

وزارة التعليم العالي و البحث العلمي
جامعة 08 ماي 1945 قالمة



قسم العلوم الاقتصادية

كلية العلوم الاقتصادية والتجارية
وعلوم التسيير

أثر تحرير سعر الفائدة ودوره في خلق أزمات مالية داخل سوق رأس المال

مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماستر في العلوم الاقتصادية
تخصص: نقود ومؤسسات مالية

إشراف الأستاذة:

عمري ريمة

إعداد الطالبان:

- بن حسان نهلة
- مكناسي سميحة

السنة الجامعية: 2011-2012

فهرس المحتويات

الصفحة	العنوان
	الآية القرآنية
	الشكر
	الإهداء
I.	فهرس المحتويات
	فهرس الأشكال
II.	فهرس الجداول
	المقدمة
III.	تحديد الإشكالية
(أ،ب،ج،د،هـ)	الأسئلة الفرعية
أ،ب	فرضيات البحث
	إطار البحث
ب	دوافع اختيار الموضوع
ب	دوافع ذاتية
ب	دوافع علمية
	أهداف البحث
ب،ج	مناهج البحث
ب،ج	الدراسات السابقة
ج	هيكل البحث
ج	الفصل الأول: الإطار النظري لأسواق رأس المال و الأزمات المالية
ج	تمهيد
ج،د	المبحث الأول: الإطار المفاهيمي لسوق رأس المال
د،هـ	المطلب الأول: مفهوم و أهمية سوق رأس المال
(57-2)	الفرع الأول: مفهوم سوق رأس المال
02	الفرع الثاني: أهمية سوق رأس المال
02	المطلب الثاني: وظائف سوق رأس المال
02	المطلب الثالث: أقسام سوق رأس المال
05	الفرع الأول: أسواق حاضرة (فورية)
06	الفرع الثاني: أسواق العقود
08	
08	
12	

13	المستقبلية.....
13	المبحث الثاني: سوق رأس المال: الأدوات، المتدخلون و أساليب التعامل
13
13	المطلب الأول: الأوراق المالية المتداولة في سوق رأس
19	المال.....
22	الفرع الأول: الأوراق المالية التي تمثل ملكية
26	الشركة.....
26	الفرع الثاني : الأوراق المالي التي تمثل
27	المديونية(السندات).....
27	الفرع الثالث: عقود المشتقات
27	المالية.....
30	المطلب الثاني: الأطراف المتدخلة في سوق رأس
30	المال.....
30	الفرع الأول: الطالبون لرؤوس
31	الأموال.....
31	الفرع الثاني: المعارضون لرؤوس
31	الأموال.....
33	الفرع الثالث: المحكمون و
33	المراقبون.....
33	المطلب الثالث: قواعد و إجراءات التعامل في سوق رأس
33	المال.....
35	الفرع الأول: الأوامر المحددة لسعر
38	التنفيذ.....
38	الفرع الثاني: الأوامر المحددة لوقت
38	التنفيذ.....
42	الفرع الثالث: الأوامر الخاصة.....
44	المبحث الثالث: الإطار المفاهيمي للأزمات
44	المالية.....
44	المطلب الأول: مفهوم الأزمة المالية و
44	أنواعها.....
45	الفرع الأول: مفهوم الأزمة
47	المالية.....
47	الفرع الثاني: أنواع الأزمات
47	المالية.....
48	المطلب الثاني: أسباب حدوث الأزمات المالية و عدوى
48	انتقالها.....
48	الفرع الأول: أسباب الأزمات
49	المالية.....
49	الفرع الثاني: تفسير حدوث انتقال الأزمات

50	المالية.....
50	المطلب الثالث: مؤشرات التنبؤ بالأزمات
52	المالية.....
53	الفرع الأول: تعريف المؤشر.....
54	الفرع الثاني: نظم الإنذار المبكر.....
54	الفرع الثالث: أنواع مؤشرات التنبؤ.....
55	المبحث الرابع: الأزمات المالية
56	العالمية.....
56	المطلب الأول: أزمة الكساد لسنة
58	1929.....
(122-61)	المطلب الثاني: أزمات الثمانينات.....
61	الفرع الأول: أزمة 1987.....
61	الفرع الثاني: أزمة 1989.....
61	المطلب الثالث: أزمات التسعينات.....
61	الفرع الأول: أزمات الأسواق المالية
61	الناشئة.....
62	الفرع الثاني: أزمة جنوب شرق
63	آسيا.....
64	المطلب الرابع: الأزمات المالية
65	المعاصرة.....
65	الفرع الأول: أزمة الرهن
66	العقاري 2008.....
68	الفرع الثاني: أزمة اليونان "أزمة الديون
68	السيادية".....
68	الفرع الثالث: الأزمة المالية في دول الخليج
70	العربية.....
76	خلاصة.....
76	الفصل الثاني: سعر الفائدة كمدخل لتطبيق التحرير
77	المالي.....
77	تمهيد.....
80	المبحث الأول: سياسة التحرير
80	المالي.....
80	المطلب الأول: سياسة الكبح
80	المالي.....
82	الفرع الأول: مفهوم الكبح المالي.....
84	الفرع الثاني: أشكال الكبح المالي.....
85	الفرع الثالث: آثار الكبح المالي.....
85	المطلب الثاني: مفهوم التحرير المالي و
86	تطوره.....

87	الفرع الأول: مفهوم التحرير
87	المالي.....
87	الفرع الثاني: تطور التحرير
88	المالي.....
88	المطلب الثالث: إجراءات و متطلبات التحرير
92	المالي.....
93	الفرع الثاني: متطلبات التحرير
93	المالي.....
93	المطلب الرابع إيجابيات و سلبيات التحرير
94	المالي.....
97	الفرع الأول: إيجابيات التحرير
101	المالي.....
101	الفرع الثاني: سلبيات التحرير
104	المالي.....
104	المبحث الثاني: الإطار المفاهيمي لسعر
105	الفائدة.....
105	المطلب الأول: مفهوم سعر الفائدة.....
106	الفرع الأول: تعريف سعر الفائدة.....
106	الفرع الثاني: أنواع سعر الفائدة.....
106	المطلب الثاني: أهمية ووظائف سعر الفائدة
107
113	الفرع الأول: أهمية سعر الفائدة.....
117	الفرع الثاني: وظائف سعر الفائدة.....
117	المطلب الثالث: مبررات سعر الفائدة و مجال
117	استخدامها.....
117	الفرع الأول: مبررات سعر الفائدة.....
118	الفرع الثاني: مجال استخدام سعر
119	الفائدة.....
122	المطلب الرابع: العوامل المؤثرة في سعر الفائدة و
122	منافعها.....
122	الفرع الأول: العوامل المؤثرة في سعر
(202-124)	الفائدة.....
124	الفرع الثاني: منافع سعر الفائدة.....
124	المبحث الثالث: النظريات الاقتصادية المفسرة لسعر
124	الفائدة.....
124	المطلب الأول: سعر الفائدة في النظرية النقدية
	الكلاسيكية.....

124	الفرع الأول: أسس النظرية النقدية
125	الكلاسيكية.....
125	الفرع الثاني: تحديد سعر الفائدة في النظرية نقدية
125	الكلاسيكية.....
126	الفرع الثالث: تحديد سعر الفائدة حسب نظرية الأموال القابلة للاقتراض.....
127	المطلب الثاني: سعر الفائدة في الفكر الاقتصادي المعاصر.....
127	الفرع الأول: العوامل المحددة للطلب على النقود عند فريدمان.....
128	الفرع الثاني: تحديد سعر الفائدة.....
129	الفرع الثالث: العلاقة بين الطلب على النقود وسعر الفائدة.....
130	المطلب الثالث: نظريات سعر الفائدة عند كينز.....
132	الفرع الأول: أسس النظرية الكينزية.....
133	الفرع الثاني: تحديد سعر الفائدة في النظرية الكينزية.....
135	الفرع الثالث: تحديد سعر الفائدة حسب نظرية السيولة.....
136	المطلب الرابع: سعر الفائدة في الفكر الإقتصادي الإسلامي
137	الفرع الأول: موقف التحريم الكامل للفائدة المصرفية.....
138	الفرع الثاني: الآراء الفقهية التي جادلت في تطابق الفائدة مع الربا.....
139	الفرع الثالث: الفرق بين آلية سعر الفائدة في الفكر الإقتصادي و آلية الربح في الفكر الإسلامي
140	الفرع الرابع: العلاقة بين الربا والفائدة.....
143	خلاصة.....
144	الفصل الثالث: علاقة تحرير سعر الفائدة بالأزمات المالية
145	تمهيد.....
151	المبحث الأول: سياسة تحرير سعر الفائدة.....
156	المطلب الأول: مفهوم سياسة تحرير سعر الفائدة.....
164	الفرع الأول: تعريف سياسة تحرير سعر
164	الفرع الأول: تعريف سياسة تحرير سعر

164	الفائدة.....
166	الفرع الثاني: مزايا سياسة تحرير سعر
167	الفائدة.....
167	المطلب الثاني: الآراء المساندة و المعارضة لسياسة تحرير سعر
169	الفائدة.....
170	الفرع الأول: الآراء المساندة لسياسة تحرير سعر
170	الفائدة.....
170	الفرع الثاني: الآراء المعارضة لسياسة تحرير سعر
174	المطلب الثالث: شروط وإجراءات تحرير سعر
175	الفائدة.....
176	الفرع الأول: شروط نجاح سياسة تحرير سعر
177	الفائدة.....
177	الفرع الثاني: إجراءات تحرير سعر
177	الفائدة.....
178	المطلب الثالث: آثار سعر الفائدة على المتغيرات
179	الاقتصادية.....
180	الفرع الأول: الآثار الاقتصادية لسعر الفائدة
182	الفرع الثاني: أثر سعر الفائدة على الادخار
182	الفرع الثالث: أثر سعر الفائدة على
182	الاستثمار.....
186	الفرع الرابع: أثر سعر الفائدة على القطاع
189	المصرفي.....
189	الفرع الخامس: أثر سعر الفائدة على القطاع
191	الحكومي.....
194	الفرع السادس: أثر سعر الفائدة على السوق
195	المالية.....
198	الفرع السابع: أثر سعر الفائدة على المستوى العام للأسعار
198	الفرع الثامن: أثر سعر الفائدة و المستوى العام للأسعار على تحولات الأرصدة
198	النقدية بين استعمالاتها
198	المختلفة.....
200	الفرع التاسع: أثر سعر الفائدة على سعر
201	الصرف.....
201	المبحث الثاني: علاقة سعر الفائدة بالأزمات
203	المالية.....
	المطلب الأول: سعر الفائدة كحل للأزمات

204
204
204
205
206

المالية.....
المطلب الثاني: سعر الفائدة كسبب للأزمات
المالية.....
الفرع الأول: مرحلة الازدهار
الاقتصادي.....
الفرع الثاني: مرحلة الأزمة
المالية.....
المطلب الثالث: تجارب بعض الدول في تحرير سعر
الفائدة.....
الفرع الأول: تجارب الدول المطبقة لسياسة تحرير سعر الفائدة من السبعينيات إلى
غاية التسعينيات....
الفرع الثاني: تجارب معاصرة لتحرير سعر
الفائدة.....
الفرع الثالث: صندوق النقد العربي يطبق سياسة التحرير على سعر
الفائدة.....
المبحث الثالث: دور سعر الفائدة في الأزمة المالية
العالمية2008.....
المطلب الأول: نشأة و أسباب الأزمة المالية
العالمية.....
الفرع الأول: نشأة الأزمة المالية
العالمية.....
الفرع الثاني: أسباب الأزمة المالية العالمية
.....
المطلب الثاني: تداعيات الأزمة المالية العالمية على الاقتصاديات
العالمية.....
الفرع الأول: تداعيات الأزمة المالية على الاقتصاد
العالمي.....
الفرع الثاني: تداعيات الأزمة المالية على اقتصاديات الدول
العربية.....
المطلب الثالث: علاقة سعر الفائدة بالأزمة المالية
العالمية.....
الفرع الأول: سعر الفائدة جوهر الأزمة المالية العالمية
.....
الفرع الثاني: استخدام سعر الفائدة في معالجة الأزمة المالية
العالمية.....
المطلب الرابع: الآثار المحتملة لتخفيض سعر
الفائدة.....
الفرع الأول: ارتفاع أسعار الأصول و تراجع علاوات
المخاطرة.....

.....	الفرع الثاني: البحث عن العائد.....
.....	الفرع الثالث: التعرض لمخاطر سعر الفائدة.....
.....	الفرع الرابع: التأخر في تصحيح الميزانيات.....
.....	الفرع الخامس: إعاقة التعامل في الأسواق النقدية.....
.....	الفرع السادس: حدوث اضطرابات على المستوى الدولي.....
.....	المبحث الرابع: علاقة سعر الفائدة بأزمة اليونان.....
.....	المطلب الأول: نشأة أزمة اليونان وأسباب ظهورها.....
.....	الفرع الأول: نشأة الأزمة اليونانية.....
.....	الفرع الثاني: أسباب الأزمة اليونانية.....
.....	المطلب الثاني: تداعيات الأزمة اليونانية على الاقتصاديات العالمية.....
.....	الفرع الأول : الآثار المترتبة على الأزمة بالنسبة لليونان.....
.....	الفرع الثاني : الآثار المترتبة على الأزمة بالنسبة للإتحاد الأوروبي.....
.....	الفرع الثالث : الآثار المترتبة للأزمة اليونانية على إقتصاديات الدول العربية.....
.....	المطلب الثالث: سعر الفائدة كسبب من أسباب الأزمة اليونانية.....
.....	المطلب الرابع: الإجراءات المتخذة لحل الأزمة اليونانية.....
.....	الفرع الأول : الإجراءات التقشفية في اليونان.....
.....	الفرع الثاني : مساعدات صندوق النقد الدولي والإتحاد الأوروبي.....
.....	الفرع الثالث : إعادة هيكلة الديون اليونانية لعام 2012.....
.....	الفرع الرابع: إجراءات البنك المركزي الأوروبي والقمة الرئيسية الأوروبية.....
.....	خلاصة.....
.....	خاتمة.....
.....	نتائج اختبار الفرضيات.....

	نتائج البحث.....
	آفاق البحث.....
	قائمة المراجع.....

الصفحة	عنوان الشكل	الرقم
23	أنواع الخيارات	1
96	تحديد سعر الفائدة التوازني في الفكر الكلاسيكي	2
97	التغير في مستوى الادخار مع ثبات سعر الفائدة	3
98	أثر زيادة عرض الأموال القابلة للاقراض دون تغير في الطلب	4
98	أثر زيادة طلب الأموال القابلة للاقراض دون تغير في العرض	5
99	علاقة الادخار و الاستثمار بسعر الفائدة حسب نظرية الأموال القابلة للاقراض	6
100	امكانية عدم توازن الاستثمار و الادخار في النظرية الكلاسيكية	7
111	ثبات عرض النقود و عدم مرونته للمتغيرات الاقتصادية	8
111	سعر الفائدة و علاقته بالطلب على النقود بدافع المعاملات	9
112	سعر الفائدة و علاقته بالطلب على النقود بدافع غرض الاحتياط	10
112	منحنى الطلب على النقود بدافع المضاربة	11
113	منحنى تفضيل السيولة	12
115	سعر الفائدة وفقا للنظرية الكينزية	13
116	مخطط توضيحي للنموذج الكينزي	14
132	أثر سعر الفائدة على الاستثمار	15
134	أثر تغير سعر الفائدة على العائد المتوقع للبنك	16
162	سعر الفائدة و دوره في خلق تقلبات في النشاط الاقتصادي	17
171	تطور حجم الدين الكلي بالنسبة لـ PIB وأسعار الفائدة للبنك الفدرالي الأمريكي للفترة 1984-2009	18
172	تطور حجم القروض العقارية الأقل جودة في الولايات المتحدة الأمريكية للفترة 1997-2007	19
176	تطور علاوات المخاطرة على سندات المؤسسات	20
179	مؤشرات التعامل في الأسواق النقدية	21
180	تطور حجم الصادرات خلال الفترة 2005-2009	22
181	تطور أسعار الفائدة الرئيسية و نسب الاحتياطي الاجباري للفترة 2005-2012	23
190	فروق أسعار السندات	24
195	معدلات أسعار الفائدة في منطقة اليورو حسب البنك المركزي الأوروبي للفترة 1999-2011	25
197	تطور العجز المالي لليونان مابين الفترة 1990-2011	26

تمهيد

تكتسي الأسواق المالية دورا بالغ الأهمية في الإقتصاديات المعاصرة وذلك للمهام التي تؤديها والمتمثلة أساسا في ربط قطاعات الفائض الاقتصادي بقطاعات العجز الاقتصادي مما جعلها تمثل أحد المصادر الهامة لتوفير فرص الاستثمار لقطاعات الفائض ومصدرا حيويا لتمويل قطاعات العجز فأصبحت الوسيلة المناسبة لتنفيذ وتمويل المشروعات الفردية وخطط التنمية الاقتصادية و التوجيه السليم للموارد الاقتصادية وتوفير السيولة اللازمة لها وبروزها كأداة قوية بين الادخار و الاستثمار، لكن التغيرات التي شهدتها الأسواق المالية كانفتاح بعضها على بعض قد جعل من السهل انتقال مخاطر الأزمات المالية عبر الحدود أو بين الأسواق وخصوصا أن الأزمات و انهيار البورصات متعددة و متداخلة و متشابكة قد ترجع إلى أخطاء في سلوك المستثمرين و المؤسسات حيث تشير التجارب العالمية إلى بعض الأسباب الرئيسية والتي من أهمها المضاربات الوهمية و الممارسات غير الأخلاقية و غير القانونية، و الفشل في تنظيم السوق وضعف الإفصاح و الشفافية، كما أن زيادة الترابط بين الأسواق المالية الناشئة و الأسواق المالية في البلدان المتقدمة، عرفت عدة اقتصاديات أزمات مالية، هذه الأزمات مست دول مختلفة من العالم "المكسيك، الأرجنتين، بلدان جنوب شرق آسيا" ثم انتشرت لتمس معظم دول العالم ولكن على الرغم من إختلاف هذه الأزمات جغرافيا وتاريخيا إلا أنها ذات خصائص مشتركة.

وتؤدي الأزمات المالية إلى نتائج وخيمة سواء على اقتصاديات الدول صاحبة الأزمة أو على اقتصاديات دول العالم المتأثرة بها، ونظرا للحاجة إلى التعامل مع هذه الأسواق فإن الأمر يقتضي دراسة طبيعة الأسواق والتعرف على أساليب العمل بها حتى يمكن تكوين تصور دقيق عنها وتقدير ما يمكن أن تقدمه لنا من مزايا و آثار إيجابية.

المبحث الأول: الإطار المفاهيمي لسوق رأس المال

تعتبر أسواق رأس المال ذات أهمية كبيرة للاقتصاد القومي والمستثمرين والشركات المصدرة للأوراق المالية المتداولة في هذه السوق وذلك من خلال توفير الأموال للشركات لتكون رأسمالها كمشروعات جديدة والمساعدة على النمو والتوسع بالنسبة للشركات القائمة، كما توفر أيضا للمدخرين من أشخاص طبيعيين ومعنويين فرصة تنويع استثماراتهم، بالإضافة إلى كونها أحد متطلبات الإصلاح الاقتصادي، وقد نجمت الحاجة إلى سوق المال بصفة عامة وسوق رأس المال بصفة خاصة كون الاستثمارات في الأصول الحقيقية لبعض الوحدات الاقتصادية أصبحت تفوق مدخراتها المالية، لذا سوف نتطرق في هذا المبحث إلى مفهوم هذه الأسواق، أهميتها بالإضافة إلى وظائفها وأقسامها.

المطلب الأول: مفهوم وأهمية سوق رأس المال

تشكل الأسواق المالية بتنظيماتها المختلفة ركنا أساسيا من أركان الهيكل التمويلي في النظم الاقتصادية التي تعتمد بالدرجة الأولى على آليات السوق و القطاع الخاص في التمويل الاقتصادي، ولقد برز دور هذه الأسواق أكثر فأكثر في الاقتصاديات المعاصرة كإحدى الآليات المهمة في تجميع وتعبئة الموارد المالية من وحدات ذات الفائض إلى وحدات ذات العجز.

الفرع الأول: مفهوم سوق رأس المال

جاءت فكرة أسواق رأس المال نتيجة الحاجة إلى وجود مكان متخصص يتم فيه بيع وشراء الأوراق المالية التي كانت قد نشأت نتيجة للتطورات الاقتصادية و المالية.

أولاً: تعريف سوق رأس المال

لقد قدم لسوق رأس المال عدة تعاريف لعل أهمها مايلي:

سوق رأس المال هو "الإطار الذي من خلاله تلتقي الوحدات الاستثمارية مع وحدات الادخار وذوي الفوائض المالية لعقد الصفقات طويلة الأجل سواء من خلال الاكتتاب الأولي للأداة المالية من خلال المتاجرة بأدوات السوق، حيث يتضح أن السمة الأساسية لهذه السوق هي المخاطرة العالية كون أدواتها ذات استحقاق لأكثر من سنة وعليه فإن المستثمر يعطي الأولوية لعملية المبادلة بين العائد والمخاطرة بمعنى أن المستثمر يطلب عائدا أعلى على الأدوات المالية ذات المخاطرة الأعلى"⁽¹⁾.

كما تعرف أسواق رأس المال أيضا بأنها "الأسواق التي تختص بالتعاملات المالية طويلة الأجل وتتضمن أسواقا للأسهم و السندات، وتعد كل من أسواق رأس المال طويلة الأجل وقصيرة الأجل أسواق تعاملات نقدية لأن

تعاملاتها تنطوي على عملية استلام شيء منصوص عليه في الصفقة يقوم بها المقرض إلى المقرض أو المستثمر الذي أنهى الصفقة بالسداد نقدياً"⁽¹⁾.

(1) أرشد فؤاد التميمي، الأسواق المالية: إطار في التنظيم و تقييم الأدوات، دار اليازوري العلمية، الأردن، 2010، ص 92.

(1) برايان كويل، أسواق المال، ترجمة دار الفاروق، دار الفاروق، القاهرة، 2005، ص 06.

أيضا يمكن تعريف سوق رأس المال على أنها "تلك السوق التي يتم فيها التعامل على مساهمات وقروض طويلة الأجل إذ تلجأ إليها المؤسسات للحصول على أموال جديدة مقابل التخلي عن جزء أو كل ملكيتها وذلك من خلال طرح أسهم للاكتتاب أو تحصل على تلك الأموال على شكل دين وذلك بطرح سندات، كما تلجأ الحكومة أيضا إلى هذه السوق عندما تريد الحصول على الأموال لتغطية العجز أو تمويل المشاريع الجديدة أو لأي غرض آخر"⁽²⁾.

كما يمكن تعريف سوق رأس المال باعتبارها "المكان الذي يلتقي فيه البائع و المشتري لأصول مالية من خلال إجراءات قانونية و إدارية تمثل النظام الذي يعمل من خلاله السوق سواء كان البائع أو المشتري مدخرا أو مستثمرا للأموال، ويحقق الصلة بينهما وسيط يساعد على تحويل المدخرات النقدية إلى أصول استثمارية أو تحويل هذه الأصول إلى نقدية مرة أخرى، ويتحكم في هذا النظام العرف السائد في السوق المالي نمط العلاقة بين العرض و الطلب على الأموال، القوانين و الإجراءات المنظمةة للتعامل في السوق المالي و سلوك البائع و المشتري للأصول المالية"⁽³⁾.

هناك تعريف آخر لسوق رأس المال "هو المكان الذي يجمع بائعي الأوراق المالية بمشتري تلك الأوراق وذلك بغض النظر عن الطريقة التي يتحقق بها هذا الجمع أو المكان الذي يتم فيه، بشرط توافر قنوات اتصالا لمتعاملين في السوق، بحيث تجعل الأثمان السائدة في أية لحظة زمنية معينة واحدة بالنسبة لأي ورقة مالية متداولة فيها"⁽⁴⁾.

سوق رأس المال هو "الإطار الذي يجمع بين الوحدات المدخرة و التي ترغب في الاستثمار و وحدات العجز التي هي بحاجة إلى الأموال بغرض الاستثمار عبر فئات متخصصة عاملة في السوق بشرط توافر قنوات اتصال فعالة"⁽⁵⁾.

بالإضافة إلى هذا يمكن تعريف سوق رأس المال بأنها "عبارة عن السوق التي يتم فيها التعامل بالأوراق المالية بيعا و شراء على نحو تشكل إحدى القنوات الرئيسية التي ينساب المال فيها بين الأفراد و المؤسسات و القطاعات المختلفة في المجتمع مما يساعد في تعبئة المدخرات وتنميتها وتهيئتها للمجالات الاستثمارية التي يحتاجها الاقتصاد القومي"⁽⁶⁾.

من خلال التعاريف السابقة يمكن استنتاج التعريف التالي لسوق رأس المال:

(2) محمد عثمان إسماعيل حميد، أسواق رأس المال و بورصة الأوراق المالية و مصادر تمويل المشروعات، دار النهضة العربية، القاهرة، 1993، ص 41.

(3) نفس المرجع، ص 41.

(4) رسمية أحمد أبو موسى، الأسواق المالية و النقدية، دار المعزز، عمان، 2005، ص 11.

(5) أرشد فؤاد التميمي، أسامة عزمي سلام، الإستثمار في الأوراق المالية، دار المسيرة ، عمان، 2004، ص 110.

(6) عصام حسين، أسواق الأوراق المالية: البورصة، دار أسامة، الأردن، 2010، ص 18.

هو نظام لتجميع رؤوس الأموال من الوحدات الاقتصادية ذات الفوائض المالية وتوزيعها على الوحدات الاقتصادية التي تعاني من عجز في الموارد المالية وذلك عن طريق قنوات وسيطة فعالة ضمن هيكل منظم.

ثانياً: خصائص سوق رأس المال

لأسواق رأس المال بعض الخصائص تميزها عن باقي الأسواق نذكر منها(1):

- 1- يتطلب سوق رأس المال وجود سوق ثانوية يتم فيها تداول الأدوات المالية التي تم إصدارها من قبل بما يكفل توفير السيولة.
- 2- تتسم سوق رأس المال بكونها أكثر تنظيماً من باقي الأسواق المالية الأخرى نظراً لكون المتعاملين فيها من الوكلاء المختصين، وهناك شروط وقيود قانونية لتداول الأوراق المالية في هذه السوق.
- 3- التداول في هذه السوق يتم بتوفير المناخ الملائم وكذا المنافسة التامة حتى يتم تحديد الأسعار العادلة على أساس العرض والطلب.
- 4- تتميز سوق رأس المال بالمرونة وبإمكانية استفادتها من تكنولوجيا الاتصالات فإن ذلك يعطي خاصية للأسواق المالية بكونها تتميز عن غيرها من أسواق السلع بأنها أسواق واسعة تتم فيها صفقات كبيرة وممتدة فديتسع نطاقها ليشمل أجزاء عدة من العالم في نفس الوقت.
- 5- الإستثمار في سوق رأس المال يتطلب توفر المعلومات السوقية واتخاذ القرارات الإستثمارية الرشيدة.

كذلك هناك الخصائص الآتية لسوق رأس المال وهي(2):

- 1- الإستثمار في سوق رأس المال قد يكون أكثر مخاطرة وأقل سيولة من الإستثمار في السوق النقدي نظراً لكون أدوات الإستثمار فيه مثل سندات طويلة الأجل تحتل مخاطر سعرية، سوقية وتنظيمية مختلفة وكذلك الأسهم على الرغم من أنها ذات عائد أكبر نسبياً إلا أن مخاطرها كبيرة.
- 2- الإستثمار في سوق رأس المال يعتبر ذا عائد مرتفع نسبياً وبالتالي فإن اهتمام المستثمرين في سوق رأس المال يكون نحو الدخل أكثر منه نحو السيولة والمخاطرة.
- 3- ترتبط أسواق رأس المال بالأوراق المالية طويلة الأجل، وتكتسب أهمية خاصة في تمويل المشروعات الإنتاجية التي تحتاج إلى أموال تسدد على أمد طويل.

الفرع الثاني: أهمية سوق رأس المال

تتمثل الوظيفة الأساسية لسوق رأس المال في نقل الأموال من الأطراف التي يتوفر لديها فائض من الأموال إلى الأطراف التي تعاني من عجز في الأموال، وقد وجدت أسواق رأس المال لتتبع

(1) جمال جويدان الجمل، الأسواق المالية و النقدية، دار صفاء، عمان، 2002، ص 56.

(2) طاهر حيدر حردان، مبادئ الإستثمار، دار المستقبل، عمان، 1997، ص 32.

والأزمات المالية

رغبات وحاجات المتعاملين، ومن ثم أضحت ضرورة حتمية استلزمها المعاملات الاقتصادية، هذا وتعمل الأسواق على تحقيق موازنة فعالة ما بين قوى

العرض والطلب وتتيح الحرية الكاملة لإجراء كافة المعاملات، وتزداد أهمية سوق رأس المال وتنبور ضرورتها في خدمة النشاط الاقتصادي من خلال مايلي⁽¹⁾:

أولاً: تنمية المدخرات الوطنية عن طريق تشجيع الاستثمار في الأوراق المالية وتوجيهها نحو القطاعات الاقتصادية المختلفة على أساس تنافسية كفاءة.

ثانياً: جذب الاستثمارات الأجنبية لتسهم في تسريع عملية التنمية الاقتصادية وتقليل الاعتماد على الاقتراض الخارجي.

ثالثاً: رفع درجة الوعي الجماهيري بأهمية التعامل في السوق المالية وزيادة الوعي الادخاري و الاستثماري للمؤسسات والأفراد وزيادة شفافية وموثوقية المعلومات ذات الصلة بأداء الشركات المدرجة والاقتصاد الكلي على حد سواء.

رابعاً: ضمان استخدام كفاء للموارد المالية عن طريق توجيه الفوائض المالية للمشاريع الأكثر مردودية في ظل توفر كفاءة التسعير.

خامساً: مراقبة الاستثمارات من خلال التعرف على سير العمل في المشاريع الاقتصادية عن طريق معرفة التغيرات في أسعار الأوراق المالية، أي أن الأسعار تعد مؤشراً للحالة الاقتصادية المستقبلية فهي بمثابة إنذار مبكر للقائمين على شؤون الاقتصاد في الدولة لاتخاذ الإجراءات التصحيحية عندما يلزم الأمر عند انخفاض الأسعار.

سادساً: تمويل خطط التنمية الاقتصادية من خلال تعبئتها لمدخرات المجتمع وتوظيفها، فالبنوك التجارية لا تستطيع بإمكاناتها تحمل مخاطر التنمية التي تستلزم قروضا طويلة الأجل، فوجودها من شأنه منح قروض بتكلفة مناسبة إذا

قورن مع الإقتراض الخارجي، بمعنى أنها تساعد الدولة على الإقتراض من الجمهور والشركات لأغراض تمويل

مشروعات التنمية والإسراع بمعدلات النمو الإقتصادي فيها.

سابعاً: توفير الحافز و الدافع الحيوي لدى المستثمرين من خلال تحقيق السعر العادل للأوراق المالية المتداولة في سوق رأس المال وحماية الأطراف المتبادلة.

ثامناً: القدرة على توفير وإعادة تدويركم مناسب من الأموال لتحقيق السيولة اللازمة للمجتمع ودعم الاستثمارات ذات الأجل المختلفة.

(1) بالاعتماد على:

- نبيل خليل طه سمور، سوق الأوراق المالية الإسلامية بين النظرية و التطبيق: دراسة سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا، مذكرة ماجستير، كلية التجارة، الجامعة الإسلامية، غزة، 2007، ص 30.
- حسن كريم حمزة، العولمة المالية و النمو الاقتصادي، دار صفاء، عمان، 2011، ص ص 155، 156.
- ضياء مجيد، البورصات: أسواق رأس المال و أدواتها الأسهم و السندات، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية، 2003، ص ص 8، 7.

تاسعا: تعبئة الموارد المالية وتحضير المدخرين من خلال الدور الذي تقوم به في رفع عوائد المدخرات من خلال الاكتتاب في الأسهم والسندات، وكلما كانت الظروف الاقتصادية والسياسية والاجتماعية المحيطة بالسوق أكثر ملائمة فإن دورها التحفيزي على المدخرين يكون أكبر، وإذا ما نجحت في ذلك فينعكس ذلك إيجابيا على المستوى الاقتصادي.

عاشرا: المساعدة في زيادة مستويات الإنتاج في الاقتصاد من خلال تمويل الفرص الاستثمارية التي تؤدي على رفع مستويات الإنتاج وبالتالي رفع مستويات التشغيل و الذي يؤدي بدوره إلى رفع مستويات التشغيل على المستويين الفردي أو القومي.

إحدى عشر: تمكين أصحاب المشاريع الاقتصادية من الحصول على رأس المال اللازم لإنشاء مشاريع اقتصادية جديدة أو توسيع الطاقة الإنتاجية في مشاريعهم.

مما سبق يمكن القول أن سوق رأس المال تستمد أهميتها من الدور المتعدد الأوجه والجوانب الذي تقوم به، فهي أداة فعالة غير محدودة في الاقتصاد القومي، تؤثر في مختلف جوانب النشاط الاقتصادي ومجالاته وفي الوقت ذاته تتأثر به مما يحدث أثارا جديدة، كما تلعب سوق رأس المال دورا بالغ الأهمية في جذب الفائض في رأس المال غير الموظف وغير المعبأ في الإقتصاد القومي وتحوله من مال عاطل إلى رأس مال موظف وفعال في الدورة الإقتصادية وذلك من خلال عمليات الإستثمار التي يقوم بها الأفراد والشركات في الأسهم والسندات والصكوك التي يتم طرحها في سوق رأس المال.

المطلب الثاني: وظائف سوق رأس المال

تعتبر أسواق رأس المال مؤسسة حيوية بالنسبة للشركات المساهمة والإقتصاد الوطني ككل، إذ تعمل على جمع الادخار من القطاع العائلي والمؤسسات المختصة وتوجيهه للتمويل المؤسسات الاقتصادية، كما تساعد المؤسسات على نشر رأسمالها على الجمهور الراغب في الإستثمار في الأوراق المالية خاصة بعد إتساع الشركات أين تصبح

إحتياجاتها من رؤوس الأموال تفوق إمكانيات الفرد وربما حتى الجماعات، فالجمهور الواسع هو الوحيد الذي لديه القدرة على جمع الأموال الضخمة اللازمة لتمويل الإقتصاد الوطني ويكون ذلك من خلال سوق رأس المال ومهما

تعددت وتنوعت طبيعة وحجم العمليات المالية التي تتم في أسواق رأس المال فإنها تهدف إلى تحقيق مجموعة من الوظائف يمكن تلخيصها فيمايلي:

- جمع وتجنيد الادخار حيث تعمل سوق رأس المال على جمع الادخار الوطني وتوظيفه وذلك من خلال طرح الأوراق المالية للاكتتاب فيها من طرف المدخرين الذين يرغبون في الحصول

على عائد ثابت أو عائد متغير وحتى يقبل المدخر على الاكتتاب في هذه الأوراق فإنه يحتاج إلى ثقة تجعله يوظف أمواله هناك دون خوف عليها.

تحديد الأسعار المناسبة للأوراق المالية فلا يجب أن توفر سوق رأس المال تسهيل التسويق على حساب الأسعار، وهذا يعني أن المدخر إلى جانب حرصه على أن يكون لديه فرص كبيرة لبيع أوراقه المالية كلما احتاج إلى ذلك فإنه يحرص أيضا على أن يكون السعر الذي يبيع به مناسباً لاستثماراته، فسوق رأس المال تلعب دوراً في تحقيق عدالة الأسعار، فهي تعمل على تجميع الطلب والعرض في مكان واحد وذلك بوسائل الاتصال المختلفة مما يترتب عليه سعراً عادلاً للبائع حتى لا يتعرض لغط الحاجة ويبيع مضطراً بخسارة⁽¹⁾.

تقديم الإرشادات والنصائح للمستثمرين والمسيرين فسوق رأس المال يمكن المحتاجين لرؤوس الأموال من التوجه إليها والحصول على الأموال بأحسن السبل، كما ترتبط بسوق رأس المال بصورة مباشرة أو غير مباشرة هيئات خاصة وعمومية تقدم مختلف الخدمات للزبائن من مدخرين ومستثمرين.

توفير فرص استثمارية متنوعة ومتفاوتة من حيث المخاطر وذلك من خلال تعدد وتنوع الأوراق المالية (أسهم، سندات الشركات، السندات الحكومية) وتوفير البيانات والمعلومات عن هذه الأوراق هذا يمكن المستثمر من دراسة ومقارنة مختلف الأوراق المالية التي تساعد أو يرغب الاستثمار فيها⁽²⁾.

أداة تمويل الاقتصاد عن طريق جذب المدخرات من الأعوان الإقتصاديين من أجل تمويل الإقتصاد وهذا عن طريق تجميع رؤوس الأموال من المتعاملين الإقتصاديين الذين يتمتعون بالقدرة على التمويل الذاتي.

مساعدة المنشآت في الحصول على ما تحتاجه من تمويل طويل الأجل حيث أن الإقبال على شراء الإصدارات الجديدة للمنشآت المقيدة بالبورصة في شكل أسهم وسندات يكون أكبر مما لو كانت هذه الأوراق للشركات غير مقيدة بالبورصة، لأن قيد هذه الأوراق بالبورصة تعتبر نوعاً من الاعتراف بقدرة المنشأة وكفاءتها بما يخلق

درجة معينة من الاطمئنان و الثقة في أوضاعها ويسهل من توجيه المستثمرين لمدخراتهم نحو هذه الأوراق المالية

بالتالي تحصل المنشأة على ما تحتاجه من أموال لتمويل احتياجاتها طويلة الأجل⁽¹⁾.

إتاحة الفرصة أمام الشركات التي تتداول أوراقها المالية في السوق المالي من بيع وشراء هذه الأوراق وانتقال ملكيتها من مشتري لآخر دون الحاجة إلى بيع حق الملكية أو التأثير على الملكية في الشركات المقيدة في السوق المالي⁽²⁾.

(1) عبد الغفار حنفي، رسمية قرياقص، أسواق رأس المال: بورصات، مصارف، شركات تأمين، شركات استثمار، دار الجامعة الجديدة، الإسكندرية، 2003، ص 45.

(2) نفس المرجع، ص 46.

(1) عبد الغفار حنفي، رسمية قرياقص، مرجع سابق، ص 47.

- تعمل سوق رأس المال على توجيه الفوائض للمؤسسات الاقتصادية ذات العجز في التمويل أو التي تريد توسيع نشاطها من أجل المساهمة في التنمية وتطوير هذه المؤسسات، بالإضافة أنها تؤمن للدولة موارد إضافية تساعد على تحقيق سياستها الاقتصادية والاجتماعية فهي تمثل القناة الكاملة للتمويل المباشر والسريع و الأمثل بين المدخر و المستثمر⁽³⁾.
- أداة ومؤشر للحالة الاقتصادية حيث يساعد سوق رأس المال في تحديد الاتجاهات العامة في عملية التنبؤ فهي تعتبر مركز الذي يتم فيه تجميع التذبذبات التي تحدث في الكيان الاقتصادي وتسجيلها وحجم المعاملات مقيد بالأموال السائلة⁽⁴⁾.
- المساهمة في دعم الائتمان الداخلي والخارجي حيث أن عمليات البيع والشراء في سوق رأس المال تعد مظهرا من مظاهر الائتمان الداخلي فإذا ما ازدادت مظاهر هذا الائتمان ليشمل الأوراق المالية المتداولة في البورصات العالمية أصبح من الممكن قبول هذه الأوراق كغطاء لعقد القروض المالية⁽⁵⁾.

المطلب الثالث: أقسام سوق رأس المال

تتميز أسواق العمليات المالية بالتنوع الكبير والتداخل فيما بينها حيث تعددت أشكال الأسواق المالية كنتيجة للتطورات الاقتصادية المتلاحقة وتعدد الوظائف التي تؤديها، وتؤخذ أسواق رأس المال الأقسام التالية:

الفرع الأول: أسواق حاضرة (فورية)

وهي أسواق يتم التعامل فيها على أوراق مالية طويلة الأجل يتم تسليمها وتسلمها فور إتمام الصفقة، والهدف الأساسي من العمليات العاجلة هو توظيف الأموال واستثمارها لتحقيق عائد دوري من الأوراق المشتراة أو تحقيق

عائد رأسمالي متمثل في الفرق بين سعر شراء الأوراق المالية وسعر بيعها أو تدنية خسارة رأسمالية متوقعة⁽¹⁾، وتنقسم الأسواق الحاضرة إلى:

أولاً: أسواق منظمة

تعتبر الأسواق المنظمة (البورصات) أسواق مالية رسمية يتم التعامل فيها بقانون البورصة وإجراءات عمل محددة وتخضع لرقابة الحكومة وذلك لأجل تنظيم عمليات التداول على الأوراق المالية دون غش أو خداع سواء من طرف المتعاملين في البورصة أو من طرف شركات المقيدة

(2) محمد عثمان إسماعيل حميد، مرجع سابق، ص 42.

(3) A.Choinel et G.Rouyer, Les Marchés Financiers Structures et Acteurs, Revue Banque, Paris, 2ém édition, 1997, p35.

(4) عبد الغفار حنفي، رسمية قرياقص، مرجع سابق، ص 47.

(5) محمد صيرفي، البورصات، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، 2008، ص 84.

(1) منير إبراهيم هندي، أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية، منشأة المعارف، الإسكندرية، 1999، ص 18.

بها، وتتجلى أهمية هذه الأسواق في كونها توفر علنية للصفقات و حري المساومة عبر آلية العرض و الطلب على الأوراق المالية (2)، ويمكن تقسيم الأسواق المنظمة إلى:

1-السوق الأولية

وتسمى هذه السوق أيضا سوق الإصدارات، وهي ذلك الجزء من سوق رأس المال الذي يتم فيه بيع وشراء الأسهم والسندات وغيرها من الأوراق المالية التي تطرح لأول مرة للتداول سواء للشركات في مرحلة التأسيس أو الشركات القائمة التي تقوم بزيادة رأس المال حيث تطرح الحكومة السندات و أدوناتها لخرانة لتمويل الإنفاق العام بينما تطرح الشركات ومؤسسات الأعمال الأسهم والسندات للحصول على احتياجاتها التمويلية ولتنفيذ خططها الاستثمارية(3)، فالسوق الأولية ما هي إلا أداة لتجميع المدخرات وتقديمها للمشروعات، حيث تنشأ فيها نتيجة لذلك علاقة مباشرة بين مصدر الورقة المالية (المشروعات) وبين المكتتبين فيها (جمهور المستثمرين) فيكون فيها البائع للورقة المالية مصدرها الأصلي، فعندما تعتزم شركة جديدة طرح أسهمها للاكتتاب العام في السوق أو حين تقوم

شركة قائمة أصلا بإصدار سندات جديدة أو أسهم فإن تلك الأسهم والسندات يتم طرحها في السوق الأولى(4)، وتتم عملية بيع الإصدارات الجديدة في السوق الأولية بإحدى الطرق الثلاثة الآتية:

أ/ **الطريقة المباشرة:** حيث تقوم الجهة المصدرة للورقة المالية بالاتصال بعدد من كبار المستثمرين مثل المؤسسات المالية الضخمة لكي تباع لها الأسهم والسندات التي أصدرتها.
ب/ **الطريقة غير مباشرة:** تتم من خلال بيع الإصدار إلى وسيط معين (بنك استثماري أو بنك تجاري) يقوم هذا الأخير ببيعها لمن يرغب في الاستثمار في تلك الأوراق، وعادة تكون تكاليف العملية أقل من تكاليف البيع المباشر.

ج/ **طريقة البيع بالمزاد:** هو أسلوب اتخذته وزارة الخزانة الأمريكية لتصريف ما تصدره من أوراق بمقتضاه تتم دعوة المستثمرين المحتملين لتقديم عطاءاتهم تتضمن الكميات المراد شرائها وسعر الشراء، ويتم قبول العطاءات ذات السعر الأعلى ثم العطاءات ذات السعر الأقل فالأقل إلى أن يتم التصريف الكامل للإصدار.

2- السوق الثانوية

هي السوق التي يتم تداول الأوراق المالية فيها شراء وبيعا عبر السماسرة و الوسطاء ولذلك يطلق عليها سوق التداول(1)، وبالتالي فهي السوق التي يتم من خلالها إعادة بيع الأوراق المالية

(2) أرشد فؤاد التميمي، مرجع سابق، ص ص 101، 102.

(3) عاطف وليم اندراوس، أسواق الأوراق المالية بين ضرورات التحول الاقتصادي و التحرير المالي ومتطلبات تطويرها، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، 2007، ص 22.

(4) زكريا سلامة عيسى شطناوي، الأثار الاقتصادية لأسواق الأوراق المالية من منظور الاقتصاد الإسلامي، دار النفائس، عمان، 2009، ص 42.

(1) عصام حسين، مرجع سابق، ص 21.

والأزمات المالية

التي سبق إصدارها والتي يترتب عنها نقل ملكية الأوراق المالية من البائع إلى المشتري بسعر سوق السائد للورقة المالية وقت البيع والشراء، وتؤدي السوق الثانوية وظيفتين⁽²⁾:

أ/ جعل بيع الأصول المالية سهلا بمعنى أن السوق الثانوي يضفي صفة السيولة على الأصول المالية أي إمكانية تحويلها بسرعة إلى نقود وزيادة سيولة الأصول المالية يزيد الرغبة في اقتنائها وبالتالي يجعل من السهل على الشركة المصدرة بيعها في السوق الأولي ومن ثم تسهيل تمويل الاستثمار الحقيقي.

ب/ تساعد السوق الثانوية في عملية تسعير الأوراق المالية المصدرة في السوق الأولية حيث أن المشروعات والمؤسسات التي تشتري الأوراق المالية من السوق الأولية سوف تدفع للجهة المصدرة سعرا لا يزيد عن السعر التي تعتقد أن السوق الثانوية ستحدده للورقة المالية، فكلما كان سعر الورقة في السوق الثانوية مرتفع كان بإمكان الشركة المصدرة أن تحصل على سعر إصدار مرتفع للورقة المالية وهذا يزيد مقدار رؤوس الأموال التي يمكن أن تجمعها الشركة المصدرة، فالظروف السائدة في السوق الثانوي توضح مدى ملاءمة عملية الإصدار للشركة التي تصدر الورقة ولهذا فإن سلوك السوق الثانوي أهم من سلوك السوق الأولي.

كما يمكن تقسيم الأسواق المنظمة إلى أسواق مركزية وأسواق المناطق أو الأسواق المحلية، ويقصد بالسوق المركزي ذلك السوق الذي يتعامل في الأوراق المالية المسجلة لدى لجنة الأوراق المالية بصرف النظر عن الموقع الجغرافي للجهة المصدرة لتلك الورقة مثل بورصة لندن وبورصة طوكيو وبورصة نيويورك للأسهم وتتعامل هذه الأخيرة في حوالي 80% من الأوراق المالية المسجلة لدى لجنة الأوراق المالية والبورصة بالولايات المتحدة، بالإضافة إلى البورصة الأمريكية للأسهم والتي تتعامل في حوالي 10% من الأوراق المالية المسجلة، أما بورصات المناطق أو البورصات المحلية في الولايات المتحدة فتتعامل في 10% مما تبقى من الأوراق المالية وهي عادة أوراق مالية لمنشآت صغيرة تهتم جمهور

المستثمرين في النطاق الجغرافي أو المناطق القريبة منه ويمكن أن تتعامل هذه البورصات في الأوراق المالية المعروفة المتداولة في البورصات المركزية⁽¹⁾.

ثانيا: أسواق غير منظمة

يطلق اصطلاح أسواق غير منظمة على المعاملات التي تتم خارج البورصات والتي يطلق عليها المعاملات المنضدة أو السوق الموازية، وترجع هذه التسمية تاريخيا إلى حقيقة أن البنوك كانت تتولى دور الوسيط الأساسي في عمليات التداول التي كانت تتم فعلا على منضدة مخصصة لها⁽²⁾، تحدث عملية التبادل في السوق غير المنظمة من خلال بيوت السمسرة إذ لا يوجد مكان محدد لإجراء المعاملات ويتم الربط بين المتعاملين من خلال شبكة اتصال قوية تتمثل في الهاتف،

(2) أحمد أبو الفتوح الناقية، نظرية النقود والبنوك والأسواق المالية، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية، 1995، ص 22.

(*) أعضاء الأسواق المنظمة ليس لهم الحق في تنفيذ تعاملات خارج السوق على أسهم مقيدة بها.

(1) منير إبراهيم هندي، أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية، مرجع سابق، ص 91.

(2) محمد صالح الحناوي، أساسيات الاستثمار في بورصة الأوراق المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، ط 2، 1997، ص 74.

والأزمات المالية

البريد وغيرها من وسائل الاتصال السريعة التي تربط بين السماسرة والتجار والمستثمرين⁽³⁾، وتتعامل الأسواق غير المنظمة أساساً في الأوراق المالية غير المقيدة في الأسواق المنظمة وعلى الأخص السندات ذلك أن تعاملها في الأسهم عادة ما يكون على نطاق ضيق كما يكاد أن يقتصر على أسهم شركات صغيرة أو محلية يملك معظم أسهمها المؤسسين وأفراد عائلاتهم، غير أن ذلك لا يمنع تلك الأسواق من التعامل في الأوراق المقيدة في الأسواق المنظمة وفي مقدمتها السندات الحكومية وسندات منشآت الأعمال وتتكون السوق غير المنظمة من:

1- السوق الثالث

يمثل السوق الثالث قطاع من السوق غير المنظم الذي يتكون من بيوت السمسرة و المتعاملين في سوق الأوراق المالية خارج بورصة الأوراق المالية لهم الحق في التعامل في الأوراق المالية المقيدة في تلك الأسواق^(*)، وتمثل هذه البيوت في الواقع أسواق مستمرة على استعداد لشراء وبيع تلك الأوراق في أي وقت وبأي كمية وبالتالي فهي تمارس دوراً منافساً للمتخصصين أعضاء السوق المنظمة، أما جمهور العملاء في هذا السوق فهو المؤسسات الاستثمارية الكبيرة مثل صناديق المعاشات ومحافظ الأوراق المالية التي تديرها البنوك التجارية لحساب الغير إضافة إلى بيوت السمسرة الصغيرة التي ليس لها ممثلين في السوق المنظمة وبالتالي يكون السبيل الوحيد لتعاملها في الأوراق التي تتداولها تلك السوق هو من خلال بيوت السمسرة الكبيرة التي تعمل في السوق الثالث⁽⁴⁾.

2- السوق الرابع

يقصد بها المؤسسات الاستثمارية الكبيرة والأفراد الأغنياء الذين يتعاملون مباشرة فيما بينهم في شراء وبيع الأوراق المالية في طلبات كبيرة وذلك كإستراتيجية إضافية للحد من العمولات التي يدفعونها للسماسرة، ويتم اللقاء بين البائعين والمشتريين من خلال وسيط يعمل لإتمام الصفقة يساعده في ذلك شبكة قوية من الاتصالات كالهاتف أو الحاسب الآلي⁽¹⁾، و في ظل السوق الرابع تبرم الصفقات بسرعة أكبر و بتكلفة أقل و بأسعار مرضية للطرفين نتيجة الاتصال المباشر، ويعتبر السوق الرابع منافساً قوياً للأسواق المنظمة والأسواق غير المنظمة الأخرى خاصة وأنه يمكنه التعامل في كافة الأوراق المالية المتداولة في تلك الأسواق، ولعل نمو هذا السوق يترتب عليه إجبار السماسرة والتجار في الأسواق الأخرى على تخفيض ما يتقاضونه من أتعاب مما يؤدي إلى رفع كفاءة تلك الأسواق⁽²⁾.

(3) عاطف وليم اندراوس، أسواق الأوراق المالية بين ضرورات التحول الاقتصادي و التحرير المالي ومتطلبات تطويرها، مرجع سابق، ص 55.

(4) منير إبراهيم هندي، الأوراق المالية و أسواق رأس المال، منشأة المعارف، الإسكندرية، 1999، ص 109.

(1) عصام حسين، مرجع سابق، ص 21.

(2) منير إبراهيم هندي، أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية، مرجع سابق، ص 80.

وتتمثل أساساً في تلك الأسواق التي يتم فيها تداول أنواع معينة من الأوراق المالية التي تصدرها الحكومة وهذه الأوراق محتكرة من قبل المؤسسات العمومية مثل الخزينة العمومية والبنك المركزي⁽³⁾.

الفرع الثاني: أسواق العقود المستقبلية

وهي أسواق منظمة يتم فيها تداول الأوراق المالية بعقود ذات شروط وبنود نمطية موحدة وبأسعار محددة وقت التعاقد، على أن يتم التسليم ودفع الثمن في تاريخ لاحق محدد، ويقع التعامل فيها بشرطين⁽⁴⁾:

أولاً: أن يتم من خلال أحد بيوت التسوية الذي يقوم بدور البائع بالنسبة للمشتري وبدور المشتري بالنسبة للبائع ضماناً لتنفيذ الصفقة إذا تعذر على أحد طرفيها الأصليين الوفاء بالتزاماته تجاه الآخر.

ثانياً: إيداع هامش مبدئي من جانب المستثمر لدى بيت التسوية لضمان تنفيذ المستثمر للعقد عند تاريخ التسليم.

المبحث الثاني: سوق رأس المال: الأدوات، المتدخلون وأساليب التعامل

تهدف أسواق رأس المال إلى توفير التمويل متوسط وطويل الأجل للمستثمرين والشركات بتكلفة أقل من تكلفة القروض من البنوك وكذا تسهيل العمليات المالية للبائع والمشتري للأصول المالية، وتعتبر الأوراق المالية العمود الفقري للأسواق المالية المعاصرة وهذا راجع لمرونة التعامل بها بين وحدات العجز ووحدات الفائض، ويتم التعامل في سوق رأس المال من خلال قوانين وإجراءات تحكم المتعاملين في السوق المالي.

المطلب الأول: الأوراق المالية المتداولة في سوق رأس المال

تعتبر الأوراق المالية السلعة الرئيسية المتداولة في أسواق رأس المال وهي مصدر من مصادر التمويل طويل الأجل بالنسبة للمؤسسات التي تبحث عن الأموال لتمويل استثماراتها، كما يمكن للدولة أيضاً أن تصدر أوراقاً مالية لتمويل مشروعاتها أو لتغطية العجز أو لمعالجة التضخم.

الفرع الأول: الأوراق المالية التي تمثل ملكية الشركة

(3) منير إبراهيم هندي، الأوراق المالية وأسواق رأس المال، مرجع سابق، ص 06.

(4) زكريا سلامة عيسى شطناوي، مرجع سابق، ص 46، 47.

تتمثل هذه الأوراق أساسا في الأسهم حيث تمثل الأسهم صكوك ملكية قابلة للتداول تقوم الشركات بطرحها وبيعها في السوق للمساهمين عند التأسيس أو عندما تحتاج إلى تمويل إضافي، وتمثل هذه الأسهم مستندات ملكية لحاملها ويمكن إعادة بيعها بغرض الحصول على نقدية، وتعتبر الأسهم أداة التمويل الأساسية لتكوين رأس المال في الشركات المساهمة إذ تطرح للاكتتاب العام ضمن مهلة محددة يعلن عنهما مع الإصدار، ويمكن التفرقة بين الأنواع المختلفة للأسهم كالآتي:

أولاً: تقسيم الأسهم حسب الشكل الذي تظهر به

تقسم الأسهم حسب شكل إصدارها إلى ثلاث أنواع كما يلي:

- 1- **أسهم اسمية** : هي التي يسجل على صك السهم اسم حاملها والقيمة الاسمية للسهم بجانب بيانات الشركة المصدرة لها ولا يجوز التنازل أو نقل ملكيتها عن طريق البيع في بورصة الأوراق المالية إلا بتوقيع عضوين من مجلس الإدارة وإثبات ذلك في دفاتر الشركة(1).
- 2- **أسهم لحاملها**: يتم تداول الأسهم المصدرة لحاملها بين المستثمرين دون كتابة اسم المالك على وجه الصك، وتنتقل ملكية الأسهم بمجرد الحيازة الفعلية للسهم(2)، ويتم بيع هذه الأسهم في بورصة الأوراق المالية دون الرجوع

إلى الشركة المصدرة لها أو توقيع عضوين من أعضاء مجلس الإدارة و لكن يثبت فقط في دفاتر الشركة الحائز لهذه الأسهم(1).

- 3- **أسهم لأمر**: للشركة الحق أن تصدر أسهمها لأمر، ويذكر اسم صاحبها في الشهادة مقترنا بشرط الأمر أو الإذن و عليه يتم انتقال ملكيته عن طريق التظهير دون حاجة للرجوع إلى الشركة(2)، كما يشترط أن تكون عاجلة الوفاء أي دفعت كل قيمتها الاسمية إذ أن الشركة لا تستطيع أن نتعقب تداول السهم ولا تستطيع أن تتعرف على المساهم الأخير(3).

ثانياً: تقسيم الأسهم حسب الحصة التي يدفعها المساهم

وتنقسم الأسهم حسب الحصة التي يدفعها المساهم إلى ثلاثة أقسام يمكن إدراجها كما يلي:

- 1- **أسهم عينية**: هي التي تمثل حصة عينية في رأس مال الشركة. وتصدر الشركة الأسهم العينية مقابل أصول عينية عقارات، آلات، يقدمها المكتتب(4)، ولا يجوز للشركة تسليم هذه الأسهم إلى أصحابها إلا عند تسليم الموجودات التي تقابلها وتعتبر قيمتها مدفوعة بالكامل.

(1) أمين عبد العزيز، الأسواق المالية، دار قباء الحديثة، القاهرة، 2007، ص 39.

(2) صبري حسن نوفل، الاستثمار في الأوراق المالية: مقدمة للتحليل المالي و الأساسي، مؤسسة الأهرام، القاهرة، 1996، ص 11.

(1) محمد عثمان إسماعيل، مرجع سابق، ص 112.

(2) محمد مطر، فايز تيم، إدارة المحافظ الاستثمارية الحديثة، دار وائل، الأردن، 2005، ص 80.

(3) شمعون شمعون، البورصة و بورصة الجزائر، الأطلس، الجزائر، 1999، ص 23.

(4) صلاح السيد جودة، بورصة الأوراق المالية: علميا، عمليا، مكتبة و مطبعة الإشعاع الفنية، الإسكندرية، 2000، ص 160.

2- أسهم نقدية: هي الأسهم التي تدفع في مقابلها مساهمات نقدية ولا تصبح قابلة للتداول بالطرق التجارية إلا بعد تأسيس الشركة بصفة نهائية أي عند صدور العقد التأسيسي للشركة.

3- أسهم مختلطة: وهي الأسهم التي تدفع بعض قيمتها عينا ويسدد الباقي منها نقدا.

ثالثا: تقسيم الأسهم حسب الحقوق التي يتمتع بها صاحبها

تنقسم الأسهم حسب الحقوق التي يتمتع بها صاحبها إلى:

1- الأسهم العادية

يمثل السهم مستند ملكية في جزء من رأس مال الشركة التي أصدرته، والأسهم العادية هي أوراق مالية ذات عائد متغير لأن المساهم يحصل على جزء من أرباح الشركة يسمى التوزيعات، وترتبط هذه التوزيعات بالنتائج التي تحققها الشركة وبقرارات المسيرين فالشركة بإمكانها ألا توزع الأرباح وبالتالي عدم دفع المكافآت على الأموال المستثمرة إذا قررت تخصيص كل أرباحها لاستثمارات جديدة.

ويتم إصدار السهم بقيمة اسمية تحدد في العقد التأسيسي للشركة و يكون الاكتتاب في السهم العادي عام أو محدود.

أ/ خصائص الأسهم العادية

للأسهم العادية جملة من الخصائص تتمثل في:

- للسهم العادي قيمة اسمية ودفترية وسوقية، تتمثل القيمة الاسمية في القيمة المدونة على قسيمة السهم، أما القيمة الدفترية فتتمثل في قيمة حقوق الملكية (لا تتضمن الأسهم الممتازة) والقيمة السوقية هي القيمة التي يباع بها السهم في سوق المال⁽¹⁾.

- في حالة تصفية الشركة يكون لحملة الأسهم العادية الحق في المطالبة فقط بالمبالغ المتبقية من قيمة أصول الشركة بعد استيفاء الدائنين لحقوقهم⁽²⁾.

- تمثل الأسهم العادية مصدرا دائما للتمويل إذ لا يجوز استرداد قيمتها من المنشأة كما أن إصدار المزيد من الأسهم العادية من شأنه أن يؤدي إلى انخفاض نسبة الأموال المقترضة في هيكل رأس المال وبالتالي يزيد من حجم الطاقة الإقتراضية للمنشأة⁽³⁾.

- تتميز الأسهم العادية بخاصية المسؤولية المحدودة وتعني أن حملة الأسهم لا يسألون عن ديون الشركة إلا في حدود حصصهم في رأس مال الشركة، إذ يمكن استيفاء ديون الشركة- في حالة تصفية الشركة وعدم كفاية أصولها لتغطية التزاماتها- من الأموال الخاصة بالملاك والشركاء المتضامنين⁽⁴⁾.

(1) منير إبراهيم هندي، أدوات الاستثمار في أسواق رأس المال: الأوراق المالية و صناديق الاستثمار، المكتب العربي الحديث، الإسكندرية، 1999، ص 10.

(2) عاطف وليم اندراوس، أسواق الأوراق المالية بين ضرورات التحول الاقتصادي و التحرير المالي ومتطلبات تطويرها، مرجع سابق، ص 66.

(3) منير إبراهيم هندي، أدوات الاستثمار في أسواق رأس المال: الأوراق المالية و صناديق الاستثمار، مرجع سابق، ص 12.

(4) عاطف وليم اندراوس، مرجع سابق، ص 66.

. لا يحصل حملة الأسهم العادية على عائد محدد مقابل شراء هذه الأسهم ويحصلون على أرباحهم التي تكون متغيرة بعد سداد فوائد لحملة السندات والأسهم الممتازة(5).

ب/أنواع الأسهم العادية

بالإضافة إلى الأسهم العادية التقليدية ظهرت في السنوات الأخيرة أنواع جديدة من الأسهم يمكن إيجارها فيما يلي:

- الأسهم العادية المضمونة

يقصد بالأسهم المضمونة تلك الأسهم التي تعطي لحاملها الحق في مطالبة المنشأة بالتعويض إذا ما انخفضت القيمة السوقية للسهم عن مستوى معين خلال فترة محددة عقب الإصدار، ويتم التعويض إما بحصول حامل السهم على

مزيد من الأسهم العادية أو بحصوله على أسهم ممتازة أو أوراق تجارية أو مالية تمثل مديونية قصيرة الأجل، كما يمكن أن يكون التعويض نقدا(1).

- الأسهم العادية ذات التوزيعات المخصصة

الأصل أن التوزيعات التي يحصل عليها حملة الأسهم العادية لا تعتبر من بين المصروفات التي ينبغي خصمها قبل حساب الضريبة، وقد صدر تشريع ضريبي في الوم. يسمح للمنشآت التي تباع حصة من أسهمها العادية إلى العاملين بها في ظل خطة لمشاركتهم في ملكية المنشأة بخصم التوزيعات على تلك الأسهم من الإيرادات قبل حساب الضريبة، وقد أعفيت المؤسسة التي تمنح قرضا لصندوق العاملين المخصص لتمويل شراء تلك الأسهم من دفع ضريبة على 50% من الفوائد التي تحصل عليها(2).

- الأسهم العادية للأقسام الإنتاجية

الأصل أن يكون للمنشأة الواحدة مجموعة واحدة من الأسهم العادية ترتبط فيها التوزيعات بالأرباح التي تحققها المنشأة ككل، غير أن شركة جنرال موتورز خرجت عن أسواق رأس المال في الثمانينات إلى مجموعتين إضافيتين من الأسهم العادية للشركة ككل، أصدرت الشركة مجموعة من الأسهم أطلق عليها الفئة "E class" وربطت فيها التوزيعات التي يحصل عليها حاملها بالأرباح التي يحققها قسم إنتاج أنظمة المعلومات الالكترونية، ومجموعة أخرى أطلق عليها اسم "اتش" وربطت فيها التوزيعات بالأرباح التي يحققها قسم إنتاج أجزاء الطائرات(3).

- الأسهم العادية القابلة للبيع مرة ثانية للشركة المصدرة

وتعني أن المستثمر الذي يشتري أسهما معروضة في السوق الأولية يتسلم مع هذا الشراء حق بيع هذه الأسهم مرة ثانية للشركة التي أصدرتها، فإذا زاد سعر السهم عن سعر العرض في السوق

(5) محمد الصيرفي، مرجع سابق، ص 57.

(1) صلاح السيد جودة، مرجع سابق، ص ص 174، 173.

(2) رسمية قرياقص، أسواق المال: أسواق رأس المال، المؤسسات، الدار الجامعية، الإسكندرية، 1999، ص 22.

(3) أمين عبد العزيز، مرجع سابق، ص 40.

الأولية فإن المستثمر لا يستعمل خاصية إعادة البيع لهذه الشركة، أما إذا كان سعر السهم في السوق الثانوية منخفضا ولم يحقق المرجو منه فإن المستثمر يستطيع أن يبيع السهم إلى مصدره وبالتالي فإن خاصية إعادة البيع هذه توفر الحماية الكافية للمستثمر من مخاطر هبوط سعر السهم وتحافظ في نفس الوقت على احتمالات ارتفاع سعره(4).

2- الأسهم الممتازة

يمثل السهم الممتاز مستند ملكية له قيمة اسمية ودفترية وسوقية، غير أن قيمته الدفترية تختلف عن قيمة السهم العادي حيث تمثل قيمة الأسهم الممتازة كما تظهر في دفاتر الشركة مقسومة على عدد الأسهم المصدرة، وعلى الرغم من أنه ليس للسهم تاريخ استحقاق إلا إنه قد ينص على استدعائه في توقيت لاحق، بموجب هذه الأسهم يتقرر لحاملها حقوقا أكثر مما هو مقرر لحملة الأسهم العادية كأولوية في الأرباح الموزعة، الأسبقية في استرجاع المبالغ المستثمرة في حالة تصفية الشركة(1)، كما لهم الحق في أرباح سنوية ثابتة تحدد إما في شكل نسبة مئوية من القيمة الاسمية أو في صورة مبلغ محدد.

أ/ خصائص الأسهم الممتازة

تتميز الأسهم الممتازة بمجموعة من الخصائص يمكن إيجازها فيما يلي(2):

- تعتبر الأسهم الممتازة وسيلة لتمويل الشركة دون تدخل المساهمين في إدارتها لأنه غالبا مالا يكون لهم حق التصويت.
- لحملة الأسهم الممتازة الأولية في الحصول على الأرباح بنسبة محددة وفي ناتج تصفية أصول الشركة تأتي بعد أصحاب الديون من حيث الأسبقية في ذلك.
- إمكانية الاستدعاء حيث تعطي للشركة المصدرة الحق في إلزام المساهم الذي يحملها بردها للشركة بسعر محدد وعلى مدار فترة زمنية محددة من تاريخ الإصدار.
- خاصية تجميع الأرباح أي عدم توزيع الأرباح على أصحاب الأسهم الممتازة لسنة أو أكثر يحتم على الشركة دفع تلك الأرباح المتأخرة قبل توزيع الأرباح على المساهمين العاديين.

ب/ أنواع الأسهم الممتازة

تصدر الأسهم الممتازة بفئات مختلفة حسب المزايا التي تحققها كل فئة منها سواء للمستثمر أو للشركة المصدرة، وعلى هذا الأساس تقسم الممتازة إلى الأنواع التالية:

(4) رفيق شرياق، دور البنوك التجارية في تفعيل سوق رأس المال: حالة الجزائر، مذكرة ماجستير في العلوم الاقتصادية، تخصص نقود و مالية، جامعة قالمة، 2005، ص 30.

(1) منير إبراهيم هندي، أدوات الاستثمار في أسواق رأس المال: الأوراق المالية و صناديق الاستثمار، مرجع سابق، ص 28.

(2) رفيق شرياق، مرجع سابق، ص 33.

- أسهم ممتازة مجمعة للأرباح: تضمن لحاملها الحق في الحصول على نصيبه من الأرباح عن سنوات سابقة حققت فيها الشركة أرباح لكنها لم تعلن عن توزيعها وذلك قبل إجراء أي توزيعات لحملة الأسهم العادية(3).

- أسهم ممتازة قابلة للتحويل: تتيح لحاملها فرصة تحويلها إلى أسهم عادية أو سندات حسب رغبة حملة الأسهم وموافقة الجمعية العمومية بناء على اقتراح مجلس الإدارة(4).

- أسهم ممتازة مشاركة في الأرباح: توفر لحاملها ميزة إضافية لحق الأولوية في توزيع الأرباح بإعطائه الحق في مشاركة المساهمين العاديين في الأرباح الموزعة إما بالكامل أو جزئياً وذلك بعد أن يحصلوا على حقوقهم من الأرباح من عملية التوزيع الأولي(2).

- أسهم ممتازة مضمونة: من جهة خارجية كالحكومة أو أي مؤسسة مالية.

- أسهم ممتازة من ناحية الأصول: يحق لحملة هذه الأسهم استرجاع قيمتها الاسمية عند التصفية قبل حملة الأسهم العادية(3).

- أسهم ممتازة قابلة للسداد: حيث تلتزم الشركة بسداد قيمة هذه الأسهم خلال مدة محددة متفق عليها مع حملة الأسهم(4).

- أسهم ممتازة لها حق التصويت: حيث يحق لحملة الأسهم الممتازة التصويت في الجمعية العمومية للمساهمين عند مناقشة تقارير مجلس الإدارة ومقترحاتهم.

3- أسهم التمتع

هذا النوع من الأسهم يعطى للمساهمين بدلا من الأسهم التي تم استهلاكها بطريقة القرعة ويكون ذلك عادة في الشركات صاحبة الامتياز الحكومي أي أن الحكومة يؤول إليها جميع ممتلكات الشركة صاحبة الامتياز ومن ثم تقوم الشركة باستهلاك نسب من الأسهم حتى تستهلك جميع الأسهم بانتهاء مدة الامتياز(5)، ويشترط أن يكون مصرح بذلك في القانون الأساسي للشركة وتمنح أسهم التمتع لكي لا تنقطع صلة المساهم الذي استهلك أسهمه في الشركة، وتخول أسهم التمتع لصاحبها حقوقا في التصويت والأرباح وغير ذلك(6).

(3) بربان كويل، نظرة عامة عن الأسواق المالية، ترجمة دار الفاروق، دار الفاروق، القاهرة، 2006، ص 26.

(1) أمين عبد العزيز، مرجع سابق، ص 159.

(2) محمد مطر، فايز نيم، مرجع سابق، ص 82.

(3) محمد عثمان إسماعيل حميد، مرجع سابق، ص 158.

(4) أمين عبد العزيز، مرجع سابق، ص 45.

(5) محمود أمين زويل، بورصة الأوراق المالية، موقعها من الأسواق - أحوالها و مستقبلها، دار الوفاء، الإسكندرية، 2000، ص 47.

(6) محمد مطر، إدارة الاستثمارات: الإطار النظري و التطبيقات العلمية، مؤسسة الوراق، عمان ط2، 1993، ص 411.

الفرع الثاني: الأوراق المالية التي تمثل المديونية (السندات)

تمثل السندات ديناً على الشركة أو الجهة المصدرة بصفة عامة، والسندات هي صكوك دين طويلة الأجل فالمكاتب فيها يقرض نقود للشركة أو المؤسسة العمومية التي تبحث عن قرض طويل الأجل و ينتظر استرجاع قيمة قرضه في تاريخ معين بالإضافة إلى حصوله على فوائد محددة⁽¹⁾، ويفضل أن تصدر السندات بقيمة صغيرة حتى يسهل بيعها وشراؤها وتداولها في البورصة وأن تكون بمعدل فائدة متميز ومنافس للأسعار السائدة في السوق عند الإصدار وتتأثر قيمة السندات السوقية مثلها مثل قيمة الأسهم بما يطرأ على المركز المالي للشركة التي أصدرتها.

أولاً: خصائص السندات

يتميز السند كورقة مالية بمجموعة من الخصائص أهمها:

- 1- يحصل حامل السند على دخل ثابت سنوياً يتمثل في الفائدة سواء حققت الشركة أرباحاً أو لم تحقق.
- 2- يجوز إصدار السندات بأقل من قيمتها الاسمية لتشجيع الجمهور على الاكتتاب فيها على أن ترد قيمتها الاسمية بالكامل في تاريخ الاستحقاق.
- 3- لا يحق لحامل السند التصويت داخل الجمعية العمومية للمساهمين إلا إذا تم تحويل السندات إلى أسهم ويتقرر له الحق.
- 4- تعتبر السندات أقل الأوراق المالية مخاطرة لأنها توفر لحاملها الحق في الحصول على حقوق الملكية سواء من حيث الدخل المحقق أو عند التصفية، كما تقوم الشركة بتكوين احتياطي لاستهلاك السندات لأنها محددة من حيث مدة استحقاق الفائدة واسترداد قيمة السند الاسمية.
- 5- تحقق السندات ميزة ضريبية للشركة المصدرة وذلك بخضم فوائد السندات من الوعاء الضريبي للربح.
- 6- عند تصفية الشركة يكون لحامل السند الحق في الحصول على مستحقاته تجاه الشركة المصدرة قبل حملة الأسهم العادية لكن ليس لصاحب السند الحق في الحصول على الأرباح التي تقرر توزيعها على حملة الأسهم.
- 7- قابلية السند للتداول حيث يحق لحامله نقل ملكيته للغير.

ثانياً: أنواع السندات

يمكن التمييز بين الأنواع المختلفة للسندات فيما يلي:

1- أنواع السندات حسب الجهة المصدرة

تنقسم إلى:

(1) رفيق شرياق، مرجع سابق، ص 34.

أ/ **سندات عامة:** هي سندات صادرة عن الخزينة العامة على أنها قروض تمثل الدولة الطرف المدين، أما دائئوها فهم البنوك، شركات القطاع الخاص والخواص⁽¹⁾.

ب/ **سندات خاصة:** وهي السندات التي تصدرها شركات المساهمة بغرض الحصول على الأموال اللازمة لتمويل مشاريعها بدلا من اللجوء إلى إصدار أسهم جديدة والتي من شأنها أن تؤدي إلى انضمام مساهمين جدد، ومن أهم مميزاتها أنها تصدر بمعدل فائدة أكبر من السندات الحكومية ويكون حاملها معرض لمخاطر عجز الجهة المصدرة عن الوفاء بخدمة الدين⁽²⁾.

2- أنواع السندات حسب الحقوق و الامتيازات المقدمة لمالكها

تنقسم إلى:

أ/ **سندات قابلة للتحويل إلى أسهم:** يمكن لحاملها تحويلها إلى أوراق مالية أخرى لنفس الشركة خاصة إلى أسهم عادية في أي وقت ووفقا لشروط معينة، و عادة ما تصدر هذه السندات بأسعار فائدة أقل من السندات العادية⁽³⁾، و يستفيد حملة السندات من الفوائد الثابتة عليها أثناء تحقيق الشركة نتائج مرضية و يتحول إلى مساهم يحصل على توزيعات، و عادة ما تكون هذه السندات قابلة للاستدعاء بهدف إجبار حاملها على تحويلها إلى أسهم عادية.

ب/ **سندات ذات علاوة:** لمالكها الحق في التعويض بمبلغ يفوق سعر إصدارها، والمقصود بالعلاوة مبلغ من المال يدفع من طرف المصدر لحامل السند عند ميعاد الاستحقاق إضافة إلى مبلغ إصدار السند⁽⁴⁾.

ج/ **السندات القابلة للبيع:** تتيح هذه السندات للمستثمر فرصة إرجاع السندات مرة أخرى للشركة المصدرة مقابل الحصول على نفس القيمة الاسمية، و نتيجة لتمتع السندات بهذه الخاصية يكون معدل عائدها أقل من معدل العائد على السندات العادية و تسهم هذه السندات في زيادة حجم السوق و سيولتها كما أنها تخفض من تكلفة التمويل بالنسبة للشركة المصدرة كما أنها توفر الحماية للمستثمرين من مخاطر ارتفاع معدلات الفائدة و من تدهور المركز الائتماني للشركة⁽⁵⁾.

3- أنواع السندات حسب معدل العائد

يمكن تقسيمها إلى:

بوكساني رشيد، معوقات أسواق الأوراق المالية وسبل تفعيلها، رسالة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة الجزائر، 2006، ص 62⁽¹⁾.

(2) نفس المرجع، 62.

(3) عاطف وليم اندراوس، أسواق الأوراق المالية بين ضرورات التحول الاقتصادي و التحرير المالي و متطلبات تطويرها، مرجع سابق، ص 75.

(4) بوكساني رشيد، مرجع سابق، ص 63.

(5) عاطف وليم اندراوس، أسواق الأوراق المالية بين ضرورات التحول الاقتصادي و التحرير المالي و متطلبات تطويرها، مرجع سابق، ص 76، 77.

أ/ **سندات ذات المعدل الثابت:** هذا النوع من السندات يقدم عائدا مماثلا لكل السنوات إلى غاية نهاية مدة القرض، و هذا النوع من السندات يزداد الطلب عليه في حالة انخفاض معدلات الفائدة في البنوك و ذلك لكونه يمكن المستثمرين من الحصول على عائد أكثر مما هو عليه في السوق(1).

ب/ **سندات ذات المعدل المتغير:** هي السندات يحق لحاملها الحصول على فوائد متغيرة وفقا لمعدلات الفائدة السائدة في السوق، عادة ما يحدد لهذه السندات سعر فائدة مبدئي يعاد النظر فيه كل ستة أشهر بهدف تعديله ليتلاءم مع معدلات الفائدة الجارية في السوق(2).

ج/ **سندات لا تحمل معدل كوبون:** تباع بخصم على القيمة الاسمية على أن يسترد المستثمر القيمة الاسمية عند تاريخ الاستحقاق، كما يمكن بيعها في السوق بالسعر السائد إذا رغب حاملها التخلص منها قبل تاريخ الاستحقاق(3).

4- أنواع السندات حسب ما تحققه الشركة

تأخذ السندات حسب هذا التقسيم الأنواع التالية:

أ/ **سندات عادية:** وهي سندات لا تتأثر بما تحققه من نتائج عن أداء نشاطها، وهذه السندات ليس لها سوى الضمان العادي الذي يتمتع به باقي الدائنين وينصب على جميع أصول الشركة وما تتمتع به من مقدرة على تحقيق أرباح.

ب/ **سندات الدخل:** لا يحق لحاملها المطالبة بالفوائد في السنوات التي لم تحقق فيها الشركة أرباحا، و يمكن لحامل السند الحصول على الفوائد عن سنة لم تحقق فيها أرباح وذلك من أرباح سنة لاحقة، كما تنص بعض عقود الإصدار على ضرورة قيام الشركة المصدرة باحتجاز جزء من الأرباح لسداد قيمة السندات عندما يحل تاريخ استحقاقها ويكون لحاملها الحق في طلب تحويلها إلى أسهم عادية(4).

5-أنواع السندات حسب الضمانات المقدمة

يمكن تقسيمها إلى:

أ/ **السندات المضمونة:** من أجل اجتذاب رؤوس الأموال قد تلجأ الشركات إلى تقديم ضمانات عينية للوفاء بالقروض كأن ترهن عقاراتها أو بعضها، وهذا ما يعطي لأصحاب السندات حق التصرف في هذه الأصول لاستيفاء حقوقهم في حالة تصفية الشركة وعدم وفائها بالالتزامات اتجاههم(5).

(1) بوكساني رشيد، مرجع سابق، ص 63.

(2) منير إبراهيم هندي، أدوات الاستثمار في أسواق رأس المال: الأوراق المالية و صناديق الاستثمار، مرجع سابق، ص 37.

(3) رسمية قرياقص، مرجع سابق، ص 29.

(4) منير إبراهيم هندي، أدوات الاستثمار في أسواق رأس المال: الأوراق المالية و صناديق الاستثمار، مرجع سابق، ص 38.

(5) بوكساني رشيد، مرجع سابق، ص 63.

ب/السندات غير المضمونة: لا تكون مرتبطة بأي أصل من أصول الشركة ولذلك يتضمن عقد الإصدار عدم قيام الشركة بأي عمل يضر أصحاب هذه السندات كإصدار مثل هذه السندات مرة أخرى أو زيادة الاستدانة.

الفرع الثالث: عقود المشتقات المالية

يقوم المهندسون الماليون بابتداع أدوات استثمارية مالية جديدة تلبي احتياجات المستثمرين ورغباتهم اللامتناهية وتسمى هذه الأدوات الجديدة بعقود المشتقات وقد ظهرت نتيجة لما يسمى بالهندسة المالية، وقد بدأ التعامل بها مع أوائل السبعينات مع التقلبات الحادة التي شهدتها العديد من الأسواق المالية في كل من أسعار الفائدة وأسعار الصرف وأسعار الأصول المالية حيث تستخدم هذه الأدوات في التحكم في الخطر المصاحب للاستثمار في محافظ الأوراق المالية وكذلك الخطر المصاحب لإصدار الأوراق المالية، وتنقسم عقود المشتقات إلى:

أولاً: العقود الآجلة

هي نوع المعاملات التي تعطي لمشتريها الحق في شراء أو بيع قدر معين من أصل مالي أو عيني بسعر محدد مسبقاً بحيث يتم التسليم في تاريخ لاحق، ويتفق فيها الطرفان على نوع الأوراق المالية محل الصفة وعددها وثنمها عند إبرام العقد على يتم تسليم الأوراق المبيعة وتسليم الثمن في تاريخ لاحق⁽¹⁾، يسمى يوم التصفية^(*)، أو هي تلك العقود التي يلتزم فيها البائع بتسليم المشتري السلعة محل التعاقد في تاريخ لاحق يتفق عليه وقت التعاقد يطلق عليه سعر التنفيذ⁽²⁾.

ثانياً: الخيارات

هي عبارة عن عقد بين البائع والمشتري يعطي للمشتري حقاً في أن يبيع أو أن يشتري أصلاً معيناً بسعر محدد سلفاً خلال فترة زمنية معينة ومحددة مسبقاً، ويلتزم البائع بمقتضى هذا العقد بتنفيذه إذا ما طلب إليه ذلك، وذلك بشراء أو بيع الأصل محل التعاقد بالسعر المتفق عليه بينما يمارس الشاري حقه في تنفيذ العقد أو فسخه دون أي التزام من جانبه اتجاه الطرف الآخر⁽³⁾.

أو هي عقد يعطي لحامله الحق في شراء أو بيع ورقة مالية في تاريخ لاحق وبسعر يحدد وقت التعاقد على أن يكون لمشتري الاختيار الحق في التنفيذ من عدمه وذلك في مقابل علاوة يدفعها البائع والذي يطلق عليه محرر الخيار⁽¹⁾.

(*) التصفية في المعاملات الآجلة: حيث يتم الاتفاق بين المتعاملين على تصفية العملية وحصول أحدهما على الفرق بين سعر الورقة وقت الاتفاق وسعرها وقت التنفيذ سواء البائع أو المشتري، ويتم ذلك بتسليم الأوراق المالية المبيعة من قبل البائع وتسليم ثمنها من قبل المشتري، أو إبرام عقد آخر على العقد الأول بحيث يحل العقد الجديد محل العقد الأول في تنفيذه.

(1) هشام السعدني خليفة بدوي، عقود المشتقات المالية: دراسة فقهية اقتصادية مقارنة، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، 2011، ص 236.

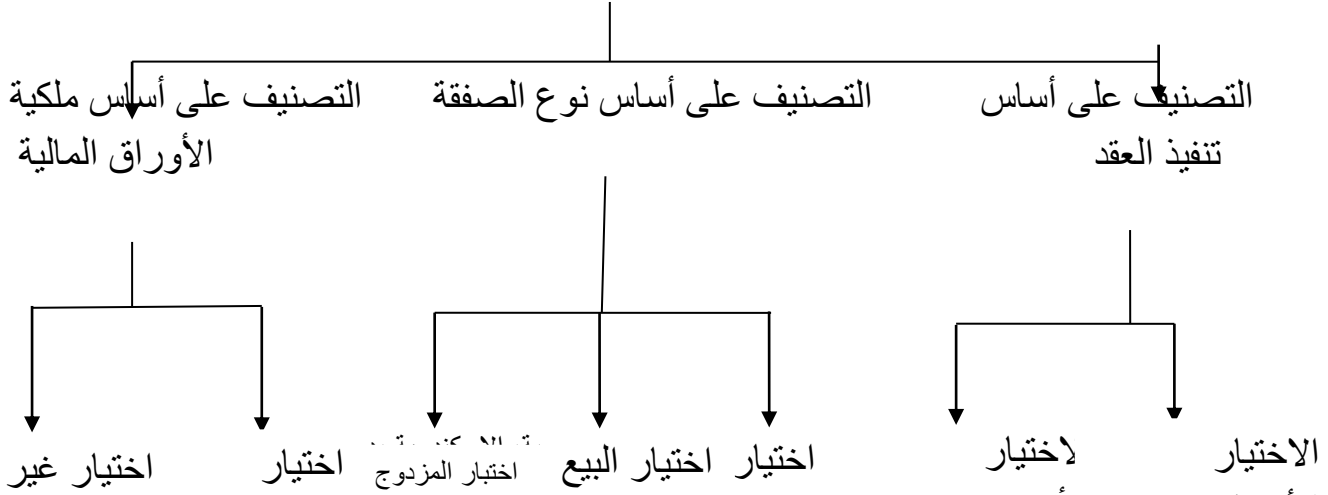
(2) منير إبراهيمي، إدارة الأسواق والمنشآت المالية، منشأة المعارف، الإسكندرية، 1999، ص 668.

(3) سمير عبد الحميد رضوان، المشتقات المالية ودورها في إدارة المخاطر ودور الهندسة المالية في صناعة أدواتها، دار النشر للجامعات، مصر، دون سنة نشر، ص 153.

(1) هشام السعدني خليفة بدوي، مرجع سابق، ص 99.

ويمكن تقسيم الخيارات إلى عدة أنواع:

الشكل رقم (01): أنواع الخيارات أنواع حق الاختيار



1- من حيث تاريخ تنفيذ العقد

حسب هذا المعيار نميز بين الاختيار الأمريكي والاختيار الأوروبي⁽²⁾:

أ/ الاختيار الأمريكي: يمثل عقدا يعطي لحامله (المستثمر) الحق في شراء أو بيع عدد معين من الأوراق المالية أو أصول أخرى بسعر متفق عليه مقدما على أن يتم تنفيذ العقد في أي وقت خلال الفترة التي تمتد منذ إبرام العقد حتى التاريخ المحدد لانتهائه.

ب/ الإختيار الأوروبي: لا يمكن تنفيذه إلا في التاريخ المحدد لإنتهائه و المنصوص عليه في العقد، يلاحظ أن الإختيار الأمريكي أكثر مرونة من الإختيار الأوروبي و ذلك لما يوقره لحامله من حري في تنفيذه و على هذا تكون المكافأة الخاصة به أكبر من مكافأة الاختيار الأوروبي.

2- من حيث ملكية الأوراق المالية

يمكن التمييز بين⁽¹⁾:

أ/ الاختيار المغطى: هو حق اختيار شراء أو بيع أو هما معا يكون فيه محرر العقد مالكا بالفعل للأوراق التي يتم التعاقد بشأنها.

ب/ الاختيار غير المغطى: هو حق شراء أو بيع أو هما معا يكون فيه محرر العقد ليس مالكا للأوراق المالية التي يتم التعاقد عليها.

3- من حيث نوع الصفقة

(2) أمين عبد العزيز، مرجع سابق، ص 285.

(1) محمد صالح الحناوي، تحليل وتقييم الأسهم والسندات، الدار الجامعية، الإسكندرية، دون سنة نشر، ص 342

حسب هذا التصنيف يمكن التمييز بين ثلاثة أنواع من الاختيار: اختيار الشراء، اختيار البيع، الاختيار المزدوج.

أ/ اختيار الشراء

يتيح خيار الشراء فرصة للمستثمر للتحوط ضد مخاطر ارتفاع القيمة السوقية للأوراق المالية المراد شراؤها في المستقبل، حيث يلزم ذلك الحق محرر خيار الشراء بتنفيذ الاتفاق إذا ارتفعت أسعار الأوراق المالية خلال فترة التعاقد عن السعر المتفق عليه (سعر التنفيذ)، وبذلك يضمن المستثمر في هذه الحالة حصوله على الأوراق المالية محل الاتفاق بسعر التنفيذ من محرر خيار الشراء بغض النظر عن مقدار الارتفاع في أسعار الأوراق المالية عن سعر التنفيذ، ونظير ذلك يحصل محرر خيار الشراء على مكافأة عن كل ورقة مالية من المستثمر نظير تحمل مخاطره ارتفاع الأسعار في المستقبل⁽²⁾.

ب/ اختيار البيع

يتيح خيار البيع للمستثمر فرصة حماية استثماراته من مخاطر انخفاض القيمة السوقية لها، حيث يتيح للمستثمر إلزام الطرف الثاني (محرر العقد) بتنفيذ الاتفاق إذا انخفضت أسعار الأوراق المالية محل الاتفاق عن سعر التنفيذ، حيث يضمن المستثمر (مشتري العقد) أن يقوم ببيع الأوراق المالية لمحرر العقد بنفس سعر التنفيذ بغض النظر عن مقدار الانخفاض الذي طرأ على أسعار الأوراق المالية وذلك نظير مكافأة يدفعها مشتري العقد لمحرر العقد⁽³⁾. تتوقف هذه العملية على توقعات كل من مشتري الخيار ومصدره اتجاه الأسعار المستقبلية للأصول محل الاختيار، حيث

أنه في حالة تحقق توقعات مشتري الخيار بشأن الأوراق المالية فإن أرباحه غير محددة بينما تكون خسائره في

حالة عدم تحقق توقعاته محددة فقط بقيمة العلاوة المدفوعة لمصدر الخيار حيث أنه ليس ثمة التزام على مشتري الخيار لتنفيذ العقد⁽¹⁾.

ج/ الاختيار المزدوج:

يقوم المستثمر في نفس الوقت بشراء عقد اختيار شراء وعقد اختيار بيع لنفس الأوراق المالية ويكون تاريخ التنفيذ للعقدين واحد وكذلك تاريخ الانتهاء، يستخدم هذا النوع من الاختيار في المواقف طويلة الأجل، كما يمكن استخدامه في المواقف قصيرة الأجل وذلك إذا شعر المستثمر أن التغيرات في أسعار الأوراق المالية لن تكون كبيرة سواء لأعلى أو لأسفل⁽²⁾.

(2) محمد صالح الحناوي، أساسيات الاستثمار في بورصة الأوراق المالية، مرجع سابق، ص 329.

(3) محمد صالح الحناوي و آخرون، الاستثمار في الأوراق المالية ومشتقاتها: مدخل للتحليل الأساسي والفني، المكتب العربي الحديث، دون بلد نشر، 2006، ص 312.

(1) نشأت عبد العزيز معوض، بورصات الأوراق المالية وصناديق الاستثمار، مؤسسة الأهرام، القاهرة، 1994، ص 54.

(2) محمد صالح الحناوي، تحليل وتقييم الأسهم والسندات، مرجع سابق، ص 375.

يعرف العقد المستقبلي بأنه التزام نمطي إما ببيع أو شراء أصل معين بسعر محدد مسبقاً وفي تاريخ مستقبلي محدد، حيث يتم الاتفاق على السعر والأصل والكمية عند تاريخ توقيع العقد لكن دفع الثمن وتسليم الأصل يتم في المستقبل، وعادة ما يلتزم كل من الطرفين بإيداع نسبة من قيمة العقد لدى السمسار الذي يتم التعامل من خلاله وذلك إما في صورة نقدية أو في صورة أوراق مالية و ذلك تجنباً للمشاكل التي قد تحدث نتيجة لعدم قدرة أي طرف منهما على الوفاء بالتزاماته⁽³⁾.

أو هو تعاقد بين طرفين أحدهما بائع والآخر مشتري بغرض تسليم سلعة أو أصل ما في تاريخ لاحق بسعر معين على أن يتم تسليم السلعة أو الأصل المتفق عليه ودفع الثمن في تاريخ لاحق⁽⁴⁾.

رابعاً: عقود المبادلات

تعرف المبادلات بأنها اتفاق بين طرفين على تبادل قدر معين من الأصول المالية أو العينية تتحدد وفقاً له قيمة الصفقة آتياً، على أن يتم تبادل الأصول محل التعاقد في تاريخ لاحق⁽⁵⁾، و باعتبارها سلسلة من العقود لاحقة التنفيذ يتم تسويتها على فترات دورية ويكون عقد المبادلة ملزم لطرفي العقد على عكس ما هو معروف في عقود الاختيار، كما أن المتحصلات والمدفوعات لا يتم تسويتها يومياً.

المطلب الثاني: الأطراف المتدخلة في سوق رأس المال

هناك من يعتبر النشاط المالي في سوق رأس المال صناعة تتوقف فيها الممارسة على طبيعة السوق والتي تنقسم إلى سوقين الأولية والسوق الثانوية، وأسواق رأس المال هي أسواق معقدة لا بد من التعامل أو التداول فيها بسهولة وبسرعة وبتوافر المعلومات وعلى هذا يمكن تقسيم الأطراف المتدخلة في سوق رأس المال إلى ثلاث فئات رئيسية هي:

الفرع الأول: الطالبون لرؤوس الأموال

ويتمثل ذلك في البنوك وشركات التأمين وصناديق الإيداع والادخار وشركات التوظيف والاستثمار وصناديق الاستثمار، وهي شركات تقوم بتوظيف أموالها وأموال عملائها في البورصة، وتباشر الشركات العاملة في مجال الأوراق المالية نشاطاً أو مجموعة من الأنشطة تتمثل في⁽¹⁾:

أولاً: ترويج وتغطية الاكتتاب في الأوراق المالية.

ثانياً: الاشتراك في تأسيس الشركات التي تصدر أوراق مالية أو في زيادة رؤوس أموالها.

⁽³⁾صلاح السيد جودة، مرجع سابق، ص 249.

⁽⁴⁾ محمد صالح الحناوي، جلال إبراهيم العبد، بورصة الأوراق المالية بين النظرية والتطبيق، الدار الجامعية، الإسكندرية،

2002، ص 362.

⁽⁵⁾عاطف وليم اندراوس، أسواق الأوراق المالية بين ضرورات التحول الاقتصادي والتحرير المالي ومتطلبات تطويرها، مرجع

سابق، ص 83.

⁽¹⁾مصطفى رشدي شبيحة، اقتصاديات النقود والمصارف والمال، دار المعرفة الجامعية، الإسكندرية، ط6، 1996، ص 519.

رابعاً: المقاصة والتسوية في معاملات الأوراق المالية.

خامساً: تكوين وإدارة محافظ الأوراق المالية وصناديق الاستثمار.

سادساً: السمسة في الأوراق المالية.

ويجوز بعد موافقة مجلس إدارة الهيئة التنفيذية إضافة أنشطة جديدة تتصل بمجال الأوراق المالية، وتقدم طلبات تأسيس هذه الشركات إلى الهيئة.

هناك وسطاء ماليين يطالبون برؤوس الأموال نيابة عن عملائهم (المدخرات الصغيرة) ويتمثل هؤلاء الوسطاء في صناديق الاستثمار، حيث يجوز إنشاء صناديق استثمار تهدف إلى استثمار المدخرات في الأوراق المالية، وجميع هذه الإدخارات التي تسعى إلى التوظيف أو الطلب على رأس المال تكون الادخار الجماعي من قبل المؤسسات سألفة الذكر، ويفضل هذا النوع من التوظيف كونه يحرك السوق و ينعشه، يقوم بجمع وتعبئة الادخار المتاح لدى الأفراد بصورة منظمة، كما أنه يعوض الأفراد عن نقص خبراتهم ومعلوماتهم ويقلل من المخاطرة حيث أن هذه الشركات لها خبرة بالسوق والتوظيفات المناسبة، كما أن هناك طلب على رأس المال يتمثل في الادخار الفردي فهو يعبر عن

ديمقراطية النظام الاقتصادي و مدى انتشار الملكية الخاصة في المجتمع ارسامالي أي يدل على ديمقراطية السوق الأمريكية

و مدى اتساع القيم المنقولة في هذا المجتمع، فغالبا ما يفضل الأفراد الادخار و توظيف هذا الادخار في القيم المنقولة

ومدى اتساع القيم المنقولة في هذا المجتمع، فغالبا ما يفضل الأفراد الادخار وتوظيف هذا الادخار في القيم المنقولة لما

يحقق ذلك من عائد على هذا التوظيف يتمثل في الفائدة أو الربح بالإضافة إلى المضاربة على قيمة الأصل ذاته ويشجعهم على ذلك النظام الضريبي الأمريكي⁽¹⁾.

الفرع الثاني: العارضون لرؤوس الأموال

أي العارضون للقيم المنقولة وغالبا ما يتمثل ذلك في الشركات الصناعية والشركات التجارية والشركات القابضة التي تصدر السندات والأسهم لتمويل استثماراتها سواء تعلق الأمر بالمشروعات الجديدة أو التوسع في المشروعات القائمة، بالإضافة إلى الحكومة والتي تصدر السندات لتغطية عجز الميزانية أو امتصاص السيولة أو مواجهة النفقات الإنتاجية والاستثمارية للبنية الأساسية، كما تصدر السندات أيضا الهيئات العامة والمحلية والشركات العامة لمواجهة العجز أو الاستثمارات الجديدة، كما تعتمد برامج الخصخصة على مشاركة القطاع الخاص في شراء الأسهم والسندات، كما تلجأ المؤسسات الأجنبية المقيدة في البورصات المحلية للحصول على فوائض رؤوس الأموال في غير بلدها مقدمة الفائدة العالية والضمانات، ويلاحظ أن الاقتراض أو

(1) مصطفى رشدي شيحة، مرجع سابق، ص ص 520، 521.

المشاركة يعود إما إلى عجز رأس المال الداخلي في الشركات الخاصة عن تمويل التكلفة الاستثمارية، وإما أن يكون بسبب ضعف الادخار الاختياري أو الإجمالي العام عن تغطية احتياجات القطاع العام وزيادة العارضون معناه تفضيل الادخار عن السيولة وزيادة الاستقرار وتخفيض سعر الفائدة وزيادة النشاط الاقتصادي⁽²⁾.

الفرع الثالث: الوسطاء الماليون

يعود وجود الوسطاء الماليين إلى نقص المعرفة والمعلوماتية التي تقف عائقاً أمام تبادل الأوراق المالية سواء في سوق الإصدار أو سوق التداول والتي تعود أساساً إلى نقص الخبرة عند المتعاملين في رأس المال أو بالتوظيف الأمثل من حيث العوائد والمخاطر المالية، إذ يحاول هؤلاء الوسطاء التوفيق بين رغبات العارضين والطالبين لرؤوس الأموال أو تحقيق توظيف أمثل والعائد الكبير والتقليل من المخاطر أو عناصر محكمة ومراقبة السوق.

أولاً: السماسرة أو وكلاء التبادل

حيث ينص قانون رأس المال بأن يكون التعامل في الأوراق المالية المقيدة بالبورصة بواسطة إحدى الشركات المرخصة لها بذلك وإلا وقع التعامل باطلاً، وتضمن الشركة سلامة العملية التي تتم بواسطتها وتبين اللائحة التنفيذية الأعمال التي يحظر على الشركة القيام بها، وينص أن تمسك كل بورصة سجلات تفيد به الشركات المرخص لها بالعمل في

مجال الأوراق المالية التي تباشر نشاطاتها، كما يشترط القانون أن يكون طالب الترخيص للعمل في السمسرة شركة مساهمة أو شركة توصية بالأسهم وأن لا يقل رأسمالها المصدر عن حد أدنى تحدده اللائحة التنفيذية، وأن يتوافر في القائمين على إدارة الشركة الخبرة والكفاءة اللازمة لعملها، بالإضافة إلى ذلك فإنه يجب على شركة السمسرة أن تقوم بتسجيل أوامر العملاء فور ورودها إليها ، وعلى الشركة تجهيز مقارها بالوسائل اللازمة لمباشرة نشاطها، ويكون تنفيذ أوامر بيع وشراء الأوراق المالية في المكان والمواعيد التي تحددها إدارة البورصة⁽¹⁾، والسمسار في البورصة هو الذي يقوم بعمليات الوساطة في بيع وشراء الأوراق المالية (الأسهم والسندات)، و السماسرة الوكلاء قد يعملون كوكلاء لأحد بيوت السمسرة أو قد يكونوا مستقلين أي يتعاملون مباشرة مع العملاء⁽²⁾.

ثانياً: صناديق الاستثمار

تلعب صناديق الاستثمار دوراً مهماً على مستوى سوق الإصدار وسوق التداول، وهم عبارة عن وسطاء ماليين من الدرجة الثانية حيث تعتبر وسيلة لتشجيع وتجميع المدخرات من صغار

(2) نفس المرجع، ص 521، 522.

(1) مصطفى رشدي شحبة، مرجع سابق، ص 524.

(2) محمد صالح الحناوي، جلال إبراهيم العبد، مرجع سابق، ص 371.

المدخرين وتوجيههم للاستثمار في محافظ أوراق مالية باعتبارها ذات خبرة ومعرفة في التوظيف، حيث أن كل مشترك في الصندوق يعتبر مالكا لنسبة من محفظة الأوراق المالية الخاصة به⁽³⁾. وتتولى صناديق الاستثمار جميع المدخرات من الجمهور بموجب صكوك أو وثائق استثمارية موحدة القيمة ثم يعهد بها إلى جهة أخرى تسمى مدير الاستثمار بغرض استثمار هذه المدخرات مع رأس مال الصندوق في الأوراق المالية أساسا و مجالات الاستثمار الأخرى لصالح المدخرين و المستثمرين معا⁽⁴⁾، و يحدد النظام الأساسي لصندوق الاستثمار النسبة بين رأسماله المدفوع وبين أموال المستثمرين ويصدر الصندوق مقابل هذه الأموال أوراقا مالية في صورة وثائق استثمار يشارك حاملوها في نتائج استثمارات الصندوق ويتم الاكتتاب في هذه الوثائق عن طريق أحد البنوك المرخص لها بذلك و يجب أن تتضمن نشرات الاكتتاب في وثائق الاستثمار التي تطرحها صناديق الاستثمار للاكتتاب العام

البيانات التالية⁽¹⁾:

1- السياسات الاستثمارية.

2- اسم الجهة التي تتولى إدارة نشاط الصندوق وملخص واف عن أعمالها السابقة.

3- طريقة التقييم الدوري لأصول الصندوق وإجراءات استرداد قيمة وثائق الاستثمار.

وقد منعت صناديق الاستثمار من مزاوله أي أعمال مصرفيه أخرى باستثناء استثمار أموال الصندوق في الأوراق المالية، وتحقق هذه الصناديق للمدخرين ضمانات كافية وينص القانون على مشاركة حملة وثائق الاستثمار في اختيار أعضاء مجلس الإدارة ومنع الصناديق من توظيف أغلبية أموالها في شركة واحدة وطالبها بالإعلان عن سياستها الاستثمارية وتنوع توظيفاتها لتشمل العديد من الأوراق المالية التي يصل عددها إلى 200 نوع من الأسهم والصكوك والسندات ومن ثم تقل المخاطرة إلى درجة كبيرة⁽²⁾.

ثالثا: المحكومون والمراقبون

إذا كانت طبيعة التعامل بين العارضين والتوفيق بين رغباتهم المتعارضة وتنفيذ أوامرهم تحتاج إلى السماسرة فإن وظيفة رأس المال لا تتمثل في إتمام العمليات فقط، بل تعمل أيضا على نظامية العمليات و شرعيتها و الرقابة على السوق لمنع الانحرافات و الاطمئنان على سلامة العملية

⁽³⁾ محسن أحمد الخضيرى، كيف تتعلم البورصة في 24 ساعة، ابتراك، مصر، 2001، ص ص62،61.

⁽⁴⁾ محمد صالح الحناوي، جلال إبراهيم العبد، مرجع سابق، ص 201.

⁽¹⁾ مصطفى رشدي شيحة، مرجع سابق، ص 527.

⁽²⁾ محسن أحمد الخضيرى، مرجع سابق، ص 62.

والتأكد من أن السعر المتفق عليه عادل ولأجل ذلك يكون لكل سوق رأسمالية مجلس إدارة ومحكمين توكل إليهم وظيفة التنظيم والرقابة، ولأجل ذلك ينشئ القانون هيئة سوق رأس المال ويسند إليها الوظائف السابقة من حيث تنظيم سوق رأس المال، تدريب العاملين والإشراف على توفير ونشر المعلومات و البيانات الكافية عن سوق رأس المال والمتعاملين فيها، التحقق من سلامة ووضوح هذه المعلومات والبيانات وكشف الحقائق التي تعبر عنها، مراقبة سوق رأس المال للتأكد من أن التعامل يتم على أوراق مالية سليمة وأنه لا يشوبه غش أو إهمال أو مضاربة وهمية، أما تسوية المنازعات في سوق رأس المال فيتم من خلال لجنة تعمل على الفصل في المنازعات الناشئة عن تطبيق أحكام القانون فيها بين المتعاملين في مجال الأوراق المالية عن طريق التحكيم لا غير، ويضاف إلي فئة المحكمين فئة الاكثواريين وهم مجموعة من الخبراء تقوم أساسا بنشر البيانات والتوقعات في سوق رأس المال وبناء على دراساتهم يمكن للمتعاقدین التعرف على حقيقة الورقة المالية وحقيقة المنشأة المصدرة لها⁽³⁾.

المطلب الثالث: قواعد وإجراءات التعامل في سوق رأس المال

تعتبر القواعد والإجراءات التي تحكم التعامل في أسواق رأس المال الوسيلة التي يتم بواسطتها الربط بين تلك الأسواق

والأوراق المالية المتداولة فيها، حيث تمثل هذه القواعد والإجراءات التعامل الأساس الذي يحكم تصرفات المتعاملين ومن ثم فإن دقة صياغتها وسهولة فهمها هما مطلبان أساسيان لتيسير الاتصال بين الأطراف المعنية وتمهيد السبيل أمام

المتعاملين لإبرام صفقات ناجحة، وللتعامل في أسواق رأس المال أساليبه وقواعده ويتم تعامل المستثمرين بواسطة الوسطاء عن طريق إعطائهم أوامر محددة لتنفيذها، و يعتبر الأمر بمثابة التوكيل الذي يعطيه متعامل ما إلى أحد سماسرة البورصة أو الوسطاء لكي ينجز له صفقة بيع أو شراء لمجموعة من الأوراق المالية التي يحددها له ، و تختلف الأوامر باختلاف الشروط و التوجيهات التي يعطيها المستثمر ، و بصورة عامة يمكن تقسيم الأوامر إلى :

الفرع الأول: الأوامر المحددة لسعر التنفيذ

يقصد بالأوامر المحددة لسعر التنفيذ تلك الأوامر التي يكون فيها السعر الذي يحدده العميل هو الفاصل في تنفيذ الصفقة من عدمه وتنقسم هذه الأوامر إلى:

أولاً: أوامر التنفيذ بسعر السوق

تنفيذها يتوقف على سعر السوق وبمقتضاه يطلب العميل من السمسار تنفيذ العملية المطلوبة بسرعة وبأفضل سعر يمكن أن يجرى عليه التعامل، وبالتالي فإن أهم مزايا هذا النوع من الأوامر السرعة وضمن التنفيذ. أما أهم عيوبه هي أن المستثمر لا يمكنه معرفة السعر الذي سينفذ به

(3) رفيق شرياق، مرجع سابق، ص ص 45، 46

الأمر إلا عند إخطاره به كما أن عليه قبول السعر السائد في السوق، و في الأسواق ذات الكفاءة العالية لا يكون لهذه العيوب وزن كبير لدى المستثمر على أساساً التغيرات السعرية من لحظة إلى أخرى عادة ما تكون محدودة، وإن كانت هذه ليست قاعدة عامة فالتغيرات السعرية قد تكون كبيرة وذلك في حالة الأسهم غير النشطة والتي تتميز بسرعة التقلب بشكل قد يلحق الخسائر بالمستثمر الذي يستخدم هذا النوع من الأوامر⁽¹⁾.

ثانياً: الأوامر المحددة للسعر

يقصد بالأوامر المحددة للسعر تلك الأوامر التي يضع فيها العميل سعراً معيناً لتنفيذ الصفقة ومن ثم ليس أمام السمسار إلا الانتظار لاغتنام الفرصة وذلك عندما يصل سعر الورقة المالية في السوق إلى السعر المحدد أو أقل منه في حالة أمر الشراء أو أعلى منه في حالة أمر البيع، وعادة ما يضع المستثمر حداً أقصى للفترة الزمنية التي ينبغي أن ينفذ

خلالها الأمر كما يقوم بتسجيل الأمر لدى المتخصص الذي يتعامل في الأوراق المالية محل الصفقة والذي يعمل بدوره كما لو كان ممثلاً للسمسار، إذ يقوم بتنفيذ الأمر عندما يصل سعر السوق إلى السعر المحدد، ومن أهم مزايا هذا النوع من الأوامر أنه يعرف المستثمر مقدماً على الحد الأقصى للقيمة التي سيدفعها إن كان أمر شراء أو الحد الأدنى للقيمة التي سيحصل عليها إذا كان أمر بيع، أما من عيوبه فهو أن سعر السوق قد لا يصل إلى السعر المحدد ومن ثم لا تنفذ الصفقة حتى لو كان الفرق بين السعرين ضئيلاً بل وحتماً إذا كان سعر السوق مساوياً للسعر المحدد⁽¹⁾.

الفرع الثاني: الأوامر المحددة لوقت التنفيذ

وهي الأوامر التي يكون فيها الزمن هو الفاصل في تنفيذ الصفقة من عدمه وتنقسم إلى⁽²⁾:

أولاً: أوامر محدد بيوم: تكون سارية المفعول فقط طيلة اليوم الذي صدرت فيه.

ثانياً: أوامر محدد بأسبوع أو شهر: بالنسبة للأمر الذي مدته أسبوع فإنه ينتهي بنهاية الأسبوع الذي صدر فيه ونفس الشيء بالنسبة للأمر الذي مدته شهر.

ثالثاً: الأمر المفتوح: وهو الأمر الذي يظل ساري المفعول حتى يتم تنفيذه من قبل السمسار وفقاً للشروط التي تلقاها من المستثمر أو حتى يقرر هذا الأخير إلغاءه.

رابعاً: الأوامر التي تجمع بين سعر ووقت التنفيذ: هي الأوامر التي يحدد فيها سعراً معيناً للتنفيذ كما يشترط أن تتم الصفقة خلال فترة زمنية معينة قد تكون يوم، أسبوعاً أو شهراً وهي بذلك تجمع بين مزايا الأوامر المحددة لسعر التنفيذ والأوامر المحددة لوقت التنفيذ.

الفرع الثالث: الأوامر الخاصة

من أبرز أنواع الأوامر الخاصة أوامر الإيقاف و أوامر الإيقاف المحددة.

أولاً: أوامر الإيقاف

(1) منير إبراهيم هندي، أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية، مرجع سابق، ص 95.

(1) منير إبراهيم هندي، أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية، مرجع سابق، ص 96.

(2) زياد رمضان، مبادئ الاستثمار المالي والحقيقي، دار وائل، عمان، ط3، 2005، ص 131.

يحدد المصدر لهذا النوع من الأوامر الأسعار التي يجب على الوسيط تنفيذ الصفقات عندها، إذ يمكن لهذا الأخير تنفيذ عمليات الشراء بذلك السعر أو بسعر أعلى منه، وتنفيذ عمليات البيع بذلك السعر أو بسعر أقل منه، فمصدر أمر الشراء ينتظر الارتفاع في سعر المنتج المالي بينما يتوقع مصدر أمر البيع انخفاضاً في السعر و يحاول كل منها التحوط من المخاطر التي يمكن أن تحدث نتيجة لتقلب الأسعار، د هذه الأوامر أداة للحد من تضائل هامش المربح أو زيادة الخسائر التي يمكن أن يتعرض لها العميل إضافة إلى أن هذه الأوامر تعفي المستثمر من ملاحظة حركة السوق

طوال اليوم بهدف حماية نفسه ذلك أن أوامر الإيقاف كفيلة بتحقيق ذلك(1).

ثانياً: أوامر الإيقاف المحددة

يعتبر هذا النوع من الأوامر امتداداً لأوامر الإيقاف السابقة و فيه يترك المجال للسمسار للتصرف ، ففي حالة أوامر الإيقاف المحددة يقوم الأمر بتحديد السعر الأدنى للأوامر المتعلقة بالبيع ، كما يقوم بتحديد السعر الأقصى للشراء للأوراق المالية التي يرغب في الاستثمار فيها ولا يتم التعامل إلا بذلك السعر أو بسعر أفضل منه(2).

ثالثاً: أوامر تنفيذ حسب مقتضى الأحوال

يقصد به أن يترك للسمسار الحق في إبرام الصفقة حسب ما يراه، وقد تكون حرية السمسار في هذا النوع من الأوامر مطلقة فهو الذي يختار الورقة محل التعامل و السعر، و إذا ما كانت الصفقة شراء أم بيع و توقيت تنفيذها، أما الأوامر المقيدة فتقتصر فيها حرية السمسار على توقيت التنفيذ و السعر الذي تبرم على أساسه الصفقة وبالطبع يقتصر التعامل بهذا النوع من الأوامر على العملاء الذين تتوافر لديهم ثقة كاملة في كفاءة و أمانة السمسار و قدرته على الحكم، و من مزايا هذا النوع من الأوامر إعطاء قدر كبير من المرونة للسمسار بما يمكنه من التصرف بسرعة لاغتنام الفرصة المواتية دون انتظار الأوامر محددة من العميل، كما يمكن للعميل استخدام هذا النوع من الأوامر عندما يكون في إجازة ولا يرغب في أن يشغل نفسه بمحفظه أوراق مالية، و من ناحية أخرى لا يرحب الكثير من السماسرة بهذا النوع من الأوامر إذ يزيد من عبء العمل الواقع عليهم إضافة إلى خشيتهم من أن تنفيذ بعض الأوامر قد يأتي بنتائج غير مرضية للعملاء، هذا إضافة إلى أن العملاء نادراً ما يلجأون لهذا النوع من الأوامر إذ تؤدي إلى تذبذب شديد و مستمر في أرصدة حساباتهم لدى السمسار بحيث يصعب عليهم معرفة مركزهم المالي معه دون الاتصال به(3).

(1) منير إبراهيم هندي، الأوراق المالية و أسواق رأس المال، مرجع سابق، ص 132.

(2) منير إبراهيم هندي، أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية، مرجع سابق، ص 98.

(3) منير إبراهيم هندي، الأوراق المالية و أسواق رأس المال، مرجع سابق، ص 134.

المبحث الثالث: الإطار المفاهيمي للأزمات المالية

لقد شهد القرن العشرين عددا من الأزمات الاقتصادية أهمها أزمة الكساد الكبير في الثلاثينات وأزمة انهيار بريتن وودز وانتقال عدواها لباقي دول أمريكا اللاتينية، وأخيرا أزمة جنوب شرق آسيا سنة 1997 التي امتدت آثارها حتى الدول المتقدمة ولكن قبل الخوض في خصائص هذه الأزمات نرى من الضروري تحديد المعنى العام للأزمة المالية بصفة شاملة وكذا الأنواع الممكن أن تتخذها.

المطلب الأول: مفهوم الأزمة المالية وأنواعها

لقد كان للأزمات المالية وقع وأثر كبيرين على اقتصاديات البلدان إذ أنها غالبا ما سببت تدهور حاد في الأسواق المالية نظرا لفشل الأنظمة المصرفية المحلية في أداء مهامها الرئيسية والذي ينعكس في تدهور كبير في قيمة العملة وفي أسعار الأسهم وبالتالي التأثير السلبي على قطاعات الإنتاج والعمالة وما ينتج عنه من إعادة توزيع الدخل والثروات بين الأسواق المالية الدولية.

الفرع الأول: مفهوم الأزمة المالية

بالرغم من تعدد الأزمات التي شهدتها الاقتصاد العالمي وعدم اتفاق الاقتصاديين على تحديد مفهوم واضح لمصطلح الأزمة المالية، إلى أنه بإمكان استخلاص مجموعة من الخصائص المميزة لهذا النوع من الأزمات.

أولا: تعريف الأزمة المالية

لقد تعددت التعاريف الموجهة لمصطلح الأزمة المالية بتعدد واختلاف وجهات الباحثين وأفكار الاقتصاديين، حيث نجد أن العالم يقف مشدودا أمام هذا المصطلح "الأزمة" فأكبر اقتصاديات العالم تصبح مهددة بالانزلاق في ظل هذه الظاهرة التي يمكن تعريفها كما يلي:
تعتبر الأزمة المالية "تلك التذبذبات التي تؤثر كليا أو جزئيا على مجمل المتغيرات المالية، حجم الإصدار، أسعار الأسهم والسندات، وكذلك إتمادات الودائع المصرفية، ومعدل الصرف، وهذا الاختلاف في تقدير الظواهر الخاصة بالارتفاع والانخفاض يستلزم فترة طويلة لتفسيرها"⁽¹⁾.
كما تعرف الأزمة المالية على أنها "تدهور أو انخفاض مفاجئ في طلب المستثمر على الأصول المالية التي تلعب دورا مهما في الاقتصاد، بحيث أن الانخفاض الناتج عن ذلك في سعر الأصل يقلل من النشاط الاقتصادي مباشرة من خلال

(1) Barthalon Eric, Crises Financières : Revue Problèmes économiques, n°2595, France, 1998, p45.

التأثير على قرارات المستهلكين أفراد وشركات وبشكل غير مباشر من خلال التأثير على أسعار باقي الأصول الأخرى

و الموازنات المالية للوسطاء الماليين كالبنوك" (1).

وهناك من يحدد مضمونها في كون " الأزمة المالية تتضمن هبوطا شديدا في قيمة العملة الوطنية يسبقه أو يصاحبه انخفاض حاد في الاحتياطات الأجنبية لدى السلطات النقدية، ويمكن أن نلمس هذه الأزمة من خلال اتجاه الأفراد والشركات والمؤسسات نحو تحويل الموجودات المالية والنقدية بالعملة الوطنية إلى العملة الأجنبية لتجنب الهبوط المتوقع في قيمة العملة الوطنية الذي يحدث نتيجة لظهور اختلال على صعيد الاقتصاد الكلي، وتصبح السلطات النقدية في هذه الحالة غير قادرة على الدفاع عن السعر الثابت للعملة الوطنية، مما يجبرها على التخلي عنه لصالح تبني نظم صرف مرنة، وخاصة عندما تسود مستويات سعر صرف لا تنسجم مع واقع الاقتصاد الكلي" (2).

أيضا يمكن القول أن " الأزمة المالية هي عبارة عن إساءة استعمال الائتمان عن طريق التوسع فيه حيث يؤدي أجلا أو عاجلا إلى رفع أسعار الفائدة فيقل التداول النقدي ويعجز المنتجون عن تصريف سلعهم وهذا يؤدي إلى انخفاض في الأسعار بحيث يصل إلى زيادة الطلب فتنتشع الأسعار نسبيا و يقبل الأفراد على الاقتراض و تزداد عملية الخصم، وهكذا تبدأ الدورة من جديد بالمغالاة في الاقتراض و إساءة استخدام الائتمان" (3).

وتعرف الأزمة المالية أيضا بأنها " الانخفاض المفاجئ في أسعار نوع أو أكثر من الأصول، فتأخذ الأزمة شكل انهيار مفاجئ في سوق الأسهم أو في عملة دولة ما أو في سوق العقارات أو في مجموعة من المؤسسات المالية لتمتد بعد ذلك إلى باقي الأصول، ويحدث مثل هذا الانهيار المفاجئ في أسعار الأصول نتيجة انفجار فقاعات مالية سريعة متمثلة في بيع وشراء كميات ضخمة من نوع أو أكثر من الأصول (*) المالية أو المادية، كالأسهم و السندات، أو المنازل بأسعار تفوق أسعارها الطبيعية أو الحقيقية" (4).

(*) الأصول: إما رأس مال مادي يستخدم في العملية الإنتاجية مثل: الآلات والمعدات أو الأبنية، وإما أصول مالية، وهي حقوق ملكية لرأس المال المادي مثل: الأسهم وحسابات الادخار مثلا، أو أنها حقوق ملكية للأصول المالية، وهذه تسمى مشتقات مالية منها: العقود المستقبلية للنفط أو للعملة الأجنبية مثلا: انهارت قيمة أصول ما فجأة فإن ذلك قد يعني إفلاس أو انهيار قيمة المؤسسات التي تملكها.

(1) عبد الحكيم مصطفى الشرفاوي، العولمة المالية وإمكانية التحكم: عدوى الأزمات المالية، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، 2003، ص 17.

(2) محمد سعيد محمد الرملاوي، الأزمة الاقتصادية العالمية إنذار للرأسمالية و دعوة للشريعة الإسلامية، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، 2011، ص 17

(3) محمد عبد الوهاب العزاوي، عبد السلام محمد خميس، الأزمات المالية: قديمها، حديثها، أسبابها، نتائجها و الدروس المستفادة، دار إثراء، عمان، 2010، ص 76.

(4) محمد سعيد محمد الرملاوي، مرجع سابق، ص 17، 18.

ومن خلال التعاريف السابقة التي تطرقنا إليها حاولنا استنتاج تعريف شامل للأزمة المالية على أنها:

التدهور الحاد في الأسواق المالية لدولة ما أو عدة دول مختلفة حيث يؤدي بهم إلى انهيار النظام المالي برمته، و إفلاس

العديد من المؤسسات المالية منها وغير المالية وصولاً إلى الانكماش الحاد في النشاط الاقتصادي، وتحول الأسواق المالية من قناة لتمويل المستثمرين إلى أسواق مالية غير كفأه وغير قادرة على أداء دورها التمويلي.

ثانياً: خصائص الأزمة المالية

تتصف الأزمة المالية بالخصائص الآتية(1):

1- **الأزمة:** نقطة تحول أساسية ومرحلة حرجة وأحداث ومنتسارعة تصيب الكيانات المالية وتهدد وجودها.

2- **حالة الذعر:** حيث تسبب في بدايتها صدمة ودرجة عالية من التوتر والقلق مما يضعف إمكانيات الفعل المؤثر والسريع لمجابهتها أو صدور ردود أفعال شديدة وغير صحيحة من قبل الجهات المعنية بالأزمة.

3- **المفاجأة:** تؤدي إلى حالة من الخوف تصل إلى حد الرعب من المجاهيل التي يضمنها إطار الأزمة، وتصاعدها المفاجئ يؤدي إلى درجة عالية من الشك في الخيارات المطروحة لمجابهة الأحداث المتسارعة بسبب ازدياد التوتر والقلق علاوة مع قصور المعلومات.

4- **نقص المعلومات:** حيث يؤدي التعقيد والتشابك والتداخل والتعدد في عناصرها وعواملها وأسبابها وقوى المصالح المؤيدة والمعارضة لها إلى عدم توفر معلومات عن المتسبب بهذه الأزمة، وما حجم الأزمة وما آثارها المتوقعة.

5- **تمثل مجابهة الأزمة تحدياً للنظام الإداري والمالي نظراً لتهديدها مصالح النظام واستمراره في أداء وظائفه وتحقيق أهدافه واستقراره ويتطلب ذلك توافر درجة عالية من الكفاءة والخبرة للخروج من هذه الأزمات.**

6- **الحاجة إلى وقت طويل وغياب الحل الجذري السريع:** فمواجهة الأزمة تستوجب خروجاً عن الأنماط التنظيمية المألوفة، وابتكار نظم أو أنشطة تمكن من استيعاب ومواجهة الظروف الجديدة المترتبة على التغيرات الفجائية، وقد تحتاج الأزمة لبعض السنوات للخروج منها وتجاوز آثارها.

الفرع الثاني: أنواع الأزمات المالية

تختلف أنواع الأزمات المالية باختلاف درجة تأثيرها ومداهها الزمني وأيضاً بتعدد النظريات المفسرة لظهور الأزمات، فهناك أزمات مالية تنتج عن حدوث زعر مصرفي والذي يترتب عليه

(1) عمر يوسف عبد الله عباينة، الأزمة المالية المعاصرة: تقدير اقتصادي إسلامي، عالم الكتب الحديث، الأردن، 2011، ص

والأزمات المالية

انكماش في النشاط الاقتصادي، وهناك أخرى تنجم بسبب انهيار حاد في أسواق الأسهم خاصة بعد تشكل فقاعة مالية في أسعار بعض الأصول، بينما قد تحدث أيضا بسبب انهيار سعر الصرف، وعليه فإننا يمكن تصنيف الأزمات المالية إلى أربعة أنواع هي:

أولاً: الأزمة البنكية

تظهر الأزمات المصرفية عندما تتعرض المصارف لطلبات كبيرة و مفاجئة من جانب المودعين لسحب ودائعهم، بحيث لا تغطي سيولتها المتوفرة ولا نسبة احتياطياتها (الاحتياطي القانوني) حجم السحوبات المطلوبة، وهذا ما يسمى بأزمة السيولة لدى البنوك، ويستطيع البنك المركزي أن يتدخل باعتباره الملجأ الأخير للسيولة في حالة تعرض بنك واحد لهذه الأزمة⁽¹⁾. أو يمكن القول بأنها تحدث أيضا في حالة إفراط هذه البنوك في منح الائتمان وعدم تقييدها بالإبقاء على الاحتياطيات القانونية المحددة من قبل البنك المركزي، فيصاب المودعين بحالة من الذعر ويقبلون على سحب أموالهم من هذه البنوك لكن هذه الأخيرة تعجز عن توفير السيولة النقدية الكافية لتلك السحوبات، مما يضطرها إلى اللجوء للبنوك الأخرى وطلب الاقتراض منها لكنها ترفض منحها أي مبالغ خوفا من تعرضها لنفس الأزمة، وعليه يبقى أمام هذه البنوك التوجه نحو البنك المركزي باعتباره الملجأ الأخير للإقراض والذي يعمل على إيجاد حل لهذا النوع من الأزمات تفاديا لانتقالها لكامل النظام البنكي⁽²⁾، أما إذا انتقلت العدوى إلى باقي البنوك فتسمى في تلك الحالة أزمة مصرفية.

ثانياً: أزمة العملة وأسعار الصرف

تحدث الأزمة النقدية أو أزمة العملة وسعر الصرف نتيجة للتغير المفاجئ في أسعار الصرف بشكل يؤثر على قدرة العملة على أداء مهمتها كوسيط للتبادل أو مخزن للقيمة، لذلك تسمى هذه الأزمة أيضا بأزمة ميزان المدفوعات، وتحدث هذه الأزمات عند اتخاذ السلطات النقدية قرار بتخفيض سعر العملة نتيجة عمليات المضاربة، وبالتالي تحدث أزمة قد تؤدي لانهيار سعر تلك العملة⁽³⁾، وقد يرغم ذلك البنك المركزي على الدفاع عن العملة ببيع مقادير ضخمة من احتياطياته أو رفع سعر الفائدة، وكذلك يمكن أن يحدث هذا النوع من الأزمات نتيجة التدفق الكبير لرؤوس الأموال إلى الداخل يرافقه توسع مفرط وسريع في منح الائتمان، فيزداد حجم القروض المشكوك في تحصيلها لدى

(1) محسن الندوي، تحديات التكامل الاقتصادي العربي في عصر العولمة، منشورات الجليلد الحقوقية، بيروت، 2011، ص 20.

(2) مساعد مرابط، الأزمة المالية العالمية 2008: الجذور و التداعيات، مداخلة مقدمة في ملتقى حول الأزمة المالية الاقتصادية الدولية و الحوكمة العالمية، يومي 20، 21 أكتوبر، جامعة فرحات عباس، سطيف، 2009، ص ص 04، 05.

(3) حمد فواز الدليمي، أحمد يوسف دودين، إدارة الأزمات الدولية المالية و الاقتصادية، دار جليس الزمان، عمان، 2011، ص

البنوك المحلية و عندما يحدث انخفاض في اسمي في قيمة العملة الوطنية إزاء العملات الأخرى يصبح سعر الصرف الحقيقي أقرب إلى سعر العملة المنخفض مؤدياً ذلك إلى حدوث موجة من التدفقات الرأسمالية للخارج⁽⁴⁾.

ثالثاً: أزمة أسواق المال "حالة الفقاعات"

تحدث هذه الأزمات في أسواق المال نتيجة ما يعرف اقتصادياً بظاهرة الفقاعة، وهذه الظاهرة تحدث عندما يرتفع سعر الأصول بشكل يتجاوز قيمتها العادية على نحو ارتفاع غير مبرر يحدث عندما يكون الهدف من شراء الأصل هو الحصول على الربح الناتج عن ارتفاع سعره وليس بسبب قدرة هذا الأصل على توليد الدخل⁽¹⁾، وفي هذه الحالة يصبح انهيار أسعار الأصول مسألة وقت عندما يكون هناك اتجاه قوي بالبيعه فيبدأ سعره في الهبوط ومن ثم تبدأ حالات الذعر المالي في الظهور فتتدهور الأسعار ويمتد هذا الأثر نحو مختلف الأصول الأخرى في نفس القطاع أو القطاعات الأخرى⁽²⁾.

رابعاً: أزمة الديون "الدين الخارجي"

ويحدث هذا الشكل من الأزمات المالية عندما يتوقف المقرضون عن سداد القروض التي عليهم للبنوك، أو عندما يعتقد المقرضون أن التوقف عن السداد ممكن الحدوث ومن ثم تمتنع البنوك عن تقديم قروض جديدة ويحاولون تصفية القروض القائمة⁽³⁾، بمعنى آخر تحدث أزمة الدين الخارجي عند وجود أحد البلدان في موقف يعجز معه عن الوفاء بخدمة دينه الخارجي، سواء للكيانات السياسية أو الخاصة، كما أن المخاطر المتوقعة والمرتبطة بتوقف القطاع العام عن سداد التزاماته قد تؤدي إلى هبوط حاد في تدفقات رأس المال الخاص إلى الداخل، وإلى حدوث أزمة الصرف الأجنبي⁽⁴⁾.

ومن خلال الأزمات المالية الأربعة التي تطرقنا إليها حاولنا إجمالها فيما يلي:

- 1- الأزمة البنكية هي أزمة سيولة تحدث نتيجة السحوبات المفاجئة للمودعين دون سابق إنذار، أيضاً هي أزمة إنتمان نتيجة إفراط البنوك في تقديم القروض، وتعيدها أو تخليها عن التقيد بنسبة الإحتياطي القانوني المفروضة من طرف البنك المركزي.
- 2- أزمة العملة هي أزمة مضاربة على عملة بلد ما بشكل يؤدي إلى تخفيض سعر عملة هذا البلد بشكل مفرط مما يجعلها تفقد مهمتها المتمثلة في وسيط للتبادل أو كمخزن للقيمة.

(4) عمر يوسف عب الله عبابنة، مرجع سابق، ص ص 22، 23.

(1) مفتاح صالح، معارف فريدة، قراءة في الأزمة المالية العالمية: رؤية شرعية إسلامية، مداخلة مقدمة في الملتقى الدولي الأول حول أزمة النظام المالي المصرفي وبديل البنوك الإسلامية، كلية الآداب و العلوم الإنسانية، جامعة الأمير عبد القادر للعلوم الإسلامية، قسنطينة، يومي 6، 7 أبريل، 2009، ص 26.

(2) حمد فواز الدليمي، أحمد يوسف دودين، مرجع سابق، ص ص 14، 15.

(3) محسن الندوي، مرجع سابق، ص 213.

(4) محمد سعيد محمد الرملاوي، مرجع سابق، ص ص 26، 27.

3- أزمة الأسواق المالية هي أزمة ارتفاع الأسعار المرتبطة بالأصول على نحو ارتفاع غير مبرر، ولكن سرعان ما تعود هذه الأسعار إلى قيمتها الحقيقية، مما يؤدي إلى حدوث انهيار وتسمى هذه الحالة بالفقاعة.

4- أزمة الديون تشمل شكلين: الشكل الأول هو توقف المقترضون عن سداد القروض المستحقة عليهم، والشكل الثاني توقف البنوك عن تقديم القروض الجديدة ولجئها إلى عملية تصفية القروض السائدة.

المطلب الثاني: أسباب حدوث الأزمات المالية وعدوى انتقالها

لقد عرف الاقتصاد العالمي العديد من الأزمات المالية ابتداء من 1929 وحتى يومنا، وبالرغم من إختلاف هذه الأزمات في الأسباب والنتائج من دولة لأخرى وذلك بحسب طبيعة اقتصاد كل دولة ودرجة ارتباطه بالاقتصاد العالمي فإن هناك العديد من الأسباب الاقتصادية التي تتكرر قبل حدوث أي أزمة، لاسيما تلك الأزمات التي تنتقل آثارها لاقتصاديات دول أخرى سواء في نفس الوقت أو في وقت قريب منه.

الفرع الأول: أسباب حدوث الأزمات المالية

يمكن حصر الأسباب الاقتصادية التي تسبق حدوث أي أزمة في:

أولاً: عدم استقرار الاقتصاد الكلي

يعتبر التقلب في شروط التبادل التجاري من أهم مصادر الأزمات فعندما تنخفض شروط التجارة يصعب على عملاء البنك المشتغلين بنشاطات ذات العلاقة بالتصدير والاستيراد لتسيير المعاملات المالية في كل الحالات خصوصاً خدمة الديون، ويشكل انخفاض شروط التجارة سبباً رئيسياً للأزمة المالية، كما تعتبر التقلبات في أسعار الفائدة العالمية وكذا أسعار الصرف الحقيقية من المصادر المسببة للاضطرابات على مستوى الاقتصاد الكلي والتي كانت سبباً مباشراً أو غير مباشر لحدوث العديد من الأزمات⁽¹⁾.

ثانياً: ضعف النظم المحاسبية والإفصاح والأطر القانونية

يعتبر ضعف الهيكل المؤسسي الذي تعمل به البنوك وسوء تسيير النظم المحاسبية وإجراءات الإفصاح المحاسبي وكذلك الإطار التشريعي من معوقات فعالية جهاز السوق، وأوجه الضعف هذه تؤدي إلى تدهور معدلات الربحية وتقف عائقاً أمام المستثمرين أو المشرفين على الرقابة على البنوك، وهذا كله جراء عدم القدرة على إدارة وتنظيم البنوك واكتشاف أخطائها ومعالجتها بدقة وموضوعية، هذه المعوقات تحد من القدرة الانتمانية للعملاء و المقترضين،

(1) زايدي سلام، مقران يزيد، الأزمة المالية و انعكاساتها على الاقتصاديات العربية، مداخلة مقدمة في الملتقى الدولي الثاني حول الأزمة المالية الراهنة والبدائل المالية و المصرفية، معهد العلوم الاقتصادية و علوم التسيير، المركز الجامعي بخميس مليانة يومي 5، 6 ماي، 2009، ص ص 23، 24.

إضافة إلى التعقيد الذي يتسم به النظام التشريعي، وتكون النتيجة في الأخير ارتفاع خسائر البنوك وارتفاع تكاليف الإقراض⁽¹⁾.

ثالثاً: اضطرابات القطاع المالي

لقد كانت العديد من الدول خاصة النامية تعاني من عدم تهيئة القطاع المالي، وضعف واضح في الأطر المؤسسية القانونية والتنظيمية، فقد أدى التوسع في منح الائتمان إلى حدوث ظاهرة تركيز الائتمان سواء في نوع معين من القروض الاستهلاكية، العقارية أو لقطاع واحد كالقطاع الحكومي، الصناعي أو التجاري⁽²⁾.

كما أن حدوث تشوهات للقطاع المالي والنتيجة عن عمليات التحرير المالي السريع في البلدان التي تتميز بضعف نظم الرقابة والإشراف والتدخل الحكومي المباشر في تسريع وتخطيط الائتمان تساهم في تعريض البلدان لمخاطر الأزمات المالية بسبب ضعف الرقابة في البيئات المالية الأكثر تحرراً لها، والتي لها دور في خلق مشكلة المخاطر المعنوية أو الأخلاقية عن طريق تشجيع المؤسسات المالية على القيام بأنشطة إفتراضية غير حكومية تتضمن درجات عالية من المخاطر كما أن ضعف كفاءة الأطر المحاسبية والقانونية وعدم الوضوح والشفافية يزيد من ضعف القطاعات المالية ويحد من قدرة الحكومات على اتخاذ القرارات والإجراءات الصحيحة لمواجهة الأزمات⁽³⁾.

رابعاً: العولمة الاقتصادية

تعتبر العولمة الاقتصادية نظاماً تجارياً عالمياً مفتوحاً تزول فيه العوائق أمام حركة السلع والبضائع والخدمات وعوامل الإنتاج خاصة رأس المال عبر الحدود الدولية وتنمو فيه التجارة الدولية الحرة، وهذا يؤدي في النهاية إلى تكامل إقتصادي عالمي متزايد في أسواق السلع والخدمات ورأس المال، مما يؤدي إلى إخضاع العالم كلاً إلى النظام الرأسمالي وسيادة النظام التبادل الشامل والمتميز لصالح الاقتصاديات الرأسمالية المتقدمة، هذا بدوره يؤدي إلى إزالة التمييز بين الأسواق الوطنية المحلية والأسواق الأجنبية العالمية وتزداد الاندماجات والاستحواذ والتحالفات بين المشاريع المتنافسة بحجة تقليص التكاليف وزيادة الكفاءة الإنتاجية لكل منها، حيث ستؤدي إلى الحد بدرجة كبيرة من قدرة الحكومات الوطنية على رسم سياسات إقتصادية وطنية مستقلة وعلى إضعاف سيطرة الحكومات على اقتصادياتها والمستفاد الأول

(1) عرابية رابح، بن عوالي حنان، الأزمة المالية و الأزمة المالية الراهنة، مداخلة مقدمة في الملتقى الدولي الأول حول أزمة النظام المالي و المصرفي وبديل البنوك الإسلامية، كلية الآداب و العلوم الإنسانية، جامعة الأمير عبد القادر للعلوم الإسلامية، قسنطينة، يومي 6،7 أفريل، 2009، ص ص 22، 24.

(2) بريش عبد القادر، طرشي محمد، التحرير المالي و عدوى الأزمات المالية: أزمة الرهن العقاري، مداخلة مقدمة في الملتقى الدولي الثاني حول الأزمة المالية الراهنة و البدائل المالية و المصرفية، معهد العلوم الاقتصادية و علوم التسيير، المركز الجامعي بخميس مليانة، يومي 5، 6 ماي، 2009، ص 30.

(3) أحمد يوسف الشياحات، الأزمات المالية في الأسواق المالية الناشئة مع إشارة خاصة لأزمة جنوب شرق آسيا، دار المنصورة، القاهرة، دون سنة نشر، ص 07.

والأخير من ظاهرة العولمة هي المراكز الرأسمالية القائمة حيث تعمل على استثمار الجوانب الإيجابية لصالحها وتعرقل ما تراه في غير مصلحتها(1).

خامسا: المضاربات المالية

منذ أن فرضت العولمة المالية على الاقتصاد العالمي وانعدمت القيود على حركة رؤوس الأموال حدثت المضاربات المالية وتتابعت الأزمات، وهو ما أدى لموجات من إجراءات تحرير الاقتصاد وإلغاء القيود والمزيد من الخصخصة وازدياد الفقر والبطالة مما أدى لتراجع الحريات وفرضت قوانين مشددة على حركة العمال وتقلاتهم(2)، وأدت المضاربة إلى نقل الرأسمالية من مراحلها الإنتاجية والخدمية إلى مرحلة الرأسمالية المالية والتضخم لأرباح القطاع المالي مما أدى إلى الاعتقاد أنه السبيل للاغتناء السريع.

وينتج عن المضاربة الكثير من الأضرار والآثار السلبية التي تؤثر على النشاط الاقتصادي ومن هذه الآثار ما يلي(3):

1- التأثير الضار على مستويات الأسعار، عن طريق نشر الإشاعات الكاذبة وبعض الأساليب الملتوية كالسيطرة على الجهاز الحكومي والاستفادة من العلاقات مع المسؤولين والمشرعين، والقيام باحتكار صكوك معينة ثم التحكم بأسعارها في السوق، والقيام بحركات بيع وشراء مصطنعة بقصد رفع الأسعار أو خفضها.

2- زعزعة استقرار النشاط الاقتصادي والذي يسبب انهيار المشروعات والمؤسسات التي تسهم في عملية التنمية الاقتصادية، وانصراف المستثمرين عنها إلى مشروعات أقل نفعية للمجتمع، مما يؤدي إلى توظيف الأموال بصورة غير مناسبة باعتبار أن المضارب لا يهتم بتحقيق أي قيمة حقيقية غير الربح واغتنام الفرصة.

سادسا: الانتقال من الاقتصاد الحقيقي إلى اقتصاد الفقاعة

مصطلح اقتصاد الفقاعة هو وصف لحالة تحدث عندما تتسبب المضاربة على سلعة ما في تزايد سعرها بطريقة تؤدي لتزايد المضاربة عليها، وقتها يبلغ سعر هذه السلعة إلى مستويات خيالية، حيث يبلغ مرحلة ما يسمى بانفجار الفقاعة(الانهيار) وحدث هبوط مفاجئ في سعر هذه السلعة(4)، مما يؤدي إلى تغير حالة الاقتصاد العالمي، ومن أهم هذه التغيرات أن حركة رؤوس الأموال أصبحت القوة المحركة للاقتصاد العالمي بدلا من التجارة في السلع والخدمات وذلك لأن السوق المالية انفصلت عن السوق الحقيقية وأصبح يتم التعامل في النقود والتمويل ذاته بيعا وشراء من خلال المداينات، وترتب على ذلك أن أصبح حجم التمويل المتاح من خلال الائتمان أضعاف قيمة الاقتصاد الحقيقي،

(1) زكريا سلامة عيسى شطناوي، مرجع سابق، ص 198، 199.

(2) نفس المرجع، ص 199، 201.

(3) عمر يوسف عبد الله عباينة، مرجع سابق، ص 164.

(4) زكريا سلامة عيسى شطناوي، مرجع سابق، ص 199، 201.

والأزمات المالية

مما أدى إلى خلل في التوازن بينهما، فلم يعد الاستثمار في الأوراق المالية مرتبطاً بحقيقة ما تمثله هذه الأوراق بقدر ما يعبر عن حركة رؤوس الأموال، فكلما تزايدت التوقعات بارتفاع أسعار الأوراق تزايد اتجاه المصارف والمؤسسات المالية لشرائها⁽¹⁾.

وينظر عامة إلى الفقاعات الاقتصادية على أنها ذات تأثير سلبي على حالة الاقتصاد والأمن لأنها تسبب⁽²⁾

- 1- حدوث حالة توزيع غير عادل للموارد في اتجاه استخدامات غير مثلى.
- 2- الانهيار الذي يلي الفقاعة الاقتصادية يمكن أن يؤدي إلى تدمير مقدار كبير من الثروات ويتسبب في حالة فساد عظيم.
- 3- التأثير السلبي على معدلات الإنفاق للمستهلكين، إذ ينفقون المزيد من الأموال لشراء سلع بأسعار مغالى فيها.

و مما زاد من تفاقم الفقاعات الاقتصادية الميل نحو المضاربة في أسواق الأراضي والعقارات وبورصات الأوراق المالية مما نتج عنه حصاد ما يسمى بالأرباح القدرية^(*)، مما يؤدي إلى حدوث المزيد من الرواج الاستهلاكي بحيث يزيد من حجم الإنفاق مساهماً في ازدهار اقتصاد الفقاعات، والنتيجة النهائية هي تضخم أسعار بعض الأصول الاقتصادية نتيجة المضاربات.

سابعاً: تزايد التزامات البنوك مع تناسق آجال الاستحقاق

إن مؤشرات العمق الاقتصادي المتقدمة و الناضجة هي ارتفاع نسبة النقود بمعناها الواسع للنتائج المحلي الإجمالي، و لكن ليس كل هذه الزيادة جيدة، فإذا كان معدل تزايد التزامات البنك عالياً و سريعاً مقارنة بحجم البنك بالنسبة للاقتصاد القومي و أرصدة الاحتياطات الدولية، وإذا اختلف تكوين هيكل أصول البنك عن هيكل التزاماته من حيث السيولة و مواعيد الاستحقاق، و إذا كان مال البنك غير كاف لمواجهة تقلبات أصوله و كان الاقتصاد القومي معرضاً لصدمات كبيرة من عدم الثقة، فإنه يمكن اعتبار كل ذلك بمثابة وصفه لتزايد هشاشة النظام المصرفي⁽³⁾.

ثامناً: تحرير الأسواق المالية

(*) وهي الأرباح التي يتم جنيها من دون جهد مبدول أو إنتاج فعلي ملموس.

(1).

عمر يوسف عبد الله عباينة، مرجع سابق، ص 165.

(2) زكريا سلامة عيسى شطناوي، مرجع سابق، ص 203، 201..

عبد المطلب عبد الحميد، الديون المصرفية المتعثرة و الأزمة المالية العالمية: أزمة الرهن العقاري الأمريكي، الدار الجامعية،

(3) 2009، ص 193.

تعتبر أكثر البلدان عرضة للأزمات تلك التي شهدت تحريرا واسعا في أسواقها المالية و مؤسساتها المصرفية و التي أدت بدورها إلى أزمة العملات نظرا لوجود علاقة بين الأزمة المصرفية و أزمة العملة(*)، مع المشاكل التي تواجه ميزان المدفوعات(1).

و من خلال ما سبق يمكننا استنتاج أو إجمال الأسباب الرئيسية التي تؤدي إلى ظهور الأزمات في النقاط التالية :

- 1- تعتبر التجارة "التبادل التجاري" من الأسباب الرئيسية التي تؤدي إلى إحداث عدم الاستقرار الاقتصادي وصولا إلى نشوء الأزمات المالية التي تتعلق بالتصدير و الاستيراد بشكل أساسي .
- 2- تعتبر أسعار الفائدة و أسعار الصرف العالمية من المصادر الرئيسية المباشرة و غير المباشرة في نشوء العديد من الأزمات المالية.
- 3- يعتبر سوء التنظيم المرتبط بالقطاع المالي سواء من الناحية الائتمانية أو الاستثمارية من المشاكل التي تؤدي إلى تشوه النظام المالي برمته وصولا إلى الوقوع في أزمات مالية.
- 4- تعتبر قلة التمهيدي لتطبيق عمليات التحرير المالي من الأسباب التي تؤدي إلى ظهور الأزمات خاصة في البلدان التي تتميز بضعف رقابتها و سوء تخطيطها الائتماني .

5- العولمة الاقتصادية هي ظاهرة تخدم مصالح البلدان الرأسمالية القائمة فقط و هي بمثابة الطعم للبلدان المقادة النامية على عكس ما يظنه البعض فسلبياتها تفوق إيجابياتها فهي سلاح يخدم مصلحة القوي عكس النامي .

6- من الأسباب المهمة لانتشار الأزمات المضاربات التي تتم داخل الأسواق المالية، مما يؤدي إلى ارتفاع أسعار الأصول قيد المضاربة إلى مستويات خيالية و سرعان ما تحدث موجة من الإحباط الحاد و المفاجئ في السعر وصولا إلى الانهيار و نشوء الأزمات.

الفرع الثاني: تفسير انتقال الأزمات المالية

يتضح مما سبق أن هناك عوامل تسمح بانتقال الأزمات المالية من دول لأخرى في وقت واحد أو في وقت قريب نذكر منها:

أولا: عدم تجانس المعلومات

ويقصد بها التوزيع غير المتساوي للمعلومات الناجم عن عدم توافر درجة عالية من الإفصاح و الشفافية للمعلومات، و يترتب على هذه الظاهرة مشكلتين أساسيتين هما(1):

(*) باعتبار الأزمة المصرفية هب أزمة تؤثر على الجنب البنكي أكثر و بالتالي هذا سيؤدي إلى التأثير على سعر الفائدة إما بالارتفاع أو الانخفاض مما سيؤثر على قيمة العملة ، ففي حالة ارتفاع سعر الفائدة سيؤدي إلى زيادة الاستثمار الأجنبي و بالتالي حدوث ارتفاع في قيمة العملة المحلية وصولا إلى فائض في ميزان المدفوعات، و العكس في حالة انخفاض سعر الفائدة سيؤدي إلى انخفاض الطلب على العملة المحلية بسبب نقص الاستثمار الأجنبي و بالتالي حدوث عجز في ميزان المدفوعات.

(1) زكريا سلامة عيسى شطناوي، مرجع سابق، ص 203.

(1) شذا جمال الخطيب، العولمة المالية و مستقبل الأسواق العربية لرأس المال، دار مجدلاوي، عمان، 2008، ص ص 61،

1- الاختيار العكسي: وهي مشكلة من مشاكل عدم تجانس المعلومات تنشأ قبل إتمام المعاملة وذلك عندما يكون أصحاب المخاطر الكبيرة في الائتمان هم أكثر الأشخاص سعي للحصول على القرض.

2- الخطر المعنوي: يحدث الخطر المعنوي بعد أن تتم المعاملة، وعندما يكون هناك حافزا لدى المقترض لممارسة أنشطة لا يرغب فيها المقرض أو أنشطة غير أخلاقية (أي أنشطة تقلل من احتمال سداد القرض).

ويرتبط بالمشكلتين السابقتين مشكلة أخرى هي مشكلة السعي إلى الاستفادة دون دفع التكاليف، وتحدث هذه المشكلة عندما يقوم الأشخاص الذين لا ينفقون مواردهم على جمع المعلومات بالاستفادة من المعلومات التي يقوم الآخرون بجمعها، الأمر الذي ينقص من حافز الحصول على المعلومات.

ثانياً: التقلبات والمضاربة

مع التطور في تنظيم أسواق رأس المال تزداد المخاطر المرتبطة بالدرجة العالية من السيولة المتاحة ولاسيما مخاطر المضاربة، حيث يسمح ارتفاع درجة سيولة السوق للمضاربين بتغيير محافظهم بسرعة وبتكلفة قليلة استجابة للتغيرات في الشائعات أو الحالة النفسية وليس لأي تغيير في الأساسيات الاقتصادية، الأمر الذي قد يؤدي إلى حدوث تقلب في العوائد، وبالتالي إضعاف ثقة المتعاملين في السوق المالي⁽²⁾، كما تعتبر آراء المضاربين وأهوائهم المتقلبة سبب في إحداث اضطرابات في سوق العملات، وتخليهم عن الاستثمارات السليمة والبناءة واعتمادهم على استثمارات مبنية على أسس اقتصادية غير سليمة، مما يؤدي إلى انتشار الأزمات المالية وانتقالها من سوق لآخر بسبب عدم صحة قرارات المضاربين المفرطة⁽³⁾.

ومنه يمكن القول أن التأثير المعدي للأزمات المالية يعود إلى:

1- يمكن أن تنشأ الأزمة بسبب عوامل اقتصادية داخلية تؤثر على النظام المالي للمؤسسات التي يركز عليها النظام الاقتصادي والمالي للدولة، حيث تؤثر الأزمة في بلد ما على الأوضاع الاقتصادية في غيرها من البلدان بسبب العلاقات المتبادلة بينها.

2- بالإضافة إلى العوامل الداخلية هناك عوامل خارجية تؤدي إلى انتشار الأزمات من بلد لآخر جراء العلاقات التجارية المتواجدة بين الدول و ذلك عن طريق قيمة العملة وتدهورها الذي بدوره سيؤثر على القدرة التنافسية للدول الأخرى.

3- نقص عنصر السيولة في بلد ما سيدفع بالتأثير على أسواقها المالية مما يؤدي بالوسطاء الماليين في الأسواق الأخرى إلى تسهيل أصولهم إلى نقدية جاهزة وذلك إتباعاً لمصطلح نداء الإستيقاظ^(*).

(2) نفس المرجع، ص 64.

(3) عبد الحكيم مصطفى الشرقاوي، مرجع سابق، ص 29.

(*) بمعنى اندلاع الأزمة في بلد ما يؤدي إلى استيقاظ الدائنين و تنبيههم إلى ضرورة إعادة تقييم الجدارة الائتمانية للمقترضين في البلدان الأخرى، و من هنا يبدأ الدائنون في اتخاذ ما يلزم من إجراءات لحماية أموالهم، وهذا ما يؤدي إلى انتشار الأزمة.

ومنه يمكن القول أن الأزمات المالية تكون أكثر خطورة في فترات الاضطرابات منه في فترات الاستقرار، وأن الأزمات تنتقل في الغالب من البلدان الكبيرة إلى البلدان الصغيرة.

المطلب الثالث: مؤشرات التنبؤ بالأزمات المالية

لقد نتج عن الأزمات المالية موجات من الصدمات الاقتصادية في السنوات الأخيرة، حيث بينت الدراسات الحديثة أن فرص تعرض بلد ما للأزمة قد ازدادت، وهذا ما يدفعنا للقول بأن التحرير المالي و الاقتصادي والعولمة الذي شهدتهما فترات التسعينيات قد ذهباً أبعد من أن يتم التحكم فيها بطريقة فعالة بالإضافة إلى الاقتراض الخارجي قصير الأجل سواء من جانب الحكومة أو كيانات القطاع الخاص والتذبذب السريع في تدفقات رؤوس الأموال، لذا في ظل هذه الأوضاع تتطلب ضرورة مواجهة الأزمات المالية الداخلية منها أو الخارجية التي يمكن أن تنتقل عدواها بسرعة وذلك عن طريق تعيين وتجسيد مجموعة من المؤشرات التي تمكننا من التنبؤ المبكر لوقوع مثل هذه الأزمات غير المتوقعة.

الفرع الأول: تعريف المؤشر

مؤشرات الأزمة المالية هي تلك الأدوات التي تسمح بالمراقبة المستمرة للتوجيه والإنذار والتحذير لمتخذي القرار وواضعي السياسات باحتمال تعرض الاقتصاد لأزمة مالية، كما تقوم بتعريفهم باحتمالات الحدوث في وقت مبكر قبل وقوع الحدث، لاتخاذ ما يلزم من سياسات وإجراءات وقائية أو مانعة من وقوع الأزمات(1).

الفرع الثاني: نظم الإنذار المبكر

هناك العديد من نظم الإنذار المبكر التي تساعد على التنبؤ بحدوث الأزمات المالية عموماً وسنعمل على ذكرها فيما يلي(2):

أولاً: التقييم المستمر لنظم المؤسسات المصرفية في شكل إطار وهيكل رسمي للتقييم سواء عند الفحص أو بين فترات الفحص.

ثانياً: التعرف على مؤسسات أو مواقع داخل المؤسسات التي تكون فيها مشاكل ويحتمل وقوعها في مشاكل.

ثالثاً: توجه الاهتمام والتوقيت السليم من قبل المشرفين على البنوك، خصوصاً من ناحية المخاطر التي تواجهها كمخاطر الائتمان، السيولة، السوق، ومخاطر التشغيل،.... الخ.

الفرع الثالث: أنواع مؤشرات التنبؤ

تنقسم مؤشرات التنبؤ بالأزمات إلى شكلين هما(1):

أولاً: المؤشرات الاقتصادية الكلية

(1) عبد النبي إسماعيل الطوخي، التنبؤ المبكر بالأزمات المالية باستخدام المؤشرات المالية القاندة، جامعة أسيوط، مصر، دون سنة نشر، ص 05.

(2) نفس المرجع، ص ص 5،6.

(4) إبراهيم عبد العزيز النجار، الأزمة المالية و إصلاح النظام المالي العالمي، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2009، ص ص 52،

يوجد العديد من المؤشرات الاقتصادية العامة التي يمكن التنبؤ من خلالها بإمكانية حدوث أزمة مالية وتتصل بالسياسات الاقتصادية الكلية في الدولة، و ينجم عنها حالة من عدم الثقة لدى المستثمرين في قدرة الاقتصاد الكلي لهذه الدولة على تحقيق طموحاتهم الاستثمارية ومن بين هذه المؤشرات :

- 1- ارتفاع في معدلات البطالة.
- 2- ارتفاع معدلات الفائدة على الودائع و القروض المحلية.
- 3- ارتفاع معدلات التضخم و المستوى العام الأسعار.
- 4- ارتفاع نسبة القروض غير المنتجة إلى إجمالي قيمة القروض المحلية .
- 5- انخفاض قيمة الاحتياطي النقدي من العملات الحرة.
- 6- انخفاض نسبة النمو الاقتصادي بتراجع الناتج المحلي بعد ثبات استقراره.
- 7- ارتفاع الرقم القياسي للعجز في الحسابات الجارية إلى إجمالي الناتج المحلي الإجمالي.

ثانياً: المؤشرات المتصلة بالخصائص الهيكلية للأسواق المالية و النقدية

يمكن إجمال أهم المؤشرات التي تنبأ بقرب حدوث الأزمات المالية و التي تتصل بالأسواق النقدية و المالية فيما يلي:

- 1- سيطرة الأصول المالية عالية المخاطر كالأصول العقارية على أسواق الائتمان.
- 2- ضعف الجهاز الإداري المنوط به الإشراف على أسواق المال و قطاعات البنوك.
- 3- غياب الشفافية و الإفصاح اللذان يستلزمان من أجل التطبيق السليم لمعايير المحاسبة الدولية عند عرض القوائم المالية للمؤسسات الاقتصادية، و بالتالي أسواق المال و قطاعات البنوك بصورتها الحقيقية.
- 4- ارتفاع حجم الديون الخارجية قصيرة الأجل-الأموال الساخنة- لما لهذه الديون من أثر سيء على القطاعات المالية، بسبب سهولة دخولها إلى الدولة وخروجها منها مما يساهم في خلخلة الملاءة للمؤسسات المالية ويساهم في عرقلة البنوك على أداء وظائفها التمويلية.
- 5- سيطرة بعض المؤسسات على الأسواق المالية وما ينجم عن ذلك من سهولة تحكمها في هذه الأسواق دخولا وخروجاً منها.
- 6- سيطرة صناعات معينة على سوق الأوراق المالية.
- 7- انخفاض الاكتتاب في أسواق الأوراق المالية.

المبحث الرابع: الأزمات المالية العالمية

لقد اجتاح العالم جملة من الأزمات المالية العنيفة بداية بالكساد العظيم سنة 1929 ، ثم الإثنين الأسود سنة 1987 وتلتها أزمة أكتوبر 1989 وصولاً إلى أزمات الأسواق المالية الناشئة في التسعينيات و أزمة جنوب شرق آسيا التي لم تسلم منها حتى البلدان التي لم تحقق مستويات عالية من النمو، فقد تعرضت هي الأخرى لأزمات حادة في سعر الصرف و أسواق رأس المال، لذلك شكل تكرار الأزمات المالية ظاهرة مثيرة للقلق و الإهتمام و تهديدا حقيقيا على الاستقرار الاقتصادي و السياسي للدول.

المطلب الأول: أزمة الكساد لسنة 1929

بعد الأزمة التي اجتاحت معظم دول العالم خلال سنوات الحرب العالمية الأولى، شهدت فترة ما بعد الحرب نوعاً من الاستقرار في العلاقات النقدية والمالية الدولية، واستفاد المواطنون من الزيادة في المستوى المعيشي والإقتصادي عن طريق بعض سياسات الإقراض المسهلة آنذاك وذلك نتيجة للإصلاحات النقدية والمالية التي شهدتها هذه الفترة، لكن هذا الاستقرار ما لبث أن اختفى مع انفجار أزمة 1929.

انفجرت أزمة 1929 يوم الخميس 24 أكتوبر ببورصة وول ستريت، حيث تم عرض 13 مليون سهم بالسوق دون أن يقابلها أي طلب من قبل المستثمرين، وفقد مؤشر داوجونز يومها 22.6% من قيمته، كما بلغت الخسائر ببورصة نيويورك خلال الفترة من 22 أكتوبر وحتى 13 نوفمبر 1929 ما قيمته 30 مليار دولار في حين فقد مؤشر داوجونز نسبة 89% من قيمته سنة 1932⁽¹⁾.

(1) وليد أحمد الصافي، الأزمة المالية العالمية 2008: طبيعتها، أسبابها وتأثيراتها المستقبلية على الإقتصاد العالمي والعربي، مداخلة مقدمة في الملتقى الدولي الثاني حول الأزمة المالية الراهنة والبدائل المالية والمصرفية، معهد العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، المركز الجامعي بخميس مليانة، يومي 5، 6 ماي، 2009، ص 42.

ولقد اتسمت هذه الأزمة بأنها(2):

- أزمة طويلة المدى، حيث استمرت لفترة طويلة نسبيا استغرقت 4 سنوات، مما تسبب في زعزعة الاستقرار في النظام الرأسمالي بكامله، وكان لها صفة دورية انطلاقا من ارتباطها الوثيق بالأزمات الاقتصادية الدورية في النظام الرأسمالي.
- اختلاف أمن ودرجة حدة الأزمة من بلاد لآخر بشكل كبير.
- أما فيما يتعلق بنتائجها فتتمثل في(3):

- انهيار أسعار الأوراق المالية بنسبة 90% بالولايات المتحدة الأمريكية، و انخفاض مستويات سعر الفائدة إلى 26% خلال الفترة 1930-1933 بعدما كانت قيمتها 5,2% سنة 1929.
- انخفاض حجم الودائع بالبنوك بنسبة 33% وعمليات الخصم والإقراض بمقدار مرتين، إضافة إلى إفلاس أكثر من 10,000 بنك بالولايات المتحدة الأمريكية منذ بداية الأزمة و حتى منتصف 1933، أي بنسبة 40% من إجمالي عدد البنوك الأمريكية الأمر الذي أنجر عنه ضياع الكثير من مدخرات صغار المودعين .
- ارتفاع معدلات البطالة و انخفاض الأجور، ففي إنجلترا انخفضت الأرباح من 120 مليون جنيه إسترليني سنة 1929 إلى 75,8 مليون جنيه إسترليني سنة 1932.
- انخفاض قيمة العملات الرئيسية الدولية بحوالي 50%- 84% مقارنة بمستويات ما قبل الأزمة، وذلك بسبب تزايد عجز الموازنات العامة وموازين المدفوعات وبفعل انخفاض الاحتياطات الذهبية.

المطلب الثاني: أزمات الثمانينات

لقد شهد العالم بعد أزمة الكساد العالمي التي اجتاحت معظم دول العالم فترة من الراج والاطمئنان إلى إن ظهرت وانفجرت أزمات أخرى نذكر منها أزمتي 1987 و 1989.

الفرع الأول: أزمة 1987

والتي اندلعت في 19 أكتوبر 1987 ببول ستريت عندما أراد المتعاملون التخلص مما في حوزتهم من الأوراق المالية لاسيما عندما تحول الكثير منهم إلى الاستثمار في السندات الحكومية أو استبدال أصولهم المالية طويلة الأجل بأصول قصيرة الأجل لتسهيل عملية تسيلها، وأيضا يرجع هذا التحول إلى توقع المتعاملين بفعل استمرار العجز في الميزان التجاري الأمريكي وتزايد حجم المديونية لجوء السلطات النقدية إلى تخفيض قيمة الدولار وهو ما يؤدي إلى انخفاض القيمة الحقيقية للأصول المالية المحررة بالدولار، وكنتيجة لما سبق حدث تدهور في قيمة الأسهم بنسبة

(2) مروان عطون، الأسواق النقدية و المالية: البورصات و مشكلاتها في عالم النقد و المال، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2011، ص 100.

(3) بوعون يحيوي نصيرة، الأزمات المالية العالمية و ضرورة إصلاح صندوق النقد الدولي، متيجة للطباعة، الجزائر، 2011، ص 23.

26% وأيضا انخفضت قيمة مؤشر داوجونز(*) بنسبة 21.6% عن أعلى مستوى له حتى بداية الأزمة، كما قدرت الخسائر ببورصة وول ستريت بـ800 مليار دولار(1)، ويمكن القول أن هذه الأزمة قد اتسمت بـ:

أولاً: استمرارها لفترة قصيرة جدا لم تتجاوز مدتها بضعة أسابيع.

ثانياً: انتشارها بسرعة كبيرة وبنفس الحدة بين الدول، ويرجع ذلك إلى مجموعة من العوامل أهمها: إزالة الحواجز بين الأسواق المالية الدولية، استخدام أدوات اتصال حديثة لأداء العمليات المالية و ضخامة الصفقات والعمليات المالية.

ثالثاً: تأثيرها بشكل رئيسي على الأسواق المالية بمعنى أنها لم تتحول لأزمة اقتصادية.

الفرع الثاني: أزمة 1989

لقد جاءت أزمة 13 أكتوبر 1989 بعد مرور أقل من سنتين على أزمة 17 أكتوبر 1987 لذلك فإن القلق والتشاؤم الذي أشاعته في نفوس المستثمرين يعود بالدرجة الأولى إلى الخوف من تفاقم الأمور واشتداد الأزمة كما حصل في أكتوبر 1987 لكن يمكن القول أن البورصات قد استفادت من الأزمة السابقة، وواجهت بنجاح أزمة 1989 وذلك بالتدخل السريع لضبط الأمور في الوقت المناسب، حيث انعكست هذه الأزمة على مؤشر داوجونز إذ انخفض إلى 190 نقطة بمقدار 7%، كما فقد مؤشر فاينانشل تايمز(*) حوالي 142 نقطة أي انخفاض بنسبة 6.4%، انخفاض قيمة الجنيه الإسترليني و انخفاض أسعار الأوراق المالية التي تميزت بالتذبذب الشديد، ضف على ذلك لقد فقد مؤشر نيكاي(**) حوالي 647 نقطة أي انخفاض بنسبة 1.8% وقد كان هذا الانخفاض ضعيف لا يؤثر على البورصة اليابانية حيث تذبذبت الأسعار فيها بنسبة قليلة لكنها خرجت سالمة من الأزمة(1).

ومن أسباب هذه الأزمة(2):

أولاً: تصاعد نسبة التضخم إثر إعلان الحكومة الأمريكية عن ارتفاع أسعار الجملة والتجزئة في شهر سبتمبر 1989 بنسبة 9% و5.5% على التوالي، وأن نسبة التضخم في حدود 0.9% بالنسبة لأسعار الجملة و0.5% بالنسبة لأسعار التجزئة.

ثانياً: امتناع البنوك المركزية، بنوك الاحتياط الفيدرالية عن تخفيض أسعار الفائدة.

ثالثاً: نقص السيولة حيث يتمثل في فشل شراء عدة شركات عن طريق بورصة نيويورك وذلك لعدم توفير مبلغ الصفقة، وهذا يعني فشل النظام المستعمل في جمع الأموال للاستيلاء على

(*) مؤشر داوجونز: هو مؤشر نشر لأول مرة في صحيفة وول ستريت عام 1884م، يتكون من 30 سهم لـ 30 شركة صناعية كبرى، يصدر لمتابعة سلوك البورصات.

(1) مروان عطون، مرجع سابق، ص ص 190، 192.

(*) هو مؤشر ياباني انشئ في 16 ماي 1949، يتكون من 225 شركة ن يمثل 70% من الشركات الكبرى في طوكيو.

(**) انشئ في 30 ديسمبر 1983، يتكون من 100 سهم لـ 100 شركة.

(1) بن يوب فاطمة الزهراء، العولمة المالية: جذور واقع وآفاق، مذكرة ماجستير في العلوم الاقتصادية، تخصص نقود ومالية، جامعة قلمة، 2004، ص35.

(2) عرفان تقي الحسيني، التمويل الدولي، دار مجدلاوي، عمان، ط2، 2002، ص ص 202، 203.

الشركاء، و هو نظام السندات عالية المخاطر و هي منتجات ذات أسعار فائدة عالية تستعمل بكثرة في تمويل مثل تلك العمليات، هذا النقص في السيولة أدى إلى عدم وجود ثقة في الأوساط الأمر الذي زاد في تعميق الأزمة.

رابعاً: ارتفاع أسعار الفائدة حيث قرر البنك الفدرالي الأمريكي الإبقاء على أسعار الفائدة مرتفعة كسبب للتخفيف من مستوى التضخم السائد.

المطلب الثالث: أزمات التسعينيات

شكل تكرار الأزمة المالية في الدول النامية ظاهرة مثيرة للقلق والاهتمام، حيث تعتبر فترة التسعينيات مسرحاً لأعنف الأزمات المالية، وعلى رأسها أزمة جنوب شرق آسيا التي تعتبر من أكبر الأزمات المالية، حيث كان لهذه الأخيرة أثر سلبي على حركة رؤوس الأموال الدولية وعلى توزيع التدفقات المالية عبر المناطق في العالم، والمؤكد دوماً أن التراجع في التدفقات المالية إلى هذه الأسواق لا بد وأن يعكس بالسلب وبصورة مباشرة على أدائها خلال الأزمة وبعدها.

إِفرع الأول: أزمات الأسواق المالية الناشئة

لقد كان لحركة التحرير المالي التي شهدتها العالم سبباً في ظهور أسواق أوراق مالية على درجة كبيرة من التطور في الدول النامية أطلق عليها مصطلح الأسواق الناشئة وقد كان ظهورها بمثابة المعجزة التي شددت انتباه المستثمرين، واستقطبتهم نحوها نظراً للعائد الذي تقدمه لهم باعتبارها مصدر تنوع لمحافظهم المالية، ولقد لعبت هذه الأسواق دوراً كبيراً في تنمية اقتصادياتها المحلية نظراً للتدفقات المالية الكبيرة نحوها كما عملت على مواكبة أي تطور في عالم الأسواق المالية سعياً للوصول إلى أكبر الأسواق المالية الدولية، لكن رغم جهودها المبذولة إلا أنها شهدت عدة أزمات مالية هزت استقرارها الاقتصادي، إضافة إلى انتشار عدوى هذه الأزمات المالية من دولة إلى أخرى، كما أن وتيرة تلك الأزمات تكررت و تلاحقت عالمياً ، حيث شملت دول جنوب شرق آسيا، روسيا، البرازيل، الأرجنتين و المكسيك و بقية دول أمريكا اللاتينية، مما يؤكد الحاجة إلى تحسين مستوى الرقابة المصرفية في تلك الدول.

أولاً: تعريف الأسواق المالية الناشئة

باعتبار ظهور أسواق الأوراق المالية الناشئة حديثة العهد، فلا يوجد تعريف محدد وموحد لها وفيما يلي بعض التعاريف:

يقصد بالأسواق المالية الناشئة "تلك الأسواق التي يمر اقتصادها في مرحلة تحول باتجاه اقتصاد السوق" (1).

كما يمكن تعريفها على أنها " تلك الأسواق التي توجد خارج الدول الصناعية الكبرى وتنتمي إلى الدول النامية التي هي في حالة تحول إلى اقتصاد السوق، وأهم ما يميز هذه الأسواق هو الزيادة في القيمة السوقية للأسهم" (2).

(1) بوكساني رشيد، مرجع سابق، ص 160.

تتشترك غالبية الأسواق المالية الناشئة في بعض المميزات على الرغم من تباينها فيما يتعلق ببعض النقاط:

إن الأسواق المالية الناشئة تتباين فيما بينها من حيث الحجم الصغير، ومن حيث الأداء والخصائص الهيكلية كما تتميز بدرجة تركيز عالية وتطورها السريع حيث حققت معدلات نمو مرتفعة وهذا راجع في غالب الأحيان إلى الدخول المكثف للشركات المخصصة إلى هذه الأسواق⁽¹⁾، كما تتميز هذه الأسواق أيضاً بالزيادة الكبيرة في القيمة السوقية للأسهم، بالإضافة إلى تزايد حجم الإصدارات الجديدة، فضلاً عن الضعف النسبي لرأس المال القابل للاستثمار^(*) (نسبة للناتج المحلي الخام)⁽²⁾.

وعلى الرغم من هذا التباين إلا أنها تشترك في مجموعة من الخصائص نذكر منها⁽³⁾:

- 1- عدم استقرار الأسعار في هذه الأسواق، إذ تتراوح التقلبات في الأسعار بين 30% و 70% مقارنة بـ 15% في أسعار أسواق الأوراق المالية الكبرى.
- 2- ارتفاع النسب في معدلات العوائد السنوية على الأوراق في هذه الأسواق مقارنة بالأسواق المتقدمة، فقد حققت أسواق مثل الصين والفلبين معدل عائد أكثر من 50% سنوياً في المتوسط مقارنة بـ 15.8% سنوياً في السوق المالية الأمريكية.
- 3- ارتفاع مخاطر تقلبات العملة في الكثير من الأسواق الناشئة بسبب عدم الاستقرار الاقتصادي، لاسيما في ظل وجود معدلات مرتفعة من التضخم المحلي مما يؤدي إلى انخفاض قيمة العملات المحلية.

ثالثاً: الأزمات التي مرت بها الأسواق المالية الناشئة

تعاني الأسواق المالية الناشئة بشكل كبير من تذبذب كبير مقارنة مع الأسواق المتقدمة، مما يؤدي إلى عدم استقرارها وزيادة تعرضها للأزمات، وهذا التذبذب المرتبط أساساً بطبيعة السوق المالية في حد ذاتها يزداد عمقا بازدياد تحرير العمليات المالية في الأسواق، الذي كان نتيجة لظهور العولمة المالية و التحرير المالي، وهناك من يعتبر أن الاختلالات القاعدية في هذه الأسواق هي السبب الرئيسي وراء حدوث الأزمات، حيث تعتبر الاضطرابات في تدفقات رؤوس الأموال إلى أمريكا اللاتينية في منتصف التسعينيات و إلى جنوب شرق آسيا و الأسواق الناشئة الأخرى في أواخر التسعينيات إنما يعكس غياب الشروط القاعدية الضرورية لنجاح عمليات تحرير حساب

(2) عمر صقر، العولمة وقضايا اقتصادية معاصرة، الدار الجامعية، مصر، 2001، ص 102.

(*) ويعرف رأس المال السوق القابل للاستثمار برأس المال السوق بعد خصم رأس المال الذي لا يسمح للأجانب بالاستثمار فيه.

(1) أسماء بلميهوب، العولمة المالية و آثارها على أداء الأسواق المالية الناشئة، مذكرة ماجستير في العلوم الاقتصادية، تخصص نقود و مالية، جامعة سطيف، 2006، ص ص 59، 60.

(2) بوكساني رشيد، مرجع سابق، ص 160.

(3) شذا جمال الخطيب، مرجع سابق، ص ص 88، 90.

رأس المال، فهذه الأسواق قد تميزت لفترة بضعف كفاءة أنظمتها المالية و عدم استقرار توازنها الإقتصادية الكلية، الأمر الذي

ساهم في توفير المناخ الذي يسبق الأزمات، كما أن أنظمتها المالية غالبا ما تبدو ضعيفة جدا لاستيعاب تلك التدفقات الكثيفة لرؤوس الأموال، كما تفتح العولمة المالية المجال أمام المضاربات ضد العملات و الأصول لهذه الأسواق مما قد يتسبب في انهيارها، و الأكثر من ذلك قد تتوسع آثار الاضطرابات لتنتقل إلى أسواق مجاورة جغرافيا أو مشابهة من حيث الظروف الاقتصادية بفعل ما يعرف بأثر العدوى، لتؤدي في النهاية إلى اهتزاز واضطراب النظام المالي العالمي ككل(1).

و تعتبر الأزمة المكسيكية بمثابة الإنذار المسبق بقدوم الاضطرابات بالنسبة للبلدان الآسيوية، التي كانت من ورائها الاختلالات الهيكلية التي كانت السبب الرئيسي في الأزمة، ونتيجة لانتقال العدوى تراجعت الثقة في الاقتصاديات الآسيوية، لتصيب الاضطرابات كل من روسيا و البرازيل في 1998، ويمكن القول أن الاندماج المالي و الاقتصادي و الترابط فيما بين الأسواق في إطار العولمة المالية يزيد من إمكانية حدوث الأزمات وهذا في حال انخفاض ثقة المستثمرين، و يساهم في عملية انتشار الاضطرابات و يوفر المناخ لانتقال آثار العدوى(2).

الفرع الثاني: أزمة جنوب شرق آسيا

حدثت هذه الأزمة بعد ثلاثة عقود من النمو السريع، تمكنت بفضلها كل من كوريا، هونغ كونغ، تايوان، سنغافورة، أندونيسيا، ماليزيا و تايلندا من تحقيق نجاح اقتصادي باهر، نتج عنه أن أطلق عليهم اسم النمر الآسيوية، إلا أن ذلك لم يدم طويلا حيث سرعان ما بدأت تظهر بوادر أزمة مالية خطيرة، بفعل ما تعرضت له هذه المنطقة لسلسلة من الهجمات المضاربية التي تسببت في هروب مكثف لرؤوس الأموال إلى الخارج، لتتفاقم بعدها الأزمة ابتداء من السداسي الثاني لسنة 1997، نظرا لما اتسمت به هذه الدول من هشاشة في القطاع المالي وضعف في التسيير والإدارة على مستوى الشركات، وعلى مستوى القطاعين المالي والحكومي.

ولقد انطلقت الأزمة الآسيوية في بداية الأمر بتايلندا في جويلية 1997، بعد أن قام ستة من كبار تجار العملة بالمضاربة على خفض سعر البات التايلندي، فقاموا بعرض كميات كبيرة منه للبيع، الأمر الذي أدى إلى تراجع قيمته بالسوق، وأمام هذا الوضع فشلت الحكومة التايلندية في الحفاظ على قيمة العملة الوطنية خاصة بعد أن تآكل احتياطي النقد الأجنبي لديها، لذلك لجأت إلى إحداث تخفيض رسمي لقيمة عملتها، لينتج عن هذا القرار تراجع حاد

(1) ساعد مرابط، أسماء بلميهوب، العولمة المالية و تأثيرها على أداء الأسواق المالية الناشئة، مداخلة مقدمة في الملتقى الدولي حول سياسات التمويل و آثارها على الاقتصاديات و المؤسسات: دراسة حالة الجزائر و الدول النامية، كلية العلوم الاقتصادية و علوم التسيير، مخبر العلوم الاقتصادية و التسيير، جامعة بسكرة، يومي 21، 22 نوفمبر، ص 15.

(2) نفس المرجع، ص 16.

في أسعار الأسهم، الأمر الذي تبعه انسحاب للمستثمرين الأجانب من السوق المالية التايلندية، و بعدها أخذت آثار العدوى تنتشر عبر كامل الأسواق المالية المجاورة(1).

ولا يمكن حصر أسباب هذه الأزمة في عمليات المضاربة فقط، بل توجد كذلك عدة أسباب أخرى نختصرها في النقاط التالية (2):

أولاً: التوسع الكبير في تمويل عجز الحساب الجاري لهذه الدول من خلال الإقتراض من الخارج في شكل تدفقات رأسمالية قصيرة الأجل، إذ أن نسبة كبيرة من تلك التدفقات كانت تأخذ صورة أموال ساخنة أي تستثمر بدرجة أولى في شكل أسهم وسندات بالأسواق المالية حيث تسهل عملية تسهيلها عند الطلب.

ثانياً: ارتفاع معدلات الفائدة بالبنوك حيث أنه نتيجة لتزايد المضاربات على أسعار صرف العملات الرئيسية لهذه الدول، لجأت هذه الأخيرة إلى رفع أسعار الفائدة على صرف هذه العملات بالبنوك و ذلك لوقف التحويلات من العملة الوطنية إلى العملات الأخرى خاصة الدولار الأمريكي، مما نتج عنه تحويل المستثمرين لأموالهم من الأسواق المالية إلى البنوك .

ثالثاً: ارتفاع مديونية المصارف المحلية والمشاركة بالعملات الأجنبية إذ أن هذه المصارف أخذت تتوسع في الإقتراض قصير الأجل بالدولار خلال السنوات الأخيرة لتمويل عمليات التوسع في الإقراض ولضخ المزيد من السيولة لهذه الاقتصاديات، وهذا ما يعرضها لمخاطر عدة خاصة بعد أن تخفض قيمة عملاتها.

رابعاً: تميزت سياسة الإقراض المصرفي في هذه البلدان بارتفاع في نسبة القروض كنتيجة للفساد والتوسع في التمويل العقاري والمضاربات، الأمر الذي أدى إلى ارتفاع في نسبة الديون الرديئة والمشكوك فيها حيث بلغت 20% من جملة القروض الممنوحة من قبل البنوك التايلندية، وحوالي 17% ممنوحة من طرف البنوك الأندونيسية، أما فيما يخص بنوك كوريا الجنوبية وماليزيا فقد بلغت نسبتها حوالي 16%.

خامساً: الإفراط في منح القروض للشركات التي تتعامل في العقارات والأسهم، مما أدى إلى ارتفاع الأسعار بهذه القطاعات إلى مستويات تضخمية.

المطلب الرابع: الأزمات المالية المعاصرة

منذ ثلاثينات القرن الماضي توالى الأزمات المالية التي أثرت بشكل مباشر و رئيسي على إقتصاديات الدول المتقدمة و النامية، ومع تطور الوسائل التقنية الحديثة أصبح رأس المال يتحرك عبر حدود الدول و القارات بسهولة متناهية

مضيا إلى ترابط الأسواق المالية عبر العالم، مما زاد من حساسية الأنظمة المالية لأي صدمة أو أزمة مالية، و قد ظهرت تلك الحساسية العالية للأزمات المالية في الأزمة المالية التي انفجرت

(1) عبد المطلب عبد الحميد، العولمة و اقتصاديات البنوك، الدار الجامعية الإسكندرية، 2001، ص 198.

(2) محمود عبد الفضيل، العرب و التجربة الآسيوية: الدروس المستفادة، مركز دراسات الوحدة العربية، لبنان، 2001، ص

أولى فقاعاتها في عام 2008 ولا يزال العالم يئن من تداعياتها لتصل آثارها إلى دول الخليج التي عانت هي الأخرى من اضطرابات في قطاعها المالي، و لم يتوقف الخطر عند هذا الحد فسرعان ما تولدت أزمة أخرى أدت إلى إفلاس تام للأطراف المتضررة منها و أطلق عليها أزمة اليونان، وسنحاول التطرق لهذه الأزمات مع العودة إليها في الفصل الأخير بالتفصيل.

الفرع الأول: أزمة الرهن العقاري 2008

شهد العالم أزمة مالية حقيقية عارمة اندلعت شرارتها الأولى في الولايات المتحدة الأمريكية عصفت باقتصاديات الدول المتقدمة و النامية على حد سواء، و بدأت بوادرها نهاية عام 2006 و تفجرت في سبتمبر 2008، و أثبتت منذ إندلاعها و حتى الآن على أنها أخطر بكثير من الأزمات التي عرفت من قبل أظهرت ضعف النظام الأمريكي ، و لقد نشأت الأزمة بسبب تضافر عوامل و أدوار عدة قامت بها جهات مختلفة، إذ توسعت المؤسسات المالية التي تمادت بمنح القروض إلى مقترضين غير مؤهلين ماليا للحصول عليها و تغافلت المخاطر الائتمانية و التي وصلت قيمتها حتى مارس 2007 حوالي 1.4 تريليون دولار، وقد تفاقم الأمر في النصف الثاني من العام نفسه نتيجة للتخلف السداد و كان من نتائج ذلك انفجار فقاعة القروض العقارية⁽¹⁾، و ذلك من خلال التوسع بمنح القروض السكنية لعدد كبير من الأفراد لتمويل شراء السكن و الذي كان مدعوما من قبل الحكومة الأمريكية، ونتيجة لذلك التوسع في نسب التمويل العقاري دون ضمانات كافية و بمخاطر كبيرة مقابل سعر فائدة أعلى أثر سلبا على قدرة البنوك المالية رغم محاولات الإقراض من الغير و تدخلات البنوك المركزية في تقديم المليارات كقروض لها، الأمر الذي أدى و في مرحلة لاحقة إلى انهيار العديد من البنوك و المؤسسات المالية و إعلان إفلاسها حيث علقت قرابة 70 شركة رهن عقاري أمريكية عملياتها و أعلنت إفلاسها أو عرضت للبيع منذ عام 2007 كما أعلنت أكبر مؤسسة مالية عملاقة إفلاسها "ليمان برانرز"، كما تكبد أكبر مصرفين أمريكيين فريد لماك و فانيك للرهن العقاري خسائر كبيرة و اللتان تتعاملان بما قيمته نحو 6 تريليون دولار، و يعود ذلك لسببين أولهما استعداد الحكومات للتدخل لنجدة المؤسسات الفاشلة و ثانيهما تحويل القروض إلى أوراق مالية و بذلك إزالة المخاطر الائتمانية من سجلاتها، إلا أن المثير في ذلك أن هذه المؤسسات احتفظت بأرصدة هذه الأوراق المالية أو قامت بتمويل عمليات شراء الأوراق من قبل المستثمرين ، و بذلك تحولت المخاطر الائتمانية إلى مخاطر سوقية بمعنى آخر كان للأوراق المالية الجديدة دورها في الأزمة حيث قامت

المصارف بتحويل القروض بما فيها العقارية إلى سندات و تداولها في الأسواق المالية من خلال البيع إلى شركات التوريق، و التي قامت بالتأمين عليها لدى شركات التأمين و برهن تلك السندات لدى البنوك مقابل الحصول على

(1) حسن كريم حمزة ، مرجع سابق، ص 56.

قروض جديدة ، ولما هبطت أسعار العقارات مع بداية 2007 فقدت تلك السندات صلتها بالأصول الحقيقية ، كما كان أحد الأسباب وراء الإفراط في تقديم القروض السياسة التوسعية التي اتبعتها البنك الفدرالي الأمريكي في أعقاب أحداث 11 سبتمبر 2001 و التي أدت إلى هبوط معدلات الفائدة إلى مستويات منخفضة لمدة طويلة و لغاية 2004 ومن ثم الإرتفاع المتوالي لسعر الفائدة من جانب البنك الفدرالي الأمريكي و الذي أدى إلى تزايد أعباء القروض، و قد كلفت الأزمة الإدارة الأمريكية 1000 مليار دولار إضافة إلى قيام الحكومة بطرح سندات حكومية و شراء القروض المتعثرة لإنقاذ المؤسسات.

الفرع الثاني: أزمة اليونان " أزمة الديون السيادية"

واصلت التداعيات السلبية لأزمة الرهن العقاري بالظهور بسمات و أوضاع جديدة، وحل عام 2010 محملا بمشاكل الركود و البطالة و إفلاس العديد من البنوك الأمريكية، ومع تفاقم تداعيات الأزمة على المستويين العالمي و الداخلي و ضعف فعالية السياسات و برامج الإنقاذ التي جوبهت بها الأزمة، تعدت الأزمة حدود إفلاس المصارف و الشركات و المؤسسات المتعثرة من قبل لتشمل الإئتمان السيادي، وكثر الحديث عن دول على حافة الإفلاس بسبب تراكم قروض ضخمة عليها (1)، و من هذه الدول اليونان البلد الأوروبي التي عاشت في أزمتا إقتصادية سابقة، ولكن منذ دخولها الإتحاد الأوروبي و سيرها مع أكبر الدول الأوروبية أدى إلى تفاقم المشاكل التي تعانيها حيث أصبحت تقوم بعمليات إقتراض أموال طائلة بحجة تمويل إقتصادها تحت مبدأ التمويل بالعجز، فأصبحت اليونان مهددة بإفلاسها بعد أن قفزت ديونها السيادية إلى أكثر من 400 مليار دولار، و أعلنت عن تعثرها في سداد ديون متراكمة عليها بمستويات تبلغ 200% من ناتجها المحلي الإجمالي في وقت ازدادت فيه عجوزات موازنتها العامة، وسط تراجع ثابت في قدراتها التنافسية، وقد هزت الأزمة منطقة اليورو من الأعماق و هددت بجرها إلى أشد أزمة منذ أن خرجت العملة الأوروبية الموحدة إلى الوجود، و هددت بدخول إقتصاديات كثيرة في منعطف خطير و بدأت العديد من الأسئلة بحثا عن إجابات عن مسببات هذه الأزمة (2)، و تم التوصل إلى عدة استنتاجات أن مسبباتها تتصل بعدد

من مؤسسات وول ستريت المالية الناشطة في مجال المضاربات و استخدام المشتقات و صناديق التحوط(*) التي ساهمت

(1) سميح مسعود، الأزمة المالية العالمية: نهاية الليبرالية المتوحشة، دار الشروق، عمان، 2010، ص ص 56، 59.

(2) أزمة اليونان الإقتصادية في العمق، قناة الجزيرة الفضائية من الموقع: <http://aljazeera.net/NR/exeres/2878d20c-b9b8-4c2b->

[http:// b40d-c3f33Ac6dA07.htm](http://b40d-c3f33Ac6dA07.htm)

(*) هي صناديق استثمارية خاصة مفتوحة فقط لبعض المستثمرين وفقا لشروط، ويتقاضى مديرها عوضا ماليا عن الإدارة، فضلا عن العوض المالي بناء على الأداء المحقق.

في اندلاع الأزمة المالية العالمية و عدم الشفافية التي تتعامل بها الأسواق و ضعف المراقبة على المشتقات المالية التي تستخدم لوسائل المضاربات، وعموما تكشف الأزمة اليونانية عن دور مشبوه محفوف بالفساد قامت به بعض البنوك

الإستثمارية و صناديق التحوط الأمريكية ، يظهر منه أن الكثير من الصفقات الإستثمارية و المشتقات و التوريق التي عقدت في اليونان وفي دول أخرى من منطقة اليورو في السنوات الأخيرة تم ترتيبها في ظروف خاصة خفية إلى حد ما

و بطرق مضللة، تم في إطارها إجراء عمليات بيع السندات اليونانية على المكشوف من قبل صناديق التحوط الأمريكية، مما ساعد على ارتفاع مقايضات التخلف عن السداد إلى مستويات قياسية، وبالتالي استفحال الأزمة المالية.

الفرع الثالث: الأزمة المالية في دول الخليج العربية

لقد بقيت أسواق المال الخليجية بعيدة عن مخاطر الأزمة المالية العالمية التي بدأت آثارها تظهر مع منتصف عام 2007 وبصورة واضحة على الأسواق الرئيسية، ولكن مع بداية عام 2008 تأثرت الأسواق الخليجية كثيرا بحالة الاضطراب التي مرت بها البورصات العالمية الكبرى خاصة مع انهيار البورصات العالمية ، ولقد كانت هناك تأكيدات كثيرة صدرت من مسؤولين مصرفيين في الخليج و كذلك من مختصين آخرين في الشؤون المالية من غير الخليجيين محدودية الخسائر التي تعرضت لها البنوك الخليجية معتبرين أنها لا تذكر مقارنة بالخسائر التي تكبدتها البنوك و المؤسسات المالية العالمية و التي فاقت أكثر من 520 مليار دولار في أمريكا و أوروبا و ذلك راجع إلى عدم انفتاح البنوك الخليجية على السوق العقارية الأمريكية، حيث أعلن بنك الخليج الدولي خسائر بما يقارب 750 مليون دولار من جراء استثماراته في سندات الرهن العقاري، كما أعلن بنك الخليج الدولي الكويتي عن تكبده خسائر كبيرة في المشتقات المالية (1.2 مليار دولار) في الأسواق الأمريكية، ومن جهة أخرى أعلن بنك أبو ظبي التجاري عن تعرضه لمخاطر بقيمة 272 مليون دولار و إعلان مؤسسة الخليج للإستثمار الكويتية عن خسائر ب 246 مليون دولار في نهاية عام 2007 و أخرى 200 مليون دولار في عام 2008 بالإضافة إلى خسائر ناجمة عن انخفاض قيمة أصول الشركة المصرفية العربية البحرينية بنحو 1.2 مليار دولار، كما تأثر الوضع الإئتماني نتيجة نقص السيولة و ارتفاع تكاليف التمويل وسط تباين آجال الإستحقاق و مخاطر الإئتمان على تمويل الإستهلاك و المشاريع و العقارات المحلية، وقد ظهرت بوادر أزمة الإئتمان في دبي مع تراجع مستوى السيولة في السوق لتمويل المشاريع الجديدة، وخصوصا في سوق السندات في دول مجلس التعاون، فدبي إقترضت كثيرا لتمويل مشاريعها، و قد أعلنت حكومة إمارة دبي تأجيل سداد ديون مستحقة على مجموعة دبي العالمية و نخيل العقارية، وقدرت الديون المطلوبة على مجموعة دبي العالمية نحو 59 مليار دولار، أما الديون المستحقة على إمارة دبي بشكل عام فشكلت حوالي 80 مليار دولار.

و لقد شهدت أسواق دول مجلس التعاون في الربع الرابع من عام 2008 عاما مضطربا نتج عن انخفاضات متضاعفة في جميع الأسواق الخليجية، وقد بلغت خسائر الأسواق الخليجية منذ بداية عام 2008 و حتى نهايته حوالي 57% بالنسبة لجميع أسواق الخليج، حيث فقدت أسواق الأسهم نحو نصف قيمتها السوقية و كانت الأسرع

تأثرا بأزمة أسواق الأسهم و السندات العالمية نسبة إلى مخاطر الإلتئمان العالمي، فقد انخفضت قيمتها السوقية بنسبة 47.1% إذ بلغت نهاية عام 2008 بما قيمته حوالي 560 مليار دولار و كانت نسبة الإنخفاض عالية جدا في سوقي دبي المالي و السعودية إذ بلغت 54.3% و 52.5% على التوالي، و كذلك في أسواق الكويت و أبو ظبي و مسقط حيث بلغت نسبة الإنخفاض حوالي 48%، 43% و 34% على التوالي، في حين بلغت نسبة الانخفاض في سوقي البحرين و الدوحة 26.3% و 19.8% على التوالي، كما تعرضت قطاعات المرافق و العقار و الخدمات المالية و الإستثمارية لخسائر كبيرة، و من ناحية أخرى تأثرت سلبا الشركات المدرجة في الأسواق المالية الخليجية من حيث أرباحها، حيث سجلت 250 شركة من أصل 610 شركة مدرجة في سوق المال الخليجي انخفاضا في أرباحها بنسبة 29%.

و لقد قالت الدول الخليجية التي خسرت استثمارات بمليارات الدولارات في بنوك غربية مضطربة أن هناك حاجة ملحة لجهد عالمي منسق للحيلولة دون وقوع الاقتصاد العالمي في ركود و أبلغ مسؤولون خليجيون الجمعية العامة للأمم المتحدة أن هذا الجهد لا بد و أن يتضمن إجراءات لمعالجة نقاط الضعف و إعادة الاستقرار إلى النظام المالي و منع تكرار مثل هذه المواقف مرة أخرى.

تمهيد

لقد اعتبر القطاع المالي والمصرفي في كثير من الدول النامية قطاعا استراتيجيا وقد تم إخضاعه في ظل التوجه الاشتراكي إلى مختلف أشكال الرقابة، حيث كانت المهمة الأساسية للبنوك التجارية هي تقديم التمويل بصفة آلية إلى المؤسسات والهيئات العمومية دون إخضاعها لشروط الملاءة المالية والقدرة على التسديد وقد تم تطبيق مختلف أشكال سياسة الكبح المالي مثل تحديد أسقف لمعدلات الفائدة الدائنة والمدينة، الأمر الذي لم يمكن القطاع المصرفي من تجميع أكبر قدر ممكن من الموارد، إضافة إلى إتباع سياسة توجيه الإئتمان إلى قطاعات معينة واعتبارها إستراتيجية دون غيرها، ومع ما شهده العالم من تطورات سريعة والتي كان من أهمها انتشار ظاهرة العولمة المالية، التي كان من أبرز إفرازاتها التحرير المالي، لمواكبة التطورات العالمية، بدأت الدول باتخاذ سلسلة من الإجراءات المتعلقة بالتكيف مع المستجدات وذلك بالاعتماد على مبادئ سياسة التحرير المالي التي منها تحرير سعر الفائدة الذي يلعب دورا مهما في النظام المالي والاقتصادي الرأسمالي، ولما كانت سياسات أسعار الفائدة تمثل أهمية كبيرة في مجال الوسائل المستخدمة لتصحيح المسار الاقتصادي بالدول المختلفة، حيث احتلت المناقشات والآراء في الآونة الأخيرة حول سعر الفائدة كأداة من أدوات السياسة الاقتصادية مساحة كبيرة من اهتمام المفكرين الاقتصاديين حول مدى أهمية سعر الفائدة وضرورته في إصلاح الكثير من المشاكل الاقتصادية، وفي هذا الإطار ظهرت العديد من النظريات الاقتصادية التي حاولت تفسير سعر الفائدة و دوره في البناء الاقتصادي باعتباره من أهم المؤشرات التي تستخدم لتحليل حركة واتجاه الاقتصاد الكلي بحيث يستخدم كأداة لتحقيق التأثير في النشاط الإقتصادي.

المبحث الأول: سياسة التحرير المالي

يعتبر ظهور ملامح سياسة التحرير المالي في مطلع السبعينيات كنتيجة حتمية لفشل سياسة الكبح المالي التي اعتمدها معظم الدول النامية وما نتج عنها من تقيد لسعر الفائدة، الشيء الذي أثر على إقتصاد هذه الدول مما ترتب عليه إتباع كثير من الدول لبرامج التحرير الإقتصادي وفتح

التحرير المالي

أسواقها وتحريرها من القيود والسعي لإجتذاب المستجندات من الأدوات المالية والمؤسسات المالية لزيادة قدرتها التنافسية في مجال الخدمات المالية وتسهيل تدفق رؤوس الأموال. لذلك سنتطرق في هذا الجزء إلى سياسة الكبح المالي من حيث المفهوم، الأشكال والآثار ثم نستعرض مفهوم سياسة التحرير المالي وتطورها مع تبيان الإجراءات والمتطلبات وأخيرا الإيجابيات والسلبيات.

المطلب الأول: سياسة الكبح المالي

لقد اعتبرت الحكومات في الدول النامية القطاع المالي كقطاع استراتيجي وأخضعته لمختلف أشكال الرقابة ابتداء من التأميم إلى وضع مجموعة من القيود والضوابط على النشاط المالي والبنكي مثل تحديد أسقف لمعدلات الفائدة الدائنة والمدينة أدنى من مستواها التوازني في السوق وفرض احتياطي إلزامي كبير يسمح للدولة بتمويل عجز الميزانية، وإتباع سياسة توجيه الائتمان ، وتمثيل مجموعة هذه الإجراءات المفروضة على القطاع المالي ما أطلق عليه بالكبح المالي.

الفرع الأول: مفهوم الكبح المالي

لقد طرح مفهوم الكبح المالي لأول مرة من طرف كل من Mc Kinnon et Shaw حيث لاحظ أن إقتصاديات الدول النامية تعاني الكثير من العوائق والقيود وبالأخص فيما يتعلق بأنظمتها المالية، وقد لقي هذا المفهوم اهتماما كبيرا من طرف العديد من الإقتصاديين فيما بعد فيظهر ذلك من خلال التعاريف الكثيرة التي أعطيت له نذكر منها :

Mc Kinnon et Shaw 1973: وقد عرفانه على أنه انعكاس لتدخل الحكومة الشديد في المجال الإقتصادي والمالي ويظهر هذا التدخل من خلال التشريعات والقوانين التي تخص النشاط البنكي والهادفة إلى الحد من حرية الجهاز المصرفي (1).

أما Chatelain-Amable 1995: فيعرفان الكبح المالي على كونه إبقاء لأسعار الفائدة تحت مستويات التوازن المحددة من طرف قانون العرض والطلب، والتدخل في برنامج توزيع القروض في الإقتصاد (2).

يمكن تعريف الكبح المالي على أنه مجموعة السياسات والضوابط والقيود الكمية والنوعية المفروضة من طرف الحكومة والتي لا تسمح للوساطة المالية بتوظيف كامل قدراتها المتاحة التي توفرها لها التكنولوجيا والتي تمتلكها.

ومن جانب آخر يعرف الكبح المالي بأنه يترجم القيود المفروضة على النظام المالي وفي هذه السياسة يتم تحديد سعر الفائدة عند مستويات أدنى من السعر التوازني بهدف الزيادة في الاستثمار،

(1) بن بوزيان محمد، غربي ناصر صلاح الدين، أثر تحرير سعر الفائدة على الادخار: دراسة حالة قياسية لحالة الجزائر، مداخلة مقدمة في الملتقى الدولي الثاني حول الأزمة المالية الراهنة و البدائل المالية و المصرفية - النظام المصرفي الإسلامي نموذجا - ، معهد العلوم الإقتصادية وعلوم التسيير، المركز الجامعي بخميس مليانة ، يومي 6،5 ماي، 2009، ص4.

(2) نفس المرجع ، ص 04 .

التحرير المالي

مع العلم أن سعر الفائدة في ظل سياسة الكبح المالي لا يعكس قوى السوق (التوازني) ولا معدل التضخم⁽¹⁾.

وبصفة عامة يعني الكبح المالي كل تدخل ممارس من طرف الحكومة على النشاط المالي بهدف السيطرة التامة على نشاط الوساطة المالية وذلك لضمان توجيه التمويل الكافي للقطاع العمومي.

الفرع الثاني: أشكال الكبح المالي

ينصرف مفهوم الكبح المالي إلى القيود المفروضة على النظام المالي والتي من أهمها⁽²⁾:

أولاً: التحديد الإداري لأسعار الفائدة (كبح معدلات الفائدة)

تتدخل الحكومة لفرض معدل الفائدة على القروض والودائع البنكية ويكون هذا المعدل تحت المستوى التوازني (عند مستوى منخفض) حيث غالباً ما يكون سعر الفائدة الحقيقي في الدول النامية التي تمارس الكبح المالي سالباً ولفترات طويلة من الزمن، وتبرر الحكومات هذا الإجراء بأنه وسيلة لتشجيع الإستثمارات وتحفيز النشاط الإقتصادي بشكل عام لأن أسعار الفائدة المنخفضة على القروض تساهم في التقليل من تكاليف الإنتاج مما يؤدي إلى زيادة الربح بالنسبة للمستثمرين الأمر الذي يشجعهم على القيام بإستثمارات جديدة، كما تعتبر أداة لمنع البنوك من القيام بممارسات احتكارية في السوق المالي فبعض البنوك والمؤسسات المالية الكبيرة تحاول السيطرة على السوق المالي من خلال فرض معدل فائدة مرتفع على القروض والحصول على ودائع بمعدلات فائدة جد منخفضة لأجل تعظيم ربحها، فهذه الممارسات مضرّة بالنشاط الإقتصادي ولا تخدم إلا مصلحة هذه البنوك، كما أن تحديد أسعار الفائدة تحت مستواها التوازني يسهل على الحكومة تمويل عجزها بأقل تكلفة ممكنة وكذلك تمويل المؤسسات العمومية التي تعاني من مشاكل مالية.

ثانياً: الإحتياطي الإجباري المرتفع على البنوك التجارية

ففي الدول التي تمارس الكبح المالي نجد أن معدل الإحتياطي الإجباري المطبق على البنوك التجارية كبير جداً،

والهدف من وراء ذلك هو السيطرة على الوساطة المالية والحد من قدرتها التمويلية وجعل النقود القانونية تمثل أكبر حصة في النظام المالي.

ثالثاً: تأطير توجيه القروض

تقوم السلطات النقدية في الأنظمة المالية التي تعاني من الكبح بالتدخل في عملية توزيع القروض في الإقتصاد،

فهي تفرض على البنوك التجارية تمويل المشاريع والقطاعات التي تعتبر ذات أهمية إقتصادية بالنسبة للحكومة وبأسعار فائدة تفضيلية (أقل من المعدلات المطبقة) وكذلك تجبرها على دعم المؤسسات العمومية وتوفير الأموال التي تحتاجها.

(1) بلعوز بن علي، محمدي الطيب امحمد، دليلك في الإقتصاد، دار الخلدونية، الجزائر، 2008، ص 43.

(2) حريري عبد الغني، أثر التحرير المالي على إقتصاديات الدول العربية : دراسة حالة الجزائر، مذكرة ماجستير في العلوم الإقتصادية، تخصص نقود ومالية، جامعة الشلف، 2007، ص 5، 4.

في الدول التي تطبق سياسة الكبح المالي لا يمكن تدفق رؤوس أموال إليها أو منها إلى الخارج، وذلك راجع إلى القيود المفروضة على حركة رأس المال وخاصة إذا كان موجه نحو الخارج، فالسلطات النقدية تقوم بتقييد كل المعاملات المالية الدولية وتضع حواجز أمام دخول البنوك والمؤسسات المالية الأجنبية إلى السوق المالي المحلي كما تقوم بتثبيت أسعار الصرف للعملة المحلية عند مستوى معين.

الفرع الثالث: آثار الكبح المالي

إن السياسة المتعلقة بكبح القطاع المالي في الدول النامية قد أضرت بالنظم المالية لهذه الدول ولم تحقق الأهداف التي خططت لها وقد ترتب على سياسات الكبح المالي الآثار السلبية التالية⁽¹⁾:

أولاً: سياسة تأطير القروض وتوجيهها كان لها أثر سلبي على توزيع القروض في الاقتصاد حيث أدى سوء إدارة تخصيص الائتمان إلى خفض أنصبة الائتمان الموجهة للقطاعات المفترض دعمها وتوجيه الائتمان لها، وقد تزامن الائتمان الموجه للقطاع العام أو تلبية إعتبارات سياسية مع حدوث نسبة مرتفعة للقروض غير المستردة، وقد أدت تلك النسبة المرتفعة إلى جانب متطلبات الإحتياطي الإلزامي غير المتكافئة مع تلك النسبة إلى ممارسة ضغوط سلبية على كل من ربحية البنوك والقاعدة الرأسمالية لها، وقد نتج عن ذلك ارتفاع الهامش بين أسعار الفائدة على الودائع وأسعار الفائدة على القروض، الأمر الذي أدى إلى تقلص رقعة النشاط المصرفي.

ثانياً: أصبحت الأصول المالية المحلية أقل جاذبية من البدائل الأخرى من الأصول الأجنبية، وأدى ذلك إلى تقلص رقعة النظام المالي الرسمي مقاساً بنسبة الأصول المالية المحلية إلى الناتج المحلي الإجمالي وذلك في مواجهة تزايد حجم

القطاع المالي غير الرسمي الذي نشأ نتيجة لتلاقي رغبات الطلب المحبط غير الملبى على الأموال في السوق الرسمية مع رغبات عارضي الأموال في عوائد حقيقية إيجابية أعلى من العوائد السلبية في السوق الرسمية (بفعل التضخم).

ثالثاً: افتقر القطاع المالي إلى التنوع حيث تميز بسيادة القطاع المصرفي و تراجع الأهمية النسبية لأسواق الأوراق المالية.

رابعاً: انخفاض درجة العمق المالي التي تشير إلى الحجم النسبي للسيولة العامة والتي تقاس بنسبة M3 (العملة والنقود والودائع الجارية والودائع لأجل في البنوك والمؤسسات المالية الأخرى كصناديق التوفير والبريد) إلى الناتج المحلي الإجمالي، ويعني انخفاض تلك النسبة انخفاض الأرصدة القومية القابلة للإقراض ومن ثم قدرة الإقتصاد الوطني على تمويل الإستثمارات، بينما يعني ارتفاع النسبة أن ثمة تدفقات حقيقية كبيرة في الأرصدة الوطنية القابلة للإقراض من أجل إستثمارات جديدة.

(1) عاطف وليم أندراوس، السياسة المالية و أسواق الأوراق المالية خلال فترة التحول إلى إقتصاد السوق، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية، 2005، ص ص 195، 196.

التحرير المالي

وقد أدى ضعف القطاع المالي على النحو المتقدم إلى سوء تخصيص الموارد المالية وضعف القدرة على حشد الموارد اللازمة لتمويل الإستثمارات في الدول النامية، الأمر الذي دفعها إلى اللجوء إلى القروض الخارجية لتمويل خططها التنموية، وذلك خلال عقد السبعينيات من القرن المنصرم في جو اتسم بسيولة مالية مفرطة ورخيصة، غير أن سوء إستخدام تلك القروض مع ارتفاع أسعار الفائدة العالمية وانخفاض الموارد الذاتية للصرف الأجنبي في الدول النامية أسهم في عدم قدرة تلك الدول على خدمة ديونها والوفاء بالتزاماتها اتجاه الأطراف الدائنة، الأمر الذي دفع البنوك العالمية إلى ترشيد الإقراض لها، وتبعاً لذلك توقف أهم مصدر لتمويل التنمية في تلك الدول.

ونتيجة لما تقدم أصبحت هناك ضرورة لإستراتيجية بديلة تهدف إلى تعبئة المدخرات المحلية وتشجيع الإستثمارات الأجنبية المباشرة وغير المباشرة، وعماد تلك الإستراتيجية هو التحرير والإصلاح المالي بشكل يضمن تحقيق الكفاءة في حشد الموارد وتخصيصها نحو الإستثمارات مع ضرورة تدفق رأس المال الأجنبي في شكل إستثمارات مباشرة وإستثمارات غير مباشرة.

المطلب الثاني: مفهوم التحرير المالي وتطوره

يجدر بنا قبل ضبط ماهية ومفهوم التحرير المالي أن نعرض أولاً على مفهوم آخر له ارتباط وثيق به ألا وهو التحرير الإقتصادي.

فالتحرير الإقتصادي عادة ما نجده مرادفاً لمصطلح الإصلاح الإقتصادي ويعني تقليل تدخل الدولة في الإقتصاد، وتشجيع القطاع الخاص بمعنى آخر سحب جزئي لاختصاصات الدولة كمسئولة عن إدارة عوامل الإنتاج وتوفير الخدمات للأفراد، فالتحرير الإقتصادي في مضمونه يدل على تلك السياسات التي تمكن من إدارة الإقتصاد الوطني وفق

نظام وآليات السوق ويصبح الدافع وراء النشاط الإقتصادي حافز الربح وليس القرار الإداري⁽¹⁾. وتركز سياسات التحرير الإقتصادي على تقليل وإزالة القيود على التجارة الداخلية والخارجية وتوسيع نشاط القطاع الخاص وإطلاق حرية قوى العرض والطلب في التسعير وجعل السوق المحلية أكثر تنافسية وتبسيط إجراءات التجارة والإستثمار والدفع إلى تبني معايير الجودة طبقاً للمواصفات العالمية⁽²⁾.

الفرع الأول: مفهوم التحرير المالي

يشمل التحرير المالي مجموعة الإجراءات التي تعمل على رفع القيود والعراقيل التي تحول دون حرية نشاط القطاع المالي على المستوى المحلي والدولي، وتدويلها وتوسعت لتشمل العديد من الدول النامية خاصة الدول التي عرفت بالإقتصاديات المتحولة أو الإنتقالية من إقتصاد مخطط إلى

(1) بريش عبد القادر، التحرير المصرفي ومتطلبات تطوير الخدمات المصرفية وزيادة القدرة التنافسية للبنوك الجزائرية، رسالة دكتوراه في العلوم الإقتصادية، فرع نقود و مالية، جامعة الجزائر، 2006، ص 36.

(2) نفس المرجع، ص 37.

التحرير المالي

إقتصاد السوق، والتي كانت تعرف بسياسات الكبح المالي، إذ لا يمكن للتحرير الإقتصادي أن يكتمل إلا بالإهتمام بإصلاح القطاع المالي وتحريره من كافة أوجه الكبح المالي لأداء دوره في النشاط الإقتصادي.

ويشمل التحرير المالي مجموعة من الإجراءات التي تعمل على تطوير الأسواق المالية وتطبيق نظام غير مباشر للرقابة النقدية وإنشاء نظام إشرافي قوي وخصخصة بنوك القطاع العام وتشجيع القطاع الخاص على إنشاء المصارف والسماح للبنوك الأجنبية من الدخول إلى السوق المصرفية المحلية وحرية سعر الفائدة وتحرير أسعار الصرف وحرية دخول وخروج رؤوس الأموال⁽³⁾. وعليه يمكن أن نعرف التحرير المالي من عدة جوانب وهذا حسب إختلاف آراء ووجهات نظر المفكرين الإقتصاديين:

عرف كل من Mc Kinnon et Shaw سنة 1971 سياسة التحرير المالي على اعتبارها حل للخروج من حالة الكبح المالي ووسيلة بسيطة وفعالة لتسريع وتيرة النمو الإقتصادي في الدول النامية⁽⁴⁾. كما يتم تعريفه على أنه مجموعة من الأساليب والإجراءات التي تتخذها الدولة من أجل إلغاء أو التخفيف من درجة القيود المفروضة على النشاط المالي بهدف تعزيز كفاءته وإصلاحه⁽⁵⁾.

وأيضاً يمكن تعريف التحرير المالي على أنه حالة مرور من حالة التقييد إلى حالة من التحرير وهذا يتطلب إزالة عدد معين من القيود أهمها⁽¹⁾:

أولاً: التحديد الإداري لأسعار الفائدة على القروض والودائع.
ثانياً: رقابة إدارية على تخصيص الائتمان لقطاعات معينة (كالقطاع الزراعي والقطاع الحكومي وقطاع الصناعات الصغيرة) مع تقديم قروض لبعض القطاعات بأسعار فائدة تفضيلية .
ثالثاً: فرض ضريبة ضمنية مرتفعة على القطاع المصرفي من خلال المبالغة في تحديد متطلبات مرتفعة للإحتياطي.

رابعاً: إلزام المؤسسات المالية بشراء الأوراق المالية الحكومية وبعائد منخفض.
خامساً: فرض قيود صارمة على حرية الدخول إلى القطاع المالي بصفة عامة وقطاع البنوك بصفة خاصة، وقد يصل مداها إلى الخطر المطلق لدخول المستثمرين الأجانب إلى قطاع الخدمات المالية.

سادساً : فرض قيود صارمة على تحركات رؤوس الأموال الأجنبية سواء كانت تدفقات داخلة أم خارجة وذلك بهدف تعزيز وحماية ترتيبات القطاع المالي المحلي.

(3) حريري عبد الغني، مرجع سابق، ص 36.

(4) بن بوزيان محمد، غربي ناصر صلاح الدين، مرجع سابق، ص 08.

(5) نفس المرجع، ص 08.

عاطف وليم أندراوس، السياسة المالية و أسواق الأوراق المالية خلال فترة التحول إلى إقتصاد السوق، مرجع سابق، ص

(1) ص 195، 196.

التحرير المالي

كما يعرف التحرير المالي بأنه يقضي بالتخلي عن الأدوات المباشرة للسياسة النقدية بما فيها تثبيت أسعار الفائدة وتوجيه القروض إلى قطاعات محددة مما يؤدي إلى التخصيص غير الكفاء للموارد المالية والتأثير السلبي على النمو والاستثمار والدخل⁽²⁾.

الفرع الثاني: تطور التحرير المالي

نستطيع القول أن التحرير المالي بدأ يتبلور منذ بداية السبعينيات وكان أول من أشار إليه كل من الإقتصاديين Mc-Kinnon et Shaw سنة 1973 واللدان اعتبرا التحرير المالي وسيلة لتطوير القطاع المالي والرفع من وتيرة النمو خاصة في الدول السائرة في طريق النمو خاصة بعد سياسات الكبح المالي التي تطبقها هذه الأخيرة والمتمثلة في مجموع القوانين والضوابط والقيود الكمية والنوعية المفروضة⁽³⁾، ولقد شهدت الأسواق المالية والنقدية اتجاهاً متزايداً نحو إلغاء أو تخفيف القيود بما فيها التشريعات واللوائح والمعلومات التي تحد من حريتها وحركتها. وقد بدأت عملية إزالة القيود بعد تأكيد فشلها وعدم فعاليتها في تقييد رأس المال وتحقيق أهداف السياسة النقدية، وتهدف هذه العملية إلى إنهاء

التدخل الحكومي المباشر في النظم المالية والمصرفية والتي تميزت بها فترة ما بعد الحرب العالمية الثانية تلك العملية التي أخذت صوراً عديدة منها تحديد الحد الأقصى لأسعار الفائدة التي يمكن دفعها على الودائع وتلك التي يتم تحصيلها على القروض، تحديد حد أدنى لنسبة رأس المال إلى الأصول، تحديد نسب الاحتياطي القانوني، تحديد أماكن توطن البنوك وتحديد اختصاصها والخدمات التي تسمح بتقديمها⁽¹⁾، ولقد كان الغرض من هذا التدخل الحكومي حماية الموارد المالية للأفراد على أساس تركها دون تدخل قد يؤدي إلى العديد من المخاطر، الأمر الذي يترتب عليه في النهاية خسائر وفقدان الثقة ويؤثر على السلامة المالية.

وقد تفاوت الإتجاه نحو إزالة القيود من دولة إلى أخرى واتخذ عدة أشكال مثل تخفيف القيود والإجراءات المعوقة لحركة تدفق رؤوس الأموال واستثمارها، إلغاء الرقابة على عمليات التمويل الخارجي، إزالة القيود المفروضة على أسعار الفائدة الدائنة والمدينة وتلك المفروضة على العمولات وتسعير الخدمات المصرفية وإلغاء السقوف الائتمانية ورفع القيود على عمليات الصرف الأجنبي، بالإضافة إلى إزالة الحواجز الجغرافية أمام نشاط البنوك والمؤسسات المالية وإلغاء الفوارق بين بنوك الإستثمار والبنوك التجارية. إلغاء القيود التي تحول دون الجمع بين أعمال البنوك والتأمين وزيادة إمكانية التدخل في مجال الصناعة المصرفية وتوسيع نطاق الاختيار

(2) أحمد الطلفاح، التدفقات المالية العالمية وإشكالاتها، من موقع العربي للتخطيط بالكويت: www.arab-api.org، تاريخ الإطلاع 2012/02/18.

(3) بریش عبد القادر، طرشي محمد، مرجع سابق، ص 07.

(1) هبة محمود الطنطاوي الباز، التطورات العالمية وتأثيرها على العمل المصرفي وإستراتيجية البنوك المصرية لمواجهتها، مذكرة ماجستير، كلية التجارة، جامعة عين شمس، مصر، 2002، ص 15.

التحرير المالي

بين المنتجات المصرفية المتاحة أمام الأفراد،
القول أن التحرير المالي قد سار وفق خطتين أساسيتين هما(2):
أولاً: تخفيف قيود الأسعار والكميات

وكانت أهم تدابير التحرير هي تخفيف قيود الصرف في البلدان الصناعية الرئيسية الثلاثة التي أبطت على مثل هذه الضوابط كل من فرنسا، اليابان، بريطانيا، وسمح هذا التخفيف لرعايا هذه الدول على استثمارات بالعملة الأجنبية مما زاد إمكانية الاستبدال بين الأصول المحلية والأجنبية.

ثانياً : تخفيف القيود على أنواع معينة من النشاط المالي

حيث يتم تخفيف القيود على وصول المقترضين الأجانب إلى الأسواق الوطنية وعلى قدرتهم على الاقتراض بالعملة الوطنية مما زاد من تكامل الأسواق المالية المحلية. وشملت تدابير التحرير كذلك تخفيف القيود في إقامة المؤسسات خاصة في الأنشطة المالية وعلى حوافز الأوراق المالية التي يجوز للمؤسسات المالية حيازتها وخاصة من حيث آجال الاستحقاق وأنواع الصكوك وللمساهمين في السوق إصدار صكوك لم يكن مسوح بها من قبل مثل: السندات بسعر عائم في ألمانيا، وشهادات الإيداع في فرنسا

وألمانيا واليابان. والأوراق التجارية في فرنسا وبريطانيا وبحكم القانون مثل اليابان والولايات المتحدة أو بحكم العرف مثل بريطانيا، وخففت اللوائح التي تقيد المنافسة بين البنوك وشركات الأوراق المالية كوسيلة لتشجيع الكفاءة(1).

المطلب الثالث: إجراءات ومتطلبات التحرير المالي

تواجه الدول النامية أثناء فترات التحول والإصلاح الإقتصادي ضعف وهشاشة نظمها المالية وأسواق المال بها، الأمر الذي يتطلب بدوره إصلاحها وتحريرها من أي قيود أو عوائق تحول دون القيام بدور بشكل فاعل وكفء، ويتضمن إصلاح أو تحرير القطاع المالي مجموعة من الإجراءات التي تتخذها الحكومة لإزالة الضوابط على النظام المالي، وتحويل هيكله بشكل يتفق مع النظام الإقتصادي الموجه لإقتصاد السوق وذلك في ظل إطار تشريعي ملائم.

الفرع الأول : إجراءات التحرير المالي

تشتمل سياسات التحرير المالي على مجموعة من الإجراءات يتطلب المرور بها وذلك من خلال تطبيق إجراءات التحرير على المستوى المحلي وإجراءات التحرير على المستوى الخارجي.

أولاً : إجراءات تحرير القطاع المالي الداخلي (المحلي):

ويتضمن تحرير ثلاث متغيرات أساسية:

1- تحرير أسعار الفائدة

(2) ضياء مجيد، البورصات: أسواق رأس المال و أدواتها الأسهم و السندات، مرجع سابق، ص ص72، 73.

(1) حريري عبد الغني، مرجع سابق، ص 38.

التحرير المالي

وذلك عن طريق الحد من الرقابة المتمثلة في تحديد سقف عليا لأسعار الفائدة الدائنة والمدينة وتركها تتحدد في السوق بالإلتقاء بين عارضي الأموال والطلب عليها للإستثمار عن طريق الملائمة بين الإستهلاك والإنفاق الإستثماري وبالتالي زيادة النمو الإقتصادي ولا يمكن أن يحدث هذا ما لم تثبت الأسعار عند حد معين⁽²⁾.

2- تحرير الإئتمان

يتضمن الحد من الرقابة على توجيه الإئتمان نحو قطاعات محددة وكذا وضع سقف إئتمانية عليا على القروض الممنوحة لباقي القطاعات الأخرى، وثانيا إلغاء الإحتياطات الإجبارية المغالي فيها على البنوك والإعتماد على الأدوات غير المباشرة للسياسة النقدية خاصة عمليات السوق المفتوحة للتأثير على العرض النقدي أي استخدام الأدوات الكمية (غير المباشرة) بدلاً من الأدوات النوعية (المباشرة) التي تكون عادة معيقة لإستراتيجية التحرر، إذ يعد استخدام

الأدوات النقدية غير المباشرة جزء مهم من مجموعة أوسع من الإصلاحات لم تشمل تحرير القطاع المالي فقط بل تتناول أيضاً تحرير الإقتصاد الكلي بوجه عام⁽¹⁾.

3- تحرير المنافسة البنكية

وتتضمن إلغاء وإزالة القيود والعراقيل التي تعيق إنشاء البنوك المحلية والأجنبية وكذلك إلغاء كافة القيود المرتبطة باختصاص البنوك والمؤسسات المالية، إعطاء فرصة للبنوك لتحسين أدائها وتسييرها خاصة في ظل المنافسة الشديدة حيث تصبح قادرة على مواجهة طلبات المستثمرين والعمل على جلب أكبر عدد من المدخرين⁽²⁾.

ثانياً : إجراءات التحرير المالي على المستوى الخارجي

تتضمن سياسات التحرير المالي على المستوى الدولي العديد من الإجراءات التي يمكن عرضها كالآتي :

1- إلغاء ضوابط الصرف

وذلك باعتماد سعر صرف متغير يتحدد وفق تغيرات قوى السوق إذ أن سعر صرف العملة المحلية يعكس المستويات الحقيقية لأسعار مختلف الموجودات المحلية⁽³⁾.

2- تحرير الأسواق المالية

يتم بواسطة إزالة القيود والعراقيل المفروضة ضد حيازة وإملاك المستثمر الأجنبي للأوراق المالية للمنشآت والمؤسسات المحلية المسعرة في بورصة القيم المنقولة، وهذا من شأنه أن يعمل على زيادة كفاءة الأسواق المالية وذلك من خلال إلغاء الحواجز أمام انضمام المستثمرين

(2) بريش عبد القادر، مرجع سابق، ص38.

(1) بريش عبد القادر، مرجع سابق، ص38.

(2) حريري عبد الغني، مرجع سابق، ص 66.

(3) نفس المرجع، ص 66.

التحرير المالي

والشركات المساهمة في السوق أو الإنسحاب منها، الأمر الذي يعزز تشجيع شركات المساهمة وإعطائها حرية أوسع في تحديد كيفية إصدار الأوراق المالية والعمل على تحسين البنية الأساسية لتطوير الأسواق المالية مثل إنشاء شبكة للتعامل مع السماسرة والوسطاء في السوق المالية والسماح للشركات الأجنبية الدخول إلى السوق المالية وفسح المجال لها في إصدار الأوراق المالية المختلفة وذلك لتعزيز حالة المنافسة في القطاع المالي، أضف إلى ذلك فسخ المجال أمام شركات أجنبية للوساطة المالية وأمام مضاربيين وأجانب للإنضمام إلى السوق المالية⁽⁴⁾.

3- فتح حساب رأس المال

ويعني ذلك حرية انتقال الأموال من و إلى الإقتصاد وبالتحديد من و إلى الأسواق المالية وهذه الحرية تزيد من إمكانية إمتلاك المحليين للأصول الحقيقية والمالية والنقدية الأجنبية، وتسمح لغير المقيمين بامتلاك الأصول المحلية وتداولها وتعمل على السماح لشركات المساهمة الأجنبية دخول السوق المالية المحلية، وهذا يتضمن إزالة العقبات التي تقف أمام البنوك والمؤسسات المالية الأخرى من الإقتراض من الخارج وإزالة السيطرة على سعر الصرف المطبق على الصفقات المرتبطة بالحساب الجاري وحساب رأس المال، وتقليص الفجوة بين سعر الصرف الإسمي والحقيقي وتحرير تدفقات رأس المال⁽¹⁾، ويشير قدر كبير من البحوث أن التدفقات المالية الدولية تعمل كحافز مهم بالنسبة لتنمية السوق المحلية مثلما ينعكس في كل المقاييس المباشرة لحجم القطاع المصرفي وأسواق أسهم رأس المال في المفاهيم الأوسع لتنمية الأسواق المالية بما في ذلك الإشراف والتنظيم⁽²⁾.

ويشير خبراء صندوق النقد الدولي في هذا الخصوص إلى قضيتين هامتين هما⁽³⁾:

الأولى : أنه من الأفضل البدء في تحرير التدفقات طويلة الأجل قبل التدفقات قصيرة الأجل وتحرير الإستثمار الأجنبي المباشر قبل تحرير استثمار المحافظ المالية أو الإستثمار غير المباشر.
الثانية : إن التحرير الشامل لمعاملات وتحويلات رأس المال لا يعني التخلي عن كل القواعد والنظم المطبقة على معاملات العملة الأجنبية، بل ربما احتاج الأمر إلى تقوية القواعد والنظم التحوطية المتعلقة بتحويلات العملة الأجنبية التي يجريها غير المقيمين.

الفرع الثاني: متطلبات التحرير المالي

لقد أصبح من المعروف أن التحرير المالي يتطلب إعداد حذر، فإنه لكي يتحقق التحرير المالي أو الإصلاح المالي يجب توافر مجموعة من المتطلبات قبل الشروع في إجراءات إزالة القيود على الأسواق المالية والإفتتاح المالي أهمها:

(4) مانويل غينيان، دور إصلاح القطاع المالي في التصحيح الإقتصادي و التصحيح الهيكلي، بحث مقدم إلى ندوة السياسات المالية وأسواق المال العربية، تحرير: د. سعيد النجار، صندوق النقد العربي، أبوظبي، 1994، ص 14.

(1) بريش عبد القادر، مرجع سابق، ص 38.

(2) بريش عبد القادر، طرشي محمد، مرجع سابق، ص 06.

(3) عبد المطلب عبد الحميد، العولمة الاقتصادية: منظماتها، شركاتها، تداعياتها، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2006، ص 51.

التحرير المالي

أولاً: توافر بيئة اقتصادية مستقرة

يتطلب التحرير المالي مناخ مستقر للإقتصاد الكلي حتى تتم الإستفادة الكلية من مزاياه، إن التضخم والعجز الكبير في الموازنة وأسعار الصرف غير المدعومة باقتصاد كلي يمكن أن يكون لها تأثير عكسي على الإندماج مع النظام المالي الدولي، وتعتبر فترة التحول إلى نظام مالي متحرر هامة جداً، وذلك لكون سياسة التحرير أكثر ضرراً وأذى عندما تكون الأسواق المالية غير متطورة أو تكون الثقة في السياسة الجديدة ما زالت ضعيفة وتكون خبرة التعامل مع الإقتصاديات والقطاع المالي محدودة.

1- التحرير المالي يتطلب سياسة نقدية موجهة نحو الإستقرار

إذا كان على المؤسسات المالية أن تدعم دورها في الوساطة المالية بصورة مناسبة فإن ذلك يتطلب مناخ من التضخم المنخفض والمستقر، إذ أن تحرير أسعار الفائدة يتطلب قبل الشروع فيه السيطرة على التضخم، فارتفاع معدلات التضخم قد يفرض على التحرير رفع أسعار الفائدة الإسمية إلى مستويات مرتفعة جداً لتحقيق معدلات حقيقية موجبة، وقد يؤدي ذلك إلى أزمات مالية للأسباب التالية⁽¹⁾:

أ - إن ارتفاع أسعار الفائدة بشكل كبير قد يؤدي إلى زيادة تدفقات رأس المال إلى الداخل، وخصوصاً التدفقات قصيرة الأجل أو ما يسمى بالأموال الساخنة، بشكل كبير قد يفوق الطاقة الإستيعابية للإقتصاد الوطني وقد تؤثر تلك التدفقات على استقراره.

ب - يؤثر ارتفاع أسعار الفائدة إلى مستويات عالية بالسلب على سوق الأوراق المالية، إذ يعني ذلك ارتفاع علاوة المخاطر الخاصة بأسعار الفائدة، ومن شأن ذلك أن يرفع من معدلات العائد المطلوبة على الأوراق المالية ومن ثم يخفض من قيمها، ومؤدى ذلك ارتفاع تكلفة التمويل بالنسبة للشركات، الأمر الذي قد يؤثر سلباً على الإستثمار.

ج - قد تفسر أسعار الفائدة المرتفعة جداً فوق معدلات التضخم المعلنة على أنها إشارة إلى أن معظم العناصر الإقتصادية تتوقع استمرار التضخم ومن ثم فشل برنامج الإصلاح المالي، فإذا أمكن لعدد كاف من الشركات الإقتراض بمعدلات كبيرة بأسعار فائدة إسمية مرتفعة جداً فسوف يصبح احتفاظ الحكومة بمعدل تضخم مرتفع مستقبلاً أمراً أكثر احتمالاً، ومن شأن ذلك أن يدعم التوقعات الخاصة بعدم هبوط التضخم، وأفضل ضمان لذلك يكون من خلال سياسة نقدية يمكن التنبؤ بها مع كونها موجهة نحو الثبات والإستقرار.

2- السياسة المالية السليمة وأسعار الصرف تدعم الاستقرار المالي

(1) عاطف وليم اندراوس. السياسة المالية وأسواق الأوراق المالية خلال فترة التحول إلى اقتصاد السوق، مرجع سابق، ص

التحرير المالي

تعتبر السياسة المالية هامة بالنسبة للسياسة النقدية المستقرة وكذلك لدعم الاستقرار المالي حيث أن العجز المالي في الموازنات العامة لكثير من الدول النامية هو أحد مصادر التضخم، إذ أن العجز المالي المتزايد يسهم في تزايد معدلات التضخم من خلال تعميق الفجوة بين الطلب الكلي والعرض الكلي (فائض الطلب)، كما أن تمويل العجز باستخدام موارد غير حقيقية كالإصدار النقدي من شأنه أن يساعد في رفع معدلات التضخم⁽²⁾.

ويقضي تقليص عجز الموازنة ترشيد الإنفاق العام والتخلي عن ملكية الدولة للمشروعات وإصلاح النظم الضريبية بهدف تحسين كفاءة تحصيل الضرائب مع العمل على توسيع القواعد الضريبية في ظل أسعار ضريبية معتدلة كبديل للأسعار المرتفعة التي أدت إلى تزايد التهرب الضريبي وتراجع الحصيلة الضريبية⁽¹⁾.

غير أن السيطرة على التضخم تتطلب بدورها القضاء على مصادره، حيث أن العجز الكبير في الميزانية يدفع معدلات الفائدة الحقيقية إلى الإرتفاع ويجتذب الإستثمار الخاص من السوق المالي، لأن معدلات الفائدة المرتفعة تجتذب التدفقات النقدية وتضغط على سعر الصرف وهذا بدوره يؤثر على التنافس بين المنتجين ويضغط على النشاط والنمو الإقتصادي، وترتفع إغراءات خفض أسعار الفائدة في المدى القصير لتمويل العجز عن طريق توسيع الإئتمان⁽²⁾.

كما تعتبر سياسة أسعار الصرف هامة أيضاً للحفاظ على الإستقرار المالي وبالتالي نجاح التحرير المالي، وأحياناً يتم إستخدام سعر صرف ثابت كركيزة لإستقرار الإقتصاد الكلي ويهدف إلى زيادة مصداقية السياسة المحلية ويخفض توقعات التضخم، لذلك يجب إستخدام سياسة نقدية محكمة لتجنب التضخم وأسعار الصرف المغالى فيها، فإذا حدث تراخي في السياسة النقدية المتبعة ونتج عن ذلك زيادة في التضخم مع انخفاض التنافس الدولي بين المنتجين فإن ذلك يتسبب في مشكلات عديدة من الجانب الخارجي فالتقييم المغالى فيه لسعر الصرف يضعف قطاع التصدير مما يضعف النمو وهذا بدوره يضغط على ميزانية الشركات وبصورة غير مباشرة على القطاع المالي. وكذلك فإن التقييم غير السليم يزيد من تكاليف الدين الخارجي وترتفع قيمة الالتزامات في مقابل العملة المحلية كما أن عدم قدرة البنوك بالتغطية والإحتياط لمواجهة الإلتزامات المستقبلية لأسعار الصرف بإعتبار بقائه مستقراً فإنها سوف تتحمل خسائر كبيرة⁽³⁾.

ولكن السياسة المرنة لسعر الفائدة تساعد على تجنب بعض هذه المشكلات لكنها مكلفة أيضاً، ويمكن لسعر الفائدة القابل للتقلب أن يدعم الثقة في السياسة المحلية واستقرار الأسعار، ومع ذلك

(2) نفس المرجع، ص 200.

(1) عاطف وليم اندراوس. السياسة المالية وأسواق الأوراق المالية خلال فترة التحول إلى اقتصاد السوق، مرجع سابق، ص 200.

(2) طارق عبد العال حماد، التطورات العالمية وانعكاساتها على أعمال البنوك، الدار الجامعية، مصر، 2003، ص43.

(3) نفس المرجع، ص ص 44، 43.

ليس هناك وصفة عالمية لأفضل سياسات سعر الصرف في ظل التحرر المالي وهي تعتمد بصفة عامة على ظروف كل بلد على حدا.

3- توافر قطاع مالي كفؤ ومستقر

لتحقيق هذا البند لا بد من وجود إصلاحات هيكلية تعمل على بناء قطاع مالي كفؤ ومستقر ويمكن أن نحددها في ثلاث مجالات مهمة(1):

أ - منع استخدام النظام المالي لتحقيق أهداف لا تتعلق بالسياسة الموضوعية، فإذا اعتمدت الحكومة على تدخلات مالية غير مناسبة هذا سوف يثقل كاهل النظام المالي بتكاليف كان يجب أن تتحملها الموازنة العامة، ومن أمثلة تلك السياسات التي تتبعها الحكومة هي توجيه الإئتمان وفقاً لأولويات معينة سواء لأفراد أو شركات، وهذا يشتمل على ما يسمى " الإقراض السياسي " للعامة أو المشروعات الخاصة أو الأفراد، وربما يتم استمالة البنوك للتظاهر بوضع معدلات فائدة منخفضة لمثل هذه الإئتمانات.

ب- يمكن أن تلعب الحكومة دوراً هاماً لإعداد مؤسسات مالية تعمل في مناخ تنافسي متزايد وفي إيجاد مساحات من المناورة تتحرك فيها المؤسسات لخدمة الجمهور.

ج - يمكن أن تساهم الحكومة في توسيع وتعميق الأسواق المالية، ويمكن أن يلعب التحرير المالي دوراً مسانداً لهذه الإصلاحات الهيكلية من خلال الإلتزام المسبق بالسوق المفتوح.

ثانياً : توافر نظام قانوني وإشرافي مناسب

تتمثل فيما يلي:

1 - توافر بنية مؤسسية وتنظيمية وقانونية ملائمة

يفضل قبل الشروع في إزالة القيود على الأسواق المالية توافر بنية مؤسسية وتنظيمية وقانونية ملائمة، إذ أن عدم مراعاة ذلك قد يؤدي إلى أزمات مالية خطيرة، الأمر الذي يؤدي إلى انخفاض مستويات العمق المالي المفترض ارتفاعها في ظل التحرير المالي، فمن الضروري توافر هيكل قانوني يحفظ حقوق الملكية، ونظام قضائي يتسم بالكفاءة يفصل بعدالة وسرعة في الدعاوى على أن يقترن ذلك بألية فعالة لتنفيذ الأحكام(2).

ويمكن الإشارة إلى الدور الذي يلعبه النظام الضريبي الفعال المتطور للأطراف المتعاملة في الأسواق المالية، فإذا كانت السلطات الضريبية تراقب درجة الثقة في المعلومات الواردة في الميزانية العمومية المقدمة من الأفراد والشركات لتجنب التهرب الضريبي وتحصيل الضرائب المستحقة وفقاً للأسس والقواعد الضريبية المعمول بها، فإن تدقيق تلك المعلومات لن يوفر

(1) طارق عبد العال حماد، مرجع سابق، ص 45، 46.

(2) عاطف وليم اندراوس. السياسة المالية وأسواق الأوراق المالية خلال فترة التحول إلى اقتصاد السوق، مرجع سابق ، ص

التحرير المالي

مصادقيتها فقط بالنسبة للحكومة بل أيضا بالنسبة للأطراف المتعاملة في أسواق رأس المال، وتزيد أهمية تلك

المصادقية في أسواق الأسهم والسندات عنها بالنسبة للجهاز المصرفي، إذ يمكن في الجهاز المصرفي إخفاء المعلومات عن السلطات لأنها تقتصر فقط على طرفي المعاملة (المقرض والمقترض)، بينما يتعذر تحقيق ذلك في سوق الأوراق المالية لضخامة عدد المستثمرين فيها، فإذا أمكن تحقيق تلك الرقابة فقد يسهم ذلك في تنمية الأسواق المالية، في حين تمثل كل من ضعف الرقابة وانخفاض درجات الإذعان الضريبي عقبات قد تحول دون تنمية الأسواق المالية.

ولا شك أن توافر بنية تحتية قانونية وإدارية من شأنه أن يعمل على توسيع نطاق التبادل في سوق الأوراق المالية، ويمكن الشركات من الحصول على تمويل مستقر طويل الأجل من خلال سوق الأوراق المالية، في حين أنه في ظل وجود بنية تحتية تنظيمية وقانونية متدهورة فإن المعاملات المالية تميل لأن تتجه إلى الأدوات التي تتسم ببساطة إجراءات الإلزام كالديون المضمونة بأصول الشركة، وقد يقل الاعتماد على الأدوات طويلة الأجل في سوق الأوراق المالية ومن ثم يتزايد الاعتماد على القطاع المصرفي لأنه يتمتع بميزة نسبية في جمع المعلومات عن المقترضين المحتملين ومن ثم ميزة الرقابة عليهم⁽¹⁾.

2 - التنظيم والإشراف المناسب على المؤسسات المالية

لكي نقوي استقرار القطاع المالي فإنه يجب أن نعلم جيدا أن كل مؤسسة مالية تقوم بالوساطة تمر بمخاطر تحتاج إلى تنظيم وإشراف جدي، وأن التنظيم والإشراف الجدي هام بالنسبة للبنوك لأن فشل أحد المؤسسات المالية يمكن أن يؤدي إلى أزمة في السوق كله نتيجة لفقدان الثقة في البنوك مما يؤدي إلى سحب ما فيها من أموال المودعين والمقترضين، وهذا بدوره يمكن أن يزعزع استقرار الإقتصاديات الكلية والنشاط الإقتصادي.

وقد أصبح الإشراف والتنظيم الجدي ضرورة في الأسواق المالية المفتوحة، وذلك لأن الإ اعتماد المشترك للإقتصاديات الكلية والإستقرار المالي يزداد في المناخ المتحرر، ومع التحرير المالي فإن الإشراف الفعال يساعد على تحسين توجيه المؤسسات المالية ويحدد المشكلات في مرحلة مبكرة، وهذا يسمح بالمزيد من الوقت لإتخاذ تدابير إصلاحية وبذلك يحد من احتمالية ودرجة الصعوبات التي تواجه القطاع المالي⁽²⁾.

ثالثاً: التدرج في تطبيق برامج التحرير المالي

هناك منهجان للتحرير المالي أحدهما مباشر وفيه يتم تحرير القطاع المالي الداخلي والقطاع المالي الخارجي في آن واحد وتتم كافة إجراءات التحرير في وقت واحد، والآخر مرحلي يتم فيه التحرير بشكل تدريجي.

(1) عاطف وليم اندراوس. السياسة المالية وأسواق الأوراق المالية خلال فترة التحول إلى اقتصاد السوق، مرجع سابق، ص ص

201، 202.

(2) طارق عبد العال حماد، مرجع سابق ص 47، 48.

1- النهج المباشر للتحرير المالي

ينطوي هذا النهج على التطبيق الآني لكافة خطوات التحرير المالي مع تجاهل إعتبارات التسلسل والتدرج وهذا يؤدي إلى حدوث مشاكل مالية وإقتصادية في الدول التي سلكت هذا المنهج، وتشير تجارب كل من الأرجنتين ولأورجواي للتحرير الشامل أن كلتا الدولتين قامتا بتحرير القطاعين المالي الداخلي والخارجي في آن واحد وأن جميع خطوات التحرير من إزالة القيود على سعر الفائدة وتخصيص الائتمان وعلى حرية الدخول إلى القطاع المصرفي والمالي وعلى سوق رأس المال بالإضافة إلى قابلية العملة للتحويل الكامل قد تمت في آن واحد، وقد أدت تلك الخطوات في البداية إلى تزايد درجة العمق المالي، ومارست نوع من التساهل نتيجة للآثار الإيجابية على الإستثمار الكلي والأداء الإقتصادي الكلي، إلا أن تلك السياسات أسهمت بعد ذلك في زيادة المخاطر المتضمنة وأدخلت إقتصاديات تلك الدول في دائرة من الأزمات المالية أهمها⁽¹⁾ :

أ - واجهت كل من الأرجنتين ولأورجواي مشكلة الدولار المتزايدة لأصول وخصوم الجهاز المصرفي نتيجة لتحرير القطاع المالي الخارجي، الأمر الذي عرض كل من البنوك والشركات المقترضة لمخاطر تخفيض العملة الوطنية.

ب - أدى التحرير المالي في الأرجنتين إلى زيادة نسب الرفع المالي للشركات حيث تزايدت المديونيات قصيرة الأجل لتلك الشركات.

ج - تأثرت الأرجنتين على وجه الخصوص بالأزمة المكسيكية عام 1995 حيث أدت إلى تزايد كبير في التدفقات الرأسمالية الخارجية.

د - وفي تركيا أدى التحرير المالي غير التدريجي إلى تقلبات شديدة في كل من سوق رأس المال وأسعار الصرف، كما تعرض كل من القطاعين المالي والحقيقي لمخاطر منتظمة كبيرة.

2 - النهج التدريجي للتحرير المالي

ومن أمثلة تجارب التحرير المالي التدريجي تجربة الهند التي اتخذت نهجا تدريجيا في التحرير المالي عام 1991، وقامت بتحرير القطاع المالي الداخلي بشكل تدريجي قبل القطاع المالي الخارجي، الأمر الذي مكنها من تجنب العديد من الأزمات المالية والإقتصادية وأدى ذلك إلى زيادة مستوى العمق المالي بها.

المطلب الرابع: إيجابيات وسلبيات التحرير المالي

(1) عاطف وليم اندراوس. السياسة المالية وأسواق الأوراق المالية خلال فترة التحول إلى اقتصاد السوق ، مرجع سابق، ص

التحرير المالي

على الرغم من أنه ليس هناك إجماع بين الإقتصاديين على آثار التحرير المالي ومنافعه بالنسبة للإقتصاد العالمي والدول بشكل انفرادي، فهناك من أثبت جدواها في تدعيم الإستقرار الإقتصادي بين الدول أو في نقلها من مستوى تنموي معين إلى آخر أعلى، ويمكن التمييز بين إيجابيات وسلبيات التحرير المالي في العناصر الآتية :

الفرع الأول: إيجابيات التحرير المالي

هناك العديد من الإيجابيات انجرت عن تطبيق سياسة التحرير المالي ، نذكرها فيما يلي :

أولا : ترشيد القرار التمويلي

يتيح التحرير المالي فرصا كبيرة ومتنوعة من المعاملات المالية، ذلك أنها توفر خيارات وبدائل يمكن المفاضلة فيما بينها من أجل ترشيد القرار التمويلي كونه يتيح التعامل مع أسواق متنوعة وواسعة النطاق تحقق مزايا كبيرة لطالبي التمويل⁽¹⁾.

ثانيا: سهولة الوصول إلى مصادر التمويل

إن التحرير المالي يسمح للدول بالوصول إلى الأسواق المالية بسهولة والحصول على الأموال لسد فجوة الموارد المحلية، حيث أدى التدفق المالي الناتج من الأسواق المالية ولغاية حدوث الأزمة الآسيوية (1997) بتعويض نقص الإدخار المحلي والذي يقارب فيها المعدل المحلي للإدخار 30 %⁽²⁾.

ثالثا: تخفيض المديونية

وتخص البلدان المدينة إذ تسمح حركة الإستثمار الأجنبي المباشر بالتنوع وتوزيع أفضل للمخاطر من خلال الإبتعاد عن التمويل بالقروض المصرفية والتجارية وبالتالي الحد من المديونية وأعبائها كون تلك المصادر غير منشأة للديون.

رابعا: نقل التكنولوجيا المتنوعة

يسمح الإستثمار الأجنبي المباشر بإعتباره إحدى مجالات التحرير المالي على نقل التكنولوجيا وبأساليب مختلفة وإكساب الأيدي العاملة المهارات والخبرات والفنون الإدارية وخصوصا في مجال استحداث خدمات مالية ومصرفية حديثة سواء ما يخص نظام المدفوعات أو إستخدام النقود الإلكترونية لتساهم جميعها في عمليات التمويل وتسوية المدفوعات⁽³⁾.

خامسا: الوصول إلى أسعار فائدة حقيقية

إن آليات النفاذ إلى التحرير المالي تؤدي إلى الوصول إلى أسعار فائدة حقيقية وهذا ما يشجع الإدخارات ويوجه مسارها من السوق المالية غير الرسمية إلى السوق الرسمية كما تشجع تلك الفائدة المقترضين على الإستثمار في النشاط الإنتاجي والصناعي في حين تؤدي إجراءات تحرير وتحديث النظام المالي المصحوب ببرنامج واسع للخصخصة إلى خلق بيئة مواتية لنشاط القطاع

(1) حسن كريم حمزة ، مرجع سابق، ص 60 .

(2) نفس المرجع ، ص 60 .

(3) سرمد جميل كوكب، الاتجاهات الحديثة في مالية الأعمال الدولية، دار حامد، بغداد ، 2001، ص ص 62،63.

التحرير المالي

الخاص ، وكل ذلك يستقطب رؤوس أموال أجنبية من المقيمين المحليين في الخارج وقد تساهم في الحد من هروب رؤوس الأموال المحلية⁽¹⁾.

سادسا: خفض أسعار الفائدة محليا

قد يسمح التحرير المالي بزيادة تدفق رؤوس الأموال وهذا يؤدي إلى خفض أسعار الفائدة محليا، مما يشجع المستثمرين على الاقتراض المحلي ورفع مستويات الاستثمار وفتح مشاريع جديدة وينعكس كل ذلك على زيادة معدل النمو الاقتصادي.

سابعا: توزيع الأصول وتقليل المخاطر

قد يسمح التحرير المالي بتوزيع الأصول الدولية، فالحصول على حافظة متنوعة من السندات تعد أفضل إستراتيجية للحصول على مردود أعلى مع أقل مخاطرة محتملة، يضاف إلى ذلك فإن تنوع الأصول وإختلاف الموارد المالية العالمية تشكل قفزة نوعية في مجال العمل المصرفي العالمي، وكان له أثره الإيجابي بحيث أدى إلى المنافسة بين الدول والمؤسسات المصرفية العالمية المختلفة، وكل ذلك شجع على تطوير النظام المصرفي وبشكل متسارع وتوسيع الشبكة المصرفية العالمية وسرعة المبادلات المالية والتجارية⁽²⁾.

الفرع الثاني: سلبيات التحرير المالي

يرى معارضي التحرير المالي أن هذا الأخير له سلبيات كثيرة على الإقتصاد المحلي والعالمي وهي :

أولا: مخاطر تقلبات الرساميل قصيرة الأجل

أي الاختلالات الناجمة عن تدفقات رأس المال المتجه نحو الاستثمارات في الحافظة المالية والذي يتصف بقصر أجله وضخامة حركته وتحقيقه الربح السريع، ويحمل درجة تقلب عالية مؤديا إلى كثير من المشاكل وخصوصا المتعلقة بـ (سعر الصرف، أسعار الأصول، الاستهلاك، ...)⁽³⁾.

ثانيا: مخاطر سهولة إنتقال الأزمة

حيث يؤاخذ على العولمة المالية سرعة انتشار الأزمة بين المؤسسات المالية حين وقوعها لأنها تجعل من تلك الأسواق في تبادل وتكامل وتمائل حر.

ثالثا: مخاطر هروب الأموال الوطنية

ويعني إستخدام جزء هام من المدخرات المحلية خارج حدودها وبأشكال إستثمارية مختلفة (الإستثمار في العقارات، الإيداعات في البنوك الخارجية،...)! وعلى الرغم من أن تلك الظاهرة ليست بالحديثة ولكنها تكاثرت في ظل التحرير المالي فمثلا أن الأموال الهاربة للخارج مثلت في بعض الدول مثل فنزويلا 100% إضافة إلى دول أخرى تمثل فيها الأموال الوطنية المستثمرة في

(1) حسن كريم حمزة، مرجع سابق، ص 61 .

(2) نفس المرجع، ص 62 .

(3) رمزي زكي، العولمة المالية، دار المستقبل العربي، القاهرة، 1999، ص 119.

التحرير المالي

الخارج بنسب تتراوح بين 50%-90% من إجمالي ديونها الخارجية وكذلك تقدر أموال الدول الخليجية المستثمرة بالخارج 800 مليار دولار⁽¹⁾.

رابعاً: مخاطر تراكم الأموال

أدت عولمة المال إلى زيادة واضحة في تراكم رأس المال في دول متقدمة أو لدى مؤسسات مالية أو لدى أفرادٍ معينين، أما الدول الفقيرة والتي تتميز بضعف الفعالية الاقتصادية شهدت هجرة في أموالها، فالإستثمار الأجنبي المباشر يتجه معظمه إلى الدول المتقدمة، في حين اتجهت نحو البلدان النامية مثلاً عام 2002 حوالي 23% من الإستثمار الأجنبي المباشر العالمي، فضلاً عن التوزيع غير المتكافئ داخل تلك الدول نفسها⁽²⁾.

خامساً: مخاطر عولمة المديونية

لقد عمدت البنوك الغربية وبالتعاون مع بيوت السمسرة المختصة إلى تحويل الديون الخارجية للبلدان النامية إلى أوراق مالية تتداول في الأسواق المالية العالمية شأنها في ذلك شأن أية أداة مالية أخرى وأن هذا سيعرض تلك الدول إلى حالة عدم التأكد من ديونها نتيجة التقلبات التي تحدث في الأسواق المالية وقد يعرضها ذلك إلى ارتفاع مديونيتها⁽³⁾.

سادساً: مخاطر غسيل الأموال

إن عولمة الإتصالات والتحرير المالي وتنوع الأدوات المالية وشبكات الصراف الآلي بإعتبارها من تقنيات التعامل عن بعد وكذلك إستخدام النقود الإلكترونية والبنوك الإلكترونية كل ذلك لا يسمح بتعقيب مصادر الأموال لأنها

أصبحت تحمل أرقام سرية ومشفرة بإمكانها المرور بعدد من الإجراءات قبل أن تدخل الدورة الإقتصادية لبلد ما

وكلها عوامل ساعدت على توسيع أنشطة إقتصادية غير مشروعة والتي تمارس تحت ما سمي الإقتصاد الخفي أي غسيل الأموال، والتي كانت وما تزال ظاهرة عولمية تهدد النمو والإستقرار الإقتصادي من خلال إنعكاساتها على مجمل النشاطات الإقتصادية والإجتماعية، وغسيل الأموال ما هي إلا عملية للمتحصلات الناجمة عن الأنشطة غير المشروعة لإخفاء مصدرها الأصلي وتمكنهم من إبعاد نظر الأجهزة المختصة عن مصادرهما والقائمين عليها⁽¹⁾.

(1) حسن كريم حمزة، مرجع سابق، ص 63.

(2) نفس المرجع ص 64.

(3) نفس المرجع ص 64.

(1) حسن كريم حمزة، مرجع سابق، ص 64.

المبحث الثاني: الإطار المفاهيمي لسعر الفائدة

يعتبر سعر الفائدة من المتغيرات الاقتصادية الهامة التي تميز أي كيان اقتصادي نظرًا لتوسع مجالات استخدامه من طرف العديد من الجهات كالأسواق المالية والأسواق النقدية، حيث تمثل سياسات سعر الفائدة أهمية بالغة في مجال الوسائل المستخدمة في تصحيح المجال الاقتصادي بالدول المختلفة، وتعتبر دائمًا متغير محوري في بناء وعرض النظريات النقدية المختلفة على مراحل تطورها، كما أن سعر الفائدة هو الأساس الذي تم عليه بناء فكرة النظام المصرفي. وقد قمنا من خلال هذا المبحث بمعالجة ماهية سعر الفائدة بالتطرق إلى تعريفها، أنواعها، أهميتها ووظائفها، بالإضافة إلى تبيين المبررات التي أدت إلى التعامل بسعر الفائدة ومؤثراته الداخلية منها أو الخارجية، والفوائد التي يقدمها الإقتصاد والمجتمع ككل.

المطلب الأول: مفهوم سعر الفائدة

يعد موضوع سعر الفائدة نقطة اختلاف بين الإقتصاديين ومحل جدل في علم الإقتصاد حيث أصبح متغير اقتصادي لا يتصور وجود نشاط بدونه مع تباين في تحديد مفهومه وتباين الأنواع التي يشتمل عليها هذا المتغير.

الفرع الأول: تعرف سعر الفائدة

سنحاول إعطاء مختلف التعاريف التي تم تقديمها لسعر الفائدة:

أولاً: تعريف سعر الفائدة حسب الفكر الكلاسيكي

التحرير المالي

اعتبر أصحاب هذه النظرية أن الفائدة هو " الثمن الذي يدفع لإستخدام رأس المال في أية سوق ويميل إلى مستوى التوازن بحيث أن الطلب على رأس المال في هذه السوق عند سيادة هذا السعر يصبح معادلاً للكمية المعروضة"⁽¹⁾

ثانياً: تعريف سعر الفائدة حسب النظرية الكينزية

حسب نظرة كينز فإن سعر الفائدة هو " الثمن الذي يوازن بين الرغبة في الإحتفاظ بالثروة في شكل نقود مع الكمية المتاحة من النقود، حيث ربط تفضيل الأفراد للإحتفاظ بثروة على شكل سائل (تفضيل السيولة) بسعر الفائدة"⁽²⁾.

ثالثاً: تعريف سعر الفائدة حسب النظرية المعاصرة

قد فرق ميلتون فريدمان بين نوعين من أسعار الفائدة أحدهما عام والآخر متعلق بالنقود.

- سعر الفائدة العام

هو عبارة عن "متوسط سعر الفائدة لكل من السندات والأسهم بالإضافة إلى ما يقابل الثروة البشرية والبضائع المادية"⁽¹⁾، ومن ذلك يمكن التعبير عن قيمة سعر الفائدة العام بأنه⁽²⁾:

$$\text{سعر الفائدة العام} = \text{متوسط سعر الفائدة على للسندات و الأسهم} + \text{سعر الفائدة لقوى العمل البشرية المادية}$$

2- تعريف سعر الفائدة للنقود

هو " نسبة العائد المتوقع للنقود"، ويمكن حسابه كالاتي⁽³⁾:

$$\text{سعر فائدة النقود} = \text{سعر الفائدة الحقيقي للنقود} + \text{النسبة المئوية للتغير في الأثمان}$$

رابعا: تعريف سعر الفائدة حسب الفكر الإسلامي

عرف الفكر الإسلامي سعر الفائدة على أساس الربا ويمكن تعريفه على أنه:
"الزيادة في رأس المال نظير تأخير أجل سداد الدين، أو زيادة جنس على جنسه في البيع لأجل أو لغير أجل، أو زيادة جنس على غير جنسه في البيع لأجل"⁽⁴⁾.
وقد قسم الفقهاء الربا إلى قسمين⁽⁵⁾:

(1) أحمد فريد مصطفى، سهير محمد السيد حسن، النقود والتوازن الإقتصادي، مؤسسة الشباب الجامعي، الإسكندرية، 2000، ص126.

(2) فيصل محمد فكري أحمد، سعر الفائدة كأداة من أدوات السياسة الإقتصادية، مطابع الطوابجي التجاري، دون بلد نشر، 1993، ص293.

(1) فيصل محمد فكري أحمد، مرجع سابق، ص 297.

(2) إبراهيم علي إبراهيم عبد ربه، رياضيات التمويل الإستثمار، كلية التجارة، الإسكندرية، 2001، ص 06.

(3) فيصل محمد فكري أحمد، مرجع سابق، ص 297.

(4) عبد الحميد الغزالي، الأرباح والفوائد المصرفية بين التحليل الإقتصادي والحكم الشرعي، المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب، 1994، ص21.

(5) نفس المرجع، صص 13، 15.

التحرير المالي

1- ربا النسيئة

هو الزيادة في الدين في مقابل الأجل، وذلك بأن يقول المدين للدائن إذا حان أجل السداد: أخرنى وأزيدك، أو يقول صاحب الدين: إما أن تقضييني ديني، وإما أن تزيد على رأس المال الذي اقترضته مني، أو يقول له عند إقراضه: لا أقرضك حتى تزيدني على ما تأخذ مني.

2- ربا الفضل

هو مبادلة الجنس بجنسه مع الزيادة متقابضين في المجلس أو غير متقابضين، يعني سواء كان معجلا أو مؤجلا مادام فيه الزيادة، كبيع التمر بالتمر صاعا بصاعين أو أكثر، وكبيع القمح كيلة بكيلتين مثلا أو أكثر.

ومن خلال ما سبق يمكن إستنتاج تعريف شامل لسعر الفائدة:

يعتبر سعر الفائدة بمثابة المقابل الذي يدفعه المستثمر إلى المقرض، نتيجة لإستخدامه أو حيازته لأمواله، في حين يعتبر الدخل الذي يحصل عليه صاحب المال من المستثمر مقابل إستثماره أو حيازته لأمواله.

الفرع الثاني: أنواع سعر الفائدة

يخضع سعر الفائدة للعديد من التحليلات التي تؤثر على تحديد أنواعه ويمكن تقسيمها إلى عدة أنواع تختلف، باختلاف محتواه والدوافع والمبررات حول إستخدامه.

أولاً: التقسيم الأول

ويندرج ضمنه ما يلي:

1- سعر الفائدة المتغير

وهو سعر فائدة محدد مسبقا وقابل للتغيير نتيجة الظروف المالية التي تطرأ، وينقسم بدوره إلى:

أ- سعر الفائدة المتغير المحدد مسبقا

ونعني به المعدل المقدر مسبقا وفي مجال منتظم وذلك تبعا لدورية محددة، ويتميز هذا النوع بخاصية تتمثل في قابليته للتغيير عن المرجع المختار مسبقا، وذلك حسب الإتفاق بين الطرفين حول إذا ما كانت التطورات مالية فالمعدل سيكون معرض للزيادة أو الإنخفاض عن ما تم تحديده عند إبرام العقد⁽¹⁾.

مثلا عندما يتفق طرفين على تحديد معدل الفائدة قدره 9% إلى 11% فهنا لا يستطيع أي طرف أن يرفض أو يحتج وذلك لأن أساس العقد القائم بينهما يفرض تغيير المعدل وذلك تبعا لتغيير الظروف المالية المحيطة⁽²⁾.

أ- سعر الفائدة المتغير المحدد لاحقا

يتميز هذا النوع بخاصية عدم تحديده إلا بعد إنتهاء الفترة المتفق عليها فمثلا المعدل المتوسط الشهري بالنسبة لشهر جانفي والذي بدوره يعب عن معدلات الفائدة لأيام الشهر حيث لا يمكن

(1) عبد الحميد الغزالي، مرجع سابق، ص16.

(2) فيصل محمد فكري أحمد، مرجع سابق، ص315.

تحديده إلا بعد إنقضاء مدة شهر كامل أي لا يكون هناك إتفاق مسبق بين الطرفين حول المعدل الابتدائي وإنما يكون الإتفاق حول تحديد المعدل بعد إنقضاء المدة وذلك بعد إحتساب متوسط معدل الفترات المكونة لتلك المدة⁽³⁾.

2- سعر الفائدة الثابت

وهو سعر الفائدة المحدود والثابت من البداية ولا يكون قابلاً للتغيير، وبالتالي فالدائن والمدين يكونان على علم مسبق عن الرصيد الإجمالي بعد إنقضاء المدة المتفق عليها ويعتبر هذا النوع أكثر الأنواع إستعمالاً.

فمثلاً عندما يتفق طرفان مع معدل 8% وذلك لمدة معينة ومهما كانت الظروف المالية المحيطة فإن سعر الفائدة يبقى ثابت إلى غاية إنقضاء المدة وينقسم بدوره إلى⁽¹⁾:

أ- القيمة المكتسبة

إن القيمة المكتسبة لأي مبلغ نقدي مودع في أحد البنوك أو مستثمر في أحد المشروعات أو مقرض للخير عبارة عن قيمة ما يؤول إليها هذا المبلغ بعد فترة زمنية معينة وذلك بعد إضافة جميع الفوائد أي أن الجملة عبارة عن أصل المبلغ مضاف إليه مجموع الفوائد. مثلاً: أودع شخص في CNEP مبلغ قدره 1000 مدة 8 سنوات وذلك بمعدل فائدة قدرها 7.5% وهنا تكون القيمة المكتسبة:

$12000 (0,075+1)^8 = 21401,733$ وهي القيمة التي يحصل عليها الشخص المودع بعد 8 سنوات.

ب- القيمة الحالية

إذا كانت القيمة المكتسبة هي ما يؤول إليه المبلغ المودع بعد إنقضاء مدة الإيداع فإن القيمة الحالية لهذا المبلغ عبارة عن المبلغ الحالي دون فوائد، وبالتالي فهي عملية عكسية للتوظيف.

ثانياً: التقسيم الثاني

ويندرج ضمنه ما يلي:

1- سعر الفائدة الإسمي

وهو الذي يتم حسابه دون أخذ آثار التضخم في عملية الحساب، أي لا يأخذ بعين الإعتبار معدل التضخم عند تحديد قيمة أو معدل سعر الفائدة الإسمي، إذا فهو يعتبر خارج الظروف الإقتصادية حيث يحدده البنك المركزي في البلد⁽²⁾.

2- سعر الفائدة الحقيقي

(3) إبراهيم علي إبراهيم عبد ربه، مرجع سابق، ص ص 08،09.

(1) إبراهيم علي إبراهيم عبد ربه، مرجع سابق، ص 09.

(2) مصطفى رشدي شبيحة، مرجع سابق، ص 125.

وهو عبارة عن سعر الفائدة الإسمي الذي يتم تعديله بالنسبة للتغيرات التي تطرأ على المستوى العام للأسعار أي هو

عبارة عن السعر الإسمي منقوص منه معدل التضخم.

ويمكن حساب سعر الفائدة الحقيقي وفقاً لمعادلة فيشر كما يلي⁽¹⁾:

$$ف = ف + \Delta \text{ ث.}$$

وبإعادة صياغة هذه المعادلة بالنسبة لسعر الفائدة الحقيقي (ف ح) نحصل على:

$$ف ح = ف - \Delta \text{ ث.}$$

حيث:

ف: سعر الفائدة الإسمي.

ف ح: سعر الفائدة الحقيقي.

Δ ث: معدل التضخم.

ومنه فإن لمعدل التضخم علاقة وطيدة بسعر الفائدة الحقيقي وذلك في حالة ارتفاعه أو انخفاضه.

ثالثاً: التقسيم الثالث

ويتدرج ضمنه ما يلي:

1- سعر الفائدة البسيطة

وهو الذي يحسب مع مبلغ الدين الأصلي فقط لكل وحدة من وحدات الدين، ويُستخدم في حالات القروض والإستثمارات قصيرة الأجل والتي تحدد مدتها بالأيام والشهور⁽²⁾.

2- سعر الفائدة المركبة

نقول عن مبلغ ما بأنه يدخر بسعر فائدة مركبة إذا أضيفت الفائدة البسيطة المحل في نهاية الدور الأول إلى أصل المبلغ لحساب فائدة الدور الثاني وتضاف فائدة الدور الثاني إلى أصل المبلغ زائد فائدة الدور الأول عند حساب فائدة الدورة الثالثة⁽³⁾.

المطلب الثاني: أهمية ووظائف سعر الفائدة

يؤدي سعر الفائدة دوراً أساسياً في الجانب المصرفي والمالي، فهو جزء لا يتجزأ من النشاط المالي والعمليات المالية التي تتم داخل الدولة وداخل أسواقها المالية و خارجها، ويؤدي وظائف عديدة تساعد الدولة على تدوير نشاطها

المالي محلياً ودولياً.

(1) عبد الرحمان يسري أحمد، دراسات إقتصادية إسلامية: النقود والفوائد والبنوك، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2000، ص 185.

(2) إبراهيم على إبراهيم عبد ربه، مرجع سابق، ص 09.

(3) محمد يحيى، أحمد مروش، الجديد في الرياضيات المالية: عروض نظرية، تمارين ومسائل، دار الشريعة، الجزائر، 1997، ص 07.

لسعر الفائدة دور كبير في النظام الإقتصادي حيث يربط بين القطاع الحقيقي والنقدي وتظهر أهميته من خلال مايلي(1):

أولاً: يحقق سعر الفائدة كفاءة أكبر في استخدام الموارد الإقتصادية من خلال توجيه الأموال في الأسواق المالية نحو المشروعات الإستثمارية التي تعطي أعلى عائد متوقع.

ثانياً: يضمن سعر الفائدة تدفق الأموال من الوحدات ذات الفائض المالي إلى الوحدات ذات العجز المالي مما يشجع على زيادة الإدخار الذي إذا استخدم لأغراض إستثمارية يؤدي إلى تنشيط الإنتاج وتخفيض معدلات البطالة.

ثالثاً: يعتبر من المتغيرات الرئيسية التي تؤثر على الطلب على النقود، وبذلك يمكن أن يحقق التوازن في سوق النقد بين عرض النقد والطلب عليه.

رابعاً: يعتبر من المتغيرات الرئيسية في التأثير على التدفق للأموال على المستوى الدولي.

خامساً: تستطيع الحكومات من خلال التأثير على سعر الفائدة في السوق أن توجه الإقتصاد الوطني وفق السياسة المرسومة له.

سادساً: يساعد على صياغة التوقعات المستقبلية لأسعار الأوراق المالية حيث تستخدم هذه التوقعات بكفاءة.

سابعاً: يعتبر من العوامل التي تساعد على التحكم في الكتلة النقدية، وتوجيه البنوك والتحكم في السيولة الموجودة لديها وذلك برفع سعر الفائدة أو تخفيضه.

ثامناً: يمارس سعر الفائدة دور كبير في تحسين وضح الحساب الجاري أو يزيد العجز فيه، وبالتالي يؤثر بالسلب أو الإيجاب على ميزان المدفوعات.

تاسعاً: يمارس سعر الفائدة تأثيراً هاماً في تحديد سعر الصرف، فزيادة سعر الفائدة في دولة ما يؤدي إلى تنشيط حركة رؤوس الأموال اتجاه هذه الدولة مما يزيد الطلب على عملتها، ويؤدي إلى زيادة سعر الصرف، ويحدث العكس في حال تخفيض سعر الفائدة.

الفرع الثاني: وظائف سعر الفائدة

يعتبر سعر الفائدة سعر لخدمات الإئتمان وبهذا المفهوم يعتبر جزء من الآلية السعرية في أي إقتصاد سوق، ولهذه الآلية وظائف معروفة تنطبق بدون إستثناء على سعر الفائدة وتقوم بها كأداة لإعطاء الإشارات عن حالة السوق

بجانبه العرض والطلب، فعندما يرتفع سعر الفائدة فإنه يعطي إشارة للوحدات المدخرة بتقديم حجم أكبر من المدخرات، بينما يؤدي انخفاضه إلى تقليص تدفق الأموال إلى الأسواق المالية، أما على

(1) عبد المنعم السيد علي، نزار سعد الدين العيسى، النقود والمصارف والأسواق المالية، دار حامد، الأردن، 2004، ص 330.

التحرير المالي

الجانب الآخر من السوق المالي فإن ارتفاع سعر الفائدة يعني ارتفاع تكلفة الإقراض لأغراض بناء المشروعات الإستثمارية مما يؤدي إلى تباطؤها بينما يحفز انخفاض سعر الفائدة على الإسراع بتنفيذ مثل هذه المشروعات وبالتالي ارتفاع معدل النمو الإقتصادي، وبشكل عام نستطيع أن نحصر وظائف سعر الفائدة فيما يلي⁽¹⁾:

أولاً: ضمان تدفق الأموال من الوحدات الإنفاقية المدخرة إلى الوحدات الإنفاقية العجزية، وهذا ما يشجع على زيادة الإدخار الذي إذا إستخدم لأغراض إستثمارية يؤدي إلى تنشيط الإنتاج وتخفيض معدلات البطالة.

ثانياً: يحقق سعر الفائدة في الأسواق التي تسودها المنافسة الحرة كفاءة أكبر في إستخدام الموارد الإقتصادية من خلال توجيه الأموال في الأسواق المالية نحو المشروعات التي تعطي أعلى مردودات متوقعة.

ثالثاً: يعتبر سعر الفائدة من المتغيرات الأساسية التي تؤثر على الطلب على النقود، وبذلك يمكن أن يحق التوازن في سوق النقد بين عرض النقد والطلب عليه.

رابعاً: كذلك يعتبر سعر الفائدة كأداة تنظيمية تسيطر على تدفق الأموال بين مجهزها وطالبيها، ويؤدي عادة سعر الفائدة المنخفض إلى تدفق كبير للأموال من الخارج مما ينعكس بالزيادة على النمو الإقتصادي.

خامساً: تؤدي أسعار الفائدة الأعلى في دولة ما إلى تدفق منخفض للأموال إلى خارجها مع انخفاض النمو الإقتصادي.

سادساً: تستطيع الحكومات من خلال التأثير على سعر الفائدة في السوق أن توجه الإقتصاد الوطني وفق السياسة المرسومة، فإذا كان الإقتصاد الوطني يعاني من الركود أو الكساد تستطيع الحكومات أن تستخدم أدواتها السياسية

لضغط على أسعار الفائدة وتنشيط الإنفاق الإستثماري أو الإنفاق على السلع الإستهلاكية المعمرة من خلال توفير القروض بأسعار فائدة منخفضة.

المطلب الثالث: مبررات سعر الفائدة ومجال إستخدامها

يرى العديد من الإقتصاديين أن هناك العديد من المبررات التي تستدعي وجود سعر الفائدة، بالإضافة إلى اختلاف مجالات استخدامه، ويعود هذا التنوع إلى الأهمية الكبيرة التي يكتسبها في المجال باعتباره أداة من أدوات السياسة الاقتصادية.

الفرع الأول: مبررات سعر الفائدة

(1) بالاعتماد على:

- عبد المنعم السيد علي، نزار سعد الدين العيسى، مرجع سابق، ص ص 299، 300.
- أحمد أبو الفتوح علي الناقه، نظرية النقود والأسواق المالية: مدخل حديث للنظرية النقدية والأسواق المالية، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية، ص ص 64، 68.

التحرير المالي

يعود استخدام سعر الفائدة إلى مجموعة من المبررات يمكن أن نوجزها في النقاط التالية(1):
أولاً: سعر الفائدة يمثل الثمن أو المقابل للندرة.

ثانياً: سعر الفائدة يعتبر الثمن أو المقابل لإنتاجية رأس المال.

ثالثاً: سعر الفائدة يمثل الثمن أو المقابل للتضحية.

رابعاً: سعر الفائدة يمثل المخاطرة التي يتحملها الفرد عند استخدام أمواله في الإستثمار بغرض الحصول على عائد يتناسب ودرجة المخاطرة التي ترافق مثل هذا الإستثمار للأموال.
خامساً: سعر الفائدة هو الثمن الفعلي للتخلي عن السيولة.

سادساً: سعر الفائدة هو ثمن العائد والمقابل له، لأن معظم عمليات الإقتراض والإقراض في الوقت الحاضر تتم بهدف استخدام الأموال في مجالات إنتاجية وليس استخدامها في مجالات استهلاكية.

الفرع الثاني: مجال استخدام سعر الفائدة

تختلف مجالات استخدام سعر الفائدة وتتمثل فيما يلي(2):

أولاً: السوق النقدي

يعد هذا السوق سوق القروض قصيرة الأجل التي تتراوح مدتها من يوم إلى ثلاثة أشهر وتتعامل فيها مختلف البنوك، وهو يحقق التوازن اليومي من خلال تداول فائض السيولة لتغطية العجز فيها وبذلك فالسوق النقدية يعمل على تحقيق الربحية المثلى لحسابات البنوك.

أما الضمانات الحقيقية تتمثل في الأوراق المالية الحكومية والسندات التجارية ذات السيولة العالية، وكذلك

القروض قصيرة الأجل التي لا تتعدى مدتها سنة، إذ أن عجز المؤسسات على تغطية الأموال المتداولة يضطرها للجوء إلى تمويل احتياجاتها من رأس المال العامل وذلك عن طريق هذا النوع من القروض، ومعظم العمليات التي تتداول في

السوق النقدي يتم على أساس التعامل بسعر الفائدة وتستخدم في إبرام الصفقات بين عارضي وطالبي السيولة النقدية في هذا السوق.

ثانياً: السوق المالي

يعتبر السوق المالي سوق القروض طويلة الأجل، وذلك نظراً لأن هذه الأموال توجه إلى تمويل أصول ثابتة كإقتناء إستثمارات أو صيانة الإستثمارات.

المطلب الرابع: المؤثرات في سعر الفائدة ومنافعها

(1) فليح حسن خلف، الأسواق المالية والنقدية، عالم الكتب الحديث، مصر، 2006، ص ص170، 172.

(2) عبد المنعم السيد علي، نزار سعد الدين العيسى، مرجع سابق، ص126.

يخضع سعر الفائدة للعديد من العوامل التي تؤثر على مستوى تحديده نظراً لإستعماله في جميع المعاملات المالية والمصرفية، بالإضافة إلى الفوائد العديدة التي يقدمها للإقتصاد والمتعاملين داخله.

الفرع الأول: المؤثرات في سعر الفائدة

يمكن تقسيم المؤثرات التي يتعرض لها سعر الفائدة إلى نوعين، النوع الأول يتمثل في المؤثرات الخارجية في حين النوع الثاني يتمثل في المؤثرات الداخلية.

أولاً: المؤثرات الخارجية

من المعروف أن سعر الفائدة يتم تحديده من طرف البنك ذاته حيث أن هذه العمليات التي تضبط مستوى النسبة لسعر الفائدة يجب أن تراعي بعض الظروف والمعطيات التي يجب أن تتماشى وظروف المؤسسة وتستطيع أن تضمن لها إستمرارها في المحيط الذي تتواجد فيه وأهم المؤثرات التي يخضع لها سعر الفائدة ما يلي:

1- المنافسة بين البنوك

نجد أن البنوك تتكبد بعض التكاليف نتيجة لإدارتها للحساب الجاري للعملاء، وتتمثل هذه التكاليف في مصروفات إمساك الحساب كذلك مصروفات سداد المطلوبات ومصروفات تحصيل المستحقات، لذا يخشى أن يترتب دفع فوائد

على هذه الودائع، حيث أن ذلك سيؤدي إلى بروز المنافسة بين البنوك مما سيدفع بها إلى رفع معدل الفائدة أملاً في الحصول على حصة ملائمة من تلك الودائع مرة أخرى، ويؤدي ذلك إلى رفع تكلفة تلك الودائع مما يجبر البنك على توجيه حصيلتها إلى إستثمارات تتعرض لدرجة كبيرة من المخاطر أملاً في تحقيق عائد مرتفع يكفي لتغطية تلك التكلفة، كما أن تلك البنوك التي تتمركز في المدن الكبرى تمارس نشاطها في فرص أفضل للإقراض والإستثمار حيث أن المدن الكبرى تعتبر مناطق جذب لهذه الودائع بينما مثيلتها الصغرى أصبحت مناطق جرد لها بشكل يجعل من الصعب على المستثمرين الحصول على القروض لتمويل إستثماراتهم⁽¹⁾.

هذا فيما يتعلق بالحساب الجاري أما بالنسبة لودائع التوفير والودائع لأجل فإن تشريعات كافة الدول تعطي لأصحاب تلك الودائع الحق في الحصول على فوائد على إيداعاتهم، غير أن درجة حرية البنوك ليست مطلقة في شأن تحديد معدل الفائدة الذي يتحصل عليه المودعين ويرجع هذا إلى تدخل الحكومات لوضع حد أقصى لمعدل الفوائد على تلك الودائع وذلك لنفس الأسباب التي تخضع لها الودائع الجارية⁽¹⁾.

و غالباً ما تقوم البنوك بدفع معدلات فائدة متقاربة على تلك الودائع وذلك نظراً للمنافسة الشديدة فيما بينها لجذب مودعين جدد وهذا التقارب في أسعار الفائدة يجعل من المنافسة السعرية لجذب الودائع المصرفية إستراتيجية غير فعالة في الغالب

(1) عبد الغفار حنفي، الإدارة الحديثة في البنوك التجارية، مكتب العربي الحديث، الإسكندرية، 1993، ص 93.

(1) عبد الغفار حنفي، مرجع سابق، ص 93.

2- نمو الوعي المصرفي

تعتبر الودائع من أهم مصادر التمويل للبنوك التجارية لذلك تحرص البنوك على تنميتها من خلال تنمية الوعي المصرفي و الإدخاري بالتوسع في فتح المزيد من الوحدات المصرفية وتبسيط إجراءات التعامل من حيث السحب والإيداع ورفع كفاءة الأوعية الإدخارية وذلك لجذب المزيد من الودائع وانتشار العادة المصرفية التي تتمثل في انصراف الأفراد عن اكتناز أموالهم في البيوت أو مراكز العمل إلى إدخارها في البنوك والمصارف مما يؤدي إلى تيسير مهمة الجهاز المصرفي في جذب وتنمية الودائع ومما يدل على أهمية ذلك أن نمو الوعي المصرفي في أوروبا والولايات المتحدة الأمريكية أدى إلى إستخدام الشيكات في سداد أكثر من 85% من المعاملات، ونمو الوعي المصرفي يتحقق من خلا بذل البنوك التجارية بعض المجهودات التي تسعى من خلالها إلى تحسين الخدمات المصرفية التي تمثل أحد الأنشطة الإقتصادية الهامة في الدولة⁽²⁾.

3- الإستثمار

المشكل المطروح لدى معظم المؤسسات الإقتصادية أو في الإقتصاد ككل هو عدم كفاية الأموال الذاتية للأفراد والمؤسسات لتغطية مصاريف مشاريعها مما ينجم عنه اللجوء إلى الإقتراض، إما من طرف الموردين في شكل سلع رأسمالية أو استهلاكية أو اللجوء إلى البنوك للحصول على قروض قصد الإستثمار، حيث أن هذا الأخير يرتبط بنوع الحاجات والرغبات الخاصة بالأفراد إضافة إلى تكلفة الأموال المحصل عليها قصد القيام بالعمليات الإستثمارية⁽³⁾.

4- التضخم

من السياسات النقدية التي تستعملها الدولة للحد من ظاهرة التضخم سياسة الحد الأقصى لسعر الفائدة الممنوحة من قبل البنوك التجارية على الودائع للتحكم في حجم الإنفاق النقدي الكلي، فالبنوك التجارية قد تعاني في رفع أرباحها بحصولها على قواعد قد تقبل إلى تشغيل بعض أصولها كأذونات الخزينة مما يدفعها إلى رفع الفائدة الممنوحة لزيادة التراكم في ودائعها وللتحكم في حركة إئتمانية متوازية، يفرض البنك المركزي حد أقصى للفائدة الممنوحة على الودائع لا يجوز تجاوزها فيرفع الحد في أوقات الكساد ويخفض في أوقات التضخم، إن الراغبين في الحصول على القروض من البنوك سيميزون بين تكلفة الحصول على هذه القروض و العائد المتوقع الحصول عليه جراء إستخدام القرض في نشاطهم، ويمكن التأثير على قراراتهم برفع أسعار الفائدة إلى الحد الذي يضعف إمكانية إقتراضهم، ولكن هذا الحل وحده لا يكفي لتحقيق الأهداف المرجوة إذ لا بد من التأثير على إمكانية البنوك في تقديم القروض وذلك عن طريق الحد

(2) نفس المرجع، ص94.

(3) غازي حسين، التضخم المالي، دار الشهاب، الجزائر، ط2، 1989، ص137.

التحرير المالي

من حجم السيولة التي تحصل عليها البنوك من مختلف المصادر مما يحد من إمكانياتها على الإقراض⁽¹⁾.

كما يمكن إتباع سياسة التمييز بين أسعار الفائدة كل حسب نوعية القرض المقدم وحسب الجهة وكيفية إستغلال هذا القرض، ولكن هذا يؤدي إلى زيادة ارتفاع أسعار الفائدة مقارنة بالدول الأخرى مما يؤدي إلى زيادة جذب رؤوس الأموال الأجنبية اتجاه المؤسسات المالية المحلية مما يزيد من حجم السيولة⁽²⁾.

ثانيا: المؤثرات الداخلية

وتتمثل هذه المؤثرات أساسا في المنافسة التي تقوم على أساس تقديم خدمات بأسعار تنافسية، مما يؤثر على عدد العملاء وحجم تعاملاتهم ويمكن حصر هذه المؤثرات في⁽³⁾:

1- تحصيل مستحقات المودعين

تساعد عمليات التحصيل على تسوية حسابات العملاء وذلك بالمقايضة بينها دون حاجة لتداول النقود كما تساعد على توفير الوقت والجهود الذي تقتضي عمليات السحب والإيداع، وتشمل العمليات التي يقوم بها البنك كتحصيل الشيكات وتحصيل وسائل السداد الأخرى بين البنوك لجذب مودعين جدد، وتتمثل تلك المنافسة في نقطتين هامتين:
أولا: مدى السرعة في تحصيل مستحقات العميل أي المودع في هذه الحالة.

ثانيا: نسبة مصروفات التحصيل التي يتحملها العميل وبذلك تزداد قدرة البنوك على المنافسة لجذب الوداع كلما اتسمت إجراءات تحصيل مستحقات العملاء بالسرعة وكلما انخفضت نسبة مصروفات التحصيل التي يتحملها العميل.

2- سداد المدفوعات نيابة عن العميل

تقدم البنوك خدمات مصرفية أخرى تتمثل في سداد قيمة الشيكات التي حررها المودع لصالح الغير كما قد يقوم البنك على بناء اتفاق سابق بسداد بعض المطلوبات المستحقة عليه عندما يتقدم بها الحائزون دون حاجة لتحرير شيكات ومن أمثلتها فواتير الهاتف وأقساط الإيجار واعتماد البنك لهذه المسؤولية يطمئن العميل إلى سداد ما عليه من مستحقات في مواعيدها مما يوفر له الكثير من الوقت والجهد الذي كان عليه أن يبذله إذا لجأ إلى طريق آخر للسداد، كذلك يمكن للبنك سداد المطلوبات نيابة عن العميل وذلك وفقا لنظام يطلق عليه نظام الإيداع المباشر.

3- استحداث أنواع جديدة من الودائع

هي واحدة من بين الخدمات التي يمكن أن يقدمها البنك للمودعين المحتملين وذلك في حدود تشريعات الدولة التي يعمل فيها فهناك شهادات الإيداع التي استحدث لأول مرة في الستينيات والتي تعتبر نوع من الودائع لأجل، وتنقسم تلك الشهادات لشهادات الإيداع التي يمكن تداولها فهي

(1) غازي حسين، مرجع سابق، ص137.

(2) أسامة الفولي شهاب، مبادئ النقود والبنوك، ديوان المطبوعات الجامعية، دون بلد نشر، 1999، ص95.

(3) عبد الجليل بوداح، معالجة موضوع المخاطرة في مجال منح القروض البنكية، مداخلة مقدمة في الملتقى الوطني الأول حول النظام المصرفي الجزائري- واقع وآفاق-، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة قسنطينة، نوفمبر، 2001، ص25.

التحرير المالي

شهادات إيداع شخصية صادرة عن البنك يمكن شراؤها وبيعها في سوق النقد، أما النوع الثاني فهي الشهادات غير القابلة للتداول فهي شهادات إيداع شخصية تشتري وترد للبنك ذاته دون أن تكون صالحة للتداول في سوق النقد، ولقد اشتق من هذين النوعين شهادات أخرى من أهمها شهادات الإيداع ذات معدل فائدة متميز حيث يتحدد سعر الفائدة الشهري على ضوء التغير في أسعار الفائدة على السندات قصيرة الأجل التي تدرها الحكومة، كذلك استحدثت بعض الدول نوع آخر من الودائع يجمع ما بين مزايا الودائع (وهي نوع من الودائع يمكن السحب منه بشيكات في الوقت الذي يحق فيه للمودع الحصول على الفائدة على تلك الودائع)، كذلك هناك نوع آخر وهي ودائع سوق النقد التي تشبه أمر السحب القابل للتداول حيث يمكن تحرير شيك عليها ويحصل المودع على معدل فائدة أعلى من الفائدة على أمر السحب القابل للتداول، فكلما نجح البنك في إدخال نوع جديد من الودائع التي يقبل عليها المودعين، كلما كان ذلك مؤشر لحيويته وقدرته على الابتكار الأمر الذي يلفت انتباه المودعين على التعامل معه.

الفرع الثاني: منافع سعر الفائدة

إن سعر الفائدة يولد منافع إقتصادية عديدة من شأنها أن تنهض بالمجتمع الذي تطبق فيه ومنها⁽¹⁾:

أولاً: يمارس سعر الفائدة دورا كبيرا في تعبئة المدخرات من ضمن الأرصدة القابلة للإقراض، بمعنى أن عرض المدخرات يستجيب للتغيرات في سعر الفائدة بنسبة أكبر، فمثلا إذا زاد سعر الفائدة بنسبة 2% فيزداد عرض الأرصدة القابلة للإقراض بنسبة أكبر 2%.

ثانياً: يؤدي سعر الفائدة دور في التخصيص الأمثل للموارد، وذلك لأنها تتجه بها نحو الإستثمار الأكثر عائداً، وذلك بناء على المقارنة بين معدل العائد الصافي المتوقع من الإستثمار خلال السنوات المقدره له بسعر الفائدة، وبناء على هذا الأساس فلن يقدم أي مشروع على الإقتراض إلا إذا كان متوقعا لعائد من الإستثمار على مدى سنوات إستخدامه يغطي أو يزيد على تكلفة الإقتراض (سعر الفائدة)، وبالتالي سعر الفائدة عامل يهيئ الفرصة للمشاريع الجيدة، وينجي جانب المشاريع قليلة النفع.

ثالثاً: سعر الفائدة سياسة نقدية تساهم في الحد من التضخم وذلك عن طريق رفعه مما يؤدي إلى تقليص قدرة البنوك في التوسع في منح الإئتمان، نتيجة رفع معدل الخصم بسبب رفع سعر الفائدة، وبالتالي يؤدي إلى تخفيض عرض النقود في السوق، ومن جهة أخرى يؤدي رفع سعر الفائدة إلى

(1) مخلوفي عبد السلام، العربي مصطفى، أهم الإنتقادات الموجهة لسعر الفائدة، باعتباره سعر إستراتيجي في النظام الإقتصادي المعاصر، مداخلة مقدمة في الملتقى الدولي الثاني حول الأزمة المالية الراهنة والبدائل المالية والمصرفية - النظام المصرفي والإسلامي نموذجاً - ، معهد العلوم الإقتصادية وعلوم التسيير، المركز الجامعي بخميس مليانة، يومي 5،6 ماي، 2009، ص ص 16،13.

التحرير المالي

الحد من قدرة المقترضين على الإقراض وبالتالي سوف يؤدي إلى خفض السيولة النقدية لدى الأفراد، مما ينجم عنه خفض معدل التضخم.

رابعا: نظام الفائدة يدفع الأفراد نحو الإدخار وتقليل الإستهلاك وذلك عن طريق رفع معدل الفائدة ورفع سعرها ما يؤدي بهم إلى إدخار أموالهم، لتكون بدورها قروض إستثمارية تعود عليهم بالأرباح بدل أن تستهلك.

المبحث الثالث: النظريات الإقتصادية المفسرة لسعر الفائدة

يعتبر سعر الفائدة وطبيعته داخل النظريات النقدية المختلفة التي أفرزها النظام الرأسمالي متغيرا محوريا في بناء وعرض النظريات النقدية المختلفة على مراحل تطورها، لذا سنحاول من خلال هذا المبحث عرض أهم النظريات التي قامت بتفسير سعر الفائدة وكيفية تحديده وذلك من خلال المبادئ والأسس التي قامت عليها كل نظرية.

المطلب الأول: سعر الفائدة في النظرية النقدية الكلاسيكية

تهدف النظرية النقدية إلى تفسير العوامل المحددة لقيمة النقد في أي لحظة من الزمن وتحليل تلك التغيرات التي تطرأ عليها من فترات من الزمن، وتعتبر النظرية الكلاسيكية بمثابة خلاصة للفكر والتحليل التقليدي للظواهر النقدية والعينية في الإقتصاد، وتهتم النظرية النقدية بصفة أساسية بإظهار أثر التغير في كمية النقود على الظواهر الإقتصادية المختلفة وبصفة خاصة على مستوى الأسعار ومستوى التشغيل، ومن هنا كان إهتمام المدرسة الكلاسيكية منصبا على العلاقة التي تربط بين كمية النقود من ناحية ومستوى الإدخار من ناحية أخرى على إعتبار أن قيمة النقود أو قوتها الشرائية ما هي إلا الوجه الآخر لمستوى الأسعار⁽¹⁾.

ولتحليل سعر الفائدة في النظرة النقدية الكلاسيكية نرى معالجة هذا الموضوع في النقاط التالية:

الفرع الأول: أسس النظرية النقدية الكلاسيكية

تقوم النظرية التقليدية أو الكلاسيكية على مجموعة من الآراء والأفكار المفسرة والمحللة لعمل النظام الرأسمالي الحر، والتي يمكن طرح بعض الأسس التي تقوم عليها من خلال العناصر التالية:⁽²⁾

أولا: الحرية الإقتصادية

(1) أنور إسماعيل الهواري، اقتصاديات النقود والبنوك، دون دار نشر، دون بلد نشر، 1983، ص70.

(2) بلعزوز بن علي، محاضرات في النظريات والسياسات النقدية، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2004، ص08،09.

التحرير المالي

ترك الفرد حر في إختيار نشاطه وحرية التملك والعمل لن تحقق منفعته ومصالحته فحسب، بل سوف يعمل على تحقيق المنفعة العامة.

ثانياً: عدم تدخل الدولة في النشاط الإقتصادي

وإذا تدخلت فيكون ذلك في نطاق ضيق سواء في مجال الإنتاج أو التوزيع، فالنظام يقتضي الحد من تدخل الدولة إلا في أمور معينة كالقيام بالمشروعات العامة ذلك النفع العام.

ثالثاً: الملكية الخاصة لوسائل الإنتاج

أي الملكية الفردية لوسائل الإنتاج، حيث يكون للفرد الحرية في إستخدام وسائل الإنتاج الخاصة به.

رابعاً: مبدأ المنافسة الحرة

إن المنافسة المقيدة هي وحدها القوة الإجتماعية المنظمة للحياة الإقتصادية، وهي كفيلة بتحقيق التقدم الإقتصادي، ورفع درجة "الإشباع لمختلف أفراد المجتمع.

خامساً: قانون السوق

يرى ضرورة أن كل عرض يخلق اطلب عليه، فالإنتاج يخلق معه قوته الشرائية، وبتعبير نقدي كل إنتاج يخلق إنفاقاً مساوياً له وأن أي زيادة أو انخفاض سرعان ما يزول فعالية آلية السوق، سيما أن الإقتصاد يقوم على أساس المنافسة التامة أو الكاملة بين المشروعات وأن الإقتصاد القومي لديه القدرة التلقائية على التوظيف الكامل للموارد الإنتاجية لتحقيق التوازن الإقتصادي.

سادساً: مبدأ حيادية النقود

إن النقود في الحياة الإقتصادية ليست سوى أداة للتبادل فهي حيادية لأنه يمكن استبدالها بأدوات أخرى.

سابعاً: مبدأ مرونة جهاز سعر الفائدة

فهي تفترض أن تعمل على تحقيق التوازن بين الإدخار والإستثمار، فإذا فرض أن زادت المدخرات فإن القوى الإقتصادية تعمل عملها بحيث تخفض من سعر الفائدة، وبالتالي يقبل الحافز على الإدخار، إذا فالفائدة في نظر التقليديين هي جزء من الإدخار أو ثمن استعمال رأس المال.

الفرع الثاني: تحديد سعر الفائدة في النظرية النقدية الكلاسيكية

لقد أوضحت النظرية الكلاسيكية من خلال معادلة التبادل (تقوم هذه المعادلة على تفسير العلاقة التناسبية بين كمية النقود والمستوى العام للأسعار، حيث تقرر هذه المعادلة أن كمية النقود مضروبة في سرعة دورانها يجب أن تساوي كمية المبادلات مضروبة في المستوى العام للأسعار) على أنه ليس للنقود أثراً حقيقياً على الإنتاج وأن التأثير الوحيد للنقود يكون على المستوى العام للأسعار، وبالتالي يكون للنقود وظيفة هي أنها وسيط للتبادل يتم من خلال مبادلة حقيقية أو عينية بين السلع والخدمات بعضها ببعض، فاعتبر الكلاسيك أن الدخل والإستخدام يتحددان بعوامل حقيقية وليست نقدية، مما حدا بهم إلى الفصل بين نظرية القيمة والنظرية النقدية، وبسبب

التحرير المالي

إزدواجيتهم أصبح سعر الفائدة يتحدد بعوامل عينية كسائر الأسعار النسبية، فهو يتحدد بعرض الإيدار والطلب عليه.

وطبقا للنظرية الكلاسيكية يتحدد سعر الفائدة في السوق بالتعادل بين الإيدار والإستثمار، وعليه يرى الكلاسيكيون أن الفائدة ثمنا لعرض رأس المال، ومن ثم تتحدد كأى ثمن بتفاعل قوى العرض والطلب أي عرض

رأس المال(الإيدار) والطلب على رأس المال(الإستثمار) ويتكفل سعر الفائدة تلقائيا بتحقيق التوازن بين الطلب على الإستثمار والرغبة في الإيدار(1).

وعلى ذلك فسعر الفائدة يقع أيضا تحت تأثير قوى السوق عند ذلك الحد الذي تصبح فيه كمية الإستثمار عند سعر فائدة معين معادلة لكمية الإيدار عند هذا السعر ولتحقيق ذلك يرى الكلاسيكيون ضرورة توفر شروط وفروض نوجزها فيما يلي (2):

أولاً: المنافسة التامة في سوق رؤوس الأموال.

ثانياً: ثبات مستوى الدخل الوطني.

ثالثاً: سعر الفائدة لن يكون مستقرًا ما لم تكن كمية الأموال المدخرة مساوية لكمية الإستثمارات.

رابعاً: الطلب على النقود منحصرًا بدافع المعاملات والإحتياط فقط.

خامساً: ثبات سياسة البنك المركزي أو الحكومة بالنسبة للتوسع في الإقراض.

سادساً: ثبات جدول التفضيل الزمني للاستهلاك أي التفضيل بين الإستهلاك الحاضر واستهلاك المستقبل.

إذا فالكلاسيك يعتبرون سعر الفائدة عاملاً فعالاً في التأثير على الإيدار وقرار الإستثمار فالإيدار شأنه في ذلك شأن أي عرض بمثابة دالة متزايدة في سعر الفائدة أي أن العلاقة بين الإيدار وسعر الفائدة هي علاقة طردية، ذلك أن الأفراد يقومون بالمفاضلة بين الإستهلاك الحالي والإستهلاك المستقبلي على ضوء ثمن الإنتظار وهو سعر الفائدة، فيعملون على تخفيض حجم إستهلاكهم وزيادة حجم مدخراتهم إذا ما ارتفع سعر الفائدة والعكس صحيح.

كما يعتبر الإستثمار دالة متناقصة في سعر الفائدة حيث العلاقة بينهما هي علاقة عكسية ينخفض الإستثمار بزيادة الفائدة ويزداد بانخفاضها، ذلك أن المنظمون ورجال الأعمال يرون أن الإنتاجية الحدية لرأس المال تتناقص بإستمرار بفعل قانون الغلة المتناقصة، وإن سعي المنظمين للحصول على أقصى الأرباح تجعلهم يستمرون في الإقتراض حتى يتساوى سعر الفائدة مع الإنتاجية الحدية

(1) ضياء مجيد، اقتصاديات النقود والبنوك، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية، 2001، ص145.

(2) بلعوز بن علي، أثر تغير سعر الفائدة على اقتصاديات الدول النامية: حالة الجزائر، رسالة دكتوراه دولة في العلوم الإقتصادية، جامعة الجزائر، 2004، ص33.

لرأس المال، وعلى ذلك فالطلب على الإستثمار هو طلب مشتق من دالة الإنتاج، وأن هذا الطلب يكون دالة متناقصة لسعر الفائدة⁽³⁾.

1- التعبير الرياضي لتوازن الإدخار والإستثمار

إن التعبير الرياضي عن دالتي الإستثمار والإدخار في الفترة القصيرة عند الكلاسيكيين يكون بالشكل التالي:

فإذا رمزنا للإدخار (S) والإستثمار (I) والفائدة (R)

$$I = I(R) \quad \text{حيث: } I(R) < 0$$

أي أن المشتق الأول لهذه الدالة سالب، هذا يعني أن الإستثمار دالة متناقصة في سعر الفائدة.

$$S = S(R) \quad \text{حيث: } S(R) < 0$$

أي أن المشتق الأول لهذه الدالة موجب، هذا يعني أن هناك علاقة طردية بين الإدخار وسعر الفائدة، ولما كان حجم الإستثمار والإدخار لا يعتمدان فقط على سعر الفائدة، وإنما يعتمدان كذلك على حجم الدخل (Y)، إلا أن الكلاسيكيين يعتبرون أن الدخل ثابت ولا يتغير.

وعليه باقتراض ثبات الدخل (Y) فإن سعر التوازن عوض أن يكون بالشكل:

$$I(R; Y) = S(R; Y)$$

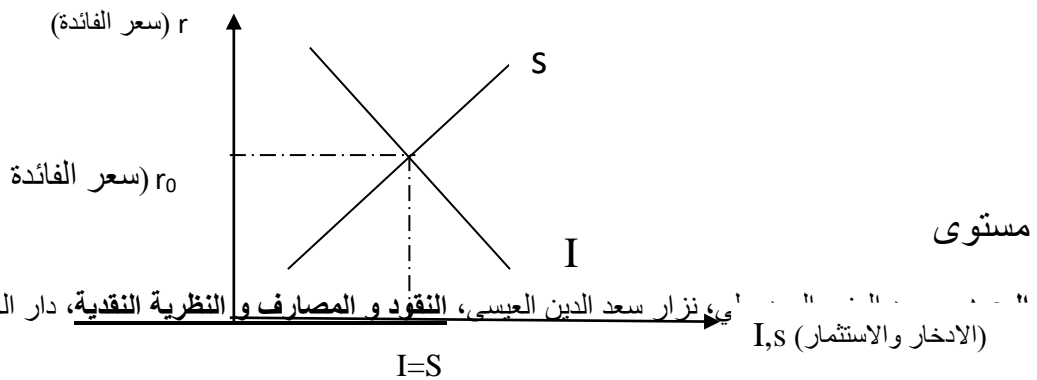
$$I(R) = S(R) \quad \text{يصبح:}$$

ولما كان الإستثمار والإدخار هما دالتان لمتغير الفائدة، وبما أن تحديد التوازن في السوق العمل وحجم التشغيل في الإقتصاد يعطينا مستوى التوازن للدخل (Y)، فإن سعر الفائدة (R) سوف يضمن التساوي بين الإدخار وسوف يكون هناك سعر واحد للتوازن.

2- تحديد سعر الفائدة بيانيا

يتحدد سعر الفائدة التوازني بتقاطع منحنى الإدخار والإستثمار بغض النظر عن مستوى الدخل أو التغيرات التي تحدث فيه.

الشكل رقم (02): تحديد سعر الفائدة التوازني في الفكر الكلاسيكي



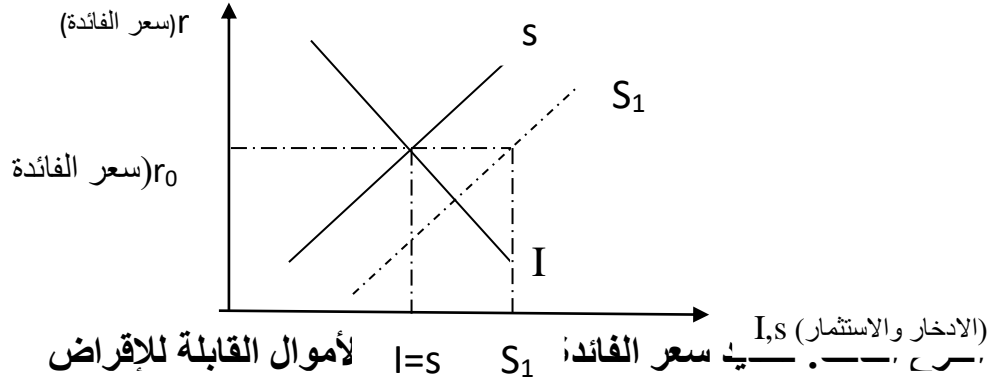
يؤنزار سعد الدين العيسى، النقود و المصارف و النظرية النقدية، دار الحامد، عمان، 2004، ص I,S (الإدخار والاستثمار)

(3) حازم الببلاوي، دروس في النظرية النقدية، المكتب المصري الحديث، الإسكندرية، 1966، ص 281.

التحرير المالي

و إذا اقترضا أن مستوى الإيداع قد ارتفع من (s) إلى (s_1) مع ثبات سعر الفائدة عند معدلها الأصلي (r_0) ، فذلك سوف يؤدي إلى زيادة الإستثمارات (بحسب التحليل الكلاسيكي). والشكل التالي يوضح ذلك:

الشكل رقم (03): التغيير في مستوى الإيداع مع ثبات سعر الفائدة



المصدر: سعيد سامي الحلاق، محمد محمود العجلوني، النقود والبنوك والمصارف المركزية، دار اليازوري العلمية، تقوم في أساسها على حيادية النقود وأن السعر التوازني للفائدة يتم تحديده بتقاطع منحنى الطلب على الإستثمار ومنحنى عرض الإيداع، واعتبرت سعر الفائدة هو الأداة الأساسية التي توجه الإيداع إلى الإستثمار دون الأخذ بعين الإعتبار الدخل لإفتراض ثباته عند مستوى التشغيل الكامل للموارد الإقتصادية.

وتحاول نظرية الأموال القابلة للإقراض صياغة نظرية ترتبط بالسوق الإئتمانية من خلال عمليات الإقراض والإقتراض المصرفي، إذ تساعد عملية الإئتمان على نقل الموارد النقدية من أيدي المدخرين إلى المستثمرين مقابل دفع سعر فائدة يعتبر ثمنا للأفراد الذين يدخرون، وكلفة على الذين يستثمرون باعتبار أن الإيداع ما هو إلا امتناع عن الإستهلاك لذا فهو ظاهرة عينية⁽¹⁾. وسعر الفائدة يتناسب طرديا مع الإيداع، إذ كلما ارتفعت أسعار الفائدة تشجع الأفراد إلى زيادة إيداعاتهم، أما علاقة الإستثمار بسعر الفائدة علاقة عكسية، حيث أن زيادة سعر الفائدة يؤدي إلى انخفاض طلب المستثمرين على الإقتراض بسبب تغير كلفة الإستثمار من وجهة نظر المستثمرين⁽²⁾.

وتحاول نظرية الأموال القابلة للإقراض الوصول إلى نتيجة مفادها أن زيادة عرض الأموال القابلة للإقراض لا يمكن أن يقابلها زيادة مماثلة في حجم الإيداع، بإعتبار أن مصدر الزيادة في تلك الأموال هو البنك المركزي ثم المصارف التجارية بحكم قدرتها على التوسع في منح الإئتمان،

(1) سعيد سامي الحلاق، محمد محمود العجلوني، النقود والبنوك و المصارف المركزية، دار اليازوري العلمية، عمان، 2010، ص ص 129، 131.

(2) ناظم محمد نوري الشمري، النقود والمصارف والنظرية النقدية، دار زهران، عمان، 2007، ص 334.

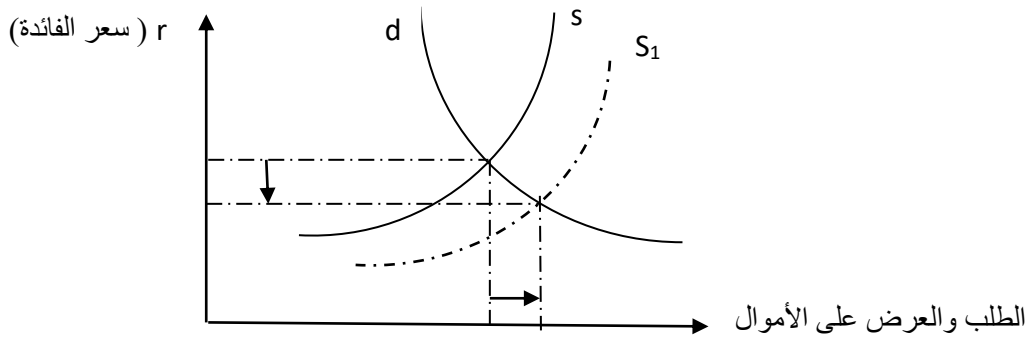
التحرير المالي

دون أن يكون للأفراد أو المشروعات دور في هذه الزيادة (أي أن الزيادة في الأموال القابلة للإقراض لم تنشأ بسبب زيادة حجم الإقراضات)⁽¹⁾.

وتؤكد النظرية على أن العلاقة بين عرض الأموال القابلة للإقراض وسعر الفائدة هي علاقة طردية، وكلما انخفض سعر الفائدة توجه الأفراد نحو الإكتناز، بمعنى أن المخدرين يفضلون الإحتفاظ بنقودهم بصورة سائلة خارج الجهاز المصرفي بسبب الإنخفاض الشديد في سعر الفائدة⁽²⁾، ولتوضيح ذلك انظر الشكل رقم (4).

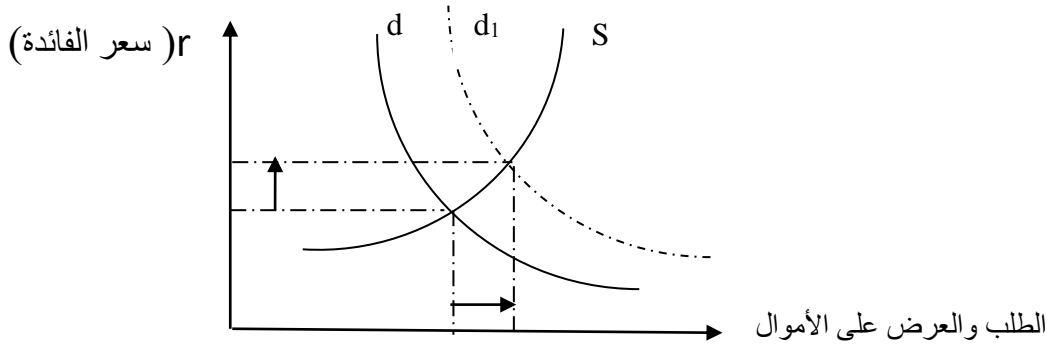
أما في حالة زيادة الطلب على الأموال القابلة للإقراض (الإستثمار) مع ثبات العرض يؤدي ذلك إلى ارتفاع أسعار الفائدة وهو ما يوضحه الشكل رقم (5).

الشكل رقم (04): أثر زيادة عرض الأموال القابلة للإقراض دون تغير في الطلب



المصدر: بلعزوز بن علي، أثر تغير سعر الفائدة على اقتصاديات الدول النامية: حالة الجزائر، رسالة دكتوراه في العلوم الاقتصادية.

الشكل رقم (05): أثر زيادة الطلب على الأموال القابلة للإقراض دون تغيير في العرض



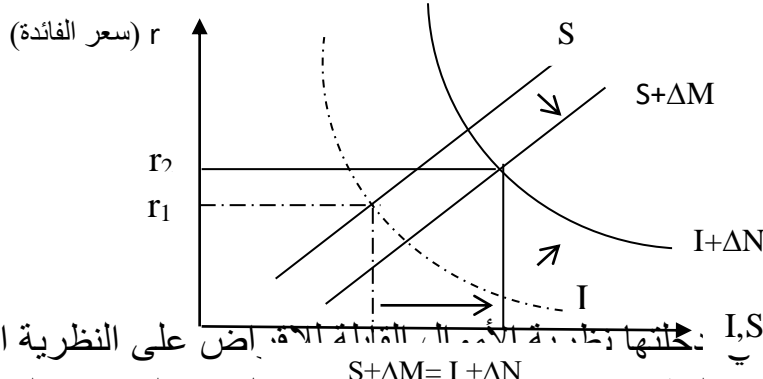
المصدر: بلعزوز بن علي، أثر تغير سعر الفائدة على اقتصاديات الدول النامية: حالة الجزائر، مرجع سابق، ص

(1) محمود حسين الوادي وآخرون، النقود والمصارف، دار المسيرة، عمان، 2010، ص 65.

(2) نفس المرجع، ص 66.

ووفقا لهذه النظرية فإن سعر الفائدة يتحدد بتقاطع منحنى الاستثمار (I) مضافا إليه مقدار الإكتناز (N) مع منحنى الإدخار (S) مضافا إليه مقدار الأموال القابلة للإقراض والمعروضة في أسواق الإئتمان⁽¹⁾ (M)، كما هو موضح في الشكل التالي:

الشكل رقم (06): علاقة الإدخار والإستثمار بسعر الفائدة حسب نظرية الأموال القابلة



بالرغم من أن الادخار والاستثمار I, S : كلتاهما يتحددان بالأسعار الفائدة إلا أن على النظرية الكلاسيكية في سعر الفائدة من حيث أن هذه النظرية هي مبنية على أساس من الوحدات النقدية والوحدات المصدر : ناظم محمود نوري الشمري، النقود والمصارف والنظرية النقدية، دار زهران، عمان، 2007، ص 337.

نظريه الاموال القابلة للإقراض بالدور الذي تلعبه النقود في الإقتصاد الحديث، إلا انها لم تسلم من بعض الإنتقادات التي يمكن إيجازها فيما يلي:

أولاً: نظراً لإختلاف طبيعة كل من الإدخار والإستثمار (عوامل حقيقية)، والإئتمان المصرفي وتفضيل السيولة (عوامل نقدية)، فمن غير الممكن جمعها والمقارنة بينها لتحديد سعر الفائدة.

ثانياً: لقد أشار البعض إلى أن هذه النظرية قد غالت في سعر الفائدة على الإدخار، حيث يرى هؤلاء النقاد أن الأفراد عادة ما يدخرون ليس بسبب سعر الفائدة ولكن بسبب دافع الاحتياط، ويعني ذلك أن الإدخار يعتبر غير مرن بالنسبة لسعر الفائدة.

إنطلاقاً من التحليل السابق للنظرية النقدية الكلاسيكية نجد أن:

أولاً: إن أهم انتقاد يوجه لهذه النظرية، هو أن الكلاسيك إفترضوا أن ثبات حجم الدخل القومي، ذلك أن النظرية تستبعد أثر تغيرات الدخل على الإدخار، أي استقلال منحنى الإدخار عن منحنى الإستثمار، إلا أنه في الواقع

أن منحنى الإدخار يتوقف على منحنى الإستثمار وهو ما يتم عن طريق الدخل القومي ذلك أن الدخل دالة في الإستثمار، كما أن الإدخار دالة في الدخل أن الإدخار دالة في الدخل⁽¹⁾.

ثانياً: لقد ركزت النظرية الكلاسيكية بشكل خاص على العوامل المؤثرة في الإدخار والإستثمار وأهملت العوامل الأخرى التي يمكن أن تؤثر في السعر الفائدة وبالتحديد العوامل النقدية، حيث أن

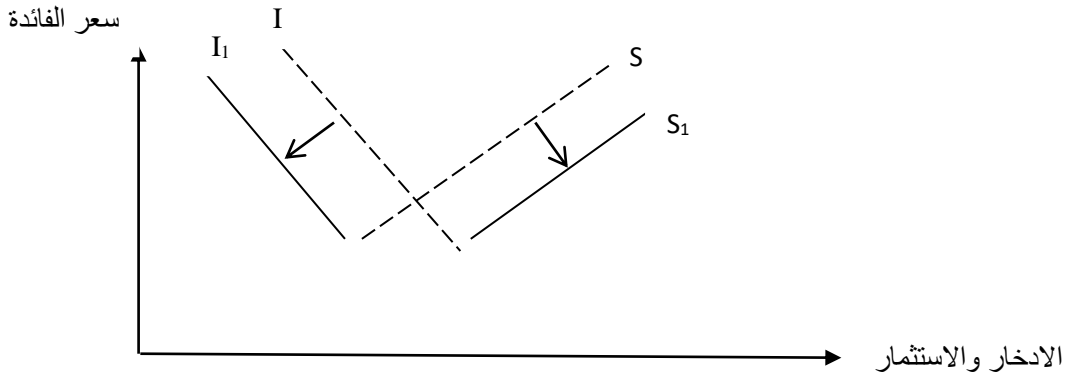
(1) سعيد سامي الحلاق، محمد محمود العجلوني، مرجع سابق، ص 131.

(1) ضياء مجيد، اقتصاديات النقود والبنوك، مرجع سابق، ص 146.

قدرة الجهاز المصرفي على التوسع في الائتمان أو تقليصه لابد وأن يكون له تأثير على سعر الفائدة(2).

ثالثاً: عند الأخذ بعين الاعتبار جميع العوامل المؤثرة في الإدخار والاستثمار، يصبح من غير المنطقي القول أن سعر الفائدة كفيلاً بتحقيق التوازن بينهما، كما افترض الكلاسيكيون أن انخفاض سعر الفائدة في هذه الحالة يمكن أن لا يؤدي إلى تساوي الإدخار مع الاستثمار عندما يكون الأول أكبر من الأخير، أي أن منحنى الإدخار قد لا يتقاطع مع منحنى الاستثمار عند مستوى موجب لسعر الفائدة كما هو موضح في الشكل رقم(7)، وتتحقق هذه الحالة في فترات الكساد الإقتصادي عندما يطغى التشاؤم على توقعات المستثمرين والمدخرين، فالمستثمرين لا يتوقعون عوائد مجزية لإستثماراتهم فينتقل منحنى الإستثمار إلى اليسار من (I) إلى (I1) والمدخر لا يتوقع ضمان عمله في المستقبل فيدخر أكثر لمواجهة أي انخفاض في المستقبل فينتقل منحنى الإدخار من (s) إلى (s1)، فلا يتقاطع المنحنيان مهما انخفض سعر الفائدة(3).

الشكل رقم (07) : إمكانية عدم توازن الإستثمار والإدخار في النظرية الكلاسيكية



المصدر: عبد المنعم السيد علي، نزار سعد الدين العيسى، مرجع سابق، ص 307.

مما سبق يتضح أنه عندما يكون الإدخار المرغوب أكبر من الإستثمار المرغوب فهذا يعني أن جزء من الإنتاج الكلي لن يمكن بيعه، أي أن الطلب الكلي لا يساوي العرض الكلي وإنما أقل منه، وهذا مخالف لما جاء في قانون ساي الذي يفترض أن ما يدخر (لا ينفق على الإستهلاك) من الدخل يتحول تلقائياً إلى استثمارات وأن سعر الفائدة كفيلاً يجعل الإستثمارات كافية لإمتصاص ما يدخر من الدخل مما أدى إلى زعزعة الثقة بهذا القانون أو رفضه وزعزعة الثقة بالنظرية الكلاسيكية.

المطلب الثاني: سعر الفائدة في الفكر الإقتصادي المعاصر

(2) عبد المنعم السيد علي، نزار سعد الدين العيسى، مرجع سابق، ص 306.

(3) نفس المرجع، ص ص 306، 307.

التحرير المالي

لقد شهدت النظرية النقدية الكلاسيكية إضافات جديدة على يد مفكري مدرسة شيكاغو اشتهرت باسم " النظرية الحديثة لكمية النقود"، ولقد تزعم هذه المدرسة الأمريكي ميلتون فريدمان، ويمثل هذا المنهج محاولة لإستيعاب الإنتقادات التي تتعرض لها الأفكار النقدية الكلاسيكية والإستفادة من التقدم والتطور الفكري الذي ظهر بعد عهد الكلاسيك، فنظرية فريدمان هي تحليل لجانب الطلب على النقود بطريقة أكثر اتساعاً من التحليل الكلاسيكي.

الفرع الأول: العوامل المحددة لطلب على النقود عند فريدمان

إن تحليل فريدمان للطلب على النقود إنما يعتبر محاولة علمية لتفسير الظواهر الإقتصادية من خلال سلوك الوسطاء الإقتصاديين أي الوحدات الإقتصادية (أفراد، مشروعات)، وقد أكد فريدمان أن هذه الوحدات وهي بصدد تقييم مراكزها المالية لا تهتم فقط بالموازنة بين الأصول المتاحة لديها (مالية، نقدية، حقيقة) وبين جميع مكونات الثروة الكلية(1).

وفي هذا الصدد يرى فريدمان أن دوافع الطلب على النقود تتطلب دراسة وتحليل مفهوم الثروة والأسعار والعوائد والأشكال الأخرى البديلة للإحتفاظ بالثروة والأذواق أو ترتيب الأفضليات، إذا فنظرية كمية النقود المعاصرة هي نظرية الطلب على النقود وليست نظرية إنتاج أو دخل أو أسعار، ومنه يتوقف الطلب على النقود على نفس الإعتبارات التي تحكم ظاهرة الطلب على السلع والخدمات(2).

ويشير فريدمان إلى أن الطلب على النقود يعتمد على:

أولاً: الثروة الكلية

تشمل جميع مصادر الدخل مثل إنتاجية الأفراد والموجودات النقدية والمالية والحقيقية، فالثروة تمثل القيمة الرأسمالية بجميع مصادر الدخل فالنقود هي جزء من الثروة، أما المكونات الأخرى للثروة فإنها تشمل الأصول الحالية والنقدية

(الأسهم والسندات) والأصول العينية أو الطبيعية فضلاً عن رأس المال البشري(1).

فالثروة هي المقدار الكلي التي يقسم بين أشكال مختلفة للأصول التي يقبل حائزي الثروة على حيازتها، وقد استخدم فريدمان مؤشر بديل للثروة الكلية أطلق عليه مفهوم الدخل الدائم (وهو القيمة المتوقعة للدخل المتوقع الحصول عليه من عائد الثروة في الأجل الطويل)، ويرتبط الطلب على النقود عند فريدمان بعلاقة طردية مع الدخل حيث كلما زاد الدخل الفردي الدائم وثروته زادت رغبة الأفراد بالإحتفاظ بأرصدة نقدية التي تعتبر شكلاً من أشكال الثروة(2).

(1) أحمد فريد مصطفى، محمد عبد المنعم العفر، الإقتصاد النقدي والمصرفي بين النظرية والتطبيق، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية، 2006، ص190.

(2) عقيل جاسم عبد الله، النقود والمصارف، الجامعة المفتوحة، بنغازي، 1999، ص163.

(1) عقيل جاسم عبد الله، مرجع سابق، ص164.

(2) هيل عجمي جميل الجنابي، رمزي ياسين يسع أرسلان، النقود والمصارف والنظرية النقدية، دار وائل، 2009، ص252، 253.

التحرير المالي

ثانياً: العوائد المتوقعة من الأصول المختلفة للثروة

إن الطلب على النقود يرتبط بتوزيع الثروة على أشكالها المختلفة، وأن هذا التوزيع يتم وفقاً للعائد الذي يحققه كل نوع من أنواع هذه الأصول، حيث يقوم الشخص بتوزيع ثروته على الأصول المختلفة وفقاً للمنفعة التي يحصل عليها، وهذه المنفعة تتحدد بالدخل الذي تغلّه هذه الأصول، إذا فالأصول المكونة للثروة والعوائد المتوقعة عن كل أصل عند فريدمان يمكن إيجازها فيما يلي:

1- النقود

وهي أصل من أصول الثروة تعطي عائد يتمثل في الراحة والسهولة والأمان توفره لحاملها، كما يمكن للنقود أن تحقق عوائد عند إيداعها في المصارف⁽³⁾. ويقاس معدل العائد على النقود ب:

$$\text{معدل العائد بالنسبة للنقود} = \text{معدل الفائدة على النقود} + \text{معدل التغير في القوة الشرائية الزمنية}$$

2- السندات

تعتبر السندات من أصول الثروة تحقق عائداً ثابتاً لحائز ما في شكل نسبة من القيمة الإسمية للسند، ويقاس على السندات ب:

$$\text{قيمة العائد الذي يحققه السند} = \text{سعر فائدة السند في السوق} + \text{التغير في قيمة السند}$$

3- الأسهم

تعتبر من الأصول المالية المكونة للثروة وتحقق عائد ثابت سنوياً ويسمى سعر الفائدة على الأسهم في السوق ويعبر عنه ب:

$$\text{الدخل الحقيقي للسهم خلال فترة زمنية} = \text{سعر فائدة السهم} (\pm) \text{ التغير في قيمة السهم خلال}$$

4- الأصول الطبيعية

ويقصد بها حيازة الثروة على شكل بضائع وهي تمثل رأس المال المادي، ويتوقف التدفق الناتج عن حيازة هذه الأصول على مستوى الأسعار ومعدل تغيرها مع الإهلاك الذي تتعرض له هذه الأصول ويرمز لها: $1/P.dp/dt$ حيث أن:

$$1/P: \text{مقلوب المستوى العام للأسعار}$$

$$dp/dt: \text{معدل تغيير الأسعار بالنسبة للزمن (t)}$$

(3) ناظم محمد نوري الشمري، مرجع سابق، ص226.

يقرر فريدمان أنه من الصعب تحديد رأس المال البشري، إلا أنه يرى أن هناك علاقة بين رأس المال المادي ورأس المال البشري، وبذلك يكون هناك معامل بين الثروة البشرية والمادية ويمكن قياس ذلك ب:

$$\text{عائد رأس المال البشري الثابت} = \text{الثروة الكلية} \times \text{معامل النسبة بين الثروة}$$

ولقد حاول فريدمان كغيره من الإقتصاديين الإجابة على السؤال: لماذا يختار الأفراد حيازة النقود؟ وفي إجابته على هذا السؤال لم يحلل فريدمان الدوافع الخاصة بحيازة النقود، ولكنه حلل العوامل المحددة للطلب على النقود في إطار نظرية طلب الأصول والتي تقرر أن الطلب على النقود يجب أن يكون دالة للموارد المتاحة للأفراد (أي ثرواتهم) ومعدلات العائد المتوقعة على أصولهم مقارنة بالعائد المتوقع على النقود⁽¹⁾.

ويمكن إعطاء الصيغة الرياضية لدالة الطلب على النقود عند فريدمان في المعادلة التالية:

$$M_d = f(P, R_b, R_e, 1/P \cdot dp/dt, y_d, w, u) \longrightarrow (1)$$

ويمكن أن تكون دالة الطلب على النقود على أساس الرصيد الحقيقي، وذلك بقسمة طرفي المعادلة رقم (1) على P، وذلك قصد تحويل كمية النقود إلى رصيد حقيقي، حيث تصبح المعادلة كالتالي:

$$M_d/P = f(R_b - r_m), (M_e - r_m), (1/P \cdot dp/dt - r_m), y_d, w, u) \longrightarrow (2)$$

حيث أن:

P: النقود

R_b: العائد المتوقع على السندات

R_e: العائد المتوقع على الأسهم

1/p.Dp/t: الأصول الطبيعية

Y_d: الدخل الدائم

W: الثروة الكلية

U: الأذواق والتفضيلات

الفرع الثاني: تحديد سعر الفائدة

يمكن تلخيصا فيما يلي⁽¹⁾:

(1) أحمد أبو الفتوح الناقية، نظرية النقود و البنوك و الأسواق المالية، مرجع سابق، ص 289.
(1) بلعزوز بن علي، أثر تغير سعر الفائدة على اقتصاديات الدول النامية، حالة الجزائر، مرجع سابق، ص ص 51، 52.

التحرير المالي

تميز " فريدمان" عن غيره في طريقة تحديد سعر الفائدة، حي استخدم رأس المال كأساس لتحديد سعر الفائدة، حيث أن الطلب على رأس المال هو دالة لمتغير سعر الفائدة والعلاقة بينهما علاقة عكسية، أما عرض رأس المال فهو دالة لمتغير سعر الفائدة والعلاقة بينهما علاقة طردية.

إن ما أضافه فريدمان في البحث عن تحديد سعر الفائدة التوازني فرق بين حالتين، حالة التوازن وحالة عدم التوازن، ففي حالة التوازن يتقاطع منحنى طلب رأس المال مع منحنى عرض رأس المال فيحصل على كمية التوازن لسعر الفائدة وكمية رأس المال وذلك خلال المدى الطويل المستقر.

أما في حالة عدم التوازن يرى أنه من خلال التعامل مع الواقع العملي فإن كمية رأس المال يمكن أن لا تكون هي كمية التوازن، ولتحديد سعر الفائدة في هذه الحالة فرق فريدمان بين حالتين، حالة عدم وجود حافز للإنتاج، ففي حالة عدم وجود دوافع لزيادة الإنتاج، فإذا كان أصحاب المشروعات الإستثمارية ليس لديها حافز لزيادة أو تغيير سعر الفائدة في أي مستوى من مستويات سعر الفائدة ومن ثم فإن سعر التوازني في هذه الحالة سوف يتحدد في السوق، لكن عند مستوى منخفض مما يدفع في المستقبل إلى أن يحفز المستثمرين إلى الإقراض وفي نفس الوقت سوف لا يدفع المدخرين على الإقراض.

أما في حالة وجود دافع للإنتاج، فإذا قام المنظمون ورجال الأعمال بإدخال وسائل وآلات ومعدات تكنولوجيا جديدة، سوف يزيد ذلك في كمية رأس المال وهذا القرار سيؤدي إلى ارتفاع في سعر الفائدة مما يدفع المدخرين إلى الرفع من مستوى مدخراتهم للإقراض في حين سيدفع المنظمين إلى الإحجام والإمتناع عن زيادة كمية رأس المال حتى لا يشجع ذلك على رفع سعر الفائدة.

إلا أن فريدمان في تحليله لتحديد سعر الفائدة التوازني يعترف بأن عامل استقرار أو دافع الزيادة في الإنتاج ليس هو وحده الذي يؤثر في تغيير وتحديد سعر الفائدة، ولكن يجب أيضا أن تأخذ متغيرات أخرى بعين الإعتبار كدافع ميل الأفراد للإدخار أو الإستثمار، ويرى فريدمان أنه من الممكن أن يكون سعر الفائدة التوازني سالبا حيث يقوم هذا الإفتراض الممكن الحصول في المدى الطويل عندما لا توجد عناصر رأسمالية يمكن أن تحقق دخلا اقتصاديا دائما، ويتقابل ذلك مع رغبة مالكي الثروة وتمسكهم بإبقاء الحال على ما هو عليه، ولكن يجب أن يكون لمالكي الثروة مصادر رأسمالية أخرى تمكنهم من الحصول على المبالغ التي يقومون بدفعها، وفي هذه الحالة يكون المجتمع في حالة استقرار، ولكنه سيكون متجها إلى الإنهيار، إلا أن فريدمان يعقب سعر الفائدة التوازني السالب أنه نادر الحدوث، وهي أن يكون هناك حالة توازن ناتجة عن الوصول إلى حالة التوظيف الكامل، وأن يستمر هذا التوازن لمدة طويلة ومن ثم يخلص تحليل فريدمان إلى ما يلي:

أولا: في حالة الإقتصاد غير النقدي (الطبيعي) يمكن تصور سعر فائدة توازني سالب.

التحرير المالي

ثانياً: في حالة الإقتصاد النقدي لا يمكن تصور سعر فائدة سوقي سالب، والنتيجة أنه لا يمكن حدوث سعر فائدة توازني سالب لسبب بسيط أنه لا يمكن الوصول إلى مستوى التوازن الناتج عن التشغيل الكامل.

الفرع الثالث: العلاقة بين الطلب على النقود وسعر الفائدة

تتمثل فيما يلي(1):

يرى فريدمان أنه ليس هناك أفكار في المدرسة التجريبية عن تأثير سعر الفائدة على الطلب الحقيقي على النقود، إلا أنه لا يوجد اتفاق حول ما إذا كان هناك علاقة وثيقة في الأجل الطويل أو القصير بين سعر الفائدة وتفضيل السيولة، وإذا كانت كل الإستنتاجات تبين عدم مرونة استجابة الطلب على النقود للتغير في سعر الفائدة في الأجل الطويل، حيث وجد أن التغير في الدخل الحقيقي أو الثروة هو العامل الأكثر أهمية لإحداث تغير في كمية النقود الحقيقية المطلوبة وليس سعر الفائدة.

والنتيجة المستخلصة من دالة الطلب على النقود عند فريدمان تحدد بثلاث متغيرات أساسية هي: الثروة، تكلفة الفرصة البديلة للإحتفاظ بالنقود، والأذواق وترتيب الأفضليات، ومن المعروف أن ضمن هذه المتغيرات يتضمن سعر الفائدة مفاهيم مختلفة، وعليه فسعر الفائدة وإن لم يكن متغير أساسي في المعادلة، إلا أنه لا يمكن إنكاره أو تجاهله أو إلغاء أثره على دالة الطلب على النقود، خاصة وأن فريدمان لا يرغب في الفصل بين القطاع النقدي والقطاع الحقيقي فهو يرى أنه لا يجب النظر إلى سعر الفائدة على أنه ظاهرة نقدية، فقط يتحدد على أساس عرض النقود والطلب عليها وليس له أي تأثير على القطاع الحقيقي، ولكن يجب النظر إلى سعر الفائدة على أنه يعتمد أيضاً على المؤشرات الحقيقية، وقد أكد فريدمان على أن التغير النقدي يكون له تأثير هام وغير عادي على القطاع الحقيقي، والنتيجة التي التوصل إليها فريدمان هو أن إخراج سعر الفائدة من دالة الطلب على النقود سيسمح بحدوث انفصال غير مرغوب فيه بين التحليل الإقتصادي النقدي والإقتصادي الحقيقي، ومنه توجد علاقة عكسية بين سعر الفائدة والطلب على النقود، وإن كانت هذه العلاقة ليست ذات أهمية بالغة أو مؤثرة بالشكل المطلوب، وبالتالي لا يمكن القول أن الطلب على النقود يتمتع بمرونة وحساسية كبيرة لسعر الفائدة.

المطلب الثالث: نظريات سعر الفائدة عند كينز

ظهرت النظرية العامة لكينز أو ما تسمى نظرية الإدخار والإستثمار وتفضيل السيولة، لنتنقد قوانين وتحليل التقليديين، وأسست تحليلاً اقتصادياً نظراً لسلبيات التحليل التقليدي، الذي أدى إلى ظهور أزمة كساد عالمي

[1933-1929] الذي عم النظم الرأسمالية في مختلف الدول، وما نتج عنه من أحداث تاريخية ووقائع اقتصادية كشفت بما لا يدع مجالاً للشك قصور ومحدودية النظريات التقليدية، خاصة بما

(1) بلعزوز بن علي، أثر تغير سعر الفائدة على اقتصاديات الدول النامية: حالة الجزائر، مرجع سابق، ص 53، 54.

التحرير المالي

يتعلق بقانون المنافذ لساي، وحيادية النقود وتوازن الإقتصاد الكلي عند مستوى التشغيل الكامل، وعدم تدخل الدولة إلا في نطاق محدود، مما أدى إلى تبني الكثير من الإقتصاديين إلى طريقة التحليل الكينزي وإعتباره حلا لمعالجة الأوضاع الإقتصادية التي كانت ضحية القوانين الكلاسيكية.

الفرع الأول: أسس النظرية الكينزية

جاء كينز بتحليل جديد يختلف عن مبادئ وأسس التحليل الكلاسيكي الذي أدى إلى بروز أزمات ومشاكل اقتصادية، وقد وضع كينز أسس تقوم عليها نظريته(1):

أولاً: عدم حيادية النقود وأن أي تغيير في كمية النقود يؤثر على الإقتصاد وهذا راجع لأن النقود تطلب لعدة أغراض وهي الإحتياط، المعاملات والمضاربة.

ثانياً: ضرورة تدخل الدولة في الإقتصاد لمعالجة الأزمات المالية وذلك عن طريق التعامل بأدوات السياسة المالية أو النقدية.

ثالثاً: جاء كينز بالنظرية العامة للتوظيف حيث يرى أن التوازن يحدث في أي نقطة من مستوى التشغيل (وجود نسبة من البطالة)، أي جاءت نظريته لمعالجة ودراسة كافة مستويات التشغيل.

رابعاً: اهتم كينز بفكرة الطلب الكلي الفعال لتفسير أسباب عدم التوازن التي وقع فيها النظام الرأسمالي.

خامساً: لا يمكن معالجة البطالة إلا بعد تدخل الدولة.

سادساً: عدم مرونة الأسعار والأجور.

الفرع الثاني: تحديد سعر الفائدة في النظرية الكينزية

يعتبر معدل الفائدة مهما للعديد من المستويات، فعلى المستوى الشخصي يعد ارتفاع سعر الفائدة عائقاً لبعض ممن يريدون شراء عقارات أو سيارات أو ماشابه ذلك لأن ارتفاع سعر الفائدة معناه ارتفاع تكلفة التمويل وعلى العكس فإن سعر الفائدة قد يشجع البعض على الإدخار لأنهم يستطيعون الحصول على دخل أكبر إذا ما ادخروا جانب من دخولهم وعلى مستوى أكثر عمومية فإن لسعر الفائدة تأثير على الإقتصاد بصفة عامة، لأنه يؤثر ليس فقط على رغبات المستهلكين في الإنفاق أو الإدخار ولكن أيضاً على قرارات المستثمرين من أصحاب الأعمال، ولأن تغييرات سعر الفائدة لها تأثير هام على الأفراد والمؤسسات المالية ورجال الأعمال والإقتصاد، فمن المهم دراسة الكيفية التي يتحدد بها سعر الفائدة.

إن سعر الفائدة طبقاً لكينز هو ظاهرة نقدية، فالأفراد لا يطلبون النقود لغرض استخدامها في التبادل فقط بل لأن هناك طلب عليها لذاتها فالنقود أصل كامل السيولة وهناك مزايا تستمد من

(1) بالإعتماد على:

- محمود الشريف إلمان، محاضرات ف النظرية الإقتصادية الكلية، الجزء الأول، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2003، ص 05.

- زينب حسين عوض الله وآخرون، أساسيات الإقتصاد النقدي والمصرفي، منشورات الحلبي الحقوقية، لبنان، 1994، ص 231.

التحرير المالي

هذه الصفة بمن يحتفظون بها إذا قورنت بغيرها من الأصول الرأسمالية، فلكي يتم التخلي عنها يجب الحصول على مقابل التنازل عن المزايا التي كان سيحصل عليها حاملها جراء احتفاظه بها في شكل أصل كامل السيولة، وعليه طبقاً لكيّنز تدفع الفائدة نظير التخلي عن السيولة أو عدم الإكتناز⁽¹⁾.

وسعر الفائدة عند كيّنز كأى سعر آخر يتحدد في السوق النقدي عند ذلك المستوى الذي يتعادل عنده العرض والطلب عليها، حيث يمثل عرض النقد كمية النقود المتوفرة في فترة زمنية معينة والتي تحدد عادة من قبل السلطات النقدية دون التأثير بأي متغير اقتصادي كسعر الفائدة. أما الطلب على النقود فهو عبارة عن كمية النقود التي يستطيع الأفراد أن يحتفظوا بها بصورة سائلة، ويعبر كيّنز عن الطلب على النقود بالترفضيل النقدي أو تفضيل السيولة، وقد ميز كيّنز بين الدوافع التي تحدد تفضيل السيولة من قبل الأفراد والتي لخصها في الإحتياط، المعاملات اللذان لا يتأثر بسعر الفائدة والمضاربة التي لها علاقة وطيدة بسعر الفائدة⁽¹⁾، وسندرج ذلك فيما يلي:

أولاً: الطلب على النقود بدافع المعاملات (المبادلات)

إن دافع المعاملات يرجع طلب النقود إلى الحاجة للنقود الحاضرة للمعاملات الجارية لكل من الأفراد ومنشآت الأعمال، والحاجة للنقود الحاضرة لمواجهة دافع المعاملات تنشأ أساس لعدم توافر عنصر التوافق الزمني بين اكتساب الدخل والقيام بالإنفاق⁽²⁾، وهذا هو سبب احتفاظ الأفراد بالنقود لتمويل الطلب على النقود بغرض المعاملات من جهة⁽³⁾.

ومن جهة أخرى فترة التأخير بين نفقات منشآت الأعمال وبين إيرادات المبيعات، وبالتالي نقول أن حجم الأرصدة النقدية السائلة إنما تتوقف على حجم الدخل المستلم وعلى عدد مرات إستلام الدخل، ولا يتأثر هذا الطلب بسعر الفائدة⁽⁴⁾، فكلما زاد الدخل والعمالة كلما زاد الطلب على النقود لأغراض المبادلات والعكس.

ثانياً: الطلب على النقود بدافع الإحتياط

يحتفظ الأفراد بالنقود لغرض مواجهة الظروف والأحوال غير المتوقعة والتي تستوجب منهم إنفاقاً نقدياً معيناً، حيث ينشأ الطلب على النقود بدافع الإحتياط مبدئياً بسبب عدم التأكد من الإيرادات في المستقبل، ومن عدم التأكد من النفقات في المستقبل ولذلك وجب على الأفراد دائماً

(1) صبحي تادرس قريصة، مدحت محمد العقاد، النقود والبنوك والعلاقات الاقتصادية الدولية، دار النهضة العربية، بيروت، 1983، ص 203.

(1) محمود حسين الوادي وآخرون، مرجع سابق، ص 250.

(2) سمير فكري نعمة، العلاقة التبادلية بين سعر الصرف وسعر الفائدة وانعكاساتها على ميزان المدفوعات، دار البازوري، الأردن، 2011، ص 47.

(3) محمد عزت غزلان، اقتصاديات النقود والمصارف، دار النهضة العربية، بيروت، 2002، ص ص 196، 197.

(4) سمير فكري نعمة، مرجع سابق، ص 47.

الإحتفاظ بقدر من النقد السائل يفوق إحتياجاتهم الجارية⁽⁵⁾، عديم المرونة بالنسبة لسعر الفائدة وإنما يعتمد على مستوى الدخل فقط⁽⁶⁾.

ثالثاً: الطلب على النقود بدافع المضاربة

يحتفظ الأفراد بالنقود سائلة بهدف الإستفادة من تقلبات الأسعار التي يتوقعون حدوثها في الأسواق المالية، حيث يرى كينز أن تقلبات الطلب على النقود تبعاً لدوافع المضاربة في السوق من أهم الأسباب التي تؤدي إلى تقلبات أسعار الفائدة ويعد دافع المضاربة (تفضيل السيولة) بمثابة دالة متناقصة لسعر الفائدة وبمعنى آخر يؤدي سعر الفائدة إلى زيادة الطلب على النقود لأغراض المضاربة⁽¹⁾.

فالشخص الذي يتحول من السيولة إلى شراء السندات يرى أن أسعار الفائدة الحالية مرتفعة وأثمان السندات منخفضة، ويتوقع انخفاض أسعار الفائدة في المستقبل، أما الشخص الذي يتحول من السندات إلى السيولة فإنه يرى أن أسعار الفائدة الحالية منخفضة وأثمان السندات مرتفعة ويتوقع ارتفاع أسعار الفائدة وانخفاض أثمان السندات مستقبلاً، والشرط الأساسي لتحقيق هذا النوع من المضاربة هو عدم التأكد من أسعار الفائدة⁽²⁾.

إن دافع المضاربة يرجع الرغبة في الإحتفاظ بالأرصدة النقدية بغرض الإستفادة من تحركات السوق، وكذلك عن طريق أرباح المضاربة من شراء وبيع السندات، وعن طريق التغيرات في سعر الفائدة في المستقبل، حيث أن هناك علاقة عكسية بين سعر الفائدة في سوق السندات وسعر السند في السوق فإذا ارتفع سعر الفائدة ينخفض سعر السند في السوق والعكس صحيح، وبذلك نجد أن كينز ربط بين الطلب على النقود لأجل المضاربة وسعر الفائدة، فعندما يرتفع سعر الفائدة تنخفض أسعار السندات، فيزداد الطلب عليها ويقل الطلب على النقود لأجل المضاربة، والعكس عندما تنخفض أسعار الفائدة⁽³⁾.

ومنه يمكن القول أنا الطلب على النقود لغرض المعاملات والإحتياط يتأثران فقط بالدخل دون سعر الفائدة على عكس الطلب على النقود لغرض المضاربة الذي يتأثر وبصورة قوية بسعر الفائدة وذلك بعلاقة عكسية.

رابعاً: التعبير الرياضي لتحديد سعر الفائدة التوازني (الطلب على النقود وعرضها)

يمكن صياغة دوافع الطلب على النقود وعرضها رياضياً وعلى شكل رموز ومعادلات كالتالي⁽⁴⁾:

1- عرض النقود

(5) محمود حسين الوادي وآخرون، مرجع سابق، ص125.

(6) عبد النعيم مبارك، أحمد الناقية، النقود والصرافة والنظرية النقدية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 1996، صص191، 192.

(1) ناظم محمود نوري الشمري، مرجع سابق، ص213.

(2) مصطفى رشدي شيحة، مرجع سابق، ص118.

(3) عبد المنعم السيد علي، نزار سعد الدين العيسى، مرجع سابق، ص249.

(4) أكرم حداد، مشهور هذلول، النقود والمصارف: مدخل تحليلي ونظري، دار وائل، الأردن، ط2، 2008، صص107، 110.

عرض النقود عبارة عن دالة ثابتة بإعتباره يتحدد من قبل السلطات النقدية ونرمز لعرض النقود ب: MS، حيث أن: (MS=1).

2- الطلب على النقود

كما قلنا سابقا الطلب على النقود يتحدد بثلاث دوافع المعاملات، الإحتياط، المضاربة.

أ- دالة الطلب على النقود بدافع المعاملات

$$Md_1 = F(Y) \dots \dots \dots (1)$$

حيث أن:

Md_1 : الطلب على النقود بدافع المعاملات.

Y : الدخل

ب- دالة الطلب على النقود بدافع الإحتياط

$$Md_2 = F(Y) \dots \dots \dots (2)$$

Md_2 : الطلب على النقود بدافع الإحتياط

Y : الدخل

ج- دالة الطلب على النقود بدافع المضاربة

$$Md_3 = F(y; i) \dots \dots \dots (3)$$

Md_3 : الطلب على النقود لغرض المضاربة

Y : الدخل

i : سعر الفائدة

وبجمع المعادلات الثلاثة (1)، (2)، (3)، في دالة واحدة تصبح المعادلة كالتالي:

$$Md = F(y; i) \dots \dots \dots (4)$$

حسب المعادلة المتحصل عليها فإن سعر الفائدة التوازني يتحدد بتساوي عرض النقود مع الطلب

$$Ms = F(y; i) \dots \dots \dots (5)$$

عليها وتصبح المعادلة:

خامسا: التعبير البياني لتحديد سعر الفائدة التوازني (الطلب على النقود وعرضها)

1- عرض النقود

الشكل رقم (08) : ثبات عرض النقود وعدم مرونته بالمتغيرات الإقتصادية

الطلب على النقود

MS



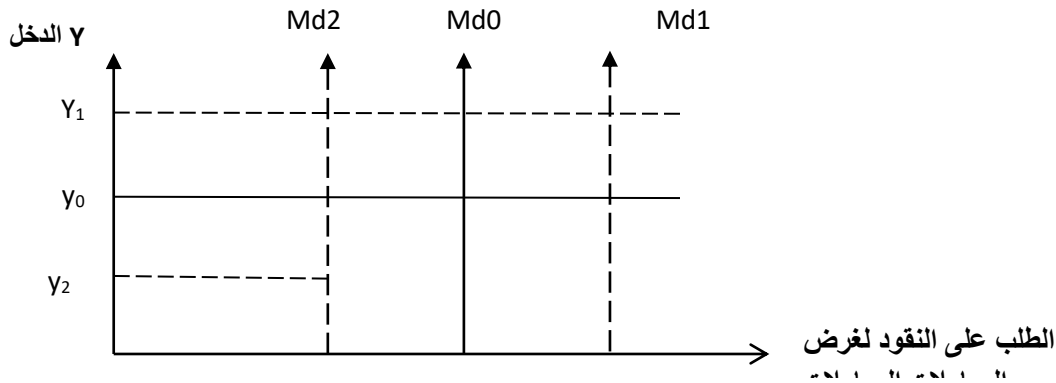
من الشكل نرى أن عرض النقود عبارة عن مستقيم ثابت لا يتأثر بأي متغيرات اقتصادية، وذلك بإعتباره محدد مسبقاً من قبل السلطات النقدية.

2- الطلب على النقود

يمكن تقسيمها إلى ثلاث أقسام:

أ- الطلب على النقود بدافع المعاملات

الشكل رقم (09) : سعر الفائدة وعلاقته بالطلب على النقود بدافع المعاملات

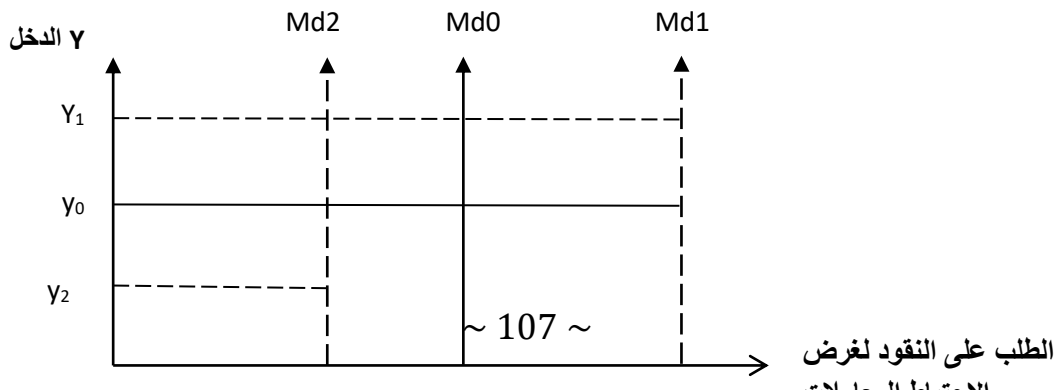


المصدر: أكرم حداد، مشهور هذلول، النقود والمصارف: مدخل تحليلي ونظري، دار وائل، الأردن، ط2، 2008، ص108.

نستنتج من الشكل انه كل ما زاد معدل الدخل كلما ادى هذا إلى زيادة الطلب على النقود لغرض المعاملات وكلما انخفض حجم الدخل المتوفر كلما تناقص معه الطلب على النقود لغرض المعاملات وذلك بعلاقة طردية بين الدخل والطلب على النقود لدفع على المعاملات.

ب- الطلب على النقود بدافع الاحتياط

الشكل رقم (10) : سعر الفائدة وتأثيره على الطلب على النقود بدافع



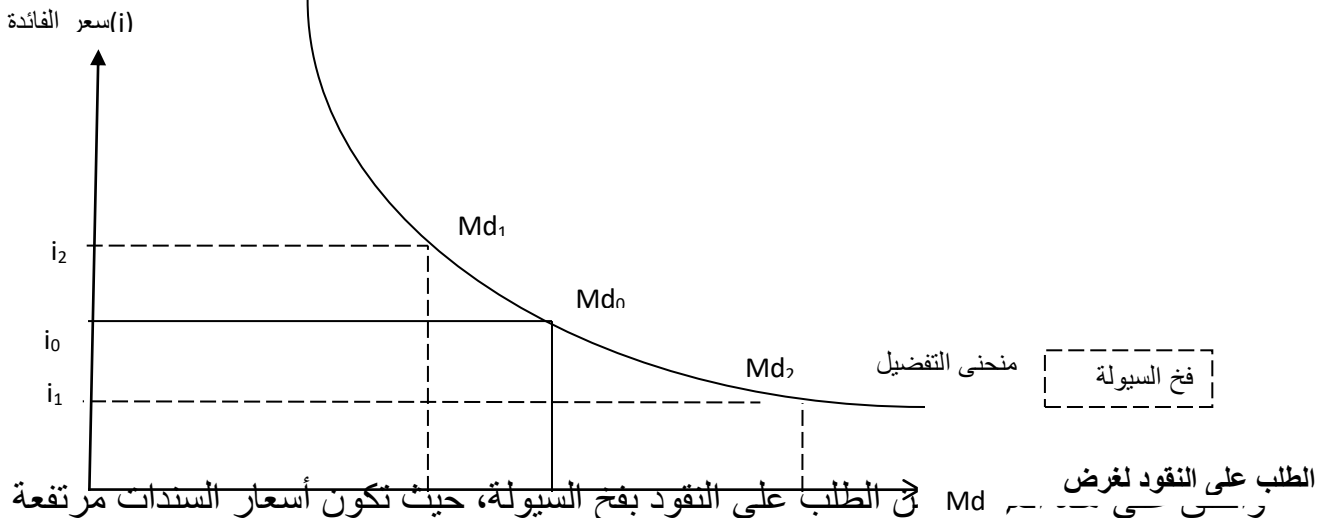
المصدر: أكرم حداد، مشهور هذلول، مرجع سابق، ص108.

نلاحظ من الشكل أن الطلب على النقود بغرض الاحتياط له علاقة طردية ووثيقة مع الدخل وكلما زاد معدل

نلاحظ من الشكل أن الطلب على النقود لغرض الاحتياط له علاقة طردية ووثيقة مع الدخل فكلما زاد معدل الدخل كلما أدى هذا إلى التأثير على الطلب على النقود لدافع الاحتياط بالزيادة وإذا نقص حجم الدخل المتوفر لدى الأفراد كلما تخلو عن الطلب على النقود لغرض الاحتياط.

ج- الطلب على النقود بدافع المضاربة

الشكل رقم (11) : منحنى الطلب على النقود بدافع المضاربة



جد المصدر: عبد المنعم السيد علي، سعد الدين العيسى، مرجع فاع يؤدي إلى خسارة مؤكدة عند الاحتفاظ بالسندات، ويحدث ذلك بصورة

خاصة في حالات الكساد الإقتصادي والإنهيار المالي عندما يرغب الجميع ببيع السندات و لا أحد يرغب بشرائها فانهارت أسعارها بعد الإرتفاع المتزايد فيها(1)

ونلاحظ من الشكل رقم (11) أن هناك إختلاف بين اتجاه سعر الفائدة و الطلب على النقود لغرض المضاربة حيث كلما ارتفع سعر الفائدة أدى هذا إلى انخفاض الطلب على النقود لغرض المضاربة فيتجه العمود Md_0 إلى اليسار نحو Md_1 وكلما انخفض سعر الفائدة أدى هذا إلى اتجاه Md إلى اليمين حتى يصل إلى Md_2 ، ومنه يمكن القول أن هناك علاقة عكسية بين سعر الفائدة والطلب على النقود لغرض المضاربة

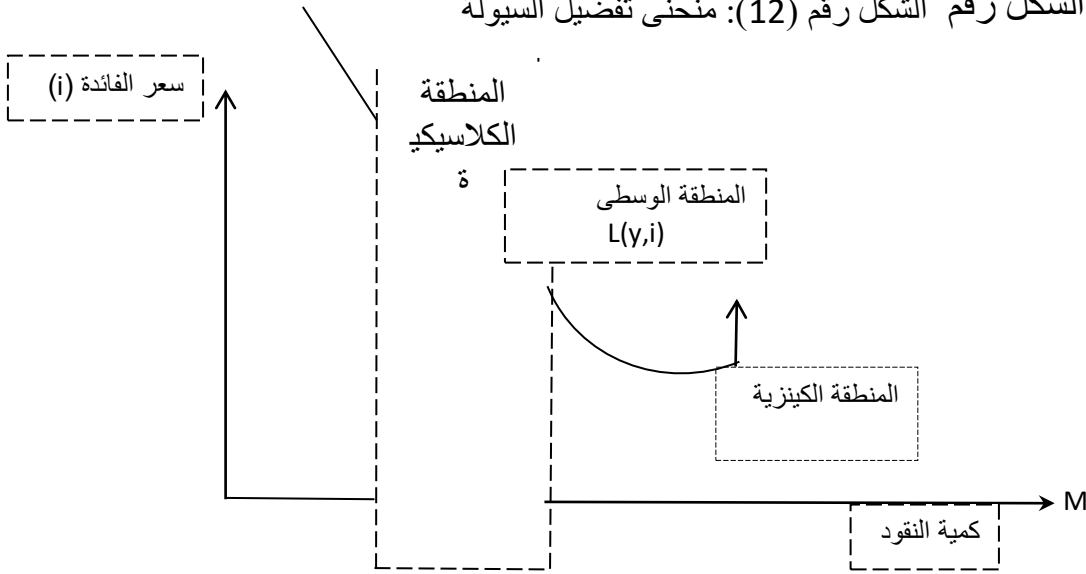
الفرع الثالث: تحديد سعر الفائدة حسب نظرية تفضيل السيولة

يعد الغرض من تبين نظرة تفضيل السيولة تحديد سعر الفائدة التوازني الذي يتحدد وفق لتساو الطلب على النقود مع عرضها.

أولاً: منحنى تفضيل السيولة

(1) بن عبد الفتاح دحمان، سعر الفائدة ومحدوديته في علاج الأزمة المالية الراهنة، مداخلة مقدمة في الملتقى الدولي الثاني حول الأزمة المالية الراهنة والبدائل المالية والمصرفية – النظام المصرفي الإسلامي نموذجاً - ، معهد العلوم الإقتصادية وعلوم التسيير، المركز الجامعي بخميس مليانة، يومي 5،6 ماي، 2009، ص25.

يعبر منحنى تفضيل السيولة العلاقة الدالية، بين كمية النقود المطلوبة لكل الدوافع وسعر الفائدة ولتبيين ذلك نعرض الشكل رقم (12): منحنى تفضيل السيولة



المصدر: بن عبد الفتاح دحمان، سعر الفائدة ومحدوديته في علاج الأزمة المالية الراهنة، مداخلة مقدمة في الملتقى الدولي الثاني حول الأزمة المالية الراهنة والبدائل المالية والمصرفية - النظام المصرفي الإسلامي نموذجاً - ، معهد العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، المركز الجامعي بخميس مليانة، يومي 5،6 ماي، 2009، ص25.

ويكون فيها سعر الفائدة مرتفع حيث يسير حسب مبدأ العرض والطلب، وبالتالي فإن سعر الفائدة يرتفع بأسعار المضاربة ويكون تفضيل السيولة منعدها حيث يفضل الأفراد إيداع نقودهم في البنوك للإستفادة من ارتفاع أسعار الفائدة ويتأثر عندها الطلب من أجل المضاربة بأسعار الفائدة بل قد تكون هنا مساوية أو تقترب من الصفر (1).

2- المنطقة الوسطى

وفيها ترتبط أسعار الفائدة بعلاقة عكسية مع الطلب على النقود بغرض المضاربة وينحدر المنحنى من أعلى إلى أسفل بميل متناقص لأسعار الفائدة وتزيد المرونة حتى يتقدم الميل عند مستوى منخفض لسعر الفائدة وتبدأ منطقة فخ السيولة (2).

3- منطقة فخ السيولة

وتسمى المنطقة الكينزية والتي عندها يصل سعر الفائدة إلى أدنى حد لها وتكون لدى الأفراد رغبة للإحتفاظ بالنقود السائلة حيث يحاول من لديهم سندات تحويلها إلى نقود تحسب لإنخفاض أسعارها نتيجة توقعهم بارتفاع سعر الفائدة وتكون مرونة الطلب على النقود هنا بالنسبة لسعر الفائدة لا نهائي المرونة (3).

ثانياً: تحديد سعر الفائدة التوازني في نظرية تفضيل السيولة

إن عرض النقود في أي لحظة من الزمن إنما يتحدد بواسطة السلطات النقدية مستقلاً عن إعتبرات سعر الفائدة، وبالتالي فهو عديم المرونة بالنسبة لسعر الفائدة، وفي الشكل رقم (13) حيث

(1) بن عبد الفتاح دحمان، مرجع سابق، ص13

(2) نفس المرجع، ص136.

(3) نفس المرجع، ص137.

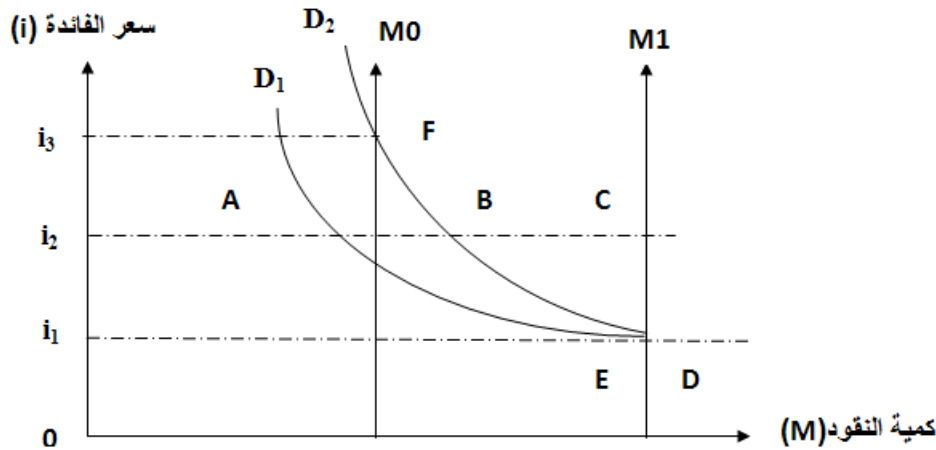
التحرير المالي

يتم التفاعل بين الطلب على النقود (D) مع منحنى عرض النقود (M_0) عند النقطة (A) لتحديد سعر الفائدة (i_2) وذلك لتساوي عرض النقد مع الطلب على النقود، ولكن قد يزداد عرض النقود بواسطة البنك المركزي إلى (M_1) فإنه عند هذا المستوى من سعر الفائدة سيزيد عرض النقد مقارنة بالطلب عليه بمقدار (A) مما يتيح ذلك فرصة للأفراد لشراء السندات بمقدار الفائض النقدي الحاصل، وهذا يترتب عليه ارتفاع أسعار السندات و انخفاض أسعار الفائدة حتى يصل إلى (i_1) بعدها يأخذ الطلب على النقود بالتزايد⁽⁴⁾.

أما إذا زاد الطلب على النقود لأغراض المعاملات نتيجة زيادة الدخل فإن منحنى الطلب على النقود ينتقل إلى (D_2) وباقتراض أن عرض النقود عند مستواه (M_0) فإن ذلك سيؤدي إلى تخفيض الفائض النقدي (AB) عند سعر

الفائدة (i_2) وعند هذا المستوى من سعر الفائدة يتجه الأفراد للحصول على الأرصدة النقدية من خلال بيع السندات مما يترتب عليه ارتفاع في سعر الفائدة حتى يصل إلى (i_3) وذلك نتيجة زيادة الطلب على النقود، وباقتراض ثبات عرض النقود (M_0) فإن التساوي بين الطلب الجديد والعرض الثابت للنقود سيؤدي إلى الوصول إلى سعر فائدة أعلى أي تحقيق المستوي (i_3).

الشكل رقم (13): تحديد سعر الفائدة وفقا للنظرية الكينزية



المصدر: سمير فخري نعمة، العلاقة التبادلية بين سعر الصرف وسعر الفائدة وانعكاساتها على ميزان المدفوعات، دار البازوري، عمان، 2011، ص 05.

وهكذا نجد أنه كلما ارتفع عرض النقود مع ثبات الطلب فإن سعر الفائدة يأخذ بالانخفاض، أي أن العلاقة بينهما عكسية، وخاصة إذا كان توقعات الأفراد اتجاه سعر الفائدة في المستقبل يتسم بالثبات أما إذا زاد الطلب على النقود مع ثبات العرض النقدي فإن سعر الفائدة يأخذ بالارتفاع أي

(4) سمير فخري نعمة، مرجع سابق، ص ص 52، 53.

التحرير المالي

أن العلاقة بينهما طردية ويمكن القول أن سعر الفائدة يتأثر بدرجة أساسية بحجم العرض والطلب وفقا لهذه النظرية.

انطلاقا من التحليل السابق للنظرية الكينزية نجد أن كينز:

أولاً: أهمل أثر العوامل الحقيقية في تحديد سعر الفائدة، فقد اعتبر أن الفائدة إنما هي ظاهرة نقدية بحتة ورفض الاعتقاد بأن العوامل الحقيقية مثل الإنتاجية والتفضيل الزمني لها أي أثر على سعر الفائدة ، مثلما أخطأ الكلاسيك في إعتبارهم أن الفائدة ظاهرة حقيقية بحتة و أهملوا العوامل النقدية، إضافة إلى أنه أهمل عنصر الإدخار عندما اعتبر أن

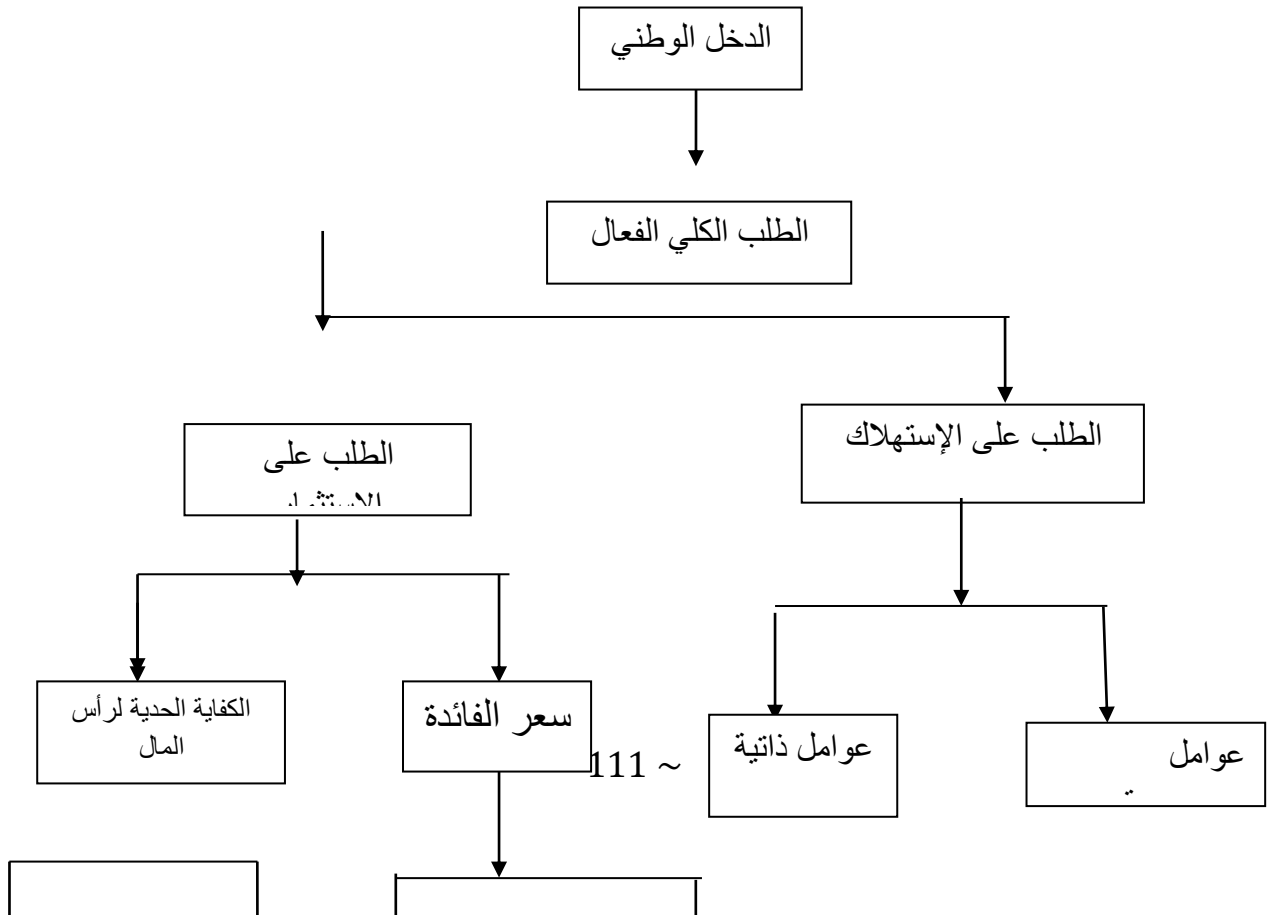
الفائدة هي مكافأة نتيجة التضحية بالسيولة حيث أنه بدون إدخار لن تكون هناك سيولة للتنازل عنها، وعليه فإن عامل الإدخار لا يمكن إهماله في نظرية الفائدة.

ثانياً: لقد كان الإقتصادي كينز يعتبر تخفيض سعر الفائدة من أهم العوامل المساعدة على رفع مستوى النشاط

الإقتصادي، لكن الواقع أن معدل الربح يلعب الدور الأهم في ذلك، كما أن الأحوال والظروف الإقتصادية من أهم العوامل المؤثرة على حجم الإستثمار في الإقتصاد، وفي فترات الكساد و الإنكماش الإقتصادي ينخفض حجم الإستثمار في الإقتصاد، بالرغم من الإنخفاض الكبير في أسعار الفائدة.

من خلال توضيحنا للفكر الكينزي وأهم أسسه وأفكاره التي يقوم عليها وجب إعطاء مخطط توضيحي له والذي يطلق عليه النموذج الكينزي المبسط.

الشكل رقم (14): مخطط توضيحي للنموذج الكينزي



المصدر: بلعزوز بن علي، محاضرات في النظريات والسياسات النقدية، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2004، ص36.

يبين الشكل رقم (14) أن العامل الأساسي الذي يحدد حجم الإنتاج والتشغيل ومن ثم حجم الدخل الوطني عبارة عن الطلب الكلي الفعال الذي هو عبارة عن مزيج من الطلب على الإستهلاك والطلب على الإستثمار باعتبار أن الطلب على الإستهلاك تحكمه عوامل موضوعية وذاتية التي تدفع بالأفراد إلى تخصيص جزء من دخلهم لأغراض الإنفاق على السلع والخدمات الاستهلاكية ويطلق كينز عن العلاقة الموجودة بين الدخل والإستهلاك بميل الإستهلاك الذي يعرف بأنه العلاقة بين كمية معينة من الدخل ونفقات الإستهلاك المتولدة من هذا الدخل.

أما بالنسبة للعوامل التي تحدد الطلب على الإستثمار باعتباره جزء من الطلب الكلي الفعال فهي الكفاية الحدية لرأس المال التي تعبر عن الربح السنوي المتوقع الحصول عليه من الإستثمارات الإضافية خلال فترة زمنية إضافة إلى تكلفة إقامة الإستثمارات (تكلفة رأس المال المستغل) من جهة ومن جهة أخرى سعر الفائدة، حيث يقوم المستثمرين بالموازنة بين هذا الأخير و الكفاية الحدية لرأس المال، حيث أنه كلما ارتفع حجم نوع معين من الإستثمار انخفضت الكفاية الحدية لرأس المال، أما بالنسبة لسعر الفائدة فقد أعطى كينز اهتماما كبيرا له من حيث تأثيره على قرارات المستثمرين باعتباره تكلفة الحصول على الإستثمار، ويعتبر سعر الفائدة عديم المرونة بالعرض النقدي على عكس الطلب على النقود فهو يتأثر بطريقة واضحة بسعر الفائدة.

المطلب الرابع: سعر الفائدة في الفكر الاقتصادي الإسلام

لا تخلوا أهداف الفكر الإسلامي من تحقيق التنمية الاقتصادية وذلك من خلال تنمية الإنتاج والاهتمام بالموارد البشرية وتوزيع عادل للدخل بين أفراد المجتمع، شريطة ألا يخرج تحقيقها لهذه المساعي عن أصول الشريعة الإسلامية، ولقد حرم الإسلام التعامل بالفائدة وبذلك ضمان عدم الخروج على ما جاء به الله عز وجل.

الفرع الأول: موقف التحريم الكامل للفائدة المصرفية

لقد اعتمد التحريم الكامل للفائدة المصرفية على أساس أنها لا تختلف جوهرًا عن الربا الذي حرمه الله عز وجل في القرآن الكريم وأكد حرمة رسول المصطفى صلى الله عليه وسلم في سنته المطهرة، وبذلك يضمن تحويل رأس المال الذي كان مخصص للمعاملات الربوية في المجتمع الإسلامي حتى يصبح رأس مال منتج يساهم في المشاريع التي تعود على الفرد والمجتمع منها المشاريع الصناعية والتجارية⁽¹⁾.

الفرع الثاني: الآراء الفقهية التي جادلت في تطابق الفائدة مع الربا

(1) عبد الرحمن يسري أحمد، مرجع سابق، ص195.

التحرير المالي

العلم ركيزة من أهم الركائز التي يركز عليها الإسلام، وعلماء المسلمين الذين فتحوا باب عصر العلم على مصراعيه كما شهدت العصور الوسطى على ذلك، بينما كان الإقطاع والكنيسة يخلقان أبواب العلم في أوربا فيما أطلق عليه

عصور الظلام، لذلك لزم على كل مسلم معاصر أن يعرف ما قيل وما يقال عن الربا والفائدة ويعمل عقله حتى يصل إلى اليقين التام فيما حرم الله وأحل، فلقد قيل بحق أن ذرة من الشك تعكر صفو اليقين⁽¹⁾، حيث أكد الفقهاء على⁽²⁾:

- حرم الفائدة المصرفية بسيطة أو مركبة.

- يرى النظام الاقتصادي الرأسمالي الذي كان مهيم على العالم وما زال إلى الآن قد أصبح معتمد على آلية الإقراض بالفوائد أي الربا، وهذا ما أدى به إلى الدخول في أزمات مالية.
- لا سبيل للفكاك من أسر النظام الاقتصادي الرأسمالي ومعاملاته الربوية إلا إذا تغير النظام نفسه.

الفرع الثالث: الفرق بين آلية سعر الفائدة في الفكر الاقتصادي وآلية الربح في الفكر الإسلامي
يمكن إبرازها في الجدول التالي:

الجدول رقم (01): التفرقة بين آلية سعر الفائدة في الفكر الاقتصادي والفكر الإسلامي

آلية الربح في الفكر الإسلامي	آلية سعر الفائدة في الفكر الاقتصادي
- إلغاء سعر الفائدة مع توافر بديل هو الربح. - التوازن الصفري لسعر الفائدة. - الربح هو المعيار لسعر الفائدة. - الربح هو المعيار الذي يحكم التعامل برأس المال. - العائد من رأس المال المستثمر لا يتمثل في فائدة و ذلك عن طريق تطبيق سعر الفائدة و إما يتمثل في حصة في الربح. - الربح هو المعيار الذي يحكم تخصيص الموارد المالية. - يقوم التعاقد على أساس العدالة بين الطرفين فتحمل النتيجة خسارة كانت أو ربح يكون من الطرفين.	- سعر الفائدة هو السعر الإستراتيجي في النظام الاقتصادي المعاصر. - الجهاز العصبي للنظام المصرفي. - العامل المؤثر في المدخرات وجذبها. - يضمن أكفاً استخدام للموارد عن طريق توزيع أمثل لها. - هو ثمن أو يجار لاستخدام النقود. - في حالة انخفاض أو ارتفاع سعر الفائدة عكس توقعات المستثمرين فهنا يتحمل الخسارة طرف واحد من العقد.

(1) عبد الرحمن يسري أحمد، مرجع سابق، ص206.

(2) عبد الحميد الغزالي، مرجع سابق، ص15،25.

المصدر: عبد الحميد الغزالي، الأرباح والفوائد المصرفية بين التحليل الاقتصادي والحكم الشرعي، المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب، جدة، 1994، ص ص 25، 15.

يبين الجدول رقم (01) أنه هناك فروقات واسعة بين طريقة آلية التعامل بسعر الفائدة في الفكر الاقتصادي والفكر الإسلامي، حيث نجد أن سعر الفائدة جزء لا يتجزأ من الفكر الاقتصادي، ويعتبر أساس ومحور جميع تعاملاته المالية حتى ولو كان يحمل التعامل به آثار سلبية على الاقتصاد، أما بالنسبة للجانب الإسلامي فهو ينادي بالتخلي عن سعر الفائدة واستبداله بعنصر الربح الذي يحكم التعامل الإسلامي الذي يقوم على أساس العدالة في تحمل الخسارة وتقاسم الربح بين الأطراف المتعاقدة.

الفرع الرابع: العلاقة بين الربا والفائدة

يمكن التمييز بين ثلاث اتجاهات رئيسية لدراسة مدى تباين وتطابق الربا والفائدة فيما يلي:

أولاً: التباين بين مجال الربا ومجال عمل سعر الفائدة

يرى العديد من المختصين في مجال الفقه والاقتصاد أن هناك تباين واختلاف بين الربا المحرم ونظام سعر الفائدة ويرجع ذلك في نظرهم إلى عدة أسباب يمكن تقسيمها إلى قسمين:

1- الأسباب المنغلقة بواقع وطبيعة سعر الفائدة

و تتمثل فيما يلي (1):

يرى أصحاب هذا الإتجاه أن أسباب تحريم الربا تعود إلى العيوب الخلقية والاجتماعية والاقتصادية لنظام الربا المحرم، فهو يقطع صلة الرحم والقربان، ومن الناحية الاجتماعية يقر نظام استغلال الغني للفقير، أما من الناحية الاقتصادية فهو يسبب الكساد في النشاط الاقتصادي والتجاري لعدم مشاركة أصحاب الثروات في النشاط الصناعي والاستثماري مكتفين بما تحقق لهم الأرصدة التي تم إقراضها للغير، والمتأمل في هذه الأسباب يرى أنها لا تنطبق على التعامل بسعر الفائدة الذي تتعامل به المصارف الحديثة، حيث يرى الكثير من الاقتصاديين أن سعر الفائدة أداة ضرورية لإدارة النظام النقدي القائم، و من ثم النظام الاقتصادي القائم وأنها تقوم بدور أساسي في تعبئة المدخرات وتوجيهها إلى عمليات الاستثمار والتنمية الاقتصادية.

كما أن الربا يقع بين شخصين الدائن والمدين، أي الدائن يستغل المدين، إلا أن الواقع لا يثبت ذلك في نظام سعر الفائدة، حيث أن التعامل لا يتم بين مال ومال ولا بين شخص وشخص، كما أن المقرض قد يكون شخص عادي أو قد يكون دولة.

وبالتالي فإن الربا المحرم يعتمد على أخذ أصل الدين أضعافاً مضاعفة، أما في نظام الفائدة فإن هذه الأخيرة تكون محدودة ويتصور دائماً أن مجال الربا المحرم القروض الاستهلاكية وليس

(1) بلعزوز بن علي، أثر تغير سعر الفائدة على اقتصاديات الدول النامية: حالة الجزائر، مرجع سابق، ص ص 117، 116

التحرير المالي

قروض الاستثمار والإنتاج إلا أنه في نظام الفائدة فإنه غالبا ما يكون القرض قرضا إنتاجيا وليس قرضا استهلاكيا.

2- الأسباب المتعلقة بالتكليف الشرعي لسعر الفائدة

تتعلق هذه الأسباب بعدم تصور وجود علاقة ربوية بين الدولة والأفراد، حيث أن النظام المصرفي يخضع في إدارته وتوجيهاته إلى مراقبة السلطات النقدية (البنك المركزي) وفقا للسياسة النقدية للدولة، حيث يتم تحديد سعر الفائدة من قبل الهيئة النقدية المركزية، وعلى هذا الأساس يعتبر سعر الفائدة نظاما بعيدا عن نظام الربا⁽¹⁾.

كما أن العلاقة بين صاحب المال و البنك مثل العلاقة بين صاحب الأرض و المزارع ، فهذا الأخير يستأجر الأرض نقابل أجره يدفعها ، و بالتالي العلاقة بين صاحب المال البنك و سعر الفائدة يصبح نظام شرعي لا ضرر فيه ، قياسا إلى أجره الأرض ، لذا فالفائدة تعتبر في رأيهم مختلفة عن نظام الربا⁽²⁾.

بالإضافة إلى أن العلاقة بين صاحب المال والبنك ليست علاقة قرض وإنما تأخذ صورة المضاربة المشروعة، أما الفائدة المحدودة فهي عائد المضاربة، أي أن العلاقة بين صاحب المال والبنك تأخذ صور مضاربة مع تحديد الربا مسبقا في هيئة سعر الفائدة ولا تعتبر من الربا، فهذه العلاقة هي عملية إيداع ويعتبر التعامل بهذا الشكل من العمليات من المعاملات المباحة.

ثانيا: التطابق بين الربا والفائدة

يمكن إرجاع الأسباب التي اعتمد عليها أصحاب هذا الاتجاه في إثبات مدى التطابق بين سعر الفائدة والربا المحرم إلى العوامل التالية⁽³⁾.

1- العوامل والأسباب المتعلقة بالربا

يقر أصحاب هذا الاتجاه أن الربا المحرم ليس فقط ربا الأضعاف المضاعفة، فالفوائد التي تمنحها البنوك و إن لم تكن أضعافا مضاعفة فهي ربا محرم، والربا المحرم في الإسلام لا يقتصر على القروض الاستهلاكية، بل يشمل القروض الإنتاجية أيضا، وقد نزل الحكم بالتحريم والناس يتعاملون بالقروض التجارية، ولم يكن هناك إشارة إلى عدم تحريمه وبذلك فالربا هو سعر الفائدة لعينة وذاته.

2- الرد على ادعاءات التكليف الشرعي

يرى بعض العلماء القول بأن لا ربا في علاقة تتم بين الدولة والفرد على اعتبار أنه قد يكون المقترض الدولة والمقرض الفرد ، لكن الواقع العملي بين أن المقرض هي الدولة ومؤسساتها وأن المقترضين هم عامة الشعب، وبالتالي قد تكون أسعار الفائدة على هذه القروض محل تكليف لا

(1) فيصل محمد فكري، مرجع سابق، ص441.

(2) نفس المرجع ، ص 443.

(3) بلعزوز بن علي، أثر تغير سعر الفائدة على اقتصاديات الدول النامية: حالة الجزائر، مرجع سابق، ص 119، 120.

يقدر عليه المقترض، خاصة إذا كانت الدولة تحدد سعر الفائدة على أساس الأسعار الجارية في السوق.

وفي ردهم على الرأي الذي يستند إلى قياس سعر الفائدة على أجره الأرض فهم يرونه فاسد لعدم الاشتراك في العلة، فالقياس قد تم بين النقود والأرض، ولما كانت العلة في إجارة الأرض هي الانتفاع بعينها فلا يمكن هذا القول على النقود حيث لا يمكن الانتفاع بعينها مادامت نقوداً، ومن ثم لا فرق بين الربا والفائدة في هذه المسألة لعدم الاشتراك في العلة.

أما في ردهم على أن العلاقة بين صاحب المال والبنك هي علاقة وديعة يتم التعامل فيها على أساس المضاربة الشرعية، فهم يرون أن العلاقة في أصلها هي علاقة قرض وليست علاقة وديعة، وذلك أن يد البنك على الأموال المودعة " يد ضمان وليست يد أمانة" ، ومن ثم استحق البنك الربح أو الفائدة، دون صاحب المال طبقاً لقواعد الشريعة الإسلامية ومنه فما يحصل على صاحب المال من فوائد يعتبر ربا محرماً.

خلاصة:

لقد أدركت العديد من الدول التي قامت باتباع سياسات الكبح المالي أنها لم تعد تواكب التطورات العالمية، وأدت آثار سلبية على الإقتصاديات كما أنها لم تحقق الأهداف التي خططت لها، لذلك قامت بإعادة هيكلة قطاعها المالي والمصرفي، وقد بدأت هذه الدول باتخاذ سلسلة من الإجراءات المتعلقة بالتكيف مع المستجدات وذلك لجعل القطاع المال فيه أكثر مرونة وفعالية وأماناً ابتكاراً بما يكفل تحسين قدرته التنافسية بالإعتماد على مبادئ سياسة التحرير المالي، والتي من أبرز مكوناتها تحرير أسعار الفائدة، ومن خلال ما تم استعراضه في هذا الفصل يمكن إبراز أهم النتائج التي تم التوصل إليها:

التحرير المالي

- أدت سياسة الكبح المالي إلى آثار سيئة على اقتصاديات الدول النامية التي تبنت هذه السياسة حيث أدت إلى كبح النظام المالي وبالتالي الحد من القيام بوظائفه في تنشيط الإقتصاد.
- يعتبر بروز العولمة المالية وتحرير الأسواق المالية وتنامي التعاملات المالية والمصرفية الدولية بمثابة القوى الدافعة نحو تبني سياسات التحرير ومنح المزيد من الإنتاج لأنظمتها المالية.
- سياسة التحرير المالي تؤدي إلى خلق مؤسسا مالية ومصرفي ذات ملاءت عالية وقدرة تنافسية تؤهلها للبقاء دون أي شكل من أشكال الدعم والحماية.
- سعر الفائدة عبارة عن الجهاز العصبي ، للنظام المصرفي الحديث، وبالتالي سيضمن الإستخدام الكفاء للموارد عن طريق توزيع أمثل لها.
- إن النظرية الكلاسيكية، الأرصدة المعدة للإقتراض وأيضا نظرية تفضيل السيولة في سعر الفائدة إنما هي نظرية غير محددة لسعر الفائدة، فالأولى هي ركزت على العوامل الحقيقية (الإدخار والاستثمار) في تحديد سعر الفائدة، واعتبرت أن الفائدة ظاهرة عينية، أما الثانية محاولتها لم تكلل بالنجاح لجميع العوامل النقدية مع العوامل الحقيقية من أجل شرح كيفية تحديد سعر الفائدة، أما الثالثة فقد اعتمدت على العوامل النقدية (عرض النقود والطلب على النقود) في تحديد سعر الفائدة واعتبرت الفائدة ظاهرة نقدية بحتة.

المبحث الأول: سياسة تحرير سعر الفائدة

يعد تحرير سعر الفائدة عنصر أساسي في نموذج التحرير المالي و الذي يهدف إلى تخليص الأنظمة المالية للدول النامية من التبعيات السلبية لسياسات الكبح المالي الممارسة من طرفها ، و قادر على تحسين فعالية أنظمتها المالية و رفع مستويات الادخار فيها و تحفيز معدلات النمو الاقتصادي، و سنحاول من خلال هذا المبحث التعرف لماهية سياسة تحرير سعر الفائدة و المزايا التي تقدمها للدول التي تقوم بتطبيق هذه السياسة و كذا الآثار المترتبة عليها على مختلف المتغيرات الاقتصادية.

المطلب الأول: مفهوم سياسة تحرير سعر الفائدة

تعتبر سياسة تحرير سعر الفائدة خطوة بالغة الأهمية إذ أن من شأنه أن يرفع من كفاءة وجود المنافسة بين المصارف سواء على صعيد اجتذاب الودائع أو على صعيد منح الائتمان ، و لكن على الرغم من ذلك يتطلب اتخاذ هذه الخطوة درجة عالية من الحذر و الدراسة المسبقة لوضع السوق و مدى قدرته على تسخير هذه الحرية لخدمة أهدافه بالشكل الأمثل.

الفرع الأول: تعريف سياسة تحرير سعر الفائدة⁽¹⁾:

تعرف سياسة تحرير سعر الفائدة على أنها إلغاء السقوف المفروضة على أسعار الفائدة و عدم تدخل السلطات في تحديد معدل الفائدة، بحيث يصبح تحديدها خاضع لآليات السوق فقط أي قوى العرض و الطلب.

كما قد تسمى هذه العملية بتعويم أسعار الفائدة أي إلغاء القيود على تحركات أسعار الفائدة بحيث يتحدد سعر الفائدة بناء على نقطة التوازن بين العرض و الطلب على الأموال القابلة للإقراض وفق آلية السوق من غير تدخل البنك المركزي.

فتحرير أسعار الفائدة الاسمية يسمح بالحصول على أسعار فائدة حقيقية موجبة ، الأمر الذي يعمل على تحفيز الادخار مما يعني توفير موارد مالية إضافية لتمويل الاستثمارات الجديدة و بالتالي رفع وتيرة النمو الاقتصادي.

و الغاية من تحرير أسعار الفائدة هي تحقيق الأهداف التالية:

أولاً: رفع تعبئة مستوى المدخرات لمختلف القطاعات بغية توفير التمويل اللازم للاستثمارات.

ثانياً: ترشيد القروض على اختلاف أنواعها و آجالها.

ثالثاً: رفع إنتاجية رأس المال و عقلنة سلوك المؤسسات اتجاه استعمال القروض بالقيام بانتقاء أكفأ الاستثمارات ، بهدف تحقيق نمو اقتصادي حقيقي.

رابعاً: رفع أسعار الفائدة الاسمية من شأنها أن تحد من ارتفاع التضخم و تسمح بسيادة أسعار فائدة حقيقية موجبة و من ثم عوائد موجبة للمدخرين.

(1) بن بوزيان محمد، غربي ناصر صلاح الدين، مرجع سابق، ص 9.

خامسا: تؤدي سياسة تحرير سعر الفائدة دورا في تحقيق التوازن الداخلي حيث تعمل على ضمان التخصيص الكفء للموارد المالية في الاقتصاد الوطني.

الفرع الثاني: مزايا سياسة تحرير سعر الفائدة

يمكن إجمال هذه المزايا في العناصر التالية⁽¹⁾:

أولاً: تساعد أسعار الفائدة المحلية على تقليل هروب رؤوس الأموال إلى الخارج و الاحتفاظ بالمدخرات محليا ، و من ناحية أخرى تشجع على جذب رؤوس الأموال الأجنبية و زيادة تحويلات العمال المهاجرين إلى الداخل فيزداد عرض الأرصدة المتاحة للإقراض من جهة و ينخفض عجز ميزان المدفوعات من جهة أخرى.

ثانيا: تحرير أسعار الفائدة يسمح بتطوير السوق المحلية لرأس المال و هو ما يؤدي بدوره إلى استخدام أفضل و أكثر فعالية لعمليات السوق في التأثير على المعروض النقدي.

ثالثا: تحرير سعر الفائدة يؤدي إلى تحويل الموارد المالية من الاستهلاك إلى الادخار و تغير شكل و نمط توزيع الادخار في السلع المعمرة و العقارات و المعادن النفيسة و الأصول المالية الأجنبية لصالح الأصول المالية المحلية لدى الجهاز المصرفي و هو ما يسمح بتمويل حجم أكبر من الاستثمارات، فالإتجاه نحو الادخار على حساب الاستهلاك بفعل سعر الفائدة المرتفع يؤدي إلى انخفاض سرعة دوران النقود و من ثم يقل معدل التضخم و يزداد الدخل الحقيقي و هو ما يساعد على زيادة معدلات الاستثمار و الادخار.

المطلب الثاني: الآراء المساندة و المعارضة لتحرير أسعار الفائدة

هناك من الآراء من يساند فكرة تحرير أسعار الفائدة و هناك من يعارضها ، و يمكن ابراز هذه الآراء على النحو التالي⁽²⁾:

الفرع الأول: الآراء المساندة لتحرير أسعار الفائدة

و تتمثل هذه الآراء في:

أولاً: أعمال(1976)kapur

توصل من الدراسة التجريبية التي قام بها على الدول التي انتهجت سياسة التحرير المالي إلى ضرورة رفع معدلات

الفائدة الاسمية على الودائع كحل للتقليل من معدل التضخم بدلا من خفض الكتلة النقدية، لأنه يرى بأن رفع معدل الفائدة السمي يسمح بتحفيز الادخار و خفض معدل التضخم في آن واحد.

ثانيا: أعمال(1977)Galbis

لقد أضاف نقطة جديدة لنموذج التحرير المالي و هي اعتباره بأن الاقتصاد ينقسم إلى قطاعين: قطاع تقليدي يعتمد على الذاتي لأجل انجاز المشاريع، و قطاع حديث يعتمد على التمويل الذاتي بالإضافة إلى القروض البنكية من أجل القيام بالمشاريع الجديدة، حيث يرى بأن رفع معدل الفائدة

(1) بلعزوز بن علي، أثر تغير سعر الفائدة على إقتصاديات الدول النامية: حالة الجزائر، مرجع سابق، ص 197.

(2) بن بوزيان محمد، غربي ناصر صلاح الدين، مرجع سابق، ص ص12،13.

على الودائع يسمح بزيادة إنتاجية الاستثمارات و يسمح كذلك بتحويل الادخار من القطاع التقليدي إلى القطاع الحديث و هو الأمر الذي يسمح به تحرير أسعار الفائدة .

ثالثا: أعمال Mathleson (1979)

توصل إلى أن ارتفاع معدلات الفائدة السمية يؤدي إلى زيادة دخول الأموال من الخارج في الاقتصاد المفتوح، كما أن ارتفاع تكلفة الاقتراض من الداخل تدفع المؤسسات المحلية إلى الاقتراض من الخارج أين التكلفة أقل، و هذا كله يسمح بزيادة التدفقات المالية إلى داخل الاقتصاد مما يتسبب في ارتفاع معدل التضخم لهذا يوصي بضرورة خفض الكتلة النقدية لتفادي الآثار السلبية الأخرى لتحرير أسعار الفائدة.

رابعا: أعمال Fry(1978)

قام بدراسة العلاقة بين معدل الفائدة الحقيقي و الادخار في مجموعة من الدول النامية فوجد أن هناك علاقة إيجابية و قوية بين هذين المتغيرين.

الفرع الثاني: الآراء المعارضة لتحرير أسعار الفائدة

تتمثل هذه الآراء فيما يلي :

أولا: أعمال Bayoumi(1995)

قام بدراسة العلاقة بين معدل الفائدة في أربع دول نامية على طول الفترة الممتدة من 1982 إلى 1993 و ذلك باستعمال أساليب إحصائية، فخلص إلى عدم وجود علاقة بين معدل الفائدة و الادخار.

ثانيا: أعمال Mahar-Willimson (1998)

لقد أجريا دراسة على اليابان و بعض دول شرق آسيا، فكانت نتيجته أن ارتفاع الادخار في هذه الدول ليس راجع إلى ارتفاع معدلات الفائدة و لكن يرجع إلى نوعية المنتجات البنكية المقدمة في الاقتصاد.

كما أن الكثير من الاقتصاديين يرون أن ارتفاع معدل الفائدة الاسمي فوق معدل التضخم لأجل تحقيق معدل فائدة

حقيقي موجب يؤدي إلى ارتفاع معدل التضخم و ذلك لكون ارتفاع معدل الفائدة الاسمي على القروض يرفع من تكاليف الاقتراض بالنسبة للمؤسسات و بالتالي من تكاليف الإنتاج مما يدفع هذه المؤسسات إلى رفع الأسعار لأجل تحقيق ربح، إذن تحرير أسعار الفائدة يؤدي إلى زيادة معدل التضخم بدلا من تشجيع الادخار و الاستثمار، و هذه الحالة سجلت في العديد من دول أمريكا الجنوبية مباشرة بعد تطبيق سياسة التحرير المالي.

المطلب الثالث: شروط و إجراءات تحرير سعر الفائدة

يراعى عند تطبيق سياسة تحرير سعر الفائدة في الدول التي تقوم بتطبيق هذه السياسة العديد من الشروط و الإجراءات الواجب إتباعها لنجاح هذه السياسة.

الفرع الأول: شروط نجاح سياسة تحرير سعر الفائدة

إن تحرير سعر الفائدة لا يعني بتاتا تركه للتفاعل التلقائي لقوى العرض و الطلب التي تؤدي إلى الإخلال بعمل المؤشر الاقتصادي و النقدي العام، و لكن تحرير سعر الفائدة يعني ضرورة استخدام أدوات نقدية غير مباشرة تعمل من خلال السوق و تؤثر على معدلات الفائدة.

إن عملية الإصلاح النقدي يمكن أن تتحقق على مراحل تتوقف درجتها و سرعتها على الهيكل الاقتصادي و مرحلة التنمية و الأهمية النسبية لكل من القطاعين العام و الخاص و دورهما في الاقتصاد الوطني، بالإضافة إلى مدى تكامل الاقتصاد الوطني مع الاقتصاد العالمي.

فالكثير من الاقتصاديين على اختلاف مدارسهم يذهبون إلى القول بأن التثبيت الجبري لسعر الفائدة يعمل على الحد من دورها في القيام ب وظيفتها في تحقيق التوازن و التوجيه السليم للموارد، و يحد كذلك من تنمية و تطوير القطاع المالي و النقدي، و من ثم فسعر الفائدة له دور هام و مؤشر على التوازن الداخلي و الخارجي و على التخصيص الكفاء للموارد الاستثمارية و المالية ، و عليه فإن الاختلاف الكبير بين أسعار الفائدة الحقيقية التي تتحدد في السوق الحر وفقا لقوى العرض و الطلب و الأسعار الجبرية و الإدارية لسعر الفائدة التي تحددها السلطات النقدية لا شك أنه يؤدي إلى صعوبة تحرير سعر الفائدة و تحقيق الإصلاحات المالية و النقدية.

إن تحرير سعر الفائدة بات أمر ضروري و حيوي لعمليات الاقتصاد الكلي و أمر لا مفر منه في تحقيق كفاءة و نجاعة عمليات التكيف و التغييرات الهيكلية التي تقترن بعملية الإصلاح في الأنظمة المالية و النقدية ، ثم إن تحرير سعر الفائدة يتطلب توافر مجموعة من الشروط أهمها ما يلي(1):

أولاً: ضمان المنافسة

إن تحرير سعر الفائدة يتطلب إلغاء المعوقات أمام المنافسة و ذلك لمحاولة تجنب تحقيق فروق واسعة بين سعر الفائدة

على الودائع و سعر الفائدة على القروض و منع التوسع المفرط في عمليات الائتمان، و كذلك لضمان استجابة الجهاز المصرفي لتوجهات السلطات النقدية و المالية.

ثانياً: ضمان عدم تجزئة السوق

إن اتجاه المشروعات إلى التعامل مع بعض المؤسسات المالية و المصرفية دون الأخرى نتيجة لامتلاك هذه المشروعات لمصارف قد يؤدي إلى عدم اكتمال السوق، و كذا يجب إعطاء تسهيلات لمنع التراخيص و تسهيل عمليات الاندماج و فتح فروع مصرفية جديدة.

ثالثاً: الابتعاد عن التمييز في عمليات الائتمان

حيث يشترط منع تقديم أسعار فائدة أقل من المعدلات السائدة في السوق، و طالما أن المنافسة قد يتبعها ارتفاع في سعر الفائدة إلى الحد الذي يهدد بزيادة معدلات السيولة لدى الجهاز المصرفي يجب تصحيح الهياكل المالية لهذه المصارف و ذلك بغية ترشيد المنافسة في الجهاز المصرفي ، و

(1) بلعزوز بن علي، أثر تغير سعر الفائدة على إقتصاديات الدول النامية: حالة الجزائر، مرجع سابق، ص ص 179، 180.

الفصل الثالث :

علاقة تحرير سعر الفائدة

بالأزمات المالية

بدون هذه الإجراءات فإن المنافسة تحدث تشوهات في سعر و هيكل أسعار الفائدة و عدم استجابة الجهاز المصرفي لأفاق السلطات النقدية و المالية.

و من ثم فإن السياسة المثلى في التحرير المالي يجب أن تعمل على تثبيت مستوى الأسعار (التضخم) و التخلص من عبء الاحتياطي على البنوك التجارية ، و الإلغاء التدريجي لكل أنواع إعانات الائتمان، و يجب أن تظل البنوك خاضعة للوائح تستهدف تأمينها (بما تحتاجه من احتياطات معتدلة يلزم الحذر في تكوينها بما يعادل حوالي 5%) من ودائعها و محفظة قروض تراقب و تدار في حرص.

الفرع الثاني: إجراءات تحرير سعر الفائدة

تتمثل الإجراءات فيما يلي⁽¹⁾:

ينصح في السياسات النقدية و المالية الواجب اتباعها الغاء المزيد من الإعانات المالية و لوائح أسعار الفائدة و تسهيلات الائتمان الخاصة، و أن يسمح للبنك المركزي باستعمال سياسة الخصم و سياسة السوق المفتوحة، و أن يبقى قدر الإمكان على الحياد فيما يتعلق بالتدفق العادي للإئتمان في سوق رأس المال المحلية، كما يجب على البنك المركزي أن يظل المقرض التقليدي الأخير من أجل تجنب أزمات الذعر المالي على مستوى النظام كله.

و في مرحلة التحول إلى نظام مصرفي جديد يتسم بمزيد من التنافسية فقد تطرح مشكلة حادة، حيث أنه كلما

ارتفعت أسعار الفائدة على كل من الودائع و القروض فإن السماح لبنوك جديدة غير محملة بأي ديون يزيد من احتمال تعرض البنوك القديمة للإفلاس ، فالقروض السابقة سوف تكون ذات أسعار فائدة منخفضة . والحل أن تأخذ الحكومة على عاتقها هذه الديون ، كما يمكن إستخدامها كائتمان للبنوك التي تحفظ بها في مقابل الإحتياطات الأخذة في الهبوط ، و أن يتم إعادة رسملة القروض بالنسبة للبنوك التجارية.

لقد أعطت الدول النامية نموذجاً خاطئاً و فاشلاً عن تحرير سعر الفائدة، فقد أقدمت على خصصة البنوك و ألغت سقوف أسعار الفائدة على الودائع و القروض مع تخفيف الإشراف و الرقابة الحكومية على بنوكها التجارية، وهو شكل خاطئ من أشكال التحرير خاصة أنها اتبعت سياسية أسعار فائدة غير خاضعة لضوابط مصحوبة بتأمين على الودائع، و حتى في سوق رأس مال متطور كالولايات المتحدة الأمريكية تشكل عملية التأمين على الودائع و القروض مشاكل خطيرة لمراقبي البنوك من أجل الحد من الدخول في مخاطر لا داعي لها من قبل البنوك التجارية و مؤسسات الإدخار و الإئتمان، و في بلد نام ليس به سوق للأسهم (سوق غير منطوق) و ليس به معايير محاسبية متطورة، وحيث تكون البنوك الخاصة (المؤمن عليها) هي جهات الإقراض الرئيسية يتعاطم احتمال وجود نسب فائدة (فعلية) بالغة الإرتفاع.

(1) بلعزوز بن علي، أثر تغيير سعر الفائدة على إقتصاديات الدول النامية: حالة الجزائر، مرجع سابق، ص ص 181، 180.

بالأزمات المالية

وحتى تتحقق الإقتصاديات النامية نموا ماليا حقيقيا و مرتفعا عليها أن تجمع بين ثبات مستوى الأسعار محليا و بين أسعار فائدة اسمية مجزية حتى و إن دعت دعت الحاجة إلى إصدار لوائح خاصة بالودائع و القروض , ويقترح الحفاظ على أسعار فائدة حقيقية موجبة وإكثر إتساقا في نطاق فئات الودائع والقروض المصرفية يمكن المفاضلة بينها، وذلك عن طريق التخلص من متطلبات الإحتياطي الضروري، وإلغاء الحدود القصوى للفائدة والتخصيصات الجبرية للإئتمان ، وهكذا يمكن للمدخرين والمستثمرين أن يلمحو بصورة أوضح سعر الفائدة الحقيقي لرأس المال ومن ثم يعملون على الإقلال من التثنت الكبير الناجم عن الإستثمار في قطاعات مختلفة من الإقتصاد.

كما أن العمل على استقرار الأسعار والإحتفاظ بأسعار فائدة قريبة من مستويات السوق الموازية، فإن التدفقات المالية من خلال تبادل العملات الأجنبية تكون أقل عرضة للخسائر مع تخليص التذبذب من سعر الصرف الإسمي و الحقيقي.

المطلب الثالث : آثار سعر الفائدة على المتغيرات الإقتصادية

يؤدي سعر الفائدة دورا هاما في الحياة الإقتصادية باعتباره أحد أساليب السياسة النقدية، و هناك العديد من الآثار الإقتصادية للتغير في سعر الفائدة على الجهات المعنية سواء كانوا بنوك أو مؤسسات مالية أو حتى الأفراد و التي تتأثر نشاطها بسعر الفائدة ، كما تأثر أيضا على الأنشطة الإقتصادية بشكل عام و في مقدمتها الإدخار و الإستثمار ،

لذلك فمعدل الفائدة يعتبر مهما في عملية الإنتاج و ذلك من خلال تأثيره على قرارات الإستثمار و كذلك الرغبة الإدخارية للأفراد.

الفرع الأول: الآثار الإقتصادية لسعر الفائدة

يمارس سعر الفائدة دورا مهما في حياة الأفراد حيث أن القوة الشرائية للنقد الذي يمتلكونه تنخفض عندما يكون هناك إرتفاع في أسعار الفائدة ، حيث أن هذا الإرتفاع يؤدي الى زيادة تكلفة السلع و الخدمات ضمن هنا تنخفض القوة الشرائية للنقد ، كما تنخفض رغبة الأفراد أو تنعدم أحيانا في الشراء الأجل بسبب إرتفاع التكلفة ، كما يتأثر الأفراد أيضا بالبطالة و مخلفاتها الإقتصادية و الإجتماعية حيث أن أهم أسبابها التراجع في النشاط الإقتصادي (1).

كما يعتبر سعر الفائدة من العوامل الأساسية التي تؤثر على الشركات ، حيث أن زيادة سعر الفائدة تؤدي الى التراجع في معدلات الإستثمار و التوسع فيها أيضا بسبب زيادة كلفة الإستثمار و بالتالي إرتفاع مخاطرته ، أيضا تعاني الشركات التي تعتمد على المديونية كمصدر من مصادر

(1) ختيري محمد، جلال امحمد، أثر سعر الفائدة على حالة التوازن الكلي و الأزمات الإقتصادية، مداخلة مقدمة في الملتقى الدولي الثاني حول الأزمة المالية الراهنة و البدائل المالية و المصرفية-النظام الإسلامي نموذجًا-، معهد العلوم الإقتصادية و علوم التسيير، المركز الجامعي بخميس مليانة، يومي 5،6 ماي، 2009، ص 15.

بالأزمات المالية

التمويل لديها من انخفاض ربحيتها عند إرتفاع أسعار الفائدة بسبب زيادة كلفة ديونها الأمر الذي ينعكس على قدرها على المزيد من التقدم و الإستثمار (2).

الفرع الثاني: أثر سعر الفائدة على الإدخار

لقد بينت نظرية تحرير أسعار الفائدة أن معدلات الفائدة المرتفعة أثرت سلبا على الإدخار و الإستثمارو بالتالي على النمو، و قد تبين ذلك بوضوح في حالة تركيا في الثمانينات حيث أدت الزيادة في سعر الفائدة إلى زيادة الإستهلاك عند العائلات ، حيث ان انخفاض مداخيل الأصول الحقيقية للمدخرين أدى إلى لجوء الكثير إلى تصفيتها و توظيف تلك الأموال في أصول مالية ذات عوائد مرتفعة ، و هكذا فالعديد من العائلات التركية التي لديها أصول حقيقية سارت على هذا النحو مما أدى إلى حركة عكسية للإدخار جراء إرتفاع معدلات الفائدة الناجم عن تحرير أسعار الفائدة.

كذلك الوصول السهل للقروض بإمكانه أن يؤدي إلى تخفيض الإدخار لدى العائلات عبر تقليل الضغط على المداخيل ، و عليه فالتحرير المالي يؤدي إلى زيادة كبيرة في قروض الإستهلاك (3). ومن جانب آخر يمكن تبيان الآلية أو الكيفية التي تحفز بها أسعار الفائدة المحررة على الإدخار و ذلك بالإعتماد على

نموذج ماكينون في التحرير المالي ، حيث يرى أن الإدخار ينقسم إلى قسمين هما:
أولاً: إدخار على شكل أصول حقيقية غير منتجة .

ثانياً: إدخار على شكل أرصدة نقدية حقيقية (ودائع بنكية) لها علاقة إيجابية بمعدل الفائدة الحقيقي

و يشرح ماكينون الآلية التي تحفز بها أسعار الفائدة المحررة للإدخار من خلال ما يسميه بفرضية تكاملية النقود و رأس المال و التي سوف نقدمها فيما يلي (1) :

$$(M_d/p)_T = f(y_t, (I/y)_t, (i-\pi^a)_t) \dots\dots\dots \text{دالة الطلب على النقود}$$

$$(I/y)_T = g(M_t, (i-\pi^a)_T) \dots\dots\dots \text{دالة الإستثمار}$$

حيث أن:

M_d:الطلب على النقود

P:المستوى العام لأسعار

Y:الدخل

I:الإستثمار

(i-π^a): معدل الفائدة الحقيقي على الودائع ، و هو يساوي الفرق بين معدل الفائدة الإسمي و معدل التضخم.

(2) نفس المرجع، ص 15.

(3) بوغزلة محمد عبد الكريم، الآثار السلبية لسعر الفائدة في النظرية الإقتصادية، مداخلة مقدمة في الملتقى الوطني التاسع حول أداة سعر الفائدة و أثرها على الأزمات الإقتصادية، جامعة سكيكدة، يومي 9،10 ناي، 2011، ص ص 6،7.

(4) بن بوزيان محمد، عربي ناصر صلاح الدين، مرجع سابق، ص ص 10،11.

i: معدل الفائدة الإسمي على الودائع.

M: معدل العائد الداخلي المتوقع.

t: يمثل الزمن.

و من معادلة الطلب على النقود يمكن ملاحظة ما يلي:

$0 < \delta (Md/p)t / \delta (i - \pi^a)$ يمثل التأثير الإيجابي الذي يخلفه معدل الفائدة الحقيقي على الطلب الخاص بالنقود.

$0 < \delta (Md/p)t / \delta (I/y)t$ يمثل الطلب على النقود بغرض الاستثمار، فالزيادة في معدل الاستثمار تؤدي إلى زيادة الطلب على الأرصدة النقدية، و ذلك راجع لفرضية أن الاستثمار يمول ذاتيا فكل عملية استثمارية يسبقها عملية تعبئة المدخرات المالية و هذا شرط ضروري في تكاملية "ماكينون"، زيادة الاستثمار تؤدي الى زيادة الادخار.

$0 < \delta (Md/p)t / \delta y.t$ يمثل الطلب على النقود بغرض المعاملات فزيادة الدخل تؤدي الى زيادة حيازة الأرصدة النقدية (ودائع بنكية).

و مما سبق يمكن ملاحظة أن لمعدل الفائدة الحقيقي أثر ايجابي بالنسبة للطلب على النقد عكس ما يعتقد

النيوكلاسيك ، فالنقود تعتبر قناة لتراكم رأس المال.

و تمثل كل من : $0 < \delta (Md/p)t / \delta (i - \pi^a)$

$0 < \delta (Md/p)t / \delta (I/y)t$

الشرط الذي يشرح الفرضية التكاملية الخاصة بالنقود و رأس المال.

كلما ارتفع معدل الفائدة الحقيقي على الأرصدة النقدية كلما زاد الادخار و الاستثمار ، فهناك علاقة ايجابية بين الادخار المالي (شكل أرصدة نقدية) و الإستثمار و التأثير بينهما متبادل ، و يكون تحرير أسعار الفائدة و باقي العناصر المكونة لنموذج التحرير المالي مرغوب فيه بقوة في الاقتصاديات التي تطبق التمويل الذاتي على نطاق واسع .

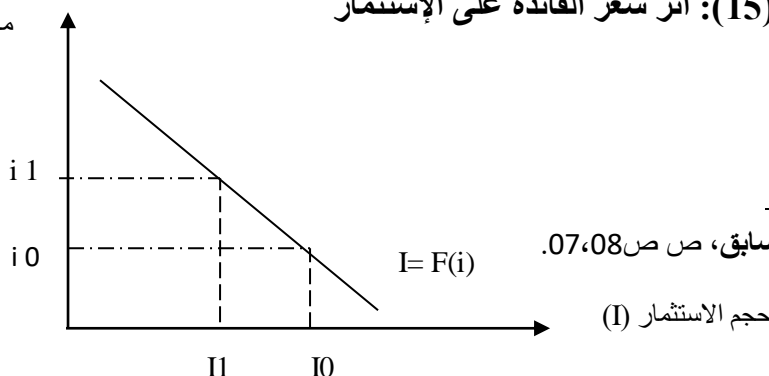
الفرع الثاني: أثر سعر الفائدة على الإستثمار

يمكن تبين ذلك من خلال مايلي⁽¹⁾:

يرى الكثير من الاقتصاديين أن ارتفاع معدلات الفائدة يؤثر سلبا على الاستثمار و هذا عكس ما ذهبت إليه نظرية التحرير المالي، حيث أنه مع ارتفاع معدلات الفائدة على الودائع ينخفض الطلب الفعال بسبب انخفاض معدل الربح فينخفض كل من الاستثمار و الانتاج و هذا الأثر السلبي يفوق الأثر الإيجابي لإنخفاض معدلات الفائدة على القروض نتيجة ارتفاع الموارد القابلة للإقراض.

الشكل رقم (15): أثر سعر الفائدة على الإستثمار

(i) معدل الفائدة



(1) بوغزالة محمد عبد الكريم، مرجع سابق، ص ص 07، 08.

المصدر: بوغزلة محمد عبد الكريم، الآثار السلبية لسعر الفائدة في النظرية الإقتصادية، مداخلة مقدمة في الملتقى الوطني التاسع حول أداة سعر الفائدة و أثرها على الأزمات الإقتصادية، جامعة سكيكدة، يومي 10، 9 ماي، 2011، ص 07.

نلاحظ من المنحنى البياني أنه كلما ارتفع سعر الفائدة تتراجع القيمة الإجمالية للإستثمارات مما يؤكد العلاقة العكسية بين سعر الفائدة و إجمالي قيمة الإستثمارات و عليه و مما سبق يتبين لنا أن حجم الإستثمارات مرتبط أساسا بمستوى أسعار الفائدة السائدة في السوق. و بالتالي يتحدد مقدارها عاى أساس ذلك، و على هذا الأساس نكون بصدد حالتين يتأثر فيهما الإستثمار سلبا، تتعلق الأولى بعدم وفرة المدخرات اللازمة لتمويل الإستثمارات، و الثانية

تتعلق بارتفاع أسعار الفائدة التي تؤدي إلى تراجع الطلب على القروض و منه إنخفاض حجم الإستثمارات.

لقد كان لتحرير أسعار الفائدة و تركها تأخذ مستويات ترتفع فيها فوق المعدل الجاري للتضخم دور كبير في كساد أوائل الثمانينات الذي اجتاح العالم المتقدم وانتقل إلى الدول النامية فالمشروعات الضخمة التي تمول نفسها ذاتيا لم تتأثر بارتفاع أسعار الفائدة الحقيقية، أما المشروعات المتوسطة فقد تعرضت استثماراتها للنقص حيث زادت تكلفة الإقتراض بالنسبة لها و أصبح هناك شك في امكانية تغطية هذه التكلفة بما تتوقعه من أرباح، بالإضافة إلى ذلك لوحظ أن مشروعات كثيرة أقيمت على شراء سندات بفائدة حيث وجدتها أكثر ربحية لها، فهم لا يفعلون شيئا سوى أنهم يشترون هذه الأصول المالية و ينتظرون عائدا مضمونا سواء ربحت الشركات و الهيئات المصدرة للسندات أو لم تربح.

الفرع الرابع: أثر سعر الفائدة على القطاع المصرفي

تؤثر أسعار الفائدة بشكل كبير وواضح على البنوك ، و كما هو معروف فهي مستعدة لتحويل الودائع التي تجمعها من المدخرين إلى قروض متوسطة وطويلة الأجل، و عليه فإن ارتفاع أسعار الفائدة لا يؤدي إلى إجمام الكثير من المشروعات والأفراد على الإقتراض هذا من ناحية، و من ناحية أخرى فإن سعر الفائدة المرتفع يغري الأفراد و المؤسسات على الإحتفاظ بأموالهم على هيئة ودائع⁽¹⁾، وبالطبع فارتفاع أسعار الفائدة المدينة جراء التحرير المالي يؤدي إلى انخفاض هامش الربح للبنوك لأنها لا تستطيع تعويض هذا الارتفاع عبر زيادة معدلات الفائدة على القروض وهو ما يؤدي إلى انخفاض هامش الربح للبنوك لأنها لا تستطيع تعويض هذا الإرتفاع عبر زيادة معدلات الفائدة على القروض وهو ما يؤدي إلى انخفاض ربحية البنوك والتراجع في الطلب على الخدمات المصرفية بسبب تراجع النشاط الإقتصادي، أضف إلى ذلك أن ارتفاع أسعار الفائدة يحدث خلال عدم مقدرة الكثير من البنوك السيطرة على مصادر أموالها واستخدامها أو عدم

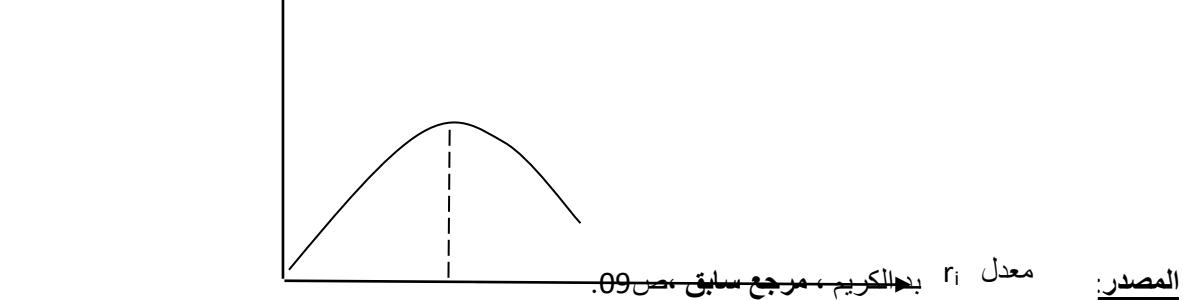
(1) بوغزلة محمد عبد الكريم، مرجع سابق، ص 68.

مقدرتها على خلق نوع من التوازن بين الربحية والسيول والمخاطرة، كما يؤثر ارتفاع أسعار الفائدة على الإنخفاض في قيمة الضمانات التي بحوزة البنوك وزيادة فشل كثير من العملاء في السداد ، هذا إضافة إلى العديد من الآثار السلبية عن تركيبة وهيكله الائتمان الممنوح وربحية البنوك بشكل نهائي (2).

وترك معدل الفائدة حراً لا يستطيع ضمان توظيف أمثل لرؤوس الأموال على الرغم من أنها تضمن التوازن في سوق القروض البنكية و يفسر ذلك بارتفاع سعر الفائدة الذي من المفترض أن يمتص فائض الطلب على رؤوس الأموال مقارنة بالعرض عليها، حيث تجتذب المشاريع السيئة ذات المخاطر العالية على حساب المشاريع الجيدة،

وهي مشكلة الاختيار المعاكس الناجم بدرجة أولى من عدم تماثل المعلومات مسبقاً بين طالبي رؤوس الاموال وعارضيهها، وتتزايد حدة المشكلة في ما بعد من خلال عدم تماثل المعومات بالنسبة لأصحاب المشاريع عالية المخاطر المختارون من خلال عدم تسديد قروضهم. وبالموازاة مع ذلك فإن ارتفاع أسعار الفائدة يزيد من التكاليف التي يتحملها المقترضون مما يدفعهم إلى تبني المشاريع ذات العوائد المرتفعة والتي ترافقها درجة مخاطرة عالية أيضاً وفي هذه الحالة سوف يتجه البنك إلى منح قروض إلى المستثمرين الذين تتسم مشاريعهم بمخاطر منخفضة فقط، أي أنه يوجد معدل فائدة حقيقي أمثل على القروض (r). فإذا ارتفعت أسعار الفائدة على القروض التي تمنحها البنوك أكبر من المعدلات المثلى تبدأ الأرباح المتوقعة للبنوك في الإنخفاض و هو ما يوضحه الشكل التالي:

الشكل رقم (16) : أثر تغير سعر الفائدة على العائد المتوقع^{١١} العائد للمتوقع للبنك (r)



المصدر: استناداً إلى الشكل البياني فإن الزيادة في أسعار الفائدة عن المستوى (r*) يقلل من نشاط الإقراض وتؤدي إلى انخفاض الربح المتوقع للبنك وهذا لسببين (1) :
أولاً: عند مستوى مرتفع لسعر الفائدة أكثر من (r*) سوف يتقدم المقترضون الأكثر ميلاً للمخاطرة بطلب الحصول على ائتمان من البنك ، بينما سوف يتراجع المقترضون الذين لا يملون إلى

(2) خثيري محمد، جلال امحمد، مرجع سابق، ص 15.

(1) بوغزالة محمد عبد الكريم، مرجع سابق، ص 09.

بالأزمات المالية

المخاطرة والذين يعتبرون الأكثر أمانا بافتراض أنهم لا يتهربون من السداد ويخرجون من قائمة طالبي الحصول على قروض .

سداد مديونياتهم مما يعرض الجهاز المصرفي لأزمة خاصة وأن هذه المديونات ليس إلا جزء من ودائع الأفراد لدى الجهاز المصرفي، حيث تعتمد المشروعات في العديد من الدول على الإقتراض من الجهاز المصرفي كبديل عن الإقتراض من أسواق المال، وكذلك فإن تدفق رؤس الأموال الأجنبية إلى هذه الدول يأتي في معظم الأحوال في صورة قروض

للإستثمارات وليست في صورة استثمار مباشر ومن أهم الأموال التي يجب التحسب لها عند زيادة أسعار الفائدة هو تعثر المشروعات في سداد قروضها⁽¹⁾.

ثانياً: سوف يعتمد كل مقترض على تغيير طبيعة مشروعه (بما أن البنك لا يمكنه فرض رقابة دقيقة على تصرفاته) يجعله أكثر مخاطرة.

ووفقا لهذين السببين سوف يقوم البنك اختيارا بتقليص معدل الفائدة على القروض ويصبح أكثر تشددا في منح القروض حتى يصعد بربحه المتوقع إلى حده الأقصى.

الفرع الخامس: أثر سعر الفائدة على القطاع الحكومي

يمكن معرفة أثر إرتفاع أسعار الفائدة على القطاع الحكومي من خلال العجز في الموازنة العامة لأن الإرتفاع يزيد من العجز الموازي عبر إرتفاع خدمات الديون العمومية ، ومن ناحية أخرى فإن تحرير أسعار الفائدة يحرم الدول من المداخل الجبائية الآتية من البنوك ، وفي نفس السياق فإن إرتفاع أسعار الفائدة الإسمية بإمكانها تجاوز معدل التضخم ، هذه الوضعية تعتبر كبحا ماليا إضافيا لأنه عندما تكون أسعار الفائدة الحقيقية سالبة تسعى الدول إلى البحث عن تحقيق أسعار فائدة حقيقية موجبة من خلال مجموعة من السياسات والإجراءات تحدث إختلالات كبيرة في الإقتصاد وتعميق التطور المالي⁽²⁾.

الفرع السادس: أثر سعر الفائدة على السوق المالية

يمكن إبراز آثار سعر الفائدة على السوق المالي من خلال التالي⁽³⁾:

لسعر الفائدة أثر كبير على السوق المالية نظرا للعلاقة بين سوق النقد والسوق المالية فإرتفاع سعر الفائدة في سوق النقد يقلل من امكانية طرح إصدارات جديدة وتسويق الأوراق المالية نتيجة إنخفاض أسعارها واتجاه الأفراد إلى إيداع أموالهم في البنوك بدلا من إستثمارها، أما خفض سعر الفائدة يؤدي إلى إرتفاع قيمة الأسهم والسندات وتيسير الإصدار الجديد منها وهذا من شأنه أن يؤثر على الإستثمار. فبالنسبة لحملة الأسهم يؤدي إرتفاع سعر الفائدة إلى ميل معدلات النمو

(1) ندى المنصور، فكرة البنوك الشاملة ووظائفها، عن الموقع: [http:// yaah.ibda3.org/t/103](http://yaah.ibda3.org/t/103) . Topie. ، تاريخ الإطلاع: 2012/05/09.

(2) بوغزلة محمد عبد الكريم، مرجع سابق ، ص ص 10، 09.

(3) ابراهيم المحامي، تأثير رفع سعر الفائدة على بورصة الأوراق المالية، عن الموقع: <http://www.lawoflibya.com/forum/index.php>، تاريخ الإطلاع: 2012/04/23.

بالأزمات المالية

الإقتصادي نحو التراجع، وذلك بسبب إرتفاع تكلفة الإقتراض وهو ما يؤدي إلى إنخفاض مستويات الطلب الكلي، وعندما ينخفض مستوى الطلب الكلي ومن ثم معدلات نمو الناتج المحلي الإجمالي، تنخفض

أرباح الشركات، وهو ما يدفع الشركات إلى توزيع أرباح أقل أو ربما تحقق خسائر وهو ما يؤثر سلبا على أسعار الأسهم في بورصة الأوراق المالية.

أما بالنسبة لحملة السندات فعندما يتم إصدار السندات بسعر فائدة معين فإن هذا السعر غالبا ما يتم تثبيته خاصة بالنسبة للسندات قصيرة ومتوسطة الأجل ، وعندما يرتفع سعر الفائدة فإن السندات المصدرة قبل إرتفاع سعر الفائدة تصبح أقل جاذبية للمستثمرين الأمر الذي يدفع أصحاب السندات القديمة إلى بيع سنداتهم لشراء سندات جديدة أو تفضيل إيداع مدخراتهم في البنوك على أساس سعر الفائدة الجديد ويترتب على ذلك إنخفاض القيمة السوقية للسندات ، وعلى ذلك فإن هناك علاقة عكسية بين سعر الفائدة وسعر السندات، ومن ناحية أخرى فإن إرتفاع سعر الفائدة على السندات يجعل شراء السندات الجديدة أكثر جاذبية من شراء الأسهم ، وقد يدفع حملة محافظ الأسهم إلى التخلص من الأسهم لشراء السندات الجديدة⁽¹⁾.

الفرع السابع: أثر سعر الفائدة على المستوى العام للأسعار

يمكن إبرازه فيمايلي⁽²⁾:

يعتبر التضخم ظاهرة عالمية تعاني منها إقتصاديات دول العالم نامية ومتقدمة وتعرف على أنها الإرتفاع المستمر في المستوى العام للأسعار ، ويرتبط حصول التضخم الإقتصادي في أي بلد باختلال هيكله الإنتاجية وأنه صفة ملازمة لخصائص الهيكل الإقتصادي، وتفسر ظاهرة التضخم على أنها ظاهرة نقدية بحتة نتيجة التوسع في عرض النقد بدرجة كبيرة الأمر الذي يصاحبه ظهور فائض الطلب المحلي، كما تفسر ظاهرة التضخم بالتدهور المستمر في قيمة العملة الوطنية وفقدان وظائفها بوصفها مخزن للقيمة وأداة للتوفير بعد أن فقدت قوتها الشرائية بصورة متواصلة.

وبالرجوع إلى سعر الفائدة فإن هناك علاقة وطيدة بين سعر الفائدة وظاهرة التضخم تساهم في تفسير الظاهرة التي تكون لصيقة بالإقتصاديات التي تتعامل بالربا، حيث تعتبر الفوائد على القروض عبئا ماليا على أصحاب المشاريع الإنتاجية والخدمية، ففي ظل سياسة حرية الأسعار والبيئة التنافسية وسعي المؤسسات لتثبيت مكانتها في السوق فإن الفوائد على القروض تؤدي الى إرتفاع تكاليف الإنتاج وبالتالي ظهور الضغوط التضخمية في الإقتصاد ، كما قد تنتقل آثار هذه

(1) إبراهيم المحامي، مرجع سابق، ص 03.

(2) علاوة نوري، أثر سعر الفائدة على الكفاءة الإقتصادية و المؤشرات الأساسية للتوازن الإقتصادي، مداخلة مقدمة في الملتقى الوطني التاسع حول أداة سعر الفائدة و أثرها على الأزمات الإقتصادية، جامعة سكيكدة، يومي 10، 9 ماي، 2011، ص ص 13،14.

الفصل الثالث :

علاقة تحرير سعر الفائدة

بالأزمات المالية

الفوائد سلبا على جانب العرض المحلي الذي لا يوافق الطلب المتنامي وبالتالي استمرار تواجد فجوة

التضخم ذات الطابع الهيكلي بين العرض والطلب في إقتصاديات الدول النامية، لأن هذه الفوائد ستشكل عائقا أمام

توسيع الطاقة الانتاجية لهذه المشاريع لاسيما المؤسسات الصغيرة و المتوسطة كما قد تكون سببا في عدم مواصلة

نشاطها أو تعرضها لمخاطر الإفلاس و تصفيتها و ذلك تحت ضغط متغيرات البيئة الإقتصادية الجديدة. ولإستكمال تحليل آلية انتقال أثر التعامل بسعر الفائدة إلى حدوث ظاهرة التضخم يمكن عرضها من جانب محددات سعر الفائدة،

حيث يمكن الإنطلاق في تحليل هذه الآلية من أن التضخم المتوقع هو أحد محددات سعر الفائدة بمعنى آخر أنه في الإقتصاديات التي تتعامل بالربا عندما تقوم مؤسساتها المختصة بإقراض النقود فليدهم سعر الفائدة الحقيقي الذي يرغبون أن يتم الإقراض وفقا له، فسعر الفائدة الحقيقي هو سعر الفائدة الذي يأخذ في الإعتبار الفرق بين القوة الشرائية للنقود المقرضة والنقود المعاد سدادها، وحتى يكون سعر الفائدة الحقيقي موجبا فإن سعر الفائدة الاسمي يجب أن يزيد بمقدار معدل التضخم، فسعر الفائدة الحقيقي (r) يعرف على أساس أنه سعر الفائدة النقدي (i) مخصوما منه معدل التضخم أي يتحدد وفق المعادلة التالية:

$$R = I - P \longrightarrow (1)$$

والمشكلة في المعادلة رقم (1) هي أن المؤسسات المالية يجب عليها أن تقدر معدل التضخم عندما تمنح القرض، فالتضخم المتوقع p^e إنما يضاف على سعر الفائدة الحقيقي المرغوب R^d حتى تصل الى سعر الفائدة الاسمي الذي سيحصل على القرض، لذلك يمكن تحويل صيغة المعادلة (1) عند إدخال التضخم المتوقع وسعر الفائدة الحقيقي المرغوب إلى المعادلة التالية:

$$I = R^d + p^e \longrightarrow (2)$$

والمعادلة رقم (2) شبيهة بالمعادلة رقم (1) ولكن هناك اختلاف هام فسعر الفائدة الحقيقي الفعلي في المعادلة رقم (1) يمكن حسابه عن طريق طرح التضخم الفعلي من سعر الفائدة الاسمي الذي سيحصل على القرض، أما المعادلة رقم (2) فتشمل التبرير المسبق الذي يتم الإتفاق عليه بين المقرض والمقترض عند عقد القرض.

الفرع الثامن: أثر سعر الفائدة و المستوى العام للأسعار على تحولات الأرصدة النقدية بين إستعمالاتها المختلفة

مما لا شك فيه أن من أسباب عملية تحولات الأرصدة النقدية لدى أفراد المجتمعات الربوية بين إستعمالاتها المختلفة لا تخلو من تأثير عاملين هما التعامل بسعر الفائدة و تقلبات المستوى العام للأسعار، فضلا عن سلوك الأفراد إتجاه التوقعات المستقبلية لهذين العاملين، و يظهر الأثر الناتج عن التعامل بسعر الفائدة في ظهور حالة عدم استقرار النشاط الإقتصادي و تفاقم ظاهرة الأزمة، ففي فترة التضخم أين يرتفع المستوى العام للأسعار تضعف دوافع الأفراد الإحتفاظ بالنقود نظرا

بالأزمات المالية

لاستمرار انخفاض قوتها الشرائية لذلك يزيد الأفراد على مختلف أنواع السلع و الخدمات و يقللون من الإحتفاظ بالنقود، كما أن ارتفاع أسعار الفائدة في فترات التضخم يتسبب في انخفاض الطلب على النقود لغرض المضاربة و بهذا تنتقل الأرصدة النقدية العاطلة إلى أرصدة عاملة، و من نتائج هذا التحول زيادة حدة الإرتفاعات في

المستوى العام للأسعار و بالتالي ارتفاع معدلات التضخم، و انتقال آثارها سلبا على إعادة توزيع الدخل بين أفراد المجتمع على النشاط الإقتصادي(1).

و في فترة الكساد أين ينخفض المستوى العام للأسعار، يقلل الأفراد من انفاقهم على مختلف السلع و الخدمات و في مقابل ذلك تزداد دوافع الأفراد للإحتفاظ بالنقود، و يزيدون من أرصدتهم النقدية و ذلك بتأجيل استهلاكهم بانتظار حدوث انخفاض أسعار الفائدة في فترات الكساد بهدف رفع مستوى النشاط الإقتصادي يؤدي إلى انخفاض أسعار الفائدة في فترات الكساد بهدف رفع مستوى النشاط الإقتصادي يؤدي إلى انخفاض الرغبة لدى الأفراد في الإنفاق، كما يؤدي أيضا إلى زيادة الطلب على النقود لغرض المضاربة، و تكون النتائج في هذه الحالة عبارة عن زيادة حدة الإنخفاضات في المستوى العام للأسعار يصاحبها إتساع حدة الإختلالات في سوق العمل كارتفاع معدلات البطالة و تزايد معدلات فجوة الإعالة في الإقتصاد(2)، و من هنا يتبين أن التعامل بسعر الفائدة و الإسترشاد به في القرارات الإستثمارية و غير الإستثمارية هو عنصر إضطراب في دائرة النشاط بسبب ما يحدث من تقلبات في النشاط الإقتصادي و في تعميق مظاهر الأزمات و ليس معالجتها، و استنادا لهذا التحليل يمكن التوصل إلى النتيجة التالية أن تحول الأرصدة النقدية من عاطلة إلى عاملة أو من عاطلة إلى عاملة غالبا ما تكون له تأثيرات بالغة الأهمية على المستوى العام للأسعار و معدلات الفائدة. كما أنه يمكن أن يلحق أضرار بالإستقرار الإقتصادي لا سيما عندما تنتقل الأرصدة النقدية بين استعمالاتها المختلفة بشكل مفاجئ و مبالغ كبيرة.

الفرع التاسع: أثر سعر الفائدة على سعر الصرف

إتجهت بعض الدول إلى تحرير القيود على المعاملات المالية الخارجية و تثبيت أسعار الصرف و تشجيع المنافسة، و يلعب سعر الفائدة دور في تحقيق مستوى معين لسعر الصرف و يعتبر من الموضوعات الهامة و المعقدة و التي تشغل بال الكثير من الإقتصاديين الذين يبحثون في آليات السوق و في موضوع الإصلاح الإقتصادي.

و لا يوجد تفسير بسيط لهذه العلاقة بين سعر الفائدة و أسعار الصرف و يمكن إعطاء صورة مجردة و موجزة لأثر سعر الفائدة على سعر الصرف فيما يلي (3) :

أولاً: إرتفاع سعر الفائدة لنوع معين من العملات يؤدي إلى إنخفاض الطلب على العملات الأخرى ذات الفائدة

(1) علاوة نوري، مرجع سابق، ص ص 19، 20.

(2) نفس المرجع، ص 20.

(3) بلعزوز بن علي، أثر تغير سعر الفائدة على إقتصاديات الدول النامية: حالة الجزائر، مرجع سابق، ص 227.

المنخفضة مما يؤدي إلى خفض سعر الصرف لهذه العملة في مقابل العملة التي إرتفعت سعر فائدتها سواء الفعلي أو المتوقع.

ثانيا: يتأثر سعر الصرف بالقوة الشرائية للنقود الناتجة عن العجز أو الفائض في الحسابات الجارية لميزان المدفوعات و كذلك الموازنة العامة للدولة فكلما تحقق فائض في هذه الموازنة إتجهت القوة الشرائية إلى إرتفاع سعر الصرف مقابل العملات الأخرى .

طالما أن سعر الفائدة و القوة الشرائية للنقود تؤثران على سعر الصرف يمكن القول في هذه الحالة أن سعر الفائدة الحقيقي هو المعيار الأساسي في التأثير على تحركات سعر الصرف وحسابات معدل العائد النسبي بين العملات.

وعموما تؤثر أسعار الفائدة في أسعار الصرف بشكل غير مباشر، فانخفاض أسعار الفائدة مع توفر فرص استثمارية يؤدي إلى زيادة الطلب على رؤوس الأموال بهدف إستثمارها، ويتحقق الإستثمار وينشط الإقتصاد الوطني ويتضاعف الإستثمار لتحقيق مئاة الإقتصاد الوطني مما يؤدي إلى تحسين قيمة العملة الوطنية اتجاه العملات الأخرى في حين يؤدي ارتفاع أسعار الفائدة إلى تجنب الاتجاه نحو الإقتراض من قبل المستثمرين وينتج عن ذلك إنحسار الإستثمار وينخفض النمو الإقتصادي، مما يؤدي إلى نتائج عكسية تقلل من متانة الإقتصاد الوطني وينعكس ذلك على قيمة العملة الوطنية اتجاه العملات الأخرى.

المبحث الثاني: علاقة سعر الفائدة بالأزمات المالية:

يتم التعامل بسعر الفائدة في جميع التعاملات النقدية والمالية في الإقتصاديات غير القائمة على الشريعة الإسلامية، مما يحدث تقلبات وهزات عديدة لهذه الإقتصاديات الربوية وتعرضها لأزمات مفاجئة يكون سعر الفائدة السبب من وراء حدوثها ، وسنحاول تبين ذلك من خلال دراستنا لسعر الفائدة كسبب للأزمات المالية وإبراز أهم التجارب الدولية المطبقة لتحريره كالسياسة للخروج من عقبات الكبح المالي والنتائج المتحصل عليها جاء تحرير أسعار الفائدة.

المطلب الأول: سعر الفائدة كحل للأزمات المالية:

يعرف العالم تطورات وتغيرات جذرية عميقة مست جميع البيانات الإقتصادية والسياسية والإجتماعية والثقافية، فإذا كانت الصراعات الإيدولوجية قد انتهت إلى حد ما ، فإن الصراعات الإقتصادية قد اشتدت حيث أصبحت العلاقات الإقتصادية الدولية تتميز بإنشاء تكتلات إقتصادية إقليمية ضخمة مما أدى إلى عولمة الإقتصاد وشمولية الحياة المالية برمتها والعولمة دليل على ذلك حيث جعلت العالم كله في شكل قرية صغيرة وأسقطت جميع الحواجز والحدود الجغرافية .

إن الإهتمام بالجانب المالي بدأ حالياً في السنوات الأخيرة بعدما ترتب من أزمات مالية أصابت العالم، كانت نتيجة للسياسات التي جاء بها العولمة والتي انتهجت مسار التحرير المالي الذي كان من بين ركائزه تحرير أسعار الفائدة الذي اعتبره العديد من الإقتصاديين سبب في عدم الإستقرار المالي من جهة، ومن جانب آخر اعتبر كحل جذري للأزمات المالية أو التقليل من حدتها.

نجد أن سعر الفائدة يساعد على إحداث تغيرات إيجابية في مستوى النشاط الإقتصادي حيث يمثل تخفيض أسعار الفائدة أداة رئيسية لدى السلطات النقدية تستخدمها لتحفيز النشاط الإقتصادي من خلال تخفيض تكلفة الإقتراض من البنوك، مما يشجع المؤسسة الإقتصادية على تنمية إستثماراتها. كما يساهم سعر الفائدة في تفادي وقوع أزمات سعر الصرف، نظراً لأن سعر الفائدة يؤثر بطريقة مباشرة على قيمة العملة المحلية فتلجأ السلطات إلى التحكم به كأداة لتفادي وقوع أزمة إنخفاض قيمة العملة وذلك عن طريق تخفيض سعر الفائدة مما يؤدي إلى إنخفاض الأسعار المحلية وبالتالي زيادة حجم الصادرات والطلب على العملة المحلية مما يساعد على إرتفاعها وتفادي حدوث الأزمات المالية.

كما يمكن التحكم في سعر الفائدة واعتماده كحل بطريقة معاكسة عن طريق رفع هذا المعدل مما يؤدي إلى زيادة دخول الإستثمار الأجنبي المباشر، وبالتالي زيادة الطلب على العملة المحلية مما يؤدي إلى إرتفاع قيمتها وبالتالي إرتفاع الصرف.

يجنب فرض الحدود القصوى والدنيا لسعر الفائدة وقوع أزمة أسواق رأس المال وذلك عن طريق التحكم الصحيح في معدله من قبل السلطات النقدية وعدم تركه يتماشى حسب قوى العرض والطلب في السوق أي تحريره الذي يمكن أن يؤدي إلى إنهيار أسعار الأصول ووقوع المستثمرين والمتعاملين في سوق رأس المال إلى الإفلاس.

كما يعد حلاً لتفادي حدوث أزمة الدين الخارجي، التي تتمثل في عدم مقدرة الأفراد على سداد ديونهم، أو إرتفاع فوائد الديون ، و بالتالي لجوء السلطات المعنية إلى تخفيض أسعار الفائدة

بالأزمات المالية

المفروضة على القروض، مما يساعد الأفراد على سداد ديونهم لأن المشكل الأساسي هنا هو ارتفاع تكلفة الإقراض التي تعتبر عائقا أمام تسديد الديون، ومنه يؤدي سعر الفائدة إلى تخفيض تكلفة الإقراض أو تخفيض تكلفة الفوائد المفروضة على القروض وصولا لتفادي وقوع أزمة الديون.

كما نجد أن سعر الفائدة يساعد الأفراد على تفادي الخسائر الممكن حدوثها نتيجة عدم صحة التوقعات، وذلك بإمكانية تبادل أسعار الفائدة بين المضاربين أو المستثمرين، فمثلا مستثمر توقع ارتفاع سعر الفائدة ومستثمر آخر توقع انخفاض ولكن توقعاتهم كانت خاطئة فهنا يقوم المستثمرين بمبادلة أسعار الفائدة مما يساعدهم على تفادي خسائر تؤدي بهم إلى حافة الإفلاس.

ومنه يمكن القول أن سعر الفائدة كما هو سبب مباشر وأساسي في نشوء الأزمات المالية بمختلف أنواعها، إلا أن له آثار إيجابية تساعد ولو بنسبة ضئيلة إلى الحد من تفاقم الأزمات غير المتوقعة.

المطلب الثاني: سعر الفائدة كسبب للأزمات المالية:

يلعب سعر الفائدة دور كبير في تفعيل الأزمات المالية وسنحاول تبين ذلك من خلال الآتي⁽¹⁾:
تتعرض إقتصاديات دول العالم إلى أزمات إقتصادية من فترة إلى أخرى ، وتجدد ظهورها عبر الزمن حتى باتت هذه الأزمات تهدد المرتكزات التي قامت عليها الأنظمة الإقتصادية في هذه الدول، وهذا يستلزم إعادة النظر في النظريات وسياسات الفكر الإقتصادي التي استندت إليها في تحقيق التوازن الإقتصادي والإجتماعي ومعالجة الأزمات.
ويشهد تاريخ الوقائع الإقتصادية أن النظام الرأسمالي القائم على فلسفة المذهب الفردي ومبدأ دعه يعمل دعه يمر، وتحجيم دور الدولة في مجالات ضيقة والتركيز على آليات السوق لتحقيق التوازن كان ولا يزال يتعرض إلى أزمات

إقتصادية خانقة منها الأزمة العالمية (1929-1933)، وأزمة التضخم الركودي مع مطلع السبعينات من القرن الرأسمالية، إضافة إلى أزمة الديون السادية التي اجتاحت الدول الأوروبية وعلى رأسها اليونان.

ومما لا شك فيه أن آلية السوق وتحجيم دور الدولة في وظائف الدولة الحارسة فقد كانت غير كفيلة بتصحيح الإختلالات التي عانت منها إقتصاديات الدول الرأسمالية، إضافة الى اتباع سياسات التحرير المالي التي نادى برفع القيود على جميع المعاملات المالية والتجارية والخدمية، وتحرير أسعار الفائدة باعتبارها أداة من أدوات السياسة النقدية كانت ولا زالت تتخذها حكومات إقتصاديات الدول المتقدمة والنامية كأداة سريعة التنفيذ في برامج الإصلاح الإقتصادي لمعالجة

(1) بالإعتماد على:

- علاوة نوري، مرجع سابق، ص 11، 13.

- بحري هشام، محرم حسينة، الآثار المحتملة لتخفيض أسعار الفائدة على الإقتصاد العالمي، مداخلة مقدمة في الملتقى الوطني التاسع حول أداة سعر الفائدة و أثرها على الأزمات المالية، جامعة سيكيدة، يومي 10، 09 ماي، 2011، ص 04، 03.

بالأزمات المالية

الإختلالات وهذا تطبيقاً لنظريات إقتصادية (أي أفكار وضعية) منها تناولت علاقة سعر الفائدة بالإدخار والإستثمار والدعوة إلى تخفيض هذا السعر إلى أدنى المستويات عند الأزمات في سبيل دفع النشاط الإقتصادي وتحقيق الإنتعاش ، ولكن عند إستقراء لتاريخ الوقائع الإقتصادية تظهر مفارقة في هذا التحليل النظري لدور سعر الفائدة في معالجة الأزمات، إذ أن خلال فترة الأزمة العالمية (1929-1933) كان سعر الفائدة قد بلغ أدنى المستويات خلال هذه المرحلة ولكن حجم الإستثمار بقي غير معتبر، والنتيجة هو استمرار مظاهر الأزمة.

يؤدي التعامل بسعر الفائدة كأداة من أدوات السياسة النقدية إلى تراجع في مستوى وكفاءة النشاط الإقتصادي وإختلال في المؤشرات التوازن الإقتصادي، كما بينه بعض الإقتصاديين (كينز) حيث ربط سعر الفائدة بعمليات المضاربة التي تؤدي إلى تفاقم الأزمات المالية كما بين أنه عندما يصل سعر الفائدة إلى أدنى مستوياته فإن الأفراد وحاملي السندات يفضلون الإحتفاظ بالسيولة وهذا ما يطلق عليه بمصطلح فخ السيولة الكينزية وعندها تكون السياسة النقدية غير فاعلة وذلك لأن الأفراد في المجتمعات الربوية يدخلون في حساباتهم عامل التوقعات في المستقبل والعلاقة العكسية بين سعر الفائدة وقيمة السند. فعندما يكون سعر الفائدة في السوق مرتفعاً تكون القيمة الجارية للسندات منخفضة، والسلوك المتوقع للفرد في هذه الحالة هو الإقدام على شراء السندات وبالتالي التقليل من الإحتفاظ بالثروته بشكل نقدي وذلك بقصد بيع هذه السندات مستقبلاً حينما ترتفع أسعارها.

وبالعكس في حالة ارتفاع الأسعار الجارية للسندات التي يملكها الفرد نتيجة لإنخفاض سعر الفائدة الجارية في السوق فإن الفرد يسارع إلى بيع السندات التي يملكها وبذلك يزيد من الإحتفاظ بثروته على شكل نقود. وهكذا يزداد الطلب على النقود لغرض المضاربة عند انخفاض سعر الفائدة كما ينخفض الطلب على النقود لغرض المضاربة عند ارتفاع سعر الفائدة الجارية.

بناءً على ما تقدم يمكن القول أنه في فترة الأزمات كحالة الركود وعندما يتراجع سعر الفائدة إلى أدنى مستوياته بغية دفع النشاط الإقتصادي، ستقل الأرصدة النقدية العاملة وتزداد الأرصدة النقدية لغرض الحيلة والمضاربة أي يزداد

تفضيل السيولة لدى الأفراد فتظهر حركة تحول الأرصدة النقدية من عاملة إلى عاطلة تحت ضغط الظروف الأزمة والذي يزيد من الوضع تفاقمًا هو استعمال سعر الفائدة في دائرة النشاط الإقتصادي كمرشد لقراراتهم في توزيع أرصدهم النقدية بين عاطلة (لغرض المضاربة والحيلة) وعاملة (لغرض المعاملات والاستثمار) أي أن الأفراد يأخذون في الحساب التوقع المسبق أن سعر الفائدة سيرتفع فتقل قيمة السندات ويتكبد حاملي السندات خسارة، وستكون هنا عملية الإسترشاد بسعر الفائدة سبب في ظهور فخ السيولة وسيترتب عن هذه النتيجة أي (فخ السيولة وتحول الأرصدة النقدية من عاملة إلى عاطلة) تراجع في مستوى الكفاءة الإقتصادية في إقتصاد البلد الذي يتخذ من سعر الفائدة كأداة تصحيح من أدوات السياسة النقدية بسبب ما يلحقه من تجدد ظهور الإختلالات و اتساعها من جراء تعطيل للموارد المتاحة و تعطيل عناصر الإنتاج المتاحة من

بالأزمات المالية

استمرار دخولهما في العملية الإنتاجية منها تراجع الإستثمار، ومعدلات النمو وظهور إختلال في سوق العمل كارتفاع معدلات البطالة والفقير، ونظرا لأن الإختلالات تغذي بعضها البعض سيكون سعر الفائدة سببا في تفاقم مظاهر الأزمة و إتساع الإختلالات الكامنة في إقتصاد البلد.

يعد التراجع في المستوى العام للأسعار وشعور الأفراد بأن القوة الشرائية للنقود في تحسن دافعا لإحتفاظهم بالأرصدة النقدية إضافة إلى توقعاتهم التي تنص على أن هناك استمرارا في تدهور المستويات العامة للأسعار وبالتالي سينخفض إنفاقهم على السلع والخدمات، فحصل زيادة في حجم الأرصدة العاطلة وتقل الرغبة في الإستثمار مما يحدث تراجع في معدلات النمو الإقتصادي وتتفاقم مظاهر الأزمة الإنكماشية في الإقتصاد وكل هذا عائد إلى مستوى التعامل بأسعار الفائدة.

أما إذا كان إقتصاد البلد يعاني من ظاهرة التضخم تحت ضغط الإحتكارات، وتراجع في معدلات النمو الإقتصادي، واتخذ من سعر الفائدة كأداة تصحيح بتخفيضها لدفع النشاط فالنتيجة حصول تزايد في حجم الأرصدة العاطلة وقلة الرغبة في الإستثمار تحت ضغط الطابع الإحتكاري الذي يخيم على السوق مما يؤدي إلى تراجع المعدلات الخاصة بالنمو وإتساع حدة التفاوت في توزيع الدخل بين فئات المجتمع وما يصاحبه من إرتفاع في معدلات البطالة، والجدير بالإشارة إلى أن حالة زيادة حجم الإئتمان الممنوح للقطاع الخاص والقطاع العام بسبب تخفيض أسعار الفائدة يؤدي إلى زيادة العرض النقدي والإسهام في تفاقم موجة التضخم في الإقتصاد وتعرضه إلى أزمة مالية يكون سعر الفائدة هو السبب من وراء انتشارها وتعمقها.

ومنه يمكن القول أن أداة سعر الفائدة وتحريرها غير مرغوبة لأنها بمثابة سلاح يهدد توازن إقتصاديات دول العالم من الداخل و الخارج فهي سبب في حدوث تقلبات النشاط الإقتصادي وظهور الأزمات وهي سلاح لنقل عبئ

الأزمات بين الدول. فضلا على أنها سبب في تعثر النمو الإقتصادي وما يتبعه من آثار سلبية تقف عائقا أمام مراحل وأشواط التنمية التي كان مخطط أن تقطعها الدول خاصة النامية منها.

كما يمكن إعتبار سعر الفائدة سببا في خلق الأزمات المالية و إنتشارها وأداة لعدم الإستقرار المالي الداخلي، حيث يعتقد أن المتسبب في وقوع الأزمة المالية هو الهيكل الإستدانة في الإقتصاد بأسعار فائدة متحررة ويعبر عن ذلك بمايلي:

"أن منبع الأزمة المالية هو التوسع في منح القروض المصرفية دون تحديد مثبت لأسعار الفائدة الدائنة والمدينة".

ويمكن تلخيص ذلك في نقطتين أساسيتين هما:

-إن الهشاشة المالية الداخلية يعود سببها إلى اللجوء إلى الإستدانة البنكية وجودة المقترضين بأسعار فائدة متحررة.

- أهمية إرتفاع أسعار الفائدة التي تؤدي بالإقتصاد بالمرور من مرحلة الإزدهار إلى مرحلة الأزمة بسبب المخاطرة الائتمانية.

وسندرج الكيفية التي يؤدي بها سعر الفائدة إلى التحول من مرحلة الإزدهار الإقتصادي إلى مرحلة الإزمة المالية تدريجيا:

الفرع الأول: مرحلة الإزدهار الإقتصادي

إن بروز مرحلة الإزدهار الإقتصادي أو تزايد الإستثمارات تعطي الإنطباع لدى المستثمرين بتوفر فرص الأرباح مما يزيد من الإحتدام المضاربي ويدفع بمستثمرين آخرين إلى تقليد سلوكاتهم. ويرى الإقتصاديين أن مرحلة الإزدهار تمثل المرحلة الأولى للفعل المضاربي، وتمتاز بابتعاد تصورات المتعاملين الإقتصاديين عن الحقيقة أو الأساسيات الإقتصادية وبسلوك التقليد الجماعي لدى المضاربين.

وتساعد السياسة النقدية التوسعية من خلال إنخفاض أسعار الفائدة على التوسع في منح القروض مما يشجع على المضاربة ويؤدي إلى هشاشة ميزانيات الجهات المقرضة.

إن مرحلة الإزدهار تمثل مرحلة تصاعد حجم الإستثمارات تزيد من ثقة البنوك حول الوضعية الإقتصادية المستقبلية حيث تقدر مردودية هذه الإستثمارات عاليا مما يؤدي بها إلى زيادة حجم القروض الممنوحة، كما تساعد أسعار الفائدة المشجعة على زيادة الطلب على القروض من طرف المستثمرين من أجل تمويل إستثماراتهم.

الفرع الثاني: مرحلة الأزمة المالية

إن إمكانية حدوث الأزمات المالية يزداد مع إحتمال إرتفاع أسعار الفائدة في الإقتصاد، و مع إستمرار مرحلة الإزدهار الإقتصادي فإن حجم القروض سيزداد مما يدي بالبنوك إلى حماية نفسها ضد المخاطرة الإنتمانية من خلال

رفع أسعار الفائدة مما يزيد من المصاريف المالية لدى المقترضين الذين قد يتحولون إلى فئة ذات مخاطرة عالية وبالتالي إمكانية تعرض هذه البنوك إلى الإفلاس.

ونميز بين 03 أنواع من المؤسسات داخل الإقتصاد تمتاز ب03 هياكل استدانة مختلفة هي:

أولا: فئة المتعاملين الحذرين

التي تمتاز بإرتفاع مداخيلها مقارنة بمصاريفها المالية عند تاريخ الإستحقاق مما يسمح لها بالدفع في الأجال المحددة للقرض.

ثانيا: فئة المتعاملين المضاربين

التي تمتاز بقلّة مداخيل الفترة مقارنة بالمصاريف المالية، لكنها كافية لتغطية الفوائد مما يستلزم من هذه الفئة ضرورة إعادة التمويل بالديون لأجل سداد أصل الدين.

ثالثا: فئة المتعاملين السيئين

وهي الفئة التي لا تستطيع مداخيلها تغطية فوائد وأصل القروض مما يحتم عليها زيادة الإقتراض من البنوك للوفاء بالتزاماتها لفترات سابقة.

ومما سبق يتبين لنا أن إرتفاع أسعار الفائدة في الإقتصاد يمثل عاملا سياسيا في حدوث الهشاشة المالية، ويرجع هذا الإرتفاع إلى إعتقاد المؤسسات على الإقتراض إلى جانب أموالها الخاصة في تمويل المشاريع الإستثمارية، لذلك كلما كان حجم المشاريع كبيرا كلما زادت الحاجة إلى الإقتراض من البنوك مما يزيد من إحتمال عدم السداد، وبالتالي تلجأ البنوك لرفع سعر الفائدة لحماية نفسها من المخاطرة الائتمانية، مما يؤدي إلى حدوث أزمة مالية نتيجة هذه العملية التي ستضعف من عوائد الإستثمارات، وتزيد من المصاريف المالية و إرتفاع الطلب على القروض لضمان سداد الديون السابقة، يضاف إلى ذلك هشاشة الميزانيات البنكية ، ومع إستمرار الزيادة الإستثمارية سيزداد إعتقاد المؤسسات على القروض المصرفية وترتفع بذلك أسعار الفائدة، وتتحول المؤسسات من فئة المتعاملين الحذرين إلى فئة المتعاملين السيئين، وفي هذه الحالة يصبح وزن المؤسسات السيئة أكبر في الإقتصاد مما يزيد من الهشاشة المالية ويؤدي إلى وقوع الأزمات المالية.

المطلب الثالث: تجارب بعض الدول في تحرير أسعار الفائدة

لقد لجأت العديد من الدول بعد فشل سياسة الكبح المالي و ما نتج عنها من تقييد لأسعار الفائدة، مما أثر سلبا على اقتصاديات هذه الدول و دفع بها إلى تطبيق سياسيات تحرير أسعار الفائدة سواء الدائنة منها أو المدينة، وسنحاول من خلال هذا المطلب إدراج بعض النماذج القديمة منها والحديثة والتي حاولت أن تتبع منهج بعيد كل البعد عن التقليد.

الفرع الأول: تجارب الدول المطبقة لتحرير سعر الفائدة منذ مطلع السبعينيات إلى غاية التسعينيات

وتركز هذه النماذج على الدول النامية بشكل أكبر التي كان لها السبق في الإصلاح الإقتصادي، ومن ثم التحرير المالي وما نتج عنه من تحرير أسعار الفائدة و نذكر منها:

أولا: التجربة التشيلية في تحرير أسعار الفائدة

في أواخر السبعينيات قامت دولة التشيلي بتحرير أسعار فائدتها، حيث أطلقت أنظمتها المصرفية وصولا بها إلى التنافس بحرية في سوق رأس المال، كما أزال الحدود القصوى لأسعار الفائدة على الودائع والقروض وسنحاول توضيح ذلك من خلال الآتي⁽¹⁾:

1- الإقتصاد التشيلي قبل تحرير أسعار الفائدة (مرحلة الكبح المالي):

كان الإقتصاد الشيلي خاضعا للكبح المالي قبل 1973، حيث إرتفعت فيه معدلات التضخم، وتميزت بوجود الإنئمان المدعم بأسعار الفائدة المنخفضة، بالإضافة إلى إرتفاع حجز الموازنة العامة وفرض تعريف جمركية مرتفعة تصل إلى 100 % ، وبسبب التضخم والقيود على أسعار الفائدة ومتطلبات الإحتياطي الباهضة على البنوك المتلقية للودائع، أصبح الجهاز المصرفي يعمل بأسعار فائدة حقيقية سالبة.

2- الإجراءات التحريرية:

(1) بلعزوز بن علي، أثر تغير سعر الفائدة على إقتصاديات الدول النامية: حالة الجزائر، مرجع سابق، ص ص 207، 201.

الفصل الثالث :

علاقة تحرير سعر الفائدة

بالأزمات المالية

منذ عام 1974 ونظرا للآثار السلبية الناجمة عن سياسات الكبح المالي، بدأت الحكومة التشيلية في سلسلة إصلاحات هامة تمثلت في تطبيق إجراءات سريعة للتحرير المالي والنقدي تمثلت في: أ-تحرير القطاع المصرفي من القيود الإدارية الأمر الذي أدى إلى خلق سوق تنافسية بين هذه البنوك فارتفعت أسعار الفائدة من سالبة إلى مستويات إيجابية عالية، الأمر الذي زاد من النمو المالي.

ب - في عام 1978 إختفى العجز المالي وأصبح يقيم بحوالي 0.8 % كما تم تحقيق فوائض مالية خلال الفترة الممتدة ما بين (1978 - 1980)، وخفض الإنفاق الحكومي .

ج-إلغائها للحدود القصوى والرسمية لأسعار الفائدة على كل من الودائع والقروض.

3-الإقتصاد التشيلي بعد إجراءات التحرير:

تميز بمايلي:

أ-الإرتفاع الكبير الذي بلغته أسعار الفائدة الحقيقية على الودائع حيث بلغت لمدة 30 يوما بـ 22.4% عام 1982، بعد ما كانت 8.6 عام 1976 حيث بلغ سعر الفائدة الإسمي على الودائع بـ 147.7%.

ب-إنخفاض سعر الفائدة الحقيقي على القروض من 64.3% عام 1976 إلى 35.1% عام 1982، بلغ معدل الفائدة الإسمي على القروض 350% سنة 1976 مقابل إنخفاضه في 1982 إلى 63.1%.

ج- الفارق الكبير بين التكلفة الإسمية للإقتراض بالدولار والإقتراض بالبيورو، فسادت أسعار فائدة مرتفعة على القروض بالبيورو بالنسبة للقروض من الخارج، فبلغ صافي الفرق بين سعر الفائدة بين القروض بالدولار والبيزو بـ 48.9% عام 1976 لصالح الدولار، وإنخفاض هذا الفرق إلى 5.6% لصالح الدولار في عام 1982.

4-نتائج التحرير السريع لأسعار الفائدة في التشيلي:

يمكن تلخيصها في النقاط التالية:

أ- كانت تجربة التشيلي نموذجا للتحرير الإقتصادي والمالي ومحل إعجاب وتقدير الكثير من الإقتصاديين رغم الانتكاسة التي واجهتها منذ سنة (1981- 1984) نتيجة الإرتفاع المفرط في أسعار الفائدة الحقيقية التي تجاوزت 20% على الودائع و 35% القروض.

ب- سمح الإرتفاع السريع لأسعار الفائدة زيادة في الطلب على الإئتمان وليس لغرض الإستثمار ولكن بغرض تفادي الإفلاس بالنسبة للمشروعات المتعثرة، و بغرض الإستهلاك العائلي و بذلك بدأت أزمة المديونية في سنة 1982، حيث وصلت الديون المعدومة و بنسبة رسمة الفوائد حوالي 72% من القروض القائمة بالعملة المحلية.

ج- إرتفاع البيزو نتيجة لتدفق رؤوس الأموال قد قلل من القدرة التنافسية للصادرات التشيلية، فظهر عجز في الميزان التجاري كما ظهر في ميزان المعاملات نتيجة إرتفاع المديونية الخارجية، مما أدى إلى فقدان الثقة في العملة وفي مصداقية السياسة الحكومية.

ثانيا :التجربة الأندونيسية في تحرير أسعار الفائدة

سعت أندونيسيا إلى تطبيق سياسات التحرير المالي بعد سنة 1983 سعياً منها للنهوض بإقتصادها إلى مستوى أعلى وسندرج ذلك من خلال مايلي⁽¹⁾:

1- الإقتصاد الأندونيسي قبل تحرير أسعار الفائدة : (مرحلة الكبح المالي)

- أ- سيطرة بنك أندونيسيا وحده على 35% من الأصول الإجمالية للقطاع المالي.
- ب- سيطرة البنوك الخمس الكبرى المملوكة بالكامل للدولة على 40% أي سيادة الاحتكار.
- ج- وجود سوق مالي غير تام و سقوف إئتمانية محددة إدارياً.
- د- تقديم القروض إلى الوحدات الإقتصادية ذات الإستراتيجية العالية فقط وتهميش الباقي.

2- الاجراءات التحريرية:

تتمثل في:

- أ- إعطاء الدولة الحرية للبنوك في تحديد أسعار الفائدة وذلك في نهاية مارس 1983 وذلك بهدف إعطاء حافز للمودعين من خلال ارتفاع العائد على ودائعهم.
 - ب- إلغاء النقود الإئتمانية على الإقتراض بالتدريج ، مع إستمرار قيام الدولة بالإقتراض بأسعار فائدة منخفضة نسبياً.
 - ج- إعطاء مهلة للبنوك مدتها 5 سنوات منذ بداية إجراءات التحرير لتكيف مع الوضع الجديد، قبل السماح لبنوك جديدة بالدخول إلى السوق، وقبل أن تبدأ المنافسة القوية.
 - د- أما في عام 1988 أزيلت كافة القيود على الجهاز المصرفي وذلك بإلغاء السوق الإئتمانية.
 - هـ- خفض الكبير لنسبة الإحتياطي القانوني من 15% إلى 2%.
 - و- السماح للبنوك الأجنبية والوطنية بفتح فروع جديدة لها.
- 3- نتائج التحرير التدريجي لأسعار الفائدة في التجربة الأندونيسية:**

يمكن تلخيصها فيما يلي:

- أ- لعبة الإستثمار الأجنبي في أندونيسيا دور متعاظم في تحقيق معدلات نمو مرتفع حيث بلغ متوسط النمو سنوياً ما بين 6.5% إلى 7% طول العقود الثلاثة الأخيرة.
 - ب- إعادة الوظائف التقليدية لصالح البنك المركزي وإلغاء الضوابط مع سعر الفائدة و الحدود القصوى للإئتمان.
 - ج- نتيجة ارتفاع أسعار الفائدة بشدة وعدم استقرارها تراكمت الديون المشكوك فيها، مما أدى إلى عدم إستقرار الجهاز المصرفي، مما دعا الحكومة إلى تخصيص 20% من قروضها للمشروعات الصغيرة.
 - د- تحقيق أندونيسيا إلى ارتفاع مهم في مستوى صادراتها من الفترة الممتدة ما بين 1987 – 1992 بمعدل 13.6% سنوي، كما ارتفع الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي ب 6.7% خلال نفس الفترة.
- ثالثاً: التجربة المصرية في تطبيق سياسة تحرير أسعار الفائدة:**

(1) منال إبراهيم حلمي، أثر ارتفاع سعر الفائدة على الإقتصاد المصري، رسالة دكتوراه في العلوم الإقتصادية، جامعة القاهرة،

تميز الإقتصاد المصري قبل تطبيق سياسات التحرير المالي "تحرير أسعار الفائدة" بعدة سلبيات خاصة بسبب تقييده لأسعار الفائدة من قبل السلطات النقدية، مما نتج عنه إختلالات في هذا المجال ، أدى بها في النهاية إلى تطبيق التحرير المال والتخلي عن التقييد والكبح المالي⁽¹⁾:

1- الإقتصاد المصري قبل التحرير المالي "الكبح المالي:

من أهم خصائصه مايلي :

أ- إنخفاض كفاءة الإستثمارات.

ب- إنخفاض معدلات الإدخار.

ج- إنخفاض قيمة العملة الوطنية و عدم قدرتها على المنافسة عالميا.

د- تحديد نسبة عالية من الإحتياطي القانوني تحتفظ بها البنوك لدى البنك المركزي مما يعيق مسارها المالي و المصرفي.

هـ- وضع سقف إئتمانية على الجهاز المصرفي مما أدى إلى تخفيض النمو في الناتج المحلي الإجمالي، ومن ثم زيادة البطالة وإنخفاض نمو الناتج في الأجل القصير.

2- الإجراءات التحريرية:

لقد قامت السلطات المصرية بإتخاذ إجراء تحرير أسعار الفائدة الدائنة والمدينة إعتبارا من جانفي 1991، حيث أطلقت حرية تحديد أسعار الفائدة وفقا لقوى العرض والطلب بمقتضى القانون الصادر عن البنك المركزي عام 1990، و تبعت للإجراءات التالية:

أ- وضع حد أدنى 12 % سنويا لسعر الفائدة على الودائع لمدة ثلاثة أشهر.

ب- إعطاء كامل الحرية للبنوك في تحديد أسعار الفائدة على حساباتها لدى بعضها البعض.

3- نتائج التحرير التدريجي لأسعار الفائدة في التجربة المصرية:

يمكن تلخيصها في النقاط التالية:

أ- إرتفاع معدلات العائد على الودائع بالجنيه المصري من 9% تقريبا عام 1989 إلى مايقارب من 17 % عام 1992 مما أدى إلى زيادة معدلات الخصم و إرتفاع معدلات الفائدة على القروض لكافة الأنشطة مما إنعكس سلبا على التوظيف.

ب- إرتفاع سعر الفائدة أدى إلى إحجام الكثير من المشروعات والأفراد عن الإقتراض هذا من ناحية ومن ناحية أخرى فإن سعر الفائدة المرتفع يغري الأفراد والمؤسسات على الإحتفاظ بأموالها على هيئة ودائع مما يترتب عليه إنخفاض الإستثمارات وإضعاف معدل النمو الإقتصادي ومن ثم زيادة معدلات البطالة، وهذا ما تؤكد البيانات المشار إليها في الجدول رقم (02):

(1) علاوة نوري، مرجع سابق، ص ص 17، 18.

الفصل الثالث :

علاقة تحرير سعر الفائدة

بالأزمات المالية

الجدول رقم (02): تطور معدلات نمو الناتج المحلي الإجمالي ومعدلات البطالة في مصر بين الفترة (1999-1993)

المعدلات	1990	1991	1992	1993
معدل الناتج المحلي بأسعار عام 1990	% 5.3	% 2.4	% 1.2	% 0.3
معدل البطالة كنسبة إلى إجمالي القوى العاملة	% 8.6	% 9.6	% 9.0	% 10.9

المصدر : علاوة نوري: أثر سعر الفائدة على الكفاءة الاقتصادية والمؤشرات الأساسية للتوازن الإقتصادي ، مداخل مقدمة في الملتقى الدولي الثاني حول الأزمة المالية الراهنة و البدائل المصرفية والمالية- النظام المصرفي الإسلامي نموذجاً، المركز الجامعي بخميس مليانة، 6، 5 ماي، 2009، ص 18.

تشير بيانات الجدول رقم (02) عن تراجع معدل نمو الناتج الحقيقي في مصر الذي إنتقل من 5.3 % إلى 0.3 %

أما معدلات البطالة فكانت في تزايد خلال الفترة (1990-1993) وذلك نتيجة للإرتفاع المتزايد لأسعار الفائدة الذي أدى إلى تناقص معدلات الإقتراض و توقف المشاريع الممولة من طرفها، وبالتالي نقص مناصب الشغل المتوفرة جراء العمليات الإستثمارية والمشاريع، باستثناء عام 1992 سجلت فيه تراجع بنسبة ضئيلة من عام 1991 وقدرت بنحو 9 % وكان هذا التراجع مرتبط بالإنخفاض المؤقت لأسعار الفائدة المحررة.

كما أدت سياسة تحرير أسعار الفائدة إلى زيادة الدافع للإدخار وخفض الطلب الإستهلاكي عن طريق رفع أسعار الفائدة على الودائع حيث زادت الودائع بمعدل 69.4 % عام (1992-1993). وبالتالي فإن تحرير أسعار الفائدة أدت إلى حدوث أزمة بطالة وتدهور في معدلات النمو الإقتصادي للبلد.

رابعا- التجربة الأردنية في تطبيق سياسة تحرير أسعار الفائدة:

عرف الإقتصاد الأردني في نهاية الثمانينيات أزمة إقتصادية خانقة ، كان سببها الرئيسي إرتباط البلاد وتأثرها بالوضع الإقتصادي الذي أخذ بالتدهور بعد منتصف ذلك العقد، ما أدى بالحكومة إلى إتخاذ إجراءات وقرارات لمحاولة أولى لتغطية ومعالجة الأوضاع السائدة وتغيير السياسات الفاشلة السابقة، وكان من بين هذه التعديلات تطبيق تعويم سعر الفائدة المتعامل بها ونلخص ذلك فيما يلي:

1- الإقتصاد الأردني قبل تطبيق سياسات تحرير أسعار الفائدة:

من أبرز ما يميزه مايلي(1):

- أ- إنحصار أسواق الصادرات وإنخفاض تحويلات العاملين بالخارج.
- ب- تراجع المساعدات العربية، وخاصة تفاقم ثقل المديونية الخارجية.
- ج- إنخفاض إحتياجات الحكومة من العملة الأجنبية والإيرادات الخارجي للدولة.

د- تفاقم العجز المالي للدولة والعجز الجاري لميزان المدفوعات الشيء الذي إنعكس على سوق صرف الدينار الأردني.

(1) بلعوز بن علي، أثر تغير سعر الفائدة على إقتصاديات الدول النامية - حالة الجزائر-، مرجع سابق، ص ص 218، 219.

قامت السلطات الأردنية بالإتفاق مع صندوق النقد الدولي والبنك العالمي في الفترة الممتدة ما بين (1988-1993) إلى تطبيق إجراءات من شأنها إصلاح السياسة النقدية وتحقيق الإستقرار النقدي اللازم من أجل المحافظة على سعر صرف الدينار وكبح التضخم وتحقيق النمو وتتلخص هذه الإجراءات في(1):

أ- تعويم شامل لأسعار الفائدة على الودائع و العودة إلى 9% كحد أقصى على التسهيلات الإئتمانية في 24 /09/ 1988.

ب- تعويم شامل لأسعار الفائدة على الودائع التي تزيد عن 200 ألف دينار.

ج- خروج الفوائد على التسهيلات عن نطاق الحد الأقصى المعمول به وتحديدها ب 10%.

د- تحديد أسعار الفوائد على التسهيلات ب 7.25 إلى 8% وتحديد العمولة بحد أقصى مقداره 1%.

هـ - وضع سقف سنوية للإقتراض الحكومي بالإتفاق مع صندوق النقد الدولي وفرض سقف للنمو بحيث لا يتجاوز 11% في نهاية فترة البرنامج مقابل 13% في 1989 .

3- نتائج الإصلاحات التحريرية المطبقة من طرف السلطات الأردنية(2):

نعرضها فيما يلي:

أ- إرتفاع معدل نمو الإستثمار الكلي بصفة عامة بنسبة 9.2% سنة 1995، وذلك مقابل 6.6% سنة 1994.

ب- بلغ النمو الإقتصادي الحقيقي خلال فترة (1990- 1995) حوالي 6.2% في المتوسط ، وهو معدل مقبول يعكس النتائج الإيجابية لسياسات الإصلاح الإقتصادي (1993 – 1998).

ج- على الرغم من قيام الحكومة بتعويم أسعار الفائدة الدائنة، فقد ظل معدل الفائدة الحقيقي سالبا ذلك لأن تعويم أسعار الفائدة لم يؤدي إلى حدوث ظاهرة النمو المالي.

د- التراجع المالي لفترة (1990-1998) الأمر الذي أدى إلى عدم مرونة الطلب على الودائع بالنسبة لأسعار الفائدة.

هـ- سعر الفائدة في ظل التعويم سوف يغري المستثمرين بإبقاء وداائعهم بالبنوك.

و- قد ينتقل سعر الفائدة المرتفع للمشاريع من دائرة الجدوى إلى دائرة عدم الجدوى والذي قد يؤدي إلى تصفية

المشاريع ذات المديونية المرتفعة.

و- إرتفاع معدلات المديونية بشكل عام في السوق الأردني والذي سيؤدي إلى إحتمال إنهيار الشركات.

الفرع الثاني: تجارب معاصرة لتحرير أسعار الفائدة

قامت بعض الدول العربية بتطبيق سياسة تحرير أسعار الفائدة و نذكر منها:

(1) حمزة عدنان العسلي، التحرير المالي على عوائد الأسهم و حجم تداول أسهم قطاع البنوك في الأردن، رسالة ماجستير، إدارة المال و الأعمال، جامعة آل البيت، المفرق، 2006، ص ص 35،33.

(2) نفس المرجع، ص 35.

قامت دولة الإمارات العربية المتحدة بتطبيق سياسة تحرير أسعار الفائدة منذ عام 2004 و ذلك بإتباع الأسلوب التالي⁽¹⁾:

1- تحرير أسعار الفائدة على الودائع الآجلة حيث ارتفع متوسط سعر الفائدة مع الودائع الآجلة بالعملة المحلية لفترات استحقاق 3 أشهر من 1.561% في نهاية 2004 إلى 3.519% في نهاية 2005، أي بارتفاع بلغت نسبته

125% و تعكس اتجاهات أسعار الفائدة هذها لاتجاهات الساندة على الإيداع و الاقتراض.

2- تحرير أسعار الفائدة مع الإيداع و الاقتراض بالدولار الأمريكي و التي ارتفعت بنسبة 1.534% في نهاية 2004 إلى 3.448% في نهاية 2005.

3- تحرير أسعار الفائدة على المطلب المحلي على الائتمان و الإيداع خلال عامي 2004 و 2005 حيث وصلت أسعار الفائدة خلال الربعين الأول و الثاني من عام 2006 لتسجل نحو 4.72% و 5015% للربعين المذكورين على التوالي، وكانت نتائجها كالتالي :

أ- هذه العملية أدت إلى رفع سعر الفائدة على الإقراض المقدم من طرف البنوك مما يؤدي إلى إجماع الأفراد عن عمليات الاستثمار و التوجه نحو انجاز المشاريع و هذا يعود بالسلب على معدل النمو الاقتصادي للبلد و حدوث زيادة في معدلات البطالة.

ب- زيادة تدفق رؤوس الأموال الأجنبية التي تؤدي إلى ارتفاع قيمة العملة المحلية مقارنة بالعملات الأجنبية و بالتالي ارتفاع الأسعار المحلية و انخفاض الصادرات و زيادة الواردات مما يحدث اختلال في ميزان المدفوعات.

ثانياً: تجربة مملكة البحرين:

طبقت مملكة البحرين سياسة تحرير أسعار الفائدة و ذلك منذ عام 2004 إلى غاية 2006 و ذلك كما يلي⁽²⁾:

1- شهدت متوسطات أسعار الفائدة على الودائع لأجل 3 أشهر بالعملة المحلية ارتفاعاً من 1.4999 في نهاية 2004 إلى 3.407% في نهاية عام 2005.

2- تحرير أسعار الفائدة على الودائع حيث ارتفع سعر الفائدة على ودايع التوفير من 0.32% إلى 0.35% خلال نفس الفترة.

3- تحرير أسعار الفائدة على الائتمان من ناحية أخرى حيث ارتفع متوسط سعر الفائدة على الائتمان لقطاع الأعمال من 7.16% في نهاية 2005 إلى 7.83% في نهاية 2006.

(1) مجلس التعاون الخليجي، تقرير عن التطورات الاقتصادية و المالية في دول مجلس التعاون لدول الخليج العربية خلال عام

2006، العدد 13774، ص 34.

(2) نفس المرجع، 34.

4- كما ارتفع متوسط سعر الفائدة على الائتمان الممنوح لقطاع الأفراد من 8.31% إلى 8.58% خلال نفس الفترة.

5- واصلت أسعار الفائدة ارتفاعها خلال الربعين الأول و الثاني من عام 2006 لتسجل نحو 4.573% و 5.001% للربعين المذكورين على التوالي.

و أدت هذه السياسة إلى النتائج التالية:

أ- رفع سعر الفائدة على حجم القروض المقدمة لقطاع الأعمال يؤدي إلى إجماعها عن عمليات الاستثمار و ذلك

لارتفاع تكلفة التمويل الممنوح و بالتالي تراجع أدائها الاقتصادي و هذا بدوره يعود بالسلب على الأفراد إذ قد تلجأ هذه القطاعات إلى تسريح بعض العمال نتيجة لعدم تحقيق مكاسب مالية تساعد على رفع أجورهم.

ب- رفع سعر الفائدة على القروض الممنوحة للأفراد يؤدي بهم إلى تفضيل اكتناز أموالهم في شكل سائل دون توظيفها على شكل ودائع لدى البنوك و بالتالي زيادة الادخار و تراجع الاستثمار و تدهور النمو الأداء الاقتصادي.

سادسا: دولة الكويت:

قام المركز المركزي الكويتي بإجراءات تحريرية لأسعار الفائدة مما أدى إلى: (1)

1- زيادات في أسعار الفائدة التي أدت إلى زيادات في سعر الخصم خلال عام 2005 بلغ مجموعها 125 نقطة أساس ليصل ذلك السعر إلى 6% في نهاية عام 2005 مقابل 4.75% في نهاية عام 2004.

2- زيادات أخرى في سعر الفائدة بواقع 25 نقطة أساس في بداية شهر يوليو 2006 ليصل إلى 6.25% اعتباراً من ذلك التاريخ. و جاءت تلك الزيادات جراء التحريرات التي قامت بها البنك المركزي و التي أثرت على الأوضاع النقدية و المصرفية المحلية، و التحرر في أسعار الفائدة على العملات الرئيسية من جهة أخرى.

3- و في ضوء الزيادة المستمرة في سعر الخصم عام 2005 شهدت متوسطات اسعار الفائدة مع الودائع الخاصة بالعملاء لأجل العملة المحلية ارتفاعاً في عام 2005 مقارنة مع العام السابق الذي تميز بكبح المعاملات المالية و على

وجه التحديد ارتفعت متوسطات أسعار الفائدة مع الودائع لأجل (ثلاثة اشهر) بعد تطبيق سياسة تحرير أسعار الفائدة لتصل إلى 2.85% في نهاية عام 2005 مقارنة بـ 1.59% خلال عام 2004.

4- و استمر الإتجاه التصاعدي الذي سجلته متوسطات تلك الأسعار خلال الربعين الأول و الثاني من عام 2006

لتسجل 4.59% و 4.83% على التوالي.

وكان لهذه السياسة التحريرية نتائج على الأوضاع الإقتصادية و المالية للبلد نذكر منها:

(1) صندوق النقد العربي، نشرة تفصيلية عن أداء أسواق الأوراق العربية، العدد 67، 2011، ص 47.

- أ- زيادة الدافع للإدخار و خفض الطلب الإستهلاكي عن طريق رفع أسعار الفائدة على الودائع.
 ب- تراجع عمليات الإنتاج و تدهور الناتج المحلي الإجمالي.
 ت- تناقص عمليات الإقتراض و ارتفاع تكلفة التمويل.
 ث- تراجع حجم المشاريع الإستثمارية المحلية التي تعتبر ركيزة الإقتصاد الكويتي.
 ج- زيادة تدفق رؤوس الأموال الأجنبية و زيادة احتياطي البلد من العملة الأجنبية.

سابعاً: تجربة دولة الجزائر

بما أن سوق رأس المال الجزائري يعتبر سوق غير فعال و غير نشيط مما يعني عدم احتوائه على العديد من العمليات المالية، هذا الأمر أدى إلى التوجه نحو النظام المصرفي الجزائري محاولين دراسة تجربة الجزائر في تحرير أسعار الفائدة و تبين نتائجها، حيث عرف النظام المصرفي و المالي الجزائري العديد من التحولات و التطورات التي من بينها سياسة التحرير المالي و الذي اشتمل على مجموعة من الأفكار المتعلقة بأداء البنوك كتحريك أسعار الفائدة و البنوك من القيود المفروضة عليها حصر الدولة (السلطة النقدية) في جهة واحدة المتمثلة في البنك المركزي و مجلس النقد و القرض، السماح بإنشاء البنوك الخاصة و بدخول البنوك الأجنبية. و سنحاول رصد اهم التطورات الحاصلة في كل من اسعار الفائدة بنوعها الدائنة و المدينة و كذا النتائج التي طرأت جراء هذه التطورات و ذلك من خلال التالي:

1- تطور أسعار الفائدة الدائنة:

لقد بدأت السلطات النقدية الجزائرية في سنة 1990 عملية تحرير اسعار الفائدة بشكل متدرج، و كان الهدف منها هو تحفيز الانجاز و تعبئة اكبر قدر ممكن من المدخرات المالية، و حصول على معدلات فائدة حقيقية و يمكن عرض تطور اسعار الفائدة في الجزائر فيما يلي:

الجدول رقم (03): تطور معدلات الفائدة الدائنة في الجهاز البنكي الجزائري خلال الفترة (1990-2005):

السنوات	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004
الاسمي	11.17	12.67	14	14	16.44	17.25	17.25	16.67	9.34	10.00	10.00	9.95	09	09	08
معدل التضخم	16.6	31.8	28	21	39	18	15	6	5.5	2.6	02	4.23	1.42	2.59	3.56
المعدل الحقيقي	-5.43	-19.13	-14	-7	-22.56	-0.75	2.25	10.77	3.84	7.4	08	5.02	7.58	6.41	1.5

المصدر: بن بوزيان محمد، غربي ناصر صلاح الدين، أثر تحرير سعر الفائدة على حجم الادخار: دراسة قياسية لحالة

الجزائر، مداخلة مقدمة في الملتقى الدولي الثاني حول الأزمات المالية الراهنة و البدائل المصرفية و المالية- النظام المصرفي و الاسلامي نموذجي-، معهد العلوم الاقتصادية و علوم التسيير ، المركز الجامعي بخميس مليانة ، يومي 6،7 ماي، 2009 ، ص14.

من الجدول رقم (03) نلاحظ أن أسعار الفائدة الإسمية عرفت مرحلتين من التطور، المرحلة الاولى تمتد من 1990 إلى 1996 تميزت بارتفاع معدل الفائدة الإسمي بشكل كبير، فبعدما كان في سنة 1990 حوالي 11.17% أصبح سنة 1996 في حدود 17.26% اما المرحلة الثانية فقد انخفض فيها سعر الفائدة الإسمي من 16.67% سنة 1997 إلى 8% سنة 2004 و قد تسبب معدل التضخم المرتفع الذي عرفته الجزائر في المرحلة (1990-1996) إلى تكون معدلات فائدة دائنة حقيقية سالبة و لم تصبح موجبة إلا بحلول سنة 1996.

2- تطور أسعار الفائدة المدينة:

علاقة تحرير سعر الفائدة

الفصل الثالث :

بالأزمات المالية

الجدول رقم (04): تطور معدلات الفائدة المدينة في الجهاز البنكي الجزائري خلال الفترة (1990-2005):

السنوات	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	2009	2000	2001	2002	2003	2004
المعدل الاسمي	16.88	17.5	17.5	17.5	20.13	20.42	18.58	16.25	9.54	9.38	7.75	7.00	6.63	6.5	6.5
معدل التضخم	16.6	31.8	28	21	39	18	15	06	5.5	2.6	2	4.23	1.42	2.59	3.56
المعدل الحقيقي	0.28	-14.3	-10.5	-3.5	-18.87	-2.42	-3.58	10.25	4.04	8.78	5.75	2.77	5.21	3.91	2.94

المصدر: بن بوزيان محمد غربي، ناصر صلاح الدين، مرجع سابق، ص 15.

من الجدول رقم (04) يمكن ملاحظة أن أسعار الفائدة المدنية عرفت ثلاثة مراحل من التطور، المرحلة الأولى (1990-1993) تميزت بإستقرار معدلات الفائدة المدينة عند حدود 17.5% أما المرحلة الثانية (1993-1995) كانت فيها معدلات الفائدة ترتفع بشكل متدرج، و أما المرحلة الثالثة (1996-2004) تميزت بانخفاض معدلات الفائدة المدينة الاسمية، فبعدها كانت في 1996 حوالي 18.57% أصبحت في سنة 2004 في حدود 6.5%.

أما بالنسبة لمعدلات الفائدة المدينة الحقيقية فقد تطورت على مرحلتين: المرحلة الأولى (1990-1994) كان فيها معدلات الفائدة الحقيقية المدينة سالبة، أما المرحلة الثانية (1995-2004) فقد تميزت بمعدلات فائدة حقيقية مدينة موجبة.

3- نتائج تحرير الجزائر لأسعار الفائدة:

لقد عرف النظام المصرفي الجزائري آثار مختلفة نتيجة لتطبيق سياسة تحرير أسعار الفائدة و يمكن إجمالها فيما يلي:

أ- ارتفاع حجم الموارد المعبئة من طرف البنوك التجارية و التي تعتبر الجانب الايجابي الوحيد لهذه السياسة.

ب- إرتفاع أسعار الفائدة مع القروض الممنوحة يؤدي إلى إحجام الأفراد عن عمليات الاقتراض و هذا الأمر يعود بالسلب على تمويل المشاريع الاستثمارية التي يكون لها الدور الكبير في تطوير النمو الاقتصادي للبلد و ازدهارها.

ج- تحرير أسعار الفائدة و تعديلها انعكس على حجم القروض البنكية، بسبب عمليات تطهير محفظة ديون المؤسسات العمومية و إعادة هيكلة البنوك الوطنية و المؤسسات.

د- التأثير السلب مع المفهوم الحقيقي للإدخار حيث همش الادخار العائلي الأمر الذي نتج عنه تهميش فئات واسعة من افراد المجتمع في تمويل التنمية الاقتصادية.

و في هذا الإطار فان تعديل معدلات الفائدة و تعويمها لم يؤدي الى رفع الإنتاجية و تحقيق النمو الاقتصادي المتوقع، و لكن أدى الى تدهور مستمر للوضع المالية للمؤسسات و البنوك الجزائرية، و هذه النتائج تؤكد عدم فعالية تحرير معدلات الفائدة كوسيلة لتخلي الشركات عن القروض.

و هذا ما أدى بالجزائر إلى الرجوع إلى سياسة تحديد الأسعار من قبل البنك المركزي و فرض الحدود القصوى و الدنيا لها و نبين ذلك من خلال الجدول التالي:

الجدول رقم (05) : معدلات الفائدة المتعامل بها ما بين البنوك خلال (2006-2011)

الوحدة (%)

الفصل الثالث :

بالأزمات المالية

علاقة تحرير سعر الفائدة

أسعار الفائدة المدينة		أسعار الفائدة الدائنة		السنوات
الحد الأقصى	الحد الأدنى	الحد الأقصى	الأدنى	
0.20	0.16	0.23	0.17	2006
0.95	0.85	2.25	0.73	2007
0.64	0.62	0.43	0.22	2008
0.95	0.50	0.66	0.23	2009
0.74	0.16	0.75	0.33	2010
0.95	0.85	2.25	0.96	2011

المصدر: بنك الجزائر ، النشرة الاحصائية الثلاثية المتعلقة بالاحصائيات النقدية والمالية ، العدد 15 ، سبتمبر 2011 ، ص ص 19،17.

من خلال الجدول رقم (05) نستنتج أن الجزائر اتبعت سياسات متشددة طبقت فيها حدودا قصوى و دنيا لجميع معدلات الفائدة الدائنة و المدينة و ذلك لضمان تفادي التقلبات المالية و التأثيرات الناجمة جراء التحرير غير المجدي لأسعار الفائدة، ففي عام 2006 فرضت حدودا دنيا لأسعار الفائدة الدائنة بمقدار 0.17% مقارنة بعام 2007 الذي اعتمدت فيها على حد أعلى يقدر ب 0.73% و ذلك للأثار السلبية التي نتجت جراء المعدل السابق حيث يؤدي

سعر الفائدة المنخفض جدا إلى خلق مشاكل و يعيق مسار العمليات المالية ثم عادت إلى خفض ذلك السعر منذ عام 2008 إلى غاية 2010 و ذلك لفسح المجال أمام المستثمرين و البنوك و لكنها عادت إلى فرض حد يفوق السنوات السابقة يقدر ب 0.96% قريب من الواحد. و في نفس الوقت قامت بفرض حدود قصوى لأسعار الفائدة لتفادي الارتفاع الهائل الذي يؤدي إلى حدوث أزمات مالية و تقليص العمليات الاقراضية و الاستثمارية حيث اعتمد على حدود منخفضة ما بين الفترة

(2006-2008) ثم عاودت رفع ذلك الحد من الفترة (2009-2011) و ذلك من اجل اكتساب رؤوس أموال خارجية و زيادة حصيلة الدولة من العملات الأجنبية جراء الاستثمارات الأجنبية. و منه يمكن القول إن سياسة تحرير أسعار الفائدة لها آثار سلبية على الاقتصاد و الوضع المالي و بعض المشكلات المتعلقة بالنمو و التطور لذلك و جب على كل دولة تسعى إلى تطبيق مثل هذه السياسة دراسة و توقع جميع الاحتمالات الممكن بروزها نتيجة عملية التحرير.

الفرع الثالث: صندوق النقد العربي يطبق سياسة التحرير على أسعار الفائدة

بناء على قرار مجلس المديرين التنفيذيين في صندوق النقد العربي الصادر في 13 مارس 2003، تم التحول من أسلوب الفائدة الثابت إلى أسلوب الفائدة المتحررة مع القروض، والدول المقترضة في إطار الأسلوب الجديد الحق في الإختيار بين نظام سعر الفائدة الثابت ونظام سعر الفائدة المعوم، والجدول التالي بين معدلات الفائدة المعلنة حسب نظام الفائدة المعوم.

الجدول رقم (06): تطور أسعار الفائدة على القروض خلال الفترة 2003

7 سنوات	5 سنوات	4 سنوات	3 سنوات	6 أشهر	الأعوام
4.39	3.98	3.71	33.39	2.74	أفريل 2003
4.40	4.00	3.73	3.41	2.76	ماي 2003
4.05	3.65	3.40	3.12	2.69	جوان 2003
4.14	3.71	3.45	3.15	2.60	جويلية 2003
4.85	4.44	4.14	3.78	2.66	اوت 2003
5.03	4.64	4.36	3.98	2.68	سبتمبر 2003
4.53	4.11	3.82	3.48	2.64	أكتوبر 2003
4.92	4.53	4.27	3.93	2.76	نوفمبر 2003
4.99	4.64	4.39	4.07	2.80	ديسمبر 2003

المصدر: صندوق النقد العربي، التقرير الاقتصادي العربي الموحد حول أسعار الفائدة على القروض، ماي 2010، ص 05.

نلاحظ من الجدول أن صندوق النقد العربي إتبع سياسة التعويم الكاملة لأسعار الفائدة حيث إرتفعت في 6 أشهر الأولى من 2003 من 2.74 إلى 2.76 لتعاود الإنخفاض حتى تصل إلى 2.60 في شهر جويلية لترتفع مرة أخرى حتى تصل إلى 2.80 في ديسمبر 2008.

الجدول رقم (07): تطور أسعار الفائدة على القروض خلال الفترة 2004.

7 سنوات	5 سنوات	4 سنوات	3 سنوات	6 أشهر	الأعوام
4.88	4.50	4.24	3.90	2.76	جانفي 2004
4.73	4.35	4.10	3.78	2.76	فيفري 2004
4.61	4.21	3.95	3.63	2.73	مارس 2004
4.51	4.10	3.84	3.64	2.70	أفريل 2004
5.02	4.63	4.37	4.04	2.85	ماي 2004
5.17	4.80	4.56	4.26	3.00	جوان 2004
5.15	4.80	4.57	4.28	3.14	جويلية 2004
5.07	4.63	4.50	4.23	3.17	اوت 2004
4.78	4.40	4.23	3.97	3.16	سبتمبر 2004
4.76	4.45	4.27	4.05	3.26	أكتوبر 2004
4.66	4.33	4.14	3.92	3.29	نوفمبر 2004
4.70	4.39	4.22	4.02	3.41	ديسمبر 2004

المصدر: صندوق النقد العربي، التقرير الاقتصادي العربي الموحد حول أسعار الفائدة على القروض، (2010)، ص 06.

تبين لنا أن أسعار الفائدة تتذبذب من شهر إلى آخر و ذلك نتيجة للتغيرات التي تطرأ على الإقتصاد.

الجدول رقم (08): تطور أسعار الفائدة على القروض خلال الفترة 2005

7 سنوات	5 سنوات	4 سنوات	3 سنوات	6 أشهر	الأعوام
4.66	4.41	4.27	4.12	3.49	جانفي 2005
4.56	4.34	4.22	4.08	3.53	فيفري 2005
4.78	4.56	4.43	4.29	3.65	مارس 2005
4.80	4.60	4.49	4.36	3.72	أفريل 2005
4.59	4.39	4.28	4.16	3.69	ماي 2005
4.37	4.18	4.08	3.97	3.74	جوان 2005
4.39	4.21	4.12	4.02	3.79	جويلية 2005
4.63	4.47	4.38	4.28	3.89	أوت 2005
4.40	4.24	4.16	4.08	3.90	سبتمبر 2005
4.63	4.47	4.38	4.16	3.97	أكتوبر 2005
4.39	4.21	4.12	4.37	3.95	نوفمبر 2005

المصدر: نفس المرجع.

من الجدول نلاحظ أن أسعار الفائدة في تطور وارتفاع مستمر خلال الستة أشهر الأولى من سنة 2005 إذ تطورت من 3.49 إلى 3.95 ليستمر هذا التذبذب خلال الثلاث السنوات وذلك لزيادة عمليات الإستثمار .

الجدول رقم (09): تطور أسعار الفائدة على القروض خلال الفترة 2006

7 سنوات	5 سنوات	4 سنوات	3 سنوات	6 أشهر	الأعوام
4.63	4.45	4.50	4.45	4.22	جانفي 2006
4.80	4.72	4.67	4.62	4.31	فيفري 2006
4.87	4.81	4.77	4.73	4.41	مارس 2006
5.16	5.09	5.04	4.98	4.56	أفريل 2006
5.31	5.20	5.14	5.06	4.61	ماي 2006
5.33	5.23	5.17	5.11	4.73	جوان 2006
5.44	5.36	5.31	5.25	4.86	جويلية 2006
5.29	5.20	5.15	5.10	4.88	أوت 2006
5.09	5.02	4.98	4.96	4.92	سبتمبر 2006
5.05	4.99	4.96	4.94	4.96	أكتوبر 2006
5.03	4.98	4.96	5.95	5.01	نوفمبر 2006
4.91	4.88	4.87	4.87	5.01	ديسمبر 2006

المصدر: صندوق النقد العربي، التقرير الاقتصادي العربي الموحد حول أسعار الفائدة على القروض، (2010)، ص 06.

نلاحظ من خلال الجدول أن أسعار الفائدة لأجل 6 أشهر شهدت إرتفاعا و لكن بفروق قليلة حتى ديسمبر

فقد كانت تتأرجح بين الإرتفاع و الإنخفاض و شهدت اضطرابات كبيرة نتيجة للتغيرات التي شهدتها الوضع الإقتصادي.

الجدول رقم (10): تطور أسعار الفائدة على القروض خلال الفترة 2007

7 سنوات	5 سنوات	4 سنوات	3 سنوات	6 أشهر	الأعوام
4.91	4.88	4.87	4.87	4.70	جانفي 2007
4.75	4.70	4.69	4.69	4.77	فيفري 2007
4.75	4.70	4.69	4.69	4.75	مارس 2007
5.01	4.75	4.75	4.74	4.79	أفريل 2007
5.90	4.86	4.84	4.84	4.86	ماي 2007
5.18	5.15	5.14	5.13	4.94	جوان 2007
5.31	5.26	5.23	5.19	4.98	جويلية 2007
5.16	5.10	5.06	5.02	4.96	أوت 2007
4.97	4.91	4.88	4.86	5.29	سبتمبر 2007
4.92	4.83	4.78	4.74	5.07	أكتوبر 2007
4.87	4.79	4.75	4.70	4.89	نوفمبر 2007
4.52	4.40	4.34	4.30	4.96	ديسمبر 2007

المصدر: نفس المرجع.

نظرا للسياسات المالية التي تتبعها الدول و التي قد تعود بالسلب على القطاع المصرفي لجأ الصندوق إلى تحرير أسعار الفائدة التي تعد عنصرا أساسيا داخل مجال المال و جعلها تتأرجح بين الإرتفاع و الإنخفاض من أجل الموازنة بين الأستثمار و الإدخار و التدفقات النقدية الخارجية.

الجدول رقم (11): تطور أسعار الفائدة على القروض خلال الفترة 2008

7 سنوات	5 سنوات	4 سنوات	3 سنوات	6 أشهر	الأعوام
4.41	4.26	4.18	4.11	4.66	جانفي 2008
4.17	3.94	3.82	3.70	3.93	فيفري 2008
4.12	3.87	3.73	3.58	3.91	مارس 2008
4.20	4.01	3.90	3.78	4.98	أفريل 2008
4.46	4.32	4.25	4.17	4.13	ماي 2008
4.71	4.60	4.55	4.49	4.18	جوان 2008
4.90	4.85	4.83	4.78	4.39	جويلية 2008
4.75	4.65	4.59	4.51	4.34	أوت 2008
4.55	4.45	4.39	4.32	4.30	سبتمبر 2008
4.50	4.42	4.35	4.25	4.81	أكتوبر 2008
4.22	3.95	3.77	3.53	3.98	نوفمبر 2008
3.35	3.15	3.02	2.85	3.32	ديسمبر 2008

المصدر: صندوق النقد العربي، التقرير الاقتصادي العربي الموحد حول أسعار الفائدة على القروض، (2010)، ص 07.

نلاحظ أن أسعار الفائدة دائما في تغير و ذلك حسب الحالة الإقتصادية للدولة فإذا رغبت في زيادة حجم الإستثمار تخفضها وإذا رغبت في تخفيضه ترفع من أسعار الفائدة .

الجدول رقم (12): تطور أسعار الفائدة على القروض خلال الفترة 2009

7 سنوات	5 سنوات	4 سنوات	3 سنوات	6 أشهر	الأعوام
3.13	2.90	2.76	2.57	2.53	جانفي 2009
3.11	2.81	2.63	2.33	2.10	فيفري 2009
3.12	2.80	2.59	2.33	3.11	مارس 2009
2.95	2.62	2.41	2.14	1.94	أفريل 2009
3.49	3.04	2.73	2.31	1.77	ماي 2009
3.49	3.04	2.73	2.32	1.63	جوان 2009
3.49	3.10	2.81	2.44	1.50	جويلية 2009
3.50	2.10	2.82	2.45	1.32	أوت 2009
3.31	2.91	2.64	2.28	1.20	سبتمبر 2009
3.23	2.84	2.58	2.23	1.12	أكتوبر 2009
3.29	2.89	2.61	2.26	1.09	نوفمبر 2009
3.09	2.66	2.38	2.04	1.06	ديسمبر 2009

المصدر: نفس المرجع

من خلال الجدول أعلاه نلاحظ أنه عند تعويم أسعار الفائدة تذبذبت خلال هذه الفترة وذلك نتيجة تراجع النمو الإقتصادي بسبب نقص حجم المشاريع الإستثمارية التي تعتمد أساسا على تكلفة أسعار الفائدة التي كانت مرتفعة في عام 2008 مما أدى إلى حجب الكثير من المستثمرين عن القيام بمشاريع تعود بالفائدة على البلد و ذلك نتيجة إرتفاع تكلفة الإقتراض و المتمثلة في سعر الفائدة

الجدول رقم (13): تطور أسعار الفائدة على القروض خلال الفترة 2010

7 سنوات	5 سنوات	4 سنوات	3 سنوات	6 أشهر	الأعوام
3.45	3.01	2.72	2.35	1.04	جانفي 2010
3.26	2.79	2.48	2.11	0.99	فيفري 2010
3.17	2.67	2.36	1.97	0.98	مارس 2010
3.26	2.77	2.45	2.06	0.99	أفريل 2010
3.03	2.57	2.26	1.91	1.06	ماي 2010
2.86	2.42	2.15	1.84	1.15	جوان 2010
2.66	2.24	1.98	1.71	1.17	جويلية 2010
2.62	2.16	1.89	1.62	1.17	أوت 2010
2.30	1.91	1.69	1.45	1.10	سبتمبر 2010
2.35	1.95	1.72	1.50	1.11	أكتوبر 2010
2.41	1.96	1.71	1.48	1.12	نوفمبر 2010
2.7	2.24	1.95	1.66	1.11	ديسمبر 2010

المصدر: صندوق النقد العربي، التقرير الاقتصادي العربي الموحد حول أسعار الفائدة على القروض، (2010)، ص 07 .

عرف منتصف هذه الفترة نوع من التضخم مما أدى بالسلطات النقدية إلى خفض أسعار الفائدة محاولة امتصاص الكتلة النقدية الفائض.

الجدول رقم (14): تطور أسعار الفائدة على القروض خلال الفترة 2011

7 سنوات	5 سنوات	4 سنوات	3 سنوات	6 أشهر	الأعوام
3.03	2.52	2.19	1.84	1.13	جانفي 2011
3.24	2.76	2.44	2.09	1.17	فيفري 2011
3.27	2.81	2.51	2.16	1.20	مارس 2011
3.39	2.97	2.69	2.35	1.27	أفريل 2011

3.13	2.70	2.42	2.10	1.32	ماي 2011
2.97	2.52	2.24	1.94	1.31	جوان 2011
3.09	2.63	2.33	2.01	1.34	جويلية 2011
2.70	2.22	1.95	1.96	1.37	أوت 2011
2.37	1.92	1.67	1.44	1.36	سبتمبر 2011
2.16	1.81	1.61	1.42	1.38	أكتوبر 2011
2.19	1.81	1.60	1.41	1.43	نوفمبر 2011
2.30	1.91	1.69	1.48	1.45	ديسمبر 2011

المصدر: نفس المرجع.

بعد إنتهاج الدولة لسياسة إنكماشية أدت إلى عرقلة سير نشاط الإستثمارات إتبعته بعد ذلك سياسة توسعية من خلال تخفيض معدلات الفائدة على اقروض لتشهد هذه الفترة نوع من الإنتعاش و ذلك يظهر بزيادة الإقبال على الإقتراض وبالتالي زيادة النمو الاقتصادي.

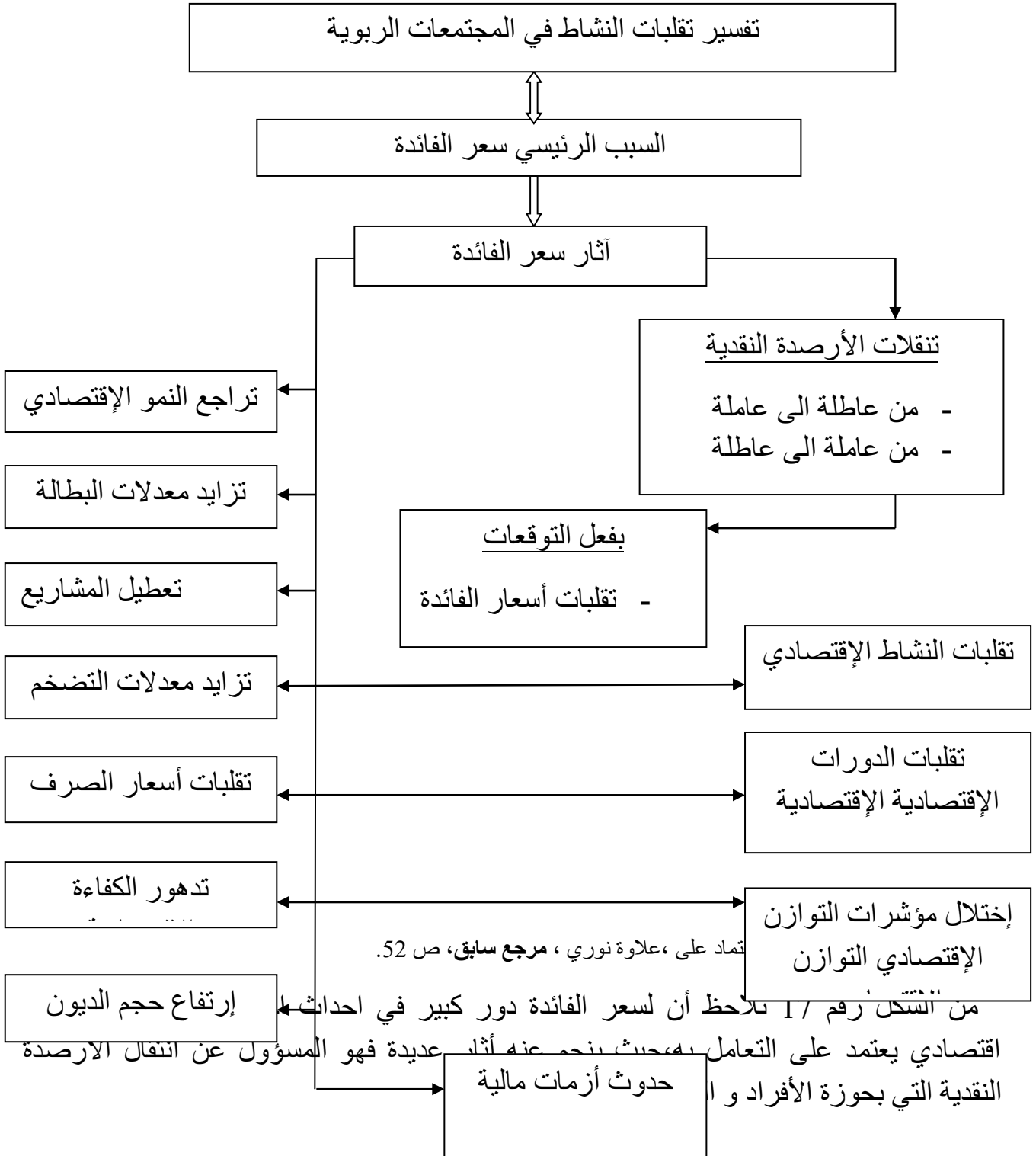
الجدول رقم (15): تطور أسعار الفائدة على القروض خلال الفترة 2012

7 سنوات	5 سنوات	4 سنوات	3 سنوات	6 أشهر	الأعوام
2.09	1.73	1.54	1.39	1.43	جانفي 2012
1.93	1.54	1.35	1.19	1.63	فيفري 2012
2.03	1.63	1.44	1.26	1.30	مارس 2012
2.10	1.70	1.49	1.30	1.22	أفريل 2012

المصدر: صندوق النقد العربي، التقرير الاقتصادي العربي الموحد حول أسعار الفائدة على القروض، (2010)، ص 08

لم يختلف الوضع خلال هذه الفترة عن الفترة التي سبقتها نظرا لما حققته من انتعاش .

الشكل رقم(17): سعر الفائدة و دوره في خلق تقلبات في النشاط الإقتصادي



أرصدة عاطلة الى أرصدة عاملة و ذات نفع و العكس، كما يؤدي الى تراجع النمو الاقتصادي و تزايد معدلات البطالة كما يدفع الى تعطيل المشاريع الاستثمارية من خلال تكلفة الاستثمار و احداث تزايد في معدلات التضخم عندما يكون سعر الفائدة مرتفعا الى حدود قصوى مما يؤدي الى نشوب تقلبات داخل النشاط الاقتصادي.

كما يؤثر سعر الفائدة على أسعار الصرف بارتفاعه أو انخفاضه حيث يدفع الى حدوث تقلبات في الدورات الاقتصادية و تدهور الكفاءة الاقتصادية و اختلال مؤشرات التوازن الاقتصادي و نجد أن الدولة تعتمد على القروض لتسوية معاملاتها بأسعار فائدة مرتفعة هذا ما يؤدي الى الوقوع في فخ المديونية و نشوء أزمات مالية يكون سعر الفائدة هو السبب الرئيسي في حدوثها.

المبحث الثالث: دور سعر الفائدة في الأزمة المالية العالمية لسنة 2008

عرف الإقتصاد العالمي العديد من الأزمات المالية والتي بدأت بنهيار نظام بريتن وودز لأسعار الصرف سنة 1971 و أزمة النفط عام 1973 و إنتهت بأزمة اضطرابات الرهن العقاري في الولايات المتحدة الأمريكية عام 2008 وصولا إلى الأزمة الراهنة التي يمر بها الإقتصاد العالمي التي تعتبر أضخم أزمة مالية منذ الأزمة العالمية الكبرى لعام 1929 التي بينت بوضوح و جود إختلالات على مستوى الهيكلية المالية الدولية، و ضرورة التدخل السريع لأجل إتخاذ قرارات

بالأزمات المالية

مناسبة لتجنب تكرار حدوث أزمات مالية مشابهة، وفي ظل تزايد التكامل المالي الدولي و الإرتباطات المعقدة بين مختلف المؤسسات المالية فقد وجدت الأزمة المالية المناخ المناسب لتنتشر على نطاق واسع و بشكل سريع عبر مختلف الساحات المالية و الإقتصاديات العالمية، مما أجبر في النهاية الدول المتقدمة على إتخاذ مجموعة من التدابير لحتواء الأزمة و التقليل من تكاليفها. و من خلال هذا المبحث سنحاول التعرف على الظروف التاريخية لنشأة الأزمة المالية العالمية و الأسباب التي كانت و وراء إنتشارها، و أهم المراحل الكبرى التي مرت بها، بالإضافة إلى التطرق إلى الدور الذي مارسه سعر الفائدة في تفاقم و استفحال هذه الأزمة.

المطلب الأول:نشأة و أسباب الأزمة المالية العالمية

عانت أسواق المال و الإئتمان العالمية في الآونة الأخيرة من حالة اضطراب و عدم تيقن نتيجة أزمة القروض العقارية عالية المخاطر و التي ظهرت تحديدا في الولايات المتحدة الأمريكية كنتيجة رئيسية لتضخم أسعار العقارات و كذا الإرتفاعات المتتالية في أسعار الفائدة من جانب البنك الإحتياطي الفدرالي الأمريكي.

الفرع الأول:نشأة الأزمة المالية العالمية

يمكن القول أن بداية الأزمة المالية الراهنة كانت مع اعلان البنك "ليمان براذرز" إفلاسه، حيث اندلعت الشرارة الأولى للأزمة المالية منذ عام 2007 بالولايات المتحدة الأمريكية لتنتد بعد ذلك في سبتمبر 2008 في صور انهيارات متتالية لعدة مؤسسات مالية كبرى من بنوك و شركات تأمين و شركات استثمار، وامتدت إلى جميع أنحاء العالم و إلى جوانب الإقتصاد في صورة ركود يخيم على حركة الأسواق و انخفاضات في معدل النمو (1).

و يرجع ظهور الأزمة إلى القروض الربوية الهائلة التي قدمتها المؤسسات المالية و التي بلغت 11 ترليون دولار لشراء المنازل بالإضافة إلى قروض إستهلاكية بموجب بطاقات الإئتمان، كما ساهم في ذلك توسع البنوك في منح التسهيلات من القروض غير قادرين على سداد الأقساط المستحقة عليهم، فاضطرت البنوك الى حجز عقارات من لم يستطع

السداد ووصل آنذاك معدل حجز العقارات 93 % و فقد أكثر من مليوني أمريكي ملكيتهم لهذه العقارات و أصبحوا مكبلين بالإلتزامات المالية طيلة حياتهم(1).

ونتيجة لتضرر البنوك الدائنة بفعل عدم تسديد المقترضين لأقساط دينهم انخفضت قيم أسهمها بالبورصة و أعلنت مجموعة من الشركات العقارية إفلاسها، ولقد ساهم في استفحال الأزمة و انتشارها توجهات البنوك المانحة للقروض آنذاك إلى بيع هذه القروض إلى شركات التوريق و إعادة إقراض ماحصلته في تمويل عقاري جديد مرات متتالية، و قامت شركات التوريق بإصدار سندات بقيمة هذه القروض و طرحتها في الأسواق المالية، و تم تداولها وإعادة بيعها لآخرين. و

(1) عبد العزيز قاسم محارب، الأزمة المالية العالمية: الأسباب والعلاج، دار الجامعة الجديدة، الإسكندرية، 2011، ص40.

(2) فيصل محمد أحمد الكندري، الأزمة المالية العالمية و انعكاساتها على قطاع الإستثمار: دروس مستفادة، منشأة المعارف، الإسكندرية، 2010، ص ص 49،50.

بالأزمات المالية

ذلك بأسعار أكثر من قيمتها الإسمية و في المقابل قام المقترضون أصحاب المنازل بإعادة رهن العقارات بعد تقييمها بمبالغ أكثر من قيمتها الأصلية و الحصول على قروض من مؤسسات أخرى باعت دورها هذه القروض إلى شركات التوريق التي أصدرت بموجبها سندات و طرحتها في أسواق المال و البورصات للتداول⁽²⁾.

و بهدف تعزيز مركز السندات قامت البنوك و المؤسسات المالية بالتأمين على السندات لدى شركات التأمين على أن يقوم حامل السند بدفع رسوم التأمين عليها ضمانا لسداد قيمة السندات من طرف شركة التأمين في حالة ما إذا أفلس البنك أو عجز صاحب العقار عن السداد ، أيضا تم إصدار مشتقات و أدوات مالية تسمح بالمضاربة على فروق أسعار السندات السابقة وتم طرحها هي الأخرى للتداول⁽³⁾.

ومع انفجار فقاعة أزمة قطاع العقار فقدت القروض التي تم توريقها قيمتها و إنتاب الخوف البنوك التي أصبح بعضها يحدّر البعض الآخر، مما جمّد السوق ما بين المؤسسات البنكية التي لم تعد تريد اقراض السيولة لبعضها البعض فكانت النتيجة انهيار البورصات و توسع الأزمة في كافة الأسواق و البنوك⁽⁴⁾.

و لقد بلغت هذه الأزمة منتهى شدتها عندما أخذت تنتشر إلى مختلف دول العالم و تحولت إلى كساد إقتصاد حيث تراجع معد نمو الدول الصناعية من 1.4 % سنة 2008 إلى حدود 0.4 % سنة 2009، كما تراجع معدل النمو الإقتصادي العالمي من 5.2 % سنة 2007 إلى 3.4 % سنة 2008 ليصل إلى 0.5 % سنة 2009.

الفرع الثاني: أسباب الأزمة المالية العالمية 2008

تأسيسا على ما سبق يمكن حصر الأسباب التي ساهمت في بزوغ الأزمة المالية في العوامل الحقيقية التي فسرت عملية تشكل الفقاعة العقارية و انفجارها و التي نوجزها فيما يلي:

أولاً: السياسة النقدية المتبعة من قبل البنك الإحتياطي الفدرالي الأمريكي لمواجهة الركود الإقتصادي سنة 2001 ، فبعدما انخفض معدل النمو آنذاك من 3.7 % عام 2000 إلى 0.8 % عام 2008 ، تم اتخاذ تدابير بتخفيض سعر فائدة الإقراض فيما بين البنوك إلى مستويات متدنية ، و أدت زيادة السيولة في الأسواق إلى توسع المصارف التجارية في منح القروض العقارية و زيادة حدة المنافسة فيما بينها لإجتذاب المقترضين من خلال تسهيل و تبسيط إجراءات و شروط الحصول على القروض العقارية، مما أدى إلى توسع كبير في الإئتمان العقاري، و ظهور حراك غير

(2) عبد العزيز قاسم محارب، مرجع سابق، ص 41.

(3) آسيا سعدان، عماري صليحة، تنامي التمويل الإسلامي في ظل الأزمة المالية العالمية الراهنة: دراسة حالة دول الشرق الأوسط و شمال إفريقيا، ورقة بحث مقدمة في المؤتمر العلمي الدولي حول الأزمة المالية و الإقتصادية العالمية المعاصرة من منظور إقتصادي إسلامي، جامعة العلوم الإسلامية العالمية، المعهد العلمي للفكر الإسلامي، عمان يومي 25، 26 ديسمبر، 2010، ص 03.

(4) اضياء مجيد الموسوي، الأزمة المالية العالمية الراهنة منذ 2008، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2010، ص 10.

مسبوق في سوق العقارات الأمريكية خلال الفترة ما بين عامي (2001-2007)، تجسد في ارتفاع أسعار المنازل و ظهور المضاربات المفرطة في الأسواق⁽¹⁾.

ثانيا: التوسع في الإستثمار بالقطاع العقاري بفعل تشجيع الحكومة الأمريكية لذلك و تزايد طلب الأمريكيين على العقارات، و أيضا توسع البنوك و الشركات العقارية في منح القروض دون التدقيق في معايير الإقراض و الملفات الإئتمانية للأفراد حيث قدر مبالغ القروض العقارية حوالي 3.9 % تريليون دولار عام 2003⁽²⁾.

ثالثا: ارتفاع تكلفة القروض العقارية ذات أسعار الفائدة المتغيرة ، الأمر الذي أدى إلى ارتفاع حالات التخلف عن سدادها ابتداء من عام 2006 حيث تراوحت نسبتها من 16 % حتى 20 % بالنسبة لإجمالي القروض ذات أسعار الفائدة الثابتة و منه إرتفعت حالت الحجز على الرهونات.

رابعا: توجه الشركات العقارية إل توريق الديون العقارية و بيعها في الأسواق المالية للبنوك الإستثمارية و المؤسسات المالية المحلية و الأجنبية ، حيث بلغت نسبة القروض عالية المخاطر التي تم تحويلها لسندات خلال الفترة الممتدة من 2001 و حتى 2006 و بيعت لمستثمرين حوالي 60 % إلى 80 %⁽³⁾.

خامسا: انعدام الرقابة و الإشراف الكافي على المؤسسات المالية المتخصصة بالولايات المتحدة الأمريكية و بالتحديد شركات الاستثمار في منح القروض و إصدار السندات ، ففي الوقت الذي تخضع فيه المصارف التجارية إلى رقابة

المراجعة في بعض الشركات التمويلية و البنوك العملاقة و تلاعبهم بالوثائق و المستندات الخاصة بنشاطاتهم⁽¹⁾.

سادسا: تزايد حجم الإنفاق العسكري الأمريكي و تدهور الإقتصاد الأمريكي خلال السنوات الأخيرة حيث سجلت الموازنة العامة للدولة عجزا قدر بحوالي 455 مليار دولار في الفترة ما بين (2007-2008) ، أما معدل التضخم فوصل إلى حوالي 5% خلال 2008، في حين لم يتعد معدل النمو 2% في المتوسط، أما عن عجز الميزان التجاري فقد قدر بحوالي 580 مليار دولار، في حين بلغت قيمة المديونية الخارجية الصافية 3 تريليون دولار⁽²⁾.

المطلب الثاني: تداعيات الأزمة المالية العالمية على الاقتصاديات العالمية

(1) سميح مسعود، مرجع سابق، ص 35.

(2) آسيا سعدان، عماري صليحة، مرجع سابق، ص 04.

(3) نفس المرجع، ص 04.

(1) بن سميحة عزيزة، بن سميحة دلال، تداعيات الأزمة المالية الراهنة على أسواق المال و التجارة العربية، مداخلة مقدمة في الملتقى الدولي الثاني حول واقع التكتلات الإقتصادية زمن الأزمات، المركز الجامعي بالوادي، يومي 27، 26 فيفري، 2012، ص 08.

(2) آسيا سعدان، عماري صليحة، مرجع سابق، ص 04.

بالأزمات المالية

بالرغم من تنبأ بعض الإقتصاديين بالأزمة منذ تكون الفقاعة العقارية ، إلا أن هذه التنبؤات لم تؤخذ بمحمل الجد إلا بعد إنتقال الإنهيارات من سوق العقارات إلى بورصة وول ستريت و منه إلى باقي الأسواق المالية العالمية ، الأمر الذي أدى إلى بطء درجة إستجابة مختلف دول العالم لهذه الأزمة للحد من تداعياتها و مواجهة أثارها و انعكاساتها السلبية على اقتصادياتها.

الفرع الأول: تداعيات الأزمة المالية على الإقتصاد العالمي

تكمن خطورة الأزمة المالية العالمية في كونها تشكلت في قلب النظام الرأسمالي العالمي لتشكل جراء تفاقمها أزمة عالمية صنفت على أنها الأعنف منذ قرابة القرن ، و أكدت العديد من المؤسسات المالية الدولية و في مقدمتها صندوق النقد الدولي أن أزمة الإقتصاد الأمريكي بسبب الرهن العقاري لن تنجو منها أي دولة من دول العالم و أنها ستطول اقتصاد جميع الدول و لكن بنسب متفاوتة ، و قد ظهرت تداعيات الأزمة على الإقتصاد العالمي بوضوح خلال الفترة المنقضية من عام 2008، وتمثلت أهم تداعيات الأزمة على الإقتصاد العالمي في الآتي:

أولاً: تراجع التوقعات بشأن النمو في الإقتصاد العالمي، و ما إن تم الإعلان عن الأزمة في الولايات المتحدة الأمريكية حتى بدأ الإقتصاد الأمريكي يدخل في حالة من الركود الإقتصادي، حيث ظهرت حالات الإنكماش بنسبة 0.5% في الربع الثالث من عام 2008 لكل من اقتصاد الولايات المتحدة الأمريكية و اليابان وبريطانيا، إيطاليا،ألمانيا وكندا ، وتعتبر منطقة اليورو أولى الإقتصاديات تأثراً بفعل إرتباطه بالولايات المتحدة الأمريكية فقد إنكمش الإقتصاد السويدي بنسبة 4.9%، الدانماركي 3.9% و الفلندي 1.3% في الربع الأخير من سنة 2008 كما سجل تراجع في نسب نمو

الدول الصناعية من 1.4% عام 2008 إلى حدود 0.3% سنة 2009 (3).

ثانياً: كما أدت الأزمة المالية إلى دخول الإقتصاد العالمي في ركود إقتصادي نتيجة إنخفاض الإستهلاك و تقليص إنفاق الشركات و النشاط الإسكاني و انعكس ذلك على العجز في الميزان التجاري للدول المتقدمة، إذ حققت الولايات المتحدة الأمريكية عجزاً قياسياً خلال سنة 2008 بلغ 455مليار دولار و زيادة قدرها 50% مقارنة بسنة 2007، و حقق الميزان التجاري لدول الإتحاد الأوروبي سنة 2008 عجزاً بقيمة 27.2 مليار أورو (أي ما يعادل 36 مليار دولار) مقارنة بـ 16.1 مليار أورو سنة 2007، و يؤدي ركود الإقتصاد العالمي إلى إنخفاض الإستثمار تراجع الإستثمار الأجنبي المباشر خاصة في الدول النامية و بالتالي إنخفاض الطلب على الطاقة و هذا ما يؤدي إلى انهيار أسعار المحروقات مما يؤثر سلباً على الدول التي تصدر البترول بحيث تنخفض حصيلة الصادرات مما يشكل ضغوطاً متزايدة على الموازنات العامة و مستوى الإنفاق و معدلات النمو (1).

(3) نفس المرجع، ص 06.

(1) مهني أشواق، العيد قريشي، الأزمة المالية الراهنة و أثرها على الدول العربية، مداخلة مقدمة في الملتقى الدولي الثاني حول واقع التكتلات الإقتصادية زمن الأزمات، المركز الجامعي بالوادي، يومي 26، 27 فيفري، 2012، ص 12.

بالأزمات المالية

ثالثاً: تعرض العديد من البنوك و المؤسسات المالية حول العالم و خاصة في آسيا و أوروبا لخسائر من جراء هذه الأزمة ، حيث قدرت خسائر المؤسسات المالية خاصة المصارف الإستثمارية ما يتجاوز 200 مليار دولار، الأمر الذي أدى إلى انتشار المخاوف بين البنوك من الإقراض، و تراجعت معدلات تقديم الائتمان في العديد من دول العالم مما أدى بالبنوك المركزية لضخ المزيد من السيولة في أسواق المال لتقليل حدة الأزمة (2).

رابعاً: تراجع أسعار النفط لمنظمة الدول المصدرة للبترول "أوبك" إلى ما دون 55 دولار للبرميل بالنسبة للدول الأوروبية فقد انخفضت أسعار العقارات فيها أيضاً، كما أطلقت العديد من الشركات الكبرى مثل " سمينز " و "ميشلان" إشارات تحذيرية عن تأثير الأزمة الأمريكية عليها و تكبدت الكثير من الشركات الأوروبية العاملة في الولايات المتحدة الأمريكية خسائر كبيرة ، أما في الدول الآسيوية مثل الصين و الهند فبرغم التفاؤل لدى بعض الشركات المتواجدة بهذه الدول من أن تأثير الأزمة سيكون ضئيلاً إلا أن الواقع ينفي ذلك و تأثير الأزمة سيكون واضحاً ، فالصين تصدر ما نسبته 21% من صادراتها الإجمالية نحو الولايات المتحدة الأمريكية، و فيما يخص اليابان فقد شهد تراجعاً في النمو الإقتصادي و عدم استقرار في أسعار الأوراق المالية ما دفع البنك المركزي للإبقاء على سعر الفائدة في حدود 0.5% ، كما تراجعت صادرات الشركات نتيجة انخفاض قيمة الدولار و انخفاض الإنتاج الصناعي بمعدل 1.3% (3).

خامساً: أدت هذه الأزمة إلى إيجاد نوع من عدم الإستقرار و التذبذب في الأسواق المالية العالمية إلى وجود حالة من

الخوف في أوساط المستثمرين بشأن مستقبل الإقتصاد و الإستثمار، دفعت الكثير منهم إلى عدم الرغبة في تحمل المخاطر و البحث عن استثمارات آمنة في قطاعات أخرى، بل و دفعت بعض منهم للمطالبة بعلاوات عن المخاطر تفوق ما تقدمه الحكومات، علاوة على ما أحاطت بعمليات الإندماج و الإستحواذ من شكوك و غموض حيال الصفقات التي تتضمن مبالغ جديدة من أدوات الدين (1).

سادساً: أدت الأزمة المالية إلى شطب عدد من البنوك الكبرى في العالم حوالي 25 بنكا لأكثر من 300 مليار دولار من قيمة أصولها نتيجة انخفاض قيمة الأوراق المالية المضمونة بقروض عقارية منذ عام 2007، هذا إلى جانب ظهور خسائر ائتمانية جديدة زادت من مخاوف المستثمرين مجدداً كخسائر الديون على بطاقات الائتمان ، الأمر الذي أدى إلى تراجع السيولة النقدية المتاحة لدى البنوك لإقراضها للمستهلكين (2).

(2) فيصل محمد أحمد الكندري، مرجع سابق، ص 55.

(3) نفس المرجع، ص 56.

(1) بن بوزيان راضية، آثار و انعكاسات الأزمة المالية و الإقتصادية على الإقتصاديات العربية: دراسة تحليلية، مداخلة مقدمة في الملتقى الدولي الثاني حول واقع التكتلات الإقتصادية زمن الأزمات، المركز الجامعي بالوادي، يومي 27، 26 فيفري، 2012، ص

18.

(2) فيصل محمد أحمد الكندري، مرجع سابق، ص 55.

بالأزمات المالية

الفرع الثاني: تداعيات الأزمة المالية على اقتصاديات الدول العربية

ما زالت الأزمة المالية الأمريكية تلقي بتداعياتها على الإقتصاد العالمي ، و بما أن الدول العربية جزء من منظومة الإقتصاد العالمي فهي لن تكون بمنأى عن تأثيرات الأزمة المالية العالمية و يمكن إجمال هذه التأثيرات فيما يلي:

أولاً: بالنسبة للأسواق المالية العربية يتباين تأثير الأزمة على البورصات العربية تباينا كبيرا من بلد لآخر، و ظهرت الآثار في البلدان التي لها روابط قوية بالأسواق العالمية ، فقد هبطت مؤشرات البورصات عموما في منطقة الشرق الأوسط و شمال إفريقيا بنسبة 50% في المتوسط و شهدت مؤشرات أسواق الأوراق المالية في بلدان مجلس التعاون الخليجي تراجعاً تراوح بين 30% و 60% خلال الربع الأخير من عام 2008 ، إلا أن بعض الأسواق المالية العربية لم تتأثر كما حدث في الأسواق العالمية و السبب في ذلك يعود إلى أن غالبية المستثمرين في هذه الأسواق هم من الأفراد الذين ليس لهم تواجد على الساحة العالمية مع قلة الترابط بين هذه الأسواق العربية و الأسواق الدولية (3).

ثانياً- انخفاض معدلات النمو حيث انخفض معدل النمو بشكل عام إلى حوالي 5.9% سنة 2008 بعد أن كان 6.3% سنة 2007 ، وواصل الإنخفاض إلى حوالي 4% سنة 2009 ، كما شهدت معدلات التضخم هي الأخرى إرتفاعاً من حوالي 6.2% عام 2005 إلى 10.6% عام 2008 و هذا بسبب إرتفاع أسعار الواردات من السلع

الغذائية و المدخلات الوسيطة ، كما أن إرتفاع تكلفة إستيراد النفط أدت إلى حدة الضغوط التضخمية في الدول العربية المستوردة للنفط (1).

ثالثاً- كما عملت الأزمة التي واجهت الشركات الأمريكية و الأوروبية على إبطاء استثماراتها المنفذة في الدول العربية، و حسب تقرير البنك الدولي في 5 أكتوبر 2009 أكد أن التدفق العالمي للإستثمار الأجنبي المباشر إلى الدول العربية قد انخفض بشكل كبير خصوصاً في عام 2009، و استناداً إلى هذا فإن هذا سياتر به سوق العقارات في دول الخليج و شمال إفريقيا حيث ألغي أكثر من 675 مشروعاً عقارياً في دول الخليج ، 75% من هذه المشروعات في الإمارات العربية المتحدة و خصوصاً دبي، كما انخفض الإستثمار الأجنبي المباشر في الدول العربية غير النفطية بنحو 11 مليار دولار بين عامي (2008-2009) و يرجع هذا الانخفاض في حجم الإئتمان إلى قيود التمويل و نقص السيولة المحلية.

المطلب الثالث : علاقة سعر الفائدة بالأزمة المالية العالمية 2008

(3) بوعروج لمياء، الأزمة المالية الحالية: دراسة تحليلية لآليات و أساسيات الحدوث و التداعيات على الإقتصاد العالمي و الإقتصاد العربي، مداخلة مقدمة في الملتقى الدولي حول أزمة النظام المالي و المصرفي و بديل البنوك الإسلامية، كلية الآداب و العلوم الإنسانية، جامعة الأمير عبد القادر للعلوم الإسلامية، قسنطينة، يومي 6،7 فيفري، ص 19.

(*) نتجت هذه الأزمة عن التطور التكنولوجي الذي عرفته الدول المتقدمة خلال سنوات 1990 مما أدى إلى إرتفاع سريع لأسعار الأسهم في البورصة في قطاعات تكنولوجيا المعلومات و الإتصالات، ظهرت هذه الأزمة مع تباطؤ الإقتصاد الأمريكي، فقدان الثقة لدى المستثمرين من الأرباح التي ستحققها هذه القطاعات مما أدى إلى إنهيار مؤشرات البورصة.

الفصل الثالث :

بالأزمات المالية

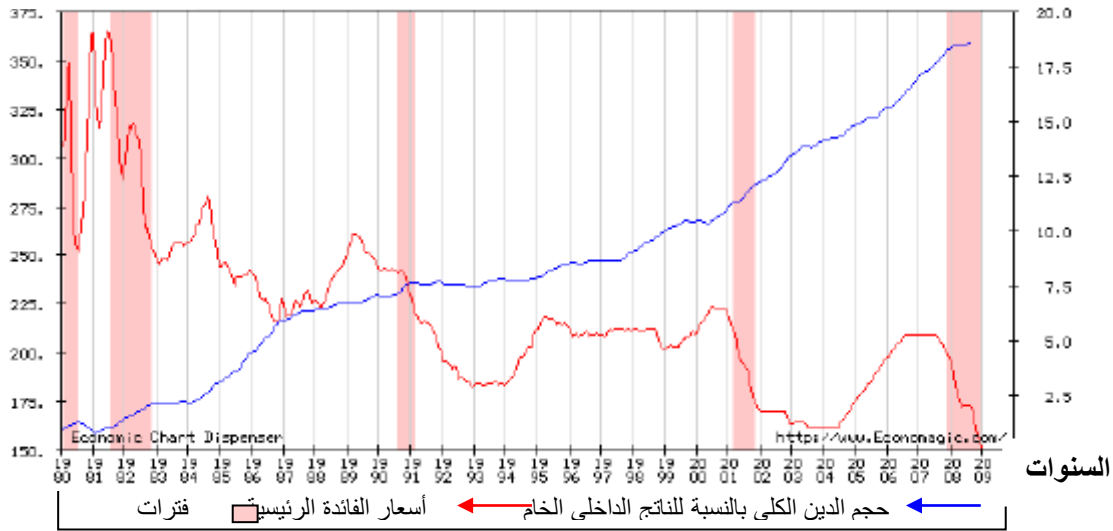
لقد بينت الأزمة المالية العالمية الدور الذي لعبته أسعار الفائدة المشجعة في إندلاعها من خلال تمكين البنوك من تقديم تسهيلات ائتمانية واسعة لفئات ذات مخاطرة عالمية ساهمت في إنفجار الفقاعة العقارية التي أدت في النهاية إلى ظهور أزمة مالية حادة سرعان ما تحولت إلى أزمة إقتصادية عالمية.

الفرع الأول : سعر الفائدة جوهر الأزمة المالية العالمية

ارتبطت بوادر الأزمة المالية العالمية بالصورة أساسية بسعر الفائدة حيث يعود السبب الرئيسي للأزمة المالية العالمية إلى السياسة النقدية التوسعية التي إنتهجها البنك الإحتياطي الفدرالي الأمريكي للإجابة على الصدمات التي تعاقبت في الفترة ما بين 1998 حتى 2003 و لتفادي حالات الركود من جديد خاصة النتائج عن أزمة الأنترنت (*) سنة 2000 ، و إستجابة التوقعات الإقتصادييين وتوقعات البنك الفدرالي الأمريكي باحتمال حدوث ركود إقتصادي عام 2001 ، قام البنك الفدرالي بتخفيض مؤشر أسعار فائدة الإقراض بين البنوك أكثر من عشر مرات و ذلك من 6.5 % عام 2000 إلى 1.75 % عام 2001 ثم إلى 1 % في عام 2003 ، أنظر ذلك في الشكل رقم (18):

الشكل رقم ((18)): تطور حجم الدين الكلي بالنسبة (PIB%) و أسعار الفائدة للبنك الفدرالي الأمريكي (للفترة 1980-2009)

حجم الدين و أسعار الفائدة



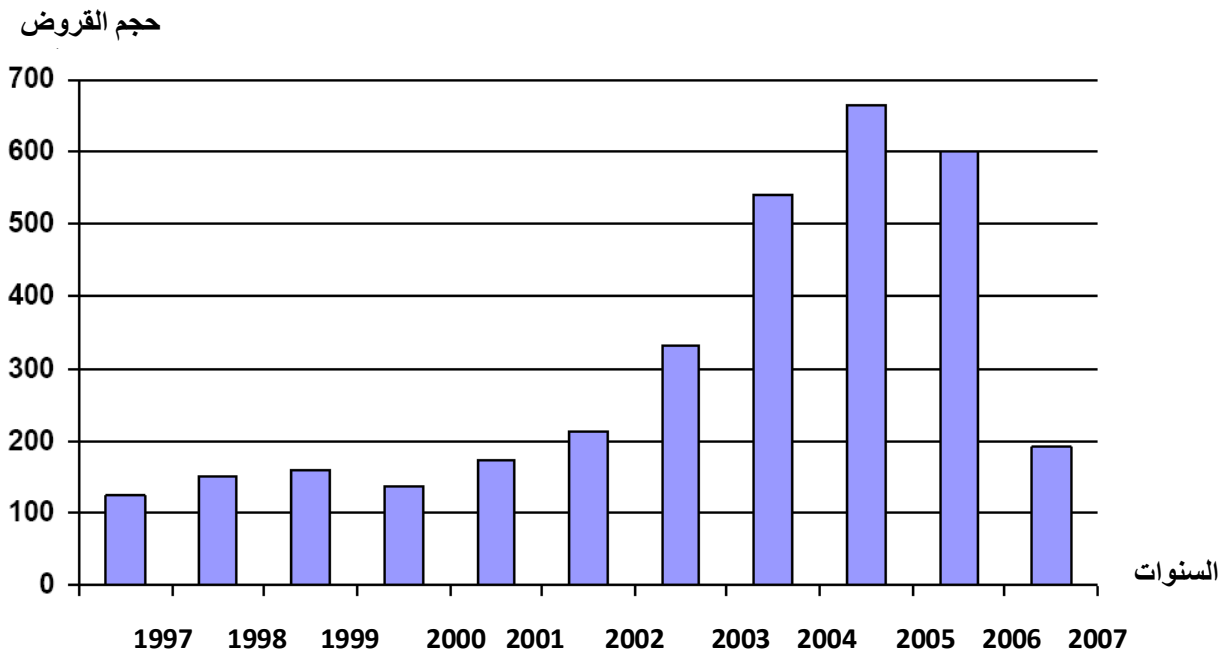
المصدر : بحري هشام ، محزم حسينة ، الآثار المحتملة من تخفيض أسعار الفائدة على الاقتصاد العالمي ، مداخلة مقدمة في الملتقى الوطني التاسع حول أداة سعر الفائدة وأثرها على الأزمات الإقتصادية، جامعة سكيكدة، يومي 09، 10 ماي، 2011 ، ص 05.

(1) وسيلة دموش، زكرياء مسعودي، إنعكاسات الأزمة المالية العالمية على إقتصاديات الدول العربية: سوق العمل كمؤشر، مداخلة مقدمة في الملتقى الدولي الثاني حول واقع التكتلات الإقتصادية زمن الأزمات، المركز الجامعي بالوادي، يومي 26، 27 فيفري، 2012، ص 13.

و عليه فان هذا الإنخفاض في أسعار الفائدة خلال الفترة 2000-2003 أدى إلى وفرة السيولة و زيادة حجم الإقراض لذوي المخاطر المرتفعة و في نفس الوقت أعطت الإدارة الأمريكية اندفاعاً جديدة للسياسة التي قد نشطت من قبل و شجعت المواطنين الأمريكيين على الإقتراض من المصارف الإستثمارية لشراء المنازل و العقارات بهدف الإستثمار طويل الأجل، ومن أجل استغلال هذه الفرصة المتاحة لتحقيق أرباح سهلة توجهت العديد من البنوك إلى منح القروض العقارية إلى جهات تتميز بدرجات عالية من المخاطر و زادت بذلك عمليات الإقراض من قبل البنوك، و زاد التوسع و التساهل في منح القروض للأفراد من ذوي الدخل المنخفضة دون الأخذ في الإعتبار الضمانات الكافية و قدرتها على سداد هذه القروض (تسمى بالقروض متدنية الجودة) و قد ساعدها في ذلك تبني القيادة السياسية الأمريكية لشعار توفير منزل لكل مواطن، و أصبح بإمكان الأسر الحصول على منزل مقابل دفع ثمنه على أقساط شهرية تعادل في بداية القرض قيمة الإيجار الشهري لهذا المنزل، و الشكل الموالي يوضح تطور حجم القروض العقارية الأقل جودة في الولايات المتحدة الأمريكية:

الشكل رقم (19): تطور حجم القروض العقارية الأقل جودة في الـو.م.أ للفترة (1997-2007):

(الوحدة مليون دولار)



المصدر: ديش فاطمة الزهراء، الأزمات المالية العالمية و تأثيرها على البلدان النامية: الحل المصرفي الإسلامي نموذجياً، مذكرة ماجستير في العلوم الإقتصادية، تخصص نفود و مالية، جامعة تلمسان، 2011، ص 102.

من خلال الشكل يمكننا القول أن القروض رديئة الجودة عرفت تطورا ملحوظا خاصة بعد سنة 2000 ، ترتفع نسبة هذا التطور و تبلغ أعلى نسبة لها في سنوات 2004، 2005، 2006 بحوالي أكثر من 500 مليون دولار ، لتتخفف من جديد سنة 2007 بحوالي 200 مليون دولار فقط (1) . و نظرا لأن أثمان العقارات بحسب طبيعتها في إرتفاع مستمر، فضلا عن أنها شهدت خلال السنوات الخمس السابقة عن الأزمة رواجاً غير مسبوق في الولايات المتحدة الأمريكية، فقد أغرى هذا المقترضين، وقد تملكوا هذه العقارات على رهنها أو رهن بعضها في مقابل الحصول على قروض لإنفاقها على شراء منازل أخرى أكبر، أو على استهلاكهم الترفي غالباً، وهم على يقين من قدرتهم على سداد الأقساط الشهرية المطلوبة منهم، باعتبار أنها كانت تقع في حدود المبالغ التي كانوا يدفعونها من قبل كإيجار لمساكنهم، و بالنظر أيضا إلى الإرتفاع المستمر لقيم العقارات التي يملكونها (2).

غير أن عقد القرض الذي كان يتم إبرامه بيد المؤسسة المالية و بيد المقترض نظير تمويله لشراء المنزل كان يتضمن شروطاً مجحفة به أهمها (1):

أولاً: أن أسعار الفائدة متغيرة و ليست ثابتة و تكون منخفضة في البداية ثم ترتفع مع الزمن.

ثانياً: أن أسعار فائدة القرض العقاري ترتفع بصفة تلقائية، كلما رفع البنك المركزي أسعار الفائدة.

ثالثاً: أنه إذا تأخر المقترض عند دفع أي قسط من القرض يحل أجله، فإن أسعار الفائدة تتضاعف بنحو ثلاث مرات.

رابعاً إن المدفوعات الشهرية خلال السنوات الأولى تذهب كلها لسداد فوائد القرض، و هذا يعني أن المدفوعات لم تكن تذهب إلى ملكية أي جزء من العقار إلا بعد مرور ثلاث سنوات.

و هنا ظهرت المشكلة الكبرى حيث تساهلت البنوك كثيراً في منح الائتمان بضمانات تحمل درجات كبيرة من المخاطرة حتى أنها منحت القروض لمن لا دخل له و عمل له و لا يملك أية أصول.

و نتيجة لإستمرار في منح القروض العقارية و إرتفاع قيمة الأصول العقارية للمقترضين مما أدى إلى إرتفاع أسعارها و أغرى حاملها على بيعها و الإستفادة من هامش الربح و توجيه هذه القروض إلى الإنفاق الإستهلاكي الشيء الذي ولد ضغوط تضخمية، و بناءاً على ذلك قرر البنك الإحتياطي الفدرالي الأمريكي تطبيق سلسلة من الإرتفاعات المتتالية للأسعار الفائدة حيث وصلت عام 2004 إلى 1% لتصل بعدها إلى 5.25% في جوان 2006. و بالتمعن في الشروط السابقة و مع الإرتفاع المتوالي لأسعار الفائدة من جانب البنك الإحتياطي الفدرالي الأمريكي منذ عام 2004

(1) ديش فاطمة الزهراء، مرجع سابق، ص 102.

(2) إبراهيم عبد العزيز النجار، مرجع سابق، ص 48.

(1) بحري هشام، محزم حسينة، مرجع سابق، ص 06.

الفصل الثالث :

بالأزمات المالية

علاقة تحرير سعر الفائدة

زادت أعباء تلك القروض من حيث خدماتها و سداد أقساطها التي بلغت نحو 1.3 تريليون دولار في مارس 2007 لتتفاقم الأزمة مع حلول النصف الثاني من عام 2007 (2).

و طبيعي أنه و مع إرتفاع أسعار الفائدة و تزايد قيمة أقساط سداد القروض و التي ترتفع مع طول المدة وجد المقترضون أنفسهم غير قادرين على السداد مما أدى إلى إنعدام السيولة بالبنوك و عدم القدرة على تمويل المشاريع الجديدة و إنخفاض الطلب مع زيادة العرض و من ثم تعثر تلك البنوك و إفلاس العديد منها الأمر الذي أفضى أيضا إلى إنهيار الأسواق المالية (3).
و نتيجة لعدم القدرة على الدفع الراجعة لإرتفاع أسعار الفائدة إضطر المقترضون إلى عرض عقاراتهم للبيع من أجل سداد ديونهم،وخلال هذه الفترة إرتفعت نسبة العقارات المعروضة للبيع إلى حدود غير مسبوقة، و كنتيجة

للعرض الزائد دون زيادة الطلب انهارت أسعار العقارات في الولايات المتحدة الأمريكية و هكذا شهدت سنة 2007 موجة كبيرة من تعثر المقترضين عن سداد القروض العقارية و معانات العديد من البنوك و مؤسسات الإقراض الأمريكي تتبعا لذلك مما أدى إلى إتجاهها نحو سحب العقارات الضامنة لهذه القروض من مالكيها خلال سنة 2008،و إنتقلت بذلك الأزمة من السوق العقارية الى المؤسسات المالية بسبب ما يسمى بتوريق القروض العقارية التي أدت إلى افلاس الكثير منها و انتشرت الأزمة فيما بعد إلى بقية دول العالم و تحولت إلى أزمة إقتصادية عالمية (1).

الفرع الثاني: إستخدام سعر الفائدة في معالجة الأزمة المالية العالمية

بحسب البنك الفدرالي الأمريكي فإن تخفيض سعر الفائدة يمثل الأداة الأساسية بيد البنوك المركزية لتأثير على النشاط الإقتصادي و ذلك يسمح بتقليل تكفة القروض الموجهة لستثمار، و عند وقوع الأزمة فإن إمكانية منح القروض تصبح نادرة لسبب ظروف عدم الثقة في سوق مابين البنوك و تسيير رئيس البنك الفدرالي لفيلاذلفيا غلا أن أثر تحفيز أسعار الفائدة من طرف البنك المركزي على النشاط الإقتصادي لا يمكن الشعور به إلا بعد تسعة أو ثمانية عشر شهرا بعد وقوع الأزمة،و يضيف أيضا إلى أن التغييرات في السياسة النقدية يمكن أن تؤثر في النشاط الإقتصادي الحقيقي مثل معدل البطالة أو نمو النشاط الإنتاجي فقط لفترة زمنية محددة مع درجة كبيرة من عدم التأكد.

و لقد إمتدت الأزمة المالية إلى العديد من الدول و أدت إلى ظهور حالات الركود الإقتصادي،ودفعت بالدول المتقدمة التي شملتها الأزمة للتدخل من أجل وضع حد لآثار الأزمة الإقتصادية تبني مخططات لإنعاش إقتصادياتها،حيث أقدمت الولايات المتحدة الأمريكية بداية من عام 2007 على تبني مخطط لزيادة الإنفاق الحكومي مصحوبة بتخفيضات لأسعار الفائدة، و هذا لتجنب أزمة مصرفية نظامية و دعم النمو الإقتصادي، حيث تم تخفيض أسعار الفائدة الرئيسية من

(2) نفس المرجع، ص 07.

(3) ديش فاطمة الزهراء، مرجع سابق، ص 104.

(1) Martin,D, *Crise Financière, Crise Economique :Causes et Relances*, 2009,P 103 ,http:// www.danielmarpin. Eu/adressemail.htm.

بالأزمات المالية

5.25 % في أوت من عام 2007 لتصل إلى 0.25 % في ديسمبر 2008، و في نفس الوقت قام البنك الفدرالي الأمريكي بخفض معدل الخصم من 6.25 % إلى 2.5 %، هذه السياسة التي تستهدف التخفيف في منح القروض المصرفية لم تساهم بشكل فاعل للحد من أثار الأزمة ، مما دفع بالسلطات لتبني سياسة الزيادة في الإنفاق الحكومي بمبلغ ما يعادل 5% من الناتج الداخلي الخام الأمريكي PIB خلال الفترة من 2009-2011⁽²⁾.

أما بالنسبة للمنطقة الأوروبية فالإجراءات المتخذة كانت موجهة أساسا لمواجهة مشاكل السيولة والسياسة النقدية بقيت محددة وترتكز على مكافحة التضخم ، وقد قام البنك المركزي الأوروبي فيما بعد بإجراء تخفيضات متتالية لأسعار الفائدة لتنتقل من 2.5 %، في ديسمبر 2008 بعد ما كانت في حدود 4.25% في أكتوبر 2008 ، وبالموازاة

مع هذا التخفيض تبنت الدول الأوروبية مخططات لإنعاش إقتصادياتها من أجل دعم الإستثمار وتمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة بلغت قيمتها 1.5 % من الناتج الداخلي الخام وخلال الأشهر الأولى لعام 2010 وعندما تبين أن مخاطرة إنهيار النظام المالي قد زالت وأن تنفيذ مخططات الإنقاذ الإقتصادي قد توسعت وبدأت تظهر نتائجها فكرت في الكثير من الدول المتقدمة في كيفية الخروج من استراتيجية الأزمة وتحديد الخيارات المناسبة أمامها ، وهذا يعتمد أساسا على هيكل إقتصاديات هذه الدول ، وسرعة تجاوب الأسواق المالية والنشاط الحقيقي مع التصحيحات المطبقة ومدى عودتها الى أوضاعها الطبيعية ، ومن أجل اتخاذ هذه القرارات يتعين على السلطات الأخذ بعين الإعتبار الآثار التي قد تخلفها الفترة الزمنية الطويلة للسياسة النقدية التوسعية أو لتخفيض أسعار الفائدة التي انتهجتها بعد وقوع الأزمة المالية.

المطلب الرابع : الآثار المحتملة لتخفيض أسعار الفائدة

من أجل مواجهة حالة الركود الإقتصادي الناتجة عن الإضطرابات المالية التي خلفتها الأزمة المالية العالمية ، قامت البنوك المركزية للعديد من الدول التي شملتها الأزمة بتخفيض أسعار الفائدة الرئيسية ، حيث يلاحظ أن معظم أسعار الفائدة الرئيسية لأهم الإقتصاديات المتقدمة تتراوح حاليا ما بين 0% الى 1% مما لا يتيح المجال أمامها لإجراء تخفيضات أخرى إذا ما واجهت أي صدمات سلبية محتملة ومن المعروف أن إنتهاج سياسة نقدية توسعية يعتمد بالأساس على تخفيض مستويات أسعار الفائدة ، وهذا ما يصاحبه توسع معتبر في منح القروض وارتفاع أسعار الأصول تقلص علاوات المخاطرة والبحث عن العوائد المرتفعة هذه العوامل مجتمعة هي عوامل أدت إلى التخصيص غير الملائم للسنوات التي سبقت الأزمة المالية مثلما يبينه النمو المرتفع الذي حدث في القطاعات المالية و العقارات ، التصحيحات الهيكلية المجحفة التي فرضت على الدول والتي تحتاج إلى مدة زمنية كافية.

وفي الوقت الحالي تلاقي إجراءات تخفيض أسعار الفائدة الإهتمام البالغ بتصاحبها مع ارتفاع أسعار الفائدة في المدى الطويل هذه الوضعية يمكن أن تؤدي إلى بروز مخاطر سعر الفائدة

⁽²⁾ Rapport FMI 2009 , Perspectives de L'économie mondiale : crise et reprise, Avril 2009.

وتأخير عملية تطهير الميزانيات لدى القطاعات الخاصة والعمومية ، بالإضافة إلى ضعف أسعار الفائدة يمكن أن يتسبب بصفة مستدامة في تقليص النشاط على مستوى الأسواق النقدية مما يصعب عملية الخروج من هذه السياسة النقدية المنتهجة.

يضاف إلى ماسبق يؤدي انخفاض أسعار الفائدة إلى توسع الفوارق في أسعار الفائدة بين الدول المتقدمة التي عانت من الأزمة والدول الناشئة والصناعية التي تصدر المواد الأساسية مما سيشتج على زيادة تدفقات رؤوس الأموال نحو هذه الدول وقد يتسبب لها في اضطرابات فيما بعد.

الفرع الأول : ارتفاع أسعار الأصول وتراجع علاوات المخاطرة

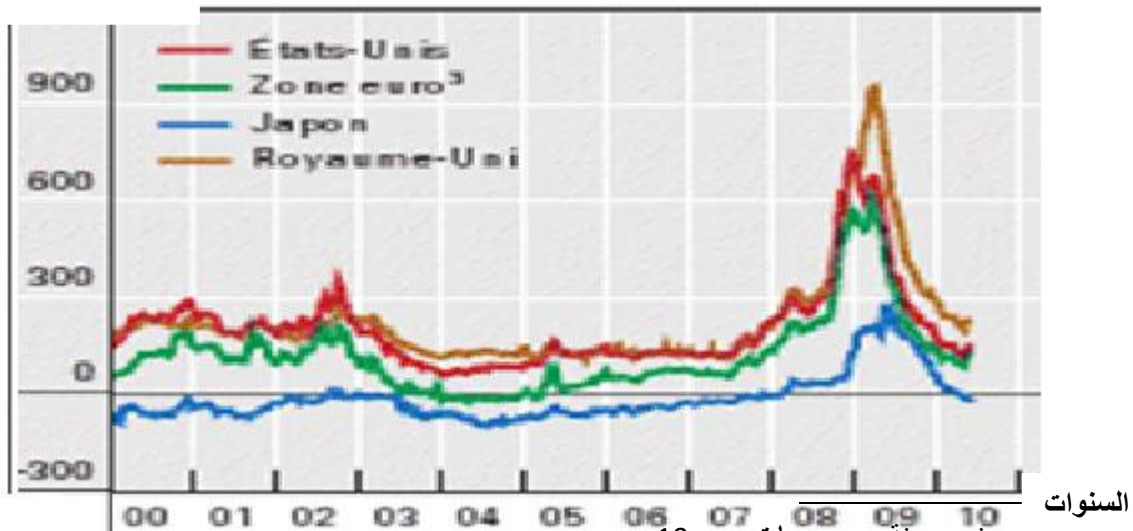
و يمكن إبراز ذلك من خلال التالي(1):

تشير النماذج الاقتصادية الكلاسيكية إلى أن تحرير أسعار الفائدة الحقيقية يؤدي إلى زيادة التوسع في منح الإئتمان ، وتتسبب في ارتفاع أسعار الأصول لأنها ستقلص من معدل الخصم لتدفقات النقدية المستقبلية لهذه الأصول ، وهذا ما يحفز المؤسسات على منح المزيد من القروض ودعم الرفع المالي لأجل اقتناء الأصول الأكثر مخاطرة ، كما يتصاحب ارتفاع أسعار الأصول في العادة مع حدوث ضغط على تقلبات الأسعار.

ويعتبر العديد من المنتهجين أن هذا الميكانيزم يعد من بين الأسباب الرئيسية لارتفاع أسعار الأصول وتراجع علاوات المخاطرة قبل وقوع الأزمة المالية 2008 ، فالأزمة المالية تولد عنها تزايد معتبر في علاوات المخاطرة وهبوط قيم الأصول ، وبالتالي حدوث خسائر للمستثمرين خاصة بالنسبة للذين اعتمدوا على الرفع المالي بشكل مفرط ، لقد أدت هذه التحولات إلى حدوث بيع مكثف للأصول وتسارع انهيار أسعارها ، وانطلاقاً من ربيع عام 2009 لوحظ أن الإصلاح السريع لأسواق رؤوس الأموال في العالم قد تصاحب بإنخفاض علاوات المخاطرة وعلى الأخص سندات المؤسسات.

الشكل (20): تطور علاوات المخاطرة على سندات المؤسسات

علاوات المخاطرة



محرز حسينة، مرجع سابق، ص 10.

Source : Martin,D,*Crise Financière, Crise Economique :Causes et Relances*, 2009,P 103 ,http:// www.danielmarpin.
Eu/adressemail.htm.

وبالموازاة مع ذلك قامت السلطات العمومية والبنوك المركزية خلال الأزمة المالية بالبحث أولاً عن إيقاف الهبوط الشديد للأصول وتقليص مخاطرة عدم الوفاء بالالتزامات وبالتالي يمكن تفسير ارتفاع أسعار الأصول وتقلص علاوات المخاطرة الملاحظة خلال عامي 2009 و2010 كإشارة على عودة استراتيجيات الإقبال على المخاطرة بشكل مكثف.

الفرع الثاني : البحث عن العائد

و يتمثل ذلك فيمايلي(1):

إن الإقبال على تحمل المخاطرة يمكن أن ينبع كذلك من الحاجة الملحة لتحقيق العائد، حيث تحفز أسعار الفائدة المنخفضة المستثمرين على زيادة المخاطرة على أمل الحصول على عوائد مرتفعة، ومما يشجع على البحث على العائد هو الضغط المفروض على المستثمرين كشرركات التأمين وصناديق التقاعد من طرف زبائنهم على تحقيق العائد المطلوب لهم، وارتباط مكافآت المديرين بالعائد المحقق لصالح المستثمرين.

ومن بين العلامات التي تبين الرغبة في البحث عن العائد يأتي في المقام الأول ارتفاع أسعار الأصول وانخفاض علاوات المخاطرة، وذلك على ضوء عودة الإستقرار للأسواق المالية خلال سنوات 2009 و2010 ، وأسعار الفائدة المقاربة للصفر التي تساهم كذلك في اتساع ظاهرة البحث عن العائد ، كما تعتبر الابتكارات المالية الفاسدة كإشارة ثانية للبحث عن تحقيق العائد ، حيث أنه مع بداية سنوات سنوات 2000 أراد الوسطاء الماليون إرضاء المستثمرين من خلال الإقبال على المنتجات المالية الأقل مخاطرة والتي تحقق في نظرهم أكبر العوائد ، ولكن خلال الأزمة المالية حدث عكس ماكان متوقع واكتشف المستثمرون الوجه الحقيقي لهذه المنتجات ، واتجه السوق بعد ذلك نحو الأدوات المالية غير الخطرة وهذا مايدل على صعوبة مراقبة المبتكرات المالية من جهة وأن الأضرار التي تحدثها المنتجات المالية الحديثة لا يمكن تحديدها إلا بعد وقوعها من جهة ثانية، الإشارة الثالثة للبحث عن العائد هي قيام الشركات برفع معدلات توزيع الأرباح وإعادة شراء الأسهم خاصة عندما يريد المستثمرون رفع عوائدهم مما يضطر الشركات إلى إتباع هذه الإجراءات بدلا من الإستثمار في مشاريع جديدة ، لكن هذه الإشارة لا تظهر حتى الآن نظرا لعدم تحسن الوضعيات الإقتصادية.

الفرع الثالث : التعرض لمخاطر أسعار الفائدة

يمكن إبراز ذلك من خلال التالي(2):

(1) بحري هشام، محزم حسينة، مرجع سابق، ص 11.

(2) نفس المرجع، ص ص 11،12..

إن أسعار الفائدة المنخفضة تساعد البنوك على زيادة مداخيلها و ذلك بالإقتراض على المدى القصير بأسعار فائدة

منخفضة وتقديم القروض على مدى الطويل بأسعار فائدة مرتفعة ،ولعل الغاية من وراء تخفيض أسعار الفائدة الرئيسية من طرف البنوك المركزية هي السماح للمؤسسات المالية التي تعاني من وضعيات صعبة من زيادة مداخيلها ودعم رأس مالها.

وفي هذا الإطار يمكن للمؤسسات المالية أن تتعرض لمخاطر سعر الفائدة الناتجة عن إختلاف آجال الإستحقاق، خاصة إذا تم رفع أسعار الفائدة الرئيسية مما يؤدي إلى إرتفاع عوائد السندات وفي النهاية تتعرض هذه المؤسسات لخسائر معتبرة نتيجة إنخفاض أسعار السندات وإيجاد صعوبات في تحديد ديونهم قصيرة الأجل مما يدفعها إلى القيام بعمليات بيع الأصول بشكل مكثف و هذا يؤدي إلى إنهيار أسعارها وبالتالي أي تشدد غير متوقع للسياسة النقدية سيولد انعكاسات خطيرة على القطاع المصرفي، ولذلك يكون من الضروري على البنوك المركزية أن تفصح عن نيتها في مراجعة أسعار الفائدة الرئيسية حتى تستطيع المؤسسات والأسواق المالية التكيف بسهولة مع كل تحول سيطراً على أسعار الأصول وتكلفة التمويل.

الفرع الرابع :التأخر في تصحيح الميزانيات

و يتمثل ذلك فيمايلي(1):

إن الأزمة المالية العالمية والأحداث التي تبعتها تفرض معالجة وتصحيح ميزانيات المؤسسات المالية والقطاع العام

هذا الأخير تعاني ميزانية من وضعية مرحة في تأخير ويمكن برامج إلا نفاذ المنخفة أثناء الأزمة ويمكن لأسعار الفائدة المنخفضة أن في تأخير التصحيحات الضرورية.

ونتيجة لأنخفاض أسعار الفائدة تسعى الدول للتركيز على الاستدانة في المدى القصير من اجل خفض تكاليف الفوائد المترتبة على هذه الديون والتقليل من ديونها السيادية للوصول لها الى درجة مناسبة لكن هذه العملية قد تعرض ميزانيات هذه الدول لمخاطر أسعار الفائدة مستقبلا.

أما بالنسبة للقطاع المالي،يعتبر تصاعد منحى أسعار الفائدة كمصدر لتحقق مداخيل للمؤسسات المالية التي قد يضعف الإحساس بالتدخل السريع في ظل الحاجة لتخفيض الرفع المالي و القيام بعمليات بيع الأصول المشكوك فيها،و تبين التجربة اليابانية 1990 أن إنخفاض أسعار الفائدة قد مكن البنوك من تجديد القروض الغير مجدية لقطاعات تعاني من صعوبات مالية،مما ساهم في تأخر تصحيح تطهير الميزانيات البنكية و أدى إلى تقلصها،كما ينجر عن تخفيض أسعار الفائدة قيام البنوك التجارية بتخفيض إجراءات و معايير منح القروض الرديئة و بالتالي تأخير عملية تصحيح الميزانيات.

الفرع الخامس: إعاقة التعامل في الأسواق النقدية

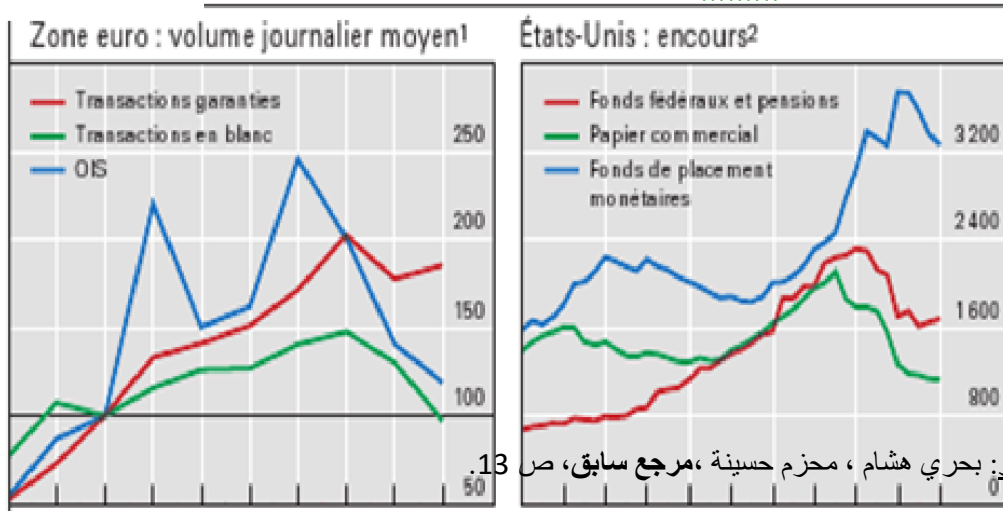
(1) بحري هشام، محزم حسينة، مرجع سابق، ص 12.

و ذلك من خلال التالي(1):

يمكن لأسعار الفائدة المنخفضة أن تكون عاملا لإعاقة التعامل في الأسواق النقدية خاصة عندما تتجاوز تكلفة إنجاز التعاملات على مستوى السوق النقدي الفوائد المحصلة و التي ترتبط أساسا بأسعار الفائدة الرئيسية و هذا ماسيدفع البنوك التجارية للتخلي عن القيام بمثل هذه العمليات و يلاحظ على حجم التعاملات على مستوى الأسواق النقدية لمنطقة اليورو و الولايات المتحدة الأمريكية أنها قد تقلصت مع بداية الأزمة المالية و هي تقارب حجم التعاملات خلال الفترة 2003-2004 و هي فترة تميزت بإنخفاض أسعار الفائدة، ولتوضيح ذلك أنظر الشكل رقم (20):

الشكل (21): مؤشرات التعامل في الأسواق النقدية

مؤشرات التعامل في الأسواق النقدية



تقلص حجم التعاملات في عام 2008 بسبب تراكم السيولة، و الإنشغالات المتعلقة بالأطراف المقابلة و الضمانات بالإضافة إلى الإجراءات المتخذة فيما يخص ضخ السيولة من طرف البنوك المركزية. و الملاحظ أن حجم التعاملات قد إرتفع نسبيا خلال عام 2009 مما يترجم تراجع الإنشغالات المتعلقة بالأطراف المقابلة و الضمانات و كذا تقلص عمليات السوق المفتوحة من طرف البنوك المركزية و يبقى السؤال حول إذا ما إسترجعت التعاملات على مستوى الأسواق النقدية حجمها الطبيعي أو أن إنخفاض أسعار الفائدة سيؤدي فعلا إلى تقاص نشاط الأسواق النقدية مما سيصعب من تنفيذ استراتيجية الخروج من الأزمة.

الفرع السادس: حدوث اضطرابات على المستوى الدولي

و ندرج ذلك من خلال مايلي(1):

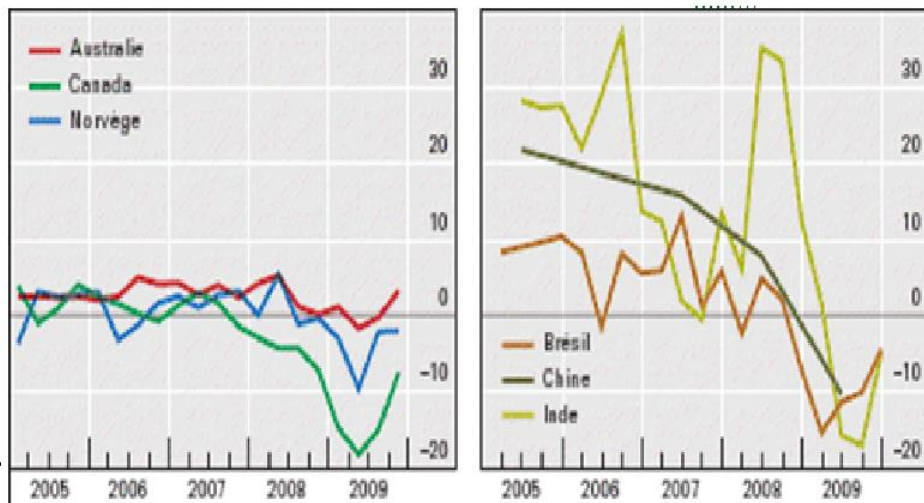
(1) إبراهيم عبد العزيز النجار، مرجع سابق، ص 51.

(1) بحري هشام ، محزم حسينة ، مرجع سابق، ص 13

إن أسعار الفائدة المنخفضة التي تميز إقتصاديات الدول المتقدمة يتولد عنها إضطرابات و آثار تتجاوز حدود هذه الدول لتصل إلى الإقتصاديات الناشئة و الدول الصناعية المصدلة للمواد الأساسية التي تأثرت بالأزمة المالية بحدة أقل و لقد كان للأزمة المالية عدة إنعكاسات على إقتصاديات هذه الدول : "إنخفاض شديد في حجم الصادرات، سحب واسع للودائع بالدولار من طرف البنوك الأجنبية، تخلص المستثمرين من محافظ أوراقهم المالية و هبوط قيم البورصة"، كما تسببت الأزمة المالية في تراجع عملات أغلب هذه الدول مقارنة بالدولار في خريف عام 2008.

الشكل (22): تطور حجم الصادرات خلال الفترة (2005-2009)

الصادرات

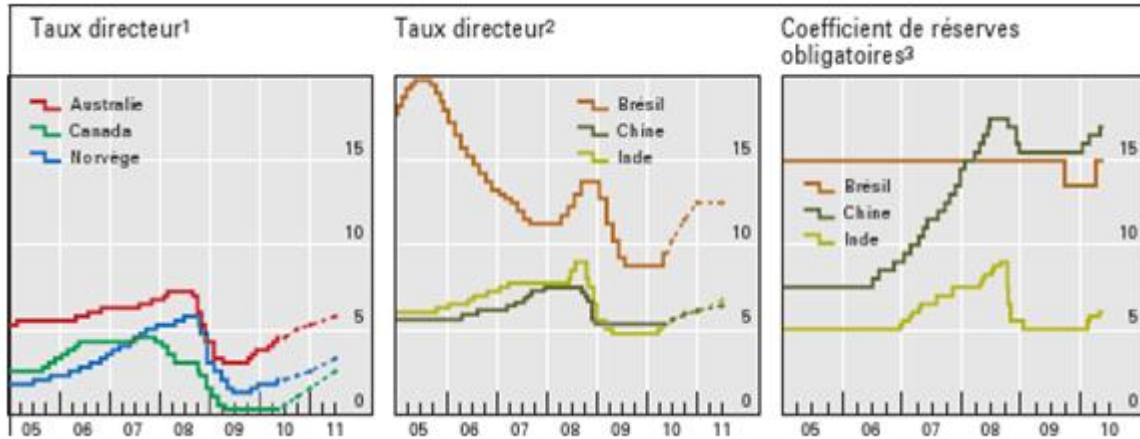


سعار الفائدة

المصدر: بحري ه
السنوات

و تخفيض نسبة الإحتياطي ، و بالرغم من تراجع حجم الصادرات بسون الصناعية المصدرة للمواد الأساسية فقد إستطاع الطلب المحلي تعويض جزء من الإنخفاض الذي عرفته الصادرات، كما عملت البنوك المركزية للدول الناشئة و الدول الصناعية على التحكم في سياستها النقدية لأجل تصحيح أسعار الأصول و ذلك بالرغم من تراجع الصادرات، و في نهاية ماي 2010 قامت أستراليا، البرازيل، الهند و النرويج برفع أسعار الفائدة، و عملت البرازيل، الصين و الهند على دعم متطلبات الإحتياطات الإجبارية.

الشكل (23): تطور أسعار الفائدة الرئيسية و نسب الإحتياطي الإجباري خلال الفترة (2005-2012)



المصدر: بحري هشام ، محزم حسينة ، مرجع سابق، ص 14.

هذه السياسات النقدية المشددة قد ولدت فوارق في أسعار الفائدة مع أهم الإقتصاديات المتقدمة التي شملتها الأزمة، هذه الفوارق التي تسمح بجذب رؤوس الأموال الأجنبية. وتدل على التوقعات المتفائلة بشأن مستويات النمو الإقتصادي التي ستبلغها هذه الدول، لكن العمل على رفع أسعار الفائدة أكثر مستقبلا سيؤدي حتما إلى دخول رؤوس الأموال الأجنبية، وفي المقابل قد تتعرض الدول المستفيدة إلى مخاطر الخروج السريع و المكثف لرؤوس الأموال و تعرض أسعار صرف عملاتها إلى الضغوطات في حالة حدوث تغيرات تخص ظروف الإقتصاد الكلي، الوضعية النقدية و المالية في العالم.

المبحث الرابع :علاقة سعر الفائدة بالأزمة اليونانية

رغم التفاؤل بتحسين أداء الإقتصاد العالمي خلال عام 2011 الذي صاحبه شعور بالفكاك نهائيا من حبال الأزمة العالمية و الخروج من هويتها العميقة إلا أنه يبدو أن تداعيات هذه الأزمة لا تزال تفعل فعلتها و تنتقل عداوها لتصيب الأوضاع المالية السيادية لبعض الدول في الإتحاد الأوربي ، فمنذ شهر أبريل 2010 بدأ الحديث عن تفاقم مشكلة الديون و العجز في الموازنات

بالأزمات المالية

العامة في معظم دول الإتحاد الأوربي خاصة اليونان التي تفاقمت ديونها العامة ، وأصبحت تهدد إستقرارها الإقتصادي بل و تهدد الإستقرار الإقتصادي الأوربي قاطبا.

و قد وصل تفاقم أزمة الديون السيادية لليونان والخلاف الذي تبعها بين زعماء الدول الأعضاء قبل الإتفاق على خطة لإنقاذ اليونان أو بالأصح لإنقاذ الإتحاد الأوربي من الإفلاس إلى درجة جعلت بعض الكتابات تتوقع أن تؤدي هذه الأزمة الى انهيار الإتحاد الأوربي و توضع أكثر من علامة إستفهام حول المصير الذي ستؤول إليه العملة الموحدة لليورو. وهذا ماسنحاول توضيحه من خلال التطرق لنشأة الأزمة اليونانية و أسباب ظهورها،تداعياتها و الإجراءات المتخذة لعلاجها مع إبراز دور سعر الفائدة فيها.

المطلب الأول: نشأة أزمة اليونان وأسباب ظهورها

تواجه منطقة اليورو و على رأسها اليونان أزمة تعد الأخطر من نوعها ، وقد مرت هذه الأزمة بالعديد من المراحل نذكرها في مايلي:

الفرع الأول : نشأة الأزمة اليونانية

لقد أثرت الأزمة المالية العالمية 2008 على استقرار الإقتصاد العالمي ، كما أثرت بشكل كبير على دولة اليورو، فقد عانا كثير من البلدان الستة عشر الاعضاء من منطقة اليورو من عجز كبير في الحساب الجاري وعجز مالي كبير، واقترن ذلك بنمو ضعيف ونسبة ديون مرتفعة : وتعاني هذه البلدان حاليا من ظروف تمويل اكثر صعوبة وآفاق النمو أشد سوءا، حيث استفادة العديد من الدول الأوروبية من التكامل المتزايد والتدفقات الوافدة الكبيرة من رأس المال، إلا أن ذلك كان له آثار عكسية ،حيث أسهمت التدفقات الواردة في إرتفاع مستويات الديون الخارجية، وعجز مغط في الحياض الجاري والمستويات المرتفعة من الدين العامة الا ان الاسواق قللت من اهمية هذه المخاطر بالنسبة لبلدان وسط أوروبا وشرقها، وذلك بحكم عضويتها في الإتحاد الأوربي، إلا أن الأزمة المالية العالمية وتأثيراتها كشفت الضوء على الفروق بين دول الإتحاد الأوربي، حيث ارتفعت تكاليف التمويل بالنسبة لكل المقترضين السياديين وتقلصت فرص الحصول عليه بصورة حادة ، حيث ان الحكومات وجدت نفسها عاجزة عن الاقتراض من الأسواق المالية لتمويل العجز في ميزانيتها او وجدت ذلك مكلف، وفي ظل هذه الظروف ظهرت أزمة اليونان في أكتوبر

2009 و هي أزمة مالية واقتصادية، وبالتحديد عندما تأهل الحزب الإشتراكي بالبلد لتسيير دفعة الحكم بعد نجاحه في الإنتخابات ونهاية حكم اليمين بتصريح وزير المالية الجديد لاعضاء الاتحاد الأوربي، بأن عجز الميزانية اليونانية سنة 2009 في حدود 12.5 % من الناتج المحلي الإجمالي، أي ضعف ما صرحت به الحكومة اليمينية السابقة، مما أدى بوكالات التقييم المالي الى تخفيض

بالأزمات المالية

ترقيمتها على الدين العمومي اليوناني، فارتفعت بذلك نسبة الفائدة على هذا الدين وأصبحت الحكومة عاجزة عن تسديد ديونها(1).

وبعد انكشاف محاور الأزمة ثبت أن اليونان انتهجت على مدى سنوات ممارسات اضعفت موقفها وهزت مصداقيتها ، إذ ضلت تقدم على مدى عشر سنوات تقريبا ارقاما واحصائيات خاطئة عن اقتصادها في محاولة لاختفاء حجم ديونها والعجز في ميزانيتها لتضليل الناخبين في الداخل وتفادي اي ضغوط خارجية من شركائها ، لاشتراط الاتحاد الأوروبي الا يتجاوز عجز ميزانيات دولة نسبة 3 % من الناتج القومي، وعندما اندلعت الازمة اتضح ان ديون اليونان تجاوزت 300 مليار يورو، وأن اليونان تواجه احتمال العجز عن خدمة ديونها، وهو ما جعل المستشار الألمانية تشبه ازمة الديون اليونانية بالفضيحة ، التي جعلت البنوك تشارك في تزوير المعطيات واحصائيات الميزانيات المالية لليونان ، و هو ما جعل بعض الالمان في عز الازمة يطالبون اليونان ببيع بعض جزرها لتسديد الديون الخارجية، وهذا ما أدى إلى تفاقم الأزمة وانتشارها(2).

اضافة إلى اعتبار اليونان أسوء دولة مقارنة بباقي دول جنوب أوروبا، فعلى سبيل المثال بلغت نسبة التهرب الضريبي فيها 30 % أي ما يعادل 3.4 % من الناتج المحلي الإجمالي في حين كانت النفقات مرتفعة نسبيا مقارنة بالإيرادات العامة، هذه العوامل مجتمعة جعلت اليونان تحتل المرتبة 86 من مجموع 133 دولة واعتبرت بذلك الاسوأ في الاتحاد الأوروبي(3).

وقد مرت الازمة اليونانية بسلسلات زمنية تبرز اهم احداثها نبينها في المضمون التالي (4):

- 04 أكتوبر 2009: تشكيل حكومة يونانية جديدة.

- 08 نوفمبر 2009: اليونان تعلن عن تهديد لسيادة الدولة بعجز في ميزانيتها بنحو 12.7 % من الناتج لمحلي الإجمالي، ودين عام قدر بنحو 113.4 % من الناتج المحلي الاجمالي اي ضعفي مما صرحت به الحكومة السابقة قبل ثلاثة اشهر ، بعد انكشاف الامر امهل الاتحاد الاوروبي الحكومة الجديدة مهلة سنين حتى تخفض عجز ميزانيتها .

- 08 ديسمبر 2009 : لجنة التنقيط الدولية تقوم بتغيير نقطة سندات الخزينة اليونانية.

(1) راسية حدة ، نوي فطيمة الزهرة، أزمة اليونان هل تعيق فكرة توسيع الاتحاد الأوروبي وتعميقه، مداخلة مقدمة في الملتقى الدولي الثاني حول واقع التكتلات الاقتصادية زمن الأزمات، بالمركز الجامعي بالوادي، الجزائر ، يومي 26 ، 27 فيفري ، 2012، ص 05.

(2) نشرة صندوق النقد الدولي، أوروبا و الصندوق يتفقدان مع اليونان على خطة تويلية بقيمة 110 مليار يورو، من الموقع: www. Aljazeera.com

تاريخ الإطلاع 2012/04/02.

(3) بوصبيح صالح رحيمة ، رحمانى موسى، الازمة اليونانية بين الانتشار والانهيار الأوروبي : قراءة في خطط وحلول الازمة، مداخلة مقدمة في الملتقى الدولي الثاني حول واقع التكتلات الاقتصادية زمن الأزمات ، المركز الجامعي بالوادي ، الجزائر ، يومي 26،27 فيفري ، 2012، ص ص 11،3.

(4) برهوم أسماء ، برهوم هاجر ، أزمة اليونان ، مداخلة مقدمة في الملتقى الدولي الثاني حول واقع التكتلات الاقتصادية زمن الازمات ، المركز الجامعي بالوادي ، الجزائر ، يومي 26،27 فيفري ، 2012، ص ص 4، 7.

- 10 ديسمبر 2009 : رئيس البنك المركزي الاوروبي يطالب اليونان باتخاذ اجراءات صعبة للتخفيض في عجز ميزانيتها وديونها.
- 10 ديسمبر 2009: الوزير الاول لليونان يصرح بانه سيعمل على تطبيق سياسة تقشفية بهدف استرجاع التوازن في الميزانية والنفقات العمومية.
- 14 جانفي 2010: اليونان تعلن عن الخطوط العريضة لبرنامجها التعديلي للنفقات العمومية، الذي سيخفض عجز الميزانية الى 2.8 % من الناتج المحلي الاجمالي سنة 2012، الامر الذي لم يقنع به مستثميري الاسواق المالية .
- 03 فيفري 2010: مجلس محاكمة البنك المركزي الاوروبي يقوم بالمصادقة على البرنامج التعديلي المقترح من طرف السلطات اليونانية في شان تسيير نفقاتها العمومية بدءا بتجميد رواتب العمال الذين يتقاضون اقل من 2000 أورو في الشهر.
- 11 فيفري 2010: الإتحاد الأوروبي يعن إصدار برنامج مساعدة اليونان دون تحديد آلياته.
- 24 فيفري 2010: اضراب عام باليونان لمدة يوم كامل احتجاجا على سياسة التقشف المتبعة من طرف حكومة بابندريو .
- 5 مارس 2010: اعلان أثينا على سياسة تقشف جديدة لتوفير ما يقارب 4.8مليار أورو من خلال:
- أ- بيع أملاك عقارية عامة
- ب- رفع متوسط من التقاعد في القطاع العام من 61 عام إلى 63 عام.
- ج- خفض الأجور في القطاع العام إلى 20 و معاشات التقاعد إلى 30.
- هـ-رفع الضريبة مع الغاز و الكحول و التبغ من 19 إلى 23
- د-فرض ضريبة على القيمة المضافة بزيادة تقدر ب 30
- 11- مارس 2010: إضراب باليونان و مظاهرات شملت القطاعين العام و الخاص.
- 12- مارس 2010: اتخاذ وزراء مالية دول الاتحاد مع مساعدة اليونان.
- 13 مارس 2010: تصريح باباندريو على عجز حكومته على خفض العجز في ميزانيتها.
- 14 مارس 2010: البنك المركزي الاوروبي قبل السندات المالية اليونانية منخفضة التنقيط إلى غاية 2011.

15- أبريل 2010: اتفاق رؤساء الدول الاوروبية على منح اليونان قرض قدر بنحو 30 مليار اورو بسعر فائدة 5 على ثلاثة سنوات.

16- أبريل 2010: اليونان تطلب مساعدات من الإتحاد الأوروبي و صندوق النقد الدولي.

17- ماي 2010: خروج الجماهير اليونانية في مظاهرات إلى الشارع ضد السياسة التقشفية.

18- ماي 2010: إعلان اليونان على سياسة تقشفية رابعة، و موافقة الاتحاد و صندوق النقد الدولي على إن إجمالية حجم أموال المساعدات التي تحصل عليها اليونان خلال العام الحالي بأكمله يصل إلى نحو 45 مليار يورو، بينما يصل إجمالي حزمة المساعدات التي ستحصل عليها خلال السنوات

الثلاث المقبلة إلى نحو 110 مليارات يورو، منها 30 ملياراً من صندوق النقد الدولي و 80 ملياراً من دول منطقة اليورو من البنك المركزي للاتحاد و تحدد حصص المساعدة على أساس وزن الدولة في الاتحاد.

19- ماي 2010: إضراب عام باليونان.

20- ماي 2010: موافقة المفوضية الأوروبية على تفعيل المساعدات التي تقدر ب 110 مليار أورو على ثلاثة سنوات.

21- ماي 2010: لتجنب انتشار أزمة الديون و لإنعاش الأسواق المالية المفوضية الأوروبية و صندوق النقد الدولي يدرسان إمكانية إقراض اليونان 750 مليار أورو.

22- جوان 2010: تراجع تقييم الديون اليونانية.

23- جويلية 2010: الإضراب العام السادس باليونان.

24- أكتوبر 2010: منح اليونان أول قسط مساعدات 8.5 مليار أورو من أصل 61 مليار أورو.

25- جانفي 2011: إلحاح في تفعيل أول قسم من عملية طرح السندات اليونانية، العملية التي تعد بالحصول على 5 مليار أورو من أكثر من 45 مليار أورو على مستوى الأسواق.

26- فيفري 2011: إضراب عام في اليونان ضد سياسة التقشف.

27- مارس 2011: قمة أوروبية للاتفاق على منح اليونان قروض من 4 إلى 7 سنوات بسعر فائدة من 4.2 إلى 5.2.

28- ماي 2011: قمة جمعت ستة وزراء مالية أوروبيين بلكسمبورغ للاتفاق على خطوة جديدة لإنقاذ اليونان.

29- جويلية 2011: إتباع سياسة تقشفية جديدة تضمنت خصصة شركات بـ 110 مليار أورو، زيادة الضريبة المفروضة

على أصحاب الدخل الذي يتجاوز 8000 أورو للسنة.

30- أكتوبر 2011: قمة بروكسل خلاف بين فرنسا و ألمانيا حول تحويل الصندوق إلى بنك.

31- نوفمبر 2011 : خطة إنقاذ جديدة تشمل إعفاء اليونان من سداد 50 من ديونها المستحقة و منها قرض 130 مليار أورو و ارتفاع مجموعة العشرين على رفع مشاركات الدول في صندوق النقد الطوعي.

32- نوفمبر 2011: عرض بابا ندر لخطة إنقاذ جديدة للاستفتاء العام بالإضافة إلى قرار تنحيته عن منصبه، و تأسيس حكومة جديدة تمثل الوحدة الوطنية ، الأمر الذي أعطى تفاؤلاً على مستوى الأسواق المالية كون إن هذه الحكومة ستعمل على حل الأزمة، بشكل أفضل من سابقتها.

33- نوفمبر 2011: طلب اليونان مساهمات قدرها مليار أورو لتتجنب الإفلاس قبل بداية السنة الجديدة 2010.

تعد الإجراءات التقشفية من قبل اليونان قاسية و صارمة و استجابة فقط لمتطلبات منطقة اليورو و كصندوق النقد الدولي، و لا تحمي مصالح اليونانيين الذين يدفعون ثمنا باهظا مقابل البقاء في منطقة اليورو و تجنب إعادة جدولة ديون بلادهم.

الفرع الثاني: أسباب الأزمة اليونانية

حدثت الأزمة اليونانية نتيجة لمجموعة من الأسباب و يمكن تقسيمها إلى أسباب داخلية و أخرى خارجية .

أولاً: الأسباب الداخلية

تتنحصر الأسباب الداخلية للأزمة اليونانية فيما يلي (1) :

1- تسارع النمو و أسعار الأنشطة المحلية التي إرتفعت نسبة لأسعار المنتجات القابلة للتصدير أو وارداتها ، و جذب الإستثمارات لقطاعات أقل إنتاجية غير قابلة للتداول و بعيدا عن الصادرات و الصناعات المتنافسة مع الواردات .

2- منذ عام 2001 كانت اليونان تعاني من متوسط عجز ميزانية سنويا 5% و عجزا في الحساب الجاري 9% و كان هذا العجز أكثر من الشروط الموضوعية للإنضمام للإتحاد الأوربي 2 % و 1 % على التوالي .

3- كانت اليونان تقدر أرقام منخفضة لديونها من أجل المحافظة على عضوية الإتحاد النقدي ، و هو ما جعلها تعاني الآن من ما يقارب 300 مليار يورو ديون ، مما أدى إلى تراجع ثقة العالم في الإقتصاد الأوروبي ، و دفع أداء ديون كل من البرتغال و إيرلندا و إيطاليا و إسبانيا للظهور على السطح أيضا ، و زيادة حجم الديون من الناتج المحلي الإجمالي.

4- تمويل اليونان العجز المزدوج في الميزانية و الحساب الجاري عن طريق الإقتراض في أسواق رأس المال الدولية و هو ما أسهم في إرتفاع الديون الخارجية لـ 115% من الناتج المحلي الإجمالي في عام 2009، و الجدول التالي يبين ذلك:

الجدول رقم (16): النمو الفعلي و المتوقع للنجاح المحلي الإجمالي و الدين و الميزان التجاري

باليونان(2009-2015):

البيان	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
النمو الفعلي للناتج المحلي الإجمالي %	2.0-	4.0-	2.6 -	1.1	2.1	2.1	2.7
إجمالي الدين (% من الناتج المحلي الإجمالي)	115	133	145	149	149	146	140
ميزان الحساب الجاري %	8.6-	2.4 -	0.9 -	1.0	3.1	5.9	6.0

(1) بالإعتماد على :

- محمود عبد العزيز التونسي ، الأزمة الاقتصادية اليونانية ، من الموقع : www.jaculty.ksu.edu.sa ، تاريخ الإطلاع 2012/03/05.

- مارتن شيهاك ، سروبونا متيرا، أوروبا تفقد هالتها ، مجلة التمويل و التنمية ، صندوق النقد الدولي ، المجلد 46 ، العدد الثاني ، جانفي 2009 ، ص 13.

Source: The International Monetary Fund (IMF) , **World Economic Outlook Database**, september 2011.

تشير بيانات الجدول رقم (16) إلى أن حجم الدين الحكومية لليونان قد وصل إلى 115% من الناتج المحلي الإجمالي لها، وتشير توقعات صندوق النقد الدولي أن تلك النسبة ستقترب من 150% في هذا العام 2012، وتبشر النتائج ببداية تخطي الأزمة و نمو الناتج المحلي ، غير أن انخفاض حجم الدين و زيادة التوازن في الحسابات الجارية في اليونان بحلول عام 2014، غير انه في الوقت الحالي نظرا لتزايد المخاوف ، وعلى الرغم من إعلان البنك المركزي بأنه سيقوم بشراء السندات اليونانية و الإيطالية ، إلا أن حالة الخوف و القلق مازالت تجتاح الأسواق المالية العالمية .

5- نسبة البطالة تبلغ 7% وهي نسبة عالية جدا مقارنة بمعدلات البطالة في الإقتصاديات الأوروبية وبالتالي فهي مؤشر على عدم قدرة الإقتصاد اليوناني على خلق فرص العمل الجديدة، وهو مؤشر لضعف الإستثمارات، وتحديدًا عدم قدرته على جذب تدفقات رأس المال الإستثماري المباشر وغير المباشر والجدول التالي يبين تطورات نسبة البطالة منذ عام 2005 إلى غاية عام 2011 حيث نجد أن نسبة البطالة كانت منخفضة إلى درجة معينة ما بين الفترة (2006-2009) لتعود إلى الإرتفاع إلى 10.5% ما بين الفترة (2010 – 2011) وهو ما يعني أن العجز اليوناني بلغ أربعة أضعاف حدود الأمان الملزمة والواجب إتباعها منذ عام 2009 وذلك نتيجة للسياسات الخاطئة التي اعتمدها اليونان وهو ما يبينه الجدول التالي:

الجدول رقم (17): تطور نسبة عجز الموازنة العامة والبطالة في اليونان ما بين الفترة (2005 - 2011):

السنة	2011	2010	2009	2008	2007	2006	2005
نسبة عجز الموازنة العامة إلى الناتج المحلي الإجمالي	8.6	8.8	13.7	7.75	3.7	2.9	5.2
نسبة البطالة %	10.5	10.5	9.9	7.7	8.3	8.9	10.2

المصدر: آيت يحي سميير ، فضيل رايس ، **أزمة الديون السيادية في الإقتصاد وأثرها على مستقبل اليورو : حالة اليونان ،** مداخلة مقدمة في الملتقى الدولي الثاني حول واقع التكتلات الاقتصادية زمن الأزمات، المركز الجامعي بالوادي ، الجزائر ، يومي 26 ، 27 فيفري، 2012 ، ص 06.

6- الإختلالات الهيكلية، ومكونات الفساد شكلت بؤرة الأزمة الإقتصادية اليونانية وتشير المعطيات إلى أن هذه البؤرة ظلت تتطور بشكل خفي تحت السطح لفترة أكثر من عشر سنوات، وكانت الحكومات اليونانية قادرة على إخفاء تفاعلات وتداعيات الأزمة الاقتصادية مما زاد من تفاقمها وذلك باستخدام الأساليب التالية:

أ- اللجوء المتزايد للإستدانة مما أدى إلى إرتفاع معدلات الدين ضمن مستوى يعادل 113% من مستوى الإذخار.

ب- اللجوء المتزايد إلى إستلام المؤنات والمساعدات من الإتحاد الأوربي، وكما هو معروف فقد ظلت المفوضية الاقتصادية الأوروبية تعتمد برنامجا وقائيا يقوم على تقديم الدعم والمساعدات لدول الإتحاد الأوربي التي تعاني من المشاكل الاقتصادية وذلك بما يمنع تفاقم هذه المشاكل

بالأزمات المالية

وتحولها إلى أزمات يمكن أن تلحق الضرر الفادح باستقرار اقتصاديات الاتحاد الأوروبي وذلك ما حدث في اليونان.

ج- تزايد ضغوط اللجوء للإستدانة، وترافقت في مطلع عام 2010 الحالي مع تزايد ضغوط الأزمة المالية العالمية ، وبدت المفوضية الاقتصادية الأوروبية أكثر تدقيقا وفحصا لإقتصاديات الإتحاد الأوروبي، ومن سوء الحظ أن معدل النمو الإقتصادي قد هبط فجأة من 4 % إلى 1.3 % الأمر الذي اعتبره الأوروبيون مؤشرا سلبا يندر بالخطر.

ثانيا: الأسباب الخارجية

تتحصر الأسباب الخارجية للأزمة اليونانية فيمايلي⁽¹⁾:

1-قيام مؤسسات التصنيف الدولية فور الإعلان عن الأزمة بتخفيض التصنيف الإئتماني للسندات الحكومية اليونانية ووصفها بأنها سندات خردة، و كذلك تخفيض التصنيف الإئتماني لدول أخرى في الإتحاد مثل البرتغال،و هو ماجعل الأسواق العالمية تدرك عمق الأزمة و أنها قد تصبح عدوى بين دول الإتحاد الأوروبي خاصة في ظل توقع تفاقم الديون في عدد من دول الإتحاد الأوروبي ،و الجدول رقم (18) يوضح نسبة الديون العامة في بعض دول الإتحاد الأوروبي.

الجدول رقم(18): نسبة الدين العام في عدد من دول الإتحاد الأوروبي لعام 2011

الدولة	اليونان	البرتغال	اسبانيا	بريطانيا
نسبة الدين العام الى الناتج المحلي الاجمالي %	101	69	49	70

المصدر: التقرير الاقتصادي الصادر عن مجلس الغرف السعودي، الديون اليونانية و أزمة اليورو: الدروس المستفادة لدول مجلس التعاون الخليجي، العدد 19، جوان 2010، ص16.

من الجدول رقم (18) نجد أن اليونان تحتل المرتبة الأولى في نسبة الدين العام إلى الناتج المحلي الإجمالي مقارنة بالبرتغال و اسبانيا و بريطانيا، و هذا يعني إن حدة الأزمة تكون بدرجة عالية باليونان مما أدى إلى تفاقم الأزمة و يعود ذلك أيضا إلى درجة اعتمادها الكبيرة على القروض الخارجية محاولة تغطية عجزها و لكن هذا الحل كان بمثابة الدافع لزيادة الدين العام لا تقليله.

2- الظروف التي جاءت فيها مشكلة الديون السيادية اليونانية، هي ظروف غير مواتية حيث جاءت في توقيت أصبح فيه كل من الاقتصاد العالمي و الإقتصاد الأوروبي منهك من كثرة النفقات التي تحملها لمواجهة الأزمة المالية العالمية، و في توقيت ما زالت الشكوك قائمة و بقوة بشأن نجاح الإقتصاد العالمي في الخروج من تداعيات هذه الأزمة.

(1) بالإعتماد على:

-أبت يحيى سمير، فضيل رايس، أزمة الديون السيادية في الإتحاد الأوروبي و أثرها على مستقبل اليورو: حالة اليونان، مداخلة مقدمة في الملتقى الدولي الثاني حول و اقع التكتلات الإقتصادية زمن الأزمات، المركز الجامعي بالوادي، الجزائر، يومي 26،27 فيفري، 2012، ص ص 10،08.

-بوصبيح صالح رحيمة، رحمانى موسى، مرجع سابق، ص ص 7،6

3- ارتفعت الثقة في آفاق النمو و الإستقرار في اقتصاديات اليونان، ايرلندا ، ايطاليا، البرتغال و اسبانيا عندما تم طرح اليورو مما تسبب في انخفاض أسعار الفائدة.

4- قاد تحسين الثقة و انخفاض أسعار الفائدة لزيادة الطلب المحلي للمستثمرين و المستهلكين كما شجع على زيادة الإنفاق و تشغيل الديون المستحقة في كثير من الأحيان و تدفق رأس المال الأجنبي لها.

5- اندلاع الأزمة المالية العالمية خريف 2008 أدى إلى أزمة سيولة لكثير من البلدان بما في ذلك عدة بلدان أوروبا الوسطى و الشرقية، فالركود العالمي الناتج عن الأزمة المالية وضع ضغطا على ميزانيات العديد من الحكومات بما في ذلك اليونان.

6- انخفضت أسعار السندات مع الصعید العالمي فقد فقدت أسواق المال في جميع أنحاء العالم ما بين 8 إلى 17 في 2010، مع خسائر أعلى عموما في الدول ذات الدخل المرتفع الأوروبي، كما كان هناك انخفاض كبير في تدفقات رؤوس الأموال على الصعيد العالمي.

المطلب الثاني: تداعيات الأزمة اليونانية على الإقتصاديات العالمية

أدت الأزمة اليونانية إلى انعكاسات سلبية مست اقتصادها بشكل خاص و اقتصاديات الأتحاد الأوروبي بشكل عام، حتى وصلت إلى اقتصاديات الدول العربية و نبين ذلك من خلال مايلي:

الفرع الأول: الآثار المترتبة على الأزمة بالنسبة لليونان:

تتمثل آثار الأزمة على اليونان كما يلي(1):

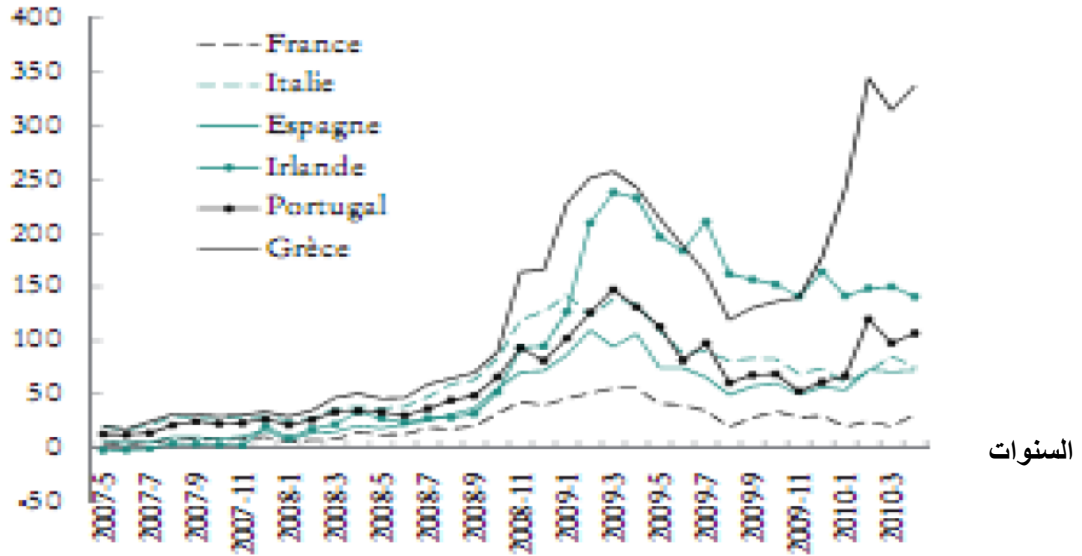
أولا: إرتفاع نسبة الدين العام إلى الناتج المحلي الإجمالي، و هو ما يتجاوز حاليا نسبة 100 بالمئة و ذلك بسبب ما تعانيه من تركيز استحقاقات الدين في فترة زمنية قصيرة و ارتفاع العجز المالي بصورة لا يمكنها استيفاء الاستحقاقات المطلوبة منها في غضون هذه المدة الزمنية القصيرة، و لذلك يتم تصنيف سندات الدين اليوناني على انها سندات

الخردة، و قد أدت علاوة الخطر التي اضيفت الى السندات اليونانية لجعل معدل الفائدة على سندات الدين اليوناني لمدة سنتين 18 بالمئة نظرا للرغبة الشديدة لحملة السندات اليونانية على بيعها و التخلص منها الامر الذي ادى الى ارتفاع معدلات الفائدة عليها الى هذه المستويات المرتفعة و الشكل التالي يبين فروقات اسعار السندات ما بين 2007-2010 للعديد من الدول:

الشكل رقم (24): فروق أسعار السندات

أسعار السندات

(1) حسن الأحمري، اليونان تعاني إسرافا و تذبذرا و سياسة مالية فاشلة أدت إلى الأزمة، من الموقع : <http://www.elaph.com> تاريخ الإطلاع: 2012/03/22.



المصدر : الطاهر هارون، أزمة منطقة اليورو وأثرها على مستقبل الاتحاد الأوروبي ، مداخلة مقدمة في الملتقى الدولي الثاني حول واقع التكتلات زمن الأزمات ، المركز الجامعي بالوادي ، الجزائر ، يومي 26،27 فيفري ، 2012 ص 04.

ثانيا: إن جهود الإصلاح سوف تعتقد الوضع الإقتصادي، ذلك أن البرامج المقترحة لمعالجة الأزمة اليونانية تصب بشكل أساسي في رفع معدلات الضرائب و خفض مستويات الرواتب و دخول الموظفين في الحكومة ، و تقليل الإنفاق الحكومي لمعالجة الأوضاع الحادة للميزانية العامة ، و مثل هذه الإجراءات لابد و أن يترتب عليها تراجع في معدلات النمو ، و عندما يواجه الإقتصاد إنخفاضا في مستويات الناتج و إرتفاعا في معدلات البطالة فإن هذه الإجراءات ترفع من احتمالات دخول اليونان في كساد طويل الأجل ، خصوصا مع ضعف فرص التعامل محليا مع الأزمة من خلال استخدام السياسات النقدية التوسعية لتحفيز الطلب، نظرا لتسليم الدول الأعضاء في اليورو لسلطة

استخدام هذه السياسات للبنك المركزي، الأمر الذي يزيد من صعوبة عملية التكيف الإقتصادي إذا ما تعرض أحد الأعضاء لأزمة على مستوى الأزمة التي تواجهها اليونان.

ثالثا- إمكانية إنسحاب اليونان من منطقة اليورو

رابعا: إمكانية عودة اليونان لعملتها القديمة الدراخما، مما يعني العودة إلى عملة منعدمة القيمة عالميا.

خامسا: تراجع قيمة العملة اليونانية بالنسبة لليورو سيكون له وقع الكارثة على اقتصاد هذا البلد لأنه سيترتب على الدولة و الشركات اليونانية تسديد ديونها المحررة باليورو بعملة متدنية القيمة.

سادسا: المصارف اليونانية التي تعاني من الأزمة ستسجل في حال الخروج من اليورو خسائر طائلة ستحتم على الأرجح تأميما إذ ستعجز عن تسديد الحصة التي اشترتها من الدين اليوناني.

سابعا: إمكانية خروج دول أخرى من منطقة اليورو.

بالأزمات المالية

ثامنا: عودة اليونان إلى عملتها سيؤدي إلى حدوث طفرة سياحية غير مسبوقه بهذا البلد، و تحوله إلى مقصد للرحلات السياحية العالمية.

الفرع الثاني: الآثار المترتبة على الأزمة بالنسبة إلى الإتحاد الأوربي

يمكن إبراز أهم التداعيات المتوقعة للأزمة فيما يلي (1):

أولاً: لعل انخفاض سعر اليورو مقابل الدولار الأمريكي سيحقق فوائد هامة للولايات المتحدة الأمريكية ، حيث سيشكل الدولار عملة التمويل الرئيسية ، مما سيفيد المستثمرين حيث الاقتصاد الأمريكي حيث احتفاظهم بمعدلات فائدة منخفضة ، وضمان عدم زيادتها في المستقبل ، كما أن إتمام عمليات الشراء و إتمام الصفقات بالدولار سيحقق عائد سنوي كبير للولايات المتحدة، كذلك فإن ارتفاع سعر الدولار سيساهم في خفض خسائر تراجع سعر النفط.

ثانياً: ستؤدي الأزمة إلى تخفيض التصنيف الائتماني لبعض الدول الأوربية بالطبع ، و هو مؤشر خطير سوف يحد من فرص هذه الدول في جذب الاستثمارات الضرورية إليها، و من تم سيحد من قدرتها على الحصول على القروض المختلفة ، كما سيؤثر على سعر الفائدة لديونها الائتمانية .

ثالثاً: انخفاض حركة الواردات إلى الدولة منطقة اليورو ،نتيجة تباطؤ معدلات النمو الاقتصادي ، مما يشكل خطراً

بالغا على الدول المصدرة ،حيث ستواجه ضعفا في معدلات الطلب على منتجاتها ، و قد تمتد هذه التأثيرات إلى المنتجين الصناعيين و من ثم قد تترك تأثيرات سلبية على البنوك و المصارف المقرضة لهم.

رابعاً: من المحتمل أن تأثر أزمة الديون الأوربية على قدرة الدول التي تفاقمت بها الأزمة في جذب الاستثمارات و

الأعمال و يوضح الجدول رقم (10) ترتيب كل من اليونان، ايرلندا، البرتغال، اسبانيا و إيطاليا قدرتها على جذب الاستثمارات عام 2010، وذلك على النحو التالي:

الجدول رقم (19): ترتيب بعض دول اليورو في جذب الإستثمارات عام 2010

الدولة	اليونان	ايرلندا	إيطاليا	البرتغال	إسبانيا
التصنيف	109	07	78	48	62

Source : The International Monetary Fund (IMF), **World Economic Outlook Patabase**, sebtember ,2011.

يبين الجدول رقم (10) أن إيطاليا هي البلد ذات المقدره العاليه على جذب الإستثمارات مقارنة بالدول الأربعة الأخرى، و هذا دليل على الإستقرار الإقتصادي و المالي لذلك البلد و ثقة

(1) بالإعتماد على:

- محمد إبراهيم السقا، أزمة الديون السيادية الأوروبية تزداد عمقا، من الموقع [http:// Alphabeta.argaam.com/?p= 27489](http://Alphabeta.argaam.com/?p=27489) ، تاريخ الإطلاع 2012/02/25.

- خالد شمة، مناقشة مغادرة أثينا لم تعد محظورة أوروبيا، من الموقع www.Aljazeera.net ، تاريخ الإطلاع 2011/11/02.

- إيمان عطية، أزمة اليورو تفاقم التشدد في الإقراض و تهدد الشركات، جريدة الإقتصاد، العدد 13832، تاريخ 03 ديسمبر 2011، ص 15.

بالأزمات المالية

المستثمرين في التعامل معها، أما اليونان فتأخذ المرتبة 109 من ناحية المقدرة على جذب الإستثمارات و رؤوس الأموال و هذا يعود إلى وجود اختلالات في نشاطها الإقتصادي ما يدعو إلى فقدان الثقة في التعامل معها و هذا سيعود بالتأكيد على حجم إيراداتها بالسلب لعد دخول رؤوس الأموال الأجنبية إليها.

خامسا: حدوث اضطراب في الأسواق المالية التي من الممكن أن تستجيب على نحو أسوأ مما يتوقعه المراقبون ، حيث ستزداد في هذه الحالة الشكوك حول احتمالية انهيار الدول الأخرى المضطربة ماليا في الإتحاد الأوروبي مثل البرتغال و اسبانيا، و من ثم سوف ترتفع معدلات الفائدة على السندات الأوروبية جميعا، بما في ذلك سندات الدول الغير مضطربة مثل ألمانيا و فرنسا و هو ما يؤدي إلى رفع تكلفة إعادة سداد الديون الأوروبية و يقلل من احتمالات استمرارها في اقتصاديات الدول الأوروبية.

سادسا: انتشار برامج التقشف الاقتصادي حيث تضطر الدول ذات الدين العام الضخم أن تخضع نفسها لبرامج زيادة معدلات الضرائب تخفيض مستويات الإنفاق العام بكافة أشكاله، ومن الصحيح أن هذه الإجراءات التقشفية تساعد الميزانية العامة لتلك الدول و تعمل على خفض العجز فيها، و لكنها في الوقت ذاته تحمل آثار سلبية على النمو و من ثم تقل فرص استعادة النشاط الاقتصادي و الخروج من الأزمة، ومثل هذه النتائج يؤدي إلى استمرار ارتفاع معدلات البطالة بصورة أكبر في تلك الدول.

سابعا: انهيار الإتحاد النقدي بين الدول الأعضاء و اختفاء اليورو ، وفي حالة خروج الدولة المضطربة ماليا من منطقة

اليورو و عودتها مرة أخرى إلى مجرد كتل اقتصادي من دون عملة موحدة ستنتهار الثقة في اليورو ومن ثم سوف تفقد دول الإتحاد النقدي الأوروبي الفوائد التي تحققت من إدخال هذه العملة بدلا من عملاتهم الوطنية.

ثامنا-الوضع المتدهور في دولة اليونان أدى بمنطقة التعاون الإقتصادي و التنمية إلى تعديل توقعاتهم للنمو الإقتصادي الأمريكي عند معدل 2 % في عام 2012،هبوطا من المعدل المتوقع السابق عند 3.1 % في عام 2011.

تاسعا-إغلاق صناديق أسواق النقد الأمريكية صنبور الأموال التي كانت تقرضها إلى البنوك الأوروبية و أجبرتها على تشديد معايير الإقتراض،و سحب التمويل من العملاء القدامى .

عاشرا-كما أثرت الأزمة بشدة على صادرات الصين للإتحاد الأوروبي،باعتبارها أكبر شريك تجاري للصين،و بينت الأرقام أن حجم التجارة بين الصين و الإتحاد الأوروبي بدء في الهبوط في الربع الثاني من عام 2012،بعد أن شهد ارتفاعا في الأشهر الثمانية الأولى من عام 2010 بمعدل 18.5 %،و هو ما يقل عن متوسط النمو البالغ 23.9% في السنوات العشرة الماضية،و في المتوسط تشكل صادرات الصين إلى الإتحاد الأوروبي خلال عام 2011 نسبة 20 % من إجمالي صادرات الصين كما أثرت اضطرابات الشرق الأوسط نتيجة للأزمة في ارتفاع أسعار النفط، و

لهذا إرتفعت تكلفة تصنيع البضائع الصينية، ما أدى إلى خفض الفائض التجاري، ثم إلى إنخفاض ناتجها المحلي الإجمالي بنحو 5.2% في عام 2011 مقارنة بعام 2010، كما هو موضح في الجدول رقم (20):

الجدول رقم (20): مؤشر أداء الإقتصاد الصيني للفترة (2009-2011): (نسب النمو %)			
البيان	2009	2010	2011
الناتج المحلي الإجمالي	-1.9	10.9	5.2
التضخم	-0.87	0.96	1.8
صافي الصادرات	-8.9	25.3	7.5

Source :the international monetary fund (IMF), op-cit.

من الجدول السابق نلاحظ أن الناتج المحلي الإجمالي الصيني سنة 2009 كان سالب أي كانت تتميز بنمو منخفض و كان معدل التضخم بها يقدر ب -0.87 و حجم صادراتها -8.9- ثم بدأ حجم النمو يتطور حيث إرتفع ما بين الفترة الممتدة ما بين (2009-2010) إلى نسب موجبة، و لكن هذا التطور لم يدم طويلا حتى عاود الإنخفاض إلى 5.2 من الناتج المحلي الإجمالي و 5.7 من صافي الصادرات، على عكس معدل التضخم الذي إرتفع إلى 1.8 مقارنة بالعام السابق و هذا نتيجة الإنعكاسات السلبية للأزمة اليونانية.

الفرع الثالث: الآثار المترتبة عن الأزمة اليونانية بالنسبة للدول العربية:

يمكن إبراز الآثار المترتبة عن الأزمة اليونانية بالنسبة للدول العربية فيما يلي(1):

أولا- معاناة دول الخليج من انخفاض الإيرادات النفطية ومن ثم عودة الإقتصاد و الأسواق إلى ما كنت عليه في أعقاب

أزمة الرهن العقاري في الولايات المتحدة الأمريكية عام 2008.

ثانيا - تضرر جميع القطاعات بما فيها صناعة الطائرات والسفن والمشاريع ومجمعات التسوق، حيث إتجه المديرين

التنفيذيين في طيران الإمارات ودبي الى نظام التمويل الإسلامي والى البنوك والمقرضين في الأسواق الناشئة للمساعدة

في سداد ثمن أسطول طائراتها الجديد مع توقف بعض البنوك الأوروبية عن الإقراض .

ثالثا- تأثيرها على معدلات الدخل في الدول المتضررة مباشرة مما يقلل استهلاكها للبتترول و استيرادها للمنتجات

العربية الأخرى وتناقص عدد سياحها المتجهين إلى الدول العربية وتناقص التحويلات إلى الدول العربية.

(1) عبد الله إبراهيم التويج، ماذا فعلت أزمة اليورو بالإقتصاديات العربية، من الموقع: file:///c:/users/france/Desqtop، تاريخ الإطلاع 2012/03/13.

بالأزمات المالية

رابعاً- احجام الشركات الأجنبية عن الإستثمار في الدول العربية مثل سوريا التي انسحب منها عدد كبير من الشركات.

خامساً -امكانية تعرض الدول العربية ذات الفائض إلى ضغوط للمساهمة في برامج الانقاذ إما عن طريق القروض أو

الضمانات مباشرة أو عن طريق صندوق النقد الدولي .

سادساً- انسحاب البنوك الدولية الرئيسية من تمويل المشاريع بسبب انحسار مواردها مما يؤدي الى مزيد من الضغوط

على الدول العربية و بنوكها المحلية للتمويل الذاتي لبرامجها التنموية .

سابعاً- انشغال الدول خصوصا الصناعية بمشكلة المديونيات الحكومية سوف يؤخر أي اصلاحات هيكلية للنظام البنك أو للنظام النقدي الدولي .

ثامناً- تباطؤ النمو الاقتصادي بمصر، حيث شهد انخفاض في نسبة الاستثمار، وانخفاض في حركة الصادرات والواردات، وارتفاع أسعار الغذاء، وذلك نتيجة الانخفاض الهائل في مجال السياحة بنسبة 45% في منتصف عام 2011، مما كان له بالغ الأثر على الاقتصاد المصري باعتبار أن السياحة احد أهم الموارد الاقتصادية لديها.

تاسعاً- انخفاض استثمارات اليمن إلى ما يقرب من 50% مقارنة بعام 2010، وهذا علاوة على انخفاض حجم التبادل التجاري والذي كان يحقق زيادة بنحو 1.25% الا انه قد تناقص بنحو 1.61% كما انخفضت العوائد الحكومية لركود النشاط الاقتصادي بالبلاد نتيجة تضرر الجانب السياحي للبلاد والذي يعتبر مصدر أساسي لجذب رؤوس الأموال الأجنبية للبلاد.

عاشراً- تؤثر الاقتصاد السوري، حيث تشير المؤشرات إلى أن حساباتها الجارية أن نسبة من نتائج المحلي قد انخفضت بنسبة 5.3% في عام 2011، ونظرا لقلّة تدفق رؤوس الأموال إليها، كذلك لهروب المستثمرين نتيجة الأزمة.

المطلب الثالث: سعر الفائدة كسبب من أسباب الأزمة اليونانية:

يعد سعر الفائدة عامل مهم يتحكم في جميع العمليات المالية سواء أن ذلك داخل سوق الأوراق المالية أو السوق النقدية، فهو الأساس الذي يؤدي إلى زيادة العمليات الاستثمارية أو انكماشها، كما يتحكم في النمو الاقتصادي

للبلد وعلى أساسه يتم تحديد القيمة الحقيقية للعملة الوطنية حيث يدفع بها إلى التذبذب مقارنة بالعملات الأخرى .

إذا سعر الفائدة هو العصب الرئيسي لأي نشاط اقتصادي وقد يؤدي سوء التحكم في هذا العامل وتحريره عن طريق رفع الحدود القصوى والدنيا له وتركه يتحدد حسب قوى العرض والطلب الى وقوع أزمات مالية غير متوقعة لهذه نجد أن الجانب الإسلامي يحرم التعامل بالفائدة واعتبرها أنشطة ربوية مبنية على أساس خاطئ. فالدول التي تتخذ الأحكام الإلهية مرشدا لتعاملاتها المالية تحقق نمو اقتصادي واستقرار مالي بعيد كل البعد عن الهزات الغير متوقعة على عكس ما حدث

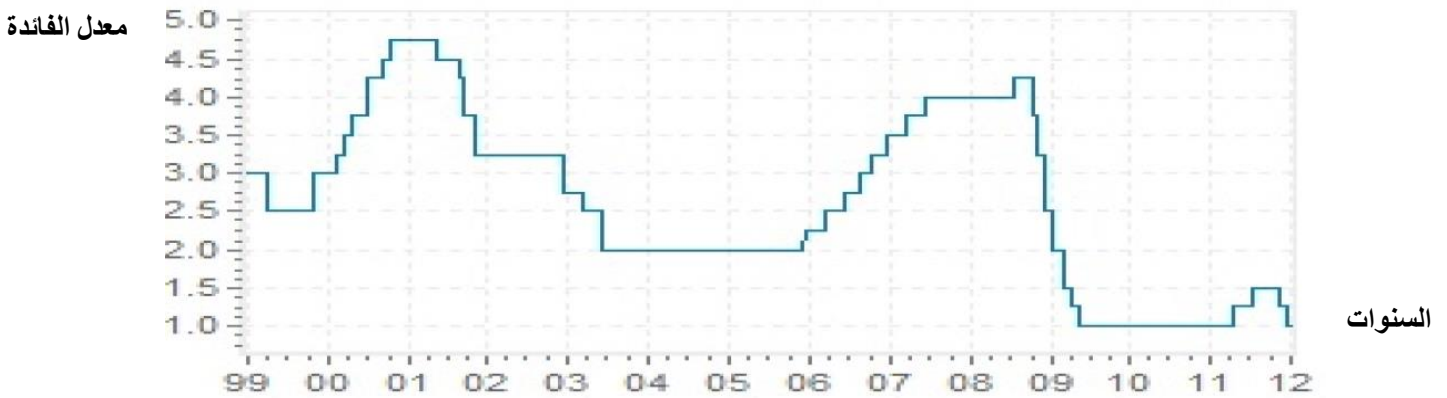
في اليونان التي تعتبر من ضمن البلدان المتعاملة بالربا "سعر الفائدة" والذي كان سبب في تعرضها إلى أزمة مالية أدت بها إلى حافة الإفلاس. وسنحاول تبين ما مدى دور سعر الفائدة في خلق هذه الأزمة المالية:

سمحت معدلات الفائدة المنخفضة في منطقة اليورو التي كانت تتعامل بها البنوك داخل اليونان بالاقتراض لتمويل مشروعاتها التنموية دون خوف، مما جعل معدلات التضخم فيها أكبر بمرتين عن سائر الدول الأوروبية، وهذا ما انعكس سلباً على معدلات الفائدة الحقيقية التي أصبحت منخفضة جداً، مما أدى إلى تراجع الادخار وتشجيع الاقتراض الاستهلاكي وبناء المساكن وتشغيل الديون المستحقة في الكثير من الأحيان في الخارج، والشكل رقم

(25) يوضح أسعار الفائدة المنخفضة في منطقة اليورو حسب البنك المركزي:

الشكل رقم (25): معدلات أسعار الفائدة في منطقة اليورو حسب البنك المركزي الأوروبي

الوحدة: (معدلات الفائدة %)



source : <http://www.global-rates.com/interest-rates/central-banks/european-central-bank/ecb-interest-rates.aspx>.

من الشكل نلاحظ أن أسعار الفائدة انخفضت إلى مستويات دنيا قدرة بـ 1% ما يبين 2009 إلى غاية 2012 مقارنة بالأعوام السابقة التي صلت فيها أسعار الفائدة إلى 4% وهذا دليل على سوء السياسات المتبعة من قبل البنك المركزي الأوروبي التي شكلت مصدراً كبيراً لعدم الاستقرار المالي بالنسبة للاتحاد الأوروبي واليونان بالأخص حيث أدت إلى تراجع مؤشرات النمو كالادخار الذي تحول إلى استهلاك كلي بغض النظر عن النتائج.

كما نجد أن أسعار الفائدة المنخفضة أدت إلى زيادة الاقتراض لتوجيهه إلى عمليات استثمارية في الخارج وخروج رؤوس الأموال من اليونان إلى الدول الأجنبية، ولم تأخذ في الحسبان الديون المستحقة عليها والتي قامت العديد من الجهات بتضليل وتزوير المعطيات وإحصائيات الميزانيات المالية لليونان، مما أدى بوكالات التقييم المالي إلى تخفيض ترقيمها على الدين العمومي اليوناني، فارتفعت بذلك نسبة الفائدة على هذا الدين وأصبحت الحكومة اليونانية عاجزة عن تسديد ديونها.

وأدى هذا الإرتفاع في الفوائد المستحقة على الديون إلى ارتفاع سعر الفائدة وبالتالي:

انخفاض الاستثمارات التي كانت اليونان في صدد إنشائها من القروض المستحقة عليها وذلك أدى أيضاً إلى انخفاض الاستثمار في الخارج وتدهور التوقعات الاقتصادية كما أصبحت تواجه

بالأزمات المالية

شبح ارتفاع البطالة وانخفاض الأجور بسبب نضوب الائتمان الاستهلاكي، هذا كله أدى بها إلى زيادة عمليات الاقتراض من الخارج لسداد ديونهما الأمر الذي أدى إلى زيادة الفوائد المستحقة وبالتالي تراكم الديون الخارجية وانفجار الأزمة المالية.

كما لعبت أسعار الفائدة المنخفضة دوراً أساسياً في إضعاف معدلات الانجاز لمحلي إذ لم يتجاوز في المتوسط 11 % منذ 1990 هذه النتيجة دفعت باليونان إلى اللجوء إلى الاقتراض الخارجي وهذا ما يفسر أن أغلب الديون الحكومية لليونان تعود إلى البنوك الخارجية، ففي نهاية 2010 كانت 80 % من الديون اليونانية تعود إلى دول أوروبية، ولم تتخذ التدابير اللازمة لضمان إفادة هيكل تدفقاتها النقدية للوفاء بتلك القروض، الأمر الذي أدى إلى حدوث عجز في حساباتها الجارية، الذي ارتفع من 5.8 % في عام 2004 إلى 14.4 % في عام 2008، كما بلغ العجز في الميزانية الحكومية لعام 2008 حوالي 7.7 % من الناتج المحلي الإجمالي ، وما لبث أن وصلت تلك النسبة إلى 13.6 % في أبريل عام 2010 (1).

كما وصل حجم الدين الحكومي لليونان في سنة 2001 بما يقدر بـ 101 % وهذا ما يتجاوز النسبة المتفق عليها في اتفاقية ماستريخت والمقدرة بـ 60 % ، ومع وصول 2010 تفاقم الدين الحكومي لليونان بسبب اعتمادها

المتواصل على الاقتراض بأسعار فائدة منخفضة لتمويل استثماراتها ليصل إلى 112 % كما بلغ في عام 2011 إلى 18 مليار دولار أمريكي، وارتفعت نسب الفائدة على الديون المستحقة، وارتفع العجز الائتماني للديون الحكومية (1) ، والشكل رقم (26) يبين تطور العجز المالي لليونان مع تبين أصل القرض والفوائد المدفوعة عليه.

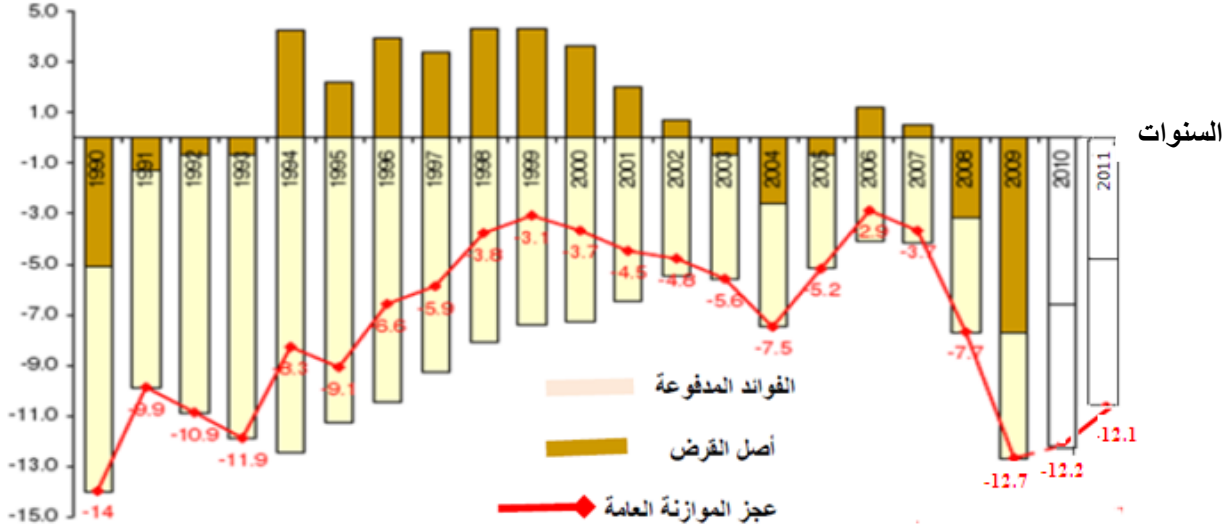
الشكل رقم (26): تطور العجز المالي لليونان ما بين (1990-2011)

الوحدة: (نسبة مئوية % ، مليار يورو)

القروض

(1) كشيبي حسين، سليم لعمر اوي، متطلبات الإستقرار المالي العالمي في ظل العولمة المالية و أزمة اليونان السيادية، مداخلة مقدمة في المؤتمر الوطني حول عولمة الأسواق المالية في ظل المعلوماتية: فرص و رهونات، جامعة قلمة، يومي 29،30 أبريل، 2012، ص 10.

(1) بوخاري لحو، عايب وليد، مستقبل الإتحاد الإقتصادي و النقدي الأوروبي في ظل أزمة الديون السيادية لليونان، مداخلة مقدمة في الملتقى الدولي الثاني حول واقع التكتلات الإقتصادية زمن الأزمات، المركز الجامعي بالوادي، الجزائر، يومي 26،27 فيفري، 2012 ص ص 11،12.



المصدر: بوخاري لحو، عايب وليد ، مستقبل الاتحاد الاقتصادي والنقدي الأوربي في ظل أزمة الدول السيادية لليونان ،مداخلة مقدمة في الملتقى الدولي الثاني حول واقع التكتلات الاقتصادية زمن الأزمات،المركز الجامعي بالوادي، الجزائر ،يومي 26،27 فيفري، 2012،ص 12.

من الشكل رقم (26) نجد أن عجز الموازنة أخذ بالإرتفاع منذ سنة 1990 وصولا إلى نسبة 199 من بأحجام متفاوتة وارتفاع حجم الفوائد المدفوعة تفوق أصل القرض ومن ثم انخفض عجز الموازنة العامة منذ عام 1999 إلى غاية 2004 ليرتفع مرة أخرى ولكن لم يدم ذلك الانخفاض طويلا إلى أن عاد إلى الارتفاع ما بين 2004 إلى 2006 التي كان فيها عجز الموازنة يصل إلى 2.9 مليار يورو ثم عاود الانخفاض مرة أخرى منذ ذلك إلى غاية 2009 ولكن ذلك لم يدم طويلا حتى عاود الارتفاع ليصل إلى 12.1 مليار يورو عام 2011.

من خلال ما سبق يمكن القول انه يجب على كل بلد متقدما كان أو متخلف وضع سياسات وخطط سليمة تسند عليها في جميع معاملاتها الاقتصادية والمالية، واتخاذ التدابير اللازمة لعمليات اقتراضها من الخارج لضمان إمكانية

تدفقاتها النقدية على الوفاء بتلك القروض وتفادي سياسات التضليل وتزوير المعطيات وحقائق الميزانيات المالية للبلد وهذا لتفادي وقوع اختلالات تؤدي بالأخير إلى حدوث أزمات مالية حادة تتحول إلى إفلاس كلي.

المطلب الرابع: الإجراءات المتخذة لحل الأزمة اليونانية

منذ اندلاع الأزمة المالية أثرت مخاوف كبيرة من التداعيات المتتالية للأزمة الأوروبية، و إتخذت عدة جهات إجراءات واسعة النطاق للخروج من تلك الأزمة، و مساعدات الدول التي تعاني من العجز في ميزانيتها، وسنحاول إدراج هذه الإجراءات فيمايلي:

الفرع الأول: الإجراءات التقشفية في اليونان

اتبعت اليونان سلسلة من التدابير التشفية التي يتم مراقبتها عن كتب من قبل الجهات المانحة: صندوق النقد الدولي ودول منطقة اليورو، ومن بين التدابير التي تشكل جزء من الإتفاق، ويمكن أن نذكر منها (1):

أولاً- إزالة 13 و 14 شهرا في الخدمة المدنية يقابله قسط سنوي من €1000 للموظفين الذين يتقاضون أقل من €3000.

ثانياً- تجميد الرواتب في الخدمة المدنية لمدة ثلاث سنوات.

ثالثاً- إبرام عقد في الشهر الثالث عشر في القطاع الخاص حيث سوف يتم تعزيز مرونة سوق العمل، و ستزداد

مدة الاشتراكات في المعاش التقاعدي من 37 الى 40 عاما في 2015.

رابعاً- الضرائب على المنازل غير الشرعية.

خامساً- الرفع بـ 2% من قيمة الرسوم على القيمة المضافة (انتقالها من 19% إلى 21%).

سادساً- تخفيض الأجور في الوظيف العمومي.

سابعاً - الرفع من الرسوم على الكحول، التبغ وأيضا مواد لطاقة.

الفرع الثاني: مساعدات صندوق النقد الدولي والإتحاد الأوروبي

قام صندوق النقد الدولي والإتحاد الأوروبي بتقديم مساعدات مالية ضخمة قدرت بالمليارات لكل من اليونان وايرلندا والبرتغال على أمل مساعدتهم في التقليل من حدة الأزمة والعجز المالي إلا أن هذه المبالغ لم تكن كافية لذلك، وسنبين ذلك من خلال الجدول رقم (12) الذي يبين حجم المساعدات المقدمة (2):

الجدول رقم (21): مساعدات صندوق النقد الدولي والإتحاد الأوروبي

البلد	تاريخ الموافقة	مساعدات الاتحاد لأوروبي	المساعدات المالية (صندوق النقد الدولي)	إجمالي المساعدات المالية
اليونان	ماي 2010	80 بليون يورو (115 بليون دولار)	30 بليون يورو (43 بليون دولار)	110 بليون يورو (158 بليون دولار)
ايرلندا	ديسمبر 2010	45 بليون يورو (65 بليون دولار)	22.5 بليون يورو (23 بليون دولار)	67.5 بليون يورو (97 بليون دولار)
البرتغال	ماي 2010	52 بليون يورو (75 بليون دولار)	26 بليون يورو (37 بليون دولار)	78 بليون يورو (112 بليون دولار)

المصدر: نشرة صندوق النقد الدولي، أوروبا والصندوق يتفقان مع اليونان على خطة تمويلية بقيمة 110 مليار يورو، من

الموقع: www. Aljazeera.com

تاريخ الإطلاع 2012/04/02

(1) أحمد السيد علي، أزمة اليونان سياسات صارمة لترتيب المنزل من الداخل، مجلة تداول (مجلة السوق المالية السعودية)، العدد 41، مارس 2010، ص ص 36، 35.

(2) نشرة صندوق النقد الدولي، أوروبا و الصندوق يتفقان مع اليونان على خطة تمويلية بقيمة 110 مليار يورو، www. Aljazeera.com، (موقع سابق).

و نظرا لعدم مقدرة المبالغ المقدمة على سداد العجز المالي وافق قادة الإتحاد الأوروبي على منح اليونان قرض إنقاذ آخر قدر بمبلغ 130 مليار أورو أي ما يعادل 171 مليار دولار، وذلك في أكتوبر 2011، وهو الإجراء الذي عرف بخطة الإنقاذ الثانية. لكن مع إشتراط قيام اليونان بإجراء المزيد من التقشف و موافقة الدائنين على إعادة هيكلة الديون اليونانية البالغة 450 مليار دولار، لتتخفف مع معدلها الحالي البالغ 198% من الناتج المحلي الإجمالي لتبلغ 120.5% من الناتج المحلي عام 2020. مع الأخذ بعين الاعتبار أن اليونان يجب أن تسدد 14.5 مليار أورو مستحقة بحلول 20 مارس 2012، حيث أثبت الخبراء أن اليونان تحتاج إلى 136 مليار أورو في شكل قروض جديدة من الإتحاد الأوروبي و صندوق النقد الدولي علاوة على 34 مليار أورو باقية من برنامج الإنقاذ الأول، مع وجوب توفير ما قيمته 6.4 أورو عبر التشدد في فرض الضرائب و تخفيض رواتب الموظفين، و تقليص النفقات العسكرية و موازنة الإستثمارات العامة إلى 4% مبدئياً حتى 2015. في الواقع و على الرغم من الجهود المبذولة إلا إنه يبدو أن البلاد لم تعد بعد إلى الأسواق في عام 2012، و يتعين إيجاد المزيد من التمويل حيث لا يمكن الحد من التهرب في دفع الضرائب، و يرى حالة الركود و الكساد التي تفاقمت بسبب التقشف فزاد توتر الأوروبيين و صندوق النقد الدولي الذين يخشون من أن الفشل في اليونان يأتي بقضية مالية جديدة و انتشار الأزمة إلى بلدان أخرى مما سيؤدي إلى إنهيار الإتحاد الأوروبي ككل.

الفرع الثالث: إعادة هيكلة الديون اليونانية لعام 2011

ندرج ذلك من خلال مايلي(1):

رأى الإتحاد الأوروبي أنه لتحسين وضع الميزانيات يجب سداد الديون أو إعادة جدولتها، و ستقوم الإعتبارات السياسية و الإقتصادية بتحديد الطرف المسؤول عن تسديدها، و في هذه المرحلة سيواجه القطاع الخاص زيادة في الضرائب و سيعاني العمال من البطالة و انخفاض الرواتب، و بغياب النمو سيواجه الدائنون إعادة جدولة ديونهم و بالتالي إنتقال الثروة إلى المدينين لها، و في الإتحاد الأوروبي سيحتم على ألمانيا أن تتنازل عن ديون دول الإتحاد الواقعة على حدود البحر المتوسط و أن تضمن ديون الحكومات المركزية للدول الرئيسية في الإتحاد، أما في الولايات المتحدة فسيستوجب تخفيض قيمة الأصول العقارية "السلبية" التي أصبحت قيمتها الحالية أقل من القيمة المتبقية على القرض.

(1) صوفي ماركس، إعادة هيكلة الديون اليونانية، من الموقع : <http://www.france24.com/larlnode1774047>، تاريخ الإطلاع 8 مارس 2012.

الفصل الثالث :

علاقة تحرير سعر الفائدة

بالأزمات المالية

و من المحتمل أن تحافظ البنوك على سيولة عالية و أن تشدد على الإقراض إلى جانب أنها ستعاني من زيادة في الديون المتعثرة،و ستعاني منطقة اليورو من إنعدام الإستقرار المالي و توتر القطاع المصرفي،و في الوقت الذي تتزايد فيه مخاطر الإفلاس يتوجب على البنوك أن تعيد الرسملة و أن تقوم بتقليص ميزانياتها لتصل إلى نسبة 9 % من الشريحة الأولى.

و قد أعلن مصدر حكومي يوناني في 1 مارس 2012 قبل أربع ساعات من إنتهاء المهلة المحددة لإلغاء ديون اليونان قبول الجهات الدائنة في القطاع الخاص اليوناني المشاركة في عملية إلغاء قسم من ديون البلاد تجاوزت 75 % على الأقل ، فيما يبدو و تأكيدا بإمكانية إنجاز العملية بنجاح،و إعلان الجهات الدائنة التي تمثل أكثر من 55% من 206مليار يورو من الدين اليوناني المعني بعملية إعادة الجدولة الطوعية أنها ستشارك في العملية بهدف تهدئة منطقة اليورو.

و أيضا القيام بعملية التبادل للأسهم التي تعتبر أكبر عملية إعادة جدولة لديون دولة يفترض أن تتيح شطب أكثر من مئة مليار يورو من ديون البلاد من أصل إجمالي أكثر من 350مليار يورو مستحقة على اليونان، و بحسب جدول الأعمال الرسمي فإن تبادل الأسهم بشكل ملموس تم بالنسبة لسندات الخزينة اليونانية(86% إجمالي)و في 11 أبريل 2012 بالنسبة للأسهم الأجنبية.

و قد أدت إعادة الجدولة إلى مواجهة البنوك اليونانية الكبيرة شبح التأميم في ضل الدعم الكبير الذي تحتاج إليه هذه البنوك لإعادة هيكلة رؤوس أموالها من قبل آلية الإستقرار المالي في 6 أبريل 2012،و في 9 أبريل إحتلت اليونان المرتبة الأخيرة في قائمة الدول الجاذبة للإستثمارات من بين 14 دولة أوروبية.

أما في 12 أبريل سجل معدل البطالة في اليونان إرتفاع جديد ليصل إلى معدل قياسي عند 21.8% في شهر جانفي مقارنة بشهر ديسمبر الذي سجل 21.2%.

و منه فعلى الرغم من عملية إعادة الهيكلة للديون و التي وصفها وكالة موديز بأنها "تبادل متعثر و من ثم التخلف عن سداد الديون" فإن اليونان لم تتجاوز أزمته المالية نتيجة الحجم الكبير لديونها التي أدت بها إلى الإفلاس.

الفرع الرابع: إجراءات البنك المركزي الأوروبي و القمة الأوروبية الرئيسية

يعتبر البنك المركزي بمثابة الملجأ الأخير لإقراض البنوك، و لكن بسبب حدة الأزمة اليونانية ووقوف البلد على حافة الإفلاس قرر البنك المركزي الأوروبي تقديم يد المساعدة بمساعدة القمة الأوروبية الرئيسية حيث إتخذ العديد من الإجراءات منها عمليات خفض معدلات الإحتياطات للبنوك، و تقديم أموال إنقاذ جديدة، و خفض أسعار الفائدة و تخفيف قواعد الضمانات المصرفية و سنحاول تبين ذلك من خلال الجدول رقم (22) :

الجدول رقم (22):إجراءات البنك المركزي الأوروبي و القمة الأوروبية الرئيسية

الإجراءات	المضمون
تخفيف قواعد الضمانات	سيقبل البنك المركزي الأوروبي الأوراق المالية المدعومة بأصول أقل تصنيفا كضمان للحصول على تحويلات منه،كما ستقبل البنوك المركزية

الفصل الثالث :

بالأزمات المالية

علاقة تحرير سعر الفائدة

المصرفية	الوطنية القروض المصرفية.
خفض معدلات إحتياطات البنوك	سيقوم البنك المركزي الأوروبي بخفض الحد الأدنى لمستوى الإحتياطات التي يتعين على البنوك الإحتفاظ بها لدى المصارف المركزية في دولها من 2 % إلى 1 %، و سيؤدي ذلك إلى تحرير ما يصل إلى نحو 100 مليار يورو.
تسديد آجال التمويلات المقدمة للبنوك	سيقوم البنك المركزي بتمديد آجال التمويلات المقدمة للبنوك إلى ثلاثة أعوام بدلا من عام واحد، فيما يتعلق بعمليات إعادة التمويل المقبلة، ويمكن للمصارف طلب القروض بعد عام واحد ليتجنب التأثيرات السلبية المحتملة لإقراض أموال البنك المركزي الأوروبي.
الإتفاق على تحقيق الإنضباط المالي	ستفرض عقوبات تلقائية على البلدان التي يتجاوز عجز الموازنة لديها سقف 3 % و تلتزم الدول قانونيا بإعادة التوازن إلى ميزانياتها (يجب أن لا يتجاوز العجز الهيكلي في الميزانية نسبة 0.25 %)
أموال الإنقاذ الجديدة	تأجيل إنشاء صندوق إنقاذ و تطبيق الإستقرار الأوروبي لعام واحد في 2012، على أن يتم في مارس القادم إعادة النظر في كل من سقف 500 مليار يورو المجمع لآلية الإستقرار الأوروبي و أموال الإنقاذ الحالية
قيام الدائنين من القطاع الخاص بشطب بعض الديون	أسقطت ألمانيا مطالبتها بأن يشارك الدائنون في القطاع الخاص في تحميل تكاليف خطة الإنقاذ، و ستلتزم خطط الإنقاذ المستقبلية بمبادئ صندوق النقد الدولي.
خفض أسعار الفائدة	سيخفض البنك المركزي من أسعار الفائدة الرئيسية بمقدار 25 نقطة أساسا ليصل إلى 1 %، و هو أدنى مستوى تاريخي له. و من المرجح أن يقوم بإجراء المزيد من التخفيضات في أسعار الفائدة.

المصدر: روبرتز، دراما أزمة الديون الأوروبية تتواصل بوتيرة محمومة، جريدة الإقتصاد، العدد 13851، بتاريخ 22 ديسمبر

2011، ص 15.

و منه يمكن القول أنه رغم الجهود التي بذلها كل من صندوق النقد الدولي و الإتحاد الأوروبي عن طريق ضخ أحجام كبيرة من الأموال قدرت بالمليارات لصالح اليونان و الإجراءات المتخذة من قبل الإتحاد الأوروبي التي نادت بتطبيق سياسات التقشف، و إعادة الهيكلة للديون اليونانية بمساعدة العديد من الدول و ختمها بإجراءات إتخذها البنك المركزي الأوروبي بمساعدة من القمة الأوروبية الرئيسية إلا أنه نجد أن اليونان لا زالت تعاني من آثار الأزمة و حافة الإفلاس حيث يمكن في أي وقت أن تنسحب من الإتحاد الأوروبي الأمر الذي سيؤثر في قيمة العملة اليورو و يهز الثقة في التعامل بها.

خلاصة

إن ما شهدته الساحة الإقتصادية و المالية العالمية على وجه الخصوص من تغييرا كثيرة و متلاحقة من عولمة و الإتجاه نحو التحرير المالي و بالأخص تحرير سعر الفائدة و انتشارها على نطاق واسع جعل العديد من الدول تتجه إلى تبني هذه السياسة كون مراعاة المخاطر الناجمة عنها، هذا ساهم في تصاعد وتيرة الأزمات المالية العالمية و كان لها آثار كبيرة على مختلف الأنشطة الإقتصادية و يمكن تلخيص أهم الاستنتاجات من هذا الفصل فيما يلي:

1- التحول من الكبح المالي إلى تحرير سعر الفائدة لم يكن الحل بالنسبة لكل الدول فقد تؤدي سياسة تحرير سعر الفائدة إلى نتائج عكسية تماما كما قد تؤدي إلى انهيار التوازنات الإقتصادية الكلية.

2- إن الدول التي اتبعت سياسة التحرير التدريجي لسعر الفائدة كانت في وضع أفضل من تلك التي سارعت اتجاه التحرير السريع ، ذلك أن أسلوب تحرير سعر الفائدة يجب أن يأخذ في الإعتبار الوضع الأصلي للإقتصاد، و يضمن أولا استقرار البيئة الإقتصادية و بخاصة وضع القطاع الخاص و يضمن وجود رقابة مصرفية فعالة قبل البدء في إجراءات التحرير.

قائمة المراجع

المراجع باللغة العربية

أولاً: الكتب

- 1- إبراهيم عبد العزيز النجار، الأزمة المالية وإصلاح النظام المالي العالمي، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2009.
- 2- إبراهيم علي إبراهيم عبدربه، رياضيات التمويل والإستثمار، كلية التجارة، الإسكندرية، 2001.
- 3- أحمد أبو الفتوح الناقة، نظرية النقود و البنوك و الأسواق المالية، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية، 1995.
- 4- أحمد فريد مصطفى، سهير محمد السيد حسن، النقود والتوازن الإقتصادي، مؤسسة الشباب الجامعية، الإسكندرية، 2000.
- 5- أحمد فريد مصطفى، محمد عبد المنعم العفر، الاقتصاد النقدي و المصرفي بين النظرية و التطبيق، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية، 2000.
- 6- أحمد يوسف الشيحان، الأزمات المالية في الأسواق المالية الناشئة مع إشارة خاصة لأزمة جنوب شرق آسيا، دار المنصورة، القاهرة، دون سنة نشر.
- 7- أرشد فؤاد التميمي، أسامة عزمي سلام، الاستثمار في الأوراق المالية، دار الميسرة، عمان، 2004.
- 8- أرشد فؤاد التميمي، الأسواق المالية: إطار في التنظيم وتقييم الأدوات، دار اليازوري، الأردن، 2010.
- 9- أسامة الفولي شهاب، مبادئ النقود و البنوك، ديوان المطبوعات الجامعية، دون بلد نشر، 1999.
- 10- أكرم حداد، مشهور هذلول، النقود و المصارف: مدخل تحليلي و نظري، دار وائل، الأردن، 2008.
- 11- أمين عبد العزيز، الأسواق المالية، دار قباء الحديثة، القاهرة، 2007.
- 12- أنور إسماعيل الهواري، اقتصاديات النقود و البنوك، دون دار نشر، دون بلد نشر، 1983.
- 13- برايان كويل، أسواق المال، ترجمة دار الفاروق، دار الفاروق، القاهرة، 2005.

- 14- بريان كويل، نظرة عامة عن الأسواق المالية، ترجمة دار الفاروق، دار الفاروق ، القاهرة، 2006.
- 15- بلعوز بن علي، محاضرات في النظريات و السياسات النقدية، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2004.
- 16- بلعوز بن علي، محمدي الطيب أحمد، دليلك في الإقتصاد، دار الخالدونية للنشر والتوزيع، الجزائر، 2008.
- 17- بوعون يحيوي نصيرة، الأزمات المالية العامة و ضرورة إصلاح صندوق النقد الدولي، متبعة للطباعة، الجزائر، 2011.
- 18- جمال جويدان الجمل، الأسواق المالية و النقدية، دار الصفاء، عمان، 2002
- 19- حازم الببلاوي، دروس في النظرية النقدية، المكتب المصري الحديث، الإسكندرية، 1966.
- 20- حسن كريم حمزة، العولمة المالية و النمو الإقتصادي، دار صفاء، عمان، 2011.
- 21- حمد فواز الدليمي، أحمد يوسف دودين، إدارة الأزمات الدولية المالية و الإقتصادية، دار جليس الزمان، عمان، 2011.
- 22- رسمية قرياقص، أسواق المال: أسواق رأس المال، المؤسسات، الدار الجامعية، الإسكندرية، 1999
- 23- رسمية أحمد أبو موسى، الأسواق المالية و النقدية، دار المعتز، عمان، 2005.
- 24- رمزي زكي، العولمة المالية، دار المستقبل العربي، القاهرة، 1999.
- 25- زكريا سلامة عيسى شطناوي، الآثار الإقتصادية لأسواق الأوراق المالية من منظور الإقتصاد الإسلامي، دار النفائس، عمان، 2009.
- 26- زياد رمضان، مبادئ الاستثمار المالي الحقيقية، دار وائل، عمان، ط3، 2005.
- 27- زينب حسين عوض الله و آخرون، أساسيات الإقتصاد النقدي و المصرفي، دار الحلبي الحقوقية، لبنان، 199731
- 28- سرمد جميل كوكب، الإتجاهات الحديثة في مالية الأعمال الدولية، دار حامد للنشر والتوزيع، بغداد، 2001.

- 29- سعيد سامي الحلاق، محمد محمود العجلوني، النقود و البنوك و المصارف المركزية، دار اليازوري العلمية، عمان، 2010.
- 30- سميح مسعود، الأزمة المالية العالمية: نهاية الليبيرالية المتوحشة، دار الشروق، عمان، 2010.
- 31- سمير عبد الحميد رضوان، المشتقات المالية و دورها في إدارة المخاطر و دور الهندسة في صناعة أدواتها، دار النشر للجامعات، مصر، دون سنة نشر.
- 32- سمير فخري نعمة، العلاقة التبادلية بين سعر الصرف و سعر الفائدة و انعكاساتها على ميزان المدفوعات، دار اليازوري، الأردن، 2011.
- 33- شمعون شمعون، البورصة و بورصة الجزائر، الأطلس، الجزائر، 1999.
- 34- صبحي تادرس قرياقص، مدحت محمد العقاد، النقود و العلاقات الاقتصادية الدولية، دار النهضة العربية، بيروت، 1983.
- 35- صبري حسن نوفل، الاستثمار في الأوراق المالية: مقدمة للتحليل المالي و الأساسي، مؤسسة الأهرام، القاهرة، 1996.
- 36- صلاح السيد جودة، بورصة الأوراق المالية علميا، عمليا، مكتبة و مطبعة الإشعاع الفنية، الإسكندرية، 2000.
- 37- فليح حسين خلف، الأسواق المالية والنقدية، عالم الكتب الحديث، مصر، 2006.
- 38- ضياء مجيد، اقتصاديات النقود و البنوك، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية، 2001.
- 39- ضياء مجيد، البورصات: أسواق رأس المال و أدواتها الأسهم و السندات، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية، 2003.
- 40- ضياء مجيد الموسوي، الأزمة المالية العالمية الراهنة منذ 2008، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2010.
- 41- طاهر حيدر حردان، مبادئ الاستثمار، دار المستقبل، عمان، 1997.
- 42- طارق عبد العال حماد، التطورات العالمية و انعكاساتها على أعمال البنوك، الدار الجامعية، مصر، 2003.
- 43- عاطف وليم اندراوس، أسواق الأوراق المالية بين ضرورات التحول الاقتصادي و التحرير المالي و متطلبات تطويرها، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، 2007.

- 44- عاطف وليم أندراوس، السياسة المالية وأسواق الأوراق المالية خلال فترة التحول إلى اقتصاد السوق، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية، 2005.
- 45- عبد الحكيم مصطفى الشرقاوي، العولمة المالية وإمكانية التحكم: عدوى الأزمات المالية، دار الفكر الجامعي، مصر، 2003.
- 46- عبد الحميد الغزالي، الأرباح والفوائد المصرفية بين التحليل الإقتصادي والحكم الشرعي، المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب، جدة، 1994.
- 47- عبد الرحمان يسري أحمد، دراسات اقتصادية اسلامية: النقود و الفوائد و البنوك، مطبعة سامي، الإسكندرية، 2000.
- 48- عبدالعزيز قاسم محارب، الأزمة المالية العالمية: الأسباب والعلاج، دار الجامعة الجديدة، الإسكندرية، 2011.
- 49- عبد الغفار حنفي، الإدارة الحديثة في البنوك التجارية، مكتب العربي الحديث، الإسكندرية، 1993.
- 50- عبد الغفار حنفي، رسمية قرياقص، أسواق المال: بورصات، مصارف، شركات تأمين، شركات استثمار، دار الجامعة الجديدة، الإسكندرية، 2003.
- 52- عبد المطلب عبد الحميد، الديون المصرفية المتعثرة و الأزمة المصرفية العالمية: أزمة الرهن العقاري الأمريكي، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2009.
- 53- عبد المطلب عبد الحميد، العولمة الاقتصادية: منظماتها، شركاتها، تداعياتها، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2006.
- 54- عبد المطلب عبد الحميد، العولمة و اقتصاديات البنوك، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2001.
- 55- عبد المنعم السيد علي ، نزار سعد الدين العسي ، النقود والمصارف والسواق المالية، دار حامد، الأردن، 2004.
- 56- عبد النبي إسماعيل الطوخي، التنبؤ المبكر بالأزمات المالية باستخدام المؤشرات المالية القائدة، جامعة أسيوط، مصر، دون سنة نشر.
- 57- عبد النعيم مبارك، أحمد الناقة، النقود و الصيرفة و النظرية النقدية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 1996.
- 58- عرفان تقي الحسيني، التمويل الدولي، دار مجدلاوي، عمان، 2002.
- 59- عصام حسين، أسواق الأوراق المالية: البورصة، دار أسامة، الأردن، 2010.

- 60- عقيل جاسم عبد الله، النقود و المصارف، الجامعة المفتوحة، بنغازي، 1996.
- 61- عمر صقر، العولمة وقضايا اقتصادية معاصرة، الدار الجامعية، مصر، 2000.
- 62- عمر يوسف عبد الله عباينة، الأزمة المالية المعاصرة: تقدير اقتصادي إسلامي، عالم الكتب الحديث، الأردن، 2011.
- 63- غازي حسين، التضخم المالي، دار الشهاب، الجزائر، ط2، 1989.
- 64- فليح حسن خلف، الأسواق المالية والنقدية، عالم الكتب الحديث، مصر، 2006.
- 65- فيصل محمد فكري أحمد، سعر الفائدة كأداة منادات السياسة الاقتصادية، الطابع الطوابجي التجاري، دون بلد نشر، 1993.
- 66- فيصل محمد أحمد الكندري، الأزمة المالية العالمية وانعكاساتها على قطاع الإستثمار، دروس مستفادة، منشأة المعارف، الإسكندرية، 2010.
- 67- محسن أحمد الخضيرى، كيف تتعلم البورصة في 24 ساعة، ايتراك، مصر، ط2، 2001.
- 68- محسن الندوي، تحديات التكامل الاقتصادي العربي في عصر العولمة، منشورات الحلبي الحقوقية، بيروت، 2011.
- 69- محمد الصيرفي، البورصات، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، 2008.
- 70- محمد سعيد محمد الرملاوي، الأزمة الاقتصادية العالمية إنذار للرأسمالية و دعوة للشريعة الإسلامية، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، 2011.
- 71- محمد صالح الحناوي جلال إبراهيم العبد، بورصة الأوراق المالية بين النظرية و التطبيق، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2002.
- 72- محمد صالح الحناوي و آخرون، الاستثمار في الأوراق المالية و مشتقاتها: كدخول للتحليل الأساسي و الفني، المكتب العربي الحديث، دون بلد نشر، 2006.
- 73- محمد صالح الحناوي، أساسيات الاستثمار في بورصة الأوراق المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، ط2، 1997.
- 74- محمد صالح الحناوي، تحليل و تقييم الأسهم و السندات، الدار الجامعية، الإسكندرية، دون سنة نشر.

- 75- محمد عبد الوهاب العزاوي، عبد السلام محمد خميس، الأزمات المالية : قديمها، حديثها، أسبابها، نتائجها و الدروس المستفادة، دار إثراء للنشر و التوزيع، عمان، 2010.
- 76- محمد عثمان إسماعيل حميد، أسواق رأس المال و بورصة الأوراق المالية ومصادر تمويل المشروعات، دار النهضة العربية، القاهرة، 1993.
- 77- محمد عزت غزلان، اقتصاديات النقود و المصارف، دار النهضة العربية، بيروت، 2002.
- 78- محمد مطر، إدارة الاستثمارات: الإطار النظري و التطبيقات العلمية، مؤسسة الوراق، عمان، 1993.
- 79- محمد مطر، فايز تيم، إدارة المحافظ الاستثمارية، دار وائل، الأردن، 2005.
- 80- محمد يحيى، أحمد مروش، الجديد في الرياضيات المالية، عروض نظرية تمارين ومسائل، دار الشريفة، الجزائر، 1997.
- 81- محمود الشريف إلمان، محاضرات في النظرية الاقتصادية الكلية، الجزء الأول، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2009.
- 82- محمود أمين زويل، بورصة الأوراق المالية: موقعها من الأسواق- أحوالها ومستقبلها، دار الوفاء، الإسكندرية، 2000.
- 83- محمود حسين الوادبي آخرون، النقود و المصارف، دار المسيرة، عمان، 2010.
- 84- محمود عبد الفوضيل، العرب والتجربة الآسيوية، الدروس المستفادة، مركز دراسات الوحدة، لبنان، 2001.
- 85- مروان عطون، الأسواق النقدية و المالية: البورصات و مشكلاتها في عالم النقد و المال، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2000.
- 86- مصطفى رشدي شيحة، اقتصاديات النقود و المصارف و المال، دار المعرفة الجامعية، الإسكندرية، ط6، 1996.
- 87- منير إبراهيم هندي، إدارة الأسواق و المنشآت المالية، منشأة المعارف، الإسكندرية، 1999.
- 88- منير إبراهيم هندي، أدوات الاستثمار في أسواق رأس المال: الأوراق المالية و صناديق الاستثمار، المكتب العربي، الإسكندرية، 1999.
- 89- منير إبراهيم هندي، أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية، منشأة المعارف، الإسكندرية، 1999.

90- منير إبراهيم هندي، الأوراق المالية و أسواق رأس المال، منشأة المعارف، الإسكندرية، 1999.

91- ناظم محمد نوري الشمري، النقود و المصارف و النظرية النقدية، دار زهران للطباعة و النشر، عمان، 2007.

92- نشأت عبد العزيز معوض، بورصات الأوراق المالية و صناديق الاستثمار، مؤسسة الأهرام، القاهرة، 1994.

93- هشام السعدني خليفة بدوي، عقود المشتقات المالية: دراسة فقهية اقتصادية مقارنة، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، 2011.

94- هيل عجمي جميل الجنابي، رمزي ياسين سبيع أرسلان، النقود و المصارف و النظرية النقدية، دار وائل، الأردن، 2009.

ثانيا: الرسائل الجامعية

1- أسماء بلميهوب، العولمة المالية و آثارها على أداء الأسواق المالية الناشئة، مذكرة الماجستير في العلوم الاقتصادية، تخصص نقود و مالية، جامعة سطيف، 2006.

2- بريش عبد القادر، التحرير المصرفي و متطلبات تطوير الخدمات المصرفية و زيادة القدرة التنافسية للبنوك الجزائرية، رسالة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، فرع نقود و مالية، جامعة الجزائر، 2006.

3- بلعزوز بن علي، أثر تغير سعر الفائدة على اقتصاديات الدول النامية، حالة الجزائر، رسالة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة الجزائر، 2004

4- بن يوب فاطمة الزهراء، العولمة المالية: جذور واقع و آفاق، مذكرة ماجستير في العلوم الاقتصادية، تخصص نقود و مالية، جامعة قالمة، 2004، 2003.

5- بوكساني رشيد، معوقات الأوراق المالية و سبل تفعيلها، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة الجزائر، 2006، 2005

6- حريري عبد الغني، أثر التحرير المالي على اقتصاديات الدول العربية: دراسة حالة الجزائر، مذكرة ماجستير في العلوم الاقتصادية، تخصص نقود و مالية، جامعة الشلف، 2007.

-7

حمزة عدنان العسلي، التحرير المالي لعدو الأسهم و حتمتد او لأسهم قطا عالبنو كفيالأردن، رسالة ماجستير، إدارة المال و الأعمال، جامعة آل البيت، المفرق، 2006.

8- شرياق رفيق، دور البنوك التجارية في تفعيل سوق رأس المال: حالة الجزائر، مذكرة ماجستير في العلوم الاقتصادية، تخصص نقود و مالية، جامعة قلمة، 2005، 2004.

-9

منا إبراهيم محلي، أثر ارتفاع سعر الفائدة على الاقتصاد المصرفي، رسالة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة القاهرة، 1996.

10- هبة محمود الطنطاوي الباز، التطورات العالمية و تأثيرها على العمل المصرفي و استراتيجية عمل البنوك المصرفية لمواجهةها، مذكرة ماجستير ، كلية التجارة، جامعة عين شمس، مصر، 2003.

11- نبيل خليل طه سمور، سوق الأوراق المالية الإسلامية بين النظرية و التطبيق: دراسة سوق رأس المال الإسلامية في ماليزيا، مذكرة ماجستير، كلية التجارة، الجامعة الإسلامية، غزة، 2007.

12- ديش فاطمة الزهراء، الأزمة المالية العالمية و تأثيرها على البلدان النامية: الحل المصرفي الإسلامي نموذجاً، مذكرة ماجستير في العلوم الاقتصادية، تخصص نقود و مالية، جامعة تلمسان، 2011.

ثالثاً: المنتقيات و المؤتمرات

1- الطاهر هارون، أزمة منطقة اليورو و أثرها على مستقبل الاتحاد الأوربي ، مداخلة مقدمة في المنتقى الدولي الثاني حول واقع التكتلات زمن الأزمات ، المركز الجامعي بالوادي ، الجزائر ، يومي 27، 26 فيفري ، 2012 .

2- آسياسعدان، عمار يصليحة، تنامي التمويل الإسلامي في ظل الأزمة المالية العالمية الراهنة: دراسة حالة دول الشرق الأوسط و شمال إفريقيا، ورقة بحثية مقدمة في المؤتمر العلمي الدولي حول الأزمة المالية و الاقتصادية العالمية المعاصرة من منظور اقتصادي إسلامي، جامعة العلوم الإسلامية العالمية، المعهد العلمي للفكر الإسلامي، عمان يومي 26، 25 ديسمبر، 2010.

3- آيتيحيبسمير، فضيلر ايس، أزمة الديون السيادية في الاتحاد الأوربي و تأثيرها على مستقبل اليورو: حالة اليونان، مداخلة مقدمة في المنتقى الدولي الثاني حول واقع التكتلات الاقتصادية زمن الأزمات، المركز الجامعي الوادي، الجزائر، يومي 27، 26 فيفري، 2012.

-4

بحري هشام، محز محسبينة، الآثار المحتملة لتخفيض أسعار الفائدة على الاقتصاد العالمي، مداخلة مقدمة في ملتقى الوطنيات التاسع حول أداة سعر الفائدة و أثرها على الأزمات الاقتصادية، جامعة سكيكدة، يومي 10، 09 ماي، 2011.

-5

بر هو أسماء، بر هو مهاجر، أزمة اليونان، مداخلة مقدمة في الملتقى الدولي الثاني حول واقع التكتلات الاقتصادية
زمن الأزمات، المركز الجامعي الوادي، الجزائر، يومي 27، 26 فيفري، 2012.

6- بريش عبد القادر، طرشي محمد، التحرير المالي و عدوى الأزمات المالية: أزمة الرهن
العقاري، مداخلة مقدمة في الملتقى الدولي الثاني حول الأزمة المالية الرهنة و البدائل المالية و
المصرفية - النظام المصرفي الإسلامي نموذجاً -، معهد العلوم الاقتصادية و علوم التسيير، المركز
الجامعي بخميس مليانة، يومي 6، 5 ماي 2009.

7- بنوزيانر اضية، آثار و انعكاسات الأزمة المالية و الاقتصادية على الاقتصادات العربية:
دراسة تحليلية، مداخلة مقدمة في الملتقى الدولي الثاني حول واقع التكتلات الاقتصادية زمن الأزمات، المركز الجامعي
الوادي، يومي 27، 26 فيفري، 2012

-8

بنسمنية عزيزة، بنسمنية دلال، تداعيات الأزمة المالية الرهنة على أسواق المال و التجارة العربية، مداخلة مقدم
ة في الملتقى الدولي الثاني حول واقع التكتلات الاقتصادية زمن الأزمات، المركز الجامعي الوادي، يومي 27، 26
فيفري، 2012.

9- بن عبد الفتاح دحمان، سعر الفائدة و محدوديته في علاج الأزمة المالية الرهنة، مداخلة
مقدمة في الملتقى الدولي الثاني حول الأزمة المالية الرهنة و البدائل المالية و المصرفية
الرهنة: - النظام المصرفي الإسلامي نموذجاً -، معهد العلوم الاقتصادية و علوم التسيير، المركز
الجامعي بخميس مليانة، يومي 6، 5 ماي 2009.

-10

بوخاريلحو، عايوب ليد، مستقبل اتحاد الاقتصاديين النقديين الأور و بيفيظ لأزمة الديون السيادية لليونان، مداخلة
مقدمة في الملتقى الدولي الثاني حول واقع التكتلات الاقتصادية زمن الأزمات، المركز الجامعي الوادي، الجزائر، يو
مي 27، 26 فيفري، 2012 .

11- بوسبيصالح حيمة، رحمان موسى، الأزمة اليونانية بين الانتشار و الإنحصر الأوربي :
قراءة في خطط و حلول الأزمة، مداخلة مقدمة في الملتقى الدولي الثاني حول واقع التكتلات الاقتصادية زمن الأزمات، ال
مركز الجامعي الوادي، الجزائر، يومي 27، 26 فيفري، 2012.

12- بو عرو جلمياء، الأزمة المالية الحالية:

دراسة تحليلية لآليات و أساسيات الحدوث و التداعيات على الاقتصاد العالمي و الاقتصاد العربي، مداخلة مقدمة في الم
لتقى الدولي الأول

حول أزمة النظام المالي المصرفي و بديلا لبنوك الإسلامية، كلية الآداب و العلوم الإنسانية، جامعة الأمير عبد القا
در للعلوم الإسلامية، قسنطينة، يومي 7، 6 فيفري، 2009.

-13

بوغز الة عبد الكريم، الآثار السلبية لسعر الفائدة في النظرية الاقتصادية، مداخلة مقدمة في ملتقى الوطنيات التاسع حول أداة سعر الفائدة وأثرها على الأزمات الاقتصادية، جامعة سكيكدة، يومي 10، 9 ناي، 2011. 14-
ديش فاطمة الزهراء، الأزمة المالية العالمية وتأثيرها على البلدان النامية: الحل المصرفي الإسلامي نموذجاً، مذكرة ماجستير في العلوم الاقتصادية، تخصص نقود و مالية، جامعة تلمسان، 2011.

-15

ختير محمد، جلال محمد، أثر سعر الفائدة على حالة التوازن الكليو الأزمات الاقتصادية، مداخلة مقدمة في ملتقى دولي الثاني حول الأزمة المالية الراهنة والبدائل المالية والمصرفية- النظام المصرفي الإسلامي نموذجاً-، معهد العلوم الاقتصادية و علوم التنسيير، المركز الجامعي خميس مليانة، يومي 6، 5 ماي، 2009.

-16

راسية حدة، نوي فطيمة الزهرة، أزمة اليونان هل تعيق فكرة توسيع الاتحاد الأوروبي وعميقه، مداخلة مقدمة في الملتقى الثاني دولي الثاني حول واقعات كتلات الاقتصادية من الأزمات، المركز الجامعي الوادي، الجزائر، يومي 26 ، 27 فيفري، 2012.

17- زايدي عبد السلام، مقران يزيد، الأزمة المالية و انعكاساتها على الاقتصاديات العربية، مداخلة مقدمة في الملتقى الدولي الثاني حول الأزمة المالية الراهنة و البدائل المالية و المصرفية - النظام المصرفي الإسلامي نموذجاً-، معهد العلوم الاقتصادية و علوم التنسيير، المركز الجامعي بخميس مليانة، يومي 6، 5 ماي 2009.

18- ساعد مرابط، الأزمة المالية العالمية 2008: الجذور و التداعيات، مداخلة مقدمة في ملتقى حول الأزمة المالية و الاقتصادية الدولية و الحوكمة العالمية، جامعة فرحات عباس، سطيف، يومي 21، 20 أكتوبر، 2009.

19- ساعد مرابط، أسماء بلميهوب، العولمة المالية و تأثيراتها على أداء الأسواق المالي الناشئة، مداخلة مقدمة في الملتقى الدولي حول سياسات التمويل و آثارها على الاقتصاديات و المؤسسات: دراسة حالة الجزائر و الدول النامية، كلية العلوم الاقتصادية و علوم التنسيير، مخبر العلوم الاقتصادية و التنسيير، جامعة محمد خيضر، بسكرة، يومي 22، 21 نوفمبر.

20- عبد الجليل بوداح، معالجة موضوع المخاطرة في مجال منح القروض البنكية، مداخلة مقدمة في الملتقى الوطني الأول حول النظام المصرفي الجزائري: واقع و آفاق، كلية العلوم الاقتصادية و علوم التنسيير، جامعة قسنطينة، نوفمبر، 2011.

21- عرابية رابح، بن عوالي حنان، الأزمة المالية و الأزمة المالية الراهنة، مداخلة مقدمة في الملتقى الدولي الأول

حول أزمة النظام المالي المصرفي بديلا لبنوك الإسلامية، كلية الآداب والعلوم الإنسانية، جامعة الأمير عبد القادر للعلوم الإسلامية، قسنطينة، يومي 6، 7 فيفري، 2009.

-22

علاوة نوري، أثر سعر الفائدة على الكفاءة الاقتصادية والمؤشرات الأساسية للتوازن الاقتصادي، مداخلة مقدمة في ملتقى وطنيا للتاسع حول أداة سعر الفائدة وأثرها على الأزمات الاقتصادية، جامعة سكيكدة، يومي 9، 10 ماي، 2011.

-23

كشيتي حسين، سليم عمر اوي، متطلبات الاستقرار المالي العالمي في ظل لعولمة المالية وأزمة اليونان السيادية، مداخلة مقدمة في المؤتمر الوطني حول عولمة الأسواق المالية في ظل المعلوماتية. فرص وهونات، جامعة قالمة، يومي 29، 30 أفريل، 2012.

24- مخلوفي عبد السلام، العربي مصطفى، أهم الانتقادات الموجهة لسعر الفائدة باعتباره سعرا استراتيجيا في النظام الاقتصادي المعاصر، مداخلة مقدمة في الملتقى الدولي الثاني حول الأزمة المالية الراهنة و البدائل المالية و المصرفية النظام المصرفي الإسلامي نموذجاً، معهد العلوم الاقتصادية و علوم التسيير، المركز الجامعي بخميس مليانة، يومي 5، 6 ماي 2009.

25- مفتاح صالح، معارفي فريدة، قراءة في الأزمة المالية العالمية: رؤية شرعية إسلامية، مداخلة مقدمة في الملتقى الدولي الأول

حول أزمة النظام المالي المصرفي بديلا لبنوك الإسلامية، كلية الآداب والعلوم الإنسانية، جامعة الأمير عبد القادر للعلوم الإسلامية، قسنطينة، يومي 6، 7 فيفري، 2009.

-26

مهني أشواق، العيدقريشي، الأزمة المالية الراهنة وأثرها على الدول العربية، مداخلة مقدمة في الملتقى الدولي الثاني حول لواقعة التكتلات الاقتصادية من الأزمات، المركز الجامعي الوادي، يومي 26، 27 فيفري، 2012.

27- وسيلة دموش، زكريا مسعودي، انعكاسات الأزمة المالية العالمية على اقتصاديات الدول العربية: سوق العمل كمؤشر، مداخلة مقدمة في الملتقى الدولي الثاني حول واقعة التكتلات الاقتصادية من الأزمات، المركز الجامعي الوادي، يومي 26، 27 فيفري، 2012.

28- وليد أحمد الصافي، الأزمة المالية العالمية 2008: طبيعتها، أسبابها وتأثيراتها المستقبلية مع الاقتصاد العلمي و العربي، مداخلة مقدمة في الملتقى الدولي الثاني حول الأزمة المالية الراهنة و البدائل المالية و المصرفية- النظام المصرفي الإسلامي نموذجاً-، معهد العلوم الاقتصادية و علوم التسيير، المركز الجامعي بخميس مليانة، يومي 5، 6 ماي 2009.

رأبغا: المجلات و الجرائد

1- أحمد السيد علي، أزمة اليونان: سياسات صارمة لترتيب المنزل من الداخل، مجلة تداول (مجلة السوق المالي السعودية)، العدد 41، مارس 2010.

2- إيمان عطية، أزمة اليورو وتفاقم التشدد في الإقراض وتهدد الشركات، جريدة الإقتصاد، العدد 13832، تاريخ 03 ديسمبر 2011.

3- روبرت رز، دراما أزمة الديون الأوروبية تتواصل بوتيرة محمومة، جريدة الإقتصاد، العدد 13851، بتاريخ 22 ديسمبر، 2011.

4- مارتن شيهاك، سروبونا متيرا، أوروبا تفقد هالتها، مجلة التمويل و التنمية، صندوق النقد الدولي، المجلد 46، العدد الثاني، جانفي 2009.

خامسا: التقارير و النشرات

1- التقرير الاقتصادي الصادر عن مجلس الغرف السعودي، الديون اليونانية و أزمة اليورو: الدروس المستفادة لدول مجلس التعاون الخليجي، العدد 19، جوان 2010.

2-

مجلس التعاون الخليجي، تقرير عن التطورات الاقتصادية و المالية في دول مجلس التعاون و لدول الخليج العربية خلال ام 2006، العدد 13774.

3- صندوق النقد العربي، نشرة تفصيلية عن أداء أسواق الأوراق العربية، العدد 2011، 67.

4- بنك الجزائر، النشرة الإحصائية الثلاثية المتعلقة بالاحصائيات النقدية و المالية، العدد 15

5--2011. The International Monetary Fund (IMF) , World Economic outlook Database, september 2011 .

صندوق النقد العربي، التقرير الاقتصادي العربي الموحد حول أسعار الفائدة على.

6- القروض، ماي 2010

سادسا: المواقع الإلكترونية

1- صوفي ماركس، إعادة هيكلة الديون [http:// www.france 24.com/lar/node/7740](http://www.france24.com/lar/node/7740)

2- الموقع <http://www.global-rates.com/interest-rates/central-banks/european>، عن الموقع

3- إبراهيم المحامي، تأثير رفع سعر الفائدة على بورصة الأوراق المالية، عن

الموقع: <http://www.lawoflibya.com/forum/index.php>-4

ندبا منصور، فكرة البنوك كاشاملة و وظائفها، عن الموقع : [http:// yaah.ibda3.org/t](http://yaah.ibda3.org/t) : 103. Topie

5- محمود عبدالعزيز التونسي، الأزمة الاقتصادية اليونانية، من الموقع: www.jaculty.ksu.edu.sa

6- <http://www.elaph.com> حسنا الأحمري، اليونان تعاني سراً فافوتبذير أو سياسة مالية فاشلة أدت بالأزمة، من الموقع:

7- خالد شمة، مناقشة مغادرة أثينا لم تعد محظورة أوروبا، من الموقع: www.Aljazeera
Alphabeta.argaam.com/?p=2748

8- محمد إبراهيم السقا، أزمة الديون السيادية تزداد عمقا، من [http:// Alphabeta.argaam.com/?p=](http://Alphabeta.argaam.com/?p=) الموقع:

9- <file:///c:/users/france/Desqtop> عبد الله إبراهيم التوز، ماذا فعلت أزمة اليورو بالإقتصاديات العربية، من الموقع:

10- نشر صندوق النقد الدولي، أوروبا والصندوق يتفقان مع اليونان على خطة تمويلية بقيمة 110 مليار يورو
، عن الموقع: [www. Aljazeera.com](http://www.Aljazeera.com)

11- Martin D, Crise Financière, Crise Economique : Causes et Relances, 2009,
[http:// www.danielmarpin. Eu/adressemail.htm](http://www.danielmarpin.eu/adressemail.htm).

12- أحمد الطلفاح، التدفقات المالية العالمية وإشكالاتها، من موقع العربي للتخطيط: [www. arab-apil.org](http://www.arab-apil.org)

المراجع باللغة الفرنسية

-Les livres

1- Barthalon Eric, Crises Financières : Revue Problèmes économiques, n°2595,
France, 1998, p45

2- A. Choinel et G. Rouyer, Les Marchés Financiers Structures et Acteurs, Revue
Banque, Paris, 2^{ème} édition, 1997.

-les rapports

1- Rapport FMI , Perspectives de L'économie mondiale : crise et

reprise,Avril 2009.

Résumé :

Les vacances de déagements financiers et la manifeste de mondialisation financière et le renouvellement des entreprises financières et bancaires, et la construction des marchés financiers, ce qui a crée des inventions financière sans liens ni contraintes, ni aussi surveillance par les différentes pieuvres, comme le tarif de profit qui représente le plus grand pourcentage des différents conventions économiques. Et toutes ces transcendantes ont une liaison principale avec le dogme de capital social qui renforce ces outils, et cela est mentionné d'après la succession des crises financière et économiques dans l'ère récent, ce qui reflète le danger de ces outils qui ont nommé après les outils des destructions financières totales.

Mots clés :

Le déagement financier, les marchés de capital social, la politique de déagement des tarifs de profit, les crises financières, les théorèmes monétaires.

Abstract

The sessions of financial clearings and the manifest of financial internationalization and the renouvellement of the financial enterprises and bankers, and the construction of Markets financiers, what has created of the inventions financial without ties nor constrained, nor as surveillance by the different octopuses, as the tariff of profit that represents the biggest percentage of the different economic conventions. And all these transcendent have a main link with the social capital dogma that reinforces these tools, and it is mentioned according to the succession of the crises financial and economic in the recent era, what reflects the danger of these tools that named after the tools of the total financial destructions.

Key words :

The financial clearing, the Market of social capital, the politics of clearing of the profit tariffs, the financial crises, the monetary theorems.