



الجمهورية العربية السورية
وزارة التعليم العالي
جامعة دمشق
كلية الاقتصاد
قسم المصارف والتأمين

مدى انعكاس السياسات المالية على أداء أسواق
المال في الدول العربية

أطروحة مقدمة لنيل درجة الدكتوراه في الأسواق المالية

إعداد

محمد محمود الجشي

إشراف الأستاذ الدكتور

علي كنعان

Syrian Arab Republic
Ministry of Higher Education
Damascus University
Faculty of Economics
Department of Banking and Insurance



***To What Extent Fiscal Policies Affect On The Performance Of Financial
Markets In The Arab Countries***

(A Thesis submitted for a Ph.D degree in financial markets)

Prepared By

Mohamad Mahmod Aljashi

Supervisor

Prof. Ali Kanaan

2020 - 1442

ملخص البحث

يهدف هذا البحث لدراسة وتحليل العلاقة بين السياسة المالية وأسواق المال، من خلال دراسة أثر السياسات المالية في أداء أسواق المال لعينة من الدول العربية للفترة بين عامي (1999-2018)، إذ تتكوّن عينة الدّراسة من: (مصر-الأردن-تونس-المغرب) و(السّعودية-قطر-الإمارات)، وذلك عن طريق تقسيم عينة الدّراسة إلى مجموعتين: دول نفطيّة وغير نفطيّة، إذ تمّ دراسة أثر السياسة المالية من خلال عدد من المتغيّرات هي: (الإنفاق العامّ-الضّرائب-الإيرادات الحكوميّة غير الضّريبية-الإيرادات النفطية-عجز الموازنة)، وتمّ دراسة هذه العلاقة من خلال مقدرتي وسطي المجموعة المدججة (Pooled Mean Group) ووسطي المجموعة (Mean Group)، بهدف دراسة ديناميكيّة العلاقة بين السياسة المالية ومؤشّرات أسواق المال.

وخلصت الدّراسة إلى أنّ جميع متغيّرات السياسة المالية ذات تأثير في الأسواق المالية في مجموعتي الدول العربية، وإنّ الإنفاق الحكوميّ هو من أكثر مؤشّرات السياسة المالية تأثيراً على أسواق المال في مجموعة الدول الأولى، إلّا أنّه يؤثر بشكل سلبي على معظم مؤشّرات أسواق المال في مجموعتي الدول المدروسة، كما أنّ الإيرادات الضّريبية هي من أكثر مؤشّرات السياسة المالية تأثيراً على أسواق المال في مجموعة الدول الثّانية، إلّا أنّ أثرها كان محدود في مجموعة الدول الأولى، وإنّ أثر زيادة عجز الموازنة على أسواق المال في مجموعة الدول الثّانية كان سلبي، على حين أنّ أثره كان إيجابيّ في مجموعة الدول الأولى، كما أنّ الإيرادات النفطية تؤثر في مجموعة الدول العربية الثّانية على جميع مؤشّرات أسواق المال بشكل إيجابيّ.

Abstract

The study aims to analyze the relationship between fiscal policy and financial markets. By studying the impact of fiscal policies on the performance of financial markets for a sample of Arab countries for the period between (1999-2018), the study sample consists of (Egypt-Jordan- Tunisia- Morocco) – (Saudi Arabia-Qatar-UAE), by dividing the study into two groups, Oil and non-oil country, as the impact of fiscal policy was studied through (government spending- taxes-government revenue without tax- oil revenue), and this relationship was studied through pooled mean group estimator (PMG) and mean group (MG), with the aim of studying the dynamics of the relationship between fiscal policy and financial markets indicators.

The study concluded that all variables of fiscal policy have an impact on financial markets in both groups of Arab countries, and that government spending is one of the most influential fiscal policy indicators on financial markets in first group, yet it negatively affects most of the financial market indicators in the two groups of countries studied, and tax revenues are among the most effective indicators of fiscal policy on financial markets in the second group of countries, but their impact was limited in the first group, and the effect of increasing the budget deficit on financial markets in the second group of countries was negative. While its impact was positive in first group of countries, and oil revenues in the second group of Arab countries affect all financial market indicators in a positive way.

تم قبول هذه الأطروحة لنيل درجة الدكتوراه في الأسواق المالية حيث نوقشت علنياً بتاريخ
 2020/11/10 أمام لجنة الحكم المشكلة بموجب قرار مجلس البحث العلمي والدراسات العليا رقم
 3513/ تاريخ 2020/9/21 والمؤلفة من السادة الأساتذة:

	عضواً مشرفاً	الأستاذ في قسم المصارف والتأمين - كلية الاقتصاد - جامعة دمشق	د. علي كنعان
	عضواً	الأستاذ في قسم المصارف والتأمين - كلية الاقتصاد - جامعة دمشق	د. أكرم الحوراني
	عضواً	الأستاذ المساعد في قسم المصارف والتأمين - كلية الاقتصاد - جامعة دمشق	د. عبد الرزاق حساني
	عضواً	الأستاذ المساعد في قسم إدارة الأعمال - كلية الاقتصاد الثالثة - القنيطرة	د. أديب صقر
	عضواً	الأستاذ المساعد في قسم الاقتصاد - كلية الاقتصاد - جامعة دمشق	د. سليمان موصلي

الفهرس

ر	أولاً-مقدمة.....
ز	ثانياً-مشكلة البحث
س	ثالثاً-أهمية البحث
ش	رابعاً-أهداف البحث
ش	خامساً-منهج البحث:
ش	سادساً-حدود البحث
ص	سابعاً-متغيرات البحث
ص	ثامناً-الدراسات السابقة
1	الفصل الأول: السياسة المالية في الفكر الاقتصادية
2	المبحث الأول : السياسة المالية: مفهومها-أهدافها-أدواتها
4	أولاً-أهداف ووظائف علم المالية العامة:
6	ثانياً: مفهوم السياسة المالية ومبادئها:
7	1-النفقات العامة
10	2-الإيرادات العامة
17	3-الموازنة العامة
21	المبحث الثاني : السياسة المالية في إطار المدارس الاقتصادية
22	أولاً: السياسة المالية وفق الفكر الكلاسيكي:
24	ثانياً: السياسة المالية وفق الفكر الكينزي (J.M. Keynes):
30	ثالثاً: السياسة المالية وفقاً لفكر الكينزيين المحدثين (Neo-Keynesians):
33	رابعاً: السياسة المالية وفقاً لفكر النقديين (Monetarists):
35	خامساً: السياسة المالية وفقاً لفكر الكينزيين الجدد -ما بعد الكينزيين-(Post-Keynesians):
40	سادساً: نظرية المالية العامة في تحديد الأسعار (Fiscal Theory Of Price Level (FTPL):
46	المبحث الثالث:العلاقة بين السياسة المالية والسياسة النقدية وأهميته التكامل بينهما
47	أولاً: الأسباب الموجبة للتنسيق بين السياستين المالية والنقدية:
52	ثانياً: محددات التنسيق بين السياستين النقدية والمالية
53	ثالثاً: الأثر المتبادل بين السياستين المالية والنقدية
54	رابعاً: الأثار المتبادلة بين السياستين المالية والنقدية من خلال إدارة الدين العام:
57	خامساً: دور أسواق المال في التنسيق بين السياستين النقدية والمالية
59	المبحث الرابع:هيكلية السياسة المالية في إطار النظم الاقتصادية المعاصرة
59	أولاً: سمات المالية العامة في الاقتصادات المعاصرة:
59	1 -سمات المالية العامة في الاقتصادات المتقدمة

61	2 - سمات المائتة العامة في الاقتصادات الناشئة
62	3 - سمات المائتة العامة في الاقتصادات النامية
66	ثانياً: السياسة المالية في النظم الاقتصادية المتقدمة (الولايات المتحدة الأمريكية أنموذجاً):
68	1- الإنفاق العام في الولايات المتحدة الأمريكية
69	2- الإيرادات العامة في الولايات المتحدة الأمريكية
71	ثالثاً: السياسة المالية في النظم الاقتصادية الناشئة (ماليزيا أنموذجاً)
73	1 - الإنفاق العام في ماليزيا:
74	2- الإيرادات العامة في ماليزيا:
76	رابعاً: مقارنة السياسة المالية بين الاقتصادات المتقدمة والناشئة
78	الفصل الثاني: أسواق المال ودورها في النشاط الاقتصادي وعلاقتها بالمالية الحكومية
79	المبحث الأول: البنية الأساسية لأسواق المال
80	أولاً: مفهوم السوق المالي
84	ثانياً: خصائص الأوراق المالية
85	ثالثاً: شروط قيام سوق الأوراق المالية:
86	رابعاً: وظائف السوق المالية
87	خامساً: خصائص الأسواق المالية
88	سادساً: العلاقة بين وجود سوق المال والاستقرار الاقتصادي
89	سابعاً: سوق الأوراق المالية الحكومية
93	ثامناً: العوامل المؤثرة في سوق الأوراق المالية
103	المبحث الثاني: العلاقة بين السياسة الضريبية وأسواق المال
103	أولاً: أثر السياسات الضريبية في مؤسسات الأعمال:
107	ثانياً: أثر السياسات الضريبية في سلوك الأفراد
110	ثالثاً: أثر الضرائب المالية في سوق الأوراق المالية
115	رابعاً: أثر التقلبات في الأسواق المالية في الضرائب
116	خامساً: إطار مقترح لاستخدام الضرائب للحد من المضاربات العشوائية في الأسواق المالية الناشئة والنامية
119	المبحث الثالث : العلاقة بين الإنفاق العام وأسواق المال
120	أولاً: الآثار الاقتصادية للإنفاق العام
122	ثانياً: دور الإنفاق العام في مزاحمة الاستثمار الخاص
125	ثالثاً: أثر سياسة الإنفاق العام في الأسواق المالية
129	رابعاً: أثر التقلبات في الأسواق المالية في الإنفاق العام
131	المبحث الرابع : العلاقة بين عجز الموازنة وأسواق المال
132	أولاً: مفهوم عجز الموازنة
135	ثانياً: طرق تمويل عجز الموازنة وأثرها في الأسواق المالية
139	ثالثاً: العلاقة بين إدارة الدين العام وأسواق الأوراق المالية
143	الفصل الثالث: واقع الاقتصاد والمالية العامة وأسواق المال في الدول العربية

المبحث الأول: سمات وخصائص الاقتصاد في الدول العربية.....	144
أولاً: خصائص الاقتصاد العربي.....	145
ثانياً: التكامل الاقتصادي بين الدول العربية.....	147
ثالثاً: المؤشرات الاقتصادية الإجمالية للدول العربية.....	149
رابعاً: تنافسية الاقتصادات العربية.....	151
المبحث الثاني: واقع السياسة المالية في الدول العربية.....	157
أولاً: السياسة المالية في الدول العربية.....	158
1- الإنفاق العام في الدول العربية.....	159
2- الإيرادات العامة في الدول العربية.....	167
3- الموازنة العامة في الدول العربية.....	172
ثانياً: مشكلات المالية العامة في الدول العربية.....	174
ثالثاً: متطلبات النهوض بالسياسة المالية في الدول العربية.....	176
المبحث الثالث: واقع أسواق المال في الدول العربية.....	178
أولاً: سمات الأسواق المالية في الدول العربية.....	178
ثانياً: أداء الأسواق المالية العربية.....	181
ثالثاً: عوامل تنمية دور الأسواق المالية العربية.....	185
رابعاً: الاندماج والتكامل بين الأسواق المالية العربية.....	185
الفصل الرابع: دراسة أثر السياسة المالية على أداء أسواق المال في الدول العربية.....	191
النتائج والتوصيات.....	222
قائمة المراجع.....	225

شكر وتقدير

لا يسعني في هذا المقام إلا أن أقدم بالشكر والتقدير والامتنان للأساذ المشرف الدكتور "علي كنعان"، لثضله بالإشراف على هذه الأطروحة وإيصالها لطور الإجازة، والذي لم يدخل بوقته وجهده وإرشاداته ونصائحه، فجزاه الله عني كل خير.

كما أتوجه بالشكر للسادة أعضاء لجنة الحكم لفضلهم بقبول مناقشة هذه الأطروحة، وتقييمها وتصويبها ومساندتي لإخراجها بالشكل الأمثل، فلهم مني كل الاحترام والتقدير وهم:

الأساذ الدكتور أكرم الحوراني

الأساذ الدكتور علي كنعان

الأساذ الدكتور أديب صقر

الأساذ الدكتور عبد الرزاق حساني

الأساذ الدكتور سليمان موصلي

كما أتوجه بالشكر لأساتذتي الذين قدموا لي الدعم العلمي والنوجيهات الطيبة في ترصين هذه الأطروحة، ولا سيما أساتذتي في قسم المصارف والتأمين، وأخص بالشكر الدكتور عبد الرزاق حساني، والدكتور نوار هاشم، والدكتورة آلاء بركت.

كما أقدم مخلص شكري وتقديري لكلية الاقتصاد في جامعة دمشق التي احتضنتني في مراحل تعليمي الجامعي كاملة (الإجازة- الماجستير-الدكتوراه).

الإهداء

إلى أبي الذي فارقنا بخسده، ولكنَّ رُوحه ما زالت تُرفرف في سماء حياتي
إلى أمي الغالية لا أجل كلمات يمكن أن تمنحها حقها، فهي ملهمة الحب وفرحة العمر، ومثال الثاني والعطاء.

إلى أخوتي الأعزاء وأبنائهم

إلى زوجتي وشريكة الحياة الدكتوراة مروة
إلى رُوحِي وقُرَّةَ عيني ونبض فؤادي أبنائي سلمى وعمس
إلى كلِّ الأهل والأصدقاء والأحبة.....

إليهم جميعاً أهدي ثمرة عملي هذا

الباحث

محمد الجشي

أولاً-مقدمة:

تحتل السياسة المالية مكانة مهمة بين السياسات التي تستخدمها الحكومات للمحافظة على توازن السوق؛ إذ أنه عن طريقها من الممكن تحقيق الأهداف المختلفة للسياسة الاقتصادية، وذلك بفضل أدواتها التي تسهم بشكل فعال في عمليات التنمية، ومعالجة المشكلات التي تؤثر في الاستقرار الاقتصادي، وإن تسليط الضوء على أهميتها ودور السياسة المالية في السوق جاء بعد أزمة الكساد الكبير التي ضربت معظم الاقتصادات المتقدمة مطلع الثلاثينات من القرن الماضي، والطروحات التي قدمها في ذلك الحين جون مينارد كينز في كتابه "النظرية العامة في التشغيل والفائدة والثقود"، إذ عارض فيها وجهة نظر الكلاسيك التي تتحدث عن حيادية الدولة، وأكد على أهمية دور الحكومة في تحقيق استقرار الاقتصاد الكلي، وما ترتب عن ذلك في الواقع العملي فيما بعد من تدخل الحكومات في النشاط الاقتصادي، والانتقال من مفهوم الدولة الحارسة إلى مفهوم الدولة المتدخلة.

وتكتسب السياسة المالية دوراً مهماً في ظل الظروف الراهنة، نتيجة للواقع الاقتصادي المتغير، والأزمات المالية المتتالية التي تضرب الاقتصادات المختلفة حول العالم، فأصبحت في بعض الأحيان الأداة الرئيسية للسياسة الاقتصادية عند تعثر الأدوات الأخرى، إذ تعد أكثر فاعلية من السياسة النقدية في معالجة الأزمات الكبرى؛ كونه من الممكن توجيهها بشكل مباشر لمعالجة هذه الأزمات، كما أن للسياسة المالية دوراً مهماً في تحريك النشاط في الاقتصاد وتحفيز النمو، وعن طريقها من الممكن توجيه مسار التطور الاقتصادي في إطار معين، وذلك بسبب الآثار التي تحدثها التغيرات فيها على أداء ونشاط الشركات والمؤسسات والأفراد.

وتعد أسواق المال من أهم المؤسسات المالية في الاقتصادات الحديثة، نظراً للدور الذي تلعبه في توفير التمويل اللازم للمشاريع الاقتصادية المختلفة؛ إذ يؤدي وجودها لزيادة القدرة على تجميع المدخرات الوطنية، وجذب الاستثمارات الأجنبية، وتأسيس الشركات المساهمة وصناديق الاستثمار التي تسهم في توسيع نوعية أعمال المؤسسات في الاقتصاد وتطويرها، لذلك تعد هذه الأسواق المرآة وجهة الرقابة على الشركات التي تتداول أسهمها في السوق ولوضع الاقتصاد بشكل عام، فأداء أسواق المال أشبه ما يكون بالجهاز العصبي الذي تنعكس من خلاله المؤثرات السياسية والقرارات الإدارية والسياسات الاقتصادية كافة، لذا فإن لأدوات السياسة المالية والتغيرات فيها دوراً مهماً في التأثير فيها عبر أشكال وطرق وقنوات مختلفة، فالزيادة في الإنفاق الحكومي تسهم في رفع مستوى الإنفاق الكلي، مما ينجم عنه تزايد الطلب الكلي، وإعطاء صورة أكثر إيجابية عن الوضع الاقتصادي، مما ينتج عنه تنشيط للتداولات والمضاربات في سوق المال، كما ينجم عن عجز موازنة الدولة وتمويل هذا العجز أثراً مختلفاً، فطرح سندات الدين الحكومية لتمويل عجز الموازنة يسهم في تنشيط سوق السندات، مما يؤدي إلى انخفاض التداولات في الأسهم والأدوات المالية الأخرى، والتأثير في بنية المحافظ الاستثمارية، وفي حجم السيولة في السوق. كما أن معدلات الضرائب

والتغيرات فيها له آثار كبيرة في السوق المالي، فزيادة الضرائب المباشرة على الشركات تؤدي إلى انخفاض أرباحها، ومن ثمَّ انخفاض العوائد على الأسهم، ومنه فإنَّ المضاربين يتجهون إلى ملاذات استثمارية ذات عوائد أفضل، ويجمعون عن شراء الأسهم والتداول في السوق، في حين أنَّ رفع معدلات الضرائب غير المباشرة على السلع يؤدي إلى تخفيض حجم المدخرات لدى الطبقات الاجتماعية المتوسطة، ومن ثمَّ تنخفض مدخراتهم التي يقومون بتوجيهها إلى السوق المالي، ويتأثر السوق بشكل سلب، والعكس صحيح.

ونظراً للظروف التي تتعرض لها الدول العربية بأشكالٍ وبأنواعٍ وبصورٍ مختلفة، والأثر الذي تحدثه هذه الظروف على القدرات الإنفاقية لهذه الحكومات، والتغيرات التي تجرُّها الدول العربية من حيث إعادة هيكلة نظامها الضريبي، والنقلة التي يشهدها المواطن والشركات في الدول العربية خاصة الدول الغنية نفطياً من الانتقال من مرحلة الاعتماد على الإنفاق الحكومي لتغطية المصروفات العامة، إلى تحمُّل جزءٍ من هذه النفقات، وما يشمله ذلك من رفعٍ في نسب ضرائب الدخل، والتحوُّل من فكر السلع المدعومة حكومياً، إلى فكر الأسعار التي تتحدَّد بناءً على العرض والطلب في السوق، وضريبة القيمة المضافة، وأثر ذلك في الاستهلاك والإدخار والاستثمار، وانعكاسه بشكلٍ أو بآخر على الأسواق المالية.

لذا تقوم فلسفة هذا البحث على دراسة طبيعة العلاقة بين المالية العامة وأسواق المال في الدول العربية، وتحليل لجوهر هذه العلاقة والآثار المتبادلة فيما بينها، وذلك في سبيل الوصول إلى علاقة أكثر ديناميكية تستطيع هذه الدول من خلالها التأثير في جميع مفصل الاقتصاد الوطني.

ثانياً- مشكلة البحث:

قدَّمت النظريات والمدارس الفكرية الاقتصادية المختلفة سياسات متعدِّدة للتدخل الحكومي، التي تمَّ جمعها في إطار السياسات النقدية والمالية، إذ أنَّ السياسة التي يتم استخدامها تعتمد على التأثير النسبي الذي تحدثه في السوق، وترى معظم نماذج الاقتصاد الكلي أنَّ الاقتصاد يكون في حالة التوازن طالما أنَّ أسواقه الرئيسية الإنتاج والعمل والثقود والأوراق المالية متوازنة، لكن في حال وجود خلل، تتدخل الحكومة لإعادة الاستقرار والتوازن، واختلفت وجهات نظر هذه المدارس حول أهمية دور السياسة المالية وآثارها، وذلك على الرغم من النجاح الذي حققته في التأثير في الوضع الاقتصادي التي استخدمت بهدف معالجته، إذ لطلما استخدمتها الدول المتقدمة في معالجة الأزمات الاقتصادية العميقة، وفي محاولات استعادة التوازن الاقتصادي، وتحقيق استقرار السوق، وكانت الأداة الرئيسية في النهضة الاقتصادية لبعض الدول الآسيوية واللاتينية، في الوقت الذي ما زالت تستخدمها فيه معظم الدول النامية لتغطية الخلل في اقتصاداتها، وفي محاولات تطويرها وتنميتها بشكلٍ يتناسب مع قدراتها، رغم ضعف الإيرادات وانخفاض الكفاءة في توجيه هذه السياسات، ممَّا ينعكس سلباً على أداء اقتصاداتها في بعض الأحيان، وعليه ونظراً لما شهدته السياسات المالية في الدول العربية خلال العقدين الماضيين من تغيراتٍ كبيرة، إذ عمدت معظم الدول خاصةً بعد الأزمة المالية

العالمية إلى اتباع سياسات إنفاقية توسعية، واعتماد موازنات ضخمة وقياسية بهدف تنمية اقتصاداتها وتحفيزها وتطويرها ورفع كفاءتها وإنتاجيتها، رغم الظروف المختلفة التي تعرضت لها، وعليه فإن هذه التغيرات في المالية الحكومية تؤثر تأثيراً كبيراً في الوضع المالي والاقتصادي في الدول العربية، فالتقلبات في حجم الإنفاق والإيرادات العامة، ونمو حجم الدين العام، والعجز المتصاعد في الموازنات والكيفية التي يتم بها تمويلها، والتغيرات في التوجهات الإنفاقية التي تنتج عن أسباب اقتصادية وسياسية واجتماعية، تنعكس على الشركات والمؤسسات الإنتاجية والخدمية والمالية المختلفة، مما يؤثر في نشاطها وأدائها ونتائجها، ومن هنا يتبلور تساؤل رئيسي عن مدى تأثير أسواق المال في الدول العربية بالسياسات المالية لهذه الدول وتقلباتها، والآليات التي تنتقل من خلالها هذه التقلبات إلى السوق، وأية أداة من أدوات السياسة المالية كان لها الأثر الأكبر في أداء هذه الأسواق؟.

ولتوضيح هذه المشكلة يمكننا صياغة التساؤلات التالية:

- 1- ما هو الدور الذي تؤديه السياسة المالية في التأثير في أداء أسواق المال، وكيف يمكن تفسير هذا التأثير من خلال النظريات والنماذج الاقتصادية المختلفة؟
- 2- ما هو تأثير الإنفاق الحكومي في أداء الأسواق المالية في الدول العربية؟
- 3- ما هي آثار التغيرات في الإيرادات العامة الحكومية الضريبية وغير الضريبية وهيكلتها في أداء أسواق المال؟
- 4- ما هو أثر تفاقم عجز الموازنات في أداء أسواق المال؟

ثالثاً- أهمية البحث:

الأهمية النظرية: تكمن أهمية البحث في تركيزه على دراسة أثر السياسة المالية في أسواق المال؛ بهدف الوصول إلى فهم أعمق لطبيعة الأثر الذي تحدثه التقلبات في السياسات الاقتصادية الكلية في الأسواق المالية، وذلك من خلال تسليط الضوء على النظريات الاقتصادية التي تناولت دور السياسة المالية في إطار التوازن الكلي، وعلاقتها بأسواق المال. حيث أنه سيدرس ويحلل طبيعة العلاقة بين السياسات المالية وأسواق المال في الدول العربية، إذ سيناقش ويحلل مدى تأثير هذه السياسات في مؤشرات أداء أسواقها المالية، وسيدرس الدول التي كانت سياساتها الأكثر تأثيراً، وشكل هذا الأثر وأسبابه، وعلاقة ذلك بكفاءة هذه السياسات وموضوعيتها.

الأهمية العملية: تسهم مثل هذه الدراسات برفد المستثمرين بالجوانب المؤثرة في سوق المال، والواجب أخذها بعين الاعتبار عند تحليل التقلبات التي تطرأ على الأسواق المالية، وعند اتخاذ القرارات الاستثمارية، كما تسهم بمساعدة صانعي القرارات الاقتصادية على فهم الآثار التي تحدثها القرارات المتعلقة بالسياسة المالية في الأسواق المالية، وتصميم سياساتهم المالية للتخفيف من التقلبات في الأسواق المالية وتنشيطها.

ثالثاً-أهداف البحث:

يسعى البحث إلى تحقيق مجموعة من الأهداف يمكن تلخيصها بالتالي:

- 1- إيضاح طبيعة العلاقة بين السياسة المالية وأسواق المال حسب النظريات والنماذج الاقتصادية المختلفة.
- 2- التعريف بواقع السياسة المالية وأسواق المال في الدول العربية، من خلال التعرف على أهم المؤشرات المالية فيها.
- 3- دراسة أثر التغيرات في السياسات المالية في الدول العربية في أداء أسواق المال، وإجراء المقارنات بينها.

رابعاً-فرضيات البحث:

تؤدّي طبيعة السياسة المالية وبنيتها وأهدافها دوراً مهماً في التأثير في النشاط الاقتصادي بشكل عام والنشاط المالي بشكل خاص، كما أنّ توقعات الأفراد والشركات وتغيّر تصرفاتهم على المستوى الجزئي له أهمية في تحديد فعالية سياسة الإنفاق العام والسياسات الضريبية وآثارها، إذ أنّ استهلاك واستثمار الأفراد والشركات يعتمد في بعض جوانبه على ثقتهم بالسياسات المالية الحكومية.

ويمكن تلخيص ذلك بالفرضية الرئيسية التالية:

تتبعكس التغيرات والتقلّبات في السياسات المالية على مؤشرات أسواق المال في الدول العربية:

وينبثق عن هذه الفرضية الفرضيات الفرعية التالية:

- 1- تؤثر التغيرات في الإنفاق العام على أداء الأسواق المالية في الدول العربية.
- 2- تؤثر التغيرات في الإيرادات العامة على أداء الأسواق المالية في الدول العربية.
- 3- تؤثر التغيرات في عجز الموازنة العامة على أداء الأسواق المالية في الدول العربية.

خامساً-منهج البحث:

لوصول إلى أهداف الدراسة واختبار فرضياتها، فإنّ المنهج المتبع هو المنهج الوصفي التحليلي، إذ تمّ استخدام الأساليب القياسية الحديثة لتحليل نماذج البيانات المقطعية (Panel Data)، وذلك من خلال دراسة نموذجي وسطي المجموعة المدجة (Pooled Mean Group) ووسطي المجموعة (Mean Group)، بهدف دراسة ديناميكية العلاقة بين السياسة المالية ومؤشرات أسواق المال، وذلك من خلال استخدام برنامجي التحليل الإحصائي (Eviews 10) و (Stata 15).

سادساً-حدود البحث:

الحدود المكانية: (مصر-الأردن-تونس-المغرب) و(قطر-الإمارات-السعودية)

الحدود الزمانية: الفترة ما بين عامي (1999-2018).

سابعاً-متغيرات البحث:

المتغيرات التابعة:

- 1- مؤشر أسعار الأسهم
- 2- مؤشر حجم السوق
- 3- مؤشر معدل التداول
- 4- مؤشر معدل الدوران

المتغيرات المستقلة:

- 1- الإنفاق الحكومي.
- 2- الإيرادات الضريبية.
- 3- الإيرادات الحكومية غير الضريبية.
- 4- الإيرادات النفطية.
- 5- عجز الموازنة.

مصادر البيانات:

اعتمد البحث على البيانات السنوية للدول المدروسة، التي تم الحصول عليها من قاعدة بيانات صندوق النقد العربي، وصندوق النقد الدولي، ومواقع وزارات المالية، والمصارف المركزية، والأسواق المالية، ومراكز الإحصاءات الرسمية للدول المدروسة.

ثامناً-الدراسات السابقة:

- 1- كنعان. علي، الجشي. محمد. (2018). "أثر السياسات النقدية والمالية على تقلبات أسعار الأسهم في تركيا": هدفت الدراسة لاختبار أثر السياستين المالية والنقدية على أسعار الأسهم في تركيا، وذلك باستخدام العرض النقدي وأسعار الفائدة كمتغيرات عن السياسة النقدية، والإنفاق الحكومي والإيرادات الضريبية كمتغيرات عن السياسة المالية، ومؤشر أسعار الأسهم في سوق اسطنبول المالي (Bist100) كمتغير عن سوق المال، وذلك باستخدام بيانات شهرية للفترة بين عامي (2006-2016)، وخلصت الدراسة إلى:

- إن أدوات السياسة النقدية والمتمثلة بالعرض النقدي وأسعار الفائدة، ترتبط بعلاقة عكسية مع أسعار الأسهم في السوق المالية التركية، وبإجراء اختبار (VECM) لتحديد فيما إذا كان هنالك علاقة في الأجلين الطويل والقصير بين المتغيرات المدروسة، تبين أن تغيرات أسعار الفائدة لها علاقة مع تقلبات أسعار الأسهم في الأجلين القصير والطويل، بينما تغيرات العرض النقدي لها علاقة في الأجل الطويل فقط.

- لا توجد علاقة بين أدوات السياسة المالية، المتمثلة بالإنفاق الحكومي والإيرادات الضريبية، والتقلبات في أسعار الأسهم في السوق المالية التركية.

Lawa.A.I, Somoye. R.O et al. (2018). **“The effect of fiscal and monetary policies -2 interaction on stock market performance: Evidence from Nigeria”**:

تناولت الدراسة تأثير التفاعلات بين السياسات المالية والتقديّة في سلوك سوق الأسهم في نيجيريا، وتأثير تقلب هذه التفاعلات في سوق الأسهم النيجيرية من خلال مؤشر أسعار المستهلك، والناتج المحلي الإجمالي الحقيقي، والإنفاق الحكومي، والعرض التقدي، وسعر الفائدة، وسعر الصرف، ومؤشر ASI، وذلك للفترة بين عامي (1985-2015)، حيث اختبرت الدراسة البيانات الشهرية باستخدام نماذج ARDL و EGARCH، وأظهرت النتائج:

- وجود تفاعل بين السياسات التقديّة والمالية التي تؤثر في عوائد سوق الأسهم في نيجيريا، إذ تظهر نتائج ARDL دليلاً على وجود علاقة طويلة المدى بين ASI والسياسات التقديّة والمالية.
- إنّ مؤشر ASI حسّاس إلى حدّ كبير لتقلّبات التفاعلات بين أدوات السياستين.
- هنالك ضرورة لدمج كلّ من السياسات التقديّة والمالية في نموذج واحد عند صياغة سياسة سوق الأسهم، إذ أنّ تفاعلها يؤثر بشكل كبير في سلوك السوق، ومن ثمّ يجب النّظر إلى السياستين جنباً إلى جنب.

3-مناصرة، خولة. (2016). أثر السياسة المالية على أداء سوق الأوراق المالية (دراسة حالة الأردن). أطروحة دكتوراه:

هدفت الدراسة لبيان أثر أدوات السياسة المالية على مؤشرات أداء سوق عمان المالي للفترة بين عامي (1999-2014)، من خلال دراسة علاقات الارتباط بين النفقات العامة والإيرادات الضريبية والدين العام الداخلي، ومؤشرات أداء سوق عمان المالي، وخلصت الدراسة إلى

- وجود علاقة ارتباط طردية بين الإنفاق العام ومؤشرات أداء سوق عمان المالي.
- وجود علاقة ارتباط طردية بين الإيرادات الضريبية ومؤشرات أداء سوق عمان المالي.
- عدم وجود علاقة ارتباط بين الدين العام الداخلي ومؤشرات أداء سوق عمان المالي.

Anghelache.V.G, Jakova.S, Oanea. C. D. (2016). **“Fiscal Policy and Capital Market -4 Performance : Evidence from EU Countries from Central and Eastern Europe”**:

هدفت الدراسة إلى تحليل العلاقة بين السياسات المالية وأداء أسواق المال في ست دول أوروبية مختلفة موزعة بين وسط وغرب أوروبا وهي: (التشيك، سلوفاكيا، بلغاريا، بولندا، رومانيا، هنغاريا)، للفترة بين عامي (2004-2015)، وذلك للوصول إلى فهم دقيق لطبيعة هذه العلاقة بهدف تحليل المؤشرات، لذا تمّ إجراء البحث باتجاهين، أولاً: تأثير السياسة المالية في أداء السّوق المالي، وثانياً تأثير أداء أسواق المال في السياسة المالية، وذلك عن طريق استخدام الإنفاق الحكومي والإيرادات العامة كمتغيّرات للسياسة المالية، ومؤشرات الأسواق المالية كمتغيّرات عن أسواق مال هذه الدّول، وخلصت الدّراسة إلى:

- وجود علاقة ثنائية بين السياسة المالية وأداء أسواق المال في كلٍّ من جمهورية التشيك وسلوفاكيا.
 - تؤثر السياسة المالية فقط في أداء السوق المالي في بلغاريا.
 - في بولندا فإن أداء سوق المال هو الذي يؤثر في السياسة المالية.
 - بالنسبة إلى المجر ورومانيا فلم تتوصل الدراسة إلى وجود تأثيرات كبيرة متبادلة بين أداء أسواق المال والسياسة المالية.
- El Montasser. G, Gupta. R, Jooste. C, & Miller. S.M. (2015). **“The time-series linkages -5 between US fiscal policy and asset prices”**:
- أجرى الباحثون في هذه الدراسة تحليلاً للعلاقة بين السياسة المالية وعوائد أسعار الأصول (الأسهم والعقارات) في الولايات المتحدة الأمريكية للفترة بين عامي (1890-2013)، إذ درسوا ديناميكية العلاقة بين السياسة المالية وعوائد أسعار الأسهم والعقارات، وميّزوا ما بين التقلبات المنخفضة والتقلبات المرتفعة، وقد أظهرت نتائج البحث ما يلي:
- وجود مؤشرات على أن ارتفاع نسبة الفوائض بالنسبة إلى الناتج المحلي تخفض من عوائد أسعار العقارات.
 - إن أسعار الأسهم تنخفض استجابةً للصدمات في السياسة المالية في العام الأول فقط، ولكن بعدها ترتفع لمدة ثماني سنوات متتالية.
 - إن أسعار الأسهم تؤثر في السياسة المالية، وبشكل أكبر من الاستجابة للتغيرات في أسعار العقارات، وإن استجابة السياسة المالية لعوائد الأسهم ثابتة نسبياً خلال مدة الدراسة.
- Osi. A. R. (2015). **“Financial Market Development and Fiscal Deficit Financing In Nigeria”**-6
- اختبرت الدراسة دور تمويل عجز الموازنة من السوق المحلية وأثره في تطور السوق المالي في نيجيريا، وهدفت الدراسة إلى البحث عن وجود علاقات معنوية بين خيارات تمويل العجز وتطور السوق المالي للبلد في المدى القصير والطويل، وبحنت الدراسة أيضاً بالعلاقة السببية بين العجز المالي والأسواق المالية، بالإضافة إلى ذلك فقد تقصّت عن أثر التزاحم بين الدين العام واستثمارات القطاع الخاص، ولتحقيق هذه الأهداف استخدم نموذج العجز الثنائي الكينزي، الذي يركز على العلاقة بين عجز الموازنة وعجز الحساب الجاري، لاختبار العلاقة بين تمويل العجز وتنمية السوق المالي، وقد توصلت الدراسة إلى ما يلي:
- وجود علاقة في المدى الطويل بين تمويل العجز وتنمية السوق المالي.
 - عجز الموازنة والدين العام والإنفاق الحكومي له تأثير معنوي في تنمية السوق المالي في نيجيريا.
 - إن الدين العام يؤثر بشكل سلبي في استثمارات القطاع الخاص، وأنه يزاحم الاستثمار في القطاع الخاص.
 - إن السياسة المالية في نيجيريا تؤدي دوراً مهماً في الاستقرار الكلي للاقتصاد، وأن على الحكومة العمل على تثبيت عجز الموازنة.

7- عبدلي. حنان. (2014). "دور السياسة المالية في تطوير أدا سوق الأوراق المالية: دراسة سوق مصر ونيويورك للأوراق المالية":

سعت الدراسة لبحث أثر السياسة المالية على أداء السوق المصرية وسوق نيويورك، وذلك للفترة بين عامي (1990-2011)، إذ أخذت الإيرادات الحكومية والإنفاق العام كمؤشرات عن السياسة المالية، ومؤشر السوق المصرية (EGX) كمؤشر عن سوق الأسهم المصرية، ومؤشر (S&P) كمؤشر عن سوق نيويورك، باستخدام نموذج (ARCH)، وكانت أبرز نتائج هذه الدراسة: هنالك علاقة بين التغيرات في الإنفاق العام والإيرادات العامة والتقلبات في مؤشرات أسعار الأسهم في كل من السوق المصرية وسوق نيويورك.

Javed.A.M, Shahazad.N, Sheikh.I. et al (2014). **"Impact of macroeconomics variable on the -8 5stock market index; A study from Pakistan"**:

تمحورت أهداف هذه الدراسة حول اختبار مدى إمكانية تأثير بعض العوامل الاقتصادية مثل السياسات المالية والسياسات النقدية ومعدل التضخم في أداء سوق المال في باكستان، خلال فترة الأزمة المالية العالمية بين عامي (2007-2009)، عن طريق استخدام بيانات شهرية، إذ أخذت الإيرادات الحكومية والإنفاق العام كمؤشرات عن السياسة المالية، في حين أخذ سعر الفائدة كمؤشر عن السياسة النقدية، ومؤشر السوق كمؤشر عن سوق المال، وتوصلت الدراسة للنتائج التالية: إن أداء مؤشر السوق المالي في باكستان يتأثر بشكل معنوي في السياسات المالية والنقدية والتضخم، إذ بينت النتائج أن:

- أسعار الفائدة والإيرادات الحكومية لها علاقة سلبية بمؤشر السوق.
- معدل التضخم والإنفاق العام لها علاقة معنوية إيجابية بمؤشر السوق.

Chatziantoniou. I, Duffy. D, & Filis. G. (2013). **"Stock Market Response to Monetary and -9 Fiscal Policy Shocks: Multi-Country Evidence"**:

عمد الباحثون في هذه الدراسة للتحقق فيما إذا كان لصدمات السياسات المالية والنقدية تأثير في السوق المالي في كل من الولايات المتحدة الأمريكية والمملكة المتحدة وألمانيا للفترة الممتدة بين عامي (1991-2010)، باستخدام مؤشر الأنشطة الاقتصادية العالمي والنتائج المحلي الإجمالي والميل الحدي للاستهلاك والإنفاق العام كمؤشرات عن السياسة المالية، والعرض النقدي M_1 وسعر الفائدة كمؤشرات عن السياسة النقدية، ومؤشرات الأسواق المالية لهذه الدول، وتوصلت الدراسة إلى ما يلي:

- إن كلاً من متغيرات السياسة المالية والنقدية على حد سواء لها تأثير في السوق المالي، وذلك بشكل مباشر أو غير مباشر.
- إن التفاعل بين السياستين مهم جداً لشرح التطورات التي تطرأ على سوق الأسهم.

وبتحديد أكبر فإن التفاعل بين السياستين المالية والنقدية له آثار مباشرة على تطورات السوق المالي في المملكة المتحدة، أما بالنسبة إلى ألمانيا لم تستطع الدراسة التوصل لدلائل على وجود آثار مباشرة للسياسة المالية على أداء سوق الأسهم، بينما

وجدت أنَّ هناك آثاراً غير مباشرة تتُّم من خلال قناة سعر الفائدة، أمَّا بالنسبة إلى العرض النقدي فإنَّ له تأثيراً إيجابياً في مؤشر السُّوق، ومن ثَمَّ فإنَّها توصَّلت إلى أنَّ للتفاعل بين السِّيَاسَتين الماليَّة والنَّقديَّة في ألمانيا أهميَّة كبيرة في تفسير التَّغيُّرات في مؤشر DAX30، أمَّا بالنسبة إلى الولايات المتَّحدة فإنَّ للعرض النقدي تأثيراً في أسعار الفائدة الَّتِي تَوَثَّر بشكل سلبي في السُّوق المالي، كما أنَّ مؤشر Daw Jones لم يظهر أي تأثير مباشر بالسِّيَاسة الماليَّة، لكن مع ذلك فإنَّ البحث قد توصَّلت إلى وجود علاقة بين الإنفاق الحُكُومِيَّ والعرض النقدي، وعليه فإنَّ الدِّراسة ترى أنَّ التفاعل بين المتغيِّرات الماليَّة والنَّقديَّة له أهميَّة في تفسير التَّغيُّرات في سوق الأسهم الأمريكيَّة أيضاً.

Bekhet. H. A, Othman. S. A. (2012). “Examining the Role of Fiscal Policy in -10 Malaysian Stock Market”:

هدفت الدِّراسة لتحليل العلاقة بين مؤشر السُّوق المالي والسِّيَاسات الاقتصاديَّة (الماليَّة والنَّقديَّة) في ماليزيا، وذلك باستخدام البيانات ربع السنوية للفترة بين عامي (1999-2011)، بهدف تحديد طبيعة العلاقة بين هذه السِّيَاسات والسُّوق المالي في المدى القصير والطويل، عن طريق استخدام العرض النقدي وسعر الفائدة كمتغيِّرات عن السِّيَاسة النقديَّة، والإنفاق الحُكُومِيَّ والضَّرائب كمتغيِّرات عن السِّيَاسة الماليَّة، وخلصت الدِّراسة إلى:

- وجود علاقة في المدى الطويل بين مؤشر السُّوق المالي والتَّقلُّبات في متغيِّرات السِّيَاسة الماليَّة الإنفاق العام والضَّرائب.
- إنَّ مؤشر السُّوق يتأثَّر بالتَّغيُّرات في العرض النقدي، في حين أنَّه لم يكن حسَّاساً للتَّغيُّرات في سعر الفائدة.
- وجود علاقة بين مؤشر السُّوق المالي والمتغيِّرات النقديَّة في المدى القصير، وإلى أنَّ متغيِّرات السِّيَاسة الماليَّة لا تَوَثَّر في مؤشر السُّوق المالي في المدى القصير.

Pomeranets.A, Weaver.D.(2012). “Security Transaction Taxes and Market Quality”:-11

اختبرت الدِّراسة التَّقلُّبات في جودة متغيِّرات السُّوق المالي المرتبطة بالتعديلات على ضريبة الأسهم في ولاية نيويورك للفترة بين عامي (1932-1981)، الَّتِي أوجدت لتكون ذات تأثير مباشر في تقلُّبات الأسهم الفرديَّة، وأسعار البيع والشراء، والتأثير في أسعار الصَّفقات، كما اختبر الميل الحدي لدى التَّجَّار إلى تغيُّر أماكن التداول لتجنب الضَّرائب، وخلصت الدِّراسة إلى:

- وجود أدلَّة تثبت وجود علاقة عكسية بين ضريبة الأسهم والحجم، وإلى عدم وجود علاقة ثابتة بين مستوى ضريبة الأسهم والتَّقلُّبات في محفظة الأوراق الماليَّة.
- لا توجد أدلَّة ثابتة على تغيُّر أماكن التَّدَاول لهذا السبب.
- إنَّ إخضاع الأسهم المتداولة للضَّرائب يؤدِّي إلى تشويه جودة السُّوق.

12- الهيتي، أحمد، محمد، بختيار. (2011). "أثر تقلبات الإيرادات النفطية في مؤشرات الاقتصاد الكلي وأداء أسواق الأوراق المالية في دول مجلس التعاون الخليجي":

هدف البحث لدراسة العلاقة بين التقلبات في أسواق النفط وأداء الأسواق المالية في دول الخليج العربي، وذلك بهدف تحديد مدى انعكاس التقلبات في هذه الأسواق على مؤشرات أداء أسواقها المالية، كون النفط يُعد المصدر الأول للإيرادات العامة لهذه الدول، إذ انطلق البحث لدراسة هذه العلاقة من نظرية التقلبات الاقتصادية، وأثر التغيرات في أسواق النفط على المتغيرات الكلية في دول الخليج العربي، ومن ثم انتقال تأثير المتغيرات الكلية إلى الأسواق المالية، وتوصلت الدراسة إلى:

- إن الاعتماد المباشر لاقتصاديات دول الخليج على النفط يجعل من أسواقها المالية شديدة الحساسية للتقلبات التي تطرأ عليه، وهذا يظهر واضحاً في مؤشرات أداء الأسواق المالية.
- إن ارتفاع عوائد أسواق النفط له تأثير إيجابي في المتغيرات الاقتصادية الكلية وفي أداء الأسواق المالية، وذلك على عكس الاتجاه بالنسبة إلى الأسواق المالية المتقدمة.

13- Afonso,A,Sousa,R.M.(2011).“*What are the effects of fiscal policy on asset markets?*”: أجرت الدراسة تحليلاً للعلاقة بين صدمات السياسات المالية وأسواق المال وأسواق العقارات لعدد من الدول وهي: الولايات المتحدة وبريطانيا وألمانيا وإيطاليا، وتوصلت الدراسة إلى:

- إن صدمات الإنفاق العام لها تأثير إيجابي ودائم في الناتج المحلي الإجمالي في كلٍ من الولايات المتحدة وبريطانيا، في حين أن هذا التأثير كان في ألمانيا وإيطاليا مؤقتاً، وقد كانت له آثار إيجابية ودائمة في أسعار العقارات، بينما كانت آثاره في أسواق الأسهم سلبية ومختلطة على مستويات الأسعار.
- إن صدمات السياسة المالية تؤدي دوراً ثانوياً في أسواق الأصول في الولايات المتحدة وألمانيا، في حين أن لها دوراً كبيراً في زيادة التقلبات في أسعار العقارات والأوراق المالية في بريطانيا، وأن صدمات الإيرادات الحكومية تزيد من التقلبات في أسواق إيطاليا.

14- Tagkalakis.A.(2009),“*The effect of asset price volatility on fiscal policy outcomes*”: هدفت الدراسة لاختبار تأثير التقلبات في أسواق الأصول في التغيرات في أوضاع السياسات المالية، بالتطبيق على عينة من 17 دولة من دول منظمة التعاون والتنمية الاقتصادية (OECD)، للفترة بين عامي (1970-2005)، وتوصلت الدراسة إلى: إن التقلبات في أسعار الأصول تؤثر في متغيرات السياسة المالية التقديرية بشكل إيجابي ومعنوي، وهو ما يعاكس ما توصلت إليه دراسة (Fatas and Mihov,2003) إذ وجدت أن التقلبات في أسعار الأصول له انعكاسات سلبية على الإنتاج والنمو الاقتصادي، إذ أن ارتفاع التقلبات في أسعار العقارات يؤدي إلى تضخيم التقلبات في كلٍ من الإنفاق الحكومي ومتغيرات

السياسة المالية التقديرية، في حين أن التقلبات في أسعار الأسهم تزيد من التقلبات في متغيرات السياسة المالية، وذلك من خلال قناة الإيرادات العامة.

Laopodis. T. L. (2009). **“Fiscal Policy, Monetary Policy, and the Stock Market”**: -15

أجرى الباحث اختباراً لديناميكية العلاقة بين عجز موازنة الاحتياطي الفيدرالي الأمريكي والسياسة النقدية والسوق المالية في الولايات المتحدة الأمريكية، للفترة بين عامي (1960-2004)، وتوصلت الدراسة إلى:

- هنالك أهمية كبيرة لعجز الموازنة في التأثير على سوق المال، وهو ما يعارض ما تقترحه فرضية ريكاردو.
- أظهر تحليل حساسية السوق لكل من الضرائب والإنفاق العام أن السوق المالية في الولايات المتحدة حساسة للضرائب بشكل أكبر من حساسيتها للإنفاق الحكومي، وذلك عند استبدال عوائد السوق بـضرائب الشركات قبل وبعد الضريبة والعوائد السوقية الإضافية.
- إن الارتفاع غير المتوقع في أسعار الفائدة من قبل الاحتياطي الفيدرالي يؤدي إلى انخفاض العوائد المتوقعة من الأسهم مما يؤدي إلى انخفاض أرباح الشركات، ومنه انخفاض الإيرادات الضريبية المحصلة من هذه الشركات.
- إن وجود علاقة واضحة وصريحة بين التضخم وعجز الموازنة، وسعر الفائدة وأسعار الأسهم ومؤشرات السوق المالي تستجيب بشكل سلبي للتغيرات الطارئة في معدلات التضخم، لذلك اقترحت الدراسة وجوب أخذ المعلومات عن التضخم بعين الاعتبار قبل تسعير الأصول.

Ardagna. S. (2004). **“Financial Markets’ behavior around episodes of large changes in the fiscal stance”**:

استخدمت الدراسة بيانات عن دول منظمة التعاون والتنمية الاقتصادية (OECD)، للفترة بين عامي (1960-2002)، وهدفت إلى إظهار تأثير القيم السوقية في أسواق المال نتيجة للانضباط في المالية العامة الحكومية، إذ ينطلق البحث من وجهة نظر تقول: أن التغيرات التي تطرأ على السياسة المالية من حيث التسهيل أو التشدد، والتي تعود إلى تغير الأوضاع الاقتصادية التي تمر بها الدول تؤثر في القيم السوقية في أسواق المال، وتوصلت الدراسة إلى:

- إن النتائج التي ظهرت تعتمد على الظروف المالية الأولية للدول المدروسة، وعلى الآلية المالية التي تتبعها كل دولة.
- إن التغيرات التي تطرأ سنوياً على السياسة المالية مع وجود مستويات مرتفعة من العجز الحكومي، والتي يتم معالجتها من خلال تخفيض حجم الإنفاق العام، تؤدي إلى حدوث انخفاض دائم ومستمر في الدين العام، ومن ثم انخفاض أكبر في أسعار الفائدة، وارتفاع أسعار الأسهم في السوق المالي.

Tavares. J, Valkanov. R. (2001). “*The neglected effect of fiscal policy on stock and bond -17 returns*”:

- أجري في هذه الدراسة تحليل لتأثير الضرائب والإنفاق الحكومي في عوائد الأسهم والسندات الحكومية وسندات الشركات، في الولايات المتحدة الأمريكية للفترة بين عامي (1960-2000)، وتوصلت الدراسة إلى:
- وجود آثار معنوية إحصائية واقتصادية للضرائب في العوائد، وأن هذه الآثار متشابهة بالنسبة إلى الأسهم والسندات، والذي اعتبر أنه من الممكن تفسيرها نتيجة للثبات في مستوى الضرائب المفروضة.
 - إنَّ الارتفاع في الإنفاق الحكومي له آثار إيجابية في العوائد المتوقعة، لكنَّ التأثير لم يكن معنوياً إلا في السندات قصيرة الأجل.
 - يجب أخذ صدمات السياسة المالية بعين الاعتبار وإعطائها أهمية أكبر عند إجراء تسعير للأصول.

❖ موقع الدراسة الحالية من الدراسات السابقة:

تندرج هذه الدراسة ضمن الدراسات التي تبحث في أثر السياسة المالية في مؤشرات أسواق المال، وتعدُّ من أكثرها شمولاً، إذ تضمَّنت متغيَّرات مختلفة لأسواق المال (مؤشِّر أسعار الأسهم، وحجم السُّوق، ومعدَّل التداول، ومعدَّل الدوران)، ومتغيَّرات عن السياسة المالية (الإنفاق الحكومي - والإيرادات الضريبية - وعجز الموازنة، والإيرادات الحكومية غير الضريبية، والإيرادات النفطية)، على حين أنَّ معظم الدراسات قد تناولت بعضاً من هذه المتغيَّرات، وهو ما يعطي هذه الدراسة الإمكانية لمقارنة الآثار التي تُحدثها هذه المتغيَّرات فيما بينها وتحديد أيها الأكثر تأثيراً، وتختلف هذه الدراسة عن الدراسات السابقة، من حيث زمن ومكان الدراسة، إذ أنَّه فيما توفَّر من دراسات سابقة للباحث لم يتم تناول دراسة أثر السياسة المالية في الدُّول العربية على أسواق المال لعينة بهذا الحجم، ولا بهذا الشَّكل من التحليل، أو لم يتم دراسة تأثيرها على أسواق المال في هذه الدُّول على الإطلاق من قبل.

الفصل الأول: السّياسة الماليّة في الفكر الاقتصاديّ

المبحث الأول: السّياسة الماليّة: مفهومها - أهدافها - أدواتها

المبحث الثاني: السّياسة الماليّة في إطار المدارس الاقتصادية

المبحث الثالث: هيكلية السّياسة الماليّة في إطار النظم الاقتصادي المختلفة

المبحث الأول

السّياسة الماليّة: مفهومها-أهدافها-أدواتها

مُهيّد:

تشمل السّياسة الاقتصاديّة لأية دولة مجموعة من السّياسات والأدوات، الّتي تعمل كلّ منها لتحقيق هدفٍ، أو مجموعة من الأهداف، وتسعى في محصلّتها إلى تحقيق التّوازن والاستقرار الاقتصادي ورفع معدلات النمو، وتعدّ أدوات الماليّة الحكوميّة إحدى أهمّ أدوات السّياسة الاقتصاديّة الّتي يتمّ استخدامها لتحقيق هذه الأهداف.

ومفهوم الماليّة العامّة من المفاهيم الّتي طرأت عليها تحولات كبيرة في التّاريخ الاقتصادي والاجتماعي والمالي، فهي تعدّ المرآة لدور الدّولة الاقتصادي والاجتماعي، كما أنّها تشكّل انعكاساً له في كلّ العصور.

وتعود الجذور الأولى للماليّة العامّة للدّولتين السومرية والأكادية الّلتين فُرضت فيهما الضّرائب على الزراعة والتجارة، إذ قُسمت لجزء يدفع لخزينة الملك وجزء للمعبد، وفيما تلا ذلك من العصور قامت الإمبراطوريات والدّول الّتي أنشئت بتطوير وتنظيم أنظمة الضّرائب والإنفاق العامّ فيها، كالدّولة البابلية والأشورية والكنعانية والفرعونية والفارسية والبيزنطية، ومن بعد ذلك الإسلامية، وقد اختلفت المفاهيم الماليّة فيما بينها.

وخلال العصور الّتي سبقت العصر الإسلامي كان دور الماليّة العامّة شبه معدوم، ولم تكن هنالك أية مؤشّرات على وجود سياسة ماليّة قائمة ومنفصلة عن ماليّة الحكام، إذ كانت ماليّة الدّولة مرتبطة بماليّة الحاكم ولا يوجد عليها أية رقابة، أمّا في العصر الإسلامي وبالنظر للدور الّذي أدّته الدّولة في ذلك العصر في الحياة الاقتصاديّة والاجتماعية والسياسية، فقد ظهر دور الأدوات الماليّة الإسلامية في تحقيق أهدافها في تلك المجالات، فتكوّنت رؤية جديدة للماليّة العامّة، ولدورها في تحقيق الأهداف الّتي تسعى الدّولة لتحقيقها، وأُسّست القواعد الأساسيّة للماليّة العامّة، إذ انفصلت ماليّة الدّولة عن ماليّة الحاكم، وأنشئ بيت مال المسلمين¹، لذا فقد شهد العهد الإسلامي أولى الكتابات المتخصّصة في شؤون الماليّة العامّة ككتاب الخراج لأبي يوسف عام (174هـ-787م)، الّذي نظّم فيه أمور الجباية والإنفاق والخزينة، وكتاب آدم القرشي الّذي شرح فيه كتاب الخراج، وكتاب الأموال لابن سلام، وكتاب الأحكام السلطانية للمواردي، وكتاب إصلاح الرّاعي والرعية لابن تيمية، بالإضافة لكتب أخرى عديدة، أمّا في العصور الوسطى فقد ظهرت العديد من الكتابات الّتي تناولت جوانب مختلفة من الماليّة الحكوميّة، ككتاب الجمهورية لجان بودان، وكتاب روح القوانين لمونتيسكيو، وثروة الأمم لأدم سميث؛ الّذي أسّس من خلاله للمذهب الاقتصادي الكلاسيكي. أمّا في القرن العشرين وبعد أزمة الكساد العظيم الّتي

¹ العكام، محمد خير. (د.ت). السّياسة الماليّة والضّريبية، الموسوعة القانونيّة المتخصّصة. بتصرف، (المجلد الخامس عشر، القانون المالي، ص 225)، سورية: الموسوعة العربيّة.

ضربت الاقتصادات عام 1929، فقد ظهر مذهب اقتصادي مالي جديد، أعطى الدولة دوراً أكثر أهمية في تنظيم الحياة الاقتصاديَّة من خلال أدائها الماليَّة، وضعت أسس هذا المذهب من خلال كتاب "النَّظريَّة العامَّة في التشغيل والفائدة والنقود" لجون مينارد كينز¹. وقد عُرفت الماليَّة العامَّة بتعاريف مختلفة، تختلف حسب وجهات نظر المدارس الاقتصاديَّة التي ينتمي إليها أصحابها، إذ عرفت كالتالي: فوفقاً لوجهة نظر الاقتصاد الإسلامي: هي مجموعة الأحكام الشرعيَّة الواردة في القرآن الكريم والسنة النبويَّة الشريفة، فيما يتعلَّق بالملكيَّة الخاصَّة، وبأموال بيت مال المسلمين، وكيفية وطرق الحصول عليها، وأوجه التصرف فيها، وآليات جباية الإيرادات العامَّة من مصادرها المختلفة - الضرائب، والزكاة، والفيء، والغنائم، والعشور، والقروض العامَّة، وطرق إنفاقها وفقاً للشريعة الإسلاميَّة². ويظهر من خلال هذا التعريف أنَّ الماليَّة العامَّة في الإسلام، تبنى على الآليات والإجراءات التي تتخذها الدولة الإسلامية في إدارة إيراداتها ونفقاتها، لتحقيق مقاصد الشريعة، بناءً على النصوص القرآنيَّة والأحاديث النبويَّة، وذلك لربط الروح بالمادَّة معاً؛ أي أنَّ القواعد الشرعيَّة المبنية عليها، تصل بين المادة والفريضة الإلهيَّة في العبادة لقوله تعالى: ﴿خُذْ مِنْ أَمْوَالِهِمْ صَدَقَةً تُطَهِّرُهُمْ وَتُزَكِّيهِمْ بِهَا﴾ (التوبة: 103)³. فيما عرف الكلاسيك علم الماليَّة العامَّة بأنَّه: العلم الذي يبحث بالوسائل التي تحصل الدولة بها على الإيرادات اللازمة لتغطية النفقات العامَّة، وتوزيع العبء الناتج عن ذلك على أفراد المجتمع.

ويلاحظ في هذا التعريف أنَّه يركِّز على طبيعة الإيرادات والنفقات العامَّة، إذ يرى الكلاسيك أنَّ سبب وجود الإيرادات العامَّة هو النفقات العامَّة، ومن ثمَّ فإنَّ هدف الإيرادات العامَّة يتحدَّد بإشباع هذه النفقات فقط، التي من الممكن ترجمتها بمبدأ توازن الموازنة، الأمر الذي يمكن إدراجه تحت مبادئ النَّظريَّة التقليديَّة⁴. " أنَّ على الدولة ألاَّ تتدخل في الحياة الاقتصاديَّة والاجتماعية إلاَّ في أضيق الحدود، وإنَّ قوانين السُّوق والمنافسة التامة يحقِّقان التوازن الاقتصادي"، إذ أنَّه "مع إعطاء الزمن المجال الكافي لإحداث التعديلات في الأسواق فإنَّ كلاً من الأسعار والقيم ستتحرَّكان لتفعيل الاقتصاد الكلي، عند مستوى التشغيل الكامل"، وذلك رغم معرفتهم بحدوث انحرافات عن مستوى التشغيل الكامل بمعناه الواسع، لكنَّهم عزوا تلك الانحرافات إلى وجود تشوُّهات في السُّوق بالإضافة للتدخل الحكومي، لكنَّ الواقع العملي أثبت عدم صحَّة فروض الكلاسيك التي تتحدَّث عن المنافسة التامة، والتشغيل الكامل، وحيادية الدولة، ممَّا أدى إلى ظهور الماليَّة العامَّة المعوضة أو الوظيفية.

وفيما تلا ذلك، وبعد ظهور أفكار كينز، عُرفت الماليَّة العامَّة في العصر الحديث كالتالي: " دراسة تحليلية للنشاط المالي للقطاع العام، وما يستتبع هذا النشاط من آثار، بالنسبة إلى مختلف قطاعات الاقتصاد الوطني، وهي تتضمن فيما تتضمنه تكييفاً كمياً لحجم

¹ كنعان، علي. (2014). مبادئ الماليَّة العامَّة. بتصرف، سورية: منشورات جامعة دمشق، كلية العلوم السياسية، ص 27-29.

² الكفراوي، عوف. (2007). بحوث في الاقتصاد الإسلامي ونظامه المالي. الإسكندرية، مصر: مؤسسة الثقافة الجامعية، ص 93-94.

³ نابي، رحمة. (2014). النظام الضريبي بين الفكر المالي المعاصر والفكر المالي الإسلامي -دراسة مقارنة-. رسالة ماجستير، كلية العلوم الاقتصاديَّة والتجارية وعلوم التسيير، جامعة قسنطينة

2، ص 56.

⁴ المهدي، خالد، والخطيب، خالد. (2010). المالية العامَّة. دمشق، سورية: منشورات جامعة دمشق، مركز التعليم المفتوح، ص 19.

الإنفاق العام والإيرادات العامة، وتكيفاً نوعياً لأوجه هذا الإنفاق ومصادر هذه الإيرادات، بغية تحقيق أهداف معينة في طليعتها النهوض بالاقتصاد الوطني، ودفع عجلة التنمية، وإشاعة الاستقرار، وذلك من خلال التقريب بين طبقات المجتمع، وإتاحة تكافؤ الفرص بين جمهور المواطنين¹.

ويلاحظ من التعريف السابق أنه قد وسع من دور المالية الحكومية، إذ أبقى على أهمية تحليل ومراقبة النشاط المالي للمؤسسات القطاع العام، والنظر في آثار هذا النشاط على الاقتصاد الوطني، لكنه وسّع من أهمية دور نشاط هذه المؤسسات، ليصبح لها دوراً في الاستغلال الأمثل للموارد القومية، عن طريق التكيف الكمي والنوعي بين الإنفاق العام والإيرادات العامة، بعد أن كان ينظر للإنفاق الحكومي، بأنه إنفاق عقيم، ويجب حصره في أضيق الحدود.

إنّ حدوث أزمة الكساد الكبير وظهور أفكار كينز، الذي أعطى المالية الحكومية أهمية كبيرة، إذ جعلها ضابط الإيقاع للنشاط الاقتصادي، إذ أنّه وبحسب أتباع المذهب الكينزي فإنّ الحصول على الإيرادات العامة، لم يعد يهدف تغطية النفقات العامة، بل أصبحت أداة مالية بيد الحكومة، تستخدمها وتوجهها لتحقيق أهدافها المختلفة، إلى جانب الأهداف المالية التقليدية، وأصبحت المالية الحكومية جزءاً لا يتجزأ من النظام الاقتصادي والاجتماعي للدولة، وإنّ الظاهرة المالية جزء من الظاهرة الاقتصادية، وتخضع لقواعد التحليل الاقتصادي، ما يضمن التخصيص الأمثل للموارد القومية، عن طريق إعادة توزيع هذه الموارد، بين إشباع الحاجات العامة والخاصة أولاً، وضمان توزيع الدخل القومي بشكل أفضل بين الفئات الاجتماعية ثانياً، وضمان الاستغلال الأمثل للموارد القومية بهدف تحقيق التوازن الاقتصادي والاجتماعي².

أولاً-أهداف ووظائف علم المالية العامة:

تتمحور أهداف ووظائف علم المالية العامة حول النقاط التالية:

1-1- التنمية الاقتصادية: تعبّر التنمية عن التغيير الكيفي في البنيان الاقتصادي، وهي الأساس لعملية النمو، إذ إنّها تبنى على خلق طاقات، تؤدّي لإحداث تزايد دائم ومستمرّ في مستويات ومعدّلات ومؤشّرات الاقتصاد الوطني، وإنّ أهمية استثمار المبالغ المعدّة للاستخدام في موازنة الدولة، وتعدّد أوجه إنفاقها، وكذا تنوع أساليب اقتطاعها، يُعدّ العنصر الرئيس في تحقيق التنمية الاقتصادية في الاقتصاد الوطني، والتأثير في هيكليتها، ففيما يخصّ النفقات العامة، يجب على الدولة أن تجعل استخدامها منتجاً بصورة مباشرة أو غير مباشرة، أي أنّ تسهم النفقات التي تجريها الدولة، في إعادة توزيع الدخل الوطني ورؤوس الأموال المقطعة، أمّا فيما يتعلق بالإيرادات فعلى الدولة أن تتأكّد من إنتاجيتها، بمعنى أن تتكوّن من الدخل والثروة اللذين أسهم بهما الإنفاق العام³.

¹ فوزي، عبد المنعم. (1992). المالية العامة والسياسات المالية. بيروت، لبنان: ديوان المطبوعات الجامعية، الطبعة الرابعة، ص 12.

² المهائبي، محمد خالد، والخطيب، خالد، مرجع سابق، بتصرف، ص 20-21.

³ سيلام، حمزة، وولدزيو، فاتح. (2014). فعالية السياسة المالية في تحقيق الإصلاح الاقتصادي (دراسة حالة الجزائر-2000/2014). مذكرة ماجستير، بتصرف، جامعة أكلي محمد أولحاج، البويرة، الجزائر، ص 6.

1-2- تسوية التوازن الاقتصادي: يتأثر التوازن في الاقتصاد الوطني بعوامل داخلية وعوامل خارجية، فبالنسبة إلى العوامل الداخلية تؤدي المالية العامة مساهمة فعالة في تسوية الأوضاع الاقتصادية، إذ تسهم في تسوية حالة عدم التوازن الاقتصادي في حال حصوله، عن طريق استخدام الأدوات المالية التي تملكها من ضرائب ورسوم وإنفاق؛ فعندما تظهر بوادر كساد أو ركود تلجأ السلطات لزيادة الإنفاق العام، مما يسهم في تخفيف حدة الأوضاع، وتنمية الإنتاج عن طريق زيادة حجم الطلب الكلي، أما في فترات الرّواج فتحُدُّ السلطات من حجم الإنفاق العام، مما يؤدي إلى تخفيض الطلب الكلي، والحد من الارتفاع في معدلات التضخم، ومستويات الأسعار، ومن هنا نشأت نظرية الموازنة الدورية التي تبناها أتباع كينز حول دور الاستثمارات العامة في تصحيح الاختلالات في الاستثمار الخاص¹، أما بالنسبة إلى العوامل الخارجية فيتأثر التوازن بتقلبات الدورة التجارية العالمية بالمدى القصير، إذ تحدث هذه التقلبات نتيجة للتغيرات في ظروف التجارة العالمية، ويتم المحافظة على وضع التوازن ووقاية الاقتصاد من هذه التقلبات عن طريق اتباع سياسة الموازنة المرنة^{*}، إذ يقوم الإنفاق والدخل الحكومي تلقائياً، بمعالجة آثار الانخفاض أو الارتفاع في الدخل الوطني.

1-3- إشباع الحاجات الاجتماعية العامة: تؤدي الحكومة دوراً رئيساً في تحمل تكاليف ومهام إدارة وتمويل الأنشطة الاجتماعية الأساسية، كالصحة والتعليم والخدمات العامة؛ بهدف الحفاظ على سلامة البنية الأساسية للمجتمع.

1-4- رفع معدلات التوظيف وتحسين مستويات المعيشة: أن أول الأهداف للمالية العامة عند وضع خطط التنمية الاقتصادية هو زيادة معدلات التوظيف في الاقتصاد، إذ تعمل الحكومات على رفع هذه المعدلات من خلال عمليات الإنفاق الإنتاجية والاستثمارية والاجتماعية، وذلك بهدف تحسين ظروف الاستثمار والإنتاج في المجتمع؛ كتشديد الجسور والطرق ومشاريع البنى التحتية لزيادة حجم التشغيل، وتقديم الإعانات الاجتماعية والإنتاجية المختلفة، إذ أن هذه العمليات تساعد في زيادة فرص العمل، ومستويات الدخل، وزيادة حجم الطلب الكلي، ورفع الفعالية الإنتاجية للاقتصاد، الأمر الذي ينجم عنه تحسين الدخل، مما ينعكس إيجاباً على مستوى المعيشة بشكل عام.

1-5- التوزيع الأمثل للموارد الوطنية: تلعب أدوات السياسة المالية المختلفة دوراً هاماً في التأثير على توزيع الموارد فيما بين القطاعات، والأنشطة المختلفة في الاقتصاد، ففي البلدان النامية تكون عوائد رأس المال والدخل القومي منخفضة، وغير قادرة على القيام بعمليات التنمية في الاقتصاد، لذا تقوم الحكومات عن طريق الإنفاق العام بدفع هذه العمليات للقنوات المرغوبة، والتي يكون الاقتصاد بحاجة لها، من خلال إنشاء وتأسيس المشاريع الحيوية، التي تحتاجها الهيكلية الاقتصادية للدولة، في الوقت الذي تساهم به الإعفاءات والامتيازات الضريبية بشكل فاعل، بجذب الموارد ورؤوس الأموال إلى صناعات محددة، كما أن رفع معدلات الضرائب على أعمال وصناعات معينة يساهم في الحد من انتقال رؤوس الأموال إليها، ويؤدي لازدهار ونمو قطاعات أخرى.

¹ المرجع السابق، ص 6.

* الموازنة المرنة: وفيها يتم إعداد الموازنة العامة للدولة وفقاً لمستويات مختلفة من النشاط ضمن المدى الملائم الذي تعمل به الوحدات الاقتصادية، ويقصد بالمرنة السهولة في تنفيذ الموازنة ومراعاة الاحتمالات خلال السنة المالية.

ثانياً: مفهوم السّياسة الماليّة ومبادئها:

ارتبط تطوّر مفهوم السّياسة الماليّة بتطوّر دور الدّولة في النّشاط الاقتصادي، إذ كان يتفاعل مع التّغيّرات في الفكر الاقتصادي عبر الحقب الّتي مرّ بها، فبعد التخلّي عن مبدأ حياد الدّولة المالي، وحلول مفهوم الماليّة الوظيفيّة مكانه، أصبح هدف السّياسة الماليّة هو إحداث التّوازن المالي والاقتصادي والاجتماعي، وذلك من خلال التدخّل لإنهاء حالات التّضخّم والكساد، أو لمعالجة مشكلات سوء توزيع الدخل بين الطبقات الاجتماعية، لذا أصبحت ماليّة الدّولة ذات وزن كبير ومؤثّر في النّشاط الاقتصادي للدّولة، وغدت معظم الدّول سواء كانت نامية أم متقدّمة، تُجري مراجعة مستمرة لدور الحكومة في النّشاط الاقتصادي، مع اختلاف ظروف وأوضاع كلّ مجتمع؛ وذلك للوصول لأفضل صيغة لهذا الدور، والحصول على أفضل الآثار والنتائج.

واستخدم مصطلح السّياسة الماليّة بدايةً للدلالة على الماليّة العامّة والميزانيات الحكوميّة، واشتقّ هذا المصطلح في الأساس من الكلمة الفرنسيّة (Fisc)، الّتي تعني حافظة النقود أو الخزّانة، وتعرّز استخدامه على نطاقٍ واسع أكاديمياً بنشر كتاب Alvin.H.HANSEN "السّياسة الماليّة ودورات الأعمال"، ليعكس هذا المفهوم تطلّعات وأهداف المجتمع لإشباع الحاجات العامّة عبر تمويلها من موارد الموازنة.

وتعرف السّياسة الماليّة بأنّها: برنامج تخطيطه وتنقّذه الدّولة، مستخدمة فيه مصادرها الإيرادية وبرامجها الإنفاقية، للتأثير في كافّة متغيّرات النّشاط الاقتصادي والاجتماعي والسياسي، تحقيقاً لأهداف المجتمع¹.
كما تعرف: مجموعة الأهداف والأنشطة والإجراءات والتوجهات، الّتي تتبنّاها الدّولة للتأثير في الاقتصاد القومي؛ بهدف المحافظة على استقراره وتنميته، ومعالجة مشاكله، ومواجهة كافّة الظروف الاقتصاديّة المتغيّرة الّتي قد يتعرّض لها².

2-1- العوامل المحدّدة للسّياسة الماليّة:

لتحقيق أهداف السّياسة الماليّة وضمان فعاليتها، فإنّ السّياسة الماليّة بحاجة إلى عدّة عوامل منها³:

1-1-2 مدى تقدم المؤسسات العامّة وكفاءتها: تتولّى المؤسسات الحكوميّة عمليّات الإنفاق فيما يخصّ أعمالها، لذا فعند إجرائها لهذه العمليّات، وإتمامها دون إسراف أو تبذير، فإنّ ذلك يعدّ مؤشّراً على تقدّم وتطوّر هذه المؤسسات، وإنّ تقدّم وكفاءة المؤسسات الحكوميّة يؤدّي دوراً أساسياً في ترجمة الموازنة العامّة، وفي تحقيق أهداف السّياسة الماليّة.

2-1-2 مستوى الوعي الضّريري ووجود جهاز إداريّ كفء: تعدّ الضّرائب العنصر الرئيسي للإيرادات الحكوميّة لأية دولة، وتناسب حصيلتها طردياً مع درجة التقدّم الاقتصادي للدّول، فكلّما كان الاقتصاد أكثر تقدّماً كانت حصيلته أوفر من حيث الطاقة

¹ دراز، حامد عبد المجيد. (2004). السّياسة الماليّة. الإسكندرية، مصر: مطبوعات الدار الجامعية، ص 15.

² دراوسي، مسعود. (2006). السّياسة الماليّة ودورها في تحقيق التّوازن الاقتصادي. أطروحة دكتوراه، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، ص 48.

³ سعديّة، غانم، وغطاس، منال. (2015). السّياسة الماليّة ودورها في تفعيل الاستثمار المحلي دراسة حالة الجزائر 2001/2013. بتصرف، جامعة أكلي محمد أولحاج-البويرة، الجزائر، ص 10-9.

الضريبيّة، وتعتمد جميع أنواع الضرائب في تحصيلها فضلاً عن الطاقة الضريبيّة، على درجة الوعي الضريبي في المجتمع، وعلى مستوى كفاءة الجهاز المالي الحكومي، الذي يقوم بعملية التحصيل، وهما عاملان محدّدان لمدى قدرة السياسة الماليّة على تحقيق أهدافها.

3-1-2 مدى الاستقرار السياسي: أنّ تمتّع الدولة بجمودٍ سياسي ديمقراطي، قليل الأزمات والاضطرابات بين الأحزاب والفئات المشكلة له، خاصة فيما يتعلّق بالأمور الماليّة، يُعدّ عاملاً أساسياً لضمان سير السياسة الماليّة بشكلٍ مستقرٍّ، بعيداً عن القرارات والسياسات المحدودة والقصيرة الأجل، التي تتغيّر بين حكومة وأخرى، بل أنّ ابتعاد السياسات الاقتصاديّة بشكلٍ عامٍّ، والماليّة بشكلٍ خاصٍّ، عن التجاذبات السياسيّة، يضمن سيرها وفق خطط تنمويّة متوسّطة وطويلة الأجل، ذات خطوات متتابعة، تعمل جميع الأطراف على إنجاحها¹.

2-2- أدوات السياسة الماليّة:

وهي عبارة عن الوسائل التي تستخدمها الحكومة للتأثير في الحالة الاقتصاديّة السائدة، بهدف المحافظة على الاستقرار، وتحقيق الأهداف التي تسعى إليها، وتنقسم إلى الأدوات التالية:

2-2-1 النفقات العامّة:

تعدّ النفقات العامّة المرحلة الأساسيّة الأولى في علم الماليّة العامّة، وهي الأداة التي تمكّن الدولة من أداء أعمالها، وتنفيذ مقرّراتها، وتختلف أهميّة النفقات تبعاً للمبادئ السياسيّة، والمعتقدات الاقتصاديّة السائدة، فقد اختلف الدور الذي تؤديه في ظلّ الدولة المتدخلّة، عمّا كان عليه في ظلّ الدولة الحارسة، إذ كانت في ظلّ الدولة الحارسة ذات طابع ماليّ بحت، أي ليس لها أيّ دور اقتصاديّ أو اجتماعيّ، أمّا في ظلّ المتدخلّة فأصبحت النفقة أداة فعّالة لخدمة الأهداف الاقتصاديّة والسياسيّة والاجتماعيّة للأمة².

وتُعرّف النفقة العامّة بأنّها: مبلغ من المال تستعمله إحدى الهيئات أو المؤسسات الحكوميّة، بغرض تحقيق غرض أو نفع عام³، كما تُعرّف بأنّها: مبلغ نقديّ يخرج من خزانة عامّة تعود لجهة عامّة (إداريّة أو اقتصاديّة) في إطار ممارستها لأعمالها ومهامها، وبقصد إشباع حاجة عامّة⁴، ومن التعريفين السابقين يمكننا تحديد خصائص النفقة العامّة:

أ- النفقة العامّة هي مبلغ نقديّ: تجري الدولة عمليات الشراء، بهدف الحصول على السلع والخدمات اللازمة لإدارة الشؤون والمرافق العامّة، أو للحصول على الموادّ والأدوات اللازمة، لتسيير العمليّات الإنتاجيّة في المؤسسات الحكوميّة، كما أنّ جميع أشكال الإعانات والتبرّعات والهبات المنفقة بالأوجه المختلفة، شريطة اتّخاذها الشكل النّقدي، فإنّها تُصنّف في إطار النفقة العامّة.

¹ فرغم ما تتمتع به الولايات المتحدة الأمريكية من مناخ سياسي ديمقراطي، إلا أنّ عدم التوافق على كيفية إدارة السياسة الماليّة بين الحزبين الجمهوري والديمقراطي، ينجم عنه حدوث تقلبات كبيرة، بين كل فترة رئاسية وأخرى، وكمثال عنه الهاوية الماليّة "Fiscal cliff" التي كانت ستحدث في عهد الرئيس أوباما نتيجة للاقتطاعات في الإنفاق العام والرفع التلقائي للضرائب التي أقرت في عهد جورج بوش الابن والتي كانت ستحدث في مطلع عام 2013 والتي كانت تستهدف تخفيض عجز الموازنة، وكإلغاء الرئيس الجمهوري ترامب لقانون الرعاية الصحيّة المسمى "Obama care"، واتفاقية التجارة عبر المحيط الهادئ.

² شباط، يوسف. (2010). المالية العامّة والتشريع المالي. الجزء الأول، سورية: منشورات جامعة دمشق، كلية الحقوق، ص 97.

³ الفار، مصطفى. (2008). الإدارة الماليّة العامّة. الأردن: دار أسامة للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، ص 50.

⁴ السيوي، قحطان. (2008). المالية العامّة في سوريا. سورية: منشورات الهيئة العامّة السورية للكتاب، ص 178.

ب- النفقة العامة يقوم بها شخص عام (اعتباري): المقصود بالشخص العام هو الدولة ممثلة بإحدى هيئاتها أو مؤسساتها ذات الشخصية الاعتبارية مثل: الوزارات - والمحافظات - والبلديات - والجامعات، ويشترط في النفقة العامة أن تخرج من الذمة المالية للدولة، بمعنى أن صدور النفقة من هذه الجهات يجعلها تُصنّف كنفقة عامة، وهذا المعيار يسمى بالمعيار القانوني.

ت- الغرض من النفقة تحقيق نفع عام: هدف النفقات العامة هو إشباع الحاجات العامة، أي يرى البعض أن صدور النفقة العامة من جهة عامة لا يكفي، بل يجب أن يكون الهدف من وراء هذا الإنفاق قضاء غرض أو مصلحة عامة، لذا تتضمن الدساتير في الدول، كما تضع الأنظمة الاقتصادية المختلفة قيوداً قانونية عليها، كإقرار معظم أنواع النفقات من قبلها؛ حتى لا يتم استخدام النفقات العامة إلا لتحقيق النفع العام.

2-1-2 قواعد الإنفاق العام:

وهي عبارة عن الأسس التي تنظم آليات الإنفاق الحكومي، أو ما يطلق عليه دستور النفقات العامة، وهذه القواعد هي¹:

1- تحقيق أقصى منفعة:

أي أن تهدف النفقات العامة إلى تحقيق أكبر قدر من المنفعة، بأقل التكاليف الممكنة، أو تحقيق أعلى مستوى من الرفاهية، لأكبر عدد ممكن من أفراد المجتمع، وألا تكون موجهة لتحقيق منافع خاصة، أو أن تكون الشريحة المستفيدة منها محدودة جداً، أو منتقاة بناءً على عوامل اعتبارية، تخرج عن إطار حاجات المجتمع التنموية الاقتصادية أو الاجتماعية. ويتطلب تحقيق هذه القاعدة القيام بتحديد المتطلبات الأكثر أهمية للاقتصاد والمجتمع، ومستوى الحاجة لمختلف المشاريع، وإجراء المفاضلة بينها وفقاً للأولويات، والاعتماد على طبيعة المشكلات التي يواجهها الاقتصاد الوطني.

2- رفع إنتاجية النفقات العامة وحسن استخدامها:

تبنى هذه القاعدة على أساس أن على الهيئات العامة المعنية بالإنفاق العام إجراء عمليات الإنفاق بالأسلوب الأكثر كفاءة والأعلى منفعة، أي باستخدام أقل ما يمكن من مخصصات الموازنة، لتحقيق الأهداف التي يسعى إليها، وعليه يتوجب على هذه الهيئات مراعاة الاقتصاد في الإنفاق، الذي لا يقصد به الحد من الإنفاق والتقليل منه، إذا كانت هناك دواع تبرره، ولكن يقصد به حسن التدبير ومحاربة الإسراف والتبذير، والعمل على تحقيق أكبر عائد بأقل تكلفة ممكنة، وتوضيح أهمية هذه القاعدة في الإنفاق، كون النفقات العامة تنطوي على تصرف في مال يخرج من خزانة الدولة، ويقوم على هذا الإنفاق أفراد لا يملكون هذا المال، فلا يحرصون عليه عند إجراء عمليات الصرف، كحرصهم على أموالهم الخاصة، الذي قد يكون سبباً لعمليات البذخ والتبذير.

ولتطبيق هذه القاعدة بالشكل الأنسب، والحصول على أعلى مستويات المنفعة بأقل التكاليف، يجب أن يتوفر لدى أجهزة الدولة كادر إداري ومالي عالي الكفاءة ومسؤول، بالإضافة إلى وجود نظام رقابة فعال، وتضافر الجهود الإدارية والتشريعية؛ للحد من عمليات الهدر في المال العام، وتأطيرها في أوجه الإنفاق المناسبة قدر الإمكان.

¹ الفرهود، سعيد. (2004). المالية العامة. سورية: منشورات جامعة حلب، كلية الاقتصاد، ص 53.

3- رقابة السُّلطات التشريعيّة على عمليّات الإنفاق:

أيّ ألاّ يتمّ إجراء أيّة عمليّة صرف، لأيّ مبلغ من الأموال العامّة إلّا إذا سبق ذلك موافقة الجهة المختصة بالتشريع، ضمن حدود اختصاصها الزماني والمكاني، إذ تنظّم القوانين الحكوميّة الماليّة كلّ ما يتعلّق بتنفيذ عمليّات الإنفاق وإجراءاتها، وتوضح آليات الصرف والجهات المخوّلة بها.

2-1-2-2 العوامل المحدّدة لحجم النفقات العامّة:

يتأثّر حجم الإنفاق العامّ بين الدّول بعوامل مختلفة ترجع لأسباب متعدّدة، وبحكمها أمور اقتصاديّة واجتماعيّة وسياسيّة، إذ أنّ النفقات العامّة تمثّل مبالغ من المال مصدرها الحكومة، وحجم هذه النفقات لا بدّ من أنّ يكون له ضوابط تحدّده وتؤطره، إذ يُقترح بأنّ يتراوح الإنفاق العامّ بين 5 - 25% من إجمالي الناتج المحلي¹، كون العوامل التي يتوقّف الإنفاق العامّ عليها مختلفة، وليست ثابتة بالنسبة إلى الدّولة الواحدة حتّى، لكن لا يوجد إثبات لذلك بالقواعد التحليليّة والميدانية وإنّ أهمّ هذه العوامل هي:

1- الإيرادات العامة:

يجب على الحكومات لاتخاذ قرارات تسهم في تحسين مجتمعاتها، العمل على المواءمة بين حجم إيراداتها ونفقاتها، إذ أنّ حجم الإنفاق الحكوميّ يتأثّر بالإيرادات العامّة التي تحصل عليها الدّولة والتّغيّرات فيها، فلا يمكن للحكومة أن تنفق أموالاً تفوق الإيرادات التي تتوفّر لها، إلّا في حدود ضيّقة، ووفق قواعد محدّدة، لذا فإنّ قدرات الدّولة الماليّة (إيراداتها)، تعدّ محدّداً أساسياً لمستويات إنفاقها، وإنّ تقييم كفاءة الإدارة الماليّة للحكومة يبنى على تحديد مدى ترشيد إنفاقها وتأطيره، بما يتناسب مع الإيرادات التي تحصلها.

2- دور الحكومة:

ينجم عن التباين والتغيّر في الفكر السياسي والاقتصادي الإداري للحكومات انعكاسات مباشرة على حجم وطريقة وأسلوب الإنفاق العامّ، فطرق الإنفاق وأولوياته تختلف بين الأحزاب والدّول ذات التوجّهات الرأسماليّة والاشتراكية، فوصول حكومات تتبع هذا التّيار أو ذاك، أو شكل نظام الحكم يؤثّر في البرامج الماليّة الحكوميّة، إذ يلاحظ أنّه في النظم التي تتبع النهج الاشتراكيّ يكون الإنفاق الحكوميّ كبيراً نسبة إلى الناتج المحليّ؛ نتيجةً لانتساع النشاط العامّ، كون الحكومات تحمل على عاتقها تسيير الأنشطة الاستثمارية والإنتاجية، وذلك تبعاً لفكرها وأيديولوجيتها السياسيّة والاقتصاديّة، وطريقة إدارتها للملكيّات، ونظرها للتشاركية في الملكية، أمّا لدى النظم الرأسماليّة، التي تتبع فكر الملكية الفرديّة، فتكون حجوم وأشكال الإنفاق العامّ مختلفة، كما أنّ تبادل السلطة بين الأحزاب ذات التوجّهات المختلفة له تأثيره في الإنفاق الحكوميّ²، فبالنّظر إلى الولايات المتّحدة على سبيل المثال يلاحظ أنّه: يفضّل الجمهوريون أنّ يكون تدخّل الحكومة الفدرالية محدوداً في الاقتصاد (تضييق الإنفاق العامّ)، وأن يقتصر تدخّل الحكومة على

¹ قدي، عبد المجيد. (2005). *المدخل إلى السياسات الاقتصادية الكلية*. ديوان المطبوعات الجامعية، الطبعة الثانية، الجزائر، ص 179.

² Kokashvili.N.(2016). *The connections between fiscal policy and the government ideological composition-evidence OECD countries*. Master thesis, Faculty of Social Sciences, University of Tartu, Estonia, P4.

الأعمال والنزاعات التجارية، ويرون أنَّ الطريقة المثلى لتحفيز النشاط الاقتصادي الفعلي، هي عن طريق تشجيع الاستثمار؛ لذا نتيجةً لهذا التحيز فإنَّ مؤيِّدي الحزب الجمهوري هم من رجال الأعمال، أمَّا الديمقراطيون فيؤمنون بنجاح سياسة التدخل الحكومي في التأثير في الاقتصاد (زيادة الإنفاق العام وخفض الضرائب على ذوي الدخل المحدود)، ولكون هذا التدخل يأتي مع زيادة التكاليف، فإنَّ تمويلها يمكن أن يمول من خلال فرض ضرائب أعلى على الأغنياء، لذا فإنَّ مؤيِّدي الديمقراطيَّين هم من العمَّال وأصحاب الدخل المحدود¹.

3- حالة النشاط الاقتصادي:

تعدُّ الحالة التي يمر بها الاقتصاد العامل الرئيس المؤثِّر في الإنفاق الحكومي، كونها تسهم بشكلٍ جوهري في التأثير في قرارات الحكومة، فيما يتعلق بطرق وكيفية وحجم الإنفاق الذي ستقوم به، فالحالة الاقتصادية هي المحدِّد الرئيس للنفقات العامة، أكثر من علاقتها بالقرارات السياسية أو الخطط التنموية، كما أنَّ الإنفاق الحكومي يتفاعل مع توقُّعات النشاط الاقتصادي، بدلاً من الاعتماد على النتائج الاقتصادية السابقة²، وتقلُّبات الدورة الاقتصادية وشدة التغيُّرات فيها، تحمِّم على الحكومة أحياناً الاقتراض داخلياً أو خارجياً للحدِّ من تأثيراتها، إذ أنَّ الإنفاق الحكومي أحد مكوِّنات الطلب الكلي في الاقتصاد الوطني، والأداة الأساسية التي تستخدمها الحكومة للتأثير فيه، ومعالجة المشكلات التي يمر بها، لذا فعندما يقع الاقتصاد في حالات الركود أو التضخُّم، تتدخل الحكومة عن طريق هذه الأداة لمواجهةها، ففي حالات الركود تقوم الحكومة بتوسيع عمليَّات الإنفاق بهدف زيادة الطلب الكلي وتحريك العجلة الاقتصادية، أمَّا في حالات التضخُّم فتقلِّص من إنفاقها وتحدُّ من إجمالي الطلب؛ ممَّا يسهم في الحدِّ أو التخفيف من ارتفاع الأسعار.

2-2-2 الإيرادات العامة:

تعدُّ الإيرادات العامة من المسائل التي أخذت حيزاً كبيراً من اهتمام العديد من الاقتصاديين والمفكرين الماليين، ولا يُعدُّ من قبيل المبالغة القول إنَّها سبقت في الأهمية النفقات العامة، فلتتمكن الدولة من إنجاز مهامها ودورها الاقتصادي والاجتماعي والسياسي، فإنَّها بحاجة إلى تمويل نفقاتها، لذا يتوجَّب عليها تحديد مصادر إيراداتها.

ونتيجةً لتطوُّر دور الدولة في النشاط الاقتصادي، فقد تطوَّرت مصادر إيراداتها أيضاً، وزادت الأهمية النسبية لبعض المصادر، إذ ألزمت زيادة الدور الاقتصادي والاجتماعي للدولة، وارتفاع مستويات إنفاقها، للبحث عن طرقٍ تؤدِّي إلى زيادة الإيرادات التي تغطِّي هذه النفقات، بعد أن كان الاقتصاديون التقليديُّون يحدِّدون هدف الإيرادات العامة، بتغطية الإنفاق العام فقط، وهو السبب الذي يبرِّر حصول الدولة على الإيرادات، انطلاقاً من قاعدة أولويَّة النفقات العامة على الإيرادات، وقاعدة توازن الموازنة، بمعنى أنَّه لا يجوز الحصول على إيرادات، تزيد عن القدر اللازم لتمويل الإنفاق العام، ووجوب جعل هذه الإيرادات بالحدِّ الأدنى؛ حتَّى لا تضعف من الفعالية الفردية، التي تعدُّ أساس التقدم الاقتصادي .

¹ William.B.J, &Blinder.A.S.(2011).**Macro Economics: Principles & Policy** 11th Edition Update, South-Western Cengage Learning 5191 Natorp Boulevard Mason,PART3, USA.

² Salas.J.F.(2014).**The Reaction of Government Spending to the Business Cycle: Some International Evidence** Discussion Paper Series, Discussion Paper No: 2014-02,Department of Economics, Fordham University, USA, P1.

وتعرف الإيرادات العامّة بعدة تعاريف نذكر منها:

هي الينابيع التي تستقي منها الدولة الأموال اللازمة لسدّ نفقاتها العامّة¹، ومن وجهة نظر التشريعات الماليّة والضريّية تعرف الإيرادات العامّة بأنّها: الأموال التي تدخل صندوقاً ما، وعندما يكون هذا الصندوق تابعاً لجهة عامّة، يطلق عليها حينها إيرادات عامة²، كما تعرف بأنّها: الأموال التي تحصل عليها الحكومة سواء بصفتها السياديّة، أم من أنشطتها وأملكها الذاتية، أو من قروض داخلية أو خارجيّة، أو من مصادر تضخميّة لتغطية الإنفاق العامّ، وتعرف أيضاً بأنّها: الوسيلة الماليّة التي تستطيع الدولة من خلالها تأمين المال اللازم لتغطية نفقاتها، والقيام بالوظائف الموكلة إليها، وهي أداة للتأثير في الحياة الاقتصاديّة والاجتماعية.

ونحن نعرفها على هذا النحو: الإيرادات العامّة عبارة عن محصّلة جميع الإيرادات التي ترد خزينة الدولة من الضرائب والرسوم والقروض والأملاك العامّة والإيرادات الأخرى، والتي توفّر لها السيولة اللازمة لتغطية نفقاتها، وهي إحدى أدوات السّياسة الماليّة الأساسية، والتي تستخدمها الحكومة لتحقيق التّوازن الاقتصادي.

2-2-1 تقسيمات الإيرادات العامّة:

اهتم الاقتصاديون بتقسيم الإيرادات العامّة، فذهب Seligman* إلى التفريق بين ثلاثة أنواع من الموارد: الأولى دون مقابل، وتتألف من الهبات والوصايا والإعانات، والثانية موارد تعاقدية تنشأ عن عقد بين المواطن والدولة؛ كإيرادات الدولة الماليّة من ممتلكاتها الخاصة، والثالثة موارد إجبارية طابعها المميّز عنصر الإكراه كالضرائب، كما يتم التميّز بين الإيرادات المباشرة كإيرادات أملاك الدولة، وبين الإيرادات التحويلية كالضرائب، والإيرادات المستقبلية كالقروض، ولعلّ أكثر التقسيمات النّظريّة أهميّة كان للأستاذين Trotabas و Laufenbuser**؛ إذ فرق Trotabas*** بين الإيرادات الأصليّة التي هي عبارة عن حصيلة أملاك الدولة، واستثماراتها العامّة، والهبات والوصايا، وإيرادات الدولة الضريّية، وإيرادات الدولة المختلفة -وهي الإيرادات التي لا يمكن جمعها بناءً على صفات مشتركة- على حين أنّ Laufenbuser مميّز بين أربعة أنواع للإيرادات هي: إيرادات الدولة من أملاكها الخاصّة، والرسوم، والضرائب، وإيرادات مختلفة³.

وبناءً عليه فقد أجمعت معظم الأبحاث على تقسيم الإيرادات بالاعتماد على عدّة معايير وهي كالتالي:

مصدر الإيرادات: للتفرقة بين الإيرادات الأصليّة والمشتقّة.

سلطة الدولة في الحصول عليها: إجبارية واختيارية.

¹ غندور، غسان. (2002). الإيرادات الضريّية في سوريا ومساهماتها في إيرادات الموازنة العامة. رسالة ماجستير، كلية الاقتصاد، جامعة دمشق، سورية، ص 10.

² شرف، سمير. (2004). الاقتصاد المالي والنقدي. اللاذقية، سورية: منشورات جامعة تشرين، كلية الاقتصاد، ص 63.

* Edwin Seligman : اقتصادي أمريكي.

** Henry Laufenbuser : اقتصادي فرنسي.

*** Louis Marie Joseph Trotabas : اقتصادي وقانوني فرنسي

³ شباط، يوسف، مرجع سابق، ص 1.

دورية الإيرادات: للفرقة بين العادية والاستثنائية.

صفة الدولة للحصول على الإيرادات: للفرقة بين الإيرادات الاقتصادية والسيادية.

وفيما يلي شرح موجز لكلٍ منها:

1- حسب مصدرها:

أ- إيرادات أصلية: وهي الإيرادات التي تحصل عليها الدولة من أملاكها، باعتبارها شخصاً قانونياً له حق التملك، وتسمى بالإيرادات الاقتصادية، ومن أهم أنواعها إيرادات أملاك الدولة.

ب- إيرادات مشتقة: وهي الإيرادات التي تحصلها الحكومة جراء الاقتطاعات من دخول الآخرين وثرواتهم، ويضم هذا النوع جميع الإيرادات عدا إيرادات أملاك الدولة.

2- سلطة الدولة في الحصول على الإيرادات:

أ- إيرادات إجبارية: هي الإيرادات التي تجبر الدولة الأفراد والمؤسسات على دفعها مثل: الضرائب والغرامات والقروض الجبرية.

ب- إيرادات اختيارية: هي الإيرادات التي تحصل عليها الدولة بدون إجبار كإيرادات المشاريع، القروض الاختيارية.

3- مدى دورية الإيرادات:

أ- إيرادات عادية: هي الإيرادات التي تتكرر دورياً في الموازنة العامة، وتحصلها الدولة بشكل دوري ومنتظم كالضرائب والرسوم.

ب- إيرادات استثنائية: وهي الإيرادات التي تحصل عليها الدولة بشكل غير منتظم ووفقاً لظروف وشروط محددة كالقروض والإصدار النقدي.

4- الإيرادات الاقتصادية والإيرادات السيادية:

أ- الإيرادات الاقتصادية: وهي العوائد التي تحصلها الدولة من ملكياتها بصفتها رب العمل، أي بصفتها شخصاً اعتبارياً قانونياً يملك ثروة ويقدم خدمات (الخدمات العامة)، كإيجار العقارات، وأرباح المشروعات.

ب- الإيرادات السيادية: وهي الإيرادات التي تحصلها الدولة بصفتها الاعتبارية، وبما تمتلكه من سلطات وامتيازات تخولها هذا الحق، كالإيرادات الضريبية والرسوم الجمركية ورسوم الخدمات.

2-2-2-2 مصادر الإيرادات العامة:

بهدف تغطية نفقاتها العامة، تلجأ الحكومات لتعزيز إيراداتها عبر مصادر متعدّدة؛ وذلك بهدف ضمان القدرة على زيادتها كلما دعت الحاجة، ولضمان مرونتها، إذ أن تعدد الإيرادات يُعدّ جزءاً مهماً لسياسة الدولة المالية، في حال كانت تنوي التأثير في نشاطات اقتصادية أوسع، كما أنّها تساعد الدولة على تنفيذ سياساتها الاجتماعية، بإعادة توزيع الدخل وإحداث التوازن بين الطبقات الاجتماعية¹.

¹ كنعان، علي. (2008). الاقتصاد المالي. دمشق، سورية: منشورات جامعة دمشق، كلية الاقتصاد، ص 28.

● إيرادات أملاك الدولة:

تعدُّ إيرادات الدولة من ممتلكاتها إحدى المصادر الإيرادية الأساسية التي يمكن الاعتماد عليها لتمويل الإنفاق العام، وتسمَّى هذه الإيرادات بالإيرادات الاقتصادية، وتختلف الأهمية النسبية التي يتمتّع بها عنصر الإيرادات هذا بين دولة وأخرى؛ بناءً على الفلسفة الاقتصادية التي تتبنّاها الدولة سواء كانت اشتراكية أم رأسمالية¹، وتنقسم إيرادات أملاك الدولة بناءً على معيار النفع إلى قسمين:

أ-1- الأملاك الحكومية العامة:

يقصد بها الأموال التي تمتلكها الدولة وتكون معدّة للاستخدام العام، وتحقّق نفعاً عاماً، وتخضع لأحكام القانون الإداري، وهي أملاك غير قابلة للتصرف فيها من قبل الأفراد، وتكون مخصّصة لتلبية الحاجات العامة كالطرق والمطارات والموانئ والحدائق العامة، لكنّ هذا لا يمنع من تحصيل بعض الإيرادات عند استخدامها، كدخول المطارات والمتاحف والحدائق، وتمتاز الأملاك العامة بكونه لا يجوز بيعها؛ كونها مخصّصة للمنفعة العامة، ولا يجوز تملكها بالتقادم².

أ-2- الأملاك الحكومية الخاصة:

هي الأموال التي تمتلكها الحكومة ملكيّة خاصّة، ومعدّة للاستخدام الخاص، وتخضعها لأحكام القانون الخاص، وتعود منافع وخدمات هذه الأملاك على الأفراد بعد دفعهم لمقابل، كالأراضي التي تتبعها الدولة، أو التي تقوم بتأجيرها³، وآبار النفط، ومختلف مشاريع الاستثمار الصناعية والزراعية والتجارية والمالية الحكومية، أي أنّ الأملاك الخاصة غير مخصّصة لتحقيق المنافع العامة.

● إيرادات الضرائب والرسوم:

يتميّز هذا النوع من الإيرادات بأنّ الدولة تحصل عليها من الأفراد بصورة جبرية، لما لها من السلطة والسيادة، ويفرض كلا النوعين بناءً على تشريع، لذا تسمّى بالإيرادات السيادية، وفيما يلي شرح لكلٍّ منها:

ب-1- الضرائب:

الضريبة هي ما يفرض على المُلْك والعمل والدخل والمشتريات والخدمات للدولة، وهي إحدى الأدوات المالية لاقتطاع جزء من ثروة الأفراد بصورة جبرية وتحويلها للدولة، وهي مظهر من مظاهر سيادتها، تفرض الضريبة من اختصاصات الدولة، كالحق في إصدار العملة، وإقامة العدل، وحفظ الأمن، وبناءً على ذلك فإنّ الضريبة تُفرض بإرادة الدولة، ومن ناحية ثانية فإنّ الدولة تستعمل سلطتها القاهرة لتحصيلها، لكن غالباً ما يتم ذلك دون أنّ تضطرّ إلى استعمال هذه السلطة⁴، وقد بحثت العديد من الدراسات في طبيعة الأساس القانوني للضريبة، الذي تستند إليه الدولة لفرض الضرائب على الأفراد، ففي القرنين الثامن عشر والتاسع عشر سادت

¹ الخصاونة، محمد، (2014). المالية العامة: النظرية والتطبيق (الطبعة الأولى). الأردن: دار المناهج للنشر والتوزيع، ص 88.

² دراوسي مسعود، مرجع سابق، ص 176.

³ سالكي، سعاد. (2011). دور السياسة المالية في جذب الاستثمار الأجنبي المباشر - دراسة بعض دول المغرب العربي. رسالة ماجستير، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير-مدرسة الدكتوراه، جامعة أبي بكر بلقايد، الجزائر، ص 22.

⁴ الكردي، ميس. (2007). أثر ضريبة القيمة المضافة في نشاط التداول والاستثمار في سوق فلسطين للأوراق المالية. رسالة ماجستير، كلية الدراسات العليا، جامعة النجاح الوطنية، فلسطين، ص 28.

نظريات ترى أنَّ الأساس للضريبة ينبع من العلاقة التعاقدية التي تربط بين الفرد والدولة، وهو ما يُطلق عليه النظرية التعاقدية، كما ساد اتِّجاه يردُّ هذا الحقُّ إلى فكرة المنفعة، أمَّا الآراء الحديثة فدحضت الآراء السابقة، ووجدت في التضامن الاجتماعي سيادة الدولة، الأساس القانوني الصحيح الذي تستمدُّ منه الدولة سلطتها في فرض الضرائب¹، وهو ما يُطلق عليه نظرية التضامن الاجتماعي*.

وتعرَّف الضريبة بأنها: اقتطاع نقديٍّ يؤدِّيه الأشخاص الطبيعيُّون والاعتباريون، بصفة جبريَّة نهائيَّة، وبلا مقابل مباشر، ويتم فرضها بغرض تحقيق الأهداف العامَّة للدولة²، كما تعرَّف بأنها عبارة عن فريضة ماليَّة يدفعها الأفراد للدولة أو إحدى الهيئات العامَّة جبراً، وبصورة نهائيَّة، مساهمةً منه في تحمل الأعباء والتكاليف العامَّة، دون أنَّ يعود عليه نفعٌ خاصٌّ مقابل التسديد³.

ونحن نعرِّفها بأنها: استقطاع ماليٌّ إلزامي، تنفرد به الحكومة، وتفرضه جبراً على الأفراد والمؤسسات الخاضعين لسلطتها، والحاملين لجنسيتها*، وتحصله منهم بصورة مباشرة وبشكل نهائي، ودون أنَّ تعود عليهم بنفع خاصٍّ مباشر، وهي تشكِّل مساهمة من قبل دافعيها في تحمل الأعباء والنفقات العامَّة، وهي وسيلة ماليَّة يتحقَّق من خلالها أهداف اقتصاديَّة واجتماعيَّة وسياسيَّة.

ومَّا سبق يمكننا تحديد خصائص الضرائب بالآتي:

1- فريضة ماليَّة إلزامية.

2- الدولة هي من تفرض الضرائب وتقتطعها وتحصلها لصالحها.

3- تدفع بشكلٍ مباشر، ودون مقابل، وبدون نفع يرجع على دافعيها.

4- أداة لمشاركة الأفراد في تحمل الأعباء العامَّة.

5- وسيلة لتحقيق أهداف الدولة الاقتصاديَّة والاجتماعيَّة والسياسيَّة.

❖ أنواع الضرائب:

قسمت معظم الدِّراسات والأبحاث الضرائب بناءً على طريقة اقتطاعها، أي فيما إذا كانت تمسُّ ذات الدخل والثروة، أو رأس المال بشكلٍ مباشر، وتسمَّى بالضرائب المباشرة، أو أنَّها تمسُّه من خلال عمليَّات التداول والإنفاق، وتسمَّى بالضرائب غير المباشرة، ورغم أهميَّة هذا التقسيم، إلَّا أنَّه لا يوجد معيار دقيق للتمييز بينها، لذا أوجدت عدَّة معايير للتمييز بينهما، وهي كالآتي⁴:

1- معيار الثبات والاستقرار: تعدُّ الضريبة مباشرة، في حال كانت مفروضة على دخل يتحقَّق بصورة دوريَّة متجدِّدة، أي أنَّ

المادَّة الخاضعة للضريبة تتميز بالثبات والاستقرار، وتكون غير مباشرة إذا فرضت على وقائع استثنائيَّة.

¹ شباط، يوسف، مرجع سابق، ص 267.

* للمزيد حول النظريات (التعاقدية، التضامن الاجتماعي) ينظر: المرجع السابق، ص 268-273.

² الكردي، ميس، مرجع سابق، ص 28.

³ زويش، سميرة، مرجع سابق، ص 25.

* كون مفهوم الضريبة بدأ يأخذ مفهوماً مغايراً، بعد فرض الولايات المتحدة الأمريكية لقوانين مشددة على المواطنين والشركات الأمريكية خارج أراضيها، فيما يتعلق بدفع الضرائب (قانون الامتثال

الضريبي على الحسابات الأجنبية الأمريكي: FATCA).

⁴ عبد الله، حياية. (2009). أساسيات في اقتصاد المالية العامة. الإسكندرية، مصر: مؤسسة شباب الجامعة للنشر، ص 144.

2- **معيّار التحصيل:** تصنّف الضّريبة ضمن الضّرائب المباشرة، فيما إذا تمّ تقديرها وفرضها وتحصيلها، بناء على اتّصال مباشر مع المكلّف، ووفقاً لقوائم تبين اسمه ومقدار دخله الخاضع للضّريبة، مثل ضريبة الدخل، وفي حال فرضت الضّرائب بناء على وقائع معيّنة، مثل ضريبة القيمة المضافة، التي تحصل عند مراحل عمليّات الإنتاج والبيع، فتصنّف كضرائب غير مباشرة.

3- **معيّار نقل العبء الضّريبي:** حسب هذا المعيار تكون الضّريبة مباشرة، في حال كان المكلّف بها هو من سيقوم بتأديتها، أي أنّه لا يستطيع التخلص منها، عن طريق تحويلها لمكلّف آخر، كضرائب الإيرادات، وتكون الضّريبة غير مباشرة، عندما يكون بإمكان المكلّف عكسها لآخر، مثل الضّرائب على الإنتاج، وعلى أسعار بعض الموادّ الأوليّة، التي يتحمّلها المستهلك النهائي.

ب- 2- الرسوم:

تعدّ الرسوم من الإيرادات العامّة التي تستخدم حصيلتها في تمويل الإنفاق الحكوميّ، وتحصل عليها الدولة من الأفراد جبراً، لقاء نفع خاصّ يعود عليهم؛ كالرسوم القضائية التي تدفع بالحكم، ورسوم الالتحاق بالمدارس والجامعات، أو لقاء تسيير الشؤون الخاصّة في المؤسسات الحكوميّة، كرخص السيارات، وإصدار البطاقات الشخصية، وجوازات السفر، وهي من أقدم أنواع الإيرادات، لكن بعد تطوّر دور الدولة، تغيّرت طبيعة الرسم، وحلّت مكانه الضّريبة، وأصبحت هي المورد الأساسيّ لإيرادات الدولة، وتحوّل دور الرسم إلى أداة تهدف إلى تنظيم وإدارة المرافق العامّة، التي يستفيد منها الأفراد؛ لتنظيم الانتفاع بالخدمة، وحتىّ يستخدمها من هو في حاجة إليها، وتفرض بسعر رمزي، وهذا هو الأصل، وقد تلجأ الدولة لفرض رسومٍ تفوق تكلفة الخدمة المقدّمة، كالرسوم الجمركيّة، ويكون الهدف من ذلك حماية صناعة وطنية ناشئة، أو الحدّ من الاستيراد¹.

ويعرف الرسم بأنّه: مبلغ من المال تحصله الهيئات والمؤسسات العامّة اختياريّاً، لصالح الخزينة الحكوميّة، لقاء خدمات عامّة معيّنة تقدّمها للأفراد، تعود عليهم بنفع خاصّ.

ومما سبق يمكننا تحديد خصائص الرسم بالآتي²:

- 1- ذو طبيعة نقدية: أي أنّه فريضة ماليّة يتمّ تحصيلها بشكل نقديّ.
- 2- يدفع بصفة اختيارية: أي أنّ الفرد لا يكون ملزماً بدفع الرسم كالضّريبة، لكن يحدث هذا الإلزام عند السعي للانتفاع بخدمة يتطلّب الحصول عليها دفع رسم.
- 3- الرسم مقابل خدمة ذات نفع خاصّ: تعدّ هذه الصفة من الصفات الأساسيّة لتحديد طبيعة الرسم، وتميّزها عن الضريبة، إذ أنّ الأخيرة تدفع دون نفع مباشر يعود على المكلّف بها، بينما الرسم يدفع مقابل خدمة خاصّة يحصل عليها الفرد من قبل إحدى الهيئات العامّة.

¹ شليبي، ماجدة، وأبو العلا، يسرى، ومعبد، أحمد، حسني، عصام. (د.ت). المالية العامة والتشريع الضريبي. بتصرف، مصر: كلية الحقوق، جامعة بنها، ص 24-25.

² المرجع السابق، ص 26.

● إيرادات القروض العامة:

هي إحدى مصادر الإيرادات التي كانت تعدّ قديماً استثنائية، إذ كان يتمّ اللجوء إليها في أوقات الأزمات والحروب، والمواسم الزراعية الرديئة، واستخدمت القروض العامة في كلّ من الإمبراطوريات الفارسية والرومانية، خلال القرن الأوّل الميلادي، وفي عهد الدولة العباسية، أثر الاضطرابات ونقص الخراج والجزية وضريبة العشور*، أمّا في العصر الحديث فظهرت القروض العامة في القرن التاسع عشر، وأخذت مفاهيمها بالتطوّر في القرن العشرين، وحتى الوقت الحاضر، نتيجةً لتّساع تدخّل الدولة في النشاط الاقتصادي والاجتماعي، ولعدم قدرة الإيرادات على تمويل الإنفاق الحكومي، فأصبح اللجوء إلى القروض العامة ظاهرة سنوية، بل ذهب بعضهم إلى اعتبارها إحدى مصادر الإيرادات العامة، ويطلق عليها الإيرادات الائتمانية¹.

وتتعدّد أسباب اللجوء للقرض العام، فيسهم اقتصادياً في تحقيق التوازن الاقتصادي، والحدّ من ارتفاع معدلات التضخّم، وسدّ عجز الموازنة العامة، وتمويل مشاريع البنية التحتية، ومن الناحية الاجتماعية يسهم في تحقيق العدالة الاجتماعية؛ من خلال توزيع الأعباء المالية بين الطبقات الاجتماعية، وتحويلها من جيل إلى آخر حتّى لا يتحمّل جيل واحد الأعباء الناجمة عن تنفيذ مخطّطات الدولة ومشاريعها، أمّا من الناحية السياسية، فيعدّ عاملاً تعاضداً، بين المكتتب به، ونظام الحكم القائم، وموافقة منه على مشاريع وسياسة الدولة الاقتصادية والاجتماعية.

ويقصد بالقروض العامة المبالغ التي تستدينها الدولة، أو أيّ شخص عامّ من الأفراد أو المؤسسات العامة الوطنية أو الأجنبية، أو المؤسسات الدولية، مع التعهّد بردها، وذلك وفقاً لشروط عقد القرض، لذا ونظراً لأهميّة القروض العامة فإنّها تتطلّب موافقة السلطة التشريعية عليها، أي يجب صدوره بقانون — يميل الفقه لاعتبار عقد القرض من عقود القانون الخاصّ، يرتّب مراكز قانونيّة للدولة ومقرضيهها²؛ إذ أنّه يحتاج لرقابة من قبل البرلمان، لناحية الحصول عليه، وأوجه إنفاقه.

ومن ثمّ نستطيع تعريف القروض العامة كالآتي: هي إحدى مصادر الإيرادات العامة غير العادية، تلجأ إليها الدولة في الظروف الاستثنائية، يصدر بإذن السلطات المختصة، وفق صك تشريعيّ، ويأخذ شكل عقد دين تبرمه الدولة، أو إحدى هيئاتها مع أفراد، أو جهات وطنية أو أجنبية، مع التعهّد برده، في الأوقات والشروط المتّفق عليها في العقد. وتأخذ القروض العامة شكل سلف، أو تسهيلات ائتمانية، تقدّمها المصارف المحليّة أو الأجنبية أو الهيئات الدولية، كما يمكن أن تأخذ شكل أذون أو سندات حكوميّة أو صكوك ماليّة، ويتمّ إصدارها في أشكالاً مختلفة، فمن الممكن أن تصدر من خلال الاكتتاب المباشر، أو بيعها للمصارف، أو بطرحها وتسويقها من خلال الشّوق المالي.

* ومن الكتابات التي تشير إلى سريان مفهوم القرض العام في ظل الدولة الإسلامية قول الماوردي: " لو اجتمع على بيت مال حقان، وضاق عن كل واحد منهما، جاز لولي الأمر إذا خاف الفساد أن يقترض على بيت المال ما يصرفه"، وقول الأمام القرطبي: " الاستقراض في الأزمات، إنّما يكون إذ يرجى لبيت المال دخل ينتظر، وأما إذ لم ينتظر شيء، وضعفت وجوه الدخل بحيث لا يغني، فلا بد من جريان حكم التوظيف"، وتستند شرعية هذا المورد من السنة النبوية الشريفة، إذ كان الرسول ﷺ يستقرض في أوقات الأزمات.

¹ كنعان علي، مبادئ المالية العامة، مرجع سابق، ص 271.

² شلي، ماجدة وآخرون، مرجع سابق، ص 61-62.

• خصائص القروض العامة¹:

- 1- يدفع القرض بصورة اختيارية؛ فالدولة لها كامل الحرية في طلبه، كما أنَّ الجهة المقرضة يكون لها الحق في منحه أو رفضه، وذلك في القروض الاختيارية، وهي الصفة الغالبة للقروض العامة.
- 2- مبلغ من المال قد يكون عينياً أو نقدياً، والشكل النقدي هو الغالب في العصر الحديث، ومع ذلك من الممكن أن يأخذ القرض الشكل العيني؛ كتصريف منتج لمنتجاته بإقراضها للدولة، أو على شكل تسهيلات ائتمانية، كالتي تقدّمها الدول المتقدمة للدول النامية والمتخلفة التي تسعى لبناء اقتصاداتها.
- 3- الجهة المقرضة له هيئات أو مؤسسات عامة، إذ ينحصر القرض بأشخاص القانون العام، سواء كان هذا الشخص سلطة مركزية أم وحدة إدارية، فصفة العام لعقد القرض تنصرف للجهة المقرضة.
- 4- يستند عقد القرض إلى تشريع، أي يجب أن توافق السلطة التشريعية عليه.

2-2-3 الموازنة العامة:

الموازنة كلمة مشتقة من المعادلة والمقابلة بين شيئين، ومعنى موازنة هو المساواة، والموازنة في المالية تكون بين الإيرادات والنفقات، أمّا كلمة عامة فهي مشتقة من الفعل (عَمَّ) أي شمل، ومن ثمَّ فإنَّ الموازنة العامة تختصُّ بالأموال العامة التي لا تخصُّ لفرد دون آخر، بل هي لعموم الناس، وقد مرّت الموازنة العامة للدولة بمراحل عديدة، حتّى وصلت للشكل الذي هي عليه الآن، وهي عبارة عن عقد بين الدولة والمواطنين، ووثيقة السياسة المالية المركزية للحكومة، أو هي برنامجها العملي معبراً عنه بأرقام، لكنّها ليست أرقاماً مجردة، فهي خطة مالية الدولة، التي تبين ما هي الأولويات، وكيف سيتمُّ تحقيق الأهداف المالية السنوية وغير السنوية، وكيفية تخصيص الموارد المتاحة، لتقديم الخدمات العامة، التي تهدف لإشباع الحاجات العامة في ظلِّ الظروف المختلفة القائمة في المجتمع، لكن وبصرف النظر عن تمويل المشاريع الجديدة والقائمة، الموازنة هي الأداة الأساسية لتنفيذ السياسة المالية للحكومة، ومن ثمَّ التأثير في الاقتصاد الوطني ككلِّ، وتهدف الموازنة إلى تحويل الخطط والطموحات إلى واقع ملموس، وحتّى تحظى بالثقة وتكون أساساً للمساءلة، يجب أن تكون هذه الوثيقة واضحة وشفافة وذات مصداقية، لذا فإنَّ إعداد الموازنة العامة يشمل جميع المستويات الحكومية، إذ يتمُّ تنسيق نظم وإجراءات الموازنة بشكلٍ متناسق، عبر المستويات الحكومية المختلفة، إذ أنَّ الإجراءات المتبعة تعكس النظام السياسي والاجتماعي والإداري للدولة، لذا فإنَّ إعداد الموازنة ليس عملية قائمة بذاتها، ومنفصلة عن قنوات العمل الحكومي الأخرى، وهي تثبت أركاناً مختلفة من أركان الحكم العام الحديث من حيث: النزاهة - الانفتاح - المشاركة - والمساءلة، وهي عبارة عن نهج استراتيجي للتخطيط، ولتحقيق الأهداف الوطنية، وإنَّ إعداد الموازنة ومنحها الثقة بمثل حجر الزاوية الأساسي، في بناء الثقة بين الدول ومواطنيها².

¹ دراوسي، مسعود، مرجع سابق، بتصرف، ص 192.

²OECD. (2014). *The principles of budgetary governance*. Paris: Public governance and territorial development, OECD Publishing, P 1. <http://www.oecd.org/gov/budgeting/Draft-Principles-Budgetary-Governance>.

وترى الأدبيات المالية أنه يجب النظر إلى الموازنة على أنها وثيقة تتضمن أرقاماً وكلمات، تقترح وتخصّص نفقات لأغراض وبندود معينة، كسلوك مقصود، أو كتنبؤ لتحقيق أهداف وسياسات معينة، أو أنها عقد بين البرلمان والسلطة التنفيذية، كأداة للاختيار بين بدائل الإنفاق ضمن مجموعة من الالتزامات، ورقابة متبادلة¹.

وقد عرفت الموازنة العامة بتعاريف مختلفة نذكر منها:

أولاً: "وثيقة مالية أساسية تصدر عن السلطة التشريعية، تحدّد الإيرادات والنفقات العامة للسنة القادمة، وتتضمّن مجموعة العلاقات المالية والتّقديّة، التي يمكن من خلالها إعادة توزيع الدخل القوميّ، وبهدف زيادة الإنتاج والدخول وتشغيل العمال وتحسين ظروف الحياة للمواطنين"².

ثانياً: هي بيان تعداديّ تقديريّ مقارنة، لنشاط الدولة المالي، مبنيّ على تقدير النفقات والإيرادات المتوقّعة، أو هي ترجمة لخططها المالية للمستقبل، لتحقيق أهدافها الخاصة بالتنمية الاقتصادية والاجتماعية، وذلك خلال فترة زمنية محدّدة غالباً هي عام³. ونحن نعرّف الموازنة بأنها: خطة تقديرية لإيرادات الدولة ونفقاتها، لفترة زمنية تالية غالباً هي سنة، تقوم بتحضيرها المؤسسات الحكومية المعنية ضمن السلطة التنفيذية، وتصادق عليها السلطة التشريعية، وتصدر بقانون خاصّ، تسعى الدولة من خلالها إلى تحقيق الإدارة السليمة والعقلانية للمال العام، وذلك في إطار تحقيق الأهداف والتوجّهات الاقتصادية والاجتماعية.

وعليه يمكننا تحديد خصائص الموازنة العامة بالآتي⁴:

1- الموازنة العامة توقّع للسنة المالية التالية:

تتضمّن الموازنة العامة تقديرات احتمالية، لإيرادات الدولة ونفقاتها خلال فترة لاحقة؛ أي ما يتوقّع إنفاقه وتحصيله، غالباً خلال السنة المالية التالية، وهي خطة مالية تعدّ في إطار تحديد التفضيلات والاختيارات السياسية والاقتصادية، على النحو الذي يكفل تحقيق أقصى إشباع ممكن، للاحتياجات العامة، ورغم صعوبة السيطرة على بعض النفقات، كالنفقات الاستثمارية، ولصعوبة تحديد حجم الإيرادات الحكومية بدقة؛ لكونها خاضعة للتغيّرات في الظروف والنشاط الاقتصادي، تتوقّف أهمية الموازنة على دقّة وموضوعيّة معايير التقدير، وتقليص الفجوة بين الواقع والمقدّر، ولكون مسار العمل المالي لا يمكن رسمه بشكل مسبق بدقة يجب إعطاء الموازنة مرونة كافية، حتّى تتكيّف مع الاحتمالات غير المتوقّعة.

2- الموازنة العامة خطة حكومية تصدر بصلك تشريعيّ:

تعدّ الموازنة خطة الحكومة المالية للفترة القادمة، وهي لا تختلف عن أيّة خطة اقتصادية تُبنى على تقدير الإيرادات والنفقات، لكن

¹ المهاني، محمد خالد، والخطيب، خالد، مرجع سابق، ص 365.

² كنعان، علي، مبادئ المالية العامة، مرجع سابق، ص 323.

³ شلي، ماجدة وآخرون، مرجع سابق، بتصرف، ص 83-84.

⁴ دوارسي، مسعود، مرجع سابق، بتصرف، ص 130-131.

ما تتّصف به من خصائص قانونيّة وإداريّة وسياسيّة، ينعكس بشكل أساسي فيما تطلبه من إجراءات، إذ لا تعدُّ هذه الخطّة نافذة، حتّى تعتمد من السلطة التشريعيّة التي يناط بها إجازتها، ويقصد باعتماد الموازنة من قبل السلطة التشريعيّة للموازنة حصول الحكومة على الموافقة على توفّعاتها، بالنّسبة إلى الإيرادات والنفقات لسنة قادمة، وإعطائها الإذن المسبق للقيام بعمليّات الإنفاق والجباية. وتعود أهميّة اعتماد السلطة التشريعيّة للموازنة إلى متابعة سياسات وبرامج الحكومة قبل تنفيذها دورياً، إذ قد تتضمن هذه البرامج الإنفاق أو التوسّع بالإنفاق على مشاريع وقطاعات معيّنة، قد لا يدعمها أو يؤيّدتها البرلمان، أو قد تتضمن مثلاً خطة زيادة الإيرادات، رفع نسب ضرائب قائمة، أو فرض ضرائب جديدة، أو رفع الدعم عن بعض السلع الأساسيّة، الأمور التي قد لا تحصل على تأييد أعضاء البرلمان لأسباب مختلفة.

3- الموازنة العامّة أداة توجيه لتحقيق أهداف المجتمع:

تعدُّ الموازنة بمثابة توجيه للسياسات العامّة للدولة؛ قصد تحقيق ما تنشده من أهداف، إذ تعكس برامجها الاقتصاديّة والاجتماعيّة والسياسيّة، في ظلّ خطّتها الشاملة، إلّا أنّ الحكومة قد تنحرف بهذه السياسات والبرامج، لتحقيق أهداف خاصّة، فتضع أنماطاً تناسب مصالح فئة، أو طبقة دون أخرى، أو لمصلحة الحزب المشكّل للحكومة - الذي يستحوذ على معظم الحقائق الوزاريّة نتيجة فوزه بالانتخابات البرلمانيّة - ليتمّ استخدامها كأداة في المعارك الانتخابيّة، لذا تأتي الموازنة لترسم المسار الصحيح، الذي يؤدّي لتحقيق أهداف الخطّة الشاملة، والذي يجب أن تلتزم به الحكومة من خلال إنجاز الأهداف المرحلية السنويّة¹.

• قواعد الموازنة العامّة:

اختلف العديد من الباحثين حول تحديد قواعد وأسس إعداد الموازنة، فالموازنة خطّة داخلية تخصّ إدارات الوحدات الإداريّة، ومن ثمّ لا تخضع للمبادئ المحاسبية المتعارف عليها، فهي قواعد نظريّة تهدف إلى إبقاء أنشطة الحكومة تحت رقابة السلطة التشريعيّة، وتختلف أهميّة هذه المبادئ بين دولة وأخرى، حسب التشريعات الوضعيّة، لذا سوف نوجز هذه المبادئ بالآتي:

1- قاعدة سنوية الموازنة: يعني أنّ يتمّ إعداد الموازنة عن فترة زمنية قادمة تكون في الغالب سنة، بمعنى أنّ يتمّ تقدير الإيرادات والنفقات بصورة دوريّة، أي أنّ تكون لكلّ سنة موازنة مستقلّة، وهي الفترة التي جرت العادة على اعتبارها مدة زمنية كافية لإعداد التوفّعات الماليّة.

2- قاعدة شمول الموازنة: أي أنّ تتضمن الموازنة وعلى شكل وثيقة واحدة، كافّة الإيرادات والنفقات العامّة، بدون أي اقتطاع أو تقاص بينها، ودون تغطية الهيئات الحكوميّة المختلفة لنفقاتها، من الإيرادات التي تجنيها، حتّى تبقى جميع الإيرادات والنفقات، تحت رقابة السلطة التشريعيّة.

3- قاعدة وحدة الموازنة: إدراج الحكومة لجميع الإيرادات والنفقات المتوقّعة، عن السنة الماليّة القادمة في وثيقة واحدة، هي الموازنة العامّة؛ بهدف الوقوف على حقيقة المركز المالي، والوضع الاقتصاديّ للدولة، وتقدير آثار وتبعات ذلك على الاقتصاد والمجتمع.

¹ المهدي، محمد خالد، والخطيب، خالد، مرجع سابق، ص 369.

4- قاعدة شيوع الموازنة: أي ألا يتمّ تخصيص أي إيراد لتغطية نفقة معيّنة، بمعنى أنّ تغطّى كافّة النفقات الحكوميّة، من خلال جميع الإيرادات التي تجنيها، وذلك حتّى تتحقّق المساواة بين جميع المؤسسات الحكوميّة، ولإحكام الرّقابة على جميع أشكال الإنفاق والجباية، التي تقوم بها هذه المؤسسات.

5- قاعدة توازن الموازنة: أي أنّ تتساوى الإيرادات مع التّنفقات العامّة مساواةً حسابية، وهي قاعدة نظريّة لا يمكن تطبيقها في الوقت الحاضر، إذ لا تلتزم معظم الدّول على اختلافها بها، خاصّة في الدّول النّامية؛ إذ غالباً ما تعاني الموازنات من العجز، نتيجة ارتفاع النفقات بشكل كبير عن الإيرادات.

• الأسس الواجب اتّباعها عن إعداد وتنفيذ الموازنة:

هي عبارة عن الأسس التي من الواجب على واضعي الموازنات العامّة أخذها بعين الاعتبار، واتّباعها والالتزام بها قدر الإمكان؛ حتّى تستثمر المصادر العامّة، وتدار بطرق مدروسة وفعّالة، تؤدّي إلى تحقيق نتائج ذات آثار إيجابيّة في الحياة الاقتصاديّة والاجتماعيّة، وهي على الشّكل التالي¹:

- 1- أن يتمّ إدارة الموازنات العامّة ضمن حدود واضحة، وذات مصداقية، وقابلة للتنبؤ بالنسبة للسياسة الماليّة*.
- 2- ينبغي مواءمة الموازنات بشكل وثيق، وشديد الصلة مع الأولويات الاستراتيجية متوسّطة الأجل للحكومة.
- 3- تصميم الموازنة في إطار تلبية احتياجات التنمية الوطنيّة، بطريقة فعّالة من حيث التكلفة.
- 4- يجب أنّ تكون البيانات المتعلّقة بالموازنة شفّافة، ومفتوحة يمكن الوصول إليها.
- 5- أن تكون عمليّات المناقشة اللازمة لاعتماد الموازنة شاملة، ومتكاملة لكافّة البنود، وتتمّ عبر مشاركة حقيقيّة، ومؤثّرة من قبل السلطة التشريعيّة، في الخيارات المطروحة بالموازنة.
- 6- يجب إعداد الموازنات بطرق تؤدّي إلى وصف شامل ودقيق وموثوق للماليّة الحكوميّة.
- 7- على واضعي الموازنات الأخذ بعين الاعتبار تحقيق الاستدامة في النّشاط المالي على المدى الطّويل، وتحديد المخاطر الماليّة التي من الممكن التعرّض لها وإدارتها بحكمة.
- 8- ينبغي العمل على تعزيز توقّعات الموازنة والخطط الماليّة وتنفيذها، من خلال ضمان الجودة الصّارمة، بما في ذلك وجود مراجعة وتدقيق مستقل لعمليات التّخطيط والتّنفيد.

¹ OECD. (2014). *The principles of budgetary governance*. previous reference, P P 2-6.

* ففي الحد الأدنى يجب على الحكومات في إطار التزاماتها المعلنة، انتهاج سياسة ماليّة سليمة ومستدامة، ومصداقية هذا الالتزام تتعزز من خلال القواعد الماليّة الواضحة والقابلة للتحقق، أو من خلال الأهداف التي تجعل من السهل على الناس أن يفهموا أو يتوقعوا مسار السّياسة الماليّة للحكومة على مدار الدورة الاقتصاديّة.

المبحث الثاني

السّياسة الماليّة في إطار المدارس الاقتصادية

تمهيد:

إنّ الاستقرار الاقتصاديّ هو أحد الشروط الرئيسيّة لإحداث التنمية، والذي ينبغي أن يُدعم بغيره من الظروف، لإنجاح السّياسات الخاصّة به، وإنّ بلوغ الاستقرار الاقتصادي، يتطلّب تحقيق أربعة أهداف أساسيّة هي: معدّل نموّ اقتصاديّ مقبول، ورفع معدّلات التشغيل والعمالة، واستقرار أسعار السلع وأسعار الصّرف، ولعلّه من الواضح أنّ هذه الأهداف متداخلة، ومتراطة مع بعضها. وفيما تسعى الدّول على اختلاف مستوى تطوّرها وتقدّمها، واختلاف الفكر السياسيّ والاقتصاديّ الذي يقود المجتمع، لإدارة الاقتصاد بالشّكل الذي يضمن تحقيق الاستقرار الاقتصادي، ومن خلفه مستهدفات النموّ والتنمية، تختلف الآليات والطرق والسّياسات، التي يتمّ اتّباعها لتحقيق هذه الأهداف.

وهناك اعتقاد سائد بأنّ الحكومة لديها القدرة على أن تتخذ من القرارات -ويجب أن تتخذ- ما تستطيع أن تؤثر به في المتغيّرات الاقتصادية الأساسيّة، ولكن لا يتفق الاقتصاديون فيما بينهم على الإجراءات اللازمة لتحقيق النتائج المرغوبة؛ والسبب في ذلك أنّه لا توجد نظريّة واحدة معيّنة تلائم الحقائق التي نخضعها لها¹.

وقد شهد النقاش حول السّياسة الاقتصاديّة، ذات الأثر الأكبر على النشاط الاقتصاديّ خلال القرن الماضي تغيّرات وتقلّبات كبيرة، وبالأخصّ السّياستين النّقديّة والماليّة، اللّتان يتمّ من خلالهما معالجة المشكلات الاقتصاديّة التي يتعرّض لها الاقتصاد الوطنيّ، إذ انقسمت المدارس الاقتصاديّة بين مؤيّدة للسياسة النّقديّة، والتي ترى أنّها ذات الفعالية الأكبر على النشاط الاقتصادي، وأنّها الأداة الرئيسيّة الممكن استخدامها لمعالجة الأزمات الاقتصاديّة التي قد تعصف بالاقتصادات، وإنّ المصرف المركزي يُعدّ مسؤولاً بشكل رئيسيّ عن استقرار الأسعار، ويلغون أي دور محتمل للماليّة الحكوميّة، ويعود هذا الجدل لأربعينيات القرن الماضي، وبين مؤيدين للسياسة الماليّة التي يرون أنّها ذات تأثيرات مباشرة في المشكلات الاقتصاديّة التي يعاني منها الاقتصاد، وإنّها قابلة للتحكّم والسيطرة أكثر من السّياسة النّقديّة، ومن وجهة نظرهم فإنّ المستوى العامّ للأسعار يتحدّد من خلال دين الحكومة والسّياسة الماليّة وحدها، لا غير بذلك دور السّياسة النّقديّة، وبين من يرون أنّ السّياسة الأفضل هي التي تُبنى على التّوفيق والتّنسيق بين كلا السّياستين الماليّة والنّقديّة.

وإنّ السّؤال الجوهريّ للخلاف بين المدارس الفكرية للاقتصاد الكليّ هو: هل الاقتصاد الخاصّ أساساً مستقرّ، فالاقتصاد المستقرّ يتطلّب فقط سّياسات سلبية، مع تدخّل بين الحين والآخر؛ لمعالجة المشكلات الخارجية العشوائية، أمّا الاقتصاد غير المستقرّ، فالسّياسة يجب أن تكون نشطة- ما لم تكن هي بحدّ ذاتها تؤذي أكثر ممّا تنفع، ولكن حتّى هذا التساؤل محلّ لتفسيرات مختلفة².

¹ خليل، سامي. (1994). نظرية الاقتصاد الكلي " المفاهيم والنظريات الأساسية ". الكتاب الأول، الكويت: (د.ن)، ص 80.

² خليل، سامي. (1994). نظرية الاقتصاد الكلي " نظريات الاقتصاد الكلي الحديثة ". الكتاب الثاني، الكويت: (د.ن)، ص 747.

لذا فإننا سنتناول في هذا المبحث وجهات نظر المدارس الاقتصادية على اختلافها، التي تعالج وتناقش دور وآليات السياسة المالية في النشاط الاقتصادي، ومدى تأثيرها وتأثيرها في مستوى الاستقرار الاقتصادي، وذلك كالآتي:

أولاً: السياسة المالية وفق الفكر الكلاسيكي:

وجّه الكلاسيك جزءاً من اهتمامهم نحو مواضيع المالية العامة، وذلك في إطار فكرهم وفلسفتهم التي تقوم على حرية النشاط الاقتصادي، والحد من تدخل الدولة في الحياة الاقتصادية، فقد كانت النظرية المالية الكلاسيكية انعكاساً لقانون ساي للأسواق "العرض يخلق الطلب المساوي له"^{*}، ومبدأ اليد الخفية لآدم سميث¹، كما أنها ارتكزت على عدد من المبادئ التي تعكس وجهة النظر الكلاسيكية، والتي تتمثل ب: الحرية بمفهومها الواسع - ورشاد السلوك الإنساني - وسيادة سوق المنافسة الكاملة - والاستخدام الأمثل للموارد النادرة والتوازن التلقائي للاقتصاد².

ويخلص الفكر الكلاسيكي إلى حصر وظائف الدولة في الاقتصاد بصفة أساسية، على خدمات الأمن والدفاع وتحقيق العدالة، وبذلك يتحدد دور السياسة المالية الحكومية، وفق وجهة النظر الكلاسيكية، في توفير الإيرادات اللازمة لتغطية عمليات الإنفاق، للقيام بهذه الخدمات، ودون أن يكون لها أي غرض اقتصادي أو اجتماعي أو سياسي، ودون أن يؤثر نشاط الدولة المالي في تصرفات الأفراد، وأنشطة القطاع الخاص بأي شكل من الأشكال، مع ضرورة ضغط الموازنة، بحيث لا يمثل الإنفاق الحكومي إلا نسبة ضئيلة من الدخل القومي، واعتماد الإيرادات العامة بشكل أساسي على الضرائب، وتقدير الإيرادات تبعاً للموارد التي يسمح بها دور الدولة، وضرورة توازن الموازنة سنوياً، أي المساواة بين النفقات والإيرادات العامة³، كون ميكانيكية السوق ذات قوة كافية، تستطيع أن تغلب على الهزات الخارجية، وتحرك الاقتصاد نحو التوازن العام، وهو الوضع الذي يتعادل عنده الطلب والعرض بالسوق.

وإن الاستقرار الذي يتصف به القطاع الخاص، هو الذي قاد الاقتصاديين الكلاسيك إلى سياسة عدم التدخل، فمن وجهة نظرهم: أن زيادة مستويات الدخل والتشغيل، يقتضي زيادة الإنتاج بعض الشيء عن الطلب القائم في السوق، وعندئذ يخلق العرض الجديد المتولد من رفع مستوى الإنتاج الطلب المقابل له، وبهذا الشكل يرى الكلاسيك أنه إذا ترك القطاع الخاص حراً، في بيئة تتوفر فيها الحرية الاقتصادية، فإنه سيسعى إلى إنتاج حاجاته وتعظيم ثروته، ومن ثمّ يستمر الإنتاج حتى يصل إلى مستوى التوظيف الكامل⁴، ويبني العديد من الكلاسيك وجهات نظرهم هذه، اعتماداً على ميل الإخار والاستثمار للتعادل عن طريق سعر الفائدة، وعند مستوى التشغيل الكامل، فوفقاً للكلاسيك فإن سعر الفائدة هو الذي يضمن عدم تأثير التغيرات الخارجية، في مكونات الطلب

* يقوم جوهر قانون ساي على أن النظام الاقتصادي الحر يخلو من العوامل الذاتية، ما يضمن له مستوى دائم من الدخل الوطني، يتم عنده استغلال كل طاقته الإنتاجية، أي إن النظم الرأسمالية تتجه بشكل تلقائي للتوازن عند مستوى التشغيل الكامل، ممّا يعبر عن أن هذا القانون يشير إلى وجود علاقة سببية مباشرة بين الإنتاج والإنفاق، أي إن أي زيادة في الإنتاج ستخلق زيادة مكافئة لها في الدخل القُدي.

¹ نايهايز، ج. (1997). تاريخ النظرية الاقتصادية الطبعة الأولى (صقر أحمد صقر، مترجم). القاهرة، مصر: المكتبة الأكاديمية، ص 116.

² عامر، وحيد. (2010). السياسات النقدية والمالية والاستقرار الاقتصادي (النظرية والتطبيق). الإسكندرية، مصر: مطبوعات الدار الجامعية، ص 39.

³ الخطيب، فاروق، ودباب، عبد العزيز. (2013). دراسات متقدمة في النظرية الاقتصادية الكلية. جدة، السعودية: جامعة الملك عبد العزيز، ص 177-178.

⁴ فوزي، عبد المنعم، مرجع سابق، ص 40.

الكلي، ومع أنَّه لا يوجد تفسير واحد لسعر الفائدة - فلا يوجد ما يسمَّى سعر الفائدة وفقاً للنظرية الكلاسيكية، لكن توجد مجموعة من التفسيرات، تشترك مع بعضها بفكرة أنَّ سعر الفائدة هو العنصر الاقتصادي الذي يَحَقِّق التَّوازن، بين طلب الاستثمار والرغبة في الادِّخار، فوفقاً لـ: Warlrrass: "لكلِّ سعر فائدة ما يقابله من مدَّخرات الأفراد، وكذلك ما يجعلهم يُقبلون على الاستثمار، وسعر الفائدة هو المعادل بين الادِّخار والاستثمار الكلي"، أمَّا Marshal فيقول: "سعر الفائدة هو ثمن استخدام رأس المال في أي سوق، ويتحقَّق التَّوازن عند التساوي بين الطَّلب على رأس المال، مع العرض الكلي لرأس المال مع هذا السَّعر"¹.

ولضمان الوصول إلى هذه النتائج، فلا بدَّ من الحيلولة دون تدخُّل الدولة في النِّشاط الاقتصادي، الذي سيؤدِّي إلى إخلال التَّوازن الطبيعي للقوى التلقائيَّة، وتحويل جزء من موارد المجتمع عن الاستخدامات المثلى، التي لا يحقِّقها إلَّا القطاع الخاص، وسيؤدِّي إلى حرمانه من رؤوس الأموال اللازمة لزيادة الإنتاج، وتنمية الاقتصاد الوطني²، فتغيُّر الإنفاق الحُكومي أو الضَّرائب، ليس له أي تأثير في الطلب الكلي، والنَّاتج والمستوى العام للأسعار؛ وذلك بسبب أثر المزاحمة (Crowding out)، فمثلاً أنَّ زيادة الإنفاق الذي يتمُّ تمويله عن طريق إصدار سندات الدَّين سيرفع سعر الفائدة للحدِّ الذي يحلُّ فيه محلُّ قدر مساوٍ من الإنفاق الخاص - الاستثمار والاستهلاك الخاص - الذي سيثبط، ويزداد الادِّخار، فحسب الكلاسيك يؤدِّي ارتفاع أسعار الفائدة إلى جعل القطاع العائلي يفضل الاستهلاك المستقبلي، على الاستهلاك الحالي، كما أنَّ الاستثمار الخاصَّ ينخفض نتيجة ارتفاع تكاليف الاقتراض، وانخفاض الربحية، ومن ثمَّ لن يتغيَّر مستوى الطلب الكلي، وعليه فإنَّ السَّياسة الماليَّة الكلاسيكية تقوم على:

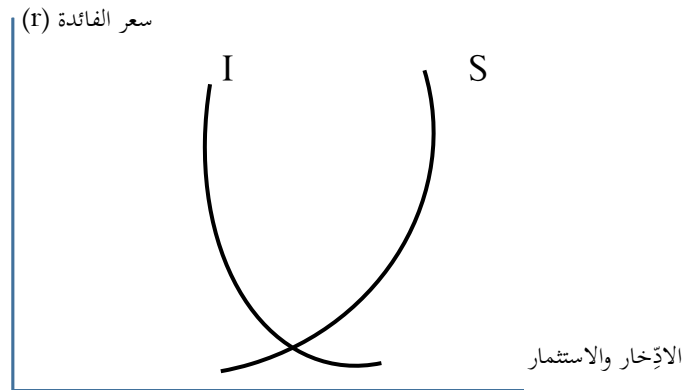
1- حياديَّة النفقة العامَّة.

2- حياديَّة الضريبة.

3- توازن الميزانيَّة.

ويمكن شرح وجهة النظر هذه بالشَّكلين التاليين:

الشَّكل رقم (1): العلاقة بين الادِّخار والاستثمار وسعر الفائدة وفقاً للنظرية الكلاسيكية

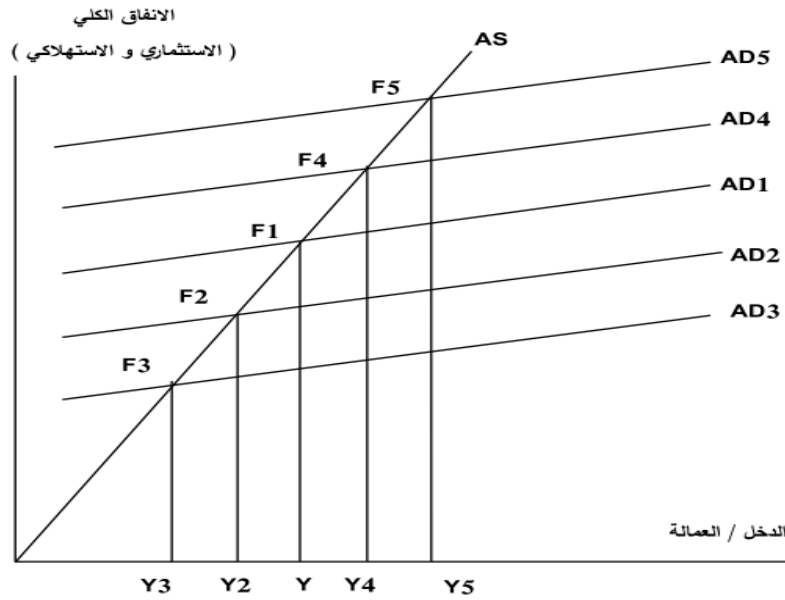


المصدر : كنعان، علي، مبادئ الماليَّة العامَّة، مرجع سابق، ص 427

¹ عبد العزيز، محمد. (1988). تمويل التنمية الاقتصادية، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية، ص 40.

² دراوسي، مسعود، مرجع سابق، ص 54.

الشكل رقم (2): أثر الإنفاق العام على الدخل/العمالة



كنعان، علي، مبادئ المالية العامة، مرجع سابق، ص 427

أما في حال تم تمويل زيادة الإنفاق الحكومي، أو تخفيض الضرائب، عن طريق إصدار نقدي جديد، فإن المستوى العام للأسعار سوف يتغير بنفس النسبة، نظراً إلى أن كمية النقود قد تغيرت، إذ أن الزيادة في عرض النقود، تؤدي إلى انتقال منحنى الطلب الكلي إلى أعلى، متحركاً على منحنى العرض الكلي الرأسي، رافعاً المستوى العام للأسعار.*

ويؤكد الاقتصاديون الكلاسيك اتجاهات الاقتصاد القومي نحو المواءمة الذاتية، وإمكانية تحقيق التوظيف الكامل، بعيداً عن الدور الذي يؤديه التدخل الحكومي، والذي ينتج بمحصّلته عدم الاستقرار الاقتصادي، ويؤثر في استقرار القطاع الخاص، وتظهر المواءمة الذاتية في النظام الكلاسيكي بناحيتين¹:

1- آلية الاستقرار الذاتي في سعر الفائدة، التي تعمل بحيث تجعل الهزات التي تصيب مستويات الطلب، لدى بعض القطاعات، لا تؤثر في مجموع الطلب الكلي.

2- الحرية في مرونة الأسعار والأجور، التي تجعل التغيرات في الطلب الكلي لا تؤثر في الناتج، إذ أن مرونة الأسعار والأجور شرط مهم لتحقيق التوظيف الكامل.

ثانياً: السياسة المالية وفق الفكر الكينزي (J.M. Keynes):

عُدّ كتاب "النظرية العامة في التشغيل والفائدة والنقود" من أكثر الكتب أهمية في القرنين الماضيين، واعتبر أنه منشور يساري، ودعوة إلى حكومة كبيرة الحجم وإلى ضرائب عالية، هذا ما قاله بعض اليمينيّين واليساريّين أيضاً عن النظرية العامة منذ نشأتها.

* وفقاً للكلاسيك فإن مصدر الزيادة في عرض النقود لا يهم، فتغير معين في رصيد عرض النقود له نفس الأثر، سواء دخلت الاقتصاد الوطني لتمويل زيادة الإنفاق أو الضرائب، أو لأي غرض آخر.

¹ خليل، سامي، نظرية الاقتصاد الكلي (الكتاب الأول)، مرجع سابق، ص 213-214.

فبعد أن سادت مفاهيم النظرية الكلاسيكية لفترة طويلة من الزمن، أسست أفكارها ومبادئها، لاقتصاد دور المالية الحكومية وتحديداتها، في أطر ضيقة جداً في النشاط الاقتصادي، بل رأت أن لها أثراً سلبية على الاقتصاد الوطني، ووصفت الإنفاق الحكومي، بأنه إنفاق عقيم، ووجهت بأن يقتصر دور الحكومة على توفير الأمن، لكن الاقتصاديين بدؤوا يتشككون في صحة فرضيات هذه النظرية، حينما أخفقت القوى الذاتية في معالجة الكساد الكبير، إذ ظهرت البطالة على نطاق واسع، وعانت الأسواق من الكساد، ومع ذلك ورغم مرور عدة سنوات، فلم تتمكن القوى التلقائية من تخفيض مستوى البطالة وإنهاء حالة الكساد.

ونظراً لذلك أخذ الاقتصاديون بالبحث عن مخرج للأزمة التي كان يمر بها الاقتصاد العالمي، بعيداً عن مبادئ وفروض النظرية الكلاسيكية، وكان جون مينارد كينز من أوائل من نقضوا افتراضات الكلاسيك بكتابه "النظرية العامة في التشغيل والفائدة والنقد"، إذ رأى أن فروض الكلاسيك غير قابلة للتطبيق إلا في حالة واحدة فقط، مما يجعلها غير قابلة للتعميم كنظرية عامة، وإن الوضع الذي يرسمه الكلاسيك، يختلف تماماً عن خصائص المجتمعات التي يعيش فيها البشر، وقال أن محاولات تعميم أفكار تلك النظرية سيؤدي إلى نتائج مضللة، كون نتائجها غير صحيحة، إذ أن الوضع الذي تفترضه عبارة عن نقطة معينة تستبعد الأوضاع الأخرى الممكنة للتوازن¹.

وأوضح كينز أن الاقتصاد القومي غير مستقر، ولا يتصف بالتصحيح الذاتي، والمواءمة الذاتية تتسم بالضعف، ومن ثم فإنه لا مفر من التدخل الحكومي، للتأثير في المستوى العام للنشاط الاقتصادي، وتصحيح الخلل في آليات السوق، من خلال تعديل الحكومة لوضعها المالي، إذ طرح كينز أن هذه الإخفاقات لها أسباب تقنية محدودة، إذ كتب حين كان العالم ينزلق إلى الكساد عام 1930: "لدينا مشكلة في جهاز التشغيل (مولد التيار)" ولأن كينز رأى أن أسباب البطالة المنتشرة محدودة وتقنية، دعا إلى أن يكون حل المشكلة محدوداً وتقنياً أيضاً: لقد كان النظام في حاجة إلى مولّد جديد للتيار، وليس إلى استبدال السيارة كلّها، على وجه التحديد "لا توجد دعوى لنظام اشتراكي للدولة بحيث تضع يدها على معظم مفاصل الحياة الاقتصادية في المجتمع"، فلم يكن كينز اشتراكياً، بل كانت أفكاره إنفاذاً للرأسمالية، لكن من الممكن النظر إلى أن كتابه كان محافظاً بالنسبة إلى التوقيت الذي كتب به، كما أن كينز قد وصف نظريته بأنها تعدّ من نواحٍ معينة محافظة إلى حد ما في آثارها. وبُنيت النظرية الكينزية على المقومات النظرية التالية:

* في الأساس كان كينز كلاسيكياً فقد تعلم على يد ألفريد مارشال في مدرسة كامبريدج، لكن نظريته لدور الإنفاق العام في إنعاش الاقتصاد عن طريق تحفيز الطلب الكلي (الطلب الفعال بفعل السياسة المالية- تخفيض سعر الفائدة- تحفيز الاستثمار) وتدخل الدولة عبر السياسة المالية شكل انتقالاً جذرياً، ليشكل اتباع كينز فيما بعد منهجاً ومدرسة خاصة بهم عرفت بالكينزية.

¹ Keynes. J. M. (1936). *The general theory of employment, interest and money*. London, England: Palgrave Macmillan, Ch I.

** تجدر الإشارة إلى أن المقصود بالنظرية الكينزية في الاقتصاد الكلي هي نموذج (الدخل- الإنفاق)، والذي يُعدّ كينز المؤسس له، إلا أن دوره يتوقف عند هذا الحد، ولا بد من التمييز بين اقتصاد كينز (The Economics of J.M. Keynes)، وبين الاقتصاد الكينزي (Keynesian Economics)، فالاقتصاد كينز هو مبدئياً النظرية العامة في التشغيل والفائدة والنقد، والتي تعدّ الأساس الذي بني عليه الاقتصاد الكينزي، إذ إنه وبعد نشر كينز لكتابه، فإن الاقتصاديين قبلوا وصححو وعارضوا ما ورد فيه، لذا فإن ما قاموا به هو البناء على ذلك الهيكل المعروف بالنظرية العامة في التشغيل والفائدة والنقد.

2-1 عدم ارتباط خطط الإِدْخار بخطط الاستثمار:

ترفض النظرية الكينزية قانون ساي، بتشكيكها في مقدرة سعر الفائدة على تحقيق التوازن بين خطط القطاع العائلي فيما يتعلق بالإِدْخار، مع خطط قطاع الأعمال فيما يتعلق بالاستثمار، فبينما كان الكلاسيك يعتقدون بأنَّ زيادة الإِدْخار يترتب عليها زيادة في الاستثمارات، فإنَّ النظرية الكينزية تقول بأنَّ زيادة الإِدْخار سيقابلها استهلاك أقل، ومن ثمَّ انخفاض الطلب على مختلف السلع والخدمات المقدَّمة، فكيف يمكن توقُّع أنَّ يتوسَّع المستثمرون في استثماراتهم في الوقت الذي ينكمش فيه الطلب على المنتجات؟. كما تؤكد النظرية الكينزية هذه الفكرة بقولها أنَّ كلاً من الإِدْخار والاستثمار يحدثان بواسطة فريقين مختلفين ولدوافع مختلفة؛ فدوافع الإِدْخار (شراء سلعة في المستقبل، والاحتياط لأيِّ ظروف طارئة،.. إلخ)، تختلف تماماً عن دوافع الاستثمار (تحقيق الربح).

2-2 سعر الفائدة:

رغم الدور الذي يؤديه سعر الفائدة في التأثير في قرارات المستثمرين، إلَّا أنَّه ليس العامل الوحيد أو الأكثر أهميَّة، فالعامل الحاسم هو معدل الربح الذي يتوقَّعه المستثمرون، ففي حالات الركود وعدم التفاؤل حول المبيعات والأرباح المستقبلية تكون أسعار الفائدة منخفضة، ولكن هذا الانخفاض لا يشجِّع المستثمرين على التوسُّع باستثماراتهم.

2-3 معارضة فكرة مرونة الأجور والأسعار:

ترفض النظرية الكينزية وجود مرونة في الأسعار والأجور بالشكل الذي يمكن معه ضمان عودة مستوى التوظيف الكامل، وذلك على أثر حدوث انخفاض في الإنفاق الكلي، فنظام الأسعار في ظلِّ النظام الرأسمالي لم يعد نظام منافسة تامَّة، بل أصبح نظاماً مشوَّهاً بعدم كمال الشُّوق، ومقيّداً بعقبات عمليَّة وسياسة تعمل على عدم تحقيق مرونة الأسعار والأجور، فهناك منتجون يتمتَّعون بسيطرة احتكاريَّة على أسواق أهمِّ السلع، ولن يسمحوا بانخفاض أسعار منتجاتهم عند انخفاض الطلب، كما أنَّ نقابات العمال تعارض الاتجاه نحو تخفيض الأجور، مع العلم بأنَّ افتراض وجود مرونة في الأجور والأسعار عند انخفاض الإنفاق الكلي، ليس من المؤكَّد أنَّ يؤدي إلى انخفاض الأسعار والأجور نتيجةً لانخفاض الدخل التقديَّة.

وفقاً لذلك قدَّم كينز نظريته في الطلب على النقود البديلة للرؤية الكلاسيكية، في إطار منظومة الأفكار الاقتصادية، معتمداً على الأسس التالية¹:

أ- رفض الفروض الكلاسيكية الأساسية: كسريان قانون ساي في الاقتصاد، وإنَّ الشُّوق هو مدير النظام الاقتصادي، ومن ثمَّ نقض افتراض كلِّ من الكلاسيك والنيوكلاسيك بسيادة التوظيف الكامل في الاقتصاد، الذي رأى فيه أنَّه ليس أكثر من حالة خاصَّة لقانون ساي في الأسواق.

¹ عامر، وحيد، مرجع سابق، بتصرف، ص 67-68.

ب- عدم صحة شروط المنافسة الكاملة: أقر كينز بأن شروط المنافسة الكاملة خاطئة وغير واقعية، ووصفها بأنها تبتعد كلياً عن الواقع المعاصر، وقال أن الأفراد ليسوا أحراراً في اختيار أنشطتهم الاقتصادية، كما أن المصالح الخاصة لا تتطابق غالباً مع المصالح العامة.

ت- الخروج من ازدواجية التحليل الكلاسيكي للأسعار: إذ كان الكلاسيك ينظرون للنقود كنظرية لتحديد الأسعار، كما في معادلة التبادل، وفي نفس الوقت يفسرون تغير الأسعار النسبية للسلع والخدمات، على أساس تغيير العوامل الحقيقية، وليس النقديّة، على حين أن كينز رأى العلاقة بين كمية النقود والأسعار، بأنها ليست ميكانيكية ومباشرة على الدوام، كما تصوّرها الكلاسيك¹.

ث- تأييد تدخل الدولة في النشاط الاقتصادي: آمن الكلاسيك بأن قيمة الدولة تزداد، بابتعادها عن التدخل بالنشاط الاقتصادي، أمّا كينز فيرى ضرورة تدخل الدولة فيه، بالإدارة والتوجيه والتنسيق، وعليه يتركز الفكر الكينزي على إحلال الإدارة الحكومية للنظام الاقتصادي، مكان إدارة السوق.

ج- دور السوق تنظيمي فقط: رأى كينز أن دور السوق ينحصر في تنظيم العلاقات بين كافة الوحدات الاقتصادية، سواء كانت عامة أو خاصة.

وقد ردّ كينز حالة الكساد التي مرّ بها الاقتصاد العالمي عام 1929، إلى وجود عجز في الطلب الكلي، لذا فقد ركّز بحثه على مفهوم الطلب الكلي، وعلى تغييراته كمحدد أساسي للتغيرات في المستوى التوازني للدخل القومي، ورأى أن زيادة معدلات النمو في مكونات الطلب الكلي، تؤدي إلى زيادة حجم العمالة، ومن ثمّ الاقتراب من مستوى التوظيف الكامل².

فحسب النموذج الذي قدّمه كينز، فإنّ مستوى توازن الدخل والنتاج، يتوقّف على الإنفاق (الطلب) الكلي للاقتصاد على الإنتاج، وإنّ مستوى هذا الإنفاق، ومدى قدرته على امتصاص حجم الإنتاج، هو الذي يحدّد مستويات البطالة في الاقتصاد، كما رأى كينز أنه كلما ارتفعت مستويات الأسعار، فإنّ الدخل الحقيقي ينخفض؛ لأنّ الارتفاع في الأسعار يخفض من مكونات الطلب الكلي، ممّا يؤدي بدوره إلى انخفاض الدخل الحقيقي، كما أنّ الزيادة في الإنتاج أو الدخل الحقيقي، تكون مصحوبة بارتفاع الأسعار، وذلك حتّى الوصول إلى التوظيف الكامل، ويرى كينز أنّ الدخل القومي التوازني، يتحقّق عند تقاطع كلّ من منحنى الطلب والعرض الكليين، وأنّ المستوى التوازني قد يتحقّق عند مستوى يزيد أو ينقص عن مستوى التوظيف الكامل³، وحسب كينز فإنّ التوازن لا يتحقّق تلقائياً كما يرى الكلاسيك، ومن ثمّ فإنّ الانحراف عن التشغيل الكامل هو الوضع الطبيعي للنظام الاقتصادي، بمعنى أنّ هناك قدراً من البطالة يظهر في الاقتصاد بشكل شبه مستمرّ، أو ما اصطلح كينز بتسميته بالبطالة الإجبارية.

¹ الأندري، محمد. (2012). النظرية الاقتصادية الكلية السياسة والممارسة (الطبعة الأولى). صنعاء، اليمن: الأمين للنشر والتوزيع، ص 329.

² أبو السعود، محمدي. (2004). مقدمة في الاقتصاد الكلي. الإسكندرية، مصر: منشورات الدار الجامعية، ص 176.

³ محمدي، أبو السعود، مرجع سابق، ص 178.

فوفقاً لآراء كينز يمكن للسياسة المالية أن تكون رافعة قوية لتحريك الاقتصاد؛ لأن تأثير زيادة الإنفاق أو تخفيض الضرائب سوف يتضاعف من خلال تحفيز الطلب الإضافي على السلع الاستهلاكية من قبل الأسر، إذ يرى كينز أن على الحكومة في فترات الكساد تحفيز الطلب الكلي بشئ السبل سواء العملية أو غير العملية، وحتى لو تطلب منها ذلك دفن الأموال تحت التراب وتوظيف شركات لإعادة الحفر واستخراج هذه الأموال مرة أخرى، وفي ذلك مؤشر لوجهة نظر كينز على أهمية التدخل الحكومي لترميم الطلب الفعال. ونتيجة لهذه الأفكار تخلت السياسة المالية عن القواعد الكلاسيكية التي كانت تحكمها، واتخذت مفهوماً وظيفياً أوسع، وتعدت أهدافها النطاق المالي لتسهم في تغيير البنيان الاقتصادي والاجتماعي للدولة، وأصبحت الحكومة هي المسؤولة عن سلامة وقوة الاقتصاد الوطني، وعن تحقيق التوازن الاقتصادي، فمن خلال أدائها يتم التأثير في الطلب الفعال - وهو الطلب الكلي على مختلف السلع الاستهلاكية والاستثمارية الذي يكون مصحوباً بقوة شرائية - إذ أنه في فترات الكساد، تعمل السياسة المالية بشئها الإيرادات والنفقات على زيادة الطلب الكلي، عن طريق تيار الإنفاق العام، مع الالتجاء إلى إحداث عجز منظم في الموازنة العامة، واستخدام الضرائب بشكل يحفز القطاع الخاص على الاستهلاك والاستثمار، بما يضمن زيادة التشغيل والإنتاج، والمساهمة في الخروج من حالة الكساد أو الحد منها، أما في فترات التضخم إذ يرتفع الطلب بشكل يفوق القدرة الإنتاجية للاقتصاد الوطني، مما يؤدي إلى ارتفاع الأسعار، فتعمل السياسة المالية على خفض وتقييد حجم الطلب الكلي، عن طريق ترشيد الإنفاق الحكومي، وزيادة الضرائب، مع تكوين فائض في الموازنة؛ لامتصاص القوة الشرائية الزائدة¹.

ومن الممكن توضيح أثر سياسات الإنفاق العام والضرائب في النشاط الاقتصادي، من خلال نموذج IS-LM² كالآتي:

• أثر سياسة الإنفاق الحكومي في النشاط الاقتصادي حسب نموذج IS-LM:

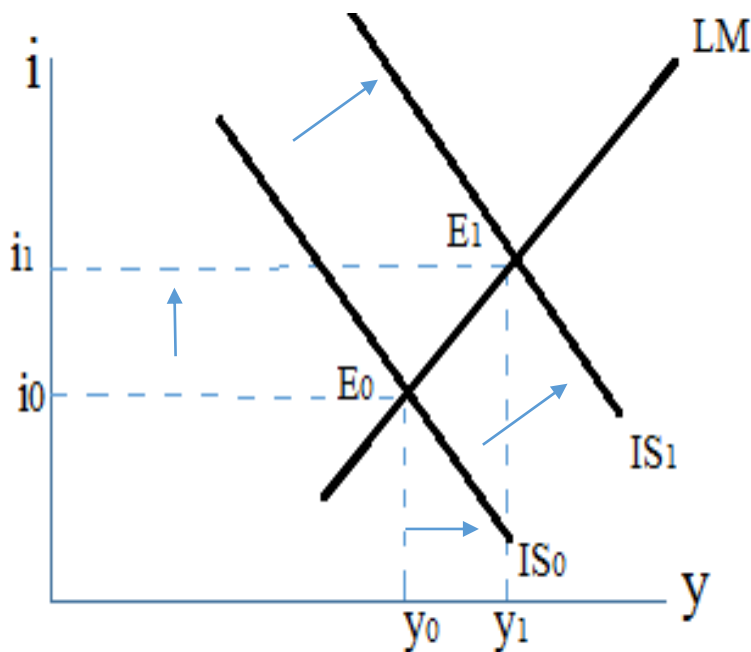
إن التقلبات في حجم الإنفاق الحكومي، تؤدي إلى إحداث تغييرات في سوق السلع والخدمات، مما ينجم عنه انتقال منحنى IS للأعلى أو الأسفل، وكون توازن السوقين الحقيقي والنقدي، يعطي الدخل وسعر الفائدة التوازنيين، فإن انتقال منحنى IS سيؤدي إلى تغيير نقطة التوازن، ومن ثم تغيير مستويات الإنتاج، فزيادة الإنفاق الحكومي، تؤدي إلى زيادة الطلب الكلي، وحسب نظرية المضاعف فإن زيادة الإنفاق الحكومي بمقدار وحدة واحدة، يؤدي إلى زيادة الإنتاج بأكثر من وحدة واحدة، والشكل التالي يبين أثر التغير في الإنفاق الحكومي في النشاط الاقتصادي من خلال منحنى IS-LM:

¹ دراوسي، مسعود، مرجع سابق، ص 59.

² "قدم نموذج IS-LM لأول مرة عام 1937، من قبل الاقتصادي الكيني "جون هيكس"، والذي كان يريد من وراءه إيضاح التكامل الموجود بين النموذج الكيني البسيط، والنموذج الكلاسيكي.

² ضيف، أحمد، مرجع سابق، بتصرف، 132-141.

الشكل رقم (3): أثر الإنفاق الحكومي على النشاط الاقتصادي



المصدر من إعداد الباحث

يلاحظ من الشكل السابق أنَّ زيادة الإنفاق الحكومي، أدت لنقل منحنى IS للأعلى، مع ثبات منحنى LM، ممَّا نتج عنه ارتفاع أسعار الفائدة من i_0 إلى i_1 ، وارتفاع حجم الإنتاج من y_0 إلى y_1 ، وأنَّ ارتفاع قيمة حجم الإنتاج تكون أكبر من زيادة الإنفاق الحكومي؛ كون قيمة مضاعف الإنفاق أكبر من الواحد، وأنَّ هذا الأثر يكون نسبياً؛ إذ أنَّه يرجع إلى مرونة الجهاز الإنتاجي في جانب العرض، وإلى الطلب الفعَّال في جانب الطلب، بالإضافة إلى طريقة تمويل عملية الإنفاق الحكومي.

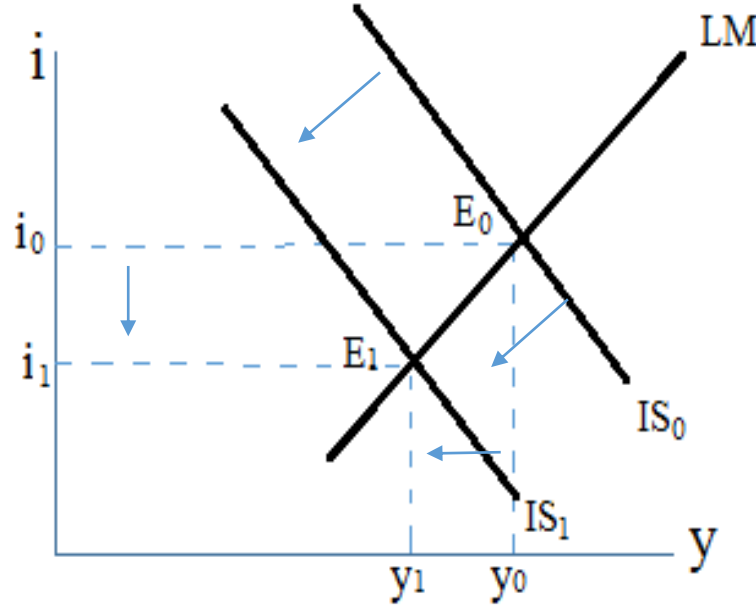
• أثر السياسات الضريبية في النشاط الاقتصادي حسب نموذج IS-LM:

إنَّ العلاقة بين الضريبة والنشاط الاقتصادي من وجهة النظر الكينزية، تكون من خلال أثرين، يتمثل أولهما في تأثير الضرائب في دخول الأفراد، ومن ثمَّ التأثير في قدرتهم الشرائية، وحجم الطلب الكلي، ويتمثل الثاني في تأثير الضرائب في حجم الاستثمار، الذي يُعدُّ المحرك الرئيس للنشاط الاقتصادي.

وإنَّ زيادة الضرائب تؤدي إلى إحداث آثار مباشرة في منحنى IS، إذ ينتقل منحنى IS نتيجة إلى زيادة معدلات الضريبة إلى الأسفل، محدثاً تأثيراً في كل من حجم الإنتاج وسعر الفائدة، ويحدث هذا الأثر عن طريق مضاعف الضرائب* -ذو الإشارة السالبة- الذي يعبر عن العلاقة العكسية بين تغيرات معدلات الضرائب، وحجم الإنتاج، لذا فإنَّ زيادة الضرائب تؤدي إلى تخفيض الدخل y الممكن التصرف فيه، الأمر الذي يتبعه خفض استهلاك الأفراد، والشكل التالي يوضح أثر التغيرات في السياسات الضريبية في النشاط الاقتصادي:

* مضاعف الضرائب = $\frac{-c}{1-c}$ (إذ إنَّ c) تعبر عن الاستهلاك).

الشكل رقم (4): أثر السياسات الضريبية على النشاط الاقتصادي



المصدر من إعداد الباحث

يلاحظ من الشكل السابق أنَّ زيادة معدل الضريبة أدَّى إلى نقل منحنى IS للأسفل مع ثبات منحنى LM، ممَّا نتج عنه انخفاض أسعار الفائدة من i_0 إلى i_1 ، وانخفاض حجم الإنتاج من y_0 إلى y_1 .

ثالثاً: السياسة المالية وفقاً لفكر الكينزيين المحدثين (Neo-Keynesians):

الكينزيون المحدثون هي مدرسة للفكر الاقتصادي الكليّ تمَّ تطويرها في فترة ما بعد الحرب العالمية الثانية من كتابات جون مينارد كينز، إذ قام مجموعة من الاقتصاديين ولا سيما (John Hicks, Franco Modigliani and Paul Samuelson) بتفسير كتابات كينز وتوليفها مع النماذج الكلاسيكية الجديدة للاقتصاد، وخلق النماذج التي شكَّلت الأفكار الأساسية للاقتصاد الكينزي الجديد. سيطرت هذه الأفكار على الاقتصاد السائد وشكَّلت التيار الرئيسي للفكر الاقتصادي الكليّ في الخمسينيات والستينيات والسبعينيات من القرن العشرين، ويضمُّ هذا التيار مجموعة غير متجانسة من الاقتصاديين، يجمعهم التحليل الكينزي بشكل منهجي، وليس حرفياً، وقد نشأ ضمن هذا التيار عدد من المدارس تمَّ تصنيفهم إلى أشكالٍ مختلفة¹.

فعلى الرغم من التطوُّر الذي أحدثته الأفكار الكينزية، إلَّا أنَّه قد ظهرت أزمات جديدة عصفت بالاقتصاد الأمريكي، ما أثر في الإنتاج والنمو بشكل سلبي، ممَّا أعطى مؤشرات على قصور الأفكار الكينزية، ولم يركِّز الكينزيون المحدثون بشكل كبير على مفهوم العمالة الكاملة، بل ركَّزوا بدلاً من ذلك على النمو الاقتصادي والاستقرار، وقد كانت الأسباب التي جعلت الكينزيين المحدثين يحدِّدون أنَّ السوق ليست ذاتية التنظيم متعدِّدة:

¹ وهي، وجدي. (2016). السياسات الاقتصادية السورية في ضوء النظرية الكينزية. رسالة ماجستير، كلية الاقتصاد، جامعة دمشق، سورية، ص 27.

1-3 قد توجد احتكارات، ممّا يعني أنّ الشّوق ليست تنافسيّة بالمعنى الحرفي، وهذا يعني أيضاً أنّ بعض الشّركات لديها سلطات تقديرية لتحديد الأسعار، وقد لا ترغب في خفض الأسعار أو رفعها خلال فترات التّقلّبات لتلبية طلبات الجمهور، وأسواق العمل أيضاً غير كاملة.

2-3 قد تعمل النقابات العماليّة والشّركات الأخرى وفقاً للظروف الفرديّة، ممّا يؤدّي إلى ركود في الأجور لا يعكس الظروف الفعلية للاقتصاد.

3-3 قد تحيد أسعار الفائدة الحقيقيّة عن أسعار الفائدة الطبيعيّة، إذ تقوم السّلطات النّقديّة بتعديلها لتجنب عدم الاستقرار المؤقت في الاقتصاد الكليّ.

ويمكن أنّ يُرتّب الاقتصاد الكليّ الكينزي في ثلاثة أجزاء¹:

أ- **مواءمة المحفظة**: وتتمّ في القطاع النّقدي، عند حدوث تغيّر في الكميّة المعروضة من النقود، ومواءمة المحفظة يتمّ تحليلها من خلال نظريّة تفضيل السيولة لسعر الفائدة.

ب- **ميكانيكية الانتقال (التحويل)**: وفيها يتحقّق الاتّصال بين القطاعين النّقدي والحقيقيّ في الاقتصاد القوميّ، وهذه الوظيفة تتمّ بواسطة جدول الكفاية الحديثة للاستثمار، التي تُرجع الإنفاق الاستثماريّ إلى مستوى سعر الفائدة.

ت- **ميكانيكية المواءمة للقطاع الحقيقي**: التي تصف مواءمة التّوازن في القطاع الحقيقي عند حدوث تغيّرات في الاستثمار، وهذا هو مضاعف النّظريّة الكينزية التقليديّة.

والنّظريّة الكينزية الحديثة قبلت بالتقسيمات السّابقة وترى أنّها ذات أهميّة، وأنّ قبول المحدثين لهذه التقسيمات والموافقة عليها، هو ما يجعلهم ينتمون للسلالة الكينزية الأصليّة (التقليديّة)، ومع أنّ الكينزيين المحدثين يقبلون بأنّ الموضوعات الرئيسيّة للمعالجة هي مواءمة المحفظة، ميكانيكية الانتقال وميكانيكية المواءمة، إلّا أنّهم يرون أنّ تحليل كينز الأصلي لهذه الموضوعات تحليل سطحيّ، لكنّهم لم يرفضوا هذا التحليل، بل رأوا أنّه تحليل تقريبي مبسّط، وهو لازم كبداية، إلّا أنّه يشوبه قصور خطير من ناحية التطبيق الواقعيّ.

ويرى أصحاب هذه المدرسة أنّ النظام الاقتصاديّ بطبيعته غير مستقرّ، ومن ثمّ فإنّ هنالك ضرورة للتدخّل الحكومي، رغم اعتقاد معظم الكينزيّين المحدثين بتصحيح النظام الاقتصاديّ لنفسه من الركود، إلّا أنّ إجراءات التصحيح قد تأخذ وقتاً طويلاً، بحيث تصبح غير مقبولة من الناحية الاجتماعيّة والسياسيّة، وغير عمليّة من الناحية الاقتصاديّة، ويرى أصحاب هذه النّظريّة أنّ زيادة العرض النّقدي، هو أحد العوامل المؤثّرة في الطلب الكليّ، وأكثر ما يهتمّهم هو البطالة، وهم يقترحون استخدام سياسات ماليّة ونقدية توسّعية لحلّ هذه المشكلة.

¹ خليل، سامي، نظريات الاقتصاد الكلي الحديثة، مرجع سابق، ص 957-958.

إذ ترى نظرية الكينزيين المحدثين في الطلب الفعّال على أنّه النقطة التي يتحقّق عندها التوازن التقدي، أي هي النقطة التي يتعادل عندها الادّخار مع الاستثمار، وهو شرط التوازن التقدي عند كينز في الأسواق السلعية، إذ يتحقّق التوازن لأنّه في هذه النقطة لا يوجد لدى رجال الأعمال أي دافع لزيادة مشاريعهم الاستثمارية، وإنّ التعادل بين الادّخار والاستثمار يحدث من خلال التغيّرات في الدخل من خلال معجل الاستثمار، وهو يخالف الفكر الكلاسيكي في أنّ التعادل بين الادّخار والاستثمار يحدث من خلال سعر الفائدة، إذ رأى كينز أنّ الطلب الفعّال يتكون من عنصرين أساسيين هما الاستهلاك الشخصي والاستثمار، وأنّ زيادة الاستهلاك تنتج زيادة في الدخل، ولكن معدل زيادة الاستهلاك يكون أقل من زيادة معدل الدخل، حيث تتحول الزيادة في الدخل إلى ادّخار ويحصل قصور في الطلب، وللمحافظة على استمرارية زيادة الدخل القومي، لابد من توجيه هذه الادّخارات إلى الاستثمارات الرأسمالية التي تقوم بامتصاصها، كما أنّ حجم الاستثمار يتعرض لتأثير عوامل عدة تمنع التطابق الأنوماتيكي بين الادّخار والاستثمار، كانهخفاض العوائد المتوقعة على رأس المال، وثبات سعر الفائدة، وغيرها من التوقعات المستقبلية، لذا يرى كينز لتعويض الطلب الفعال لابد من سياسة اقتصادية مناسبة تطبقها الدولة، يكون هدفها دعم النشاط الاقتصادي الاستثماري؛ عن طريق التوسع بالإنفاق الحكومي لتعويض قصور الطلب الفعال الخاص¹.

ويوافق الكينزيون المحدثون على رأي كينز بأنّه قد يستقرّ الطلب الفعّال عند مستوى يقل عن التشغيل الكامل، ومن ثمّ فإنّ زيادة الاستثمار تسهم في زيادة الطلب الكلي، لكنّ الاختلاف هنا في أنّ زيادة الطلب الكلي تتمّ من خلال تخفيض معدّل الفائدة التقدي أي من خلال السلطة التقديّة، ومن ثمّ يزداد الاستثمار الخاص نتيجة التوقّعات بانخفاض تكاليف الإقراض، ومن ثمّ زيادة الأرباح، أي ليس الأساس هو زيادة الإنفاق الحكومي وفقاً للفكر الكينزي، بل هو التأثير في الاستثمار الخاص من خلال أدوات السياسة التقديّة، وعليه يُصبح الدور الرئيسي للسياسة التقديّة هو التأثير في الطلب الفعّال من خلال معدّل الفائدة، وذلك من خلال مرونة منحني تفضيل السيولة وكفاية رأس المال.

فمرونة منحني تفضيل السيولة بالنسبة إلى معدّل الفائدة حسّاسة للتغيّر في عرض النقود، وعليه تكون السياسة التقديّة فعّالة إذا كان التغيّر في معدّل الفائدة أكبر من التغيّر في عرض النقد، وغير فعّالة إذا كان التغيّر في معدّل الفائدة أقلّ من التغيّر في عرض النقد. أمّا بالنسبة إلى منحني الكفاية الحديثة لرأس المال، فتكون السياسة التقديّة فعّالة كلّما كانت حساسيّة الاستثمار بالنسبة إلى سعر الفائدة ذات مرونة أكبر، بمعنى أنّ أي تغيّر في معدّل الفائدة بنسبة معيّنة يؤدّي إلى التغيّر في الاستثمار زيادةً، وتكون السياسة التقديّة غير فعّالة في الحالة المعاكسة، ومن ثمّ فإنّ شرط التوازن في السوق التقدي هو التعادل بين التفضيل التقدي وكميّة النقود المتداولة، وشرط التوازن في الأسواق السلعية هو التعادل بين الادّخار والاستثمار، ونظراً إلى أنّ تصحيح الاختلال في السوق التقدي يحدث

¹ عبد الله، أحمد. (2012). الفكر الكينزي واثره في التحليل الاقتصادي الحديث، مجلة الكويت للعلوم الاقتصادية والإدارية، المجلد 1، العدد 6، ص 135-159.

بسرعة، فإنَّ التعادل بين التفضيل النقدي وكمية النقود المتداولة يمثِّل شرط التوازن في الأجل القصير، ونظراً إلى أنَّ تصحيح الاختلال في الأسواق السلعية يتطلب وقتاً حتى يتمَّ معجل الاستثمار مفعوله، فإنَّ التعادل بين الادِّخار والاستثمار يمثِّل شرط التوازن في الأجل الطويل¹.

رابعاً: السياسة المالية وفقاً لفكر النقديين (Monetarists):

وضعت النظرية الكينزية النظرية الكمية للنقود الكلاسيكية في موضع عدم الموثوقية، إذ انتقدتها ورأت فيها أمَّا مجرد تكرار للمعادلة الكمية، أو أمَّا افترضت توظيفاً كاملاً، وإنَّ سرعة الدوران لم تكن مستقرّة تماماً، كما أكّدت عليها تلك النظرية، لكن ومع ذلك بقي هناك من الاقتصاديين من يؤمن بالنظرية الكمية، ويرى أنه من الممكن إعادة صياغتها، وتحريها من الانتقادات الموجهة لها، وإعطاؤها محتوى تجريبياً، ويُعدُّ عام 1956 عام الفصل بين النظرية القديمة والحديثة في كمية النقود، على يد الاقتصادي "Milton Friedman" عندما نشر كتابه "دراسات في كمية النقود"، إذ أعاد تعريف النظرية الكمية، كنظرية للطلب على النقود (أو لسرعة الدوران)، وليس كنظرية للإنتاج أو لمستوى الأسعار، فقد طوّرت النظرية الكمية الجديدة واحداً من الاتجاهات الرئيسية لتقاليد مدرسة كامبردج، إذ تعالج الطلب على النقود كتطبيق خاصٍّ للنظرية العامة للطلب، ووفقاً لهذا المنهج يعامل التقدُّ كأي سلعة معيّنة أخرى². ويرى النقديون أنَّ النقود تمارس أثراً مباشراً على الطلب الكلي، ومن ثمَّ على الإنتاج والبطالة، لكن في الأجل القصير فقط، أمَّا في الأجل الطويل فإنه لا أثر يذكر للنقود، سوى زيادة معدلات التضخُّم، وقد بين Friedman أنَّ العلاقة بين التضخُّم والبطالة بحسب منحني "Phillips" هي صحيحة في الأجل القصير، لكنها لا تستمرُّ في الأجل الطويل.

فوفقاً لـ Friedman تمَّ إحياء الإيمان بقوة السياسة النقدية من خلال إعادة تقييم الدور الذي أدَّاه التقدُّ بين عامي 1929-1933، إذ اعتقد كينز ومعظم الاقتصاديين الآخرين في ذلك الوقت أنَّ الكساد الكبير في الولايات المتحدة حدث على الرغم من السياسات التوسعية للسلطات النقدية، إلَّا أنَّ الدِّراسات قد أثبتت أنَّ الحقائق هي عكس ذلك: إذ أنَّ السلطات النقدية الأمريكية اتَّبعَت سياسات انكماشية، خفضت كمية التقدُّ في الولايات المتحدة بمقدار الثلث خلال فترة الكساد، ولم يكن ذلك بسبب عدم وجود المقترضين الراغبين بالاقتراض، لكنَّ السلطات النقدية أجبرت أو سمحت بتخفيض حادٍّ في القاعدة النقدية، لأنها أخفقت في ممارسة المسؤوليات المسندة إليها لتوفير السيولة للنظام المصرفي، ومن ثمَّ فإنَّ الكساد الكبير هو شهادة مأساوية على قوَّة السياسة النقدية، ليس كما يعتقد كينز ومعاصروه دليلاً على عجزها³.

¹ المسلماني، محمد. (2003). التوازن النقدي في اقتصاديات الدول التي تمر بمرحلة النمو: دراسة تطبيقية مقارنة بين الاقتصاد المصري واقتصاديات بعض الدول. أطروحة مقدّمة لنيل درجة دكتوراه الفلسفة في الاقتصاد، كلية التجارة، جامعة عين شمس، مصر، ص 45-47.

² حساني، عبد الرزاق. (2002). النظرية والسياسة النقدية والتوازن الاقتصادي واقع السياسة النقدية وآفاقها في سورية. أطروحة دكتوراه، بتصرف، كلية الاقتصاد، جامعة دمشق، سورية، ص 36-37.

³ Friedman. M. (1968). The role of monetary policy, The American Economic Review, vol LVIII, No 1, P3.

ومن ثمَّ فإنَّ نظرية كينز لم تكن مكتملة: إذ إنَّها كانت تتعامل مع تشغيل العمالة والفائدة والنقود، ولم تكن نظريَّة أسعار، فقد أضاف Friedman إلى إطار العمل الذي أسَّسه كينز نظريَّة الأسعار والتضخُّم، استناداً إلى فكرة المعدَّل الطبيعي للبطالة، وحدود تأثير السِّياسة الحكوميَّة فيما يتَّصل بتحقيق الاستقرار الاقتصادي والنموِّ على الأمد البعيد، وهي الحدود الَّتِي إذا ما تجاوزتها الحكومة، فقد يُوْدي ذلك إلى حدوث حالة من التضخُّم المدمِّر الذي لا يمكن السَّيطرة عليه أو التحكم فيه.

وإنَّ وجهة نظر التَّقديين حيال السِّياسة الماليَّة، تختلف اختلافاً كبيراً عمَّا يراه الكينزيُّون المحدثون، إذ وضع Friedman أنَّ وضع موازنة الدُّول في حدِّ ذاتها، ليس له أيُّ أثر في الدخل النَّقدي، أو الانكماش، أو في التذبذبات الدوريَّة، وفيما يتعلَّق بفعالية السِّياسة الماليَّة وفقاً لرأي الكينزيِّين المحدثين، فإنَّ التَّقديين يرفضون هذا الرَّأي، ويرون أنَّ السِّياسة الماليَّة بحدِّ ذاتها غير فعَّالة بدرجة كبيرة، وأنَّ الَّذِي يهْمُّ بالدرجة الأولى هو ماذا يحدث لكميَّة النقود، ولقد كان أكثر تقييم متفائل لـ Friedman حول السِّياسة الماليَّة هو قوله: "إنَّ أثر هذه السِّياسة يكون مؤقتاً، ومن المنتظر أنَّ يكون ثانوياً"، وقد عارض Friedman التَّدخُّل الحكومي في الاقتصاد بل كان من أشدِّ معارضيه، إذ كان مقتنعاً بأنَّ الأسواق الحرَّة تعمل بشكل أفضل وأكثر كفاءة، ولخص ذلك بالسؤال التالي: كيف يمكن للحكومة أن تحفز الاقتصاد عن طريق أخذ المال من جيب أحد أفراد المجتمع ووضعه في جيب آخر؟¹، وإنَّ حالات الإخفاق البارزة للسوق هي الاستثناء وليس القاعدة، وتحدث في كثير من الأحيان عن الاستيلاء التنظيمي، وهي الظاهرة الَّتِي تلتقي فيها المصالح الخاصَّة القويَّة بين الأفراد والجهات الحكوميَّة، إذ يرى Friedman أنَّ إخفاقات الحكومة كانت أضخم وأكثر ترويعاً من إخفاقات السوق، فالحكومات قد تكون فاسدة أو عاجزة في كثير من الأحوال.

وبلخص رأيه في أنَّ السِّياسات الحكوميَّة لها عواقب غير مقصودة، وأنَّه يجب على الاقتصاديِّين التركيز على النتائج، وليس النوايا، والتفاعلات الطوعيَّة بين المستهلكين والشركات غالباً ما تُوْدي إلى نتائج تفوق القوانين المصاغة، إلَّا أنَّه أكَّد ضرورة وجود إدارة للاقتصاد الشامل، إذ أنَّ الاقتصاد الخاصَّ بمفرده قد يخضع لحالات غير مقبولة من عدم الاستقرار، وأنَّ التَّدخُّل الاقتصادي الاستراتيجي القوي، ولكن المحدود من قِبَل الحكومة ضروريٌّ للحفاظ على الاستقرار، فبينما كان المفتاح الرئيسي بالنسبة لكينز يتلخَّص في الحفاظ على استقرار الإنفاق الحُكومي والاستثمار الخاص، فإنَّ المفتاح الرئيسي بالنسبة لـ Friedman كان يتلخَّص في الحفاظ على استقرار المعروض من النقود، أو حجم القوَّة الشرائيَّة²، في هيئة قابلة للإنفاق، بين أيدي أصحاب المصالح التجارية والأسر.

وعندما كان Friedman يناقش الآثار المستقلَّة للسياسة الماليَّة، فإنَّه يعني أثر التَّغيُّرات في الموازنة الحكوميَّة، مع بقاء كميَّة النقود ثابتة، فمثلاً عند زيادة الإنفاق الحُكومي مع افتراض بقاء الضَّرائب دون تغيُّر، فإنَّ هذا الإنفاق الجديد سيموِّل أمَّا عن طريق إصدار نقديٍّ جديد، أو عن طريق الاقتراض عبر بيع السندات، وهنا يكون لدينا إجراء سياسة نقدية — زيادة العرض النَّقدي —، وإجراء

¹ Greenwood. J. (2019). *Milton Friedman on the Interaction Between Fiscal and Monetary Policy: Is monetary policy more powerful than fiscal policy, or vice versa?*, Institute of International Monetary Research, P19.

² Milton Friedman. (1952). Patman hearings on monetary policy. By Hetzel. R. (2007). The Contributions of Milton Friedman to Economics. *Economic Quarterly*, Vol 93, Number 1—Winter PP 1-30.

سياسة مالية -زيادة الإنفاق الحكومي-، وفي هذه الحالة فإن كلاً من منحني (LM) ومنحني (IS) سيغيران من مكانيهما، وهنا لا يناقش التقديرون في أن هذه السياسة ستكون غير فعالة، فهم يرون هنا أن فعالية هذه السياسة تأتي من الزيادة في عرض النقود، أي عدم فعالية السياسة المالية، والمقصود بعدم فعاليتها تلك التغيرات بأدوات السياسة المالية غير المصحوبة بتغيرات في عرض النقود، أي أن زيادة الإنفاق الحكومي، أو تخفيض الضرائب إنما تمول عن طريق بيع السندات، وموقف التقديرين تجاه مثل هذه السياسة، هو أن لها أثراً ضعيفاً على الدخل التقدي - الأسعار أو الناتج الحقيقي - خلال مدة زمنية قصيرة، من الممكن أن تكون سنة أو ثلاث سنوات¹.

ويلخص Friedman رأيه حول العلاقة بين السياستين المالية والتقديّة ودور كلّ منهما فيقول: "أحد الأشياء التي حاولت القيام بها على مرّ السنين، هو إيجاد الحالات التي تسير فيها السياسة المالية في اتجاه واحد والسياسة التقديّة تسير في الاتجاه المعاكس، في كلّ حالة يتبع المسار الفعلي للأحداث السياسة التقديّة، لم أجد قطّ حالة تسيطر فيها السياسة المالية على السياسة التقديّة"².

خامساً: السياسة المالية وفقاً لفكر الكينزيين الجدد - ما بعد الكينزيين - (Post-Keynesians):

لم يستغرق الأمر أكثر من أربعة عقود بعد نشر النّظرية العامّة -التي عرضت نظرة ثوريّة للعمالة والإنتاج، وأكّدت الحاجة للسياسة المالية لتأمين والحفاظ على العمالة الكاملة- للتخلّي الفعلي عن السياسة المالية من قبل الاقتصاديين، إلّا أنّه وعلى النقيض من ذلك، كان الكينزيون الجدد من بين الدعاة القلائل المؤمنين بالمساهمات الكينزية الأصليّة، ودعوا باستمرار إلى إعادة السياسة المالية كأداة رئيسيّة لتنسيق الاقتصاد الكليّ، مع التّوظيف الكامل كهدف رئيسي، إذ نشأت مدرسة الكينزيين الجدد في منتصف الثمانينات، كردّ فعل ليس فقط على المدرسة الكلاسيكية الجديدة، ولكن أيضاً في مواجهة الكينزيين المحدثين، الذين رأوا أن افتراضاتهم، ومن ثمّ الاستنتاجات التي توصّلوا إليها، لا تعدّ كينزية بما فيه الكفاية، وقد بنوا آراءهم على مبدأ "تضارب المصالح" بين الفئات الاجتماعيّة، بدلاً من التناغم الكلاسيكي لها، وأعطوا من الناحية المعيارية وزناً أكبر لتحسين توزيع الدخل بالمقارنة مع الكينزيين المحدثين، وقد حاولوا مثلهم مثل المحدثين، وضع أسس اقتصاديّة جزئية لتحليل كينز الكلي³، لذا قامت هذه المدرسة على ملء الثغرات في النّظرية الكينزية، فعملت على إزالة الانفصام في النّظرية الاقتصاديّة، بين نظرية الاقتصاد الكليّ والجزئيّ، من خلال السعي لنظرية اقتصادية موحّدة تفسّر البطالة، وتقلّبات المتغيّرات الاقتصاديّة، ودورة الأعمال، بالإضافة للتأكيد على نواقص اقتصاد السوق وعدم اكتماله؛ إذ رأوا أنّه يعاني من عدم تماثل المعلومات، والوكلاء غير المتجانسين، بالإضافة إلى فشل التنسيق، وارتفاع تكاليف المعلومات، ممّا يؤدّي إلى حدوث تقلّبات في حجم الاستثمار، وفي حجم الطلب الكليّ للاقتصاد⁴، ويعدّ الكينزيون الجدد الأكثر ولاءً للمدرسة الكينزية.

¹ خليل، سامي، نظريات الاقتصاد الكلي الحديثة، مرجع سابق، ص 812-813.

² Greenwood, J. Op cit, P6.

³Hiç, Özlen. (2015,July). The Evaluation of Post-Keynesian Economics A Comparative Analysis. *GSTF Journal on Business Review (GBR)*, Vol 4, No 1, p35-43.

⁴ وهي، وجدي، مرجع سابق، ص 32.

وقد قُسمت نظرية الكينزيين الجدد إلى ثلاثة مدارس متميزة هي: (fundamentalist Keynesian approach)، (the Kaleckian variant)، و (financial instability hypothesis)، حيث لخصت مقترحات الكينزيين الجدد وفقاً لمبادئ أساسية يتفق جميع أتباع هذه النظرية مع جوهرها، إلا أن العرض التفصيلي والتوضيح لهذه المبادئ الأساسية يختلف اختلافاً كبيراً بين المدارس المذكورة أعلاه¹، وكانت هذه المقترحات على الشكل التالي²:

- 1- يتحدّد حجم العمالة والبطالة في سوق الإنتاج، وليس في سوق العمل.
- 2- وجود البطالة الإجبارية، وهي ناجمة عن نقص الطلب الفعّال، وليست نتيجة لعيوب سوق العمل.
- 3- العلاقة بين الاستثمار الكليّ والإدّخار الكليّ أمر أساسيٌّ لنظرية الاقتصاد الكليّ، والسبب في تكون من الاستثمار للإدّخار، وليس العكس.
- 4- الاقتصاد التّقدي يتّخذ تماماً عن اقتصاد المقايضة: النقد ليس محايداً، والتمويل وحجم الديون ذو أهمية.
- 5- تقود الاقتصادات الرأسمالية (Animal Spirits) للمستثمرين، الأمر الذي يحدّ من الاستثمار (وهذا الاقتراح إشكالية لحدّ ما). وإنّ الآثار المترتبة على الخصائص السابقة هي: قانون ساي غير صحيح، بحيث يكون الإنتاج والعمالة غالباً مقيدة بالطلب وليس العرض، ومن ثمّ فإنّ الحفاظ على مستوى التوظيف الكامل غالباً ما يتطلّب تدخّل الدولة، مبدأ التكافؤ الريكاردوي** غير منطقي، وأخيراً هناك حاجة لسياسات الأسعار والدخول للسيطرة على التضخّم، والمحصول من كلّ ما ذكره هي مبدأ الطلب الفعّال.
- وأصحاب هذه المدرسة أكثر تشدّداً من ناحية التدخّل الحكومي من الكينزيين المحدثين، فهم يرون الاقتصاد أساساً غير مستقرّ، ويضيفون إلى ذلك أنّه ليس هنالك اتجاه أو ميل للاقتصاد نحو التوازن الطويل الأجل، ويرون أنّ الاقتصادات الحديثة تسيطر عليها الشركات الكبيرة والنقابات، ويعتقدون أنّ قوى السوق ضعيفة، ولن تكون قادرة على تحقيق الاستعادة من الركود، لذلك فإنّهم يرون أنّ على الحكومة التدخّل عن طريق التخطيط الديمقراطي، وإتباع السياسات الداخلية (Income Policies)؛ أي فرض رقابة مباشرة على الأسعار والأجور، واستخدام السياسة المالية والتّقديّة³، وإنّ المكونات الأساسية للتحليل لدى الكينزيين الجدد استند إلى⁴:

¹ King, J. E. (2013). *A brief introduction to Post Keynesian Macroeconomics*. Germany: Wirtschaft und Gesellschaft, 39 Jahrgang, Heft 4, P486.

² Thirlwall, A. P. (1993). *The renaissance of Keynesian economics*, in: Banca Nazionale del Lavoro Quarterly Review 186, 327-37

* (Animal Spirits): وهو مصطلح استخدمه كينز في كتابه "النظرية العامة في التشغيل والفائدة والنقد"، لوصف الغرائز والميول والعواطف التي تؤثر ظاهرياً، وتوجه السلوك البشري.

** فرضية التكافؤ لدى ريكاردو-بارو: هي نظرية اقتصادية تتلخص في أن تمويل الإنفاق الحكومي من الضرائب الحالية أو الضرائب المستقبلية (والعجز الحالي) سيكون له تأثيرات مكافئة على الاقتصاد الكلي، أي أنه وبغض النظر عن الآلية التي تختارها الحكومة للزيادة في الإنفاق العام، سواء من خلال الدين أو عن طريق الضرائب، فإن النتيجة "الدخل" ستكون ذاتها، وسيبقى الطلب الكلي دون تغيير.

³ Parlin. M. (1984). *Macroeconomics*. New Jersey, USA: Prentice-Hall Inc, CH1, p1.

⁴ وهي، وجدي، مرجع سابق، ص 32.

1- تضمين النظرية الكينزية أسس اقتصاد جزئي متينة.

2- تعاني الاقتصادات من الأسواق والمعلومات غير الكاملة.

3- آلية انتقال الأثر النقدي مختلفة عن نظرية الطلب على النقود.

ومع ذلك فإن حجم وشكل السياسة المالية في أدبيات الكينزيين الجدد ليس واضحاً تماماً أيضاً، إلا أن الكتابات الحديثة لدى أتباع هذه المدرسة هي إحياء لنهج Abba Lerner للتمويل الوظيفي * (Lerner 1943)، التي توضح كيف أنه يجب ألا تواجه الحكومات حدوداً للإنفاق، وأن دور السلطة المالية هو الإنفاق لجعل الاقتصاد يصل إلى حالة التشغيل الكامل.

ويمكن التمييز بين نوعين مختلفين للتمويل الوظيفي: الأول هو الحفاظ على التشغيل الكامل، والثاني يدعو إلى زيادة الطلب الكلي بهدف سد فجوة الإنتاج دون السعي لتحقيق التشغيل الكامل، ويطلق عليهما التمويل الوظيفي من خلال خلق فرص العمل، والتمويل الوظيفي من خلال الطلب الكلي، وفيما يلي نبذة عن هذين النهجين¹:

أ- التمويل الوظيفي من خلال الطلب الكلي:

يُعدُّ هذا النهج الأكثر شيوعاً للسياسة المالية داخل مذهب الكينزيين الجدد، والسمات الأساسية لهذا النهج هو أنه يقوم على:

(1) زيادة الطلب الكلي.

(2) تحفيز الاستثمار.

(3) زيادة القدرة الإنتاجية، ومن ثم تفضيل النمو.

وعليه فإن هذه السياسة مؤيدة للاستثمار ومساندة للنمو، إذ تهدف إلى تعويض أو تقليص فجوة الطلب، وهي غير مرتبطة بأنواع معينة من الإنفاق أو الاستثمار العام، وبالنسبة لـ Sawyer و Arestis²، فإن الميزة الرئيسية للتمويل الوظيفي هي أنه يزيد دائماً الطلب، إذ يرفع التمويل الوظيفي من مستوى الطلب الكلي، الذي سيكون بخلاف ذلك منخفضاً جداً، وعلى الرغم من أن التمويل الوظيفي يمكن استخدامه للوصول إلى مستوى التشغيل الكامل، فإن هذا ليس بأي حال من الأحوال شرطاً مسبقاً لممارسة التمويل الوظيفي.

* functional finance: التمويل الوظيفي هي نظرية غير تقليدية للاقتصاد الكلي طورها Abba Lerner خلال فترة الحرب العالمية الثانية، بناءً على مبادئ الطلب الفعال ونظرية chartalism، تسعى للحد من التقلبات الاقتصادية (أي دورة الأعمال) من خلال التدخل الحكومي في الاقتصاد، حيث ترى أنه يتوجب على الحكومة توفير التمويل اللازم لزيادة الإنفاق الحكومي عبر زيادة العجز كوسيلة فعالة للحد من البطالة، ويعتمد التمويل الوظيفي على المعتقدات الرئيسية التالية:

1- إن دور الحكومة هو درء التضخم والبطالة عن طريق التحكم في إنفاق المستهلكين من خلال زيادة وخفض الضرائب.

2- الغرض من الاقتراض والإفراض الحكومي هو السيطرة على أسعار الفائدة ومستويات الاستثمار والتضخم.

¹ تم الاعتماد في كتابة هذه الفقرة على:

Tcherneva, P.R. (2008). *The Return of Fiscal Policy: Can the New Developments in the New Economic Consensus Be Reconciled with the Post-Keynesian View?*. The Levy Economics Institute of Bard college, Working Paper No.539, PP28-40.

² Arestis, P. & M. Sawyer. (2004). *Re-examining Monetary and Fiscal Policies in the Twenty-First Century*. Cheltenham: Edward Elgar, P132.

إنَّ تمويل الإنفاق بالعجز سيرفع دائماً النشاط الاقتصادي، ولكن لا شيء يُلزم السلطة المالية بالسعي وراء التشغيل الكامل، إذ إنَّ الطلب الكلي هو الذي يحدّد مستوى الاستثمار، والاستثمار هو الذي يحدّد مستوى التوظيف، وإنَّ سياسات الطلب المناسبة مطلوبة لتحفيز الاستثمار ودعم التشغيل الكامل، لكن تظهر العقبات في وجه هذه السياسة عندما يعاني الاقتصاد من التّضخُّم، إذ أنَّه وفي اقتصاد يعاني من مستويات متغيّرة من التّضخُّم، سيُتمُّ تحديد مستوى التشغيل الكامل من خلال مستوى التوظيف، عندما يصطدم الطلب الكلي بمستوى التّضخُّم السائد، لذا فقد ينشأ نتيجةً لذلك مستويات مختلفة من التشغيل الكامل، وذلك اعتماداً على مستوى الطلب الكلي ومعدّل التّضخُّم، وفقاً لهذه الرؤية تكون الحالة التي يتمُّ فيها توظيف جميع الراغبين بالعمل، ليست سوى مستوى واحد من العديد من مستويات التشغيل الكامل، وعليه يكون المقصود بالتشغيل الكامل هو مستوى الإنتاج غير التّضخُّمي، إذ يكون أي انخفاض إضافي في معدل البطالة تضخيمياً.

يدرك Arestis و Sawyer أنَّه في بعض الحالات سيظلُّ مستوى التشغيل الكامل غير التّضخُّمي يشمل عدداً كبيراً من الأشخاص العاطلين عن العمل بشكل إجباري، وفي هذه الحالة لن يكون نهج الطلب الكلي مقبولاً اجتماعياً، إلّا أنَّهم يرون أنَّ الطلب الكلي ليس سوى شرط ضروري، على الرغم من أنَّه ليس شرطاً كافياً لتحقيق مستويات منخفضة من البطالة غير الإجبارية، وأنَّ هنالك حاجة إلى تحديد الأجور الجماعية وتحديد مستويات الأسعار، بالإضافة إلى توسيع القدرة الإنتاجية والاستثمار المكثّف في المناطق التي بها بطالة كبيرة.

ومن ثمَّ يكون النهج مدفوعاً بالنمو والاستثمار والتوسُّعات بالطلب على حساب جانب العرض؛ لتحقيق العمالة الكاملة، ولكن لا يوجد التزام صريح بتأمين الوظائف للجميع.

ويرفض Arestis و Sawyer أثر مزاحمة الإنفاق الحكومي، والتكافؤ الريكارد، وافتراضات العرض الثابت في رؤيتهم حول السياسة المالية، إذ أنَّه وفقاً للنموذج الديناميكي للكينزيين الجدد، فإنَّ معدّلات النمو ستغيّر، ومن ثمَّ لا يجب أن تتعارض السياسة المالية مع قيود الموازنة التقليدية، كما أنَّهم يتبنُّون رؤية قريبة من رؤية Lerner بأنَّ الدين والعجز الحكومي مستدامان إلى الأبد؛ لأنَّ الفائدة يمكن أن تدفع عن طريق الاقتراض من جديد، لكن الكينزيين الجدد يفضلون شكلاً مختلفاً من تعريف الاستدامة، إذ يرون أنَّ الموازنات الحكومية قابلة للاستمرار طالما أنَّ معدّل النمو الاقتصادي يتجاوز معدّل الفائدة بعد الضريبة على الدين¹.

إذ يعتقدون أنَّ السياسة التقديّة المشدّدة يمكن أن تقوِّض الاستدامة، فبالنسبة إلى Woodford تزيد السياسة التقديّة المشدّدة من إجمالي الدين الاسمي في النظام غير الريكارد، ممَّا يجعلها أكثر تضخُّماً، بالنسبة لـ Arestis و Sawyer فإنَّ السياسة التقديّة المشدّدة لها تأثير غير مباشر في الاستثمار والإنتاج، ممَّا يقوِّض النموَّ (بالنسبة للفائدة على الدين) ومن ثمَّ استدامة عجز الموازنة الأولى.

¹ Arestis, P. and M. Sawyer, Op cit, P151.

ب- التمويل الوظيفي من خلال خلق فرص العمل:

تعدُّ سياسة التمويل الوظيفي من خلال خلق فرص العمل غير جديدة، إذ دعا العديد من معاصري كينز الحكومة إلى ضمان التشغيل الكامل (Pierson 1941 و Beveridge 1945)، وذلك إذا تصرَّفت الحكومة كصاحب عمل وملاذ أخير، كما تمَّ طرح الشيء ذاته في الأدبيات الحديثة لدى (Wray، Mitchell، Hyman Minsky)، إلَّا أنَّ الجديد في هذا النهج هو أنَّه يضع صلة واضحة بين ضمان التشغيل الكامل والإنفاق الحكومي¹، وهو مستوحى إلى حدٍّ كبير من نظرية الدولة للنقود (Knapp 1924) ونظرة Lerner للنقد على أنَّه صنِعة من الدولة، وأنَّه من المفروض أنَّ يعتمد التشغيل الكامل على زيادة الطلب الكلي، لكن يجب أنَّ يعتمد على ضمان مفتوح لفرص العمل².

وعلى خلاف منهج التمويل الوظيفي من خلال خلق فرص العمل، فإنَّ هذا المنهج لا يحتوي على تعريف غير تضخُّمي للتشغيل الكامل، إذ أنَّ التشغيل الكامل هنا هي الحالة الَّتِي يتمُّ فيها توظيف جميع الأشخاص المستعدين والرَّغبين بالعمل وفقاً لمعدَّل أجور معيَّن، ويُعدُّ مؤيِّدو هذه المنهج من أتباع مدرسة الكينزيين الجدد الَّذين يطلق عليهم Neo-Chartalism*، والَّذين يؤكِّدون نقطتين رئيسيتين في تحليلهم فيما يتعلَّق بالسياسة المَالِيَّة:

(1) لا توجد قيود اقتراض أو ضرائب متأصِّلة على التمويل الحكومي في الدَّول ذات العملة السياديَّة.

(2) يجب أنَّ تكون العلاقة بين السَّياسة المَالِيَّة والتشغيل الكامل واضحة بشكل جليّ.

يتبنَّى هذا النهج اقتراح Lerner بأنَّ الموازنات الحكوميَّة ينبغي الحكم عليها من خلال تأثيرها، وليس من خلال حجمها، ويرون أنَّ العجز والديون دائماً ما تكون نتائج محاسبيَّة لاحقة، لذا فإنَّ السَّياسة المَالِيَّة الَّتِي تهدف إلى الوصول إلى هدف معيَّن للعجز/الديون تكون مضلِّلة تماماً³، وبدلاً من ذلك يجب أنَّ تهدف السَّياسة المَالِيَّة إلى تحقيق التشغيل الكامل، من خلال ضمان توظيف كلِّ من يريد العمل بأجر، وهم يعتقدون أيضاً أنَّ توفير التشغيل الكامل الحقيقي من خلال تحفيز الطلب الكلي قد يكون أمراً صعباً للغاية، إنَّ لم يكن مستحيلاً، ومن ثمَّ لضمان توافق السَّياسة المَالِيَّة دائماً مع التشغيل الكامل، يجب ضمان التشغيل الكامل بشكلٍ صريح.

¹ Mosler, W.B. (1997–98). "Full Employment and Price Stability". *Journal of Post Keynesian Economics*, 20 (2):PP 167–182.

² Mitchell, W. F. and L. R. Wray. 2004. *Full Employment through a Job Guarantee: A Response to the Critics*. Centre of Full Employment and Equity, Working Paper No. 04-13.

* Chartalism: هي نظرية نقدية غير سائدة تعرف النقد على أنه من صنع الحكومة تستمد قيمتها من وضعها كعملة قانونية، وهي تعارض بشكل مباشر النُظريَّة الاقتصادية للنقود، الَّتِي تقول بأنَّ النقد يستمد قيمته في الأصل من دوره كوسيلة للتبادل، طور الاقتصادي الألماني (Georg Friedrich Knapp) في بداية القرن العشرين نظرية (chartalism)، إذ عرَّف المال على أنه وحدة حساب ذات قيمة يتم تحديدها من خلال ما ستقبله الحكومة كدفعه للالتزامات الضَّربيَّة، ومن ثمَّ فإنَّ نظرية (chartalism) تنص على أنَّ النقد ليس له قيمة جوهرية، لكن الحكومة تعطيه قيمة.

وإنَّ (Neo-Chartalism) هي بالفعل جزء من نظرية الكينزيين الجدد، إذ يرغب اتباع هذه النُظريَّة في إثبات أن أخذ التمويل الوظيفي على محمل الجد، حتَّى لو أدى إلى عجز كبير، لا يمثل مشكلة، ولا يدعي اتباع هذه النُظريَّة أن مقترحاتهم صالحة في كل زمان ومكان، بل يرون أنَّها تنطبق على الدَّول الَّتِي لديها عملة سيادية مثل (الولايات المتحدة الأمريكية، كندا، اليابان، أستراليا) [p. 24، Wray 2002]، إذ تمتلك هذه الدَّول سيادة مَالِيَّة، إذ تُدفع الضَّرائب والنفقات الحكوميَّة بعملة محلية، يُصدر الدين العام بالعملة المحلية، وتتملك نظام سعر صرف عائِم.

³ Tcherneva, P. (2006). *Chartalism and the Tax-Driven Approach to Money*. in P. Arestis and M. Sawyer, eds., Handbook of Alternative Monetary Economics, Northampton, MA: Edward Elgar.

سادساً: نظرية المالية العامة في تحديد الأسعار (FTPL): Fiscal Theory Of Price Level

ظهر خلال العقود القليلة الماضية دراسات اقتصادية جديدة، تنادي بنظرية مالية ذات مفاهيم مختلفة، تقوم هذه النظرية على فكرة مؤداها أن السياسة المالية هي المؤثرة في المستوى العام للأسعار؛ إذ تبني هذه النظرية افتراضاتها، على أساس أن المستوى العام للأسعار، يتحدد من خلال السياسة المالية والدين العام فقط، لاغية بذلك دور السياسة النقدية، ومن ثم العرض النقدي في التأثير في المستوى العام للأسعار، وترى أن استقرار الأسعار لا يتطلب سياسة نقدية مناسبة، بل يحتاج إلى سياسة مالية ملائمة، إذ تؤدي السياسة النقدية دوراً غير مباشر في أحسن الأحوال، وتتعارض هذه النظرية مع وجهة النظر النقدية التي تنص على أن عرض النقود هو المحدد الأساسي لمستوى السعر والتضخم.

وقد طوّرت هذه النظرية على أيدي كلٍّ من (Leeper-Sims-Woodford)، انطلاقاً من مناقشات معروفة في الأدبيات الاقتصادية حول ما إذا كانت السياسة المالية تؤدي دوراً فعالاً في تحديد مستوى الأسعار، كما هو الحال مع السياسة النقدية، والدور الممكن للسياسة المالية في تحديد سعر الفائدة الاسمي، وتقوم هذه النظرية على فكرة أن مستوى الأسعار يتحدد من خلال النسبة بين الالتزامات الاسمية للحكومة، والقيمة الحالية للفوائض المستقبلية - أي فائض الموازنة - في الموازنة بالقيمة الحقيقية¹.

وتنكر هذه النظرية أسس المذهب النقدي التي تقول: أن تمتع المصرف المركزي بالسلطة والاستقلالية، يجبر واضعي السياسة المالية على تبني سياسة مالية مناسبة، بل ترى أن ضمان اتباع إجراءات السياسة المالية، سيؤدي إلى الحفاظ على استقرار الأسعار، بصرف النظر عن دور المصرف المركزي، كما ترى أنه يجب على المصرف المركزي إقناع واضعي السياسة المالية باتباع سياسات مالية مناسبة؛ لتعزيز استقرار الأسعار²، وقد أطلق Woodford على هذا المذهب اسم "نظرية المالية العامة في تحديد الأسعار" التي يرمز لها اختصاراً (FTPL). وتصف نظرية (FTPL) قواعد السياسة بحيث يتم تحديد مستوى السعر من خلال الدين الحكومي وخطط الضرائب والإنفاق الحالية والمستقبلية، مع عدم وجود إشارة مباشرة إلى السياسة النقدية، ولشرح مبادئ هذه النظرية يمكن البدء من معادلتها سرعة دوران النقود، وقيد الموازنة الحكومية³:

$$v_t = \frac{P_t Y_t}{M_t} \quad t = 0, 1, 2, \dots$$

إذ إن:

v_t : هي سرعة دوران النقود في الزمن t

P_t : المستوى العام للأسعار في الزمن t

¹ Afonso. A. (2002). *Disturbing The Fiscal Theory of Price Level: Can it fit the EU -15?*. Portugal: Universidade Técnica de Lisboa, Department of Economics, Instituto Superior de Economia e Gestão, P2.

² Lawrence. J. C, Terry .J.F.(2000). Understanding the fiscal theory of price level. *Economic review, Federal Reserve Bank of Cleveland*, USA, Vol 36, NO 2, P3.

³ Bassetto.M.(N.D). *Fiscal Theory of the Price Level*. Federal Reserve Bank of Chicago, University of Minnesota, USA, PP16.

Y_t : الناتج الحقيقي في الزمن t

M_t : كتلة النقود الاسمية في الزمن t

تنشأ الاختلافات عبر النماذج النقدية في الطريقة التي يتم بها تحديد هذه المتغيرات الاقتصادية الأربعة، وفي تحديد أي من هذه المتغيرات يجب التعامل معها على أنها خارجية أو داخلية، وتنص النظرية الكمية للنقود على أن v_t ثابت وخارجي، ويتناسب مستوى السعر مع العرض النقدي، وينشأ الارتفاع في الأسعار لارتفاع المعروض النقدي مع انخفاض المعروض من السلع والخدمات، وهذا هو جوهر العقيدة النقدية.

وتتأثر سرعة دوران النقود بمتغيرات الاقتصاد الكلي، وعلى رأسها معدل الفائدة الاسمي، علاوة على ذلك يجب تحديد مستوى الأسعار بالاشتراك مع M_t و Y_t و v_t من خلال حساب مسار التوازن الكامل للاقتصاد.

وتنبع جذور نظرية FTPL من عدم اكتمال وجهة النظر النقدية لمستوى السعر؛ إذ أنه في كثير من الأحيان يخفق في تحديد مستوى سعر التوازن، أي أن هناك العديد من مسارات (P_t) التي تحقق معادلة سرعة الدوران أعلاه، بالإضافة إلى جميع متطلبات التوازن الأخرى، خاصة عندما تفرض السياسة النقدية سعر فائدة خارجياً.

وقد أظهر (Sargent & Wallace)¹ أن مستوى السعر الأولي غير محدد، وأن التضخم اللاحق يخضع لمفهوم "sunspots"، وفي أبسط الحالات يحدد تثبيت سعر الفائدة مستوى سرعة دوران النقود (v_t) ، والإنتاج الحقيقي، وأسعار الفائدة مستقلة عن النقود والأسعار، وتقوم معادلة سرعة دوران النقود بتثبيت أرصدة الأموال الحقيقية (M_t/P_t) ، لكنها لا تحدد ما إذا كانت هذه الأرصدة ستحقق من خلال ارتفاع أو انخفاض المعروض النقدي الاسمي والأسعار.

لكن (Woodford & Sims) يحددان مستوى الأسعار وفقاً لمعادلة مختلفة²:

$$\frac{B_t}{P_t} = \text{present value of future surpluses} \quad t = 0, 1, 2, \dots$$

إذ إن:

B_t : القيمة الاسمية للالتزامات الحكومية (الديون)

P_t : المستوى العام للأسعار

¹ Sargent, T. J. and N. Wallace (1975). Rational' expectations, the optimal monetary instrument, and the optimal money supply rule. *Journal of Political Economy*, 83(2), 241–254.

* sunspots: يشير مصطلح sunspots في علم الاقتصاد إلى المتغيرات التي تؤثر في النتائج الاقتصادية، ولكنها تعكس شيئاً آخر غير الأساسيات الأساسية للاقتصاد، ويمكن تصنيف العوامل الاجتماعية والنفسية مثل مشاعر المستثمرين أو توقعاتهم أو ردود أفعالهم تجاه الأحداث غير الاقتصادية تحت مفهوم sunspots، وتسمى هذه المتغيرات بهذا الاسم لأن بعض الاقتصاديين اعتقدوا في الماضي أن هناك علاقة بين sunspots الفعلية والأداء الاقتصادي.

² Sims. C. A. (1994). A simple model for study of the determination of the price level and the interaction of monetary and fiscal policy. *Economic Theory*, 4(3), 381–399.

Woodford. M. (1994). Monetary policy and price level determinacy in a cash-in-advance economy. *Economic Theory*, 4(3), 345–380.

وتمثل هذه المعادلة قيود الموازنة الحكومية، إذ يعبر الجانب الأيسر منها عن الالتزامات الحكومية الحقيقية، ويقابلها الأصول على الجانب الأيمن، تفترض نظرية FTPL أن الحكومة تلتزم بقيمة حالية ثابتة للفوائض المالية الأولية، وهي حالة خاصة لما يعرفه Leeper السياسة المالية النشطة¹، وWoodford النظام المالي غير الريكاردى (غير الحيادي)²، وترى وجهة النظر التقليدية أن هذه المعادلة قيد على سياسة الضرائب والإنفاق الحكومية، أي يجب وضع السياسة المالية بحيث يكون الجانب الأيمن مساوياً للأيسر، مهما كانت قيمة P، ووفقاً لهذا الرأي فإنه يجب على الحكومة تغيير نفقاتها أو ضرائبها لاستعادة المساواة عند اختلالها. ومع ذلك يرى أنصار نظرية FTPL بأنه لا يوجد شرط مُلزم بأن تعامل الحكومة هذه المعادلة على أنها قيد على سياستها المالية، فمن وجهة نظرهم: أن معادلة الموازنة بين الفترات الزمنية هي شرط للتوازن، إذ أنه عندما يحتل توازن المعادلة، فإن آلية التوازن في السوق تحرك مستوى السعر P لاستعادة المساواة.

وقد شرح Woodford هذا الافتراض: بأن سياسة الحكومة لا يتم معيارها لتلبية معادلة الموازنة بين الفترات الزمنية لجميع قيم P، هناك طريقة أخرى لتوضيح هذا الافتراض وهي أنه إذا كانت القيمة الحقيقية للدين الحكومي ستنمو بشكل تضخمى، فلن يتم إجراء أي تعديلات على السياسة المالية والتقديرات لإبقائها متماشية معه.

وبناء عليه يظهر أن الاختلاف الرئيسي بين نظرية المالية العامة في تحديد الأسعار، والنظريات التقليدية يتمحور حول تفسير قيد الموازنة العامة، الذي يربط القيمة الحقيقية للدين العام، مع القيمة الحالية لفوائض الحكومة في المستقبل، رغم أن هذا الاختلاف لا يقوم على أي فرق جوهري، بل أن محور الاختلاف هو حول كيفية عرض معادلة محدّدة -معادلة قيد الموازنة العامة في الأجل القصير- إذ ترى هذه المعادلة أن قيمة دين الدولة الحقيقي، يساوي القيمة الحالية الصافية لإيرادات الحكومة، بعد خصم النفقات (أي الفوائض)، ويمكن توضيح نقاط الاختلاف بالآتي:

1- تظهر نظرية المالية العامة في تحديد الأسعار، معادلة قيد الموازنة العامة كشرط التوازن، إذ أن الخلل بين القيم الحقيقية للدين والفوائض يؤدي إلى تغييرات في مستوى الأسعار ليعود للتوازن من جديد، أمّا عن طريق تخفيض أو زيادة قيمة الدين الاسمية، أمّا وجهة النظر التقليدية فتفسّر هذا الرّابط على أنه قيد على السياسة المالية، ومن الواجب على الحكومة صياغة سياسة مالية محدّدة، عن طريق تعديل مالي، أو التخلف عن سداد الدين، أو عن طريق الإجراءات التّضخّمية التّقديّة، حتّى لو كانت القيمة الحقيقية للدين غير متساوية مع القيم الحالية للفوائض، وهذا هو الفرق الذي حفز الجدل الرئيسي بين كلا وجهتي النظر³.

¹ Leeper, E. (1991). Equilibria under 'active' and 'passive' monetary policies. *Journal of Monetary Economics*, 27(1), 129-147.

² Woodford, M. (1995). Price level determinacy without control of a monetary aggregate. *Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy* 43, 1-46.

³ Bassetto, M. (2001, March). *A Game – Theoretic View of the Fiscal Theory*. Working paper 612, Federal Reserve Bank of Minneapolis, Research Department, USA, P2.

* والاقتصاديين الذين هاجموا الرأي القائل بأن قيد الموازنة هو شرط توازن بحث هم: Buiter - McCallum - Kocherlakota - Phelan.

2- نقضت نظرية المَالِيَّةِ العامَّة في تحديد الأسعار الافتراض القائل بأنَّ التَّضخُّم مشكلة نقدية بحتة، والذي وضعه Milton Friedman، إذ شكَّك Woodford في صحَّة النَّظَرِيَّة الكميَّة، الَّتِي ترى بأنَّ على المصرف المركزي أنَّ يتحكَّم بالعرض النَّقدي ليحقِّق هدف استقرار الأسعار، إذ يُوَدِّي ارتفاع مستوى الأسعار إلى انخفاض التزامات الحكومة، كما أنَّه في حال كان عرض النَّقد ثابتاً تُوَدِّي الزيادة في عجز الموازنة العامَّة الَّتِي ترافق ارتفاع الأسعار إلى انخفاض القيمة الحقيقية للدين العام، من أجل ضمان تحقيق قيد الموازنة، ويؤكد مؤيدو النَّظَرِيَّة العامَّة في تحديد الأسعار أنَّه حتَّى لو لم يكن هناك أيُّ تغيير في العرض النَّقدي قد تَوَثَّر السَّياسة المَالِيَّة بشكل مستقلٍّ على مستوى الأسعار ومعدَّل التَّضخُّم¹.

3- بالنَّسبة إلى معادلة قيد الموازنة العامَّة ترى النَّظَرِيَّة التقليديَّة أنَّها عبارة عن قيد على الضَّرائب والإنفاق الحكومي، إذ يجب أنَّ توضع هذه السَّياسة بحيث يتساوى طرفا الموازنة، بصرف النظر عن مستوى الأسعار، وإنَّ أي خلل يحدث في الموازنة، يوجب على الدولة تعديل إنفاقها وضرائبها لإعادة التَّوازن لها، على حين أنَّ نظرية المَالِيَّة العامَّة في تحديد الأسعار ترى أنَّه لا يوجد شيء يلزم الحكومة بالتعامل مع هذه المعادلة على أنَّها قيد على السَّياسة المَالِيَّة، ويطلق على هذه الفرضيَّة اسم "الفرضيَّة المعارضة لفرضية ريكاردو Non-Ricardian" والَّتِي أسَّسها Woodford².

● الانتقادات الموجَّهة للنظرية³:

انتقد "Buiter" نظرية المَالِيَّة العامَّة في تحديد الأسعار، ورأى أنَّ مؤيدي هذه النَّظَرِيَّة لديهم مغالطة، مصدرها سوء التفسير الاقتصادي، إذ إنَّهم لا يقبلون القيود المفروضة على موازنات المؤسسات الحكوميَّة، الَّتِي تشكِّل عائقاً أمام أدوات الحكومة يجب الوفاء بها، لجميع القيم المقبولة للمتغيِّرات الذاتِيَّة على مستوى الاقتصاد ككل⁴، وأكد أيضاً أنَّه لا يبدو من المعقول أنَّ تستخدم الحكومة قيود الموازنة، لتحديد مستوى التَّوازن الأولي، وإصدارات سندات الدين العام، دون الأخذ بعين الاعتبار مستويات الأسعار، كما أنَّ النماذج الَّتِي قُدِّمت من قبل مؤيدي هذه النَّظَرِيَّة تعطي انطباعاً بأنَّها تحدِّد مستوى عجز الموازنة، وليس مستويات الأسعار، ورأى أنَّه في حال اتَّبِع مسؤولو السَّياسات الاقتصاديَّة مبادئ وأفكار هذه النَّظَرِيَّة، سينتج في نهاية المطاف أمَّا حالات تخلُّف عن سداد الديون العامَّة الحكوميَّة، أو حالات تضخُّم جامح.

لكن ردَّ "Cochrane"⁵ على "Buiter" قائلاً أنَّه أخذ في اعتباره تشكُّل الأسعار في السُّوق وفق نظرية "Walrasian"^{**}،

¹Afonso, A, (2002), Op. Cit, P4.

²Lawrence. J. C, Terry. J. F, Op. Cit, P3.

* إذ تقوم فرضية الـ Ricardian على أن توازن الموازنة المبدئي، يستجيب لمستوى دين الحكومة ليضمن توازنها، وفي هذه الحالة فإن مستوى الأسعار يتم تحديده من خلال العرض والطلب على النقود.

³ تم كتابة هذه الفقرة بالاعتماد على: 15- *Disturbing The Fiscal Theory of Price Level: Can it fit the EU*، Afonso, A.، وعلى المراجع المذكورة.

⁴ Buiter, W (August, 1999). *The Fallacy of the Fiscal Theory of the Price Level*. Working Paper No 7302, USA, National Bureau of Economic Research P1.

⁵ Cochrane, J. (January, 2000). *Money as Stock: Price Level Determination with no Money Demand*. Working Paper No 7498, USA, National Bureau of Economic Research.

** Walrasian formation: وهي عبارة عن تشكيلة التوازن الَّتِي قدمها الاقتصادي "Walrasia" لتقسيم العمل في الاقتصادات الكبيرة، ذات تقنيات الإنتاج الضعيفة، وبوجود تكاليف المعاملات.

إذ لا تحدث أي معاملة، حتى يتم مقابلة مستوى الأسعار المناسب، وبما أنه ليس من الممكن معرفة مستوى الأسعار مسبقاً، فلن يمنع أي شيء الحكومة من تحديد مستوى المديونية والتوازن الأولي، الذي ترغب بتحمله، وفي حال أن الحكومة تتصرف كما يقترح "Buiter" مع تجاهل القيود المفروضة على السوق، فإن مستوى الدين العام قد يرتفع دون حدود، لكن في الواقع يتم تعديل مستوى توازن الأسعار، لمنع حدوث زيادة غير محدودة في الدين الحكومي.

كما أن ¹Cushing ناقش وجهة نظر معارضي ريكاردو، التي تتميز بسياسة مالية نشطة، ورأى أن محددات المالية الحكومية لمستوى الأسعار تتطلب بعض الافتراضات، التي لا يمكن تصديقها، فعلى سبيل المثال لتحديد مستويات الأسعار من خلال قيود الموازنة بين الفترات الزمنية، من الضروري بالنسبة إلى أصحاب السندات الاعتقاد بأن الحكومة ستحترم ديونهم، حتى عندما يرتفع الدين الحكومي إلى مستويات مرتفعة، وفي حال كان هناك خطر كبير من عدم سداد هذه الديون، فقد تضطر الحكومة إلى تغيير الطريقة التي تدير بها سياستها المالية؛ لضمان عدم انتهاك قيود موازنتها، فيما بين الفترات الزمنية، لأن البديل هو زيادة مستويات الأسعار، الذي من شأنه أن يخفض من قيمة الدين الواجب تسديده للجمهور، الذين قد لا يشترون في المستقبل سندات حكومية جديدة، وفي هذه الظروف لن يتم تحديد مستوى السعر من قبل قيود الموازنة الحكومية، وبدلاً من ذلك، فإن مستوى الأسعار سينتهي به الأمر إلى قيد من الواجب أن يمثل له.

كذلك انتقد McCallum فرضية نظرية المالية العامة في تحديد الأسعار، فرأى أنه وفقاً لقاعدة معارضي ريكاردو لا تستطيع الحكومة، ولا المصرف المركزي أن يضمنوا عمليّة سداد الدين من قبل الحكومة، إذ يجب على المواطنين أن يوقنوا أن الحكومة لن تتخلف في المستقبل عن دفع التزاماتها.

● منطقية وواقعية افتراضات نظرية المالية العامة في تحديد الأسعار:

يقدم مؤيدو نظرية FTPL وجهة نظرهم وفق عدد من النقاط لإثبات عدم المبالغة في إمكانية تحديد المستوى العام للأسعار من خلال هذه النظرية.

فعند البناء على معادلة سرعة دوران النقود $v_t = \frac{P_t Y_t}{M_t}$ والتي تفترض أن v_t ثابت وخارجي، Y_t خارجي، M_t يتم التحكم بها من قبل السلطة النقدية و P_t يتحدد من خلال المعادلة، فإن تحديد الأسعار وفقاً لهذه المعادلة يلغي منطقية نظرية FTPL، لكن الواقع التجريبي أثبت أن معادلة سرعة الدوران وافترضاها مرفوضة، إذ أن v_t في النماذج الحديثة متغير ومتعلق بسعر الفائدة الاسمي، كما أن النظرية الحديثة ترى أن التضخم المتوقع يؤدي دوراً محورياً في تحديد سعر الفائدة، ووفقاً لهذا يمكن اعتبار افتراضات نظرية FTPL منطقية، إذ أن التغييرات أسهمت بدخول مستويات أسعار مستقبلية محتملة إلى معادلة سرعة الدوران من خلال v_t ، مما ينتج احتمالية وجود عدة مستويات أسعار قد تحقق توازن المعادلة، وهذا يفتح المجال أمام فرضية معارضي ريكاردو بتحديد تلك المستويات، كما

¹ Cushing, M. (1999). The indeterminacy of prices under interest rate pegging: The non-Ricardian case. Journal of Monetary Economics, No1, Vol 44, P P 131-148.

أنّه يوجد اتّفاق على أنّ Y_t يتأثّر بالتّغيّرات في باقي عناصر معادلة سرعة الدوران في الأجل القصير على الأقل، وعندما يتمّ البناء على ذلك، سيكون هنالك عدة مستويات للأسعار المستقبلية المحتملة تحدّد قيمة Y_t ، وهو ما يعطي فرضية معارضي ريكاردو الإمكانية لتحديدّها. أمّا فيما يخصّ العرض النقدي وأنّه لا يمثّل السّياسة النّقدية بصورة كاملة، فمن خلال معادلة سرعة الدوران إذا كانت السّياسة المعتمدة هي سياسة سعر الفائدة، التي هي على عكس سياسة العرض النقدي، يتمّ تحديد v_t ، ولكن يظهر متغيّران خارجيّان وهما (M_t, P_t) اللذان لا يتمّ تحديدهما عادةً ضمن هذه المعادلة، وهو ما يُعدّ مداخلًا لنظرية FTPL¹.

¹ Lawrence. J. C, Terry .J.F. OP Cit. P18-19.

المبحث الثالث

العلاقة بين السّياسة الماليّة والسّياسة النقديّة وأهميّة النّكامل بينهما

مُهيّد:

ترتبط السّياسات النقديّة والماليّة مع بعضهما بشكل متبادل، وفي معظم الحالات تعزّز كلٌّ منهما الأخرى، وإنّ صحّة نظام الماليّة العامّة، ووضع الحكومة المالي، تؤثّران في إدارة السّياسة النقديّة وبالعكس، لكن صياغة وتنفيذ هذه السّياسات، والترتيبات المؤسّساتية لكلّهما تختلف اختلافاً بيناً.

لذا تدعو الضرورات الاقتصاديّة، إلى التنسيق بين السّياستين الماليّة والنقديّة في مختلف الظروف، إذ أنّ السّياسة الماليّة من اختصاص الحكومة، على اعتبار أنّها السلطة التنفيذية، والسّياسة النقديّة من اختصاص المصرف المركزي باعتباره المسؤول عن إدارة السلطة النقديّة، لذا فإنّ تحقيق الأهداف الاقتصاديّة المنشودة، والوصول إلى أفضل النتائج، والاستفادة من الآثار الإيجابية قدر الإمكان من تفاعل أدوات السّياستين معاً، ومنع حدوث تضاد بينهما، يظهر ضرورة إجراء تنسيق بين هاتين السلطتين، والعمل على جعل اتجاههما مشتركاً، والنظر بشكل متكافئ لأهميّة ودور كلا السّياستين في معالجة الأزمات، وتحقيق الاستقرار الاقتصادي¹، رغم أنّه لكلٍّ من السّياستين الماليّة والنقديّة وأدواتهما مجال تأثيره الخاص، الذي تفرضه الطبيعة المميّزة لهاتين السّياستين، إذ تؤثّر السّياسة الماليّة في أسواق السلع والخدمات، بينما تؤثّر السّياسة النقديّة في سوق النّقد.

وبالنّظر إلى المهام والمسؤوليات التي توكل لكلٍّ من المصرف المركزي والحكومة، اقترح صندوق النّقد الدولي "ميثاق الممارسات السليمة في مجال شفافية الماليّة العامّة"، إذ يؤكّد هذا الميثاق على ضرورة وضع ترتيبات محدّدة وواضحة، تستند إليها العلاقات بين الحكومة وهيئات القطاع العام غير الحكوميّة، كالمصرف المركزي، والمؤسّسات العامّة الماليّة وغير الماليّة، كما يشدّد على ضرورة توفير معلومات ذات شفافية عن إعداد الموازنة العامّة، وتنفيذها ونتائجها، ويستمد الميثاق أهميّته، من الدور الذي تؤدّيه الإدارة الجيّدة لكلٍّ من السّياستين الماليّة والنقديّة، في المحافظة على استقرار الاقتصاد الوطني².

وقد عرف التنسيق بين السّياستين الماليّة والنقديّة: بأنّه عبارة عن التدابير التي تُتخذ، بحيث يُضمن أنّ القرارات التي توضع من قبل صانعي القرار في إحدى السّياستين، لا تؤثّر بشكل مباشر أو غير مباشرة، أو بشكل غير مرجوّ في السّياسة الأخرى، وإنّ أفضل صور التنسيق، هي اشتراك صانعي القرار بكلا السّياستين في تحديد أهدافهما، حتّى يتمّ تعظيم النتائج من السّياستين معاً³. كما عُرف بأنّه: الآلية التي يتمّ من خلالها التفاوض بين سلطتين، تتمنّع كلّ منهما باستقلالها عن الأخرى -المصرف المركزي والحكومة- وذلك بهدف تحقيق أفضل النتائج المرجوّة منهما معاً، وخلق إطار ملائم لتفعيل أداء كلتا السلطتين⁴.

¹ سالكي، سعاد، مرجع سابق، ص 19.

² كمال، منى. (2010). الإطار العام للتنسيق بين السّياستين الماليّة والنقديّة. *MPRA Paper*, No: 26856, ص 34.

³ Begg, I. (2002). Running Economic and Monetary Union: The Challenges of Policy Co-ordination in Europe: Government and Money. *The Federal Trust for Education and Research*, P 21.

⁴ Marszalek. P. (2003). *Coordination of Monetary and Fiscal Policy*. The Poznan University of Economics, Vol 3, NO 2, P 48.

وإنَّ النقاط الرئيسية التي من الممكن أنْ تلتقي بها السياستان المالية والنقدية هي:

1- القرض العام: يتضمَّن عقد القرض حجمه وتوقيته وآليات صرفه، وهو مورد من موارد خزانة الدولة، يكون محدَّد الأغراض والأهداف، والسياسة المالية هي المسؤولة عن ذلك، ويقع على عاتق السياسة النقدية متابعة الإدارة الفنية لتداول القرض العام، ويتوقف ذلك بدوره على درجة استقلالية المصرف المركزي.

2- تمويل عجز الموازنة عن طريق الإصدار النقدي: تحدِّد السياسة المالية متى يتمُّ اللجوء إلى هذا الإصدار، من حيث حجمه وتوقيته، وكيفية استخدام حصيلته، كونه يُعدُّ من الموارد المالية للخزينة العامة، أمَّا السياسة النقدية فيوكل إليها بداية الموافقة على الإصدار، كما يوكل إليها تحديد الطريقة الفنية التي تتعلق بالإصدار، وحجمه، وطريقة السداد.

وتنبع أهمية التنسيق بين السياستين المالية والنقدية من التطوُّرات الحديثة في وظائف المصارف المركزية، وطبيعة علاقاتها مع السلطات السياسية، إذ أصبح هناك توجهٌ للفصل بين دور المصرف المركزي، في رسم وتنفيذ السياسة النقدية، وبين دوره كوكيل، ومستشار مالي للحكومة، وذلك للحدِّ من الاقتراض الحكومي المباشر منه، لتمويل عجز الموازنة العامة، من خلال توفير بدائل أخرى لتمويل ذلك العجز، وتطوير سوق لتداول الأوراق المالية الحكومية¹.

أولاً: الأسباب الموجبة للتنسيق بين السياستين المالية والنقدية²:

يرى "Mishkin"³ أنَّ الدروس التي يمكن أنْ تستخلص من فرضية الهيمنة المالية التي قدَّمها Sargent & Wallace⁴، ومن الدِّراسات التي تناولت النظريَّة المالية للمستوى العام للأسعار، تظهر ما قد ينتج عن تبني سياسات مالية غير مسؤولة، من تعقيد لمهمة السلطة النقدية، في سعيها للحفاظ على استقرار الأسعار، إذ أنَّ ضخامة العجز المالي للموازنة الحكومية، من الممكن أنْ يفرض على السلطات النقدية ضغوطاً لتمويله، الأمر الذي يؤدي إلى تسارع النموِّ في حجم المعروض النقدي، ومن ثمَّ ارتفاع معدلات التضخُّم، لذا فإنَّ رفع القيود عن السلطات النقدية، فيما يتعلَّق بتمويل العجز الحكومي، يسهم في جعل السياسة المالية تعمل في محاذاة النقدية، ممَّا يزيد من قدرة السلطات النقدية في السيطرة على معدلات التضخُّم.

فقد حاول Sargent & Wallace في دراستهما إبراز تزايد تأثير المديونية الحكومية على فعالية السياسة النقدية، رغم تأكيد Friedman مساهمة السياسة النقدية في تحقيق أهداف السياسة الاقتصادية العامة، في السيطرة على التضخُّم، لكن هذه المساهمة قد تبقى محدودة، على الرغم من توافر خصائص الاقتصاد النقدي، من حيث الارتباط بين القاعدة النقدية، والمستوى العام للأسعار. كما أنَّ ما قدَّمه Woodford في النظريَّة العامة في تحديد الأسعار، التي تحدَّثنا عنها في المبحث السابق، لا يقلُّ أهميَّة عن الدِّراسة الأولى، إذ أوضح أنَّ اختبار الحكومة لأسلوب تمويل العجز، يؤدي دوراً حاسماً في تحديد المسار المستقبلي للتضخُّم.

¹ مشعل، ياسر. (19 تشرين الثاني، 2013) *تناسق السياسات المالية والنقدية في إطارها النظري*. تم استرجاعها بتاريخ 21 نيسان، 2017 من: http://www.dampress.net/mobile/?page=show_det&category_id=48&id=35113

² كمال، منى، مرجع سابق، بتصرف، ص ص 17-22.

³ Mishkin. F.(2000). *What Should Central Banks Do?*, Federal Reserve Bank of St. Louis, Paper Prepared for the Homer Jones Lecture, PP 1-2.

⁴ Sargent. T ,Wallace. N.(Fall, 1981). Some Unpleasant Monetarist Arithmetic. *Federal Reserve Bank of Minneapolis, Quarterly Review*, Vol. 5.

لكن King¹ اختلف مع فرضية الهيمنة المالية، ورأى أن هذه الفرضية لا تتناسب مع اقتصادات الدول الصناعية الكبرى؛ لمحدودية الاعتماد على ريع الإصدار-أي استخدام الإصدار النقدي لتمويل العجز الحكومي-بالمقارنة مع المصادر الإيرادية في هذه البلدان، ونظراً لتعهد حكومات معظم هذه الدول بتحقيق استقرار الأسعار عن طريق المصرف المركزي، مع منحه استقلالية عن السلطات المالية، وقد طرح King فرضية مغايرة لهذه الفرضية، سُميت "some unpleasant fiscal policy"، والتي أوضح فيها وجود تأثير مالي في القيمة الحقيقية للدين الحكومي من قبل السياسة النقدية، إذ أن التحول في أنظمة السياسة النقدية نحو تخفيض معدل التضخم، قد يؤدي لآثار مالية غير مرجوة.

وتم التعبير عن العلاقة بين السياستين المالية والنقدية من خلال ما يُعرف بنظرية المباريات أو من خلال نموذج Nordhaus "Nordhaus Model"، أو توازن Nash "Nash Equilibrium"، إذ يعبر نموذج Nordhaus عن وجود مباراة بين السلطتين النقدية والمالية، على افتراض اختلاف تفضيلات كلٍّ من السلطتين حول الأهداف الاقتصادية الرئيسية للدولة، والمتمثلة في رفع مستويات التوظيف، ومعدلات النمو الاقتصادي، وخفض معدل التضخم، إذ تسعى السلطة المالية والممثلة بالحكومة لتحقيق مكاسب سياسية من الخطط المالية التي تعمل على انتهاجها، حيث تستغل منحى فيلبس بالآجل القصير، والاستفادة من التوقعات المحدودة للناخبين وخوفهم من البطالة لتحقيق هدفهم، حيث تسعى الحكومة لضمان إعادة انتخابها، من خلال تخفيض معدلات البطالة عن طريق رفع معدلات التضخم قبل الانتخابات مباشرة، ومن ثم تواجه بعد الانتخابات معدل تضخم مرتفع تُطبق لمعالجته إجراءات تقشفية، مما يرفع من معدلات البطالة، وبالتالي تخضع البطالة والتضخم للتقلبات الدورية المرتبطة بإيقاع الانتخابات وتسمى هذه التقلبات "دورة الأعمال السياسية"²، ويمكن توضيح ذلك وفقاً لنموذج Nordhaus³:

بنية هذا النموذج لفترة زمنية واحدة، يمكن افتراضها فترة انتخابية واحدة، وهي الأفق الزمني للحكومة، كما يمكن افتراض أن السلطتين المالية والنقدية لهما تفضيلات للاقتصاد الكلي، والتضخم (p)، والبطالة (u)، ونمو الناتج المحتمل (g)، وبهدف جعل التحليل قابلاً للتتبع، وبهدف التبسيط يتم افتراض التالي:

- 1- كلا السلطتين ترغبان في مستويات بطالة وتضخم أقل مما هو ممكن في الوقت نفسه نظراً لقيود التضخم والبطالة.
- 2- إن السلطة المالية لديها ميل للعجز المرتفع لأن الإنفاق الحكومي والضرائب المخفضة هي محل للمناورة السياسية.
- 3- ليس للسلطة النقدية مصلحة جوهرية في الفائض الحكومي.

- 4- لا يوجد لدى أي من السلطتين مصلحة جوهرية في أسعار الفائدة.

ووفقاً لهذه الافتراضات يمكن كتابة تفضيلات السلطتين على النحو التالي:

$$\begin{aligned} (1) \quad U^F &= V^F(u, p, g, S) \\ (2) \quad U^M &= V^M(u, p, g) \end{aligned}$$

¹King, M. (1995). Commentary: Monetary Policy Implications of Greater Fiscal Discipline in Budget Deficit and Debt: Issues and Op-tions. *Federal Reserve Bank of Kansas City*, pp. 171-177.

²Dubois.E.(2016). Political Business Cycles 40 Years after Nordhaus. *Springer Verlag*, 166 (1-2), PP.235-259.

³Nordhaus. W. (1994). Policy Games: Coordination and Independence in Monetary and Fiscal Policies. *Brookings Papers on Economic Activity*, 2, PP139-216.

حيث أن U تمثل مستوى التفضيل أو المنفعة لسلطة السياسة الاقتصادية (F للسلطة المالية، M للسلطة النقدية)، و V هي هدف التفضيل، معدل البطالة هو مقياس استخدام الموارد ويمكن استبداله أيضاً بنسبة الإنتاج الفعلي إلى الناتج المحتمل:

$$(3) \quad u = u(r, S, \dots)$$

في هذا التحليل يفترض أن السياستين المالية والنقدية هامتان لإجمالي الطلب، حيث يبسط العرض ليفترض أن السياستين المالية والنقدية هي بدائل مثالية في تأثيرها على إجمالي الطلب وبالتالي على البطالة في المدى القصير.

يتبع النموذج افتراض أن معدل التضخم هو دالة لكل من مستوى استخدام الموارد (معدل البطالة) ومعدل التضخم المتوقع:

$$(4) \quad p = p(u) + p^e$$

تمثل المعادلة (4) منحني فيليبس متوسط الآجل، حيث (p^e) هو معدل التضخم المتوقع، ومن المفترض أيضاً أن معدل التضخم

المتوقع هو مزيج من المعدل الأساسي للتضخم وفقاً للمعدلات السابقة (p^B)، ومكون استشرافي يمثل المعدل الفعلي للتضخم:

$$(5) \quad p^e = \omega p + (1 - \omega) p^B$$

حيث أن (ω) معلومة، وينتج عن جمع المعادلتين (4) و (5) ما يلي:

$$(6) \quad p = p(u) / (1 - \omega) + p^B$$

حيث أن: $1 > \omega \geq 0$

$$(6') \quad u = u^n, \text{ عند } \omega = 1$$

عندما تكون ($\omega = 1$) لا يتأثر الإنتاج والبطالة بالسياسات المالية أو النقدية المتوقعة، وفي غياب الصدمات الاقتصادية، يكون معدل البطالة مساوياً دائماً لمعدل البطالة الطبيعي u^n .

المتغير الداخلي النهائي هو معدل نمو الناتج المحتمل في المدى القصير، يتم تحديد نمو الإنتاج المحتمل بشكل أساسي من خلال نسبة الاستثمار إلى الناتج، ونسبة الاستثمار بدورها تساوي نسبة الادخار الخاص إضافة إلى نسبة الادخار الحكومي S ، ولتبسيط التحليل يفترض أن نسبة الادخار الخاص لا تتأثر بالسياسة النقدية أو المالية، بحيث تكون نسبة الاستثمار مساوية لـ نسبة الادخار الخاص الخارجي مضافاً إليها S ، ومن ثم يمكن تقليل الهدف الثالث للسياسة إلى دالة معدل الادخار الحكومي $g = g(S)$ ، نظراً لتفضيل الوقت وفرص الاستثمار، سيكون هناك معدل نمو مثالي ونسبة فائض مثالية (يفترض وتماشياً مع نظرية النمو الأمثل، ألا يكون الفائض مرتفعاً لدرجة أن المعدل الحقيقي للعائد على رأس المال أقل دائماً من معدل النمو السكاني).

وينتج عن دمج المعادلتين (3 و 6) مع المعادلتين (1 و 2) تفضيل كل جهة فيما يتعلق بمتغيرات السياسة الخاصة بها:

$$(7) \quad U^F = V^F\{u(r, S; \dots), p[u(r, S; \dots)] / (1 - \omega + p^B, g(S), S\} \\ = U^F(r, S)$$

$$(8) \quad U^M = V^M\{u(r, S; \dots), p[u(r, S; \dots)] / (1 - \omega) + p^B, g(S)\} \\ = U^M(r, S),$$

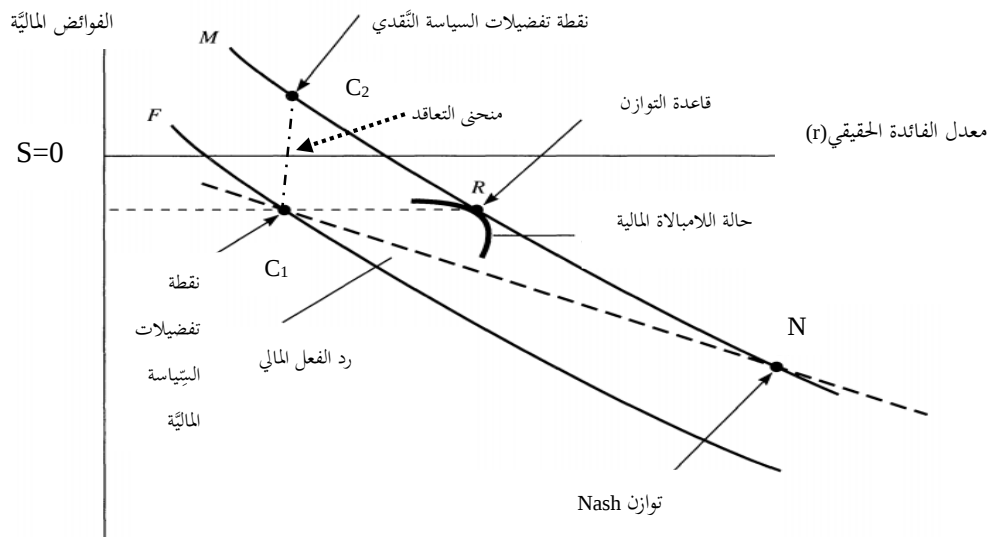
التالي:

$$(7'') \quad U^F = V^F[u^n, p(r, S; \dots), g(S), S] = U^F(r, S),$$

$$(8') \quad U^M = V^M[u^n, p(r, S; \dots), g(S)] = U^M(r, S).$$

والشكل التالي يوضح نموذج Nordhaus:

الشَّكْل رقم (5): نموذج Nordhaus



المصدر: كمال، منى، مرجع سابق، بتصرف ص 21.

ويمثّل المحور العمودي للشكل أداة السّياسة الماليّة (الفوائض الماليّة) تفضيل السّلطات الماليّة زيادة العجز المالي في الموازنة العامّة، بدلاً من وجود فوائض فيها، إذ أنّ السّلطات الماليّة هي جزء من التشكيلة الحكوميّة، الّتي تسعى لتحقيق آثار إيجابية -مكاسب سياسية- من التوسّع في الإنفاق العامّ، وتخفيض المعدّلات الضريبيّة المفروضة، على حين أنّ المحور الأفقي يشير لأداة السّياسة النّقديّة (معدّل الفائدة الحقيقي)، ولكل دالة من وظائف التفاعل ميل سلبي، يكون منحني التفاعل النّقدي أكثر انحداراً من التفاعل المالي، والسياسات المثلى (أو نقاط التفضيلات) هي تلك الّتي تتمتع فيها السلطة النقدية بفائض مالي أمثل أعلى (ولكن ليس بالضرورة مستوى أعلى من أسعار الفائدة الحقيقية) من السلطة المالية.

ويعبّر النموذج عن التفاعل والتنسيق بين السلطتين الماليّة والتّقديّة، لتحقيق الأهداف الاقتصاديّة للدولة، من خلال (منحنى التعاقد) أي (C_1, C_2) ، إذ تشير النقطة (C_1) لتفضيلات السّيّاسة الماليّة، وتشير النقطة (C_2) لتفضيلات السّيّاسة التّقديّة، ويعكس هذا المنحنى توليفة الأدوات المستخدمة من السلطتين معاً، في ظلّ سعيهما لتحقيق الأهداف الاقتصاديّة الموضوعة، حيث تمثل النقطة

المبحث الثالث..... العلاقة بين السياسة المالية والسياسة النقدية وأهميته الكامل بينهما

الحد الأقصى لدالة التفضيل في أي من المعادلتين (7 أو 8) مع مراعاة القيود في المعادلتين (3 و6)، ويتم تحديدها من خلال عاملين، المستوى الأمثل للطلب (الذي يؤثر على كل من البطالة والتضخم) والفائض الحكومي الأمثل (الذي يحدد معدل النمو).

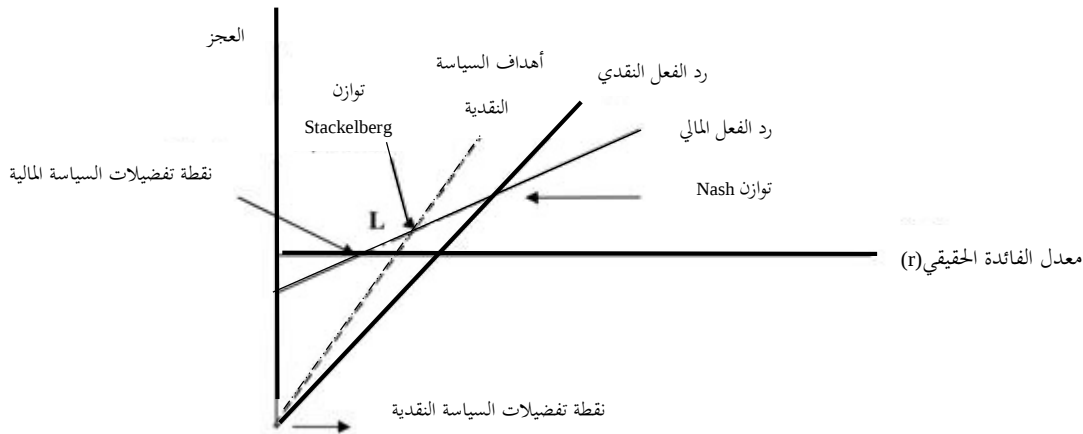
التوازن هو الحالة التي يكون فيه العجز أعلى من العجز المرغوب فيه من أي الطرفين، وهو ناتج عن تضارب بين الأهداف المختلفة، إذ تحاول السلطة المالية خفض البطالة عن طريق زيادة العجز، ويتم مواجهة ذلك لأن السلطة النقدية ترفع أسعار الفائدة لمحاربة التضخم، ولأن السلطتين تسعيان لأهداف مختلفة، فإن الفائض هو الخاسر الأكبر.

وفي حال تمّ التنسيق بين السلطتين المالية والنقدية في ظلّ تمتع الحكومة (السياسة المالية) بحقّ تحديد أهداف السلطتين معاً، فتنفق تفضيلات السياستين عند النقطة (C₁) التي تعكس تفضيلات السياسة المالية.

أمّا فيما يخصّ (توازن Nash) الموضح في الشكل (5) أيضاً، فيعبر عن وجود مباراة بين السياستين المالية والنقدية، يحدّد فيها كلّ اللاعبين أهدافهم بذات الوقت، ودون تنسيق، إذ يصوغ صانعو القرار لكلا السياستين أهدافهم وتفضيلاتهم، دون التأثير أو الرجوع لقرارات السياسة الأخرى، وتشير النقطة (N) لـ توازن Nash، والذي يعكس غياب التنسيق بين السلطتين وتحقيق نتائج أقلّ من المرجوة، بالمقارنة مع التنسيق في ظلّ نموذج Nordhaus الذي يتحقّق من خلال منحى التعاقد، إذ ارتفع العجز الماليّ بشكل تجاوز تفضيلات كلتا السياستين.

كما تمّ تناول العلاقة بين هاتين السياستين من خلال توازن آخر يسمى Stackelberg، الذي يظهر وجود مباراة تحدّد فيها إحدى السياستين الخطط والمستهدفات، والأدوات المستخدمة لتحقيقها، وتقوم الأخرى باتباعها، وهو ما يعرف بعلاقة القائد/التابع (Leader-Follower relationship)، إذ أنّه وبناء على هذه العلاقة قد تكون السياسة المالية هي المهيمنة، وتعتمد السياسة النقدية على قراراتها، أو العكس، وفي الشكل (6) عرض لتوازن Stackelberg في الحالة التي تسيطر فيها السياسة النقدية، أي قيام المصرف المركزي بتحديد سياسته النقدية قبل أن تحدّد السياسة المالية حجم العجز المالي.

الشكل رقم (6): توازن Stackelberg وتوازن Nash في حال سيطرة السلطة النقدية



المصدر: كمال، منى، مرجع سابق، ص 22.

ويظهر الشّكل السابق وفقاً لتوازن Stackelberg أنّ المصرف المركزيّ هو القائد، والحكومة هي التابعة، كما يظهر توازن Nash في حال تحديد السّياستين تفضيلاً معاً دون تنسيق، أو سيطرة لإحدهما على الأخرى، لذا فقد يلجأ لعلاقة القائد/ التابع لتحقيق نتائج معيّنة خلال فترات محدّدة، ومن ثمّ التحوّل إلى علاقة يحقّقها منحى التعاقد في نموذج Nordhaus في فترات أخرى، كونه يُعدّ أفضل الحلول لتوفيق الأهداف المتعارضة بين السلطتين الماليّة والتّقديّة.

ثانياً: محدّدات التنسيق بين السّياستين التّقديّة والماليّة:

إنّ الهدف من التنسيق بين السّياستين التّقديّة والماليّة، هو تعظيم مستويات الأداء الاقتصادي ككلّ، ورفع معدّلات النموّ، وتحقيق الاستقرار في مستويات الأسعار، والحد من ارتفاع معدّلات التّضخّم، وخفض حجم الدين الحكومي، ولتحقيق الأهداف المذكورة يتعيّن توفير المحدّدات التالية:

1- وضوح السّياستين التّقديّة والماليّة:

إذ أنّه من الأهميّة أنّ تكون صياغة كلا السّياستين، قد تَمَّت بشكل واضح الرؤية ودقيق الأهداف، حتّى يكون بالمقدور إجراء التنسيق بينهما، وينبع ذلك من وجهة النظر التي ترى أنّ ضعف إحدى السّياستين يثقل كاهل الأخرى، وأنّ التنسيق الكفء يشترط فعاليتها معاً، وهو ما يُعدّ شرطاً ضرورياً ليكونا معاً برنامجاً اقتصادياً ذا مصداقية ل كليهما¹.

2- مشاركة السلطتين الماليّة والتّقديّة في صياغة وتنفيذ سّياسات بعضهما:

يتطلّب التنسيق الفعّال بين السّياستين مشاركة كاملة بين سلطتيهما، وإجراء الرّقابة الدائمة على تداعيات وآثار أي قرار يتمّ اتّخاذه من إحدهما، والاتّفاق على إجراءات متناغمة في مواجهة التّقلّبات الاقتصاديّة المختلفة، ممّا يجعل محصّلة السّياسة الاقتصاديّة للدولة ناجحة، خاصّة في الدّول النامية، التي تحتاج لتضافر جميع الجهود لتفعيل عمليّات التنمية².

3- نظام سعر الصرف المتّبع:

ترتبط قضيّة التنسيق بين السّياستين التّقديّة والماليّة بنظام سعر الصرف المتّبع، إذ تختلف العلاقة بين السّياستين في ظلّ نظامي سعر الصرف الثّابت والمرن، إذ تكون فعالية السّياسة التّقديّة محدودة في ظلّ نظام سعر الصرف الثّابت؛ إذ تكون مقيّدة كونها موجّهة بالأساس لسعر الصرف، ممّا يحدّ من قدرات المصرف المركزي على مواجهة التّقلّبات الداخلية والخارجية، بينما في ظلّ نظام سعر الصرف المرن، ومع أخذ استهداف التّضخّم كركيزة أساسيّة للسّياسة التّقديّة، فإنّ هذه الأخيرة تتّسم باستقلاليّتها عن السّياسة الماليّة³.

¹ الشمري، ناظم. (2006). النقد والمصارف والنظم النقدية. عمان، الأردن: دار زهران للنشر والتوزيع، ص 325

² المرجع السابق، ص 325.

³ كمال، منى، مرجع سابق، ص 25.

ثالثاً: الأثر المتبادل بين السياستين المالية والنقدية¹:

1- تؤثر التقلبات في السياسة المالية في السياسة النقدية كالتالي:

تؤثر السياسة المالية في مقدرة المصرف المركزي في تحقيق هدف الاستقرار في الأسعار كهدف رئيسي بشكل مباشر، وترتبط الآثار المترتبة على السياسة المالية بقيد الموازنة الحكومية التالي:

عجز الموازنة السنوي = صافي إصدارات السندات لغير المصرف المركزي + الائتمان المقدم من المصرف المركزي للحكومة

وتتجلى أهمية هذا القيد في إبراز دور كلٍّ من السياستين المالية والنقدية في تحقيق هدف استقرار الأسعار، إذ يؤكد هذا القيد ضرورة مساندة السياسة المالية للسياسة النقدية، لممارسة الدور المنوط بها للسيطرة على التضخم، ويظهر هذا القيد أن التغير في عجز الموازنة، لا بد من أن يؤدي إلى تغير حجم السندات الحكومية المدرة للعائد، أو لتغير القاعدة النقدية، إذ أنه في حال كانت الحكومة قادرة على تمويل عجز الموازنة من خلال إصدار السندات، فلا يوجد ضرورة للربط بين حجم العجز المالي وإصدار النقود، أما في حال كانت الحكومة عاجزة عن تمويل العجز عن طريق السندات، أو التي تعتمد أساساً على الإصدار النقدي لتغطية جزء من الإنفاق الحكومي، فإن الحد من ارتفاع عجز الموازنة سيؤثر بدرجة كبيرة في النمو في العرض النقدي، ومن ثم ينتقل الأثر الإيجابي لتحقيق الاستقرار في الأسعار، لذا فإن الحد من ارتفاع عجز الموازنة يعد بمثابة خطوة أساسية نحو تخفيض نمو العرض النقدي، والارتفاع في معدلات التضخم، خاصة في الدول النامية، والدول التي تمر بمرحلة نحو اقتصاديات السوق، وذلك لكون عجز الموازنة من المحددات الرئيسية للتضخم بالأجل الطويل، وذلك من خلال قناة ربح الإصدار.

2- تؤثر التقلبات في السياسة النقدية في السياسة المالية كالتالي:

إن تطبيق السياسة النقدية وما يرتبط بها من ترتيبات مؤسسية يؤثر في السياسة المالية، فمثلاً: أن تبني السلطات النقدية لنظام سعر الصرف الثابت، قد يسهم في الحد من العجز المالي الضخم والمستمر، ومن ثم عدم الاعتماد على ضريبة التضخم لتمويل العجز؛ ممّا قد يسهم في تحقيق الانضباط المالي.

ورغم أن دور السياسة النقدية في كلٍّ من الدول المتقدمة والنامية على حدٍ سواء، يتمحور حول قيام السياسة النقدية بتحمل أعباء الحفاظ على استقرار الأسعار، وتخفيض معدلات التضخم، والمساهمة في رفع أداء الاقتصاد الكلي في الأجل القصير، لكن رغم ذلك قد يظهر للإجراءات النقدية آثار توسعية على عجز الموازنة في الأجل القصير من خلال عدة قنوات:

1- قناة الإنفاق: يتعرض الاقتصاد للركود نتيجة لإجراءات السياسة النقدية التقييدية، وارتفاع معدلات الفائدة، التي قد يترتب

عليها استجابة الحكومة من خلال ارتفاع عجز الموازنة، وقد يعرض ارتباط الاستثمار العام، ومعدلات الفائدة بعلاقة عكسية ذلك الأثر.

¹ المرجع السابق، ومشعل، ياسر، مرجع سابق، بتصرف.

2- قناة الإيرادات: ينتج عن السّياسات التّقديّة التقييدية، ارتفاع معدّلات الفائدة الاسمية قصيرة الأجل، الّتي تؤثر بدورها في المعدّلات ذات الآجال المتوسّطة والطويلة، لذا فإنّ أعباء خدمة حجم ثابت من الدين سترتفع، ممّا قد ينتج عن تلك التكاليف ارتفاع عجز الموازنة العامّة.

3- أثر ريع الإصدار: أنّ العمل في خفض معدّلات التوسّع التّقدي، عبر عمليّات السّوق المفتوحة، مع افتراض ثبات عجز الموازنة، سيؤدّي لزيادة حجم الدين الحكومي، ومن ثمّ زيادة عجز الموازنة لاحقاً.

4- أثر الأسعار: يرتبط معدّل التّضخّم مع معدّلات الفائدة بشكل عكسي، ويرتبط مع كميّة النقود بشكل طردي، وينشأ هذا الأثر نتيجةً للتعبير عن عجز الموازنة باستخدام متغيّرات حقيقيّة، إذ يظهر الانخفاض في الأسعار أو في معدّلات التّضخّم ارتفاع القيمة الحقيقيّة للدين العام.

رابعاً: الآثار المتبادلة بين السّياستين الماليّة والتّقديّة من خلال إدارة الدين العام:

تجمع الدّراسات الاقتصادية الحديثة على ضرورة دمج إدارة الدين العام في إطار تحليل اقتصادي أوسع، وذلك بهدف توضيح أهميّة فصل السّياسات الماليّة والتّقديّة، والتنسيق فيما بينها بالشّكل الّذي يضمن مزيجاً أكثر اتّساقاً، وتوضيح عواقب السّياسات غير المتّسقة عن طريق توسيع النموذج الّذي طوّره (Sargent & Wallace 1981, 1993)، إذ لم تكن سياسة إدارة الدين العام تعدّ سياسة اقتصادية كليّة منفصلة، ولكنّها كانت خاضعة للسّياسات الماليّة والتّقديّة، كون الإدارة السليمة للديون لها آثار واضحة على تأمين الحيز المالي قصير الأجل، وكذلك إدارة المخاطر الماليّة طويلة الأجل، ولأنّ إدارة الديون تعدّ مصدر قلق لسلوك السّياسة التّقديّة عندما يُنظر إليها على أنّها إدارة تكوين الأصول المتاحة للجمهور بين العرض التّقدي والأوراق الماليّة الحكوميّة، كما أنّ هنالك شبه إجماع متزايد على أنّ إدارة الدين يجب أنّ تعامل كسياسة اقتصاد كليّ منفصلة عن أهداف سّياساتها الخاصّة.

وكان أحد الأسباب الرئيسيّة للمطالبة باللامركزية في إدارة الدين العام، هو أنّه على المدى القصير الأجل على الأقل، فإنّ السعي لتحقيق أهداف السّياسات الثلاثة ينطوي على مقايضات، وتعيين أهداف سّياسات منفصلة من شأنه أنّ يعزّز مصداقيّة وفعالية تنفيذ هذه السّياسات، فعلى سبيل المثال عندما تكون السّلطات الماليّة مسؤولة عن إدارة كلّ من السّياسة الماليّة وسياسة إدارة الدين، فقد ترغب السلطة الماليّة في إبقاء تكلفة خدمة الدّين منخفضة؛ من أجل خلق حيز ماليّ على المدى القصير، وهو ما قد يؤدّي إلى زيادة تقلّب خدمة الديون في المستقبل، ممّا يجبر الحكومات اللاحقة على خفض النفقات أو زيادة الضّرائب، بينما ينبغي أنّ تهتمّ السّلطات الماليّة بالآثار طويلة الأجل، فإنّ الحقيقة هي أنّها غالباً ما تتعرّض لضغوط سياسيّة ناشئة عن الدورات الانتخابيّة الّتي تدفعها إلى اتّخاذ خياراتٍ سياسيّة قصيرة الأجل، وبالمثل فإنّ الهدف الأساسي للسلطة التّقديّة هو السيطرة على التّضخّم، ولكن إذا كانت مسؤولة أيضاً عن إدارة الدين العام، فقد تميل إلى إبقاء أسعار الفائدة منخفضة، ممّا يساعد على إبقاء تكاليف خدمة الدين منخفضة،

لكنها تخاطر باحتمال ارتفاع التضخم في المستقبل، لذا فإن فصل إدارة الدين عن إدارة السياسات المالية والنقدية يمكن أن يساعد في تجنب مثل هذه النزاعات، ويمكن أن يحسن مصداقية السياسات أيضاً¹.

وتتمثل الصعوبة في الفصل بين السياسة النقدية وإدارة الدين العام، في أن كلا السياستين تتضمن بيع الديون الحكومية - وإن كان ذلك بأشكال مختلفة - للقطاع الخاص، فاستحقاق السندات الحكومية طويلة الأجل هو مجال عمل إدارة الدين العام، كما أن القرارات المتعلقة بإصدار أذون الخزانة هي جزء من إدارة الدين وجزء من السياسة النقدية، وكلما كان أجل استحقاق أذون الخزانة أقصر اقتربت من "النقود"، وبشكل عام يؤثر هيكل الدين العام ك (تاريخ الاستحقاق، عملة الفئة) وحامله (المصارف، المستثمرين المؤسسيين، غير المقيمين) في آلية تحويل السياسة النقدية².

ومن الممكن أن تؤثر الديون الصادرة عن المصرف المركزي لأغراض السياسة النقدية في سوق الدين الحكومي، وهو ما يكون له آثار في الاستقرار المالي، ويتأثر أداء السياسة النقدية باستراتيجيات إدارة الدين الحكومي وتمويل العجز في الموازنة الحكومية، إذ يمكن أن يؤدي إصدار الديون من قبل الحكومة، التي قد تكون على شكل أذون خزانة أو تتخذ أشكالاً أخرى من الائتمان قصير الأجل إلى استنزاف الاحتياطيات من النظام المصرفي، ومن ثم يمكن النظر إلى إجراءات التمويل وإدارة النقد من قبل الحكومة على أنها صدمات سيولة يجب على المصرف المركزي معالجتها، وهو ما يؤدي إلى تقييد خيارات ونتائج السياسة النقدية، وهو ما يُعدّ قيداً على استقلال المصرف المركزي، كما تؤثر وسائل هذه الإدارة في أسعار الفائدة، وتعقد العمليات المرتبطة بالمالية الحكومية لمهمة المصرف المركزي في السيطرة على الإجماليات النقدية، وفي حال اتسمت الحكومة بعدم القدرة على خدمة الدين وتحمل أعبائه، فتتعرض مصداقية السياسة النقدية للتأثر سلباً، وترتفع أسعار الفائدة، إذ أنه في حال عدم استقلالية المصرف المركزي، تنعكس الآثار التضخمية لعجز الموازنة وزيادة الدين العام بشكل واضح على الاقتصاد بشكل عام، ففي حال عدم تطور الأسواق المالية، وخاصة أسواق الأوراق المالية الحكومية، ومع عدم توفر آلية ذات كفاءة لتجميع الضرائب، يتم الاعتماد على إصدار النقود كمصدر وحيد لتمويل عجز الموازنة، مما يؤدي إلى ارتفاع معدلات التضخم، أما أثر الدين العام الداخلي فيؤثر في المستوى العام للأسعار في الأجل الطويل، نتيجة زيادة أعباء خدمة الدين التي تتمثل بتمويل العجز عن طريق التنقيد (Monetization).

وتؤثر إدارة الدين العام في الطلب على النقود من خلال عدة طرق، إذ ينتج عن زيادة معدلات الاحتفاظ بالأوراق المالية الحكومية لتحقيق أثر الثروة، ومن ثم زيادة الطلب على الأرصدة النقدية الحقيقية، كذلك تعد الأوراق المالية الحكومية عالية السيولة، بديلاً للأرصدة النقدية، مما يؤثر في دافع الطلب انخفاضاً على تلك الأرصدة، كما أن عدم قابلية الدين الحكومي للاستدامة، مع التوقعات بحدوث التضخم قد تؤدي إلى تخفيض الطلب على النقود.

¹ Togo.E.(2007). **Coordinating Public Debt Management with Fiscal and Monetary Policies: An Analytical Framework**. Banking and Debt Management Department, The World Bank, Policy Research Working Paper 4369, PP3-6.

² Filardo. A, Mohanty. M and Moreno. R, Op Cit.

وتتأثر فعالية ومصادقية السياسة النقدية كذلك بارتفاع الدين العام كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي بشكل سلبي، إذ ينطوي على مخاطر تتمثل في اكتساب هذا العجز للصفة النقدية، أو تحويله في المستقبل لشكل نقدي، الأمر الذي يتم اعتباره مؤشراً على ضعف السياسة المالية.

كما أنه في حال كانت حركة رؤوس الأموال غير مقيدة، فإن ارتفاع أسعار الفائدة المحلية سيؤدي لتدفق كتل نقدية كبيرة من الخارج، ما سيفرض على السلطة النقدية ضرورة إجراءات لتعقيم أثر تلك التدفقات؛ ممّا سيؤدي إلى تعقيد الإدارة النقدية.

وعلى النقيض من ذلك فإن توفر أسواق مالية متطورة، وتمتع المصرف المركزي بالاستقلالية، ستوفر مصادر غير تضخمية لتمويل عجز الموازنة¹، وخدمة الدين العام، إذ إنها تساعد واضعي السياسة المالية على تمويل العجز في الموازنة، دون الاضطرار لتخفيض الإنفاق العام، أو رفع المعدلات الضريبية المفروضة، وتعطي القدرة للمصرف المركزي للتدخل في السوق؛ لضمان الاستقرار في الأسعار، عن طريق عمليات السوق المفتوحة، كما تمكن إدارة الدين العام من ضمان تلبية احتياجات الحكومة التمويلية، والتزامات الدفع بأقل تكلفة ممكنة على المدى المتوسط إلى الطويل، بما يتناسب مع درجة مقبولة من المخاطر.

● ماهية التنسيق بين السياستين المالية والنقدية وإدارة الدين العام²:

بسبب علاقاته بالأسواق المحلية يمكن للمصرف المركزي أن يقدم معلومات عن قدرة السوق المحلية على تحمّل الديون، إذ أنه قد يقيس قدرة السوق المحلية على استيعاب الديون في فترات استحقاق مختلفة، كما أن التنسيق فيما يخص إدارة الأرصدة النقدية الحكومية مطلوب لتجنب التضارب بين إدارة الديون، وعمليات السوق المفتوحة للمصرف المركزي، إذ قد تنشأ التعقيدات إذا تم إجراء عمليات إدارة النقد للحكومة مع نفس المشاركين في السوق، وبأدوات مماثلة للمصرف المركزي، فيكون التنسيق الدقيق مطلوباً بين وزارة المالية والمصرف المركزي، فيتوجب على كلّ طرف أن يقي الطرف الآخر على اطلاع جيّد بأفعاله، وأن يبحث عن حلول تعاونية عندما تبدو السياسات متعارضة.

ويتطلب التنسيق الحدّ من الأثر النقدي السلبي لإصدار الديون، وخاصة الديون قصيرة الأجل، إذ يعطي قانون الموازنة السنوية تنبؤاً مبكراً لمقدار الدين الحكومي الإضافي، الذي يمكن توقعه في السوق خلال العام المقبل، لكنه سيفتقر عموماً إلى التحديد فيما يتعلق بالتوقيت، والاستحقاقات الفعلية التي سيتم إصدارها، وستؤدي الأنشطة التمويلية للحكومة، إلى تغيير احتياطات المصارف وأسعار الفائدة، وإمكانية تسويق الأوراق المالية الأخرى، لذا يحتاج المصرف المركزي إلى الحفاظ على الاتصال الفعّال، والتنسيق مع الحكومة طوال دورة الموازنة.

- ما هي خيارات المصرف المركزي، إذا كانت إجراءات إصدار الدين الحكومي على الرغم من التنسيق، تتعارض مع إجراءات السياسة النقدية؟

¹ Neyapti, B. (2003). Budget Deficit and Inflation: The Roles of Central Independence and Financial Market development. *Contemporary Economic Policy*, Vol. 21, No. 4.

² Vajs.S. (2014). *Government debt issuance: issues for central banks*. Bank of international settlement, Papers No 76.

لا يتطابق توقيت ومبالغ إصدار الأوراق المالية الحكومية دائماً، مع احتياجات سياسة السُّوق المفتوحة للمصرف المركزي، فقد تحتاج الحكومة إلى إصدار أوراق مالية، عندما يعاني السُّوق بالفعل من نقص السيولة، ومن ثمَّ فإنه يجب على المصرف المركزي اختيار الحجم الذي سيقدم فيه سيولة إضافية للسوق لتلبية احتياجات الحكومة، وكحدِّ أدنى يتطلَّب التنسيق أنَّ تقوم جهة الإصدار بإبلاغ المصرف المركزي بنواياها مسبقاً، قبل اتِّخاذ الإجراءات، ويجب على المصرف المركزي إبلاغ جهة الإصدار، إذا كان من المستحسن تعديل توقيت ومقدار الاقتراض، لتتوافق بشكل أفضل مع ظروف السُّوق.

كما أنَّ التنسيق بين مديري الديون والسلطة النقدية أمر ضروري، ليس فقط من أجل ضمان التشغيل السلس لمختلف آليات التحويل النقدي، ولكن أيضاً من أجل استقرار النظام النقدي والمالي، ويتعلَّق أحد جوانب هذا التنسيق بمحفظة الدين العام، التي يجب أن تكون مستدامة، ولا يجب أن يطغى عليها توقيت وحجم الديون والسداد المقرَّر على الموازنة العامة، لهذا يجب على مديري الديون، إعداد استراتيجية متوسِّطة الأجل لإدارة الديون، مع تقييمات صريحة للضغوط الاقتصادية، التي من المحتمل أن تؤثر في التكلفة أو قابلية التسويق اللاحقة لمحفظة الديون، إذ ينبغي هيكلة الدين العام بطرق غير تضخُّمية، وهو ما يعني تجنب الاعتماد الكبير على الديون قصيرة الأجل، فقد يؤدي استحقاق الكثير من الديون في وقت ضيق إلى حدوث اضطرابات في السُّوق، نتيجة عدم قدرة السُّوق على استيعاب أو شراء ديون كافية لسداد الإصدارات المستحقة، ممَّا يجعل الحكومة تحت رحمة ضغوط قويَّة من السُّوق.

خامساً: دور أسواق المال في التنسيق بين السِّياستين النقدية والمالية:

إنَّ الأطر الحاكمة التشريعية والمؤسَّساتية تختلف بين السِّياستين المالية والنقدية من دولة لأخرى، وبالاتِّجاه إلى مقاييس تطوُّر وعمق أسواق المال، يمكن تحديد أشكال التنسيق وفقاً لهذه المقاييس، من خلال عدد من الحالات التي قد يمرُّ بها سوق الأوراق المالية الحكومية، وفيما يلي الحالات الأساسية للأسواق المالية وشكل الدور الذي تؤديه للتنسيق بين السِّياستين المالية والنقدية¹:

1- حالة الأسواق غير المتطوِّرة (Undeveloped Market Stage):

وتتَّصف هذه الحالة بعدم وجود سوق للأوراق المالية الحكومية، إذ يقوم المصرف المركزي بتمويل عجز الموازنة بشكل مباشر، أو يتمُّ تمويل العجز من خلال الاقتراض الخارجي، لذا فإنَّه في هذه الحالة تكون هنالك حاجة لوجود ضوابط تشريعية، تحدُّ من لجوء الحكومة إلى المصرف المركزي لتمويل عجز الموازنة؛ لمنع التوسُّع المفرط في الائتمان وإصدار النقود، ممَّا يؤدي لزيادة الضغوط التضخُّمية، والحدِّ من قدرة المصرف المركزي في المحافظة على معدَّلات منخفضة للتضخُّم، ومن الممكن وجود إطار للبرمجة النقدية بمفهومها الواسع (Broad Money Programming) *، تستخدم لوضع تقديرات لحجم الطلب على النقود، ولمصادر الائتمان المحلي.

¹ Sundararajan. V , Dattels. P, McCarthy, I, Castello. M, Hans. B,& Blommestein. J .(1994). The Coordination of Domestic Public Debt and Monetary Management in Economies in Transition: Issues and Lessons from Experience. IMF Working Paper No 94/148, P 4.

* يبنى هذا البرنامج على تحديد أهداف للإجماليات النقدية، اعتماداً على تقدير التغيُّرات الشهرية والربعية لهذه الإجماليات، وتستخدم هذه البرامج في المراحل الأولى لتطور أسواق المال؛ لارتباطه بالأدوات المباشرة للسياسة النقدية، كتحديد السقف الائتمانية، والإقراض الموجه لقطاع معين، والتحكم بأسعار الفائدة.

2- حالة أسواق الإعداد (Preparatory Market Stage):

وفي هذه الحالة تشكّل لجنة للتنسيق من المصرف المركزي ووزارة الماليّة، تهدف لتحديد حجم الدين المصدّر في السُّوق، مع مراعاة الأوضاع والأهداف النَّقدية في الاقتصاد، إذ يضمن هذا الإجراء وضع تصوّر لأسعار الفائدة، وتعدّ عمليّات البيع لأذون الخزانة بمثابة خطوة لتطوير السُّوق النَّقدية، إذ أنّ هذه المرحلة تتّصف بعدم وجود سوق ثانوية لتداول هذه الأوراق الماليّة، كما أنّه يوجد هناك ضعف في سوق ما بين المصارف (Interbank Market)، وعدم مرونة في أسعار الفائدة، إذ أنّه يتّهم التحكُّم بها من قبل السلطة النَّقدية، وليس من قبل السُّوق، وإطار التنسيق في هذه الحالة يهدف لخفض تكاليف خدمة الدين، وتحقيق أهداف السَّياستين النَّقدية والماليّة، ويتمّ الاعتماد على البرمجة النَّقدية بمفهومها الواسع، واستخدام أدوات السَّياسة النَّقدية غير المباشرة، وأذون الخزانة.

3- حالة الأسواق الانتقالية (Transitional Market Stage):

تتميّز هذه الحالة بالمرونة في تحديد أسعار الفائدة، مع بقاء استخدام أذون الخزانة والمزادات الائتمانية كوسيلة لإدارة الشؤون النَّقدية، كما يبدأ طرح سندات الدين الحكوميّة متوسّطة الأجل، المحدّدة الأسعار بشكل إداري، أو قد يتمّ ربطها بأسعار أذون الخزانة، ويبقى المصرف المركزيّ هو مصدر السيولة الرئيسيّ لأدوات الدين الحكوميّة، كما يتمّ إعطاء سوق ما بين المصارف (Interbank Market) دوراً أكثر أهميّة، ويجري البدء في تطبيق ترتيبات وتسويات المقاصة، وخلال هذه الحالة يتمّ مراجعة مدى كفاءة الإشراف المصرفي الخاصّ بإدارة الأصول والخصوم بشكل عملي، وتكون البرمجة النَّقدية بمفهومها الواسع أقلّ أهميّة، على حين أنّ برامج النقود الاحتياطية (Reserve Money Programming)*، تكتسب دوراً مهماً في مراقبة أسواق النَّقد والأسواق الماليّة، من أجل توجيه تدخّل المصرف المركزي في هذه الأسواق، في ظلّ تحقُّق قواعد الانضباط النَّقدية.

4- حالة الأسواق المتطورة (Developed Market Stage):

يكون نمُّو السُّوق المالي في هذه الحالة مكتملاً، وتكتسب أسعار الفائدة مرونة كاملة، ويتمّ اتّخاذ المزيد من التدابير المؤسَّساتية والترتيبات الرقابية والتنظيمية، لزيادة فاعلية الأسواق الثَّانوية، ويمتلك المصرف المركزي كفاءة واستقلاليّة في القرار، من خلال استخدام الأدوات النَّقدية القائمة على آليات السُّوق، كاتفاقيات إعادة الشراء، كما يجري إدخال مزادات أدوات الدين ذات الأجلين المتوسّط والطويل، ويصبح تحقيق الاستقرار في أسواق المال واحداً من الوظائف الرئيسيّة للمصرف المركزي، وفي هذه الحالة تتوفّر السيولة اللازمة لتمويل التوسُّع في الإنفاق العام، والعجز الحكومي بشكل أكبر، وتعطى السَّياسة الماليّة دوراً أكثر أهميّة في معالجة المشكلات الاقتصادية.

* ويتضمن هذا البرنامج النَّقدية وضع التقديرات اليومية والأسبوعية لاحتياجات المصرف المركزي، ويسهم البرنامج المذكور في التنسيق على مستوى يومي بين السَّياستين النَّقدية والماليّة، إذ يعطى مؤشّرات حول تدفّقات النَّقدية المرتبطة باحتياجات الحكومة من السيولة، ويرتبط تطبيق هذا البرنامج بالتوسع في استخدام أدوات السَّياسة النَّقدية غير المباشرة.

المبحث الرابع

هيكلية السياسة المالية في إطار النظر الاقتصادية المعاصرة

مهيكل:

يختلف إطار وهيكلية السياسة المالية حسب حجم وتطور الاقتصاد للدولة بين متقدم وناشئ ونامٍ، وهذا الاختلاف يرجع إلى كون بنية الاقتصاد، ومدى اتّصالها بدول العالم الأخرى، تفرض متطلباتها على المالية الحكومية، ممّا يؤدي إلى تباين في الأهداف التي تسعى هذه السياسات لتحقيقها، ومدى قدرتها على تسجيل تقدّم في المجالات التي تستهدفها عن طريق السياسة المالية.

فبالنسبة إلى الاقتصادات الناشئة والنامية، يتباين دور السياسة المالية إذ تعتبر المفتاح الرئيسي الذي تتوجّه له الحكومات، لتطوير البنية الاقتصادية للدولة، للنهوض بالاقتصاد الوطني، عن طريق منح الإعفاءات الضريبية؛ لتشجيع بعض الصناعات الوطنية، وجذب الاستثمارات الأجنبية، وتهيئة البنية التحتية، لإحداث نقلات في النشاطات الاقتصادية المختلفة المحلية، وعن طريق مشاركة الحكومات في تأسيس شركات الصناعات الاستراتيجية، والشركات التي تضفي نوعاً من التطوّر على البنية الصناعية والتقنية للبلاد؛ من خلال توسيع حجم الإنفاق الحكومي، وتأطيره في مجالات محدّدة، تصبّ في مجملها لتطوير بنية الدولة الاقتصادية والصناعية، وذلك في إطار الخطط التنموية الموضوعة لبلوغ هذا الهدف.

أمّا بالنسبة إلى الدولة المتقدّمة فالسياسة المالية لها دور مختلف، إذ تؤدي دوراً مهماً في إطار سياستها الاقتصادية الكلية، وفي تحديد سماتها الأساسية، ولضمان دور فعّال لأدوات السياسات الاقتصادية الأخرى، إذ تتميز اقتصاديات هذه الدول باكتمال جهازها الإنتاجي، وبنيتها الأساسية، وتنظيماتها المؤسّسائية، لذا فتمحور الوظيفة الأساسية للمالية الحكومية فيها، بالبحث عن وسائل معالجة المشكلات التي تعترض النشاط الاقتصادي، إذ تقوم بالتعويض عن تقلّبات الإنفاق الخاص، من خلال التغيير في حجم الإنفاق العام، وتخفيض حجم الفجوة بين الادّخار والاستثمار عن طريق الضرائب، أي جعل الموازنة العامة تتقلّب تبعاً لأوجه الدورة الاقتصادية.

أولاً: سمات المالية العامة في الاقتصادات المعاصرة:

1- سمات المالية العامة في الاقتصادات المتقدمة¹:

1-1: سعة الطاقة الضريبية:

تتّصف البنية الاقتصادية في الدول المتقدّمة بتنوّع مصادر وأوعية الطاقة الضريبية فيها، نظراً للتقدّم التكنولوجي وتطور الجهاز الإنتاجي وقوى الإنتاج فيها، وهو ما يسهم بتعدّد مصادر الدخل، لتعدّد الأنشطة الاقتصادية، وارتفاع مستوى الدخل القومي، ومتوسّط دخل الفرد فيها، ما يساعد في توزيع العبء الضريبي، وجعله يتناسب مع المقدرة التكليفية القومية الفردية، وهو ما يؤكّد تعاضم الإيراد الضريبي في هذه الدول، بحيث أنّه يشكّل أهمّ مصادر الإيراد العام.

¹ مناف، نعمه. (2017). واقع النظام الضريبي في البلدان النامية. بتصرف، كلية الإدارة والاقتصاد، جامعة القادسية، العراق، ص 8-11.

2-1: تعاضد المعدل الضريبي:

يُعدُّ المعدل الضريبي من المؤشرات التي يتمُّ الاعتماد عليها للمقارنة بين النظم الضريبية، على أساس أنَّ المعدل الضريبي يعكس في تطوُّره مستوى التقدُّم الاقتصادي، وهو عبارة عن نسبة الإيراد الضريبي إلى الدخل القومي، وإنَّ مستوى التطوُّر والنمو الاقتصادي الذي بلغته الدول المتقدمة أضفى على النظام الضريبي فيها طابعاً مميزاً، يتمثَّل في طبيعة الوظيفة التي يؤدِّيها النظام، وفي التنظيم الفني الذي يستخدمه في ممارسة وظائفه، وفي معدَّل الاستقطاع الضريبي الذي يزيد عن 24% من الناتج المحلي الإجمالي¹، وينتج هذا المعدل المتصاعد عن الزيادة في المقدرة التكليفية القومية والفردية، كذلك فإنَّ أسلوب توزيع الدخل ونمط الفلسفة السياسية والاجتماعية السائد، ودرجة التقلُّبات الاقتصادية، كلُّها عوامل تمارس تأثيراً في المعدل الضريبي لكونها تؤثر أساساً في المقدرة التكليفية.

3-1: الأهمية النسبية للضرائب المباشرة:

من السمات البارزة في الاقتصادات المتقدمة هو التفاوت في الدخل والثروات؛ نتيجة تملك وسائل الإنتاج من قبل الأفراد والمؤسسات الخاصة، ما نجم عنه تركُّز الثروات بيد عدد من الأفراد والمؤسسات الاحتكارية، وكون الدخل يشكِّل الوعاء الأساسي للضريبة، ويعبِّر عن المقدرة التكليفية للممول، فإنَّ أوسع نسبة من الإيراد الضريبي يكون مصدرها الدخل، وهذا هو السبب وراء الأهمية النسبية المرتفعة للضريبة على الدخل الشخصي ودخول الشركات، قياساً بالإيراد الضريبي الإجمالي أو إجمالي الناتج المحلي، فعلى سبيل المثال تصل نسبة الضرائب المباشرة في الولايات المتحدة لحوالي 62% من إجمالي الإيراد الضريبي².

4-1: اتساع مبدأ الضرائب التصاعديّة:

وهو جانب آخر من جوانب التنظيم الفني للضرائب يتعلَّق بتحديد سعر الضريبة، فبعكس الضرائب النسبية التي تفرض على وعاء الضريبة سعراً واحداً مهما بلغت قيمة أو حجم الوعاء، فإنَّ الضريبة التصاعديّة تفرض على الوعاء سعراً متدرجاً تصاعدياً، يزداد بازدياد المادّة الخاضعة للضريبة، ويستند هذا الاتجاه أساساً لظاهرة التفاوت الكبير في الدخل والثروات بين أفراد المجتمع، واستمرار تفاقم هذه الظاهرة، لذلك فإنَّ الدخل الخاصة والثروات هي محلُّ للضريبة التصاعديّة.

5-1: ضخامة حجم الإنفاق العام:

يتميّز حجم الإنفاق الحكومي في الدول المتقدمة بضخامته، إذ ورغم اكتمال البنية التحتية فيها، وعدم تخصيص جزء كبير من الإنفاق لمشاريع البنية التحتية، إلّا أنَّ حجم الإنفاق الحكومي ضخّم، وتزداد ضخامته بشكل تصاعديّ، لكنَّ تخصيص الموارد في الدول المتقدمة يختلف عن نظائره في الدول الناشئة والنامية، إذ يتمُّ تخصيص جزء كبير من الإنفاق الحكومي للتعليم وبرامج الرعاية الصحية، وبرامج الضمان الاجتماعي والبطالة، أي يتمُّ توجيه الإنفاق العام لتحقيق الرفاه الاجتماعي.

¹ إسماعيل، طارق. (2019). كفاءة التحصيل الضريبي في الدول العربية. دراسات اقتصادية، صندوق النقد العربي، العدد 52، ص 8.

² جمام، محمود. (2010). النظام الضريبي وآثار على التنمية الاقتصادية - دراسة حالة الجزائر -. أطروحة دكتوراه، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة محمود منتوري، الجزائر، ص 91.

6-1: كفاءة تخصيص الإنفاق العام:

يتميز الإنفاق العام في الاقتصادات المتقدمة في حسن تخصيص الموارد والكفاءة، إذ أن البيئة السياسية الديمقراطية التي تتمتع بها الاقتصادات المتقدمة، ومناقشات الموازنة العامة وإقرارها وأسلوب متابعتها، والسجلات السياسية بين الأحزاب المختلفة فيما يتعلق بهذا الموضوع، يجعل من الإنفاق العامة محط مراقبة ومتابعة دقيقة، مما يحد من إهدار الموارد العامة، وإلزام الحكومة بتطبيق المشاريع المقررة، ومتابعة تنفيذها، كما أنه يفرض على الحكومة اختيار أفضل البرامج للإنفاق وحسن تنفيذها لاستمالة الناخبين، وللحد من الانتقادات من السلطة التشريعية.

2- سمات المالية العامة في الاقتصادات الناشئة:

1-2: التطورات الكبيرة في النظام الضريبي:

يشهد النظام الضريبي في الاقتصادات الناشئة تغييرات وتطورات كبيرة، إذ أن النظام الضريبي فيها لم يصل مرحلة النضج، لكنها وفي سعيها للوصول لصفوف الدول المتقدمة، تعمل على تطوير وتحديث أنظمتها الضريبية، لتواكب التطور الاقتصادي الذي تحرزه، ولتجعلها أكثر كفاءة ومردودية، عن طريق الانتقال من الضرائب غير المباشرة نحو الضرائب المباشرة. لكن ومع ذلك فإنّ النقالات الكبيرة التي تشهدها الأنظمة الضريبية في الاقتصادات الناشئة، تسهم في التأثير في الأفراد والشركات، إذ أن النمو المضطرب في الضرائب المفروضة، يسهم في إحداث ضغوط على الأفراد والمؤسسات القائمة، كونهم لم يعتادوا على التكليف الضريبي بهذا الشكل وبهذه المعدلات.

2-2: كثرة الإعفاءات الضريبية للصناعات الدقيقة والثقيلة:

تعمل الدول الناشئة في سعيها لنقل اقتصاداتها من اقتصادات ريعية وزراعية إلى اقتصادات صناعية، لتحفيز الصناعات التكنولوجية الدقيقة، والصناعات المعدنية والثقيلة، وهي مشاريع تحتاج لرؤوس أموال كبيرة، فتعمل هذه الدول على منح هذه المشاريع على وجه الخصوص لإعفاءات ضريبية، لجذب المستثمرين وتشجيعهم على الاستثمار فيها.

2-3: النمو الكبير في الإنفاق العام:

يلاحظ على موازنات الدول الناشئة النمو الكبير والتصاعدي في حجم الإنفاق العام، إذ تسعى هذه الدول لتغطية الحاجات التنموية الرئيسية بشئ الطرق، سواء عن طريق التمويل بالعجز، أو إصدار السندات الحكومية، أو الاقتراض من الدول أو المنظمات الأجنبية، وذلك حسب مستوى التقدم الذي أحرزته في هذا المجال.

2-4: توجيه الإنفاق الحكومي:

تتركز برامج الإنفاق الحكومي في الدول الناشئة نحو تحسين البنية التحتية فيها، من خلال توفير الطرقات والجسور والسكك الحديدية، وشبكات المياه والصرف الصحي والاتصالات الأحدث والأكثر تقدماً، وذلك بهدف تسهيل عمليات النقل والشحن،

ولتخديم أكبر مساحات ممكنة من البلاد، بهدف التشجيع على تأسيس المشاريع المختلفة على مساحة الدولة، واستثمار جميع الإمكانيات والثروات التي تتمتع بها البلاد، لاستقطاب المستثمرين المحليين والأجانب، كما أنها تعمل على تأسيس المشاريع العملاقة التي قد يحجم عن الاستثمار فيها القطاع الخاص، نظراً لضخامة رأس المال المطلوب؛ لتوفير التنوع في الصناعات والمنتجات التي تمتلكها.

3- سمات المالية العامة في الاقتصادات النامية:

يطلق على اقتصاد دولة أنه اقتصاد نامٍ، إذا كانت تتصف بانخفاض مستوى المعيشة فيها، وتحلّف القاعدة الصناعية والإنتاجية، وبعدم القدرة على استغلال الثروات البشرية والطبيعية الموجودة لديها بنسب مرتفعة، كما أنها تعاني من نقص الخدمات الأساسية كالتيعليم والصحة، واعتمادها لإنجاز مشاريعها الإنمائية على المديونية، وتصدير المواد الخام الأولية.

وإنّ الخصائص الاقتصادية العامة التي تجمع الدول النامية، هو انخفاض مستوى تشغيل الأيدي العاملة، وارتفاع نسبة الفقر والبطالة، وعدم عدالة توزيع الدخل القوميّ وسوء توزيعه، وانتشار الفساد، وانخفاض الكفاية الإنتاجية، وارتفاع الميل الحديّ للاستهلاك، وانخفاض الميل الحديّ للإدخار، وإنّ السمة الأبرز لاقتصاديات الدول النامية هو سيطرة القطاع الزراعي، وإنّ نسبة كبيرة من الأيدي العاملة تعمل في القطاع الزراعي، ورغم ذلك فإنّ الإنتاج المحليّ من المحاصيل الزراعية لا يكفي البلد ذاتها؛ بسبب الإهمال وانخفاض استعمال الأساليب الزراعية الحديثة، أمّا بالنسبة للاستثمار سواء المحليّ أو الأجنبي، فيتركّز في الاستثمارات العقارية والعملات والذهب، لتدبّي ثقة المستثمرين بالاقتصاد الوطني، وعدم الاستقرار السياسي والاقتصادي، وهشاشة وضعف الأسواق المالية والنقدية لعدم كفاءتها؛ لضعف أجهزة الرقابة المصرفية والمالية، ولعدم وجود شركات قوية وراسخة، ومن ثمّ انتشار شركات الأموال والشركات القابضة¹.

وغالباً ما تكون الدول النامية عرضة لحالة من التقلّبات في دورتها الاقتصادية، تتميز بارتفاع درجة التقلّبات وعدم الاستقرار وتتمثّل المصادر الرئيسية لهذه التقلّبات بالتالي²:

3-1-1: الصدمات الخارجية:

تتعدّد أشكال الصدمات الخارجية التي تؤثر في الدول، وتعدّ أخطر شكل من أشكال الصدمات التي يتعرّض لها الاقتصاد، وتتوزّع هذه الصدمات على أحداث مفاجئة في أسواق السلع وأسواق المال، ويُعدّ أكبر حجم الصدمة الخارجية أحد الأسباب الرئيسية لحدوث التقلّبات في الاقتصاد الكليّ، وعدم استقراره في البلدان النامية، التي تعتمد على تصدير سلعة واحد؛ لأنها غالباً ما تتجاوز نطاق تحكمها.

¹ الخصاونة، محمد، مرجع سابق، بتصرف، ص 40-41.

² مرغيت، عبد الحميد. (د.ت). دور سياسة المالية العامة في مكافحة تقلبات الدورة الاقتصادية في البلدان المصدرة للسلع الأولية: تجربة الشيلي. الجزائر: كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة محمد الصديق بن يحيى، ص ص 3-4.

3-1-2: ضعف الإدارة الاقتصادية المحلية:

قد تتسبب الحكومات في البلدان النامية بشكل غير مقصود بزيادة تقلب الاقتصاد الكلي، عن طريق ارتكاب أخطاء في السياسات الداخلية، نظراً لضعف الخبرات الإدارية، أو لتقلب أسعار المواد الأولية الأساسية التي تقوم بتصديرها، أو لمعالجة مشكلات قصيرة الأجل، كاعتماد سياسات نقدية تضخمية، أو عدم انتظام السياسة المالية للحكومة، مما ينجم عنه في الغالب وقوع صدمات داخلية محللة بالاستقرار الاقتصادي.

3-1-3: ضعف آليات امتصاص الصدمات الاقتصادية:

غالباً ما تفتقد البلدان النامية للآليات التي تستطيع من خلالها امتصاص الصدمات أو التخفيف من حدتها، كسياسات تثبيت أوضاع الاقتصاد الكلي، وسياسات التدخل الفعالة، التي تضبط من خلالها تقلبات الأسواق، وهو ما يسهم في زيادة حدة الآثار الناجمة عن الاضطرابات، ويجعل اقتصاداتها عرضة للصدمات الخارجية.

وتتميز المالية العامة في الدول النامية بجملة من الخصائص، تجعلها غير قادرة على توفير الفعالية والكفاءة والمردودية المطلوبة، مما يجعلها تسهم في تعميق أزمتها الاقتصادية، وأهم هذه الخصائص¹:

3-2-1: انخفاض نسبة الاقتطاعات الضريبية:

تعاني الاقتصادات النامية من انخفاض نسبة الاقتطاعات الضريبية إلى الناتج المحلي فيها، ويعود هذا الانخفاض لتدني مستويات دخول الأفراد أصلاً، وبالرغم من ارتفاع معدلات الضرائب على الدخل، إلا أن حصيلة الاقتطاعات متدنية، بسبب ضيق المطارح الضريبية، وانتشار الفقر، وارتفاع أعداد إجمالي الدخل المعفاة من الضريبة بالنسبة لإجمالي المكلفين، بالإضافة لفساد وترهل الجهاز المالي الحكومي.

3-2-2: انخفاض نسبة الضرائب المباشرة من الإيرادات العامة:

تعد الاقتصادات النامية في مجملها اقتصادات رعوية، أي إنهما اقتصادات تعتمد على الزراعة، وكون الأساليب المستخدمة بدائية وتعتمد على الجهود البشرية، فإن الدخل تكون متدنية، وتلجأ كثير من الدول لإعفاء الدخل المتأتي من الزراعة من الضريبة، مما ينتج عنه انخفاض مساهمة الضرائب المباشرة (ضريبة الدخل) في الإيرادات العامة بالمقارنة مع الدول المتقدمة، التي ترتفع فيها نسبة الضرائب المباشرة، نظراً لارتفاع مستويات الدخل، واتساع الدخل الخاضع للضريبة.

3-2-3: ارتفاع نسبة الضرائب غير المباشرة في الإيرادات العامة:

تلجأ الدول النامية لتعويض الانخفاض في الإيرادات العامة للاعتماد على فرض الضرائب غير المباشرة، كضريبة القيمة المضافة (ضرائب الاستهلاك والمبيعات) والضرائب الجمركية، إذ تصبح هذه الضرائب الملاذ الأخير للحكومة لرفع الإيرادات العامة، إذ أن

¹ الخصاونة، محمد، مرجع السابق، ص 42-44.

الأفراد في هذه الاقتصادات ينفقون معظم دخولهم على الاستهلاك، كما أنّ فرض هذا النوع من الضرائب لا يتطلب جهوداً وكفاءة، وأنظمة رقابة ماليّة متطورة لتحصيلها.

3-2-4: جمود الأنظمة الضريبية:

يسود الأنظمة الضريبية في الدول النامية الثبات والجمود، إذ تتسم هذه الأنظمة بعدم التغيير والتفاعل مع الظروف والمستجدات الاقتصادية المتغيرة والطارئة، كما أنّه لا يتمّ تعديلها بصورة دورية لتجاوز المشكلات التي تكون قد نتجت عن تطبيقها، ممّا يجعلها متعبة بالنسبة للمكلفين، وذات حصيلة غير وفيرة بالنسبة للموازنة العامة.

3-2-5: تدني كفاءة الجهاز الإداري الضريبي:

يشكو الجهاز الحكومي المسؤول عن التحصيل الضريبي في الدول النامية، من انخفاض الإنتاجية، وانتشار البطالة المنقعة بين أفرادها، بالإضافة إلى عدم توفر الكفاءات والمؤهلات العلمية، وانتشار الفساد المالي والإداري، نتيجة لانخفاض الحوافز المالية المقدّمة لهؤلاء الموظفين، وتدني مستوى الأجور، وتعدّد هذه السّمة من العقبات الرئيسية التي تحول دون قيام الضريبة بتحقيق أهداف السياسة الضريبية بكفاءة عالية.

3-2-6: انعدام الوعي الضريبي في المجتمع:

لا يتوفّر لدى الأفراد في الاقتصادات النامية الوعي والثقافة المالية بأهميّة ودور الضرائب في تسيير أعمال ومشاريع الحكومة، بالإضافة لعدم ثقة الأفراد بأنّ الضريبة التي سيقومون بتسديدها ستعود بالمنفعة عليهم، وقناعتهم بأنّ الضريبة التي يتمّ تسديدها للحكومة هي وسيلة لتمويل الإنفاق الحكوميّ على الكماليات، بدلاً من تمويل المشاريع الإنتاجية، ممّا يدفعهم للتهرب وعدم الالتزام بتسديد الضريبة بالآوقات المحددة، معتمدين بذلك على ضعف أجهزة الرقابة المالية، وضعف العقوبات الرادعة للمتهربين.

3-2-7: ارتفاع الأهمية النسبية للضرائب الجمركية¹:

تنبؤاً الضرائب الجمركية أهميّة خاصّة في الدول النامية، لا سيّما تلك التي يسهم نشاطها التصديريّ بأعلى نسبة في إجمالي الناتج القوميّ، ويعود تمثّل الاقتصادات النامية بهذه الخاصيّة لاعتمادها بصورة أساسية على تصدير سلعة أو مجموعة من السلع الأولية، ومن ثمّ فإنّ تعاظم دور هذه الضريبة، يتأتّى من تعاظم نسبة الضريبة الجمركية إلى إجمالي الإيراد الضريبي، ومن إجمالي الإيراد العامّ، الذي يشكّل القاعدة التي يشاد عليها الاقتصاد القوميّ، وهو ما يعبر عن أنّ قطاعات النشاط الاقتصادي الأخرى متخلّفة، ولا يشكّل إنتاجها وزناً ملحوظاً في حجم الناتج القوميّ.

3-2-8: ضخامة حجم الإنفاق الحكوميّ وتأثيره في النشاط الاقتصادي:

يمثّل الإنفاق الحكوميّ نسبة كبيرة من الإنفاق أو الطلب الكليّ في الدول النامية، وذلك لضعف القطاع الخاصّ، ولسيطرة المؤسسات

¹ مناف، نعمه، مرجع سابق، ص 13.

الإنتاجية الحكومية، والحاجة للاقتصاد ولاعتماده بشكل كبير على النفقات التحويلية، وإنَّ أيَّ نقص في الإنفاق العام نتيجة لانخفاض إيرادات الدولة، أو بهدف معالجة التضخم أو العجز المتنامي في الموازنة العامة، من شأنه أن يؤثر سلباً في الطلب الكلي في الاقتصاد.

3-2-9: عدم كفاءة الإنفاق الحكومي:

يعاني الإنفاق الحكومي في الدول النامية من عدم الكفاءة، إذ يتم توجيه الإنفاق بشكل رئيسي نحو ترميم البنية التحتية، ونحو تحسين برامج الدعم الاجتماعي، كما أنَّ التجربة في معظم الدول النامية تدلُّ على أنَّه عند حدوث تحسُّن في وضع الموازنة العامة فيها، فإنَّ ذلك يشجّعها على زيادة النفقات، عبر دعم المستهلكين أو مشروعات استثمارية مشكوك في جدواها، وبعد انحسار فترة الراج وتراجع النشاط الاقتصادي، ووقوع الموازنة في حالة عجز، فيتعدَّر عليها إنقاص نفقاتها، ممَّا يزيد من حالة العجز، ويرفع من المديونية الخارجية، ممَّا يعقِّق من أزمات هذه الدول¹.

وما يؤخذ على السياسة المالية في الدول النامية هو مساهمتها للتقلُّبات الدورية (Pro-cyclicality)، إذ تشهد توسُّعاً في فترات الازدهار، وانكماشاً في فترات الركود، ممَّا يجعلها تصبح مخلَّة بالاستقرار الاقتصادي، ومساهمة في تعميق تقلُّبات الاقتصاد الكلي، نظراً لأنَّ إضافة الدَّفَعَات التحفيزية للنشاط الاقتصادي تكون في أوقات الازدهار، وتنخفض في أوقات الركود، أي أنَّ هنالك ارتباطاً موجباً بين الناتج المحلي ومستويات الإنفاق العام، على حين أنَّ هذا الارتباط يكون سلبياً في الاقتصادات المتقدِّمة، ممَّا يدلُّ على اتِّباع سياسة مالية معاكسة للدَّورة الاقتصادية.

وبالنسبة للدول المصدِّرة للسلع الأولية، تزداد مداخيل التصدير خلال فترة الطفرة، وتجد الحكومة نفسها تحت وطأة الضغوط السياسية، ممَّا يجبرها على زيادة إنفاقها العام، ولعلَّ أهمَّ بنود الموازنة العامة التي تشهد ارتفاعاً خلال فترات الازدهار هي الرواتب والأجور والاستثمارات العامة²، وذلك على الشكل التالي³:

1- الاستثمارات العامة:

ينتج عن زيادة الاستثمارات العامة تحقيق عوائد كبيرة في الأجل الطويل، إذا تمَّ إنجازها بكفاءة، لكنَّ المشكلة في البلدان النامية، أنَّه قد لا يتمَّ إكمالها، أو متابعة الشؤون المتصلة بها، من حيث الصيانة وتوفير التمويل والموارد اللازمة لمتابعة نشاطها، في فترة هبوط أسعار سلع التصدير؛ نتيجة نقص الموارد المالية الناجمة عن انخفاض الإيرادات العامة، ممَّا يؤدي لهدر الكثير من الأموال على مشاريع لا تتمتع بالاستمرارية والإنتاج.

¹ العكام، محمد خير. (د.ت). النفقات العامة، الموسوعة القانونية المتخصصة. بتصرف، (المجلد الخامس عشر، القانون المالي، ص 457)، سورية: الموسوعة العربية.

² مرغيت، عبد الحميد، مرجع سابق، ص 6.

³ بالاعتماد على مرغيت، عبد الحميد، مرجع سابق، وعلى:

-Frenkel. J. (4-5 Novembre, 2010). Comment les producteurs de produits de base peuvent-ils rendre les politiques budgétaire et monétaire moins procycliques?. Séminaire de haut niveau sur les ressources naturelles, les finances et le développement Institut du FMI et Banque d'Algérie, p.3.

2- الرّواتب والأجور:

تتّجه الدّول النامية في فترات الازدهار وارتفاع الإيرادات العامّة لتوجيه جزء من مداخيلها لرفع أجور العاملين وزيادة أعدادهم، ممّا يؤدّي لرفع أعداد الموظّفين الحكوميين وزيادة كتلة الأجور، وهو ما يؤدّي لنشوء ضائقات ماليّة عند انتهاء فترة الازدهار، لعدم القدرة على الوفاء بالتزامات الإضافة.

وينجم عن اتّباع الدّول النامية للسياسة الماليّة المسيرة للاتجاهات الدورية المخاطر الاقتصادية التالية:

1- ظاهرة المرض الهولندي (Dutch Disease) في فترات الازدهار:

وهي عبارة عن ظاهرة زيادة الإنفاق العامّ الناجمة عن زيادة الإيرادات العامّة من المصادر الاستخراجية، ويزداد في ظلّ هذه الظاهرة الإنفاق على قطاعات البناء والتشييد وباقي السلع والخدمات غير المنتجة، التي لا يتاجر بها دولياً، وذلك تحت تأثير ارتفاع كبير ومؤقت لأسعار السلع الخام التي يتم تصديرها، إذ يؤدّي ارتفاع مستوى النشاط الاقتصادي، وزيادة الإنفاق الحكوميّ لتحسّن سعر الصرف الحقيقي للعملة، وخسارة القدرة التنافسيّة للمنتجات المحليّة، وتنامي فقاعة الأصول، والتوسع الشديّد في قطاع البناء والأشغال العامّة، على حساب السلع الصناعيّة، ممّا يقوّض الانفتاح والنموّ.

2- تعميق المشكلات الاقتصادية:

تلجأ الدّول النامية في فترات تراجع الإيرادات العامّة، وانتهاء فترات الازدهار إلى تعويض النقص الحاصل في إيراداتها، لاّتّباع إجراءات تقشفيّة، من خلال تخفيض حجم الإنفاق العامّ، وزيادة الضّرائب، ممّا يؤدّي لتعميق حالة التراجع في النشاط الاقتصاديّ، وتزايد المشكلات الاقتصادية، كانهخفاض الاستثمار وارتفاع حدة البطالة.

لذا ولضمان عدم وقوع الاقتصادات النامية في هذه المشكلات الاقتصادية، فإنّه يجب عليها اتّباع سياسات ماليّة مضادة للاتّجاهات الدورية** التي يمرّ بها الاقتصاد، حتّى تسهم في تحقيق الاستقرار الاقتصاديّ، وامتصاص الصدمات التي قد يتعرّض لها بدلاً من تعميقها. سيأتي هذا المبحث على تحليل السياسة الماليّة في الدّول المتقدّمة والناشئة، تاركين التحليل في الدّول النامية للفصول اللاحقة؛ عند الحديث عن بنية السياسة الماليّة في الدّول العربيّة، التي ستكون أنموذجاً عنها.

ثانياً: السياسة الماليّة في النظم الاقتصادية المتقدمة (الولايات المتّحدة الأمريكيّة أنموذجاً):

بعد أن حصلت الولايات المتّحدة الأمريكيّة على استقلالها عن بريطانيا، وتحرّرها من السلطة المطلقة للملك البريطاني، سعى الأميركيون عند تأسيس دولتهم المستقلة لجعل هيكلية الحكم لديهم بعيدة عن المركزيّة، بحيث يتجنبون تركيز السلطة بيد منصب أو

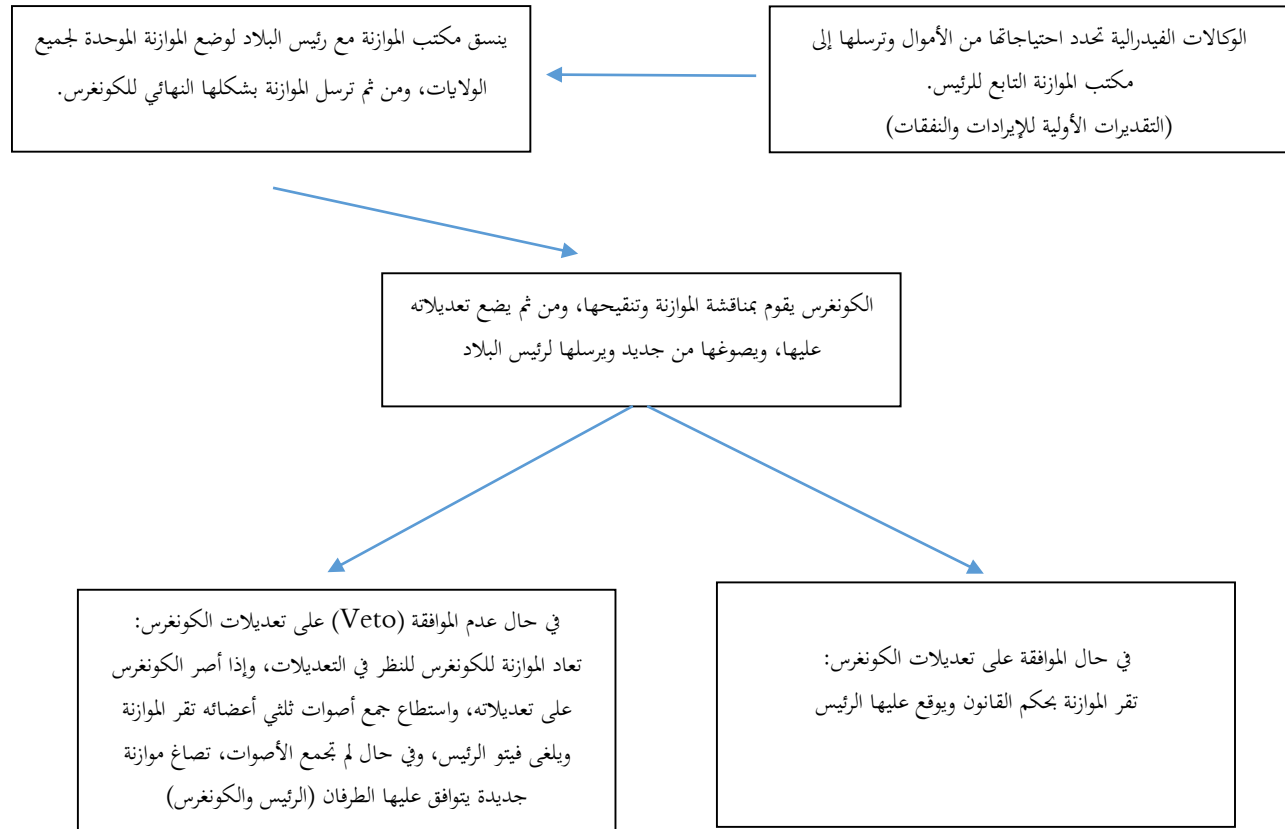
* في آخر العقد السادس من القرن العشرين الميلادي، اكتشف في هولندا مخزون كبير من الغاز، ونتج عن استخراج هذا المخزون، وتصديره وصرف وارداته في تلك البلاد، آثار ضارة على اقتصادها، تمثلت بارتفاع البطالة وانخفاض الاستثمار فيها، نتيجة حالة من الكسل والتراخي الوظيفي أصابت الشعب الهولندي إذ هجع الشعب للترف والرّاحة مع ارتفاع الإنفاق الاستهلاكي، وأطلق على هذه الظاهرة فيما بعد في التاريخ الاقتصادي (المرض الهولندي).

** البتيسة الماليّة المضادة للتقلبات الدورية (Counter cyclical): وهي أن تكون السياسة الماليّة المتبعة مصممة لأن تكون توسعية أو توماتيكية في فترات الكساد، وانكماشية في فترات الازدهار، ويعتمد ذلك على مدى قدرة الحكومات على تقليص مديونياتها العامّة إلى مستويات مقبولة، وزيادة معدلات الإخار في أوقات اليسر، والإنفاق على نحو يتسم بالمسؤولية.

مسؤول واحد، لذا أسس الدستور الأمريكي لتكون السلطة متوازنة، ولتتكون الحكومة من ثلاث أركان (الكونغرس-الرئيس-المحكمة العليا)، يتولى كل ركن منها مسؤوليات منفصلة، ولا يمكن لأيٍّ منها أن ينفرد بالسلطة؛ لأنَّ الركنين الآخرين يوازنانه، وهذا ما يتعلَّق بالحكومة الفيدرالية.

وإن جميع شؤون البلاد تدار من قبل السلطات الثلاث، كلٌّ في مجال اختصاصه، وبما يمنحه الدستور من صلاحيات، وتعدُّ الشؤون المالية وخاصة الحكومية منها، من المهام التي توكل إليهم، وتعدُّ قرارات السياسة المالية مثل الإنفاق الحكومي والضرائب، من القرارات الأساسية التي تتخذها الحكومة الفيدرالية، عند إقرار الموازنة العامة، والشكل التالي يوضح آلية وضع الموازنة الفيدرالية للولايات المتحدة الأمريكية وإقرارها:

الشكل رقم (7): آلية إقرار الموازنة الفيدرالية للولايات المتحدة الأمريكية



المصدر: اعتماداً على: O'Sullivan. A& Sheffrin. M.(2007). Economics Principle in Action

* تتكون الحكومة الأمريكية من ثلاثة سلطات رئيسية:

1- الكونغرس (Congress): ويُعدُّ المؤسسة الدستورية الأولى، والهيئة التشريعية للنظام السياسي، وترجع له صلاحيات إصدار القوانين، وإدارة الإنفاق الفيدرالي، ويتكون من مجلس النواب ومجلس الشيوخ.

2- المحكمة العليا: وهي أعلى سلطة قضائية في البلاد، ولها الصلاحيات في نقض قوانين الولايات، والقوانين الفيدرالية إذا تضاربت مع الدستور.

3- الرئيس (The President): وهو مدير السلطة التنفيذية، والمسؤول عن حماية وتطبيق قوانين البلاد.

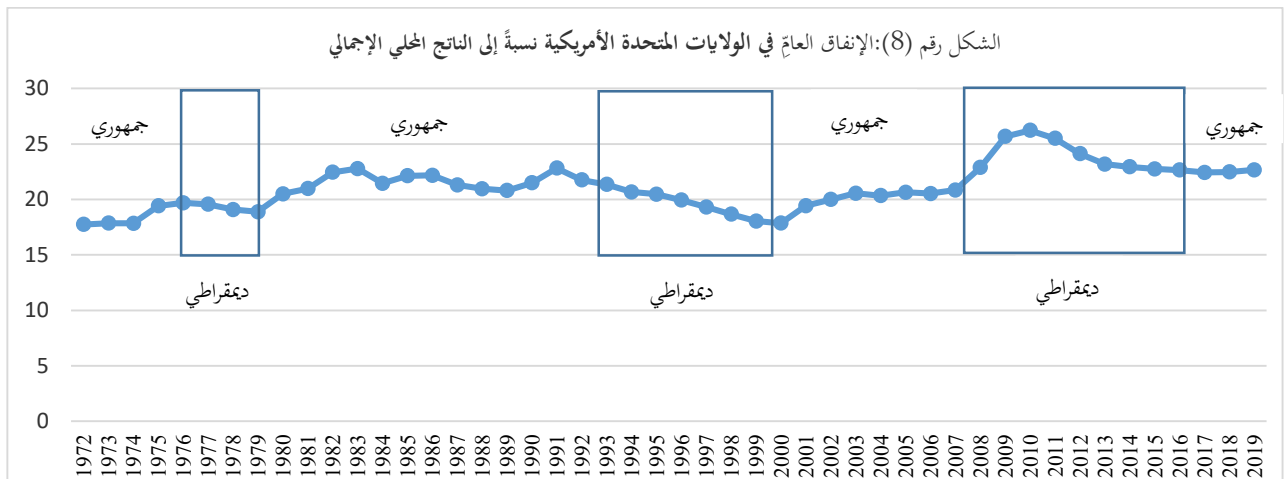
¹ O'Sullivan. A& Sheffrin. M.(2007). Economics Principle in Action. Pearson Prentice Hall.

وتؤدّي السّياسة الماليّة في الولايات المتّحدة دوراً مهماً في إدارة السّياسات الاقتصاديّة، والحياة السّياسيّة بأنّ معاً، وقد شهدت السّياسة الماليّة، وآليات إدارتها منذ ثلاثينيات القرن العشرين وحتى الآن نقلات كبيرة، تعود لأسباب مختلفة، ترجع في معظمها لتغيّر الفكر السّياسيّ والاقتصاديّ لرئيس البلاد، وللعود الماليّة التي قطعها للناخبين، وبعضها يرجع للتغيّرات في الظروف الاقتصاديّة، وللأزمات الماليّة المتلاحقة التي ضربت الاقتصاد العالمي بشكل عامّ، والولايات المتّحدة بشكل خاصّ خلال هذه الحقبة الزمانيّة. ويتربّع الاقتصاد الأمريكيّ على عرش الاقتصاد العالمي، بإجمالي ناتج محليّ يقارب 20.4 تريليون دولار في العام 2018، مشكلاً ما نسبته 23.9% من الناتج المحليّ الإجمالي العالمي كأكبر اقتصاد، والدّولار الأمريكي هو العملة الاحتياطيّة الأولى في العالم¹، ويسيطر على أكثر من ثلثي احتياطيات التّقد الأجنبي لدى المصارف المركزيّة حول العالم، وإنّ 80% من عمليات مبادلات العملات الأجنبية تتمّ من خلال الدّولار الأمريكي، كما يتمّ دفع 50% من صادرات العالم بالدّولار أيضاً².

ويؤدّي الاقتصاد الأمريكي كسوق دوراً مهماً على الصعيد العالمي، إذ أنّ حجم الطلب والعرض الكليّين في الاقتصاد الأمريكي له انعكاساته على الدّول الصناعيّة، والمصدّرة للموادّ الأوليّة التي على ارتباط به، مثله كمثّل أيّ اقتصاد متقدّم، لكنّ خصوصيّة الاقتصاد الأمريكيّ ترجع إلى حجمه وتأثيره، وإلى نفوذ الولايات المتّحدة، لذا فإنّ لمعالجة الأزمات التي يمرّ بها هذا الاقتصاد، من خلال السّياسة الماليّة وأدواتها انعكاساته، ليس فقط على الولايات المتّحدة، وإنّما على الاقتصاد العالمي بشكل عامّ.

1- الإنفاق العامّ في الولايات المتّحدة الأمريكيّة:

وفي الشّكل التالي توضيح للتغيّرات في الإنفاق الحكوميّ نسبةً إلى الناتج المحليّ الإجمالي للولايات المتّحدة للفترة بين عامي (1972-2019):



المصدر: من إعداد الباحث اعتماداً على بيانات البنك الدولي³

¹ International Monetary Fund, world Economic outlook report. (2019).

² جيلالي، بورزامة. (2014). رؤية تحليلية حول انخفاض قيمة الدّولار الأمريكي: الأسباب والتّحديات. مجلة دراسات اقتصادية، العدد 23، ص ص 31-50.

³ بالاعتماد على بيانات: <<http://www.data.worldbank.org>>

ويظهر الشكل أعلاه المنحى التصاعدي في حجم الإنفاق الحكومي للولايات المتحدة خلال الفترة بين عامي (1972-2019)، ويبيّن الشكل كيف أخذ هذا الإنفاق بعد عام 2000، ولغاية عام 2008 منحى متزايداً بشكل كبير عن الفترة التي سبقتة؛ الأمر الذي يمكن إرجاعه إلى الزيادة الكبيرة في عمليّات الإنفاق الحكومي، نتيجة الغزو الأمريكي لكلٍّ من أفغانستان والعراق، وما نتج عنه من زيادة الإنفاق العسكري، أمّا من العام 2008 وما تلاه فيلاحظ أنّ الإنفاق تزايد بشكل غير مسبوق، الأمر الذي يرجع إلى برامج التيسير الكمي، التي انتهجتها الحكومة الأمريكية بعد الأزمة المالية العالمية، بهدف انتشال الاقتصاد الأمريكي من حالة الركود، التي عصفت به.

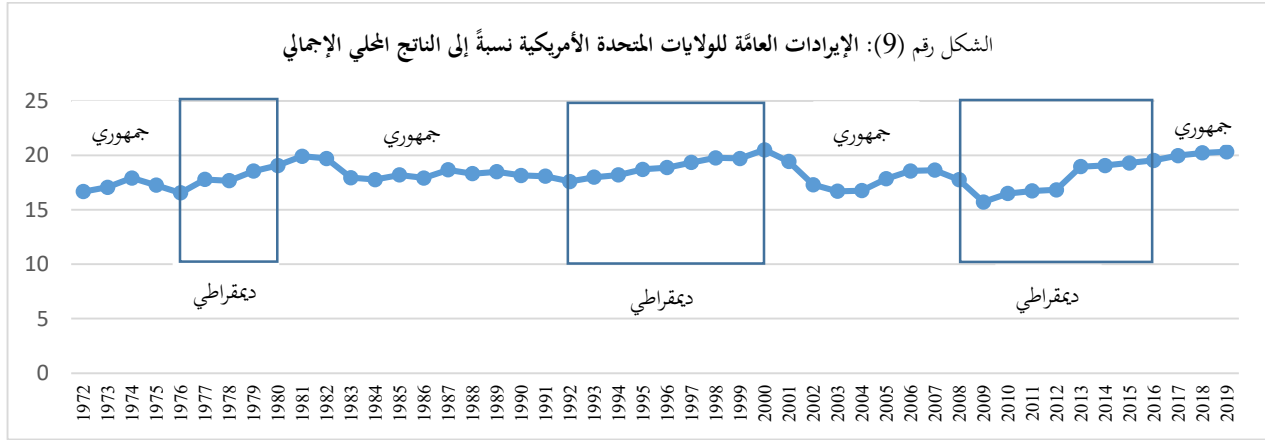
وقد تعود تقلّبات الإنفاق الحكومي في بعض الأحيان إلى تبني الرئيس المنتخب لبرامج حكومية، تتفق مع الرؤية التي ينتهجها حزبه، ومع الوعود التي أعطاها لناخبيه خلال حملته الانتخابية، بالإضافة إلى اهتمام صانعي القرار بالسياسة المالية، بهدف استخدامها لتحقيق أهداف اقتصادية وسياسية واجتماعية، تنسجم مع السياسات الداخلية والخارجية للولايات المتحدة.

ويظهر من الشكل (8) التقلّبات في الإنفاق الحكومي نتيجة للتغير في الانتماء الحزبي لرئيس الولايات المتحدة الأمريكية، فيظهر أنّ الفترات التي تولّاها رئيس ينتمي للحزب الجمهوري، اتّسمت بمستوى شبه مستقرّ للإنفاق الحكومي، رغم كونها أعلى من الفترة الديمقراطية التي سبقتها، الأمر الذي عزّزناه لزيادة الإنفاق العسكري نتيجة للحروب التي شنتها الولايات المتحدة في عهد هؤلاء الرؤساء، فشهدت ولاية رونالد ريغان (1981-1988) الحرب الباردة مع الاتحاد السوفيتي، وما نجم عنه من سباق للتسلّح بين الطرفين، أمّا في ولاية جورج بوش الأب (1989-1992) فحدثت حرب الخليج الثانية، وخلال ولاية جورج بوش الابن (2001-2008) قامت الولايات المتحدة بغزو أفغانستان والعراق.

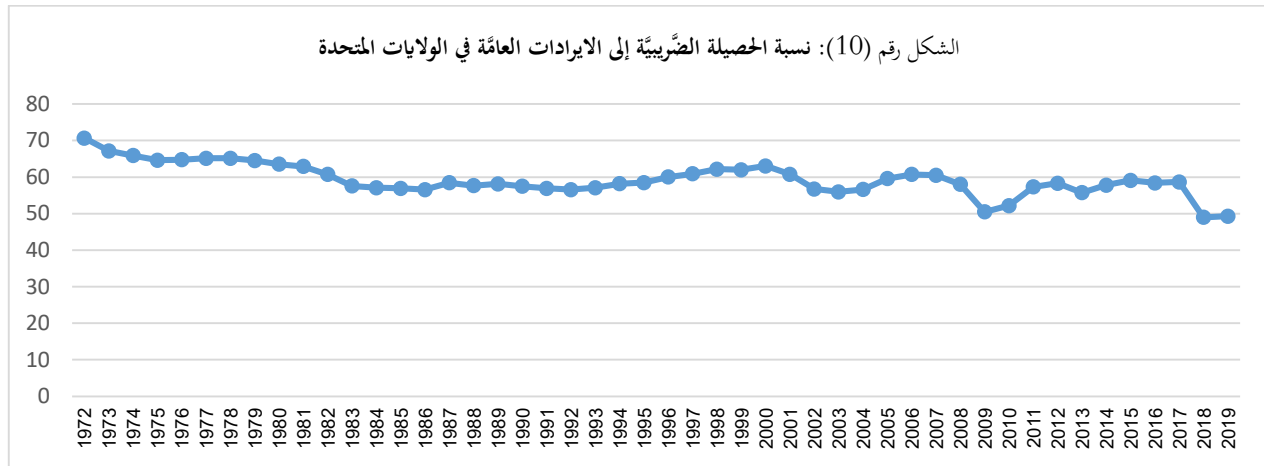
أمّا خلال فترات حكم الرئيس الذي ينتمي للحزب الديمقراطي، والموضح ضمن مربّعات في الشكل (8)، فيظهر أنّ الإنفاق الحكومي يتقلّب بشكل كبير، إذ أنّ الديمقراطيين يؤمنون بنجاح سياسة التدخل الحكومي في التأثير في النشاط الاقتصادي، لذا فإنّ الإنفاق الحكومي يُعدّ أداة اقتصادية رئيسية في فكر الحزب الديمقراطي، وهذا ما يظهر في ولاية كلٍّ من الرئيسين جيمي كارتر (1977-1981)، وباراك أوباما (2009-2016)، إذ زاد الإنفاق الحكومي؛ بهدف معالجة الحالة الاقتصادية السائدة في تلك الفترات، أمّا في ولاية بيل كلينتون (1993-2000)، فقد انخفض الإنفاق الحكومي نتيجة للاستقرار والنمو الاقتصادي الذي شهدته هذه الفترة، ممّا أدى إلى تراجع دور الإنفاق الحكومي.

2- الإيرادات العامة في الولايات المتحدة الأمريكية:

يظهر الشكل (9) التغيرات في الإيرادات العامة نسبةً إلى الناتج المحلي الإجمالي للولايات المتحدة للفترة بين عامي (1972-2019)، أمّا الشكل (10) فيظهر نسبة الحصيلة الضريبية إلى الإيرادات العامة في الولايات المتحدة للفترة ذاتها:



المصدر: من إعداد الباحث اعتماداً على بيانات البنك الدولي



المصدر: من إعداد الباحث اعتماداً على بيانات البنك الدولي

ويظهر من الشكل (9) التقلّبات شبه المحدودة في الإيرادات العامّة للولايات المتحدة خلال الفترة المذكورة، إذ يبيّن الشكل أنّ الإيرادات الحكوميّة لم تشهد خلال كلّ الفترة المدروسة النموّ ذاته الذي شهدته النفقات العامّة، ممّا يعطي مؤشراً لأسباب النموّ في عجز الموازنة، الذي تعانيه الولايات المتحدة، وضخامة حجم الدين العامّ الذي يثقل كاهلها، إذ أنّ الإيرادات الحكوميّة لا تغطّي النموّ في حجم إنفاقها، كون حجم الإنفاق العامّ لا يتوافق مع حجم الإيرادات التي تجنيها الحكومة، ومن ثمّ اضطرار الحكومة إلى أدوات الدين، لتمويل برامج الإنفاق الخاصّة بها.

كما يبيّن الشكل (10) الانخفاض شبه التدريجيّ في نسبة الحصيلة الضريبية إلى إجمالي الإيرادات العامّة، الذي استمرّ من العام 1972 ولغاية عام 1992، أي حتّى ولاية الرئيس بيل كلينتون، إذ اتّخذت الضّرائب نسبة أعلى من إجمالي الإيرادات العامّة خلال ولايته، وحتّى عام 2001، إذ تسلمّ الحكم جورج بوش الابن، فعادت نسبة الضّرائب الانخفاض في عهده، بسبب الإعفاءات الضريبية التي منحها، وبلغت نسبة الضّرائب أدنى قيمة لها عام 2009؛ نتيجةً للأزمة الماليّة العالميّة، ومن ثمّ شهدت هذه النسبة تحسّناً في عهد باراك أوباما، وهو ما يُعدّ أحد الأسباب الأساسية لتنامي العجز الحكومي.

ويبدو واضحاً من الشكل (9) أنَّ الانتماء الحزبي لرئيس الولايات المتحدة له انعكاساته أيضاً على حجم الإيرادات الحكومية، إذ يلاحظ أنه خلال فترات الحكم الجمهوري، تنحو الإيرادات العامة للتقلُّب صعوداً وهبوطاً، مع اتجاه عامٍ هابط، فبحسب الرؤية الجمهورية لإدارة المالية الحكومية، التي تقوم على تخفيض الضرائب المفروضة بشكل عام، مع منح الإعفاءات الضريبية المختلفة، فإنَّ الإيرادات العامة تتأثّر سلباً نتيجةً لهذه التخفيضات والإعفاءات، كما أنَّ إعادة المعدّلات الضريبية إلى سابق عهدها، قد يؤدي إلى حدوث أزمات اقتصادية – كما كان من الممكن أن يحدث في عهد أوباما نتيجة للإعفاءات الممنوحة من قبل جورج بوش الابن* -. أمّا في الفترات التي كان يتولّى فيها الحكم في الولايات المتحدة رئيس ينتمي للحزب الديمقراطي، فإنَّ الإيرادات الحكومية كانت تتّجه بشكل عامٍ نحو الزيادة، كون الرؤية الديمقراطية تتّجه لخفض الضرائب على ذوي الدخل المحدود، ولزيادتها على ذوي الدخل المرتفع، ويظهر من الشكل (9) أنه في ولايات الرؤساء الديمقراطيين، كانت دائماً الإيرادات الحكومية وفيرة بشكل أكبر ممّا هي عليه في ولايات الرؤساء الجمهوريين، الذين يتّجهون نحو تخفيض الضرائب على الشركات والأغنياء، ممّا يؤدي إلى ضعف الحصيلة الإيرادية الحكومية، عمّا هي عليه في ولايات نظرائهم الديمقراطيين.

ثالثاً: السياسة المالية في النظم الاقتصادية الناشئة (ماليزيا أمثودجاً):

يعدُّ الاقتصاد الماليزي واحداً من أفضل اقتصاديات آسيا، إذ حقّق نمواً شبه متواصل بمعدّل 6.5%، منذ عام 1957 وحتى 2005، وفي عام 2019 بلغ الناتج المحلي حوالي 364 مليار دولار¹، ليصبح الاقتصاد رقم 37 على مستوى العالم، إذ سعت ماليزيا منذ تسعينيات القرن الماضي للتحوّل من اقتصاد كثيف العمالة إلى اقتصاد كثيف الابتكار، والذي يهدف إلى تحقيق دخل مرتفع². وشهدت ماليزيا منذ خمسينيات القرن الماضي نهضة اقتصادية كبيرة، تمّ خلالها نقل الاقتصاد الماليزي، وتحويله من اقتصاد زراعي إلى اقتصاد صناعي، وقد أدّت الحكومة الماليزية وسياساتها المالية دوراً رئيسياً في تحقيق ذلك، فعملت على اتّخاذ دور مباشر وفعلٍ في عملية التنمية، إذ شاركت الحكومة في القطاع الخاص، من خلال تأسيس شركات تجارية كبرى، وذلك في ظلّ خطة ماليزيا الثانية لتنمية الاقتصاد، التي كانت تسعى من خلالها إلى إعادة تشكيل المجتمع الماليزي، من خلال الحدّ من الهيمنة الأجنبية على الاقتصاد بشكل عام، والصينية بشكل خاص.

وتوسّعت مشاركة الحكومة في الاقتصاد بشكل أكبر مطلع الثمانيات؛ إذ اتّبعت سياسة مالية توسّعية، بهدف مواجهة تقلّبات الاقتصاد الدورية، وذلك لتحفيز النشاط الاقتصادي، وتحقيق النموّ المستدام للتخلّص من حالة الركود التي كانت سائدة آنذاك، ونجم عن هذه السياسة المالية التوسّعية "عجز مزدوج" في الموازنة وميزان المدفوعات، ولمواجهة هذه المشكلة نفّذت برامج هيكلية شاملة،

* الهاوية المالية (Fiscal Cliff).

¹ اعتماداً على بيانات البنك الدولي.

² تقرير اليونسكو للعلوم – ماليزيا. (2015). متوفر على الرابط: https://ar.unesco.org/sites/default/files/usr15_malaysia_ar.pdf

للحدّ من زيادة الإنفاق، وإعادة ترتيب الأولويات الوطنيّة، بما يتّفق مع توافر الموارد المحليّة، وتوجّي الحذر من اللجوء إلى الاقتراض الخارجي¹.

وانتُبتت ماليزيا سياسة الخصخصة، في الوقت الذي أحجمت عنها دول عدّة، وكانت هي من أوائل الدّول النامية التي لجأت إلى خصخصة شركات القطاع العام، وكان الهدف من ذلك هو رفع معدّلات التنمية، والحدّ من التدخّل الحكومي، وكانت السّياسة المتّبعة هي بيع الأصول، والشّركات الحكوميّة للمواطنين الماليزيين وليس للمستثمرين الأجانب.

ذلك بالإضافة إلى اتّباع سياسات ماليّة تكيفية، كان لها أثر كبير في واقع الاستثمار الأجنبي في البلاد، فأسهمت بتوجيه هذه الاستثمارات لقطاعات معيّنة، ذات مستويات تشغيل عالية، أدّت إلى خلق فرص عمل جديدة، وكانت السّياسات على الشّكل التالي²:

1- مرحلة التصنيع المحليّ للإحلال محلّ الواردات: وكانت هي الاستراتيجية السائدة عام 1958، وكانت الصناعات المستهدفة هي: الأغذية- والمشروبات- والبلاستيك- والكيموايات- والطباعة والنشر، فمنحت الحكومة إعفاءات ضريبيّة مدّة تراوحت بين 2-5 سنوات؛ لتشجيع الاستثمار في هذه المجالات.

2- تشجيع الصناعات كثيفة الاستخدام لعنصر رأس المال: فقامت الحكومة الماليزية بمنح إعفاءات ضريبيّة مدّة بين 2-10 سنوات على أرباح هذه الشّركات، وخلال فترة السبعينيات، وبهدف التّرويج لهذه الصناعات، وللصناعات الموجهة للتصدير، أعفت الحكومة الصّادرات من الرسوم والضرائب.

3- توجيه الإنتاج المحليّ: قامت ماليزيا بإصدار قانون تشجيع الاستثمار، الذي تمّ من خلاله منح الشّركات التي تقوم بإنتاج السلع المنصوص عليها بالقانون إعفاءات ضريبيّة، كما أسقط القانون جزءاً من ضرائب الدّخل على شركات بعض المجالات الصناعيّة الموجهة للتصدير، كما أعطى القانون خصماً لمصاريف ترويج الصّادرات وأقساط تأمينها، عند احتساب الضرائب، للشّركات الصّغيرة الملتزمة ببعض الشروط الأخرى التي تمّ وضعها.

4- السعي لتوطين الشّركات الأجنبية: منحت الحكومة الشّركات التي تقوم باستخدام أسلوب البحث والتطوير R&D ، أو التي تقوم بتدريب العمالة المحليّة، إعفاءً من الضرائب مدّته خمس سنوات، وذلك لتشجيع هذه الشّركات للتوطين في ماليزيا.

5- تشجيع الصناعات ذات القدرات التنافسيّة: أجرت الحكومة عام 1990 مراجعة شاملة لجميع الحوافز الممنوحة؛ بهدف تنظيمها وتوجيهها، ولزيادة العوائد الضريبيّة المحصّلة، ولتشجيع هذه الصناعات قامت بإجراء التدابير التالية:

(1) الحدّ من الإعفاءات الضريبيّة.

(2) تحديد الاستقطاعات الاستثمارية لـ 70% من الدخل كحدّ أقصى.

¹ بسبع، عبد القادر، مرجع سابق، ص 233.

² مصطفى، إبراهيم. (2017، 2 فبراير). ماليزيا (2). سياسات اقتصادية تكيفية وتنمية صناعية متميزة. تم الاسترداد بتاريخ 5 أيار، 2017 من:

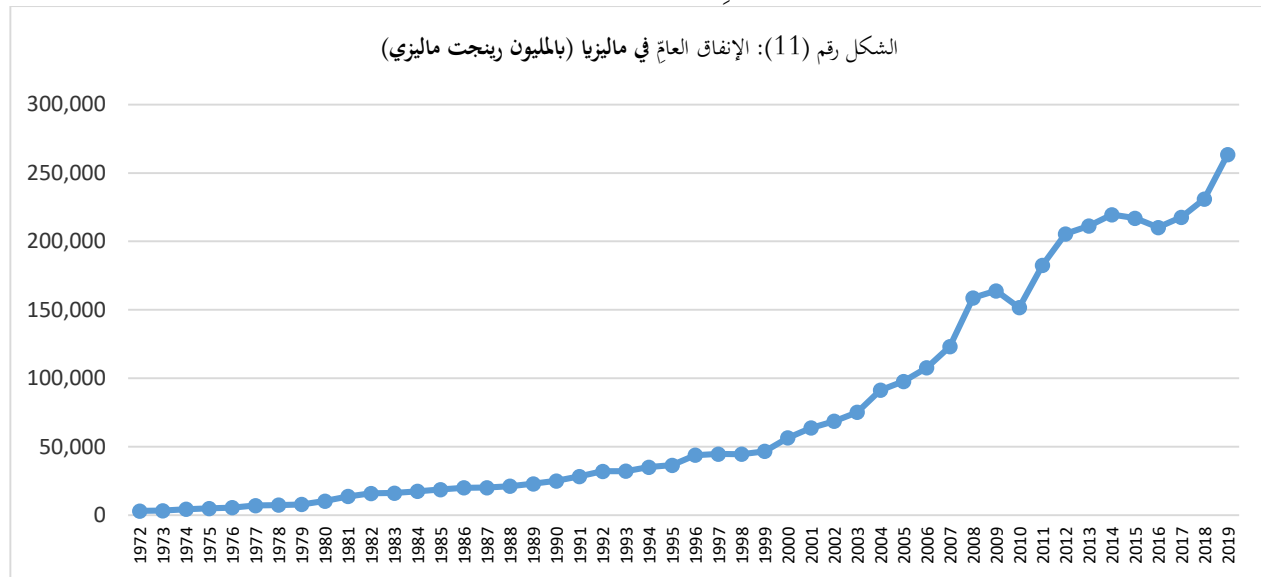
(3) إلغاء الحوافز غير الفعالة، والحوافز التي تتعارض مع اتفاقية منظمة التجارة العالمية.

(4) استخدام معياري أداء لتقييم طلبات الحوافز، أولاً إحداث قيمة مضافة من 30% إلى 50%، ثانياً أن يمثل المحتوى المحلي نسبة 20% إلى 50%.

6- تحفيز الصناعات المتقدمة والدقيقة: عام 1995 ركزت ماليزيا على الاستثمارات الرأسمالية، وبدأت في التقليل من الحوافز الضريبية للمشاريع كثيفة الاستخدام لعنصر العمل؛ إذ منحت المشروعات ذات التقنيات المرتفعة في المناطق الصناعية، ذات التقنيات الناشئة، إعفاءات ضريبية لمدة خمس سنوات، أو استقطاعات ضريبية على الاستثمار تصل 60% من تكلفة الاستثمارات الرأسمالية المؤهلة*.

1- الإنفاق العام في ماليزيا:

وفي الشكل التالي توضيح للتغيرات في الإنفاق الحكومي لماليزيا للفترة بين عامي (1972-2019):



المصدر: من إعداد الباحث اعتماداً على وحدة التخطيط الاقتصادي الماليزية¹

يلاحظ من الشكل (11) أعلاه النمو الضخم في النفقات العامة لماليزيا من سبعينيات القرن الماضي وحتى الآن، ويظهر أن النفقات كانت دائماً ما تتماشى مع التطور والنمو الذي يعيشه الاقتصاد الماليزي، مرحلة بمرحلة وخطوة بخطوة، إذ كما أوضحنا في الفقرة السابقة، فقد استخدمت الحكومة الماليزية السياسة المالية، كأداة رئيسية لتحفيز النمو الاقتصادي، والنهوض بالاقتصاد الوطني. كما يلاحظ القفزات الكبيرة في الإنفاق الحكومي في عامي 1998 و2009، وذلك يعود إلى زيادة الإنفاق، نتيجة للأزمات المالية التي حدثت حينها، أزمة دول جنوب شرق آسيا (الأزمة المالية الآسيوية عام 1997)، والأزمة المالية العالمية عام 2008، وما ترتب عن ذلك من سعي الحكومة لانتشال الاقتصاد من الوضع الذي كان يعيشه حينها، عبر التوسع في إنفاقها.

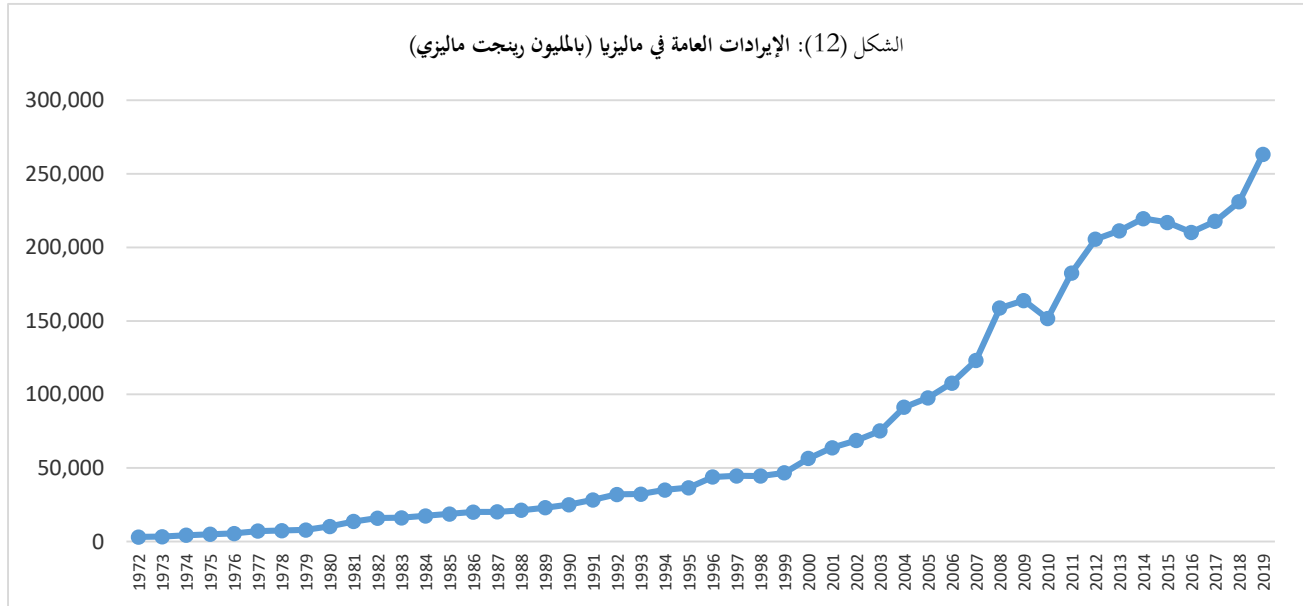
* الاستثمارات المؤهلة هي الإلكترونيات الحديثة، وصناعات الفضاء، والتقنيات البيولوجية.

¹ بالاعتماد على بيانات: < <http://www.epu.gov.my> >

ويظهر أنّه بعد عام 2010 اتّخذ الإنفاق الحُكوميّ منحنى وخطوات أخرى، مغايرة لما سبقها طيلة الفترة من عام 1972، وذلك من حيث الحجم، إذ أنّه وبعد انتقال الأزمة الماليّة العالميّة (أزمة 2008)، وتركّزها في الاتّحاد الأوروبي، وأزمة الديون الأوروبية، عانت الصادرات الماليزية -التي يتّجه ثلثها إلى الأسواق الأمريكية والأوروبية واليابانية-، نتيجة لضعف الطلب العالمي، فبالإضافة إلى خطوات التحفيز التي اتّخذتها لمواجهة هذه الأزمة، اتّجهت الحكومة لدعم السّوق المحليّة، عن طريق الإنفاق الحُكوميّ الشعبي، ومن ثمّ دفع الاستهلاك الخاصّ، وذلك من خلال زيادة التحويلات التّقديّة لذوي الدخل المحدود، وزيادة رواتب بعض موظفي القطاع الحكومي، فأنفقت الحكومة بشكل كبير من خلال برنامجها الخاصّ للإئتمان الاقتصادي، ممّا أدّى إلى النمو الكبير في الإنفاق الحُكوميّ، الذي وصل في عام 2014 إلى مستويات غير مسبوقة، بسبب انتشار الفساد، وارتفاع الهدر في المال العامّ ما بعد عام 2010، ليعود وينخفض قليلاً في العامين التاليين؛ تحت ضغوط الانخفاض في أسعار النفط، ونتيجة للقرارات التي اتّخذتها الحكومة لتخفيض الإنفاق، من خلال رفع الدعم عن بعض السلع الأساسية، بالإضافة لعدد من القرارات الأخرى التي تصبّ في ذات السياق.

2- الإيرادات العامّة في ماليزيا:

وفي الشّكل التالي توضيح للتقلّبات في الإيرادات العامّة لماليزيا للفترة بين عامي (1972-2019):

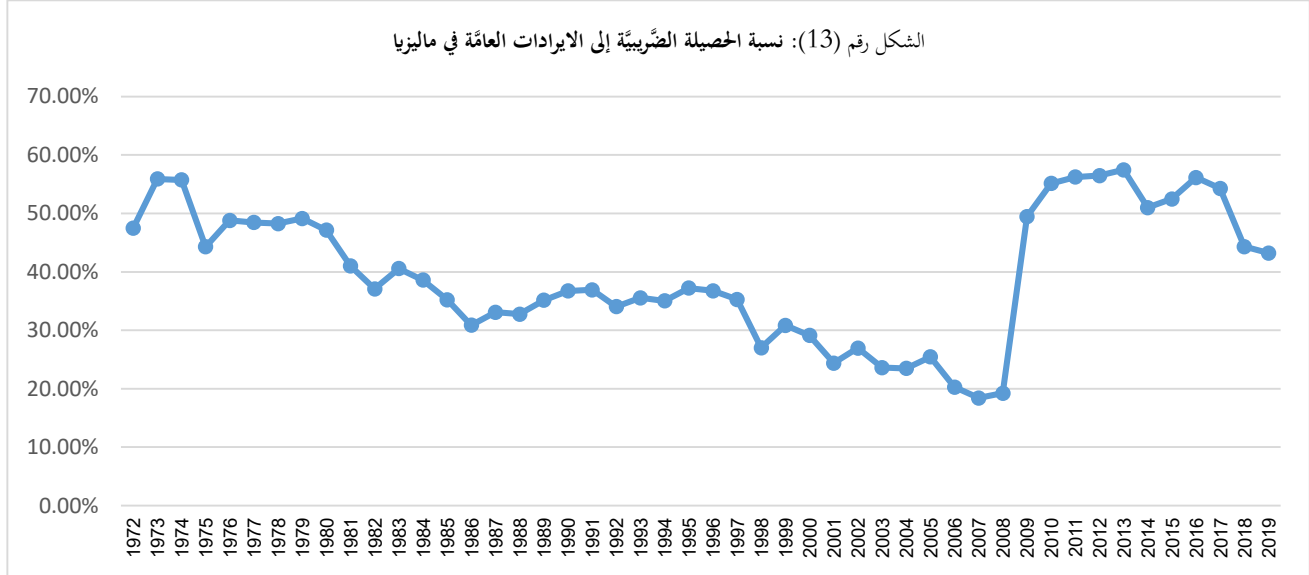


المصدر: من إعداد الباحث اعتماداً على بيانات وحدة التخطيط الاقتصادي الماليزية

من الشّكل (12) أعلاه، يلاحظ أنّ الإيرادات العامّة في ماليزيا كانت في حالة نموّ شبه مستمرّ، مع وجود تأثيرات طفيفة خلال فترة الأزمة الماليّة الآسيوية، والأزمة الماليّة العالميّة، وهي تأثيرات لا تذكر في ظلّ الاتجاه العامّ للمنحنى، ممّا يعبر عن قوّة الاقتصاد الماليزي، وقدرته على تحمّل الأزمات الكبرى التي قد يتعرّض لها.

كما يظهر من الشّكل (12) أنّ حجم الإيرادات لم يؤثّر في الإنفاق الحُكوميّ، بل على العكس، فبالمقارنة بين الشّكلين (12) و(11) يلاحظ أنّ هنالك انسجاماً بين المنحنيين، أي انسجام بين النموّ في الإنفاق والإيرادات الحكوميين، إذ كان للمنحنيين الاتجاه

الصاعد ذاته، كما أنَّ نقاط الارتكاز والانعطاف في المنحنيين كانت تقريباً ذاتها؛ ممَّا يُعَدُّ دليلاً واضحاً لما أسلفناه سابقاً، عن سعي الحكومات الماليزية المتعاقبة، للتخطيط لإدارة المالية العامة، عن طريق الحفاظ على مستوى منخفض من العجز الحكومي، والحدِّ من الدين الخارجي، لتمويل عمليَّات النموِّ، والاعتماد على القدرات الاقتصادية المحليَّة، من خلال جعل الإنفاق العام يتناسب مع الإيرادات المحصَّلة، أي السعي لعدم وقوع الموازنة العامة في حالة عجز كبير.



المصدر: من إعداد الباحث اعتماداً على بيانات وحدة التخطيط الاقتصادي الماليزية

ويبيِّن الشَّكل (13) انخفاض نسبة الإيرادات الضَّريبية من إجمالي الإيرادات العامة، إذ أنَّ اتِّباع برامج الإعفاءات الضَّريبية المختلفة، الَّتِي انتهجتها الحكومة الماليزية بهدف تحفيز النموِّ، أسهم بشكل رئيسي بانخفاض الحصيلة الضَّريبية، وبإمعان النظر لهذا الشَّكل يتبيَّن لنا النقلة النوعية الَّتِي أحدثتها الخطط التنموية الماليزية، فرغم الحجم الكبير للإعفاءات الَّتِي منحتها، إلَّا أنَّها من خلال الإدارة الجيِّدة للموارد الوطنيَّة المتوفِّرة، تمكَّنت من توظيف هذه الموارد بأشكال ذات فعالية ومردودية أكبر على الحكومة، وعلى الاقتصاد الوطني بشكل عامٍّ، وقلَّلت من الاعتماد على الإيرادات الضَّريبية، لتغطية الإنفاق العامِّ.

ويظهر من الشَّكل (13) أيضاً تشكُّل نقطة انعطاف عام 2010 بالنِّسبة إلى الإيرادات الضَّريبية، إذ أنَّحت الإيرادات الضَّريبية منحنى تصاعدياً بالنِّسبة إلى إجمالي الإيرادات العامة، بعد أنَّ كانت تنازلية خلال العقود الأربع السَّابقة؛ وذلك نتيجة لصدور عدد من القرارات الحكوميَّة برفع نسب الضَّرائب على بعض الأنشطة الاقتصادية والسلع والخدمات.

وإنَّ النموِّ في الإيرادات الضَّريبية كنسبة من إجمالي الإيرادات، يبرِّز لنا الزيادة الكبيرة في حجم الإيرادات العامة خلال ذات الفترة، الَّتِي تعدُّ فترة أزمة على الصعيد العالمي، عانت فيها معظم الاقتصادات على مستوى العالم، وماليزيا كانت إحداها كما أسلفنا، كما أنَّ هذا النموِّ في الإيرادات الضَّريبية يظهر المصدر الَّذي اعتمدت عليه الحكومة الماليزية للتوسُّع في الإنفاق العامِّ، لتنفيذ برامجها لإنعاش الاقتصاد بعد الأزمة العالميَّة، وما تلاها من تراجع في الصادرات.

رابعاً: مقارنة السياسة المالية بين الاقتصادات المتقدمة والناشئة:

من خلال الفقرتين السابقتين يلاحظ أنَّ السياسة المالية في الاقتصادات الناشئة لها تأثير ودور أكبر، ممَّا هي عليه في الاقتصادات المتقدمة، فبالمقارنة بين ماليزيا كاققتصاد ناشئ، والولايات المتحدة كاققتصاد متقدِّم، يلاحظ أنَّ كليهما يستخدمان السياسة المالية لمواجهة التَّقلُّبات الدورية والأزمات الاقتصادية، لكنَّ الاقتصادات الناشئة تستخدم السياسة المالية للتخطيط الاستراتيجي طويل الأجل، أمَّا الاقتصادات المتقدمة فتستخدمها في التخطيط المتوسط وقصير الأجل، وذلك يعود لطبيعة اقتصاد كليٍّ منهما، والهيكلية السياسية في أنَّ معاً، ولو بدرجةٍ أقلَّ.

فطبيعة الاقتصاد الأمريكيِّ والحجم الذي وصل إليه، تجعل الخطوات المالية الحكومية أصعب وأقلَّ تأثيراً، ممَّا هو عليه الحال في الاقتصاد الماليزي مثلاً، فالاقتصادات المتقدمة كاققتصادات ناضجة ومتنوعة بشكل كبير، يمكن القول إنَّها قد وصلت في بعض المجالات الاقتصادية لأقصى درجات التوسُّع العرضية، فحاجة الاقتصاد المحليِّ لمنتج معيَّن كالإسمنت مثلاً شبه محدودة، ولا يوجد إمكانية للتوسُّع بها، عن طريق تأسيس الشركات الجديدة، حتَّى وإن كان الهدف هو التصدير إلى الخارج، فمنافسة الدولة الناشئة ك: (الصين، والهند، وتركيا، والدول الآسيوية الأخرى)، وقدرة هذه الدول على إنتاج هذه السلعة بدايةً، ورخص اليد العاملة، والمواضيع المتعلقة بالبيئة -لصناعة كالإسمنت-، وسياسات الإغراق*، التي تتبَّعها بعض الدول، يجعل من الصعوبة بمكان المضيِّ في مثل هذه المشاريع، ممَّا حدا بالدولة المتقدمة بادئ الأمر بالاتِّجاه نحو المنتجات الالكترونية، والصناعات الدقيقة، أو الصناعات فائقة الدقَّة.

لكن مع ذلك أدَّى التطوُّر الذي تشهده الدولة الناشئة إلى خسارة الاقتصادات المتقدمة لهذه الميزة أيضاً، فدخلت الدولة الناشئة بقوة لعالم صناعة الالكترونيات، ونجم عن تمتُّعها برخص اليد العاملة، وانخفاض المعدَّلات الضريبية، وعدم الالتزام نوعاً ما بموضوع الملكية الفكرية إلى نزيف الاقتصادات المتقدمة لمعظم الشركات الرائدة فيها، وأكبر الأمثلة على ذلك انتقال مصنع شركة (Apple) الأمريكية للإنتاج في الصين، الذي لدرجة حساسيته، كانت إحدى الوعود الانتخابية للرئيس الأمريكي دونالد ترامب، هي إعادته للعمل على أراضي الولايات المتحدة، وحتَّى صناعات السيارات والطيران، خسرتها الدول المتقدمة لكن بدرجة أقلَّ، لصالح الاقتصادات الناشئة، حتَّى تمَّ الوصول إلى مرحلة أنَّ كلَّ 12 سيارة مصنَّعة حول العالم، هنالك واحدة منها مصنَّعة في تركيا، ممَّا نجم عنه تحوُّل بعض الاقتصادات المتقدمة إلى اقتصادات مالية وخدمية.

كما أنَّ المستوى المعيشي الذي يجب على الدول المتقدمة توفيره لمواطنيها، وأنظمة الرعاية الصحية، وتعويضات البطالة، والحروب المتلاحقة التي تشنُّها يسهم في زيادة العجز الحكومي، نتيجة ضيق الإيرادات الضريبية، وزيادة الالتزامات الحكومية، وكون حجم التكاليف الضريبية في هذه البلدان قد وصل لشبه الذروة أيضاً، فلا يمكن زيادة المعدَّلات الضريبية بشكل كبير، كونها أصلاً مرتفعة، وزيادتها لمواجهة زيادة الإنفاق قد تؤدِّي حسب مفهوم منحني لافر أو ابن خلدون -الضريبة تقتل الضريبة- لانخفاضها بدلاً من زيادتها،

* سياسة الإغراق التجاري: وهي سياسة تعتمد على تسعير منتج ما بطريقة تمييزية، وذلك عندما تباع السلعة في البلد المنتج، بسعر أكبر من السعر الذي تباع به في البلد المستورد.

على حين أنّ الوضع في الاقتصادات الناشئة مختلف، بإمكانية رفع الضرائب ممكنة لحدّ ما، وهذا ما فعلته ماليزيا كما أسلفنا بعد عام 2010، إذ قرّرت توسيع الإنفاق الحكومي، فعُدّلت بعض الضرائب القائمة، وفرضت ضرائب جديدة، ورفعت الدعم عن بعض السلع، وهو أمر لا يمكن حدوثه بالسهولة ذاتها في الولايات المتحدة، للأسباب سابقة الذكر.

الفصل الثاني: أسواق المال ودورها في النشاط الاقتصادي وعلاقتها بالمالية الحكومية

المبحث الأول: البنية الأساسية لأسواق المال

المبحث الثاني: العلاقة بين السياسة الضريبية وأسواق المال

المبحث الثالث: العلاقة بين الإنفاق العام وأسواق المال

المبحث الرابع: العلاقة بين عجز الموازنة وأسواق المال

المبحث الأول

البنية الأساسية لأسواق المال

تمهيد:

تحتل أسواق المال في العصر الحديث مركز الصدارة في تجميع وتوجيه الموارد المالية في المجتمع، وتشكّل أداتها السبيل الرئيس في توظيف هذه الموارد في المشاريع الاستثمارية، إذ تؤدي دوراً أساسياً في تطوير وتنظيم أساليب تمويل المشروعات، فسوق المال هي عبارة عن قناة بين أولئك الذين يملكون فوائض مالية، وهم يشكّلون جانب العرض للأموال، وأولئك الذين هم بحاجة إلى التمويل، وهم يشكّلون جانب الطلب للأموال، وتعمل سوق الأوراق المالية على انسياب الأموال من الوحدات الاقتصادية ذات الفائض، للوحدات الاقتصادية ذات الحاجة للتمويل، لذا فقد أصبح نمو هذه السوق مطلباً أساسياً للتنمية الاقتصادية لأي اقتصاد.

ورغم أنّ نشأة فكرة السوق المالية ليست بفكرة جديدة - إذ أنّه تمّ إصدار أسهم للمرّة الأولى في العام 1611 في أمستردام، حُدّد سرعها وفقاً لقانون العرض والطلب، وذلك من قبل الشركة الألمانية للهند الشرقية، وقد أنشئت أول سوق مالية في باريس عام 1719، ووضع أول تشريع يرسم الأسس التنظيمية لها في العام 1720- لكن بالرغم من مرور عدّة عقود من الزمن على هذه الأسواق، ورغم التطوّر التقني والمعلوماتي والمالي الذي حصل خلال هذه الفترة، إلّا أنّ فكرة التداول بالأسهم والأوراق المالية ما زالت هي السائدة والمسيطرة على معظم وأكبر الملكيات المؤطرة في هيكلية مؤسسية خاصة، لا بل أكثر من ذلك، فيمكن القول أنّه تمّ تسخير معظم التقدّم المالي والنقدي الذي حصده البشرية منذ وجودها، لتطوير وتوسيع هيكلية وأبعاد الأسواق المالية في الحياة اليومية للإنسان، كما أنّه لا يمكن تجاهل الأثر المتبادل بين التطوّر في تكنولوجيا الاتصالات والأسواق المالية، فكلّ منهما يسهم في تطوير بنية وهيكلية عمل الأخرى، إذ يسهم التقدّم التكنولوجي بتطوير أدوات الأسواق المالية ويسهل من انسيابها، ويزيد من سرعة إنجاز أعمالها، وجعلها تغطّي العالم كلّ أحياناً، في حين أنّ تطوّر الأسواق المالية ونموّها يسهم في توفير المال اللازم للمشاريع التقنية والتكنولوجية، لتتوسّع في أعمالها وأبحاثها وإمكانياتها، ولا يمكن إنكار أنّه لولا وجود الأسواق المالية لما تمكّنت شركات تكنولوجية كبيرة من الوصول للحال التي هي عليها الآن.

لذا وبناء على ما سبق أصبحت الأسواق المالية هي المرآة التي تعكس تقدّم وتطوّر الاقتصاد للدول، بالإضافة لعكسها للحالة التي يمرّ عليها بشكلٍ شبه آني، فأبدي حدث كبير تشهده أي دولة تتمتع بسوق مالية كفؤة، ينعكس في أسعار إغلاق أسواقها المالية في جلسة التداول الأولى، التي تلي ذلك الحدث غالباً، ممّا أصبح يعبر عنه أحياناً بأنّ ثقل أي حدثٍ تتعرّض له الدول، سواء كان اقتصادياً أو سياسياً أو غير ذلك، من الممكن قياسه من خلال صداه في السوق المالية للدولة ذاتها، أو الدول الأخرى.

أولاً: مفهوم السوق المالي:

السوق المالية هي السوق التي يُعامل بها بالأوراق المالية، وهي عبارة عن مناطق جذب استثمارية، يتحدد من خلالها القيم الحقيقية لأسعار الأسهم والسندات المتداولة فيها، والسوق المالية بمفهومها الحديث هي عبارة عن أداة إدارية واستثمارية بآن معاً، فهي تمثل سوقاً نموذجية تسودها المنافسة الكاملة، يتم من خلالها تجميع المدخرات وتوظيفها في القطاعات الاقتصادية والاجتماعية المختلفة، وهي عبارة عن تجمع موضوعي وشخصي، يهدف للتعامل بالأصول المالية التي تدعم قطاعات الإنتاج المادي¹ والخدمي والمعرفي، ويتكوّن السوق المالي من الأوراق المالية المتداولة، وجميع المدخّرين والمستثمرين، والشركات والمؤسسات والهيئات ذات الصلة. وتقسم الأسواق المالية إلى أسواق منظّمة تتم فيها صفقات البيع والشراء في مكان جغرافي معيّن، وهو ما يطلق عليه "البورصة"، وإلى أسواق غير منظّمة تجري فيها صفقات البيع والشراء من خلال أجهزة الكمبيوتر، أي عبر شبكة الانترنت، ويطلق على عملياتها (Over the counter)، وأشهر هذه الأسواق هو سوق (NASDAQ)*، وعلى حين أنّ الأسواق المنظّمة تتداول الأوراق المالية للمنشآت والهيئات المحليّة، فإنّ الأسواق غير المنظّمة تتداول أوراق مالية لمنشآت وهيئات أجنبية.

وتعرف الأسواق المالية بأنّها: الإطار الذي يضمن الالتقاء بين عارضي الأموال وطالبيها، بصرف النظر عن الوسيلة التي أو المكان الذي يتم فيه، وبشرط توفر قنوات اتصال بين المتعاملين في السوق².

كما تعرف بأنّها، تجمع تجاريّ يجتمع فيه المتعاملون بالأوراق المالية، لإجراء صفقات البيع والشراء للأصول المالية المتداولة، من خلال الوسطاء والسماسرة³، ووفق إجراءات قانونيّة وإداريّة وماليّة، تمثّل النظام الذي يعمل من خلاله السوق⁴.

كذلك عرفت الأسواق المالية بأنّها: وسيلة ينتفي فيها شرط المكان، من خلالها يلتقي البائعون والمشترون والوسطاء والمتعاملون الآخرون ذوو الاهتمامات (المادية والمهنية) بالأدوات الرأسمالية والتقدية؛ بغرض تداول وتعزيز وتوثيق الأصول المختلفة (الحقيقية والمالية والتقدية) لفترات متباينة، وذلك بالاعتماد على أنظمة وتعليمات وقوانين، أو ما يمكن تسميته إلى حدّ ما عادات وتقاليده وأعرافاً معتمدة دولياً ومحلياً⁵.

ومما سبق يمكننا تعريف الأسواق المالية بأنّها: عبارة عن سوق تخضع لآلية تنظيم وعمل محدّدة، يحكمها عدد من التشريعات القانونية، والاعتبارات والبرتوكولات المالية، تدرج فيها الأوراق المالية للمؤسسات والهيئات المختلفة، تسهم بتوفير الفرص الاستثمارية للأشخاص الذين لديهم فائض من الأموال، وبتوفير التمويل لأصحاب المشاريع الذين لديهم عجز، ويتم فيها تداول الأدوات المالية بصورة علنيّة، عن طريق وسطاء ماليّين متخصصين.

¹ عوض الله، زينب. (1998). اقتصاديات النقود والمصارف. بيروت، لبنان: الدار الجامعية، ص 182.

*NASDAQ: National Association of Securities Dealers Automated Quotations System.

² صافي، وليد، والبكري، أنس. (2009). الأسواق المالية والدولية (الطبعة الأولى)، بتصرف، الأردن: دار المستقبل، ص 16.

³ كنعان، علي. (2009). الأسواق المالية. سورية: منشورات جامعة دمشق، كلية الاقتصاد، ص 23.

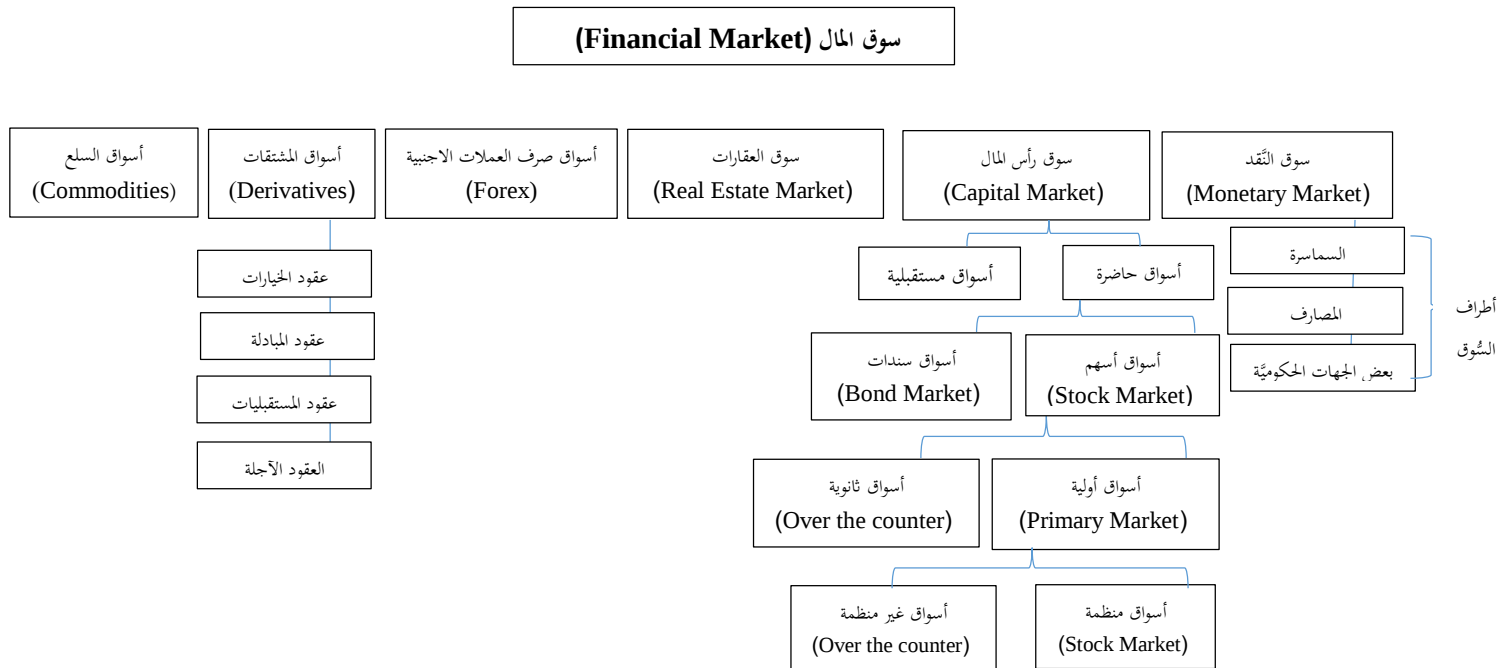
⁴ حميد، محمد عثمان. (1993). أسواق رأس المال وبورصة الأوراق المالية. مصر: جامعة القاهرة، دار النهضة العربيّة، ص 664.

⁵ معروف، هوشيار. (2003). الاستثمارات والأسواق المالية (الطبعة الأولى)، عمان، الأردن: دار صفاء للنشر والتوزيع، ص 58.

وتقسم السُّوق الماليَّة عادةً بحسب آجال استحقاق الأوراق الماليَّة المتداولة فيها إلى أسواق النَّقد، وأسواق رأس المال، إذ أنَّ الأسواق الَّتِي يتَّم فيها تداول الأوراق الماليَّة قصيرة الأجل تدعى أسواق النَّقد، ويطلق على الأسواق الَّتِي يتَّم فيها تداول الأوراق الماليَّة طويلة الأجل بأسواق رأس المال، وتعدُّ أسواق كِلِّ من العملات والمشتقات الماليَّة ضمن الأسواق الماليَّة قصيرة الأجل.

وتصنَّف السُّوق الماليَّة وفقاً لعدة معايير، وذلك من حيث نوعية الأصل المالي وطبيعته (أوراق ماليَّة أو غيرها)، والتعاملات الَّتِي تتَّم عليه (أولية-ثانوية)، وتوقيت التعاملات (حاضرة -مستقبلية)، وتنظيم السُّوق (منظمة -غير منظمة)¹، والشَّكل (14) يُلخِّص مكوِّنات السُّوق المالي:

الشَّكل (14): مكونات السُّوق المالي



المصدر: من إعداد الباحث

1-1- السُّوق النَّقدية:

السُّوق النَّقدية هي السُّوق الَّتِي يتَّم فيها تداول الأوراق الماليَّة قصيرة الأجل (سنة أو أقل)، مثل أذونات الخزينة، وشهادات الإيداع، والأوراق التجارية، وودائع ما بين المصارف، وقروض اليورو دولار وغيرها.

ومن ثَمَّ فهي الميكانيكية الَّتِي يجري عبرها إصدار وتداول رؤوس الأموال قصيرة الأجل، إذ يتركَّز في هذه السُّوق عرض وطلب الأموال القابلة للإقراض، الَّتِي تقل مدَّتها عن عام، ويتولَّد عرض هذه الأموال من قبل الرَّاغبين في توظيف مدخراتهم، والتخلِّي عن

¹ للمزيد حول تصنيفات الأسواق الماليَّة وفقاً للمعايير المختلفة ينظر:

- Mishkin, F. S. (2009). *The economics of money, banking, and financial markets* (9th ed). The Addison- Wesley series in economics, pp 26-27.

- Cecchetti, G. S and Schoenholtz, K. L. (2015). *Money, Banking, and Financial Markets* (4th Ed). Mc Graw Hill Education, PP 57- 58.

منافعها لفترة قصيرة، مقابل الحصول على عائدها، بينما يتكوّن الطلب عليها من الرّاعبين في الحصول على أموال لفترة قصيرة لقاء دفع فائدة محدّدة.

1-1-1 خصائص أسواق التّقد:

1- مصدر للتمويل قصير الأجل: إذ توفّر السّوق التّقديّة للمقترضين التمويل اللازم الذي يحتاجونه، ولفترات زمنيّة قصيرة الأجل، كما تعطي المستثمرين المجال لاستثمار أموالهم في ظلّ درجة عالية من الأمان، وبأصول عالية السيولة.

2- سوق جملة ماليّة: إذ أنّ المتعاملين في السّوق التّقدي هم من الفئات ذوي الحجم الكبير، ويتمتّعون بخبرات واسعة، ويعملون لصالح مؤسسات ذات قدرات ماليّة كبيرة، ويكون للمصارف في نشاط هذه السّوق دور رياديّ، ونشاط المستثمرين الأفراد يُعدّ محدوداً فيه، لانخفاض معدّل العائد المتوقّع.

3- السيولة المرتفعة: تعدّ الأدوات الماليّة المتداولة في سوق التّقد، أدوات عالية السيولة والأمان، لذا فهي تسمح بتوظيف الموارد الفائضة لدى المصارف والمؤسسات الماليّة الأخرى.

2-1 سوق رأس المال:

وهو عبارة عن سوق للاستثمارات الماليّة، التي تعدّ مطالبات مباشرة أو غير مباشرة على الأموال، ويشمل جميع أشكال الإقراض والاقتراض، ويضم عدداً كبيراً من المؤسسات والآليات، التي تسهم بتجميع الأموال على المدى المتوسط وطويل الأجل، والتي تتاح لرجال الأعمال والحكومات والأفراد، وهي سوق موازية للسوق التّقديّة ومكمّلة لها، ويتعامل فيها وعبرها بالأدوات الماليّة طويلة الأجل، كالأسهم والسندات، التي تصدرها الشّركات والمؤسسات المختلفة، لذا فهي تسمّى سوق رأس المال كون الذين يلجؤون إليها للتمويل، هم أصحاب المشروعات الذين يسعون لتكوين رأس مال لمشاريعهم المختلفة.

1-2-1 خصائص أسواق رأس المال:

1- التنظيم: يتميّز سوق رأس المال بكونه أكثر تنظيماً من سوق التّقد، رغم أنّ سوق التّقد أكثر اتّساعاً، كما أنّ آليات العمل والتداول فيه تمتاز بالدقّة والتنظيم، كونها تتّهم من خلال وكلاء متخصصين.

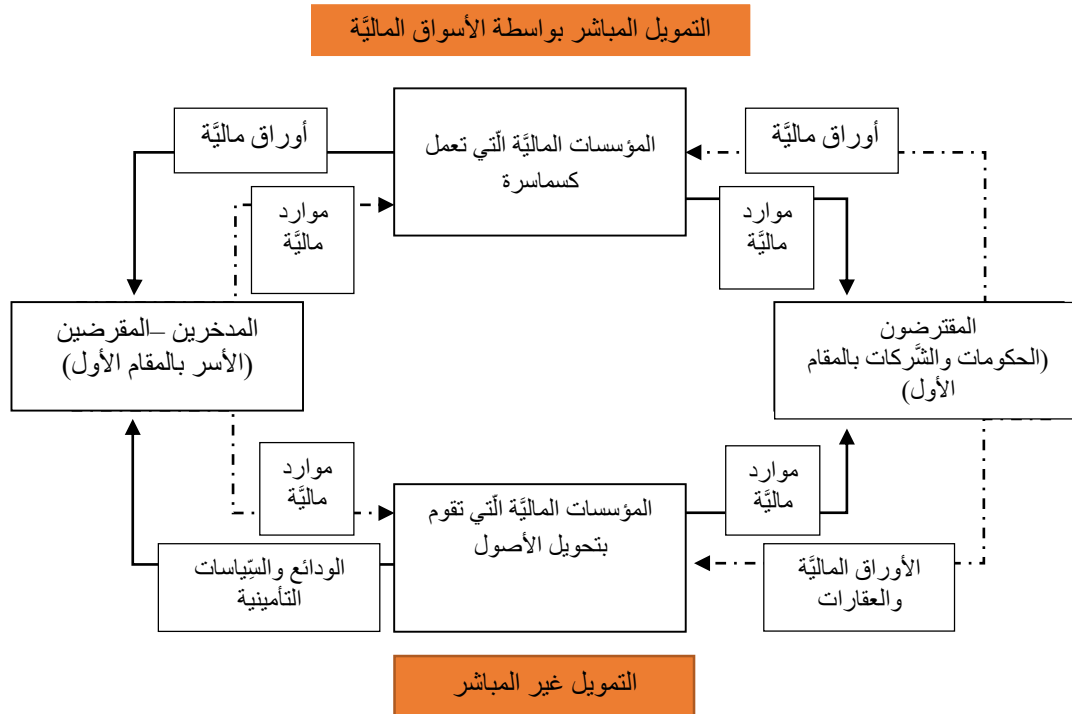
2- المرونة: تمنح سوق رأس المال المتعاملين سهولة في التعامل لإتمام العمليّات الماليّة بين البائعين والمشتريين، ممّا يشجع على الإدّخار والاستثمار.

3- مصدر للتمويل طويل الأجل: توفّر سوق رأس المال التمويل متوسّط وطويل الأجل للمقترضين، وتفتح المجال لصغار المستثمرين لاستثمار أموالهم في استثمارات مختلفة درجة المخاطرة، ممّا يجعله أكثر مخاطرة وأقلّ سيولة من السّوق التّقدي.

والشّكل (15) يعرض نظرة عامّة تخطيطيّة للنظام المالي، وللدور الذي تؤدّيه الأسواق الماليّة في توفير الفرص الاستثماريّة للمدّخرين (عارضين الأموال)، وفرص التمويل للمؤسسات التي هي بحاجة للأموال (طالبي الأموال) بشكل مباشر، إذ يظهر وجود نوعين من

المؤسسات المالية، المؤسسات التي توفر للأسر والشركات الوصول للأسواق المالية والتمويل المباشر، والمؤسسات التي تقوم بتحويل الأصول، وتأخذ الودائع أو الاستثمارات، أو تقوم بإصدار عقود التأمين لقطاع الأسر، وهم يستخدمون عائدات هذه الأعمال لتقديم القروض وشراء الأسهم والسندات والعقارات (وهذه هي وظيفة التحويل).

الشكل رقم (15): آلية انتقال التدفقات النقدية عبر المؤسسات المالية



المصدر: ¹ Cecchetti, G. S and Schoenholtz, K. L. (2015). *Money, Banking, and Financial Markets*, Fourth Edition

2-2-1 الأوراق المالية المتداولة في سوق المال:

الأوراق المالية هي عبارة عن صكوك تعطي حاملها حق الحصول على جزء من عائدات الجهة المصدرة لها، أو العوائد المتفق عليها، أو الاثنين معاً، وهي تشكل السلع التي يتبادلها المتعاملون في السوق.

كما أن الأوراق المالية عبارة عن أدوات استثمار مالي، تعد كأصول مالية من وجهة نظر المشتريين (المستثمرين)، وتعد كالالتزام (دين) أو حق ملكية بالنسبة للبائعين (مصدري الأوراق المالية)، مما يعطي الحق لحاملها في الحصول على عائد محدد منها، أو جزء من الأرباح التي تحققها الجهة المصدرة، كما يحق له التخلي عنها وبيعها وفق الأسعار الرائجة لها في السوق في أي وقت.

وتقسم الأوراق المالية لتصنيفات متعددة، أولاً: وفقاً لماهية الورقة المالية، فتقسم لأسهم عادية لها الحق في ملكية الشركة، وسندات تمثل مديونية على الشركة، ثانياً: وفقاً للفترة الزمنية، فتقسم إلى أوراق مالية قصيرة الأجل، وطويلة الأجل، ثالثاً: تصنف حسب السوق

¹ Cecchetti, G. S and Schoenholtz, K. L, OP, Cit. P 67.

الذي تتداول فيه، فتقسم إلى أوراق يتم تداولها في سوق رأس المال، وأوراق يتم تداولها في سوق النقد¹.

والشكل (16) يوضح الأوراق المالية المتداولة في كل من سوقي النقد ورأس المال:

الشكل (16): الأوراق المالية المتداولة في سوق المال



المصدر: كنعان، علي. (2009). الأسواق المالية

ثانياً: خصائص الأوراق المالية:

تعد الأوراق المالية التي يتم تداولها في الأسواق المالية، شكلاً من أشكال السيولة في العصر الحديث، نظراً لتمتعها بعدد من المميزات والخصائص التي تساعد على ذلك، ومن أهم هذه المميزات والخصائص:

1-2 سهولة التسييل:

تستخدم بعض الأصول المالية كوسيلة للتبادل وتسوية المدفوعات، مما يجعلها تقوم مقام النقود في بعض التعاملات، كما أن السرعة التي من الممكن فيها تحويل الأوراق المالية لنقود، يجعلها تتصف بصفاتها؛ نظراً لقصر الفترة الزمنية التي تحتاجها للتحويل من شكلها كورقة مالية إلى ورقة بنكنوت.

2-2 قابلية التخلي الجزئي:

¹ كنعان، علي. الأسواق المالية، مرجع سابق، ص 44-45.

تتميز ملكية الأوراق المالية عن غيرها من ملكيات الأصول الأخرى بقابلية التخلي الجزئي، إذ أنَّ تخلي المستثمر عن الأصول المالية التي يملكها لا يعني تنازله عن كامل الملكية، إذ بإمكانه التنازل عن جزء من ملكيته، كبيع عدد من الأسهم، وبما يتوافق مع حاجاته للنقدية، أو وفقاً لخططه وتحليلاته للمضاربة في السوق، الشيء الذي من الصعب توافره في الأصول الأخرى.

3-2 قابلية التداول بالطرق التجارية:

من أهم خصائص الأوراق المالية قابليتها للتداول، ومعنى قابليتها للتداول هو إمكانية انتقال ملكيتها من شخص لآخر بأي طريقة من طرق انتقال الملكية، كالبيع والهبة والوصية، فبإمكان أي مستثمر أن يبيع أسهمه أو سنداته عند رغبته بذلك وإنهاء علاقته مع الشركة، وإحلال شريك أو شركاء مكانه، ويحصل ذلك دون إذن من الشركة.

ثالثاً: شروط قيام سوق الأوراق المالية:

يتطلب نجاح إنشاء سوق المال، مجموعة من الشروط والأسس التي من الواجب توافرها، والتي من الواجب على الاقتصادات التي تسعى لإنشاء أسواق مالية، أو التي تسعى للارتقاء بأداء أسواقها الحالية توفيرها، وأهم هذه الشروط¹:

1-3 وضوح الاستراتيجية العامة للدولة، والخطط والأهداف التي تسعى لتحقيقها، ووضوح دور كل من القطاع العام والخاص في عملية التنمية الاقتصادية والاجتماعية، وتحديد درجة الرقابة التي تمارسها الدولة على الجميع؛ بهدف تحقيق الشفافية المطلوبة لإقامة السوق².

2-3 تبني فلسفة اقتصادية متحررة، تمنح قوى السوق الثقة، لتحريك النشاط الاقتصادي، ضمن مجموعة من الضوابط والاعتبارات الاقتصادية، إذ أن تبني هذه الفلسفة يأتي في إطار الحاجة لأن يؤدي رأس المال الخاص دوره الريادي في تجميع المدخرات، وإعادة تخصيصها على وجوه النشاط الاقتصادي.

3-3 وجود الأطر التنظيمية والتشريعية الكفوة، ذات المرونة والقدرة على التفاعل والتكيف مع المتغيرات الاقتصادية المحلية والعالمية، وذلك لتسهيل المعاملات، وتحرير انتقال رؤوس الأموال، ولضمان الحماية والأمان لكافة أطراف التعامل في السوق المالية، ومعاينة من يخل بشروط الاستثمار والتداول فيها.

4-3 وضوح إجراءات وقوانين الاستثمار، بحيث تتمتع هذه الإجراءات بالمرونة والبساطة والدقة والوضوح، مما يشجع على تأسيس شركات مساهمة، إذ كلما كانت الإجراءات سهلة وواضحة ازداد الميل لإنشاء هذه الشركات، التي تعد القاعدة الأساسية لقيام السوق، فإذا لم تتوفر مثل هذه الشركات فما هو الشيء الذي من الممكن تداوله في السوق، مثال (سوق المناخ الكويت 1982) فشلت لعدم توافر الشركات والمؤسسات التي يجب أن تطرح الأسهم في السوق للتداول³.

¹ الأسرج، حسين عبد المنطلب. (2002). دور سوق الأوراق المالية في تنمية الادخار في مصر. رسالة ماجستير، بتصرف، مصر: كلية التجارة، جامعة الزقازيق، ص 30-31.

² كنعان، علي. (2009). الأسواق المالية، مرجع سابق، ص 26.

³ المرجع السابق، بتصرف، ص 27.

3-5 أن يتوافر للشوق حجم مناسب من المدّخرات، سواء المحليّة أو الأجنبيّة المعروضة للاستثمار، وأن يقابل هذا العرض طلب كاف، يتناسب مع المدّخرات المعروضة، مع وجود طاقة استيعابية في الاقتصاد، قادرة على استيعاب رأس المال المعرض، تتمثّل في المشروعات ذات الجدوى الاقتصادية، والعائد المجزي.

3-6 توافر المؤسسات الماليّة والمصرفية ذات الكفاءة والكادر المتمرس؛ حتّى تسهم في نقل المدّخرات المتوافرة لديها للمستثمرين، لتوليد المشروعات وتأسيس الشّركات الكبيرة، ولتمول الشّركات القائمة للتوسّع في أعمالها، ولتسهم في تغطية بعض عمليّات الشّوق.

رابعاً: وظائف الشّوق الماليّة¹:

تقوم الأسواق الماليّة بالعديد من الوظائف والمهام ذات الأثر الكبير في النشاط الاقتصادي، وبالرغم من أنّ الوظيفة الأساسيّة لسوق المال هي تحقيق التدفّقات الفعّالة ذات الكفاءة العالية لأموال الاستثمارات الطويلة الأجل من المدّخرين إلى المستثمرين، إلّا أنّ لها العديد من الوظائف الأخرى، ومن أهمّ الوظائف التي تؤدّيها ما يلي:

4-1 تحقيق الاستقرار الاقتصادي:

تعدّ الأسواق الماليّة أداة مهمّة من أدوات السّياسة الاقتصاديّة، إذ تسهم في معالجة المشكلات التي يتعرّض لها الاقتصاد، إذ أنّ الحكومة تستخدمها كأداة لتحقيق الاستقرار الاقتصادي، وهي تسهم وبشكل فعّال بمساعدة كلّ من مسؤولي السّياسة الماليّة والنّقديّة على تنفيذ خططهم وبرامجهم، وذلك باستثمار علاقاتها المتبادلة بكلّ من أسعار الفائدة، العرض النّقدي، والسندات الحكوميّة².

4-2 إقامة المشاريع والشّركات كبيرة الحجم:

يسهم وجود الأسواق الماليّة على توفير التمويل اللازم لإنشاء الشّركات والمشاريع الضّخمة والاستراتيجية، إذ أنّه في ظلّ التكاليف المرتفعة للصناعات الحديثة، يعجز أشخاص أو مجموعات محدودة على توفير رؤوس الأموال اللازمة للنهوض بهذه المشروعات، فعلى سبيل المثال في العامّ 2008 بلغت قيمة الأصول الثّابتة لشركة جنرال إلكتريك 80 مليار دولار، فيما بلغ إجمالي أصول الشركة 840 مليار دولار، ومن غير الممكن توفّر شركات فرديّة بمثل هذا الحجم، كما أنّه في حال وجود مشروعات قائمة، وفي حال محاولتها للتوسّع في أعمالها من الشّوق المحليّة للسوق العالميّة، فإنّه ليس بالأمر السّهل مهما بلغ حجم هذه الشّركة، الولوج للسوق العالميّة من خلال الموارد ذاتها التي كانت تمتلكها في ظلّ عملها في الشّوق المحليّة، لذا يأتي دور الأسواق الماليّة لتعزيز تشكيل مثل هذه الشّركات عن طريق تسويق السندات والأسهم بأنواعها المختلفة.

4-3 تخصيص الموارد:

تعمل الأسواق الماليّة على استقطاب الاستثمارات المحليّة والأجنبيّة، ومن ثمّ توسعة حجم رأس المال المتاح للاستثمار في الاقتصاد، إذ تؤدّي هذه الأسواق دوراً مهماً في تخصيص الموارد المتاحة، وتشجّع على حشدّها وتوجيهها نحو القطاعات والمشاريع الناجحة أو

¹ سليمان، عدنان، موصلي، سليمان. (2013). *الأسواق الماليّة*. بتصرف، سورية: منشورات جامعة دمشق، كلية الاقتصاد، ص ص 17-21.

² الضعيف، حسين. (2016). *أثر العوامل الاقتصادية في تطورات أسعار الأسهم في دول مجلس التعاون الخليجي*. رسالة ماجستير، بتصرف، كلية الاقتصاد، جامعة دمشق، سورية، ص 46.

الواعدة، وبأعلى العوائد الممكنة، مما يوفّر لهذه الشركات مصادر ميسرة لتمويل مشاريعها، وتوسيع أعمالها، ومن ثمّ رفد المشاريع الطموحة والكفؤة بما تحتاجه للنموّ، ممّا يشجّع زيادة عدد وحجم المشاريع، واستفادة أكبر نسبة ممكنة من السكان من عوائد النموّ.

4-4 توزيع المخاطر:

يسهم وجود الأسواق الماليّة في مساعدة المستثمرين على توزيع المخاطر التي يتحمّلونها، فشكل الملكية الذي توفّره هذه الأسواق، يعطي المستثمرين القدرة على الموازنة بين العائد المرغوب، والمخاطرة التي يتقبّلون تحمّلها، إذ أنّ الاستثمارات تتوزّع بين عدد كبير من الأفراد، ممّا يؤدّي لتوزيع وتقاسم مخاطرها، كما أنّ تنوع الأدوات الماليّة المتوفّرة في السّوق، يسهم أيضاً في تقليل المخاطر.

4-5 تطوير الثقافة الماليّة للمجتمع:

إنّ وجود السّوق المالي يسهم في تغيير العقلية الماليّة في المجتمع، فبصرف النظر عن تغيير أشكال الملكية من الشركات الفرديّة والتضامنيّة إلى الشركات المساهمة، يسهم وجود السّوق في جذب أصحاب رؤوس الأموال الصغيرة إليه، إذ يساعد في نقل المدّخرات الصغيرة من أماكن حفظها واكتنازها المتعارف عليها إلى السّوق المالي، كما يؤدّي إلى تغيير الطرق الاستثمارية للمستثمرين، فالسيولة التي يوفّرها من حيث السرعة التي يمكن فيها بيع الأوراق الماليّة، يسهم في جذب العديد من المستثمرين غير الماليين، كما يسهم في ظهور شرائح مختلفة من المستثمرين، الذين يكتسبون من جرّاء تعاملاتهم في السّوق خبرات ماليّة مختلفة، تؤدّي لفرزهم وفقاً لفئات متعددة، كما ينتج عن وجود السّوق الماليّة، توفير العديد من المهن الماليّة المرتبط بوجودها بوجود السّوق، والتي هي في وضع تطوّر مستمرّ.

4-6 رفع الكفاءة والسوية الإدارية للشركات:

توفّر القوانين التي تنظّم العمل في السّوق الماليّة أدوات وآليات ترفع من شفافية ومصدقية المعلومات التي تقدمها الشركات عن أوضاعها للمستثمرين*، من خلال تقديم المعلومات اللازمة عنها وفق معايير محدّدة، ممّا يحدّ من حالات الغشّ والتلاعب من قبل إدارات هذه الشركات، بالإضافة لتحديد معايير وشروط يجب توافرها ببعض المراكز الوظيفية، ممّا يؤدّي لتوفير هيكليات إدارية ذات بنية وكفاءة عالية؛ لتتناسب مع متطلّبات السّوق.

خامساً: خصائص الأسواق الماليّة:

تتميّز السّوق الماليّة عن غيرها من الأسواق بخصائص تنفرد بها، وتعطيها خصوصية في نشاطاتها وأعمالها، وهي:

1-5 تتميّز سوق الأوراق الماليّة عن غيرها من الأسواق بأنّها أكثر تنظيمًا، إذ أنّ التداول فيها يحكمه العديد من الشروط والقيود القانونية، كما أنّها تتمتع بإدارات مستقلة ذات صلاحيّات واسعة.

* كقانون (Sarbanes-Oxley SOX) الأمريكي: والذي جاء ردّاً على الفضائح المحاسبية المتتالية التي تورطت فيها شركات عدة: مثل (Enron – Worldcom)، بين عامي 2000 و2002، إذ ألزم الشركات المساهمة باتّباع إجراءات تحدّ من الغش والتلاعبات المحاسبية؛ كتحميل المدراء المسؤولية القانونية عن الإعلان عن بيانات خاطئة، وزيادة عدد أعضاء مجلس الإدارة المستقلين، وفرض قيود إضافية على شركات مراجعة الحسابات

- 2-5 تعدُّ سوق الأوراق المالية إحدى الأسواق التخصصية، التي يتمُّ فيها تجمعُ البائعين والمشتريين للأصول المالية، أي أنَّ ما يتمُّ بيعه وشراؤه في هذه السُّوق هو الأوراق المالية، وهي سوق تسودها المنافسة الكاملة بعيداً عن الاحتكار.
- 3-5 إنَّ ما يتمُّ بيعه وشراؤه في الأسواق المالية هو الحقوق، وذلك دون المساس بأصل الثروة المتمثلة بأصول المشروع من أراضي ومبانٍ وآلات ومعدّات.
- 4-5 التداول في السُّوق المالية يتمُّ من خلال الوسطاء ذوي الخبرة في الشؤون المالية، إذ يحدّد قانون الأسواق المالية ضرورة أنَّ تتمَّ عمليات البيع والشراء عن طريق الوسطاء الذين يمتلكون قدرات تحليلية وفنية خاصة.
- 5-5 تتَّصف الأسواق المالية بحساسيتها الشديدة للتغيّرات في النتائج المالية للشركات المدرجة فيها، وللتقلُّبات الاقتصادية المختلفة التي يتعرَّض لها الاقتصاد، وللتقلُّبات في الدورة الاقتصادية.
- 6-5 تتميزُّ أسواق المال بسيولتها العالية بالمقارنة بباقي الأسواق، إذ أنَّه من الممكن تسيل الأوراق المالية فيها وتحويلها لنقدية بسرعة، وبتكلفة منخفضة نسبياً مقارنةً مع باقي الأسواق.

سادساً: العلاقة بين وجود سوق المال والاستقرار الاقتصادي:

أوجدت الأصول المالية لسبب جوهريٍّ، وهو أنَّ هنالك تبايناً بين الفترة الزمنية التي يخطِّط فيها الأفراد والمنشآت والحكومة باستثمار مدَّخراتهم في أصول حقيقية، وبين الفترة التي تتشكَّل فيها هذه المدَّخرات¹، فلو أنَّ هنالك تساوياً بين المدَّخرات لكلِّ وحدة اقتصادية، وحجم استثماراتها في الأصول الحقيقية، لما كان هنالك حاجة للأصول المالية وأسواق المال، فكلُّ وحدة اقتصادية كان يمكنها تمويل مصروفاتها واستثماراتها الحالية من إيراداتها الحالية، دون الحاجة للتمويل الخارجي، ومن ثمَّ فإنَّ الحاجة للأوراق المالية ومن خلفها لأسواق المال، نجمت من كون الاستثمارات في الأصول الحقيقية لبعض الوحدات الاقتصادية تفوق مدَّخراتها، وتحتاج لمزيد من الموارد التي تقلِّدها لها وحدات اقتصادية أخرى، لديها مدَّخرات تفوق استثماراتها².

ويتساءل (Robinson & Wrightsman) ماذا كان سيحصل لو لم توجد أسواق المال؟

يجيبون على هذا التساؤل بالقول: بأنَّ الاقتصاد كان سيصبح أكثر استقراراً؛ فأسواق المال فصلت بين نشاطي الادِّخار والاستثمار، ممَّا يعني أنَّ الخلل بين النشاطين، من شأنه أنَّ يؤدِّي إلى حالات من عدم الاستقرار، فتعرَّض الشركات للرفع المالي، وتملُّكها لموارد مالية خارجية تفوق مواردها الخاصة، يؤدِّي إلى جعل الاقتصاد الوطني غير مستقرٍّ، إذ أنَّه تارةً ما يتعرَّض للانكماش والركود، وتارةً ما ينمو ويزدهر ويحصل فيه الرواج، أمَّا في حال لم يكن هنالك وجود لسوق المال في الاقتصاد، فإنَّ حجم المدَّخرات سيساوي حجم الاستثمارات، ممَّا يعني حداً أدنى من عدم الاستقرار، ولعلَّ هذا ما يفسِّر الاستقرار الاقتصادي الذي تعيشه الدُّول النامية، والتي تعدُّ الدُّول العربية جزءاً منها، مقارنةً بالدُّول المتقدِّمة، إذ أنَّ الدُّول المتقدِّمة تعاني من حدوث الأزمات المالية المتكرِّرة، فخلال السبعين

¹ Van Horne, J. (1989). *Financial Management & Policy* (8th edn). N.J: Prentice Hall, P 538.

² هندي، منير. (2006). *الأوراق المالية وأسواق المال*. الإسكندرية، مصر: منشأة المعارف، ص 664.

سنة الماضية تقريباً، تعرّضت الولايات المتحدة لتسع حالات من الكساد، أي بمعدّل أزمة كساد كلّ سبع سنوات تقريباً، وتختلف مدّة استمرارها ونتائجها، والجدول التالي يوضّح الأزمات الماليّة التي مرّ بها الاقتصاد الأمريكي خلال الفترة بين عامي (1948-2018):

جدول (1): الأزمات الماليّة للاقتصاد الأمريكي

فترة الأزمة	تاريخ بداية الأزمة	تاريخ انتهاء الأزمة
1949-1948	أيار 1948	كانون الأوّل 1948
1954-1953	كانون الأوّل 1952	آب 1953
1958-1957	تموز 1957	أيلول 1957
1961-1960	كانون الأوّل 1959	أيار 1960
1970-1968	تشرين الثاني 1968	كانون الثاني 1970
1975-1973	كانون الأوّل 1972	كانون الأوّل 1975
1980	كانون الأوّل 1980	شباط 1980
1982-1981	تشرين الثاني 1980	آب 1981
1987	تشرين الأوّل 1987	أذار 1989
1990	تموز 1990	تموز 1990
2014-2007	شباط 2007	تشرين الأوّل 2014

المصدر: من إعداد الباحث

ولكن هل الاستقرار الاقتصاديّ على النحو المشار إليه هو ما تسعى له الاقتصادات؟

أجاب (Robinson & Wrightsman) عن هذا بالرفض، إذ أنّ الاستقرار الاقتصاديّ بهذا الشّكل، يعني انخفاض معدّلات التنمية، وعدم التّخصيص الكفء للموارد الاقتصاديّة، وما ينجم عن ذلك بالتبعية من انعكاسات على دخول الأفراد¹، وعلى الوضع الاقتصادي بشكل عامّ، كما أنّ الأزمات الاقتصاديّة، التي يكون المسبّب لها هو الشّوق المالي، تأتي نتيجةً لسوء استخدام الموارد المتاحة في الشّوق، ونتيجةً لتجاوزات تحدث لقوانين الشّوق والتداول، ولعوامل سياسيّة واقتصاديّة واجتماعيّة، قد ترجع لأسباب لا علاقة لها بالشّوق، فهناك عدد من المتغيّرات الأساسيّة التي تؤثر في نشاط سوق الأوراق الماليّة، في مقدمتها السياسات الماليّة والنّقديّة، إضافةً إلى تأثير بعض المؤشّرات الاقتصاديّة الأخرى مثل التّضخّم والبطالة، ومعدّل النموّ الاقتصادي، والدورات الاقتصاديّة وغيرها، وفي بعض الأحوال لسوء إدارة عمليّات الشّوق، والتي تؤدي لإحداث آثار شديدة الخطورة، ويمكن تشبيه الشّوق المالي في هذا المقام بالنار ذات الفوائد الكبيرة والعظيمة للبشرية، والتي يؤدّي استخدامها بطرق احترافية ومهنية لإذابة الحديد مثلاً، كما أنّ استخدامها بطرق غير مسؤولة ومتهورّة يؤدّي لإحداث كوارث شديدة الخطورة والتدمير.

سابعاً: سوق الأوراق الماليّة الحكوميّة.

الأوراق الماليّة الحكوميّة هي أدوات دين للحكومات ذات السيادة، تصدر هذه الأوراق ويتمّ بيعها لتمويل العمليّات الحكوميّة العادية، وتوفير التمويل اللازمة لمشاريع البنية التحيّة والمشاريع الاستراتيجية الوطنية، وتمويل العجز في الموازنات، وفي بعض الأحيان

¹ المرجع السابق، ص ص 666-667.

لسداد ديون أخرى، ولتطوير الأسواق المالية، وعمليات السياسة النقدية، ويتم طرح هذه الأوراق بذات الطريقة التي تطرح بها الأسهم وسندات الدين للشركات، وتكون على شكل سندات أو بأشكال أخرى، مع الوعد بالسداد في تاريخ الاستحقاق، وتكسب طريقة التمويل هذه رضا الحكومات، كونها تجنبها زيادة الضرائب على المواطنين، ولا تضطرّها لتخفيض الإنفاق لسداد الالتزامات المترتبة عليها*، كما تسهم في الحد من الآثار المضرة بالاقتصاد جرّاء الاقتراض من المصرف المركزي، ويتم تداول هذه الأوراق المالية في الأسواق الثانوية، إذ تدرج السندات الحكومية في قسم "الأوراق المالية المعفاة" من قواعد الإدراج في السوق المالي، إذ لن تكون هناك حاجة إلى الموافقة أو نشر نشرة الإصدار لكل إصدار منها.

توفّر سندات الدين الحكومية الحد الأدنى من مخاطر الائتمان، ومستويات عالية من السيولة، ومجموعة واسعة من آجال الاستحقاق، وهيكل سوق كامل يتضمّن قطاعات النقد، وإعادة الشراء، والمشتقات، والمساهمة في إيجاد بنية تحتية متطورة للسوق المالية، وتحتوي الأسواق التي يتم فيها تداول سندات الدين الحكومية، لعناصر مميزة قد تكون مهمة لتطوير الأسواق المالية وجعلها كفؤة، وتخلق أيضاً مجموعة أكبر وأوسع من الأدوات المالية التي يتم تداولها في الأسواق، ومن المزايا الأخرى لتطوير أسواق الأوراق المالية الحكومية تخفيض رسوم الوساطة، مع جعل النظام المالي في الوقت نفسه أكثر استقراراً.

كما أنّ المصارف المركزية تهتم إلى حد كبير بسيولة سوق الأوراق المالية الحكومية، ويرجع ذلك لكون أسواق الأوراق المالية الحكومية هي المكان الذي تجري فيه المصارف المركزية عمليات السوق المفتوحة، وتستخرج المعلومات حول توقعات المستثمرين في السوق، فيما يتعلّق بالمسار المستقبلي للاقتصاد، وخاصة معدّلات التضخّم المستقبلية؛ بهدف تسعير الإصدارات الجديدة من سندات الدين**، لتخفيض تكاليف الاقتراض الحكومي، وفي غياب أسواق الأوراق المالية الحكومية المتطورة، لا تملك المصارف المركزية سوى أدوات دين

* نقطة البداية التي يتم من خلالها رسم النفقات الرأسمالية والتشغيلية المتوقعة للحكومة وكيفية تمويلها هي من الموازنة العاقبة، إذ يتم إعداد الموازنات لتلبية أهداف السياسة الاقتصادية المعلنة للحكومة، في هذه المرحلة يبدأ تنفيذ سياسات الاقتصاد الكلي والسياسات المالية للحكومة، ويتم رسم الموازنات وفقاً لتلك السياسات، تركز الموازنات الرأسمالية الحكومية بشكل رئيسي على تطوير وتحسين وبناء البنية التحتية؛ من أجل ضمان أن يكون الاقتصاد أكثر فعالية وكفاءة، ومن ثم تحقيق نمو أعلى، وهي بشكل عام متوسطة إلى طويلة الأجل بطبيعتها، وفي الوقت الراهن نادراً ما يكون هناك فائض في الموازنة بعد فرض الضرائب، ومن ثم يكون لدى الحكومات عموماً خياران للتعامل مع العجز، إما تغيير الضرائب أو الاقتراض أو مزيج من الاثنين، يمكن الاقتراض من خلال إصدار سندات الخزينة والقروض الخارجية، أو الاقتراض المباشر من المصارف التجارية، وفي بعض الحالات الاقتراض المباشر من المصرف المركزي من خلال السحب على المكشوف، أول قناتين للاقتراض أكثر استدامة وأقل ضرراً بالاقتصاد الكلي، ولضمان ثقة المستثمرين في الأوراق المالية المصدرة، يكون هنالك تشريع يسمح للبرلمان بالموافقة على الموازنة المقترحة، مع الاقتراض الجديد المقترح، بما في ذلك أدوات الاقتراض واستراتيجية إدارة الديون، والأهم من ذلك أنه يجب أن يسمح برقم إجمالي للديون الوطنية المتراكمة، من شأنه استيعاب القروض التي تم جمعها بالفعل، مع الاقتراض المتزايد للموازنة الحالية، وتعدّ المشكلة الأهم في هذا السياق التي واجهتها الحكومة الأمريكية عام 2011 عندما أرادت وزارة الخزانة إصدار ديون جديدة وتم منعها من القيام بذلك نظراً لأن سقف الديون الذي وافق عليه الكونغرس تم تجاوزه، ممّا يجعل الدين الجديد غير قانوني.

** تحتاج البنوك المركزية إلى أدوات لاستخراج المعلومات بدقة عن توقعات السوق لأسعار الفائدة المستقبلية من منحنيات العائد، وتاريخياً اعتمدت البنوك المركزية على معلومات أسعار سندات الكوبون التقليدية لذلك.

قصيرة الأجل تحت تصرفها لإجراء عمليات الشُّوق المفتوحة، وهي إجراءات محدودة، إذ تؤدي هذه الأصول دوراً رئيسياً في تنفيذ السياسة النقدية، إذ أنه خلال عام 2000 أدى الانخفاض المتوقع في المعروض من الأوراق المالية الحكومية في عدد من الدول الصناعية، لحدوث بعض التشوهات في أسعار هذه الأصول، خاصة في الولايات المتحدة، وفرض بعض التغييرات في تصميم تنفيذ السياسة النقدية في بعض هذه البلدان، توضّح هذه الأحداث أنّ العرض المتغيّر للأوراق المالية الحكومية، يمكن أن يؤثر بشكل كبير في الأدوار التي تؤديها هذه الأصول في السياسة النقدية¹.

بالإضافة إلى ذلك، فإنّ سوق الأوراق المالية الحكومية ذي السيولة مهم أيضاً للمصارف المركزية من وجهة نظر السياسة الاحترازية الكلية، ويرجع ذلك إلى أنّه عندما يكون الشُّوق متجذراً وذا سيولة بما فيه الكفاية فإنّ ذلك يمكن المؤسسات المالية الخاصة من توفير الأموال اللازمة لمتابعة أعمالها من خلال الشُّوق، ومن ثمّ لا يتمّ اللجوء إلى المصرف المركزي مقرض الملاذ الأخير، إلّا عند الحاجة الحقيقية²، وقد لبّت الحكومات في العديد من الأسواق الناشئة الكثير من احتياجاتها من الاقتراض، من خلال جعل المصارف المحلية تحتفظ بسندات الدين الحكومية كأصول قانونية؛ لتلبية متطلبات احتياطي السيولة، بالإضافة إلى ذلك، قد يطلب من شركات التأمين وصناديق التقاعد الاحتفاظ بجزء من أصولها في الأوراق المالية الحكومية؛ للوفاء بنسب الأصول المحددة.

وتعدّ إصدارات السندات طويلة الأجل ضرورة لإنشاء منحى عائد معياري، ولتوفير الأصول الضرورية للمستثمرين لفترات أطول، وإنّ وجود منحى عائد مرجعي يعزّز انتقال إشارات السياسة النقدية، من خلال ربط التوقعات الخاصة بالمعدّلات قصيرة الأجل في المستقبل، بالمعدّلات الحالية طويلة الأجل، ويوفّر منحى العائد أيضاً معلومات عن توقعات الشُّوق، بخصوص معدّلات الفائدة المستقبلية والتضخّم، وهو عامل رئيسي في تحديد موقف السياسة النقدية، وتحتاج الشركات التي تقوم بتمويل مشاريعها الاستثمارية التي من المتوقع أنّ تحقّق عوائد فقط على المدى الطويل لمنحى مرجعي متطور، وأنّ التسعير الفعّال لقروض الشركات صعب بدون هذا المنحى، وعليه فإنّ وجود نظام فعّال للأوراق المالية الحكومية يسهم في:

أ- تعزيز القدرة على إدارة الاحتياجات التمويلية للحكومة.

ب- توفير أساس لتنمية القطاعات الأخرى في السوق المالي.

ت- تحسين قدرة الدولة على مواجهة الأزمات المالية.

ث- تسهيل تسيير السياسة النقدية.

لذلك من الممكن أنّ تؤدي سندات الدين الحكومية أدواراً مهمة في الأسواق المالية، قد لا تكون سندات القطاع الخاص قادرة

على القيام بها، وذلك من حيث توفير أسعار فائدة معيارية، لتسعير سندات الكوبونات الثابتة الأخرى، و توفير وسيلة استثمارية

¹ Blanco.R.(2004). Government securities markets and monetary policy. **Conference Central Banking and the Financial System**, National Bank of Poland in Warsaw, P1.

² Inoue. H. (1999). **The structure of government securities markets in G10 countries: summary of questionnaire results**. Financial Markets Department, Bank of Japan, P2.

منخفضة المخاطر وطويلة الأجل، والعمل "كملاذ آمن" خلال فترات عدم الاستقرار المالي، ويمكن إيجاز أهم الأدوار التي تقوم بها أسواق الأوراق المالية الحكومية بالآتي¹:

7-1 توفير الحد الأدنى من مخاطر الائتمان:

تشير مخاطر الائتمان إلى احتمال أن الجهة المصدرة لسندات الدين، ستتخلف عن الوفاء بالتزاماتها لسداد الأموال المقترضة، إذ ينعكس الوضع الائتماني للمصدر، ودرجة مخاطر الائتمان المرتبطة بسندات دينه في سعر وعائد الورقة المالية، إذ يطلب المستثمرون هامشاً إضافياً في عائد السند، لتعويضهم عن تحمّل مخاطر التخلف عن السداد، يزداد هذا الهامش مع ارتفاع المخاطر المرتبطة بالمقترض، فتعدّ مخاطر الائتمان لحكومات الاقتصادات المتطورة ضعيفة بشكل عام، إذ تتمتع هذه البلدان بالاستقرار الاقتصادي والسياسي، الذي يميّن حكوماتها من زيادة الضرائب للوفاء بالتزامات خدمة الديون، لذلك من المرجح أن يكون هامش مخاطر الائتمان صغيراً، والعكس بالعكس مع الاقتصادات الناشئة والنامية، لذا يطلق على سندات الدين الحكومية أنها وكيل للأصول الخالية من المخاطر.

7-2 توفير مستويات مرتفعة من السيولة:

يتم إصدار سندات الدين الحكومية غالباً في عدد محدود من آجال الاستحقاق (أو ما يطلق عليه خطوط مرجعية)، فعلى سبيل المثال، قد تصدر الحكومة 10 أنواع من سندات الخزنة المرجعية، بمتوسط قيم إصدار متماثلة (مليار وحدة نقدية للإصدار في كل خط مثلاً)، وبآجال استحقاق تتنوع من أقل من عام وحتى 30 سنة، إذ أن تركيز الإصدار في عدد محدود من الخطوط المعيارية يعزّز سيولة السوق، إذ يُعدّ السوق سائلاً إذا كان بإمكان المستثمرين فيه شراء وبيع سندات الدين بكميات كبيرة، دون التأثير بشكل كبير في أسعار السوق، فتقلل السيولة من احتمالية أن يطلب المستثمرون في السوق هامشاً، لتعويضهم عن مخاطر انتقال المستثمرين داخل وخارج السوق مما يؤثر في الأسعار (مخاطر السيولة)، فتصدر الحكومات سندات دين على مدى فترات استحقاق مختلفة؛ من أجل استهداف ارتفاع الطلب من المستثمرين لأجل استحقاق معين، ولتقليل مخاطر إعادة تمويل الديون المستحقة الدفع، بأسعار فائدة مرتفعة نسبياً (مخاطر إعادة التمويل).

7-3 تأمين بنية تحتية متطورة للسوق:

يسهم سوق الدين الحكومي في تطوير العناصر الرئيسية للأسواق المالية، بما في ذلك الآليات والعمليات التي تعدّ مهمة أيضاً لتشغيل القطاعات الأخرى في الأسواق المالية، تتضمن أنواع البنى التحتية الداعمة للسوق، التي قد يسهم وجود سوق الدين الحكومي فيها ما يلي:

- القوى العاملة الماهرة في سوق الديون، الذين يقدّمون تحليلات لمستويات الأسعار في الأوراق المالية اللازمة لتعزيز سيولة السوق.

¹ Costello. P.(2002). Review of the Commonwealth government securities market. Discussion Paper, Chapter 3, The treasury of Australian government, PP31-68.

- الترتيبات القانونية والمحاسبية لتنظيم إصدار وتداول وتسوية سندات الدين، التي توفر المعلومات اللازمة في قضايا مثل الملكية، وسداد التزامات الديون.

- الهياكل الإدارية للمقاصة وتسجيل الملكية وتسوية سندات الدين.

- إنشاء وتطوير أسواق المشتقات (مثل أسواق العقود الآجلة للديون الحكومية وأسواق إعادة الشراء) المرتبطة بسندات الدين.

7-4 توفير تسعير عادل للأوراق المالية الأخرى:

يوفر سوق الأوراق المالية الحكومية معلومات حول العائدات في فترات الاستحقاق المختلفة، وهو يعدّ أمراً أساسياً لتسعير العوائد على سندات الدين الأخرى، فكون سندات الدين الحكومية تعدّ وكيلاً لمعدّل العائد الخالي من المخاطر، إذ من غير المحتمل أن تتأثر عوائدها بشكل كبير بمخاطر الائتمان والسيولة، لذا فإنّ عائدها هو سعر الفائدة الأساسي، الذي يطلبه المقرضون لتوفير الأموال للمقرضين، قبل دمج الأقساط للتعويض عن المخاطر، فقد يستخدم المستثمرون في السّوق المالية الذين يقومون بتسعير سندات الدين الخاصة في السّوق الأولية، عائد هذه السندات كنقطة انطلاق، وإضافة هوامش للائتمان والسيولة والمخاطر الأخرى.

فعلى سبيل المثال، يمكن لشركة ذات تصنيف ائتماني أقلّ من الحكومة إصدار سندات دين لمدة ثلاث سنوات بسعر 50 نقطة أساس على سندات الدين الحكومية المماثلة، إذ تعوّض النقاط الأساسية الإضافية البالغ عددها 50 نقطة الوضع الائتماني المنخفض للشركة، وسيولة السّوق المنخفضة لسندات الدين.

8-7 توفير وسيلة استثمارية طويلة الأجل:

إنّ مخاطر الائتمان المنخفضة والوقت الطويل حتّى تاريخ استحقاق هذه الأوراق المالية، يجعل منها خياراً استثمارياً جذاباً نسبياً للمستثمرين، مثل صناديق التقاعد وشركات التأمين، إذ توفر أصلاً مالياً طويل الأجل، يمكن أن يساعد في إدارة المحفظة الاستثمارية من خلال مطابقة الالتزامات طويلة الأجل، كما أنّها توفر للمستثمرين خيارات أكثر تنوعاً.

ثامناً: العوامل المؤثرة في سوق الأوراق المالية:

تتأثر السّوق المالية نتيجةً لخصوصية أعمالها بمجموعتين من العوامل:

8-1 عوامل داخلية أو فنية:

وهي عوامل تنشأ داخل السّوق وتتعلّق بظروف السّوق، وبظروف الشركات المدرجة فيها، والتي تؤدي إلى حدوث تقلّبات في السّوق، يطلق عليها الاقتصاديون التقلّبات العرضية.

8-2 عوامل خارجية أو أساسية:

وهي عوامل تتعلّق بالتطوّرات الاقتصادية التي ترتبط بالاقتصاد الوطني وظروفه، والتغيّرات والتقلّبات التي يمر بها.

وفيما يلي نتناول أهمّ العوامل الخارجية الاقتصادية المؤثرة في سوق الأوراق المالية:

1-2-8 السياسة المالية:

تؤدّي السياسة المالية دوراً مهماً في التأثير في أداء وأسعار الأوراق المالية المدرجة في السّوق المالي وتدعيمها، إذ تسهم الأدوات المختلفة لها في إحداث تغييرات وتقلّبات في سلوك مؤشّرات أداء السّوق، عن طريق التأثير في أداء وظائفها التمويلية والتخصيصية، وتؤثّر السياسة المالية في سوق الأوراق المالية في عدّة مراحل، وهي¹:

- مرحلة تعبئة المدّخرات أو عرض الأموال القابلة للإقراض، عن طريق تشجيع وحفز مدّخرات القطاع العائلي، من خلال التأثير في الدخل والفائدة، وزيادة ربحية الشّركات بقطاع الأعمال.
- مرحلة تشجيع الاستثمار ومن ثمّ الطلب على الأموال القابلة للإقراض، من خلال التأثير في عوائد ونمط الاستثمار.
- مرحلة توجيه المدّخرات والموارد المالية إلى الاستثمارات، من خلال التأثير في معدّلات عوائد الأدوات المالية، وحجم التعاملات فيها، وكذلك أداء الوسطاء الماليين.

وتمارس السياسة المالية تأثيراتها على سوق الأوراق المالية من خلال ثلاثة محاور هي السياسة الضّريبية، سياسة الإنفاق العام، سياسة تمويل عجز الموازنة، وسيتمّ تناول هذه المحاور بشكل مفصّل في المباحث اللاحقة.

2-2-8 السياسة النقديّة:

يسعى واضعو السياسة النقديّة من خلال أدواتها المختلفة إلى المحافظة على استقرار الأسعار كهدف رئيسي معلن، وتعمل المصارف المركزيّة إلى جانب ذلك لتحقيق أهداف إضافية، كالعمالة الكاملة، ومستويات نموّ مرتفعة مستدامة، ولتحقيق أهدافها المختلفة، قد تتدخل السياسة النقديّة بسوق الأوراق المالية بشكل مباشر، إذ تعدّ سوق المال حلقة وصل بين السياسة النقديّة والاقتصاد الحقيقي²، أو أنّها قد تضع بعض الإجراءات والتدابير لمعالجة مشكلة معيّنة، قد تنعكس بالحصلة على السّوق المالية.

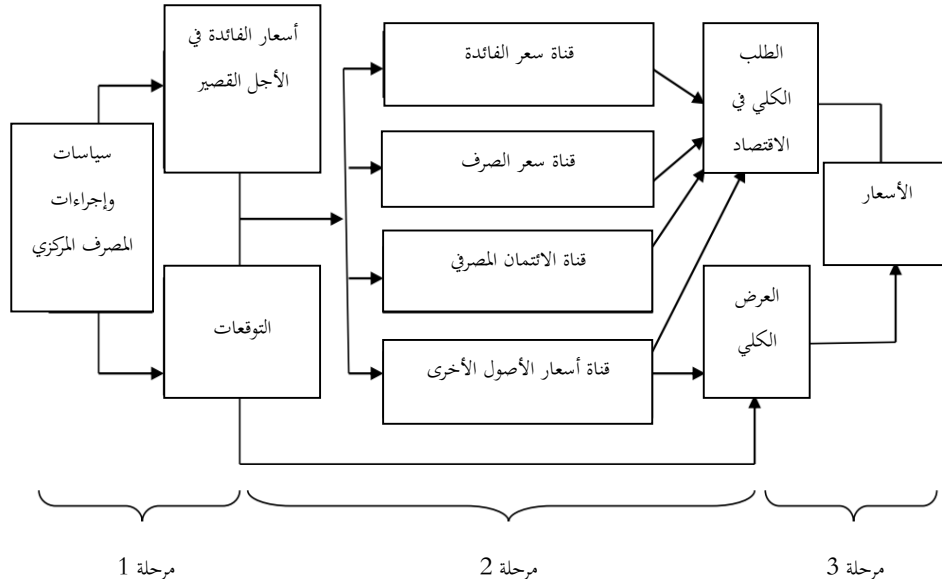
وينظر للسياسة النقديّة على أنّها إحدى التدابير الاحترازية التي تقلّل التقلّب الشديد في أسعار الأصول المالية، إذ تؤثر السياسة النقديّة في الأسواق المالية من خلال قنوات مختلفة، غير أنّ عملية الانتقال من السياسة النقديّة إلى الأسواق المالية، وأخيراً إلى الاقتصاد الحقيقي لها طريق واحد، عادةً ما يكون التأثير في أسعار السّوق المالي، وبالنسبة لأغلب المصارف المركزيّة التي لديها أسعار صرف عائمة اليوم، فإنّ أداة السياسة النقديّة المستخدمة للتأثير هي سعر الفائدة قصير الأجل، وأما بموجب نظم سعر الصرف الثابت، يُستخدم سعر صرف معيّن كأداة، وفي ظلّ أنظمة الاستهداف النقدي، فإنّ الأداة هي العرض النقدي في النظام المصرفي³، والشّكل (17) يوضّح القنوات التي ينتقل من خلالها أثر السياسات النقديّة للسوق المالية والحقيقيّة.

¹ عبدلي، حنان. (2014). دور السياسة المالية في تطوير أداء سوق الأوراق المالية. رسالة ماجستير، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة حسين بن بوعلي بالشلف، الجزائر، ص 91.

² Hildebrand.P. M. (7 April, 2006). Monetary Policy and Financial Markets. Schweizerische Gesellschaft für Finanzmarktforschung, Zurich, Switzerland, p 2.

³ Hildebrand.P. M, Op Cit, P2.

الشكل (17): قنوات انتقال أثر السياسة النقدية للسوق الحقيقية والمالية



المصدر: ¹Torres.A& Schwartz. M .J. (2000). Inflation Expectations, Country Risk, and Monetary Policy in Mexico

1-2-2-8 العرض النقدي:

بيّن الاقتصادي James Tobin العلاقة بين العرض النقدي وأسعار الأسهم من خلال نظريته (Q theory)، والتي قدّم فيها بديلاً للمعجل، وللنظرية النيوكلاسيكية، وتوضّح هذه النظرية آلية تأثير التغيّر في أسعار الأسهم في النشاط الاقتصادي، إذ رأى أنّ

$$Q = \frac{\text{القيمة السوقية لرأس المال}}{\text{تكلفة إحلال (تجديد) رأس المال}}$$

صافي الاستثمارات يعتمد على متغيّر سمّاه (Q Tobin)، وهو على الشكل التالي:

ويتحدّد بسط المعادلة تبعاً لظروف السوق المالي، بينما يتحدّد المقام بالأسعار الجارية في السوق للأصول المالية، وإذا كانت $(Q > 1)$ تكون القيمة السوقية لرأس المال أكبر من تكلفة الإحلال، وعليه تستطيع الشركة رفع القيمة السوقية لأسهمها من خلال شراء المزيد من الأصول المالية، ومن ثمّ يرتفع صافي الاستثمار، والعكس في حال كانت $(Q < 1)$.

أي أنّه في حال كانت قيمة (Q) مرتفعة تكون القيمة السوقية للشركة أكبر من تكلفة إحلال رأس المال، ومنه فإنّ الشركة تستطيع إصدار الأسهم وبيعها بأسعار مرتفعة نسبياً بالمقارنة بتكلفة المعدات والآلات والتجهيزات التي قد تشتريها، ومن ثمّ فإنّ الشركة تقوم بتمويل إنفاقها الاستثماري عن طريق إصدار الأسهم، ممّا يؤدّي لزيادة الإنفاق الاستثماري، نظراً لقدرة الشركة على شراء العديد من السلع الاستثمارية عبر قيامها بإصدار محدود من الأسهم.³

¹ اعتماداً على: بسبع، عبد القادر، مرجع سابق:

Torres.A&Schwartz. M .J. (2000). Inflation Expectations, Country Risk, and Monetary Policy in Mexico. Working paper for the Seminar: Stabilization and Monetary Policy: The International Experience, Banco de México, México, p 4.

²Gupta.G.S. (2006). Macroeconomics: Theory and Applications (2^{ed}). New Delhi, India: Tata McGraw-Hill Education, p125.

³Mishkin.F.(2001) . The Transmission mechanism and role of asset prices in monetary policy. working paper No 8617, National Bureau of Economic Research, USA, p1.

وترتبط نظرية (Q theory) بالسياسة النقدية وفقاً للآتي: عند اتباع سياسة نقدية توسعية، ترتفع السيولة النقدية لدى المؤسسات والشركات بأكثر من المستوى المطلوب، مما يشجعهم على زيادة الإنفاق بصورة مختلفة، ومن ضمنها شراء الأصول المالية، ونظراً لانخفاض أسعار الفائدة تصبح السندات أقل جاذبية من الأسهم، مما ينتج عنه ارتفاع الطلب على الأسهم، ومن ثم ترتفع أسعارها كمحصلة لذلك، وبدمج هذه النتيجة مع حقيقة ارتفاع أسعار الأسهم، سيقود ذلك لزيادة الإنفاق الاستثماري، الأمر الذي يمكن تلخيصه من خلال مخطط آلية انتقال السياسة النقدية التالي:

$$M\uparrow \Rightarrow S_p\uparrow \Rightarrow Q\uparrow \Rightarrow I\uparrow \Rightarrow Y\uparrow$$

إذ أن (M↑) تشير للسياسة النقدية التوسعية، والتي تقود لزيادة أسعار الأسهم (S_p↑)، مما يؤدي لارتفاع قيمة (Q↑)، ومن ثم يزداد الإنفاق الاستثماري (I↑)، ما ينتج عنه زيادة إجمالي الطلب، وارتفاع حجم الانتاج (Y↑).

كما أن هنالك طريقة أخرى لذات الآلية، إذ أن الشركات لا تمول نفقاتها الاستثمارية عن طريق السندات فقط، لكن عن طريق إصدار الأسهم (أسهم عادية) أيضاً، إذ أنه عند ارتفاع أسعار الأسهم، يصبح من الأقل تكلفة بالنسبة إلى الشركات تمويل استثماراتها عن طريق الإصدار، إذ أن كل سهم يتم إصداره يسهم في إنتاج المزيد من النقدية، وهكذا فإن الارتفاع في أسعار الأسهم يشجع على زيادة الإنفاق الاستثماري، لذا فإن الوصف البديل لآلية السياسة النقدية التوسعية (M↑)، والتي تؤدي لارتفاع أسعار الأسهم (S_p↑)، مما يخفض من تكلفة رأس المال (C↓)، مما يتسبب في زيادة الاستثمار والإنتاج¹، وتوجز هذه الآلية كالتالي:

$$(M\uparrow) \Rightarrow (S_p\uparrow) \Rightarrow (C\downarrow) \Rightarrow (I\uparrow) \Rightarrow (Y\uparrow)$$

2-2-2-8 سعر الصرف:

يُعدُّ سعر صرف العملة التي تدفع لشراء أو بيع الأوراق المالية، من العوامل الرئيسية لاتخاذ القرار من قبل المستثمرين، كما تؤدي تقلبات أسعار الصرف دوراً مهماً في التأثير في الأسواق المالية بشكل عام، ويختلف تأثير تغيرات أسعار الصرف على الأسواق المالية حسب طبيعة العملة ومكانتها في سلّة المدفوعات الدولية، وكذلك طبيعة الأسواق وكفاءتها، غير أن قنوات التأثير هي ذاتها بالنسبة إلى معظم الأسواق، والتي تتمثل في الشركات والمؤسسات، أو من خلال المستثمرين الأجانب².

أ- انتقال أثر تغيرات أسعار الصرف للأسواق المالية عبر الشركات:

يؤدي حدوث التقلبات في أسعار الصرف نتيجة الظروف الاقتصادية والسياسية أو العالمية المختلفة - كتهور أسعار صرف العملة المحلية تبعاً لإحداث داخلية، أو نتيجة انتهاج المصرف المركزي لسياسة سعر الصرف الضعيف * للعملة المحلية - إلى إحداث آثار إيجابية

¹ واعتماداً على: Mishkin.F.(2001)، للمزيد حول الآلية البديلة للصلة بين أسعار الأسهم والاستثمار المكافئة لنموذج (Tobin's Q theory) ينظر:

1- Bosworth, B. (1975). *The Stock Market and the Economy*. Brookings Papers on Economic Activity 2, 257-90.

2- Hayashi, F. (1982). Tobin's Marginal q and Average q: A Neoclassical Interpretation. *Econometrica*, vol. 50, 213-124.

² يعقوبي، محمد. (2012). *تأثير تغيرات أسعار صرف العملات على مؤشرات أسعار الأسهم في الأسواق المالية العالمية*. رسالة ماجستير، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة حسين بن بوعلي بالشلف، الجزائر، 128.

* **سعر الصرف الضعيف:** وهو سعي الدولة لجعل سعر صرف عملتها منخفضاً بالمقابل مع العملات الأجنبية الأخرى، وذلك بهدف زيادة صادراتها، وجعلها أكثر جاذبية وتنافسية، وتقليل عجز الميزان التجاري، ومن ثمّ المديونية الخارجية، وهو أحد الأهداف التي سعت لها بعض الدول من خلال سياسات التيسير الكمي التي انتهجتها عقب الأزمة المالية العالمية.

أو سلبية في الشركات والمؤسسات العاملة فيها، فبالنسبة إلى الشركات المصدرة، يُعدُّ انخفاض سعر صرف عملتها المحلية مقابل العملات الأجنبية بمثابة ربح لها، إذ ترتفع متحصلاتها المحققة نتيجة عمليات التصدير، عند تحويل عوائدها من العملات الأجنبية إلى العملة الوطنية، مما يؤدي لزيادة صافي أرباحها المحققة، ما ينعكس على أسعار أسهمها ارتفاعاً، وهو ما يشجع المستثمرين على شراء هذه الأسهم.

أما في حال كانت الشركة مستوردة، سواء للمواد الأولية أو الوسيطة، أو السلع النهائية، وانخفضت قيمة العملة المحلية تجاه العملات الأجنبية، فينخفض هامش الربح الذي من الممكن أن يحققه نتيجة لارتفاع تكلفة المستوردات، مما ينعكس على صافي أرباحها، ومن ثمَّ أسعار أسهمها، وهو ما يؤدي إلى انخفاض الإقبال عليها.

ب- انتقال أثر تغيرات أسعار الصرف للأسواق المالية عبر المستثمرين الأجانب:

تكون حساسية المستثمرين الأجانب بالنسبة للتقلبات في أسعار الصرف، أكبر من حساسية المستثمرين المحليين، وتكون العلاقة التي تعطي العائد للمستثمر الأجنبي (بالعملة الأجنبية) كالآتي¹:

$$1+R_G = (1+R_X) (1+R_T)$$

$$R_G \approx R_X + R_T$$

إذ إنَّ:

R_G : عائد السهم بالعملة الأجنبية.

R_T : عائد السهم بالعملة المحلية.

R_X : تغير العملة المحلية مقابل الأجنبية $(R_X = \frac{S_{t+1}-S_t}{S_t})$.

S_t : عدد الوحدات من العملة الأجنبية مقابل العملة المحلية في الزمن t .

وعليه: وعلى أساس تغير العملة المحلية مقابل الأجنبية، فإنَّ المعدل $(R_X = \frac{S_{t+1}-S_t}{S_t})$ يعطي العائد بالعملة المحلية، إذ أنه إذا

ارتفعت قيمتها، تصبح R_X موجبة، أما إذا انخفضت قيمتها، تصبح R_X سالبة.

وبالنسبة إلى المستثمرين بالأسواق المالية فإنَّ انخفاض العملة المحلية (R_X سالبة)، ينتج عنه تحقيق خسائر في عوائد الأوراق المالية بالعملة الأجنبية، مما ينجم عنه تحوُّف المستثمرين من استمرار انخفاض قيمة العملة المحلية، ما يدفعهم للتخلي عن الأوراق المالية التي بحوزتهم، ومن ثمَّ زيادة المعروض منها في السوق، ما يؤدي إلى انخفاض الأسعار نتيجة لذلك، وعليه فإنَّ العلاقة بين تغير سعر الصرف للعملة المحلية، وأسعار الأوراق المالية هي علاقة موجبة، أي بنفس الاتجاه من وجهة النظر هذه.

كما أنَّ انخفاض قيمة العملة قد يشجع بعض المستثمرين على دخول السوق، إذ أنَّ انخفاض قيمة العملة قد يُعدُّ فرصة استثمارية

¹ بالاعتماد على يعقوبي، محمد، مرجع سابق:

KAROUI, A. (2004). L'étude de l'impact du taux de change sur les rendement boursier des titres : le cas de Taiwan et de la Coré du sud. Université Laval, faculté des sciences de l'administration, Canada, P23.

مستقبلية لهم، في حال توقعهم ارتفاعها مستقبلياً، ممّا قد يؤدي لارتفاع قيمة الأوراق المالية، نظراً لزيادة الطلب عليها، ومن وجهة النظر هذه تكون العلاقة بين سعر الصرف، وأسعار الأوراق المالية سالبة.

8-2-2-3 معدل الفائدة:

يُعدُّ معدل الفائدة من المتغيرات الاقتصادية المهمة، ذات التأثير المباشر على النشاط الاقتصادي، إذ يعبر معدل الفائدة عن تكلفة رأس المال، أي هو السعر الذي يتم دفعه مقابل استخدام الأموال لفترة زمنية محدّدة، وهو من وجهة نظر المقرض (سعر الإقراض)، ومن وجهة نظر المقرض (تكلفة الاقتراض).

وتعدُّ العلاقة بين التحوّلات في معدلات الفائدة وأسعار الأوراق المالية، محطّ اهتمام المستثمرين والاقتصاديين على حدٍّ سواء، ويعود اهتمام المستثمرين بمعدّلات الفائدة كونه يتعلّق عليهم التعامل مع القضايا المتعلقة بتخصيص الأصول وتوقيت السوق، أي التحوّل من الأسهم إلى السندات والعكس بالعكس¹، كما أنّ ارتفاع معدلات الفائدة تؤثر في أسعار الأوراق المالية من خلال آليتين أساسيتين²:

أ- قد يسهم ارتفاع معدل الفائدة في التشجيع على نقل الأموال من الأسواق المالية إلى المصارف، ما يؤدي لزيادة المعروض من الأوراق المالية، ومن ثمّ انخفاض الطلب عليها، ممّا ينجم عنه انخفاض أسعار الأوراق المالية، لذا فالعلاقة بين معدلات الفائدة وأسعار الأوراق المالية عكسية.

ب- إنّ ارتفاع أسعار الفائدة الممنوحة من قبل المصارف على الودائع قد يؤدي لارتفاع أسعار الفائدة المطلوبة على القروض، ما ينجم عنه الانخفاض في النشاط الاقتصادي، ما ينعكس على الأسواق المالية من خلال تأثيره في أسعار الأوراق المدرجة فيها. أي أنّ رفع معدل الفائدة قد يؤدي لإحداث تأثير سلبي مزدوج على الأسعار في السوق المالي، كما أنّ ارتفاع معدل الفائدة، يزيد من جاذبية الأوراق المالية ذات العائد الثابت نسبةً للأسهم، ممّا يؤدي لتغيير هيكل وبنية المحافظ الاستثمارية³، كما أنّ التغيّرات في أسعار الفائدة تؤثر في المعدّل الذي تستثمر فيه الشركات تدفّقاتها التّقديّة، وتغيّر التوقّعات المتعلقة بالتدفّقات التّقديّة المستقبلية، وتتفق معظم الآراء على أنّ ارتفاع أسعار الفائدة، يزيد من تكلفة ممارسة الأعمال التجارية، ويخفض من أسعار الأوراق المالية، ممّا يؤثر سلباً في ربحية الأعمال.

ووفقاً للنظريات الاقتصادية، يرى اتباع كينز أنّ العلاقة بين معدلات الفائدة وأسعار الأسهم، تأتي نتيجة التغيّرات في العرض التّقدي، فمثلاً زيادة العرض التّقدي ينعكس بشكل مباشر على سعر الفائدة، ممّا يشجع الناس على تحويل الأموال الزائدة إلى

¹Gregorio. R.L. (1994, June). "The relationship between Philippine interest rate and stock price movements, *Philippine Review of Economics and Business*. Volume XXXI, No. 1, P32.

² Alam. M, & Dhaka. Sh. (2009, March). Relationship between Interest Rate and Stock Price: Empirical Evidence from Developed and Developing Countries. *International Journal of business and management*, Vol.4, No 3, P43.

³ Jawaid, S. T. & A. Ul Haq (2012): Effects of interest rate, exchange rate and their volatilities on stock prices: evidence from banking industry of Pakistan. *Theoretical and Applied Economics*. Vol. XIX, No. 8, pp. 153-166.

حسابات التوفير وسوق الأوراق المالية، وهو ما قد يؤدي لرفع أسعار الأسهم، والحد من زيادة معدلات الفائدة، وتعتمد المدرسة الكينزية أسلوب المقارنة بين العوائد النسبية للأصول المختلفة المتاحة، كمنهج للتكيف في المحفظة الاستثمارية، نتيجة تغير سعر الفائدة الناتج عن التغيرات النقدية.

ووفقاً لوجهة نظر (Friedman) فإن مكونات المحفظة الاستثمارية هي: النقود والودائع المصرفية، والسندات الحكومية طويلة الأجل، والسندات الخاصة، ورأس المال المادي، التي تشكل أوعية جاذبة للأفراد يحتفظون فيها بثرواتهم المختلفة، وإن رغبة المستثمرين في اقتناء أي من هذه الأصول يعتمد على معدل العائد المنتظر منها، إذ أن لكل من هذه الأصول عائداً صريحاً أو ضمنياً، فبالنسبة للأصول المالية فهي تعطي عوائد نقدية متمثلة بالفائدة على الودائع والسندات، ومعدل التغير في الأسعار هو مقياس لعوائد الاحتفاظ بالأصول المادية الأخرى، كالسلع الإنتاجية أو الاستهلاكية المعمرة أو الأراضي أو العقارات، أما بالنسبة للأصول النقدية فهي تمنح حائزها خدمات ضمنية، تتمثل في السيولة والأمان، أي إنها تمنح حائزها قوة شرائية تتمثل بإمكانية استخدامها للحصول على أي نوع من السلع بأي كمية، وفي أي مكان وزمان.

كما أن هنالك وجهة نظر أخرى فيما يتعلق بالعلاقة بين معدلات الفائدة وأسعار الأسهم، تتبع لفرضية دورة الحياة (Life-Cycle) التي قدمها (Modigliani)، والتي تشير إلى أن الإنفاق الاستهلاكي الذي ينقذ على مدى حياة المستهلك، لا يعتمد فقط على الدخل المتاح، وإنما أيضاً على الأصول مثل الأسهم، وبالاعتماد على الإطار التحليلي هذا، وجد (Bosworth) أدلة تجريبية تدعم وجهة نظر العلاقة العكسية بين أسعار الأسهم ومعدل الادخار، وباستخدام هذا الإطار تحديداً، يمكن القول أن انخفاض أسعار الأسهم من شأنه أن يؤدي لزيادة معدل الادخار، الذي هو بدوره له علاقة عكسية مع معدل الفائدة، مما ينتج عنه تخفيض معدلات الفائدة، ومن شأن فرضية دورة الحياة أن تقترح حركات موازية بين أسعار الأسهم ومعدلات الفائدة¹.

كما يرى (Fama) أن تأثير سعر الفائدة طويل الأجل على أسعار الأوراق المالية ينبع مباشرة من نموذج القيمة الحالية، من خلال تأثير سعر الفائدة طويل الأجل على سعر الخصم².

ويمكن تلخيص شكل العلاقة بين سعر الفائدة وأسعار الأوراق المالية كالاتي³:

$$SP(IR, I, X) = f(IR) + g(I) + h(X) \quad (1)$$

إذ أن المتغير (SP) يدل على أسعار الأسهم، وهو عبارة عن دالة بسعر الفائدة (IR) والاستثمار (I) والمتغيرات الخارجية الأخرى (X).

ويمكن إعادة صياغة الاستثمار على شكل دالة لسعر الفائدة والمتغيرات الخارجية (Y) الأخرى وذلك كما في المعادلة (2):

¹ Gregorio. R.L, Op Cit, P33.

² Fama. E. (1981). Stock returns, real activity, inflation and money. *American Economic Review*, No 71, PP 545-564.

³ Michlian. Š. (2014). *The Impact of Short-term Interest Rate on Stock Prices in the Czech Republic*. Master thesis, Faculty of Social Sciences, Charles University in Prague, Czech Republic, PP 15-17.

$$SP(IR, Y, X) = f(IR) + g(I(IR, z(Y))) + h(X) \quad (2)$$

ونفترض أنَّ أسعار الأسهم ترتبط ارتباطاً إيجابياً بالاستثمار، لأنَّ ارتفاع الطلب على الاستثمار يؤدي لزيادة أسعار الأسهم، ونفترض أيضاً أنَّ هنالك علاقة سلبية بين سعر الفائدة والاستثمار، وهو من المبادئ الأساسية للنظرية الاقتصادية:

$$\frac{\partial g(I(IR, z(Y)))}{\partial I} > 0 \text{ و } \frac{\partial f(IR)}{\partial IR} < 0 \quad (3)$$

ولجعل النموذج بسيط ومعتدل، نفترض أنَّ المتغيرات الخارجية (X) و (Y) مستقلة لسعر الفائدة:

$$\frac{\partial h(X)}{\partial IR} = 0 \text{ و } \frac{\partial z(Y)}{\partial IR} = 0 \quad (4)$$

والتعبير الرياضي (5) يظهر مبدأ القناة الأولى، إذ أنَّه إذا ارتفع معدل الفائدة فإنَّ المستثمرون سينقلون أموالهم من الأسهم للمصارف، ممَّا يؤدي لانخفاض أسعار الأسهم، والتي يمكن أنَّ ينظر إليها على أنَّها تأثير إحلال كلاسيكي:

$$\frac{\partial f(IR)}{\partial IR} < 0 \quad (5)$$

والمعادلة (6) تظهر مبدأ القناة الثانية، إذ أنَّ ارتفاع معدل الفائدة يقود لتخفيض الاستثمار، ونظراً للعلاقة الطردية بين الاستثمار وأسعار الأسهم، ممَّا يؤدي لتخفيض أسعار الأسهم، ويمكن فهم هذا التأثير في أنَّه تأثير الثروة:

$$\frac{\partial g(I(IR, z(Y)))}{\partial IR} = \frac{\partial g(I(IR, z(Y)))}{\partial I} * \frac{\partial I(IR, z(Y))}{\partial IR} < 0 \quad (6)$$

لذا وحسب ما تظهر المعادلة (7)، فإنَّ مجمل تأثير معدل الفائدة على أسعار الأسهم وفقاً لهذا النموذج يجب أنَّ يكون سلبياً:

$$\frac{\partial SP(IR, Y, X)}{\partial IR} = \frac{\partial f(IR)}{\partial IR} (< 0) + \frac{\partial g(I(IR, z(Y)))}{\partial IR} (< 0) + \frac{\partial h(X)}{\partial IR} (= 0) \quad (7)$$

4-2-2-8 التَّضخُّم:

يُعدُّ التَّضخُّم ظاهرة اقتصادية ديناميكية، تتشعب وتتداخل مع الظواهر الاقتصادية الأخرى من جهة، وتتسق مع مجمل الأوضاع الاقتصادية المرتبطة بمكان وزمان حدوثها من جهة أخرى¹، ويعرف التَّضخُّم وفقاً لعدَّة تعريفات، فتربط النظرية النقدية الحديثة (مدرسة شيكاغو) بين الزيادة الاسميَّة في الدخل الناجمة عن زيادة النَّقد، وبين مستوى التشغيل، وترى أنَّ زيادة مستوى التشغيل مع ارتفاع الدخل الناتجة عن زيادة الإصدار ستؤدي لحركة تصاعديَّة في مستوى الأسعار، أمَّا تنتهي بالتَّضخُّم الجامح أو الركود التَّضخُّمي، وذلك حسب الإجراءات التي تقوم بها السلطات النقدية².

وتؤثِّر التَّقلُّبات في معدَّلات التَّضخُّم على أسعار وعوائد الأوراق المالية المدرجة في السُّوق المالي، إذ أنَّ ارتفاع معدَّلات التَّضخُّم يؤدي لانخفاض القيمة الحقيقية لعوائد الأوراق المالية المدرجة، ممَّا يؤدي لانخفاض أسعارها للتناسب مع القيمة الحقيقية للعائد الذي تحققه، لذا فإنَّ العلاقة بين التَّضخُّم وأسعار الأوراق المالية هي علاقة عكسية.

¹ الدريزي، مهند. (2010). معالجة التضخم في الاقتصاد السوري من خلال تعزيز التكامل بين السياسات النقدية والمالية. رسالة ماجستير، كلية الاقتصاد، جامعة دمشق، سورية، ص 2.

² كنعان، علي. (2000). النظام النقدي والمصرفي السوري. دمشق، سورية: دار الرضا للنشر، ص 226.

وتسهم التغيرات في معدلات التضخم في تغيير بنية المحافظ الاستثمارية، إذ أن ارتفاع معدلات التضخم يؤثر في أسعار الفائدة ويسهم في رفعها، مما يؤثر في أسعار السندات ويجعلها تنخفض، ما يدفع المستثمرين للتخلي عنها، كما أن استمرار التضخم لوقت طويل وبمعدلات مرتفعة، يجعل المستثمرين يتجنبون الأوراق المالية التي تحمل استحقاقات ثابتة، ويتحولون بدلاً عن ذلك تجاه الأسهم والموجودات الأخرى، التي قد توفر نوعاً من الوقاية تجاه التضخم ولو بشكل جزئي، مما قد يؤدي إلى ارتفاع أسعارها¹ وهنالك عدة تفسيرات وفقاً للنظريات الاقتصادية للعلاقة السلبية بين التضخم وأسعار الأوراق المالية:

1- فرضية Fisher:

تنسب النظرية الأساسية في هذا المجال للكتاب الذي نشره الاقتصادي (Irving Fisher)، وكان بعنوان (نظرية الفائدة)، والذي أشار فيه إلى أن معدل الفائدة الاسمي، يتكون من معدل الفائدة الحقيقي مضافاً إليه المعدل المتوقع للتضخم، إذ يعكس معدل الفائدة الاسمي كل المعلومات المتعلقة بالتضخم المتوقع، أما معدل الفائدة الحقيقي فيتحدد بفعل عوامل حقيقية في الاقتصاد كالتفضيل الزمني للمستثمرين، وإنتاجية رأس المال.

وأخذت هذه الفرضية دوراً أساسياً في النظرية النقدية، إذ جرت محاولات لتعميمها على كافة الأصول المتداولة في الأسواق المالية، إذ أن فرضية (Fisher) تشير إلى أن المعدلات المتوقعة للعوائد الاسمية للأسهم العادية، تساوي العوائد الحقيقية مضافاً إليها معدل التضخم المتوقع، إذ أن العوائد الحقيقية للأسهم مستقلة عن معدل التضخم المتوقع، ويرى كل من (Fama & Schwartz) أن نظرية (Fisher) الخاصة بالأسعار ومعدلات الفائدة، من الممكن تعميمها على كل الموجودات التي يمكن تداولها. ويمكن تفسير فرضية (Fisher) انطلاقاً من المعادلة التالية:

$$R_{mt} = a + BI_{at} + U_t$$

إذ إن:

R_{mt} : العائد الاسمي في الشهر t

I_{at} : معدل التضخم المتوقع في الشهر t

وبناء على المعادلة السابقة وطبقاً لفرضية (Fisher) عندما تكون (B) مساوية للواحد، فإن العوائد الاسمية للأسهم تزداد بنفس نسبة زيادة معدل التضخم المتوقع، لذا فإن توزيعات الأسهم سترتفع بنسبة تكافئ انخفاض القوة الشرائية الناتجة عن التضخم، ومن ثم فإن المستثمرين يستطيعون تعويض خسائر القوة الشرائية لشراوتهم الناجمة عن التضخم.

كما أنه وفقاً لـ (Fisher) فإن معدل العائد الحقيقي لسوق الأسهم يكون ثابتاً أو مستقلاً عن المعدل المتوقع للتضخم، ويفسر الاقتصادي (Leffler) ذلك باعتبار أن الشركات الصناعية والتجارية عند ارتفاع الأسعار نتيجة التضخم، يمكنهم بيع المخزون بأسعار عالية مقارنة مع أسعار الشراء، مما يؤدي دوراً رئيسياً في تحديد الأرباح، والعكس في حالة انخفاض الأسعار، أي حصول خسارة في

¹ أمين، يوسف سعيد. (2014). العلاقة بين أسعار الأسهم وبعض المتغيرات الاقتصادية الكلية: دراسة تطبيقية على سوق الخرطوم للأوراق المالية. أطروحة دكتوراه، بتصرف، كلية الدراسات

العليا، جامعة السودان للعلوم والتكنولوجيا، السودان، ص 43.

قيمة المخزون، لذا فقد ذهب بعض الاقتصاديين لاعتبار الأسهم وسيلة تحوط تامة تجاه التضخم، ليس بسبب ارتفاع أسعارها في فترات التضخم، لكن بسبب ارتفاع الأرباح الموزعة بذات معدل التضخم وربما أكثر.

2- فرضية Fama:

يرى (Fama) أن التضخم المتوقع يرتبط بشكل سلبي مع النشاط الحقيقي المتوقع، والذي بدوره يرتبط ارتباطاً إيجابياً مع عوائد السوق المالي، ولذلك ينبغي أن ترتبط عوائد سوق الأوراق المالية سلباً بالتضخم المتوقع، الذي غالباً ما يبرزه سعر الفائدة قصير الأجل¹، فالعلاقة بين التضخم وأسعار الأوراق المالية وفقاً لوجهة النظر هذه تكون عكسية، وهي علاقة غير مباشرة، تعمل من خلال تأثير التغيرات المتوقعة في النشاط الحقيقي على مستوى الأسعار، ووفقاً لفرضية (Fama) يمكن تصوير العلاقة بين التضخم وعوائد الأسهم بالشكل التالي²:

1- ترتبط عوائد الأوراق المالية بعلاقة طردية مع المتغيرات الحقيقية (النشاط الاقتصادي).

2- ترتبط المتغيرات الحقيقية بعلاقة عكسية مع التضخم.

ووفقاً لما سبق فإن عوائد الأوراق المالية ترتبط عكسياً بالتضخم، وقد أطلق على هذه الآلية آلية التأثير البديل (Proxy Effect)، كما أن فرضية التوقعات العقلانية قد تنبأت في إطار النظرية الكمية بأن المعدلات العالية المتوقعة لنمو النشاط الحقيقي ترتبط مع الانخفاض في معدلات التضخم، الأمر الذي يدعم آراء (Fama).

¹ Fama. E, Op Cit, 545.

² أمين، يوسف سعيد، مرجع سابق، 44.

المبحث الثاني

العلاقة بين السياسة الضريبية وأسواق المال

مهيأة:

تمثل السياسة الضريبية إحدى الركائز الأساسية للسياسة المالية في سبيل تحقيق أهدافها، لما لها من آثار سياسية واقتصادية واجتماعية، وهي تعدُّ المورد الرئيسي للموازنة الحكومية، والذي يساعدها على التدخُّل في المجالات المختلفة، ويؤثر النظام الضريبي من خلال الضرائب المختلفة التي يفرضها في المتغيرات الاقتصادية، كالادِّخار والاستثمار والاستهلاك، ممَّا ينعكس بشكل مباشر على الاقتصاد الوطني، وعلى مستوى النشاط فيه، إذ لم يعد هدف السياسة الضريبية هو الحصول على أكبر حصيلة فحسب، وإنما توسَّعت أهدافها وغاياتها لتشمل مناحي التنمية المختلفة، كتحقيق التوازن الاقتصادي، والمساهمة بإعادة توزيع الدخل الوطني، إذ أنَّ الضرائب تمسُّ أرباح الشركات والمؤسسات، وتكلفة رأس المال، ودخول الأفراد بشكلٍ مباشر، ممَّا يؤثر في طلب الأموال القابلة للإقراض، كما أنَّها تؤثر في مستويات الادِّخار والاستثمار بشكلٍ غير مباشر، ممَّا قد يؤثر في عرض الأموال القابلة للإقراض، وكمحصلة لآثار هذه التي تحدثها الضرائب، ونظراً لارتباط الأسواق المالية بالاقتصاد الوطني، فإنَّ التغيرات التي تحدث بالسياسات الضريبية قد تؤثر في التقلُّبات في السُّوق المالي، وذلك من خلال تأثيرها في عرض وطلب الأوراق المالية التي يتمُّ تداولها في السُّوق، وذلك كنتيجة لتأثر عرض وطلب الأموال القابلة للإقراض من جهة، ونتيجة لتأثر قرارات الاستثمار والتمويل من جهة أخرى، ممَّا يؤثر في الأسعار النسبية لها، وهو ما يؤدي إلى إحداث تقلُّبات في أداء السُّوق المالي، وعليه يمكننا تلخيص القنوات التي ينعكس من خلالها تأثير السياسات الضريبية على سوق الأوراق المالية كالآتي¹:

- 1- التأثير في مؤسسات الأعمال التي تمثِّل جانب الطلب على الأموال القابلة للإقراض، أو عرض الأوراق المالية.
- 2- التأثير في قرارات المدَّخرين والمستثمرين الذين يمثِّلون جانب العرض للأموال القابلة للإقراض، أو الطلب على الأوراق المالية.

أولاً: أثر السياسات الضريبية في مؤسسات الأعمال:

يؤدي ارتفاع معدلات الضرائب المفروضة من قبل الحكومة على الشركات فوق حدٍّ معيَّن، لتقويض عمليَّات الإنفاق والاستثمار التي تقوم بها، إذ أنَّ الارتفاع الكبير في معدلات الضرائب يحدُّ من سعي الشركات للتوسُّع بالاستثمار وزيادة الإنفاق، نظراً لانخفاض العوائد التي من الممكن الحصول عليها في ظلِّ مستويات الضرائب السائدة، ممَّا يؤدي لانخفاض معدلات الربحية، ومن ثمَّ انخفاض القيمة السوقية لأسهمها، وعلى العكس فإنَّ انخفاض معدلات الضرائب يحفز الشركات لزيادات مستويات إنفاقها، وهو ما يزيد من

¹ عبدلي، حنان، مرجع سابق، ص 91.

ربحيته، ممّا ينعكس في نهاية المطاف ارتفاعاً على أسعار أسهمها، ويمكن تفسير سلوك الاستثمار من خلال تحديد طبيعة العوامل المحددة له، وفقاً للنماذج والفرضيات التالية:

1-1: نظرية المعجل (Accelerator Model)¹:

يهدف هذا النموذج لربط الاستثمار بالتغيرات في الطلب الكلي، وتفترض هذه النظرية أنّ حجم الاستثمار يعتمد على تغيّرات حجم الطلب الذي يقاس ضمن الاقتصاد بالدخل، أي أنّ الاستثمار يعتمد على تغيّرات مستوى الدخل، ويمكن التعبير عن ذلك بالعلاقة التالية:

$$I = f(\Delta y)$$

وإنّ العلاقة بين المتغيّرين هي علاقة طردية، وللوصول لهذه العلاقة، نبدأ من علاقة رأس المال مع الدخل الناتج:

$$k = vy$$

إذ أنّ (v) تشير إلى مُعامل رأس المال المطلوب لزيادة مستوى الناتج بوحدة واحدة، وبأخذ التغيّرات على جانبي العلاقة نجد:

$$k - k_{-1} = vy - vy_{-1}$$

$$\Delta k = v(\Delta y) \quad \text{أي:}$$

ولكن $\Delta k = 1$ ، ومنه فإنّ دالة معجل الاستثمار تكون على النحو التالي:

$$I = v(\Delta y)$$

وتعبّر هذه الدالة عن أنّ حجم الاستثمار يعتمد على تغيّرات الناتج (الدخل) في الاقتصاد، الّتي تعدّ مقياساً لحجم الطلب في الاقتصاد، وتبعاً لهذا فإنّ الاستثمار يحدث فقط إذا تنامي الدخل، أمّا في حال كان مستوى الدخل ثابتاً، أي أنّ التغيّرات تساوي صفراً، فإنّ الاستثمار يكون معدوماً.

وهكذا فإنّ معجل الاستثمار يظهر مدى تأثر الاستثمارات نتيجة لزيادة الطلب على السلع والخدمات، وإذا ما ازداد الطلب الفعلي على السلع الاستهلاكية فإنّ الطلب على الاستثمارات لإقامة المشاريع الإنتاجية سوف يزداد هو الآخر، وذلك بنسبة مئوية أكبر، وتبعاً لذلك فإنّ تأثير الضرائب على الاستثمار يكون من خلال تأثيرها على عناصر الطلب الكلي.

لذا فإنّه عند زيادة الضرائب ينخفض الدخل التصريفي، ممّا ينعكس على الاستهلاك ومنه إلى الطلب الكلي، ومن ثمّ الإنتاج وأخيراً الاستثمار، وعليه فإنّ رفع الضرائب يؤثّر سلباً في الاستثمار.

2-1: النموذج النيوكلاسيكي:

طُرِحَ هذا النموذج من قبل (Jorgenson) وكانت نقطة البداية لهذا النموذج من مشكلة تعظيم الربح، إذ أنّه من شأن تحقيق أقصى قدر من الأرباح في كل فترة أنّ يسفر عن مخزون رأسمالي مثالي، أي أنّ تعظيم الأرباح يؤدّي للوصول إلى التراكم الرأسمالي

¹ مناصرة، خولة، مرجع سابق، بتصرف، ص 188.

الأمثل¹، وقدّم هذا النموذج صياغة أفضل لمبدأ المعجل تقوم على أساس الأفكار الكينزية، يوضح أنّ الاستثمار يتوقّف على وسط مرجّح للتغيّرات السابقة في الدّخل (Δy) مع بقاء العوامل الأخرى على حالها²، ووفقاً لهذا النموذج فإنّ المتغيّر الأساسي الذي يحكم الاستثمار هو تكلفة رأس المال، وتمارس السياسة الضريبية تأثيرها على الاستثمار، من خلال التأثير في تكلفة رأس المال، ومن ثمّ معدّل العائد على الاستثمار، ووفقاً لهذا النموذج فإنّ الشركة التي تسعى لتعظيم الربح، تستثمر حتّى النقطة التي يتساوى عندها معدّل العائد الحدي الحقيقي للاستثمار مع التكلفة الحديثة له.

وفي ظلّ مجتمع بدون ضرائب تكون تكلفة الاستثمار على الشّكل التالي³:

التكلفة الحديثة الحقيقية للاستثمار هي: $C - \pi$

إذ إنّ: C تمثّل التكلفة الحديثة الاسميّة للاستثمار، و π معدل التّضخّم المتوقع.

وفي حال تمّ تمويل الاستثمار بالكامل عن طريق الديون (إصدار السندات)، فإنّ (C) تمثّل في هذه الحالة سعر الفائدة السّوقي على السندات (i)، أمّا في حال إجراء عمليّة التمويل من خلال حقوق الملكية (إصدار أسهم أو من خلال الأرباح المحتجزة)، تكون في هذه الحالة C تكلفة حقوق الملكية (P)، وبشكل عامّ فإنّ عمليات التمويل تتمّ عن طريق كلا المصدرين (الديون وحقوق الملكية)، ويتوقّف الخيار التمويلي على تكلفة كلّ مصدر بالإضافة لعوامل أخرى.

وتعمل الشّركات على تخفيض تكلفة التمويل، عن طريق اختيار النسبة المثلى للديون وحقوق الملكية عند اتّخاذ القرار الاستثماري، ويمكن التعبير عن تكلفة التمويل على الشّكل التالي:

$$C = B_i + (1 - B)P \quad \dots\dots\dots(1)$$

إذ أنّ B هي نسبة الاستثمار المموّل باستخدام أدوات الدين، و $(1-B)$ هي نسبة الاستثمارات المموّلة عن طريق حقوق الملكية، ولكي تنقذ الوحدة الأخيرة من الاستثمار، يجب أنّ يكون معدّل العائد الحقيقي r ، مساوياً للتكلفة الحديثة الحقيقية للاستثمار، ويتمّ التعبير عن هذا الشرط بالمعادلة التالية:

$$r = \{B_i + (1 - B)P\} - \pi \quad \dots\dots\dots(2)$$

وفي ظلّ وجود الضرائب تمارس السياسة الضريبية تأثيرها في طرفي المعادلة السابقة، لتصبح المساواة مبنيّة على العائد والتكلفة بعد الضرائب، فإذا كان معدّل الضريبة على دخل الشّركات (μ) فإنّ معدّل العائد الحديّ الحقيقي على الاستثمار يصبح $\{r(1 - \mu)\}$ ، بينما تصبح تكلفة الاستثمار بعد الضريبة (C_t).

¹Eklund. J. E. (2013). Theories of investment: a theoretical review with empirical applications, **Swedish Entrepreneurship Forum**, working paper, p3.

² عرقوب، نبيلة. (2012). محاولة تقدير معادلة الاستثمار في الاقتصاد الجزائري على المستوى الكلي -دراسة نظرية وقياسية-. أطروحة دكتوراه، كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر 3، الجزائر، ص 57.

³ اعتماداً على عبدلي، حنان، مرجع سابق، ص 92.

وأندراوس، عاطف. (2005). السياسة المالية وأسواق المال خلال فترة التحول لاقتصاد السوق. مصر: مؤسسة شباب الجامعة، ص 120-127.

وبافتراض أنَّ تكلفة الدين (مدفوعات الفوائد) يتم اقتطاعها من الدخل الخاضع للضريبة، وأنَّ حقوق الملكية لا تسمح باقتطاعها

$$C_t = B_i (1 - \mu) + (1 - B)P \quad \text{..... (3) فإن:}$$

وعليه يصبح شرط التوقف عن الاستثمار بعد الضريبة كالآتي:

$$r(1 - \mu) = \{B_i (1 - \mu) + (1 - B)P\} - \pi \quad \text{..... (4)}$$

وبمقارنة المعادلتين (2) و(4) -شرطي الاستثمار قبل الضريبة وبعدها-، نجد أنَّه في حال فرض ضريبة، يتوقف الاستثمار في نقطة سابقة للحالة التي يتوقف فيها عند عدم وجود ضرائب، وهو ما يؤثر بالمحصلة سلباً في عرض الأوراق المالية.

كما يمكن توضيح أثر الضرائب في سوق الأوراق المالية من خلال الآتي:

بفرض أنَّ (i, P_E, P_d) هي الدخل من الفوائد والأرباح الرأسمالية وتوزيعات الأسهم على الترتيب، والمفروض عليها ضرائب بالمعدلات (m, s, v) على التوالي، فإنَّ قيمة هذه العناصر بعد الضريبة تصبح كالآتي:

$$i(1-m) \text{ : دخل الفوائد بعد الضريبة.}$$

$$P_E(1-s) \text{ : الأرباح الرأسمالية بعد الضريبة}$$

$$P_d(1-v) \text{ : توزيعات الأسهم بعد الضريبة}$$

وبالاعتماد على الفروض السابقة، وعلى اعتبار أنَّ (B) هي نسبة الاستثمارات الممولة عن طريق أدوات الدين (إصدار سندات)، و $(1-B)$ هي نسبة الاستثمارات الممولة عن طريق حقوق الملكية (الأسهم والأرباح المحتجزة)، و (a) هي نسبة دخل الملكية من الأرباح الرأسمالية، و $(1-a)$ هي نسبة دخل الملكية من الأرباح الموزعة (توزيعات الأسهم)، ومن ثمَّ فإنَّ الدخل من رأس المال بعد الضريبة، بعد تعديله بالضرائب على الدخل الشخصي ومعدل التضخم يكون كالآتي:

$$r_n = B_i (1 - m) + (1 - B)P(1 - \theta) - \pi \quad \text{..... (5)}$$

إذ أنَّ (r_n) : معدل العائد الحقيقي للمدَّخرين بعد الضريبة

$$\theta = as + (1 - a)v$$

وبمقارنة المعادلتين (4) و(5) نجد أنَّ معدل العائد بعد دمج ضرائب الدخل الشخصي قد تناقص، وذلك نتيجة لتزايد السعر الفعَّال للضريبة، عمَّا كان عليه في حالة عدم دمج ضرائب الدخل الشخصي، ونتيجةً لذلك تزداد الآثار السلبية على الاستثمار، والطلب على الأموال القابلة للإقراض، ومن ثمَّ عرض الأوراق المالية.

3-1: نظرية Tobin (Q theory):

يرى (Tobin) أنَّ قيمة (Q) يمكن تصحيحها وتعديلها باستخدام السياسة الضريبية، إذ يمكن تخفيض تكلفة إحلال رأس المال، عن طريق القيمة الحالية لإحصائيات الاستهلاك الضريبي، كما يمكن تعديل القيمة السوقية لديون الشركة وحقوق الملكية الخاصة بها،

عن طريق الضرائب، من خلال التأثير في تكاليف تمويل رأس المال لدخل الشركات والأفراد، فالسياسة الضريبية تؤثر في حجم الاستثمار، وحجم الموارد المالية المطلوبة للتمويل من خلال التأثير في بسط ومقام (Q)¹.

ثانياً: أثر السياسات الضريبية في سلوك الأفراد:

تسهم الضرائب المقررة على الأنشطة الاقتصادية المختلفة بالتأثير في سلوك الأفراد، سواء بشكل مباشر أو غير مباشر، مما يؤدي لانعكاس آثارها نتيجة لذلك على سوق الأوراق المالية، فتؤثر طبيعة الضريبة ومعدلاتها ومطارحتها في القدرات والقرارات الادخارية لدى الأفراد، مما قد يؤثر في عرض الأموال القابلة للإقراض، ومن ثم أسعار الأوراق المالية المدرجة بالسوق.

2-1: أثر الضرائب في ادخار الافراد:

يتكوّن الادّخار القومي من الادّخار الخاصّ وهو ادّخار الأفراد، والادّخار العامّ الذي تقوم به الحكومة، وتلجأ الحكومة للضريبة لتمويل استثماراتها، مما يؤدي لإحداث آثار إيجابية في الادّخار العامّ، وهو ما لا يكون عليه الحال بالنسبة للادّخار الخاصّ. وتسهم الضرائب بتخفيض مدّخرات الأفراد بنسب مختلفة، لكون الضريبة تجبر الأفراد على إعادة توزيع دخولهم بين الاستهلاك والادّخار، ويتميّز الإنفاق أو الاستهلاك بانعدام المرونة نسبياً في علاقته بالادّخار، مما يؤدي لأن يكون الادّخار هو أوّل ضحايا الضريبة، وعليه يقع العبء الأكبر بنقص الدّخل جراء تغيير الضرائب المفروضة².

وسيتّم مناقشة أثر الضرائب على الادّخار من خلال نظريّة دورة الحياة للمستهلك التي قدّمها كلٌّ من (Modigliani & Brumberg)، وتبنّى هذه النظريّة اعتماداً على فكرة أنّ الناس يتخذون قرارات ذكيّة فيما يتعلّق بحجم الإنفاق في كلّ فترة زمنيّة من حياتهم، وتبنّى هذه القرارات على الموارد المتاحة لديهم، ومن خلال تكوين الأصول وتناقصها، ومن ثمّ فإنّه خلال كلّ فترة زمنيّة محدّدة، تتّم عمليّات الاستهلاك والادّخار وفق تخطيط يخضع لعمر المستهلكين، إذ أنّ المستهلك يقوم بالادّخار بناء على الدّخل الذي حقّقه في الماضي، والدّخل الحالي الذي يحقّقه خلال الفترة الزمنيّة نفسها، والدّخل المتوقّع الحصول عليه في المستقبل³.

وحاول (Modigliani & Brumberg) تحسين دالة الاستهلاك لدى كينز، بهدف إيجاد أساس منطقي لسلوك الاقتصاد الكليّ في تصرّفات الأفراد⁴.

2-1-1: نموذج دورة الحياة في حالة عدم وجود ضرائب⁵:

بالنظر للشكل (18) الذي يعبر عن قيد الميزانية للاستهلاك الحاضر والمستقبلي يتبيّن ما يلي:

¹ مناصرية، خولة، مرجع سابق، 189.

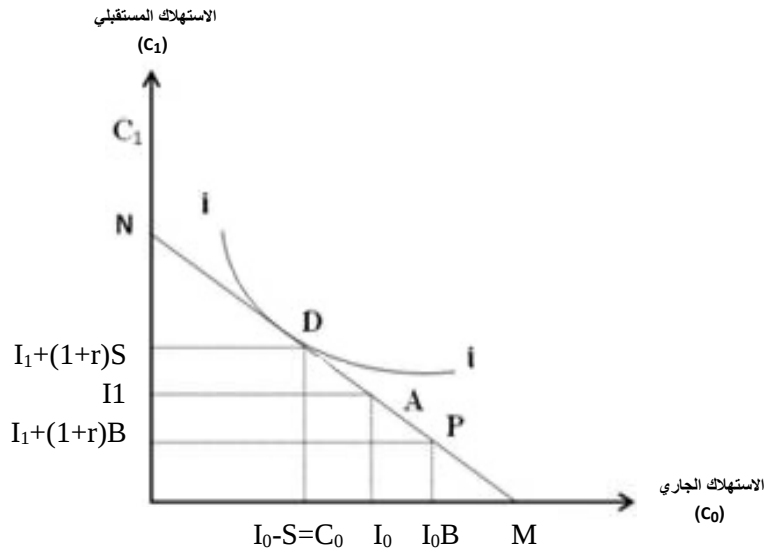
² عمارة، رانيا. (2015). المالية العامة: الإيرادات العامة. مصر: مركز الدراسات العربيّة للدراسات والنشر، ص 152-153.

³ Deaton.A. (17-18 Feb, 2005). Franco Modigliani and the Life Cycle Theory of Consumption. Convegno Internazionale Franco Modigliani. Rome, Italy: Accademia Nazionale dei Lincei, P1.

⁴ Bazhenova. O, Krytsun.K. (2013). The Modigliani-ADDO-Brumberg Life _cycle Model: Applying to Ukraine's economy. EKONOMIKA, Vol. 92(4), pp 73-81.

⁵ أندراوس، عاطف، مرجع سابق، ص 138-140.

الشكل (18): قيد الميزانية للاستهلاك الحاضر والمستقبلي



المصدر: أندراوس، عاطف، مرجع سابق، ص 138

يمثل المحور الأفقي الاستهلاك الجاري (C_0)، ويمثل المحور العمودي الاستهلاك المستقبلي (الإدخار) (C_1)، ووفقاً للتوليفة (A)، فإن المستهلك ينفق دخله الحالي (I_0)، ودخله المستقبلي (I_1) كلاً في وقت الحصول عليه، أي أنه لا يقوم بأي عملية إدخار. وفي حال قرر المستهلك أن يدخر مبلغاً وقدره (S) وحدة نقدية، والذي يعادل جزءاً من دخله الحالي، بهدف أن يستهلك أكثر في المستقبل، وقام باستثمار هذا المبلغ بأصل مالي يحقق عائداً قدره (r)، فيمكنه نتيجةً لذلك زيادة استهلاكه المستقبلي بقيمة $S(1+r)$ ، ويعبر عن ذلك من خلال الانتقال إلى النقطة (D)، والتي تقع على يسار النقطة (A) بمقدار (S)، وارتفاع قدره $S(1+r)$. وبالمقابل في حال قرر المستهلك زيادة استهلاكه الحالي، بمقدار أكبر من دخله الجاري (I_0)، بالاعتماد على دخله المستقبلي (I_1) عند سعر الفائدة (r) ذاته، من خلال اقتراض المبلغ (B) وحدة نقدية، والذي سيتم إضافته إلى الاستهلاك الحالي. وبناء على هذا الافتراض: في المستقبل يجب على المستهلك سداد قيمة القرض (B)، بالإضافة للفوائد المترتبة عليه (rB)، لذا وبناء على ما سبق يستطيع المستهلك زيادة استهلاكه الحالي بالمقدار (B)، إذا كان رغباً في تخفيض الاستهلاك المستقبلي بالمقدار $B(1+r)$ ، ويمكن التعبير عن ذلك بالانتقال للنقطة (P) في الشكل (18) أعلاه.

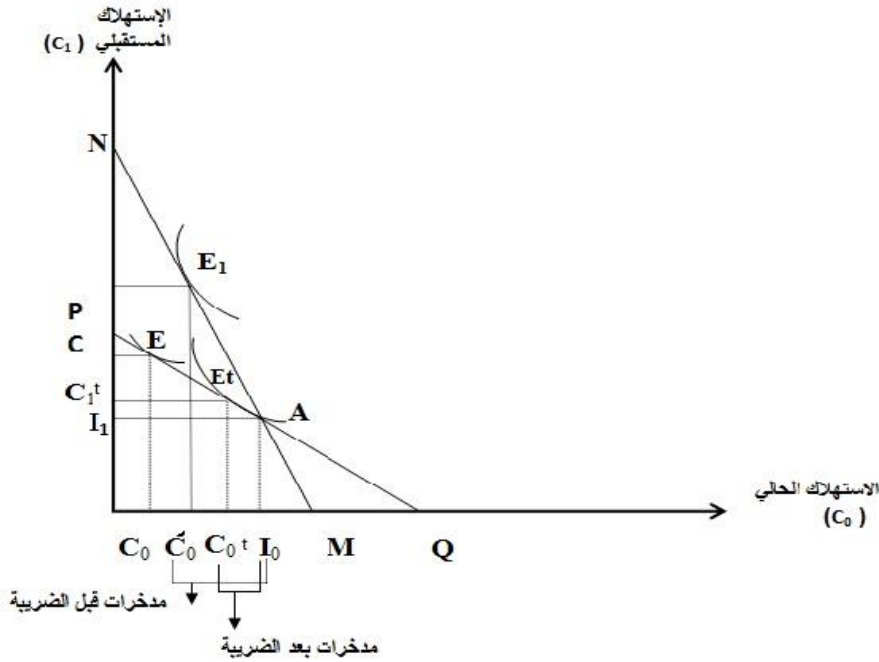
ويعبر المستقيم (MN) في الشكل (18) عن مستقيم ميزانية المستهلك، الذي يساوي ميله $(1+r)$ بالقيمة المطلقة، إذ يعكس تكلفة الفرصة البديلة للاستهلاك الحاضر، بدلالة النقص بالاستهلاك المستقبلي، وإن أي نقطة على منحنى السواء (ii) في الشكل السابق ترتبط بتفضيلات المستهلكين بين الاستهلاك الحالي والمستقبلي، ويعظم المستهلك منفعته باختيار توليفة الإدخار والاستهلاك الحالي، عند نقطة تماس منحنى السواء مع مستقيم الميزانية، ويفترض أن النقطة (D) هي النقطة التي يعظم المستهلك عندها منفعته، باستهلاك (C_0) في الوقت الحاضر، وإدخار ما قيمته $(I_0 - C_0)$.

2-1-2: نموذج دورة الحياة في حالة وجود ضرائب:

بالنظر للشكل (19) الذي يعبر عن قيد الميزانية للاستهلاك الحاضر والمستقبلي في حال وجود ضرائب يتبين ما يلي:

الشكل (19): الأثر في المدخرات في حال فرض ضريبة على دخل الفائدة

مع السماح بخضم مدفوعات الفوائد



المصدر: أندراوس، عاطف، مرجع سابق، ص 138

على افتراض وجود ضريبة نسبية على الدخل المتحصل من الفوائد يرمز لها (t) ، مع السماح بخضم مدفوعات الفائدة من وعاء هذه الضريبة، مما يترتب عليه انتقال مستقيم الميزانية (MN) إلى النقطة (PQ) كما هو موضح بالشكل (19)، ومن ثم انخفاض معدل العائد الذي يتحصل عليه المستهلك من (r) إلى $(1-t)r$ ، لذا فإن تكلفة الفرصة البديلة لاستهلاك وحدة نقدية واحدة في الوقت الحاضر هي $1+(1-t)r$ وحدة نقدية في المستقبل، وفي ذات الوقت يمكن للمستهلك أن يخضم فوائد بمقدار وحدة نقدية واحدة عن قروضه من الدخل الخاضع للضريبة، وتصبح من ثم تكلفة الاستهلاك الجاري المتزايد بقيمة وحدة نقدية واحدة، بدلالة الاستهلاك المستقبلي تساوي $1+(1-t)r$ فقط، ونتيجة لما سبق يصبح ميل مستقيم الميزانية (PQ) بالقيمة المطلقة يساوي $r(1-t)+1$ ، ويكون المستقيم (MN) أكثر انبساطاً في حال عدم وجود ضرائب، وتكون نقطة التوازن كما هو موضح بالشكل هي (E^t) عند تماس منحنى السواء مع مستقيم الميزانية (PQ) ، إذ تصبح قيمة الاستهلاك الحاضر تساوي (C_0^t) ، والاستهلاك المستقبلي يساوي (C_1^t) ، ويصبح الادخار بعد الضريبة ممثلاً بالمسافة $(C_0^t I_0)$.

إذ أن $(C_0' I_0)$ أكبر من $(C_0^t I_0)$ أي أن معدل الادخار بعد الضريبة أقل من معدل الادخار قبل الضريبة، ونتيجة لذلك فإن الضريبة على دخل الفائدة خفضت الادخار بمقدار $(C_0 C_0^t)$ ، غير أنه ليس من الضروري أن ينخفض الادخار استجابة للضريبة على

دخل الفائدة، ويعتمد ذلك على موقع منحني السواء، فإذا افترضنا أن منحني السواء يلتقي مع مستقيم الميزانية بعد الضريبة (PQ) عند النقطة (E) وعلى يسار (Er)، ومن ثم فإن الضريبة على دخل الفائدة ترفع من معدل الادخار من C_0I_0 إلى C'_0I_0 . وتبعاً لما سبق فإن أثر الضريبة على الادخار يتوقف على وجود أثري الإحلال والادخار:

أ- أثر الإحلال: يؤدي فرض الضرائب لتخفيض تكلفة الفرصة البديلة للاستهلاك الحالي، مما يؤدي لتخفيض الادخار وزيادة الاستهلاك الحالي (C_0)، إذ أن فرض الضرائب يؤدي إلى تغير سعر الاستهلاك الحالي لدلالة الاستهلاك المستقبلي (C_1).
ب- أثر الدخل: يحدث عند فرض الضرائب صعوبة لدى المستهلك لتحقيق هدفه فيما يتعلق بالاستهلاك المستقبلي، نتيجة لتخفيض الدخل الحقيقي للفرد، فإذا كان الاستهلاك الحالي سلعة عادية فإن انخفاض الدخل الناجم عن الضرائب يؤدي لتخفيض الاستهلاك الحاضر، ومن ثم يرتفع الادخار.

وعليه وبعد الاستعراض لنموذج دورة الحياة، يلاحظ أن أثري الإحلال والدخل متضادان ويعملان في مسارين مختلفين، وبالتالي فإن العلاقة بين الضرائب والادخار وأداء الأسواق المالية تكون على الشكل التالي¹:

1- في حال كان أثر الإحلال أكبر من أثر الدخل، فإن فرض الضرائب يؤدي لتخفيض المدخرات، وهو ما ينجم عنه انخفاض مؤشرات أداء الأسواق المالية؛ نتيجة لانخفاض عرض الأموال في سوق الأوراق المالية.

2- في حال كان أثر الدخل أكبر من أثر الإحلال، فإن فرض الضرائب يؤدي لزيادة المدخرات، ومن ثم ارتفاع مؤشرات أداء الأسواق المالية؛ نتيجة لزيادة المعروض من الأوراق المالية.

ثالثاً: أثر الضرائب المالية في سوق الأوراق المالية:

3-1: أثر ضريبة المعاملات المالية في سوق الأوراق المالية:

يرمز لضريبة المعاملات المالية بـ (FTT) وهي اختصار لـ (Financial Transaction Tax)، وتعود فكرة فرض ضريبة على المعاملات المالية لجون مينارد كينز عام 1936، إذ اقترح فرض ضريبة على المعاملات في سوق (Wall street)، إذ رأى أن المضاربة المفرطة تزيد من تقلبات السوق، وقد حرص كينز على عدم تركها حرة، وسعى لضبطها قدر الإمكان، وبعيد سقوط نظام بريتون وودز، أعاد الاقتصادي (Tobin) إحياء فرض ضريبة على صفقات العملات، فيما اصطلح تسميته بضريبة (Tobin) أو روبن هود*، إذ أنه وفقاً لـ (Tobin) يجب فرض ضريبة بنسبة 1% على تحركات رؤوس الأموال الساخنة، بهدف استهداف الأطراف المشتركة بهذه المعاملات، التي قد تؤدي إلى انهيار السوق، كون مثل هذه العمليات تتم من قبل المضاربين، مع إعفاء رؤوس الأموال القادمة لأغراض

¹ مناصرة، حولة، مرجع سابق، 215.

* يعود سبب تسمية هذه الضريبة، بضريبة (روبن هود) للقصة الأسطورية التي كان بطلها المدعو روبن هود الذي كان يقود بعمليات السرقة للأغنياء، ومن ثم يقوم بتوزيع ما سرقه على الفقراء، وضريبة (Tobin) تنحو بنفس المنحى لكن بطريقة قانونية، إذ تسعى لإعادة توزيع الدخل، عن طريق فرضها على الأغنياء، وتوزيعها على الفقراء من خلال برامج الضمان الاجتماعي.

الاستثمار طويل الأجل، وقد كان الهدف الرئيس لهذه الضريبة تقليل تقلبات أسواق العملات، وتمكين الدول من تحقيق درجة أكبر من الاستقرار في سياساتها الوطنية، لذا وصف (Tobin) ضريته بأنها بمثابة إلقاء الرمال على عجلات المضاربين.

تشبه هذه الضريبة ضريبة رقم المبيعات، وهي عبارة عن ضريبة تستحق في كل مرة يتم فيها بيع أو شراء سهم أو سند أو غير ذلك من الأدوات المالية، و/ أو عندما تباع أو تشتري العملات الأجنبية، وقد تعاضمت أهمية هذه الضريبة خاصة بعد الأزمة المالية العالمية، إذ أن دافعي الضرائب الذين مولوا عمليات الإنقاذ للقطاع المالي عقب الأزمة، يريدون أن يستردوا ما دفعوا، أو على الأقل ألا يتورطوا في الدفع مرة أخرى، والبعض الآخر يريد أن يرى تحويل قدر أكبر من الأموال التي تعبر النظام المالي لأغراض الاستخدام العام¹، وتفرض معظم دول العشرين ضرائب على المعاملات المالية، وأكثرها شيوعاً هي الضريبة على السوق الثانوية، التي تبلغ نسبتها بين (0.10-0.50) %²، لكن الاقتصادات الناشئة لا تطبق هذه الضريبة على معاملات السوق المالية، ولكن يتجه العديد منها لفرض ضرائب على الاستثمارات قصيرة الأجل (مدتها أقل من سنة) بهدف تقليل آثار المضاربات، والدول التي تفرض ضرائب تركز أكثر على توزيعات الأرباح الرأسمالية، كما تتجه بعض الدول لإعفاء الأجانب وصغار المستثمرين³، كما أن هنالك العديد من الاقتصادات المتقدمة التي ألغت ضريبة المعاملات المالية خلال العقود الماضية؛ بسبب الضغوط التنافسية الناجمة عن العولمة، والتغيرات التكنولوجية، والتي جعلت من انتقال رؤوس الأموال إلى الأسواق الأخرى أقل تكلفة⁴، ويوضح الجدول التالي النسب المئوية للضرائب المفروضة على الأسهم في دول مجموعة العشرين:

جدول (2): الضرائب المفروضة على المعاملات المالية في دول مجموعة العشرين

الأرجنتين	0.6% على الأسهم، والسندات الحكومية والشركات	إيطاليا	0.1%
استراليا	لا يوجد على المستوى الفيدرالي، قد يوجد على مستوى الولايات	اليابان	لا يوجد
البرازيل	0.38% للعملات، 6% على قروض العملات قصيرة الأجل والسندات	المكسيك	لا يوجد
روسيا	0.2% على إصدارات الأسهم والسندات الجديدة	كندا	لا يوجد
الصين	0.1% على الأسهم	السعودية	لا يوجد
الاتحاد الأوروبي	0.1% على البائع والمشتري للأسهم والسندات (المجموع 0.2%)، 0.1% للمشتقات المالية	جنوب إفريقيا	0.25%
فرنسا	0.2% على الأسهم، 0.01% على الأوامر التي تم تعديلها من قبل التجار بشكل متكرر	كوريا الجنوبية	0.3% على الأسهم وسندات الشركات

¹ كوتاريلي، كارلو. (2010). نحو ضرائب عادلة وملتزمة في القطاع المالي. مدونة صندوق النقد الدولي الإلكترونية، صندوق النقد الدولي، متوفرة على الرابط:

<https://webcache.googleusercontent.com/search?q=cache:IXs-gjMXblMJ:https://www.imf.org/external/arabic/np/vc/2010/042510a.pdf+&cd=5&hl=en&ct=clnk>

²Thornto, M. (2012). Security Transaction Taxes: Issues and Evidence. *International Tax and Public Finance*, 19 (6), 884-912.

³ حجازي، منى. (2017/4/10). إشكالية فرض ضرائب الأرباح الرأسمالية. مصر: مركز البديل للتخطيط والدراسات الاستراتيجية.

⁴ Thornto, M. OP Cit. P 891.

تركيا	0.2% أجور على إصدار الأسهم، 0.6% إلى 0.75% أجور على إصدار السندات	ألمانيا	لا يوجد
الهند	0.1% على البائع والمشتري للأسهم والسندات (المجموع 0.2%)، (0.017% - 0.025%) لبيع الخيارات، 0.01% لبيع المستقبلات	المملكة المتحدة	0.5% على الأسهم
الولايات المتحدة	0.00184%، \$0.0042 على كل معاملة مستقبلات	إندونيسيا	0.1%

المصدر: ¹ Burman. L, Gale.w, Gault& etc. (2016). Financial Transaction Taxes in theory and practice, P176

ويرى أنصار ضريبة المعاملات المالية أنَّ هذه الضريبة تهدف لتحقيق الاتي:

- زيادة الإيرادات الحكومية؛ عبر زيادة حصيللة الضرائب.
- تسهم في الحد من تقلبات أسعار الأدوات المالية المتداولة في السوق.
- يسهم فرض الضرائب على الأسواق المالية في زيادة كفاءتها.
- إعادة توزيع الدخل بطريقة عادلة في المجتمع.

لكنَّ المعارضين لفرض الضرائب على الأسواق المالية، يرون أنَّ هذه الضرائب لا تحقق أيّاً من الأهداف التي يدّعي مؤيدوها أنَّها تسعى إليها، ويمكن تلخيص وجهات النظر هذه على الشكل التالي:

3-1-1 زيادة الإيرادات الحكومية عبر زيادة حصيللة الضرائب:

يرى مؤيدو فرض الضرائب على الأسواق المالية، أنَّ هذه الضريبة تسهم في زيادة الإيرادات الحكومية، إذ أنَّ العمليات التي تتم في السوق من السهل حصرها، ومن ثمَّ فمن الصعب التهرب منها، ممَّا يؤيد لتحقيق عوائد جيدة تغذي الخزينة، وتخفف من عجز الموازنة العامة، كما تسهم في تحقيق العدالة الضريبية بين مختلف القطاعات في الاقتصاد الوطني.

على حين أنَّ معارضي فرض الضرائب على الأسواق المالية، يروا أنَّ فرض الضرائب على السوق يؤدي لانخفاض عمليات التداول، ممَّا يؤدي للإضرار بالسوق، ولعدم تحقيق الإيرادات المطلوبة، وقد بينت الوقائع والدراستات التجريبية ذلك، إذ أنَّه عند فرض ضريبة المعاملات المالية على السوق المالية في مصر، كان الهدف المعلن تحقيق إيرادات بقيمة 10 مليارات جنيه مصري، لكن النتيجة كانت تحقيق إيرادات بقيمة أقل من 500 مليون جنيه مصري، مع تحقيق خسائر رأسمالية لأصول حكومية تجاوزت 10 مليارات جنيه التي كان مطلوب تحصيلها²، كما رأى (Umlauf)³ في دراسته التي أجراها على السوق المالية السويدية، بعد رفع معدلات الضرائب على المعاملات المالية، أنَّه يوجد تأثير ثانوي لفرض ضريبة المعاملات على إيرادات الأرباح الرأسمالية، إذ أنَّه نتيجة لفرض ضريبة المعاملات، انخفضت مستويات التداول في السوق، ممَّا أدى لانخفاض ضريبة الأرباح الرأسمالية بشكل كبير.

¹ Burman. L, Gale.w, Gault. S, Kim. B, Nunns. J & Rosenthal. S.(2016). Financial Transaction Taxes in theory and practice. *National Tax Journal*, 69 (1), 171-216.

² حجازي، منى، مرجع سابق.

³ Umlauf. S. R. (1993). Transaction taxes and the behavior of Swedish stock market. *Journal of financial Economics*, No 33, North-Holland.

3-1-2 المساهمة في الحد من تقلبات أسعار الأوراق المالية المتداولة:

يرى أنصار فرض الضريبة على الأسواق المالية أنَّ أحد الأسباب الرئيسية لحدوث التقلبات في أسعار الأوراق المالية هو مضاربات تجار الفوضى (Noise Traders)، إذ تؤدي مضاربتهم لإحداث التقلبات في السوق، مما يؤدي للتأثير في المستثمرين العقلانيين، من خلال زيادة مخاطر حيازة الأصول المالية، إذ أنَّ قواعد التداول لدى المضاربين الفوضويين لا تقوم على المعلومات الصحيحة، ويعتقد (Black, 1986) أنَّ المضاربين الفوضويين هم سمة أساسية من سمات الأسواق المالية، مما يعطي المستثمرين الرئيسيين فرصة للربح والتأثير في تقلبات الأسعار، وقد حُدّد نوعان مختلفان من المضاربين الفوضويين، أولاً: الذين يتاجرون بشكل فوضوي ويعتمدون في ذلك على نقاط للتحليل مختلفة، يعتقدون أنَّها معلومات، ثانياً: أولئك الذين يضاربون لمجرد التسلية، وضريبة المعاملات المالية (FTT) قد لا يكون لها تأثير كبير في النوع الثاني من المضاربين الفوضويين، ولكن بالنسبة للنوع الأول فإنَّها تجعل الصفقات تبدو أقلَّ ربحية، مما يُعَدُّ تثبيطاً لهم¹، وقد بيّن كلٌّ من (Kupiec, 1996) و (Dávila, 2013)² أنَّ ضرائب المعاملات المالية تسهم في ضبط التداولات الزائدة أو غير المحسوبة لدى المستثمرين، وإنَّ معدل الضريبة الأمثل يحقق التوازن بين المكاسب الناتجة عن انخفاض مضاربات الفوضويين، والخسائر الناجمة عن خفض مستويات التداول العقلانية.

لكنَّ المعارضين لفرض الضرائب يفنّدون آراء مؤيدي الضريبة، بأنَّ خفض التقلبات في السوق ليس من المؤكّد أنَّ يحدث نتيجة فرض ضرائب على المعاملات، إذ أنَّه من وجهة نظرهم فرض الضرائب على جميع المتعاملين وبدون استثناء، لا يؤثر في المضاربين الفوضويين فقط، ولكن أيضاً في المستثمرين الذين يؤدّون دوراً مهماً في تخفيض التقلبات، ولا يمكن استبعاد احتمال أنَّ فرض الضرائب على المعاملات من الممكن أنَّ يزيد التقلبات من خلال التأثير في المستثمرين العقلانيين، وبشكل أكثر جدية من المضاربين الفوضويين³، كما أنَّه يقلّل من حجم الصفقات نتيجة ارتفاع تكاليف المعاملات، إذ أنَّ بعض الصفقات التي تكون مربحة عند انعدام الضريبة، تصبح غير مربحة عند وجود الضريبة، ممَّا يدفعهم للابتعاد عن الصفقات الخاضعة للضريبة.

كما أنَّ دراسة (Auten & Matheson, 2010)⁴ بيّنت أنَّ ارتفاع بسيط في عمولات هيئة الأوراق والأسواق المالية الأمريكية، خفضت حجم التداول بشكل كبير، وذلك حتّى بالنسبة للأصول الأكثر سيولة في السوق، رغم أنَّ تكاليف المعاملات على الأصول السائلة تميل لتكون منخفضة، أي أنَّها لا تمثّل سوى جزء صغير من السعر، ممَّا يعني أنَّ هذه الأصول يمكن تداولها في كثير من الأحيان

¹ Burman. L, Gale.w& etc, Op Cit, P189.

² Dávila. E. (2013). **Optimal Financial Transaction Taxes**. Job Market Paper. Harvard University, Cambridge, MA.

Kupiec. P. H. (1996). Noise Traders, Excess Volatility, and a Securities Transactions Tax. **Journal of Financial Services Research**, 10 (2), 115–129.

³ Li Zhang. (2001). **The Impact of Transaction Tax on Stock Markets: Evidence from an emerging market**. M.S. Research Paper, East Carolina University, p 2.

⁴ Auten. G & Thornton. M. (November 18–20, 2010). **The Market Impact and Incidence of a Securities Transaction Tax: The Case of the US SEC Levy**. Paper presented at the 103rd Annual Conference of the National Tax Association, Chicago.

بتكلفة تراكمية منخفضة جداً، لكن زيادة ضئيلة في ضريبة المعاملات عليها، قد تؤدي لزيادة نسبية كبيرة في إجمالي التكاليف للأصول السائلة، وهو السبب في كون حجم التداول الخاص بها هو الأكثر حساسية للضريبة.

3-1-3 التأثير في كفاءة تخصيص الموارد في الأسواق المالية¹:

يعد المدافعون عن فرض الضريبة على الأسواق المالية أن من شأن فرض الضريبة على المعاملات أن يحسن من كفاءة تخصيص الموارد في السوق، ويرون أنها تجعل آفاق المديرين والمستثمرين طويلة الأجل، بدلاً من أن تكون قصيرة الأجل، إذ أن اعتماد هؤلاء على أساليب تخطيط قصيرة الأجل، يسبب حدوث أضرار للمشاريع طويلة الأجل، كما تقيد تنمية وتطور كلاً من الشركات والاقتصاد. وتسهم ضريبة المعاملات المالية في تثبيط الأنشطة غير المنتجة؛ نظراً لأن هذه الأنشطة خاضعة للضريبة بشكل كبير، مما يجعلها غير ذات مردودية، وإن اعتماد المديرين لاستراتيجية طويلة الأجل، يساعد على تخصيص الموارد بشكل أكثر كفاءة.

كما أن المعارضين يعترفون بأن فرض الضريبة يساعد في تحسين كفاءة السوق في بعض النواحي، لكنهم يرون أن هنالك آثاراً كبيرة تحدثها الضريبة في كفاءة السوق أيضاً، إذ يرون أن من شأنها تشويه المحافظ المثلى، إذ يعدون أن المحفظة المثلى يمكن أن تكون أكثر كفاءة، عندما لا يكون هنالك أعباء ضريبية على الأوراق المالية، فالتكلفة النسبية للفئات المختلفة من الأوراق المالية تتغير عند إضافة الضرائب عليها، فعلى سبيل المثال تؤثر زيادة ضريبة المعاملات سلباً في الأوراق المالية ذات الطبيعة قصيرة الأجل ويتم تداولها بشكل كبير، وتبعاً لذلك فإن المحفظة المثلى ستتغير وفقاً لذلك، مما يؤدي لتشويه تخصيص الموارد في المحفظة الأصلية، ومن ثم جعل السوق أقل كفاءة، كما يمكن أن ينجم عن فرض ضريبة المعاملات أيضاً، أثر غير مباشر في سيولة الأصول، فكما تزيد الضريبة من تكاليف المعاملات، ستخفض وتيرة المعاملات أيضاً لتجنب العبء الضريبي المرتفع، وعند حدوث ذلك يصبح السعر الحالي للأصل مضللاً، وغير متناسق مع قيمته الفعلية، وسوف يستغرق وقتاً أطول لتصحيح التفاوت؛ بسبب عدم وجود ما يكفي من المعاملات، وفي هذه الحالات، تصبح السوق غير فعالة.

4-1-3 إعادة توزيع الدخل بطريقة عادلة بالمجتمع:

إن مؤيدي فرض الضرائب على الأسواق المالية، يجدون فيها إحدى الوسائل التي يمكن من خلالها للحكومة إعادة توزيع الدخل بين الطبقات الاجتماعية في المجتمع، إذ من وجهة نظرهم فإن مالكي الأوراق المالية بكميات كبيرة من الأغنياء يجرون عمليات بيع وشراء أكثر من غيرهم، مما يؤدي لتحمل هؤلاء لنسبة أكبر من الضريبة، مما يساعد الحكومة على رفد موارد الخزينة بإيرادات إضافية على حساب هؤلاء، واستخدام هذه الإيرادات في برامج الإنفاق العام، مما يؤدي لدعم الطبقات الاجتماعية الأخرى في المجتمع.

لكن الرافضين للضريبة يرون أن ليس الأغنياء فقط هم حاملو الأوراق المالية، لاعتبارها موجهة لهذه الشريحة فقط، كالضرائب على السيلع الكمالية، فالفقراء أيضاً يمتلكون أوراقاً مالية — نظراً لتحول الأوراق المالية كأحد الوسائل الادخارية لذوي الدخل المحدود

¹ بسبع، عبد القادر، مرجع سابق، ص 154-155.

والعاطلين عن العمل والمتقاعدين، التي قد توفر دخلاً لهم أيضاً، ومن الممكن أن تكون وطأة الضريبة على هؤلاء الفقراء، أكبر من وطأتها على الأغنياء، الذين يملكون مصادر إيرادية أخرى، تساعد على امتصاص أثر الضريبة على دخولهم، الأمر الذي قد لا يتوفر للفقراء، كما أنه ليس من المؤكد أن يتم استخدام متحصلات الضريبة للإنفاق على الفقراء، إذ أنه عند زيادة الإيرادات الحكومية، قد توجه بعض هذه الإيرادات لمشاريع تعود منفعتها بشكل أكبر على الأغنياء من الفقراء.

3-2: أثر ضريبة الأرباح الموزعة في سوق الأوراق المالية:

يُعدُّ تأثير سياسة توزيع الأرباح في أسعار الأسهم من أكثر الموضوعات جدلاً، إذ أنه يمثل حلقة الوصل بين قراري الاستثمار والتمويل في الشركات، الذين يحددان صافي التدفُّقات النقدية التي تحققها الشركات، والمخاطرة التي قد تتعرَّض لها هذه التدفُّقات، ومن ثمَّ يحددان القيمة السوقية للشركة في ظلِّ أسواق المال الكفؤة¹، وإنَّ سعر الورقة المالية الذي يحمل في طياته أرباحاً نقدية، لا يمكن أن يكون معادلاً لسعر الورقة المالية الذي لا يحمل أرباحاً.

وتنعكس السياسة الضريبية المتبعة من قبل الحكومة على الأرباح التي تحققها الأسهم على اختلافها، ممَّا يؤثر في أسعار هذه الأسهم بشكل مباشر سلبي، ويمكن تفسيرها من خلال نظرية التفضيل الضريبي.

3-3: نظرية التفضيل الضريبي:

ترى هذه النظرية أنَّ الضريبة على التوزيعات النقدية أكبر منها على الأرباح الرأسمالية الناتجة عن بيع الأسهم، كما أنَّ الضرائب على الأرباح الرأسمالية من الممكن أنَّ توجَّه إلى المستقبل، إذ إنَّها لا تدفع إلَّا في حالة التخلِّي عن السهم، بينما ضرائب التوزيعات فأثما تستحقُّ السداد فوراً، كما أنَّ ذلك يعود لمبدأ القيمة الزمنية للنقود، إذ أنَّ وحدة النقد التي تدفع كضريبة مستقبلاً أقلَّ من تكلفة الوحدة النقدية التي تدفع حالياً، ممَّا يدفع المستثمرين لتفضل الأرباح الرأسمالية²، وهو ما يدفعهم للاستثمار في شركات تحتجز الأرباح بدلاً من توزيعها، إذ يفضل المستثمرين الذين يخضعون لمعاملة ضريبية تمييزية على الأرباح الرأسمالية -معدَّل ضرائب منخفض وقابلة للتأجيل- لحياة أسهم ذات توزيعات منخفضة، وهو يعني أنَّ سياسات توزيعات الأرباح قد يترتب عليها ما يعرف بأثر الزبائن الناتج عن الضرائب (Client Effect)³، وهو ما يؤدي لحدوث تقلبات في أسعار الأسهم تبعاً لهذه الأسباب.

رابعاً: أثر التقلبات في الأسواق المالية في الضرائب⁴:

تحدث التغيُّرات في أسواق المال تأثيرات مختلفة على الضرائب التي تحصلها الحكومة، إذ تؤثر التغيُّرات في أسعار الأصول المالية في الضرائب المفروضة والمتعلِّقة (بالربح / الخسارة) في رأس المال، التي عادةً ما يتمَّ تسجيلها كجزء من الضرائب المباشرة على الأسر

¹ حيدر، مضر. (2014). تأثير المحتوى الإعلامي لسياسات توزيع الأرباح غير النقدية على أسعار الأسهم العادية. رسالة ماجستير، كلية الاقتصاد، جامعة تشرين، سورية، ص 2.

² المرجع السابق، ص 44.

³ Baker .H .K. (2002). Revisiting the dividend puzzle: Do all of the prices now fit?. Review of Financial Economics , No 11, North-Holland, p: 243.

⁴ Eschenbach, F. & Schuknecht, L. (2002). Asset prices and fiscal balances. European Central Bank, ECB Working Paper No 141, PP 10-12.

والشركات، إذ أنه قد تتأثر ضرائب الدخل الشخصي بعدة طرق:

أ- إذا كانت الأرباح الرأسمالية من مبيعات الأصول الخاصة تخضع للضريبة.

ب- إذا أثرت تقلبات أسعار الأصول في الأرباح، وتوزيعات الأرباح التي تغذي ضرائب الدخل الشخصي.

ت- هيكل الملكية والتشتت (Ownership structure and dispersion) * يؤثر أيضا في العلاقة بين أسعار الأصول وإيرادات ضريبة الدخل الشخصي.

كما أنه في حال كان الأصل عنصراً أساسياً في تركيبة الميزانيات المعيشية للأسر (على سبيل المثال حصّة كبيرة من الثروة التي يحتفظ بها كأسهم أو عقارات)، من المتوقع أيضاً أن تكون الآثار أكبر، كما أنه قد تتأثر إيرادات دخل الشركات بتغيرات أسعار الأصول، إذا كانت المكاسب ذات الصلة تؤثر في القاعدة الخاضعة للضريبة ** (والتي تكون أكبر في القطاع المالي)، وقد تؤثر الأرباح أو الخسائر الرأسمالية في الإيرادات الضريبية بشكل فوري، أو بفارق زمني، وذلك مرهون بقواعد الضرائب، وبصفة خاصة ما إذا كانت أرباح رأس المال تخضع للضريبة عند استحقاقها أو تحقيقها، وعلى حجم الخسائر التي يمكن خصمها من المستحقات الضريبية؛ نظراً لتزايد الممتلكات الدولية من الأصول، فإن المتغيرات المالية ليست فقط رهناً بتقلبات أسعار الأصول المحلية؛ إذ قد تضطر الشركات التي تمتلك أصولاً في الخارج لدفع ضرائب على الأرباح الرأسمالية للاستثمارات التي تمتلكها، أو قد تكون قادرة على شطب الخسائر مقابل الإعفاء من دفع الضرائب المحلية، وقد تصبح ميزانيات مؤسسات القطاع المالي أكثر عرضة للتقلبات الخارجية؛ إذا كان هنالك حصّة كبيرة من القروض والخدمات المالية تذهب للأجانب.

خامساً: إطار مقترح لاستخدام الضرائب للحد من المضاربات العبثية في الأسواق المالية الناشئة والنامية:

يتوقّر للحكومات في الاقتصادات المتقدمة ميزات وقدرات تسمح لها بفرض الضرائب والعمولات على الأسواق المالية فيها، بشكل قد لا يكون متاحاً في الاقتصادات الناشئة والنامية، ممّا يجعل الحكومات فيها غير قادرة على تحقيق أهدافها التي قد تكون وضعها عند تخطيطها لفرض الضرائب على الأسواق المالية، كما أن ضعف هذه الأسواق وضيقتها، وتوقّر البدائل للمستثمرين الأجانب في أسواق أخرى، يجعل منها غير فعّالة.

لذا فبدلاً من توجّه هذه الأسواق لفرض الضرائب بهدف زيادة الإيرادات الحكومية، أو الحدّ من المضاربات العبثية، وما إلى ذلك من الأسباب، نرى أن عليها التوجّه للحدّ من مضاربات رؤوس الأموال الساخنة فقط، فاتحة المجال لزيادة الاستثمارات المحلية في أسواقها المالية، وجاذبة للاستثمارات الأجنبية من خلال توفير فرص استثمارية جيّدة لها، حتّى ولو كان في ذلك بعض الإثراء لهذه الاستثمارات على حساب الخزينة الحكومية، إذ أن إعفاء هذه الاستثمارات من الضرائب يتعارض مع مفهوم العدالة الضريبية، كون

* Ownership structure and dispersion: وهو عبارة عن مدى تركز ملكية الشركات المدرجة في السوق المالية بيد مالك واحد أو عدد من المالكين الكبار، أو من قبل أقل عدد

ممكن من المالكين الموزعين.

** القاعدة الضريبية هي المبلغ الإجمالي للأصول أو الدخل الذي يمكن أن يخضع للضريبة من قبل سلطة الضرائب، ويتم استخدامه لحساب الالتزامات الضريبية.

أرباح الصناعيين والتجار تخضع للضريبة، فلم لا تخضع أرباح المستثمرين لذات الشيء، على الرغم من الاستفادة من الصناعيين والتجار بصفة مباشرة وفي مجالات مختلفة؛ كالمساهمة في تخفيض معدلات البطالة وزيادة الناتج المحلي¹، لكن التنمية التي تشهدها هذه البلدان بحاجة لرؤوس أموال ضخمة، لن تغني الإيرادات التي يمكن تحصيلها من ضرائب الأسواق المالية عنها، في حال عزوف المستثمرين عن الاستثمار فيها.

وبناء على ما سبق يجب على الجهات المسؤولة عن الأسواق المالية النامية والناشئة السعي لتنميتها؛ من خلال جعلها جذابة لكل من المستثمرين المحليين والأجانب، وذلك بهدف تطويرها وتوسعتها، وجعلها مستقرة وغير خاضعة للتذبذبات الكبيرة، التي يحدثها المضاربون، وأصحاب رؤوس الأموال الطيارة، وخاصة الأجنبية منها، ويُعد فرض ضرائب على استثمارات هؤلاء إحدى الوسائل الأفضل والأكثر فعالية، للحد من مضارباتهم العنيفة التي تؤدي لإحداث تشوهات كبيرة في السوق، كونها لا تؤثر في حرية التداول، ولا تعطي صورة عن وجود تدخل حكومي فيه، إذ تعد كأشكال التنظيم الإداري للسوق.

فمثلاً ليس من مصلحة أي سوق دخول مستثمرين بفترة زمنية متوافقة تقريباً، يرفعون من حجم التداولات والصفقات وأسعار الأوراق المالية المتداولة، مما يؤدي لارتفاع المؤشر بمقدار عشر نقاط أو عشرين نقطة مثلاً، ومن ثم انسحابهم فجأة من السوق بعد جني الأرباح، عند وصول المؤشر لقمة مرتفعة؛ نتيجة الفقاعة السعرية التي صنعها هؤلاء، مما قد يؤدي لانحيار المؤشر، وتراجع أضعاف الارتفاع الذي قد وصل له، مما ينعكس على الثقة في السوق، وما يجعله عرضة للتلاعب الكبير من قبل هؤلاء الذين قد يكونون مدفوعين بعدة أسباب للإقدام على مثل هذه الأفعال، أولها استخدام أسلوب تشكيل الفقاعات السعرية لتحقيق الأرباح، وآخرها دوافع سياسية قد يكونون مدفوعين لتحقيقها من خلال هذا الباب الاقتصادي، وفي سبيل الحد من مضاربات رؤوس الأموال هذه نرى وجوب اتباع ما يلي:

- 1- وضع رقابة شديدة على رؤوس الأموال الأجنبية الداخلة للأسواق المالية، ترتفع نسبة المتابعة لها وفق شرائح متعددة، حسب حجم الأموال التي أدخلها مستثمر معين، وفيما إذا تم توجيه هذه الأموال لقطاع معين، أو لشركة محددة والسيطرة على نسبة تتجاوز الـ 20% مثلاً من حجم رأس المال فيها، مما يضع هذا المستثمر تحت شروط الاحتفاظ لفترة زمنية قد تصل لسنتين، شريطة أن يتم التنازل أيضاً عن الملكية فيها بعد ذلك بشكل تدريجي، على مدى 6 أشهر مثلاً.
- 2- أن يتم وضع شروط على المستثمرين الذين يتم تصنيفهم وفق شرائح عليا على وجه الخصوص، حسب رأس المال الذي استثمروه، ألا تقل نسبة استثماراتهم خلال السنة الأولى لدخولهم السوق عن 30%، من حجم رأس المال الابتدائي الذي دخلوا به.
- 3- عدم السماح للمستثمرين الجدد ببيع وشراء السهم ذاته خلال الشهر ذاته أكثر من مرة.

¹ حجازي، منى، مرجع سابق.

وفي ضوء هذه الشروط ولجعل السوق تبقى جذابة ومفتوحة للمستثمرين، وعند تجاوزهم للشروط المحددة هذه، يتم فرض ضرائب رادعة لهم فقط، تجعل من الأرباح التي من الممكن أن يحصلوا عليها خالية من أي قيمة، قد تصل لنسبة 80% من الأرباح الرأسمالية التي يحققونها، مع وجود إمكانيات المنع لحالات البيع كلياً، خاصة في حالات الاستحواذ الكبيرة، وتسهم هذه الضرائب في ترسيخ الدور الرقابي للسوق، من دون الإضرار بصورتها الشاملة، وإعطاء صورة أنها سوق طاردة لرؤوس الأموال، كونها لا تمثل فرصاً استثمارية جذابة.

المبحث الثالث

العلاقة بين الإنفاق العام وأسواق المال

تمهيد:

هدف إنشاء الأسواق المالية عند تأسيسها لإشباع الحاجات التمويلية والاستثمارية للمتعاملين فيها، ومن ثمّ أضحت ضرورة حتمية تتطلبها المعاملات المالية والاقتصادية بين الأفراد والمؤسسات والشركات، فهي تساعد على تحقيق موازنة فعّالة بين قوى العرض والطلب، وتساهم في تحقيق التنمية الاقتصادية، وتزيد أهمية أسواق الأوراق المالية في المجتمعات التي تتسم بالحرية الاقتصادية، والتي يعتمد فيها الاقتصاد الوطني على المبادرات الفردية والجماعية، وتستمد أسواق المال أهميتها من الدور الذي تقوم به، فهي أداة فعل غير محدود في الاقتصاد القومي، تؤثر في مختلف جوانب الاقتصاد ومجالاته، وفي الوقت نفسه تتأثر بما يحدث به¹، وهو ما يؤدي من جراء هذا التفاعل لإحداث آثار جديدة.

ويُعَدّ الإنفاق العام إحدى الأدوات المالية الرئيسية، التي تسعى الحكومة من خلالها لتحقيق الاستقرار الاقتصادي، ورفع معدلات النمو، وزيادة معدلات التنمية الاقتصادية، وله تأثير كبير في العرض والطلب الكليين في الاقتصاد، وهو ما يعطيه القدرة على التأثير في أنشطة المؤسسات والشركات والأفراد في المجتمع، من خلال تحفيز أنشطتهم، أو من خلال مزاحمتها والتأثير سلباً فيها، وذلك وفقاً لما قد تتطلبه ظروف الاقتصاد الوطني.

لذا ووفقاً للدور الذي يقوم به كلٌّ من الإنفاق العام والأسواق المالية في الاقتصاد، يحدث تأثير متبادل بينهما وتفاعل في الأنشطة والمهام الموكلة لكلٍ منها على حدة، إذ قد يساهم التوسع في الإنفاق الحكومي، لخلق وجهات نظر متفائلة حيال الوضع الاقتصادي، ممّا يؤدي لتحفيز وتنشيط التداولات في السوق، وهو ما يرفع من مؤشرها العام، ويحدث العكس في حال تخفيض حجم الإنفاق، أو اتباع سياسات انكماشية، ويؤدي أسلوب وطريقة تمويل الإنفاق الحكومي دوراً في التأثير في السوق، إذ أنّه قد يحوّل التوسع في الإنفاق العام عن طريق حرمان الأفراد والمؤسسات الخاصة من الموارد المتاحة في الاقتصاد، وهو ما ينعكس سلباً على أدائها، وعلى أداء الأسواق المالية؛ نظراً لارتباطها بها بأشكال متعدّدة.

وفيما يلي نستعرض بشكل موجز الدور الذي يؤديه الإنفاق العام في النشاط الاقتصادي، وفي مزاحمة الاستثمار الخاص، والآثار التي يحدثها بالتالي على الأسواق المالية، والآليات التي ينتقل من خلالها الأثر إلى السوق، كما نتناول بالشرح التأثيرات التي تحدثها تقلّبات الأسواق المالية على الإنفاق العام:

¹ عباس، مناضل، والجواري، حسين. (2009). واقع الأسواق المالية على المستويين العربي والعالمي مع تعليق قياسي. مجلة جامعة بابل، العدد 17، ص 286-287.

أولاً: الآثار الاقتصادية للإنفاق العام:

يتملك الإنفاق الحكومي تأثيرات كبيرة مباشرة وغير مباشرة في مختلف النواحي الاقتصادية الوطنية، إذ يؤثر بشكل مباشر في الإنتاج والبطالة والادّخار والاستثمار، ويؤثر بشكل غير مباشر في مستويات الاستهلاك والإنتاج القومي، ويسهم بإعادة توزيع الدخل الوطني، ونوجز هذه الآثار فيما يلي:

1-1 الآثار الاقتصادية المباشرة للإنفاق العام:

ينجم عن قيام الحكومة بعمليات الإنفاق، إحداث تأثيرات في رغبات الأفراد والشركات، بالإنتاج والادّخار والاستثمار والاستهلاك، إذ يسهم قيام الحكومة بمهامها، بتحريك النشاط الاقتصادي، حتى لو لم يسهم بالإنتاج بشكل مباشر، كما أنّ إنجاز المؤسسات الحكومية لبعض المشاريع، التي من الممكن أن يحجم عنها القطاع الخاص^{*}، يؤدي لانتقال بعض عوامل الإنتاج إليها، كما أنّ الإعانات التي تقدّمها الحكومة للمنتجين، لدعم أسعار بعض السلع عن طريق تخفيض تكاليفها، يسهم في انتقال بعض المنتجين لإنتاجها؛ بهدف الاستفادة من هذه الإعانات، وتؤدي زيادة الدعم الحكومي لبعض الهيئات المحلية بين المناطق المختلفة، لانتقال المنتجين إليها أيضاً، وتحريك عجلة الإنتاج والعمالة فيها، وعليه فإنّ عمليات التحويل التي تجري من خلال الإنفاق العام من وجهة النظر الحكومية، التي تسعى الحكومة من خلال الإنفاق العام لها، هي زيادة الإنتاج عن طريق الإعانات المباشرة التي توجه للقطاع الخاص، أو عن طريق المشاريع التي تقوم بها مؤسسات القطاع العام، ونتيجة لارتفاع سوية الإنتاج، وزيادة الطلب الكلي في الاقتصاد، يرتفع الطلب على اليد العاملة، وتزداد فرص العمل، وتنخفض معدلات البطالة، وكمحصلة لزيادة قدرة الأفراد والشركات على العمل والإنتاج، ترتفع مستويات الدخل، ممّا ينجم عنه زيادة معدلات الادّخار في المجتمع، التي يتمّ تجميعها عن طريق الجهاز المالي والمصرفي، ومن ثمّ تحويلها على شكل قروض وتمويلات لإنشاء مشاريع جديدة، تسهم بزيادة الاستثمارات في القطاعات الاقتصادية المختلفة في المجتمع، ويمكن تلخيص ذلك بالآتي: أنّ زيادة الإنفاق العام تؤدي لتوليد الدخل لعناصر المجتمع على اختلافهم (شركات وأفراد)، وينتج عن إعادة إنفاق هذه الدخل، سلسلة من الزيادات في حجم الإنفاق الاستهلاكي والاستثماري والادّخار، تؤدي بدورها لآثار مهمة في الطلب والإنتاج والعمالة¹.

2-1 الآثار الاقتصادية غير المباشرة للإنفاق العام:

ينتج عن قيام الحكومة بعمليات الإنفاق العام، إحداث آثار اقتصادية غير مباشرة على الاقتصاد الوطني، إذ يؤثر الإنفاق في الاستهلاك والإنتاج القومي، فيما يطلق عليه أثر المضاعف^{**}، وتبنى فكرة المضاعف على أنّ القيام بالإنفاق الاستثماري، من شأنه

^{*} إذ إنّ قد يحجم القطاع الخاص عن القيام ببعض المشاريع (كمشاريع البنى التحتية مثلاً)، نظراً لعدم ربحيتها، أو لعجزه عن توفير رؤوس الأموال اللازمة لها.

¹ كنعان، علي، الاقتصاد المالي، مرجع سابق، ص 289.

^{**} ويُعدّ "كاهن" أول من أدخل فكرة المضاعف إلى النظرية الاقتصادية، في محاولته لقياس العلاقة الكمية بين الزيادة في التشغيل والاستثمار، على حين أن "كينز" استخدم فكرة المضاعف لبيان أثر الاستثمار في الدخل القومي، ويعبر مضاعف الاستثمار عن العلاقة بين التغيّر في الاستثمار المستقل، والتغير في الدخل القومي، إذ يظهر مضاعف الاستثمار عدد المرات التي يزداد بها الدخل القومي نتيجة للتغير في الإنفاق الاستثماري، وبحسب بالعلاقة التالية: $M = \frac{\Delta Y}{\Delta I}$.

أنَّ يؤديّ لزيادة الدخل القوميّ بأضعاف، والعكس صحيح، إذ يؤديّ التوسُّع في الإنفاق الحكوميّ إلى توزيع دخول جديدة، تتمثّل في دخول عوامل الإنتاج، ويخصّص المستفيدون من هذه الدخول جزءاً منها للإدّخار، وجزءاً للإنفاق على الاستهلاك.

فيعتمد المضاعف على الميل الحدي للاستهلاك والإدّخار، إذ يؤديّ الجزء المخصّص للاستهلاك لزيادة استهلاك السلّع، ممّا ينتج عنه توليد دخول جديدة، توزّع بدورها بين الاستهلاك والإدّخار، وهكذا تتوالى الزيادة في الدخول الجديدة من خلال دورة الدّخل، في سلسلة متتالية من الإنفاق الاستهلاكي المتناقص، فيما يطلق عليه بالاستهلاك المؤلّد، الذي يشكّل في مجموعه زيادة إجماليّة في الدخل القومي، تفوق التوسُّع الأولي بالنفقات العامّة¹.

كما أنَّ الآثار غير المباشرة التي تحدثها النفقات العامّة، لا تقتصر على الإنتاج القومي، في الزيادة المتتالية من الاستهلاك المتولّد عن الإنفاق الأولي، لكن هنالك آثار تحدثها في الطلب على أموال الاستثمار، وهو ما يعرف بالاستثمار المؤلّد أو المتتابع، أي الاستثمار الذي يشتقّ من الطلب على السلّع الاستهلاكية؛ إذ أنَّ زيادة الطلب على السلّع الاستهلاكية بفعل الإنفاق العام، سيترتّب عليه تغيير أكبر في الإنفاق الاستثماري، من خلال زيادة الطلب على وسائل الإنتاج الثّابتة، من قبل المشاريع التي زاد الطلب على منتجاتها، وهو ما يعرف بأثر المسارع أو المعجل*، ويتوقّف أثر المعجل على ما يسمّى مُعامل رأس المال (معامل الاستثمار)، أي التعبير عن العلاقة الفنيّة بين رأس المال والإنتاج، إذ يحدّد مُعامل رأس المال، ما يلزم من الأموال لإنتاج وحدة واحدة من سلعة ما، أي فيما إذا ارتفع الطلب النهائي على سلعة، يقتضي هذا الارتفاع زيادة الإنتاج لمقابلته، أي ضرورة التوسُّع، وبالتّسبة نفسها في رأس المال المستخدم لإنتاج هذه السلعة، ولا تتوقّف الزيادة عند هذا الحدّ بل ينتج عنها سلسلة متتالية من الاستثمارات المؤلّدة².

كما أنّه من الممكن للنفقات العامّة، أنّ تسهم في إعادة توزيع الدخل القومي، بين مختلف فئات المجتمع، وذلك من خلال نقل الدخل من مجموعة أو فئة معيّنة، إلى مجموعة أو طبقات معيّنة أخرى، ويتوقّف ذلك على الأهداف الاجتماعية والاقتصاديّة المتوخاة، وحسب الظروف الاقتصاديّة السائدة، وذلك عن طريق تقديم الإعانات المختلفة، ودعم برامج الصّحّة والتعليم، وبعض أسعار السلّع الأساسيّة.

لكنّ قدرة الإنفاق الحكوميّ على زيادة النشاط الاقتصادي ليست بدون حدود، أي أنَّ التوسُّع في الإنفاق الحكوميّ لا يحدث زيادة في معدّل النمو الاقتصادي دائماً، فقد أوضح (Chehy) أنَّ الإنفاق العام يحدث أثراً إيجابياً في النمو الاقتصادي ما لم تتعدّد نسبته 15% من الناتج المحلي، أمّا في حال ارتفع الإنفاق لأكثر من ذلك فيصبح تأثيره سلبياً، وذلك كما هو مبين بالشكل التالي³:

إذ أن: M : المعامل العددي للمضاعف، ΔY : التغيّر في الدخل القومي، ΔI : التغيّر في الاستثمار.

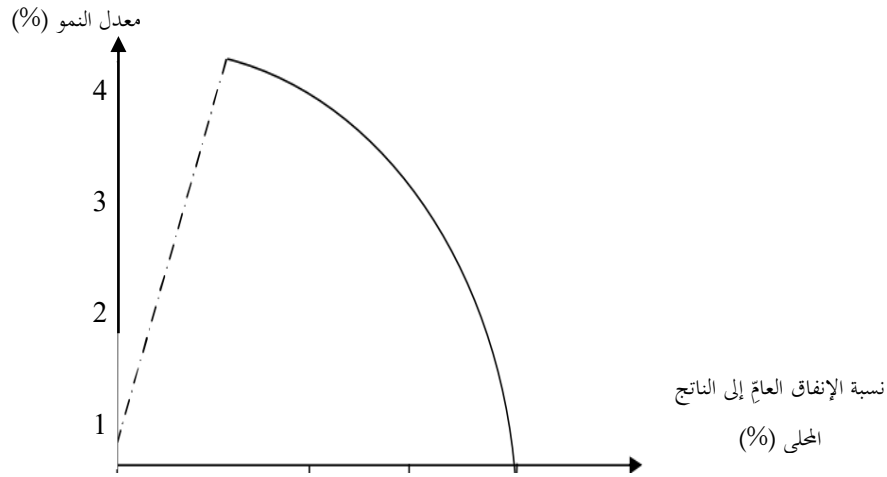
¹ الخصاونة، محمد. مرجع سابق، ص 81.

* ويتم احتساب المسارع / المعجل بقسمة التغيّر في الاستثمار على التغيّر في الاستهلاك: $\frac{\Delta I}{\Delta C}$

² المرجع السابق، ص 82 – 83.

³ Pascual.M, & Garcia.S. (2006). **government spending and economic growth in the European Union countries**. Facultad de CCEE y EE. University of Cantabria & University of Oviedo, Spain, P4.

الشكل (20): العلاقة بين الإنفاق العام والنمو الاقتصادي



المصدر: Pascual.M, & Garcia.S, government spending and economic growth in the european union countries

ويظهر الشكل (20) أعلاه أنه مع التوسع في الإنفاق الحكومي، يتناقص معدل النمو الذي من الممكن أن يحققه الاقتصاد، وذلك بعد الوصول لنقطة معينة، إذ يتحول أثر التوسع في الإنفاق في معدل النمو إلى أثر سلبي.

ثانياً: دور الإنفاق العام في مزاحمة الاستثمار الخاص¹:

اختلفت المدارس الاقتصادية في تحديد العلاقة بين الإنفاق الحكومي والاستثمار الخاص، وتأثير هذه العلاقة في معدل نمو استثمارات القطاع الخاص، فلم يفضل الاقتصاديون الكلاسيك قبل الكساد العظيم استخدام الإنفاق العام لتحقيق الاستقرار الاقتصادي، بل على العكس كان هنالك العديد ممن عارضه وذلك بناء على وجهة نظر فلسفية، لكن معظم الانتقادات التي كانت توجه للتوسع بالإنفاق الحكومي كانت تقوم على نظرية المزاحمة، إذ رأوا أن القطاع الحكومي يزاحم القطاع الخاص على الموارد المتاحة في السوق المحلية، فعلى سبيل المثال عارض آدم سميث المشاركة الحكومية الواسعة في النشاط الاقتصادي لأسباب المزاحمة، واعتبر سميث أن العمل الحكومي غير منتج، وأدان نقل الموارد من القطاع الخاص، سواء عن طريق الضرائب أو الاقتراض، ورأى الاقتصاديون الذين جاؤوا بعد سميث ك (جون ستيوارت ميل وساي)، أن في وجهة نظر سميث أقصى ضمان للعمل الكامل، أي أن الإنفاق الحكومي غير ضروري لتحقيق الاستقرار؛ لأن الاستثمار الخاص كاف للاستفادة من الأموال التي توفرها المدخرات الخاصة.

لكن على النقيض من وجهة النظر التقليدية التي تبنت عوامل العرض طويلة الأجل، ترى المدرسة الحديثة أن الإنفاق الحكومي يساعد على نمو استثمارات القطاع الخاص، ويزيد من معدل النمو الاقتصادي، وقد كان تحليل كينز في كتابه النظرية العامة في التشغيل والفائدة والنقد موجه نحو اعتبارات الطلب على المدى القصير، وكان كلا الرأيين قد صاغ وجهة نظره بناء على الشروط الحقيقية وليس الاسمية، ومن ثم فإن أيًا من هذين النهجين يتعامل في المقام الأول مع تراجع الإنفاق الخاص لصالح زيادة الإنفاق الحكومي.

¹ Spencer. W.R& Yohe. W.P. (1970). *The "Crowding Out" of private Expenditures by Policy Actions*. Federal reserve bank of St. Louis, P17.

وتتمثل ظاهرة المزاحمة (Crowding Out) بتراجع في النشاط الاقتصادي الخاص، بسبب التوسع في النشاط الاقتصادي للحكومة، أي هي إبعاد وإقصاء القطاع الخاص من النشاط الاقتصادي، ويمكن تعريف درجة المزاحمة: بأنها نسبة التغير في حجم النشاط الاقتصادي الخاص، نتيجة للتغير في حجم النشاط الاقتصادي العام.

ويمكن التعبير عن ظاهرة المزاحمة من خلال النموذج الرياضي التقليدي التالي:

1- المزاحمة الحقيقية:

$$\frac{dY^o}{dG^o} \approx 0 \quad \text{و} \quad dM^o = 0$$

2- المزاحمة الاسمية:

$$\frac{dY}{dG} \approx 0 \quad \text{و} \quad dM = 0$$

وتعني هذه العلاقات ما يلي:

$$\frac{d(Y^o - G^o)}{dG^o} \approx -1 \quad \text{و} \quad dM = 0 \quad 3-1$$

أو:

$$\frac{d(Y - G)}{dG} \approx -1 \quad \text{و} \quad dM = 0 \quad 4-1$$

إذ إن:

Y : إجمالي الإنفاق

G : الإنفاق الحكومي

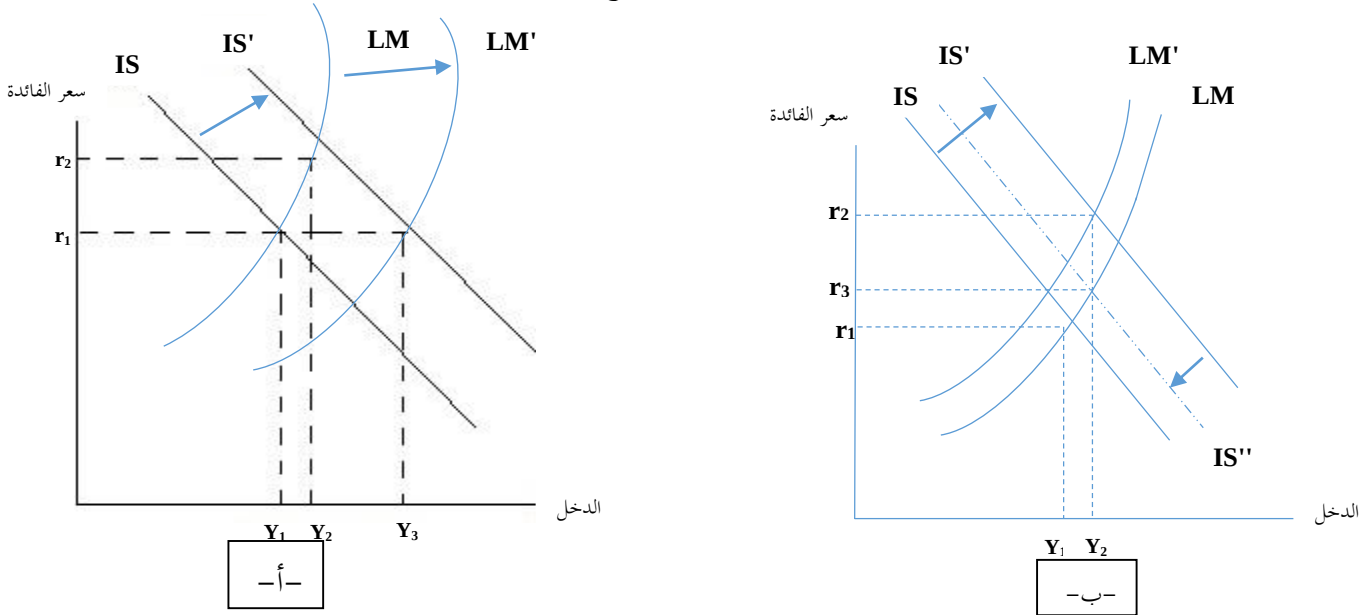
M : العرض النقدي

وبلاحظ من الشكل (21) أدناه وكما هو مبين في القسم (أ)، أنه في حال كان منحنى (LM) منحدرًا بشكل حادٍ، فإنَّ زيادة الإنفاق الحكومي سينعكس بإحداث انتقال سلبي للمنحنى (IS)، ممَّا يؤدي لارتفاع حادٍ في أسعار الفائدة من (r_1) إلى (r_2) ، والذي لا يؤدي لزيادة في الدخل، أو يترافق مع ارتفاع بسيط من (Y_1) إلى (Y_2) كما هو موضح بالشكل، ويشير منحنى (LM) حاد الانحدار إلى أنَّ التأثيرات المثبطة لهذه الإجراءات على الاستثمار الخاص تكون كبيرة.

كما أنَّ كينز قد اعترف بوجود تأثير آخر للإنفاق الحكومي من خلال علم النفس التجاري، إذ رأى أنَّ الحكومة من الممكن أنَّ تزدحم الاستثمار الخاص، إذ أنَّ البرامج الحكومية ومن خلال تأثيرها على "الثقة"، يمكن أنَّ تزيد من تفضيل السيولة، أو تقلل من الكفاءة الهامشية لرأس المال، والتي من الممكن أنَّ تؤثر في الاستثمار الخاص، ما لم يتخذ التدابير اللازمة لمقابلتها، إذ أنَّه إذا ازداد الإنفاق الحكومي كما هو مبين في الجزء (ب)، وانتقل منحنى (IS) إلى (IS') ، فإنَّه قد يؤدي إلى عكس تأثير تفضيل السيولة، إذ أنَّ منحنى (LM) ينتقل ليسار لـ (LM') ، ويزداد الدخل قليلاً من (Y_1) إلى (Y_2) ، وإذا تأثرت الكفاءة الحديثة لرأس المال بشكل

سليبي، ينتقل منحنى (IS) ليسار إلى (IS'')، وذلك عند مستوى الدخل ذاته (Y_2)، ويعتمد حجم هذه التحولات في المنحنيات، للاستجابة المفترضة لزيادة الإنفاق الحكومي.

الشكل (21): المزامنة في إطار نموذج IS-LM



المصدر: ¹ Spencer. W.R& Yohe. W.P. (1970). The "Crowding Out" of private Expenditures by Policy Actions

وتجد العلاقة بين الإنفاق العام والاستثمار الخاص أساسها النظري في كلٍّ من النماذج المفسِّرة لسلوك أو دالة الاستثمار (Investment Models)، والنظريات المهمة بإدارة الاقتصاد الكلي (Macroeconomic Management Theories)، ونظريات النمو الناتج من الدخل (Endogenous Growth Theories)، وعلى الرغم من اتفاق هذه التيارات على أنَّ الإنفاق العام يؤثر في الاستثمار الخاص، إلا أنَّها تختلف بالمدخل الذي تتبنَّاه لدراسة هذه العلاقة، وفي تحديد القنوات والآليات التي يمارسها الإنفاق العام لإحداث تأثير في الاستثمار الخاص، وتحديد طبيعة واتِّجاه هذه العلاقة.

فبالنسبة للنظريات والنماذج التي تفسر سلوك الاستثمار الخاص، يلاحظ أنَّ اهتمامها ينصبُّ أساساً على تحديد العوامل التي تحكم القرار الاستثماري، ومن أهمِّ هذه النماذج نموذج المعجل المرن، والنموذج النيوكلاسيكي، ونموذج التدفُّقات التَّقدِّيَّة، وينطلق التحليل في هذه النماذج من فرضيَّة أساسية وهي: (أنَّ قرار الاستثمار يرتبط في الأساس بمستوى الأرباح المتوقَّعة، ومن ثمَّ فهو يتوقَّف على ثلاثة عناصر رئيسية هي الإيرادات والنفقات والتوقُّعات)، وعليه فإنَّ المستثمر يتَّخذ قراره بالاستثمار بعد مقارنة العوامل المختلفة التي تؤثر في هذه العناصر الثلاثة، ومن ثمَّ إذا نتج عن المقارنة قيمة حالية صافية موجبة للاستثمار، أو إذا كانت الكفاءة الحدية لرأس المال - معدل العائد على الاستثمار - أعلى من سعر الفائدة فإنَّه يتَّخذ قراره بالاستثمار.

¹ Spencer. W.R& Yohe. W.P, Op Cit, P17.

وفيما يتعلّق بالنظريّات الاقتصادية الخاصّة بإدارة الاقتصاد الكليّ، فأثّما تتناول بالدراسة العلاقة بين الإنفاق العام والاستثمار الخاصّ، وذلك في معرض بحثها عن أفضل السياسات الاقتصادية، الكفيلة برفع مستوى الطلب الكليّ، ومن ثمّ الناتج والتشغيل، وتستند هذه النظريّات أساساً في تفسير تلك العلاقة إلى نموذج التّوازن العامّ (IS-LM) في سوقي السلع والنقود، وتبعاً لهذا تؤدّي زيادة الإنفاق العامّ (الجاري أو الاستثماري) إلى زيادة الطلب الكليّ والناتج، وهو ما يدفع إلى زيادة الطلب على النقود لغرض المبادلات، على حساب الطلب على النقود بغرض المضاربة (تفضيل السيولة)، فترتفع أسعار الفائدة ويقلّ الاستثمار الخاصّ، وذلك بافتراض أنّ الكمية المعروضة من النقود ثابتة، وأنّ الاقتصاد مغلق*، وهكذا يضعف ارتفاع سعر الفائدة من تأثير السياسة الماليّة التوسّعية على المستوى التّوازني للناتج، بفعل انخفاض الاستثمار الخاصّ، وفي هذه الحالة يقال أنّ الإنفاق العامّ يراحم الاستثمار الخاصّ، ويمكن التمييز بين عدة درجات للإزاحة: الكاملة والجزئية أو عدم حدوث إزاحة على الإطلاق، وهو ما يتوقّف بطبيعة الحال على وضع التشغيل، وفاعلية كلّ من السياسة الماليّة والنقدية، وعلى درجة مرونة المتغيّرات الكليّة.

أمّا فيما يخصّ نظريّات النموّ النابع من الدخل فإنّها تهتمّ بدراسة العلاقة بين السياسة الماليّة والنمو، ووفقاً لهذه النظريات تؤدّي السياسات الماليّة دوراً مهماً في تحقيق النموّ من خلال رفع معدّلات الاستثمار الخاصّ، وتحسين مستوى كفاءته، وتكمن أهميّة هذه النظريّات في أنّها لفتت الانتباه لدور السياسة الماليّة في التأثير في الاستثمار الخاصّ، من خلال أدواتها المختلفة من إنفاق وضرائب، وكذلك من خلال أساليب تمويل العجز، كما أوضحت أنّ تأثير الإنفاق العامّ على الاستثمار الخاصّ ومن ثمّ النموّ يتوقّف على طبيعة هذا الاستثمار¹.

ثالثاً: أثر سياسة الإنفاق العامّ في الأسواق الماليّة:

يمثّل الإنفاق الحكوميّ أحد المكونات الأساسيّة للطلب الكليّ في الاقتصاد، وهو ما يعطيه القدرة على التأثير في العرض الكليّ والطلب الخاصّ، ويكمن أثر الإنفاق العامّ في الأسواق الماليّة في الأثر الذي تحدثه زيادة الإنفاق العامّ في الدخول سواء الدخل القومي، أو الدخول الفردية المعدّة للإنفاق، وهو ما ينعكس على الدخل الكليّ ومن ثمّ أرباح الشّركات، إذ ينشط القطاع الخاصّ، ويزداد الطلب الكليّ في الاقتصاد، وهو ما ينعكس بالتالي إيجاباً على الأسواق الماليّة وعلى مؤشّراتها المختلفة.

كما ينعكس أثر الإنفاق العامّ على الأسواق الماليّة من خلال الأثر الذي يحدثه التغيّر في الإنفاق على حجم الموارد المتاحة للقطاع الخاصّ، وحجم الأموال المتوقّرة له للتمويل، ومن ثمّ حجم الاستثمار الخاصّ ككلّ، وهو ما يعبر عنه بأثر المزاحمة أو الإزاحة، إذ يتجلّى هذا الأثر من خلال مشكلة الندرة، إذ أنّ التوسّع في الإنفاق الحكوميّ، وحاجة الحكومة لتمويل هذا التوسّع، الذي يتمّ بأشكال مختلفة، والتي تبنى في معظمها على الاستدانة، من خلال الصيغ التمويليّة المختلفة التي تلجأ لها الحكومة، يسهم في حجب هذه الموارد

* أما في حالة الاقتصاد المفتوح، تؤدي السياسة الماليّة التوسّعية بدايةً لارتفاع سعر الفائدة، ومن ثمّ انخفاض الاستثمار الخاصّ، وينعكس الوضع فيما بعد، إذ تؤدي تدفّقات رأس المال وارتفاع قيمة العملة إلى انخفاض سعر الفائدة، ممّا يؤدّي لعودة الناتج إلى وضعه الأوّل، بشرط مرونة تدفّقات رأس المال، وتحقق شرط مارشال-لرنر.

¹ المغرل، نّمال، وفوزي، سميحة. (2004). الاستثمار العام والاستثمار الخاص في مصر: مزاحمة أم تكامل؟. ورقة عمل رقم (96)، مصر: المركز المصري للدراسات الاقتصادية، ص 5-7.

عن القطاع الخاص، كما يسهم في تقليص حجم هذا القطاع، ممّا ينعكس بشكل مباشر على نشاطه، ومن ثمّ نشاط الأسواق المالية، وتأخذ ظاهرة الإزاحة الحكومية للقطاع الخاص شكلين أساسيين هما:

1-3 الإزاحة المباشرة:

ويتمثّل هذا الشكل من أشكال المزاحمة بحلول القطاع العام بمؤسسات وشركاته، محلّ مؤسسات وشركات القطاع الخاص بوصفهم بدائل تامّة، ويحدث ذلك حين تمارس مؤسسات القطاع العام أنشطة مشابهة لأنشطة مؤسسات القطاع الخاص، كالتعليم والصحة وبعض الأنشطة الإنتاجية والغذائية -الأنشطة التي يتمّ تصنيفها تحت بنود الأمن الغذائي والإنتاج الوطني-، التي غالباً ما يتمّ التوسّع بالإنفاق عليها وفقاً لبرامج الدعم الحكومي، وهو ما يؤثّر سلباً في مؤسسات القطاع الخاص التي تمارس نشاطاً مماثلاً.

2-3 الإزاحة المالية:

وهي عبارة عن الخسارة الجزئية في تكوين رأس المال الخاص، التي تنشأ نتيجة زيادة أسعار الفائدة المتولّدة عن الطلب الإضافي على الموارد المالية والحقيقية من قبل الحكومة، من خلال تمويل إنفاقها عن طريق إصدار السندات¹، وتتوقّف الإزاحة المالية على عدّة عوامل أهمّها²:

أ- الكيفية التي يموّل بها زيادة الإنفاق العام.

ب- موقف السياسة التقديّة، ومرونة الطلب التقدي تجاه تغيّرات أسعار الفائدة.

ت- مدى حركيّة رأس المال الدولي ونظام الصرف الأجنبي.

عندما يموّل التوسّع بالإنفاق الحكومي عن طريق الضرائب (زيادة معدلات الضرائب أو فرض ضرائب جديدة)، أي بدون تغيير مستوى العجز المالي، مع افتراض ثبات العرض التقدي، وعدم مرونة الطلب التقدي تجاه تقلّبات أسعار الفائدة، ترتفع أسعار الفائدة بشكل حادّ، وتسهم الضرائب الجديدة بإلغاء الدفعة المبدئية للطلب الكلي، ونتيجة لذلك تنخفض استثمارات القطاع الخاص التي تتميز بحساسيتها لتغيّرات أسعار الفائدة، وإذا كان الطلب التقدي بالنسبة للتغيّرات بأسعار الفائدة مرناً، تكون الزيادة بأسعار الفائدة معتدلة أكثر، ويكون انخفاض استثمارات القطاع الخاص في هذه الحال أقلّ من زيادة الإنفاق العام، وتكون الإزاحة في هذه الحالة جزئية.

ولتبيان آلية حدوث ذلك نفرض أنّ الاستثمار الخاص والإدخار الخاص دالة بسعر الفائدة -إذ أنّ انخفاض أسعار الفائدة يجعل المشاريع أكثر ربحية- والعلاقة بين المتغيّرين طردية، وعند قيام الحكومة بالاقتراض، فإنّ هذا يؤديّ لرفع أسعار الفائدة من I_0 إلى I_1 ، الأمر الذي ينتج عنه انخفاض الاستثمار الخاص بنسبة $(I_0 - I_1)$ ، وهو ما يطلق عليه المزاحمة الجزئية الناتجة عن زيادة الإنفاق الحكومي

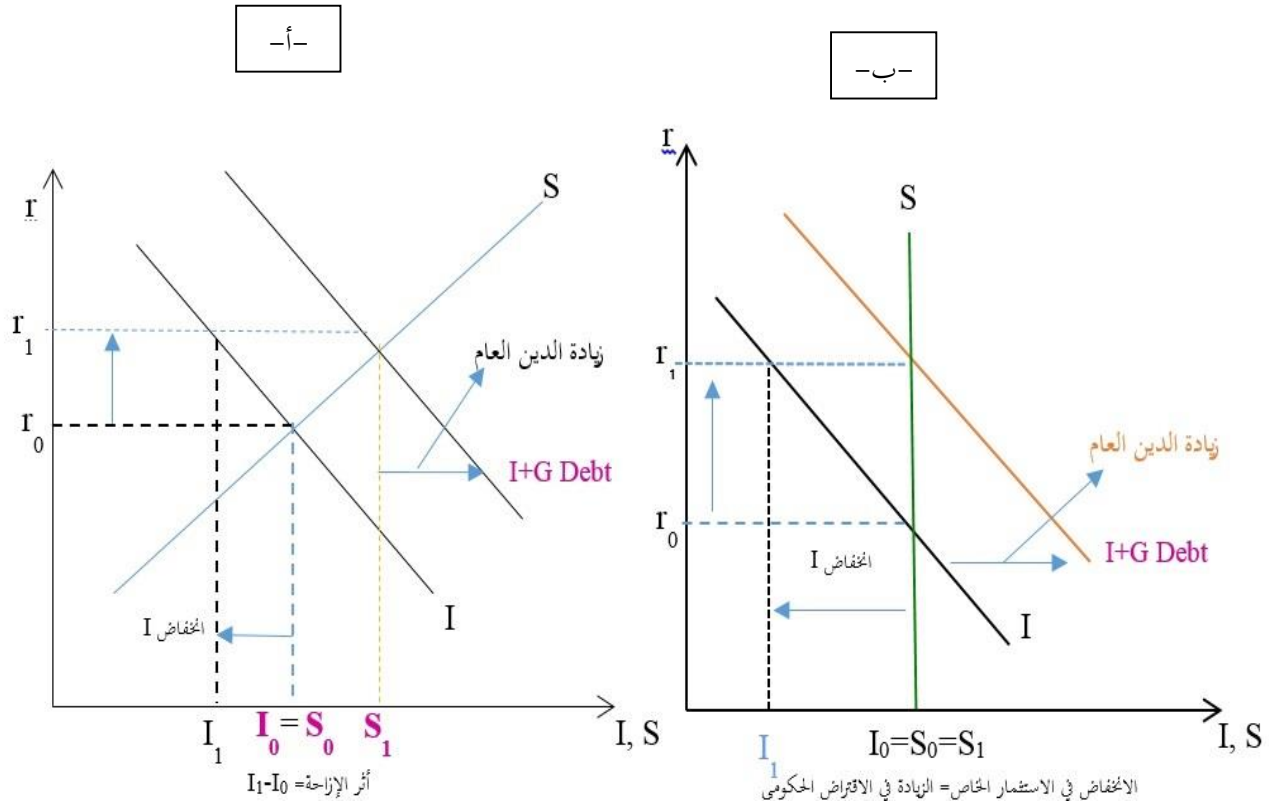
¹Chakraborty. L. S. (2006). *Fiscal Deficit, Capital Formation, and Crowding Out: Evidence From India*. National Institute of Public Finance and Policy, Working Paper No 43, p 5.

² أندروس، عاطف، مرجع سابق، ص 150.

الممول بالدين، وتسمى جزئية كون التغيير في الاستثمار الخاص أقل من الزيادة في الدين العام، وهو ما يعبر عنه في الجزء (أ) من الشكل (22).

أما في حال كان الادّخار مستقلاً عن سعر الفائدة، أي لا تؤثر تقلّبات أسعار الفائدة في حجم الادّخار، فتكون الإزاحة كلية، وهو ما يظهر بالجزء (ب) من الشكل (22)، إذ أنه ونظراً لعدم حساسية الادّخار للتغيير بأسعار الفائدة، ترتفع أسعار الفائدة من r_0 إلى r_1 ، ومن ثمّ فإنّ زيادة الإنفاق الحكومي تؤدي لإزاحة الاستثمار الخاص بنفس الحجم.

الشكل (22): أثر الإزاحة الجزئية والكليّة للإنفاق العام على أسعار الفائدة



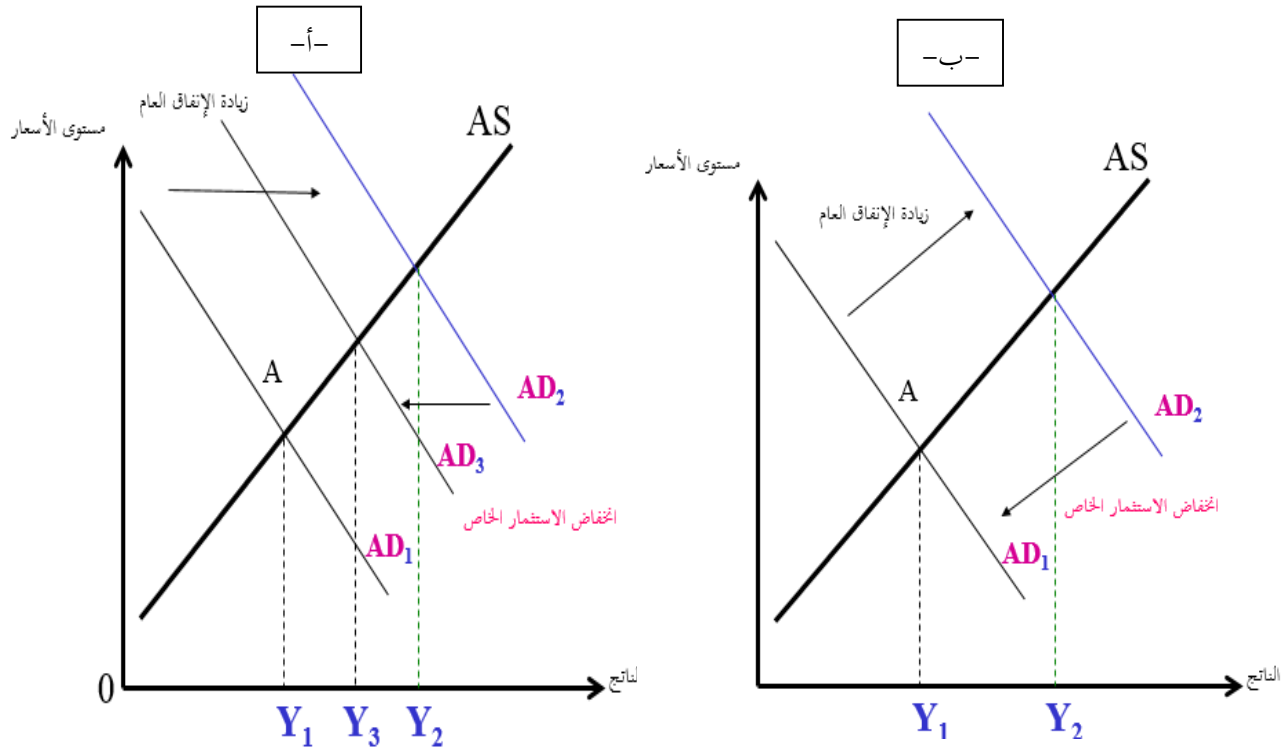
المصدر: Erdal Gümüş, **Crowding-Out Hypothesis Ricardian equivalence Proposition**¹

ونتيجة للزيادة في الإنفاق الحكومي يزداد الطلب الكلي ويتنقل منحناه لليمين من AD_1 إلى AD_2 ، ومن ثمّ ونتيجة للانخفاض بالاستثمار الخاص، يعود الطلب الكلي وينخفض ويتنقل إلى اليسار من AD_2 إلى AD_3 ، وهو ما يحدث في حالة الإزاحة الجزئية، وهو الأمر الذي يعبر عنه بالجزء (أ) من الشكل (23)، أمّا في حال كان تراجع الاستثمار الخاص معادلاً لزيادة الإنفاق العام فيزداد الطلب الكلي ويتنقل المنحنى لليمين من AD_1 إلى AD_2 ، وينخفض الاستثمار الخاص بذات النسبة التي ازداد بها الإنفاق العام، بالجزء (ب) من الشكل (23)، وهو ما يحدث في حالة الإزاحة الكلية، ويحصل ذلك في الاقتصاد الحكومي، أو ذي التوجه الاشتراكي.

¹ بالاعتماد على: بسبع، عبد القادر، مرجع سابق:

Gümüş. E. (2003). **Crowding-Out Hypothesis Ricardian equivalence Proposition : Evidence from Literature**. Osmangazi Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi, Vol 4 No2, pp 24-25.

الشكل (23): أثر الإزاحة الجزئية والكلية للإنفاق العام على الطلب الكلي



المصدر: Erdal Gümüş, **Crowding-Out Hypothesis Ricardian equivalence Proposition**

وبالاعتماد على ما سبق فإن تأثير التقلبات في الإنفاق العام التي يحدثها على النشاط الاقتصادي وعلى الاستثمار الخاص، تنعكس

على الأسواق المالية من خلال الآتي:

- التأثير في سيولة السوق.
- التأثير في حجم التداولات.
- التأثير في تركيبة المحافظ الاستثمارية.
- التأثير في أسعار الأسهم المدرجة.
- التأثير في نشاط الشركات المدرجة بالسوق.
- التأثير في توزيعات الأرباح.

ويحدث ذلك على الشكل التالي:

1- نقص السيولة بأيدي المستثمرين:

إن تمويل التوسع بالإنفاق الحكومي الذي قد يتم عن طريق إصدار السندات - التي تعد من الاستثمارات الأكثر أمناً، والأكثر جاذبية بالنسبة للمستثمرين - يؤدي لسحب جزء كبير من الأموال التي قد تكون مخصصة من قبل المستثمرين لعمليات المضاربة، مما

يؤدي لتغيير تركيبة محافظهم الاستثمارية، كما يؤدي لرفع مستوى المنفعة الحديثة للنقود بالنسبة لهم، ومن ثم تغيير العقلية الاستثمارية، نظراً لانخفاض السيولة بأيدي المستثمرين، وهو ما يدفعهم لتخفيض تداولاتهم التي قد لا تكون واعدة بشكل ملحوظ، وهو ما يعود بالأثر السلبي على حجم التداولات في السوق، نتيجة نقص الأموال المتاحة لإجراء عمليات التداول فيه، وهو ما يطلق عليه أثر مزاحمة المحفظة، وهو الأثر الذي يتشكل عندما ترتفع نسبة مشاركة السندات الحكومية في تركيبة المحفظة الاستثمارية للمستثمرين، بشكل يؤدي لتخفيض حجم الأصول الخاصة فيها.

2- انخفاض نشاط مؤسسات القطاع الخاص:

يؤدي التوسع بالإنفاق الحكومي لتخفيض حجم النشاط الاقتصادي لمؤسسات وشركات القطاع الخاص، التي قد تكون تأثرت نتيجة لمزاحمة الاستثمارات الحكومية لها في الأنشطة التي تمارسها، كما أن مؤسسات القطاع الخاص ستعاني من صعوبات في تمويل أنشطتها، نظراً لارتفاع تكاليف التمويل المطلوبة منها؛ بسبب قلّة حجم الأموال المتاحة لها، نظراً لارتفاع أسعار الفائدة*، في حال كان التمويل سيتم عن طريق الاقتراض، أمّا في حال كان تمويل المشروعات التي يؤسسها أو يتوسع بها القطاع الخاص سيتم عن طريق إصدار الأسهم أو السندات، فإنّ طرحها في الأسواق المالية سيلاقي صعوبات كبيرة، نظراً لضيق حجم السيولة التي تتوفر فيها، ولكون البديل الحكومي (السندات الحكومية)، قد أدت لتجفيف السيولة نوعاً ما، وهو ما يؤثر بالمحصلة في النتائج المالية التي تحقّقها هذه الشركات، ممّا ينعكس على أسعار أسهمها، ومن ثمّ على مؤشر السوق المالية ككل.

وتتحقق هذه الآثار للإنفاق الحكومي بشكل أكثر وضوح عندما يكون الاقتصاد يعمل عند مستوى التشغيل الكامل أو قريباً منه، أو في الاقتصادات التي تعاني من ضيق في حجم السيولة التي تخصّص للاستثمار، مع وجود ثبات في حجم العرض الكلي، إذ أنّه في مثل هذه الاقتصادات، لا يمكن للحكومة زيادة مساهمتها في الناتج المحلي، إلّا من خلال حرمان القطاع الخاص من استخدام الموارد ذاتها، أمّا في حال كان الاقتصاد يتوفّر فيه موارد عاطلة وغير مستخدمة، فإنّ التوسع في الإنفاق العام قد يساعد على تنشيط الإنتاج، وزيادة الاستثمار الخاص الحقيقي¹، ما لم يتجاوز الحدود المقبولة، وإلّا فإنّ أثر المزاحمة سيحدث أيضاً.

رابعاً: أثر التقلبات في الأسواق المالية في الإنفاق العام:

يُعدّ وجود الأسواق المالية في الاقتصاد واحداً من العوامل الأساسية للتنمية الاقتصادية، وهي إحدى أهم الطرق التي يمكن من خلالها تمويل الأنشطة الاقتصادية المختلفة، وتوفير السيولة والدعم المالي اللازم لها، كما أنّ زيادة درجة نموّ السوق المالية تؤدي لزيادة معدلات النمو الاقتصادي.

* إذ ترتفع أسعار الفائدة نظراً لانخفاض حجم السيولة المتاحة.

¹ Friedman. B. M. (1978). Crowding Out or Crowding In? Economic Consequences of Financing Government Deficits. Brookings Papers on Economic Activity 3, NBER Working Paper Series, No 284.

ورغم هذا الدور لأسواق المال، إلا أن هناك من يرى أن الأسواق المالية لها تأثير سلبي في التنمية الاقتصادية، إذ يرون أنها تسهم في إحداث تقلبات وأزمات اقتصادية مختلفة قد تضر بالاقتصاد، وتصيبه بأزمات من الصعب الخروج منها، فمثلاً قد يؤدي الارتفاع أو الانخفاض المفاجئ في الاستثمارات الأجنبية بسوق المال إلى تغييرات سريعة، بالإضافة لتقلبات أسعار الصرف بشكل كبير، وهو ما يؤدي لإحداث أضرار في النشاط الاقتصادي¹.

ونظراً لما تشهده الأسواق المالية من أزمات متلاحقة، قد يكون بعضها مدمراً لشركات ذات ثقل كبير في الاقتصاد، أو قد يكون مدمراً لاقتصادات دول بكامل كياناتها، مما يجعلها رهينة للمساعدات الخارجية، ولشروط صندوق النقد الدولي؛ لمساعدتها في الخروج من الأزمة التي تمر بها، لذا تلجأ الحكومات لمعالجة المشكلات والأزمات التي تواجه الأسواق المالية قبل تفاقمها، وبشكل يمثل أولوية مطلقة بالنسبة لها، نظراً للأثر الذي يمكن أن يحدثه اختيار سوق المال على الاقتصاد الوطني بشكل كامل، وهو ما يؤدي لفرض نفقات عاجلة على الحكومة، لم يرصد لها مخصصات في الموازنة الحكومية السنوية.

فقد يتحوّل تدهور الأوضاع في سوق المال إلى مسؤولية حكومية، عن طريق إقرار خطط إنقاذ حكومية للسوق، وإذا ما تراجعت أسعار الأصول فإنّ الموقف قد يأخذ أبعاداً أخرى، ويرافقه صعوبات في القطاع المالي، يمكن أن تنشأ تكاليف مالية إضافية كبيرة للحكومة من خلال مساعدة الشركات والمصارف المعسرة.

كما أن الصعوبات التي تواجه الشركات جراء انخفاض أسعار الأصول، قد تثقل كاهل الحكومة بالضمانات الممنوحة على القروض، وإذا كانت هذه الصناعات مهمة لأسباب سياسية، أو لأسباب تمس الأمن الاقتصادي القومي، فتقوم الحكومة أيضاً بتقديم إعانات بالإضافة لأشكال أخرى من المساعدات الطارئة، والتي من الممكن أن تأخذ شكل الدعم لأسهم معينة، أو شراء القروض غير العاملة²، وهو ما قد يؤدي للتأثير في برامج الإنفاق الحكومي، وفي حجم الإنفاق الحكومي بشكل كامل، إذ أنه من الملاحظ أن أزمات الأسواق المالية خلال القرن الماضي كانت كارثية، واستلزمت سنوات من المعالجة و الإنفاق الحكومي لمحو آثارها - كبرامج التيسير الكمي التي تم إقرارها بعد الأزمة المالية العالمية -، وهو الأمر الذي قد يؤدي لإيقاف مشاريع حكومية قد تكون مهمة، لكن الأولويات أوجبت نقل الأموال المرصودة لها لمعالجة مشكلات الشقوق المالية، أي أن أزمات الشقوق المالية قد تؤدي لإعادة النظر ببرامج الإنفاق الحكومي بشكل كامل، كما أنها قد توجب على الحكومة التوسّع بالإنفاق بشكل يؤدي لإحداث عجز كبير في الموازنة.

¹ ليجيري، نصيرة، أسواق الأوراق المالية والأزمات المالية، مجلة رماح للبحوث والدراسات، مركز البحث وتطوير الموارد البشرية، الإصدار رقم (11)، الأردن، ص 72-81.

² Eschenbach, F. & Schuknecht, L, Op cit, P 12.

المبحث الرابع

العلاقة بين عجز الموازنة وأسواق المال

مهيكل:

رأت المدرسة الكلاسيكية في مبدأ التوازن الكمي للموازنة السنوية للدولة هدفاً واجب التحقيق بصرف النظر عن الظروف التي يمرُّ بها الاقتصاد، أي يجب على الحكومة الموازنة بين النفقات والإيرادات العامة، والعمل على التساوي بينهما، وذلك بالاستناد إلى قاعدة أنَّ الإنفاق يجب تمويله بواسطة الضرائب، وفي أقلِّ الحدود، وبالتسبة للاقتراض فهو مرفوض إلا في الحالات الاستثنائية، لكن أزمة الكساد الكبير شكَّلت تحولاً كبيراً في الفكر الاقتصادي، وذلك بعدما أجبرت الحكومات الرأسمالية على التدخل في النشاط الاقتصادي عن طريق برامج الإنفاق، وما نتج عن ذلك من خلق عجوزات في موازنات تلك الدول، وما كان لذلك من مساهمة في الخروج من تلك الأزمة، وهو ما أعطى وسيلة عجز الموازنة قبولاً لتصبح أداة من أدوات السياسة المالية.

وفيما تلا ذلك تعاظمت الأهمية التي تتبوَّؤها استخدامات أداة عجز الموازنة في تحفيز النشاط الاقتصادي، لكن مع أخذ العجز بالتزايد، والتراكم في حجم الدين العام، بدأت الانتقادات توجَّه لهذه الأداة خاصّة من أتباع النظرية النقدية الحديثة، وذلك نتيجةً لتغيُّر الظروف الاقتصادية ما بعد السبعينيات، كانهيار نظام التقدُّ الدولي، وارتفاع أسعار النفط، وظهور الركود التضخُّمي، ما دفع ببعض الاقتصاديين لاعتبار أنَّ الارتفاع في عجز الموازنة في الولايات المتحدة الأمريكية، كان السبب الرئيس في أزمة الأسواق المالية عام 1987، وذلك خلال سعي الحكومة الأمريكية لجذب الاستثمارات الأجنبية، الباحثة عن أسعار الفائدة المرتفعة، بهدف سدِّ العجز الكبير في الموازنة الفيدرالية، وهو ما أدَّى لجعل السندات الحكومية محلَّ جذب أكثر من الأسهم، ومن ثمَّ فإنَّ الأزمة حدثت نتيجة التوسُّع المالي، ونتيجة لانتقال المدَّخرين من الاستثمارات الحقيقية للاستثمارات المالية¹.

ومن ثمَّ فإنَّ العلاقة بين أسواق المال والعجز في الموازنة الحكومية تنشأ من خلال الآثار التي تحدثها زيادة عجز الموازنة، والآليات التي يتمُّ من خلالها تمويل هذا العجز، وتنعكس هذه الآثار على الأسواق المالية، من خلال التغيُّرات في العرض النقدي وأسعار الفائدة ومعدَّلات التضخُّم، ويحدث ذلك في الوقت الذي يسعى فيه كلُّ من المصرف المركزي، وباقي المؤسسات المالية والمصرفية لتمويل هذا العجز، أو لخدمة الدين العام للدولة.

وفيما يلي نتناول مفهوم عجز الموازنة العامة والدين العام وأسبابها، وطرق تمويلها ومصادره، والآلية التي تؤثر من خلالها طريقة التمويل المتبعة في أسواق الأوراق المالية:

¹ الموسوي، عبد الوهاب. (د.ت). الليبرالية والأزمات: دراسة في الواقع الاقتصادي للبلدان المتحوّلة. الأردن: دار اليازوري للنشر، ص 134.

أولاً: مفهوم عجز الموازنة:

رأى كينز أنه ليس من الضروري توازن الموازنة بشكل دائم سنوياً، ولكن المهم توازنها خلال الدورة الاقتصادية (8-10) سنوات، كما رأى أنه من الممكن أن يكون هنالك عجز بالموازنة بالفترات منخفضة النشاط الاقتصادي، إذ أن زيادة حجم الإنفاق تزيد من الطلب الكلي، وبمقدار أكبر من الزيادة في حجم الإنفاق الحكومي بفعل أثر المضاعف، ولكن لا بد من أن يكون هنالك فائض أثناء الفترات التي تشهد نشاطاً¹.

ووفقاً لهذه الرؤية قدم (William Beveridge) نظريته حول العجز المقصود، التي تقول بأن الدولة يمكنها أن تحدث عجزاً مقصوداً في الموازنة العامة لتحقيق بعض الأهداف، كتشغيل بعض عوامل الإنتاج المعطلة، وتحريك عجلة النشاط الاقتصادي، عندما يمر الاقتصاد الوطني بمشكلات مختلفة، كالركود مثلاً.

ويعرف عجز الموازنة بأنه فجوة بين الموارد المتاحة للحكومة والحاجات المالية الفعلية لها خلال السنة المالية²، وعليه يمكننا تعريف عجز الموازنة بأنه الزيادة في النفقات الحكومية بشكل يفوق الإيرادات العامة المتوفرة خلال السنة المالية ذاتها، سواء كان هذا العجز مقصوداً أو اضطرارياً، وهو صفة ملازمة للاقتصادات المعاصرة، سواء في الاقتصادات المتقدمة أو النامية.

1-1 أسباب عجز الموازنة:

يعود حدوث العجز في الموازنة الحكومية لأسباب عدة، فقد يحدث نتيجة لعدم كفاية الإيرادات السيادية للدولة، كما قد يحدث نتيجة أخطاء في التقدير، أو نتيجة تغير الوضع الاقتصادي بشكل مفاجئ، كما أنه قد يكون ملازماً لموازنة الدولة بشكل بنوي، ويمكن تلخيص ذلك بالآتي³:

- أ- خطأ العنصر البشري في تقدير الإيرادات والنفقات العامة، ويحدث ذلك في الحالة التي يكون فيها الاقتصاد مستقرًا، ولا يوجد ما يؤثر في المطرح الضريبي.
- ب- في حال حدوث أزمة اقتصادية طارئة، وما ينجم عن ذلك من ضرورة تدخل الحكومة، وهنا يكون سبب حدوث العجز مفاجئاً، ولا وجود لملامح تدل عليه عند إعداد الموازنة.
- ت- عند انخفاض الإيرادات الحكومية (الضرائب على وجه الخصوص) بعد عدة سنوات من وفرة الحصيللة والازدهار الاقتصادي، أو قد تحدث عند عدم قدرة الإيرادات الحكومية على مجاراة التزايد في النفقات العامة، وهذه الحالة هي الأكثر شيوعاً في الاقتصادات الحديثة.

¹ Dostaler. G. (2009). *Keynes et ses combats*, France: Albin Michel, Bibliothèque de L'évolution de l'Humanité, P81.

² إبتهاال، جابر. (2016). *تقييم عوامل عجز الموازنة العامة في السودان*. رسالة ماجستير، كلية الدراسات العليا والبحث العلمي، جامعة الرباط الوطني، السودان، ص 28.

³ بالاعتماد على إبتهاال، جابر:

– رضوان، محمد. (د.ت) *فلسفة موازنة البرامج والأداء في علاج مشكلتي العجز والدين العام في الموازنة العامة للدولة*. بتصرف، مصر: دار النهضة العربية للنشر، ص16.

ث- الاعتماد على القروض طويلة الأجل، التي تحتاج لفترة زمنية طويلة لتسديدها، وعدم نجاح تطبيق الخطط المالية في الأزمات والمشكلات الاقتصادية؛ مما يؤدي لتراكمها.

2-1 أنواع العجز في الموازنة الحكومية¹:

1-2-1 العجز المالي (التقليدي):

وهو الفرق بين مجموع النفقات والإيرادات العامة، وينحصر هذا العجز في الحكومة المركزية، ووفقاً لهذا المفهوم فإن العجز يعكس الفجوة التي ينبغي تغطيتها بالاقتراض الحكومي، بما فيه الاقتراض المباشر من المصرف المركزي.

2-2-1 العجز الجاري والرأسمالي والكلي:

العجز الجاري: هو العجز الناتج عن عدم كفاية الإيرادات الجارية للدولة عن تغطية النفقات الجارية.

العجز الرأسمالي: هو العجز الناتج عن عدم كفاية الإيرادات الرأسمالية عن تغطية الإنفاق الرأسمالي أو الاستثماري للدولة.

العجز الكلي: هو الفرق بين مجموع الإيرادات الجارية والرأسمالية، وبين مجموع النفقات الجارية والرأسمالية الاستثمارية، أي هو مجموع العجزين الجاري والرأسمالي معاً.

3-2-1 العجز الأساسي:

ويعبر العجز الأساسي عن العجز الجاري مطروحاً منه فوائد الديون الحكومية؛ كون هذه الديون عبارة عن التزامات نتجت عن تصرفات حدثت في الماضي، وكذلك بالنسبة للفوائد عليها، ويستبعد مفهوم العجز الأساسي هذه الفوائد، لإعطاء صورة أكثر واقعية عن وضع المالية الحكومية الحالية.

4-2-1 العجز الشامل (الهيكلي):

وهو العجز القابل للاستمرار ما لم تتخذ الحكومة إجراءات للتغلب عليه، ويفسر هذا المفهوم العجز من خلال إلقاء المسؤولية على التوسع في حجم النشاط الاقتصادي والاجتماعي للدولة، ومن خلال مشكلات القطاع العام، ويؤدي الأخذ بهذا المفهوم لبعض النتائج، أهمها السياسات التصحيحية الخاصة بالحد من نمو القطاع العام، وتصفية مشاريع القطاع العام الخاسرة، أو خصخصتها بالطرق المختلفة.

5-2-1 العجز التشغيلي:

وبعني مفهوم العجز التشغيلي قياس العجز في ظروف التضخم، ويتمثل هذا العجز باقتراضات الحكومة مطروحاً منها الجزء المدفوع من الفوائد لمواجهة ارتفاع معدل التضخم، وذلك من خلال مُعامل تصحيح نقدي، إذ يتضمن سعر الفائدة المدفوع للدائنين جزءاً لتعويضهم عن الخسائر التي تلحق بمدْيُونيتهم جراء ارتفاع أسعار الفائدة، ويكون ذلك جلياً في الدول التي تحرك أسعار الفائدة تبعاً لمعدلات التضخم.

¹ عبد المعطي، علاء. (2016). أفزون الخزنة وسندات الخزنة العامة: دراسة مقارنة. مصر: دار الفكر والقانون للنشر والتوزيع، ص 62-67.

1-2-6 العجز المخطّط:

وهو العجز الذي يسمح به بالموازنة العامة بحدود وشروط معينة، وفق دراسات دقيقة وموضوعية في تحديده، إذ يتم بصورة مقصودة لزيادة النفقات العامة لفترة قد تطول أو تقصر حسب الظروف السائدة.

1-2-7 العجز المؤقت:

ومن خلال هذا المفهوم للعجز يتم إزالة العوامل الطارئة أو المؤقتة التي تؤثر في الموازنة، كتقلبات الناتج المحلي وأسعار الفائدة، وذلك بعد استبعاد مبيعات بعض السلع الرأسمالية الحكومية، والموارد الناتجة عن تصفية بعض المؤسسات والوحدات الإنتاجية، وغيرها من الإيرادات التي تعد غير عادية بالنسبة للموازنة العامة.

كما يستبعد في هذا المفهوم النفقات غير العادية، التي تجبر عليها الحكومة لمواجهة الكوارث التي تتعرض لها الدولة كالزلازل والبراكين، إذ تمثل نفقات غير عادية بالنسبة للموازنة.

1-2-8 العجز الصافي:

وهو جزء من العجز الكلي لا تتمكن الحكومة من تغطيته، سواء عبر الأوعية الادخارية أو الموارد المحلية، ومن الاقتراض المحلي أو الخارجي، أو بأي شكل من أشكال الدعم، أو مصدر من مصادر التمويل الممكنة، وهذا العجز قد يتم تمويله عن طريق السحب على المكشوف من القطاع المصرفي، أو عبر إصدار سندات الخزنة.

1-3 طرق علاج عجز الموازنة:

حتى يتم علاج عجز الموازنة، يجب وضع حلول مناسبة وفعالة، يمكن تطبيقها واقعياً باستخدام أسلوب التخطيط الإداري، ويوجد رؤيتان متعاكستان يمكن للدولة اتباعهما لمواجهة العجز، حسب الحالة الاقتصادية للبلاد، وهما¹:

1-3-1 المنهج الانكماش:

يقوم هذا المنهج على الأفكار الاقتصادية المستمدة من الفكر المالي لصندوق النقد الدولي، والمبنية على الأفكار النيوكلاسيكية، التي ترى أن اختلال التوازن الداخلي (عجز الموازنة)، والخارجي (عجز ميزان المدفوعات)، إنما يرجع لوجود فائض في الطلب يفوق القدرة الحقيقية للعرض الكلي في الداخل، أي يتم ربط عجز الموازنة بالفائض على الطلب، مع عدم توفير القدرة على الإنتاج، مما يؤدي إلى حدوث كساد اقتصادي ينتج عنه عجز في الموازنة، ولهذا فإن استعادة التوازن الاقتصادي يتطلب القضاء على هذا الفائض، من خلال أدوات السياسة المالية، كتحفيض الإنفاق العام الجاري والاستثماري، وزيادة الموارد المالية للدولة.

1-3-2 المنهج التوسعي:

يبنى هذا المنهج على منظور التنمية المستقلة، إذ يرى مؤيدو هذا الاتجاه أن تحقيق التنمية الوطنية المستقلة، يتطلب منح دور لمؤسسات القطاع الخاص بصفتها منشآت إنتاجية، وإعادة توجيه هيكل الإنتاج، وتعديل مسار التصنيع لإشباع الحاجات الأساسية

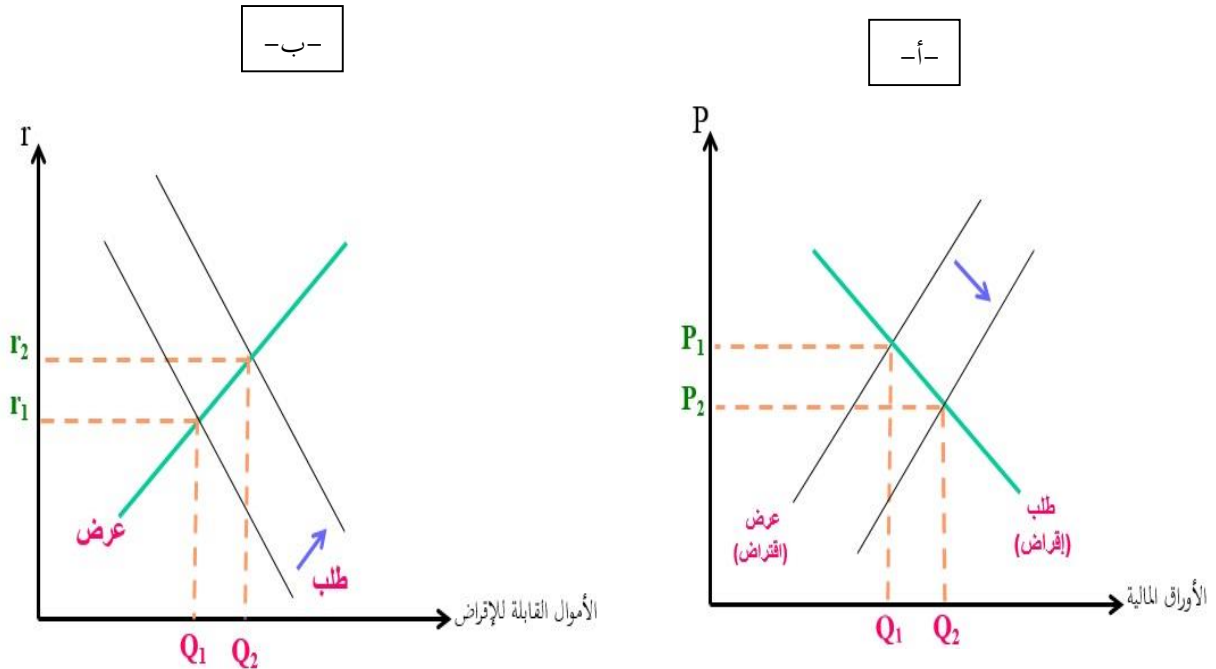
¹ شحور، إيمان. (2013). عجز الموازنة العامة في سورية وآثاره الاقتصادية. بتصرف، سورية: مركز دراسات الوحدة العربية، بحوث اقتصادية عربية، العدد 64، ص 98.

للسكان، وتحرير الاقتصاد، واتباع استراتيجيات تنموية تتناسب مع الإمكانيات المتاحة، وهو ما تسعى الطريقة التوسعية لتحقيقه، إذ تهدف لتطبيق التعاون بين القطاعين العام والخاص، من خلال استخدام مجموعة من الاستراتيجيات التنموية التي تسهم في نهوض الاقتصاد الوطني.

ثانياً: طرق تمويل عجز الموازنة وأثرها في الأسواق المالية:

يعبر مفهوم تمويل عجز الموازنة عن الآلية التي تتبعها الحكومة، لإغلاق الفجوة بين الإيرادات والنفقات العامة، ويتم تمويل هذا العجز من خلال المصادر المحلية: كالإصدار النقدي عبر المصرف المركزي (التمويل بالعجز)، والاقتراض المحلي، أو باستخدام الاحتياطات الوطنية من النقد الأجنبي، ويؤدي الاعتماد على هذه المصادر لإحداث آثار على المتغيرات الاقتصادية، كأسعار الفائدة ومعدلات التضخم، ما ينعكس بالتالي على سوق المال. ومن خلال المصادر الأجنبية: كالاقتراض من الحكومات والمؤسسات الأجنبية، أو الأسواق المالية الدولية، ونتيجة لاضطرار الحكومة للاقتراض من هذه الجهات، فإنه يجب عليها الرضوخ للشروط التي تفرضها¹، وتؤدي الزيادة المستمرة في عجز الموازنة (العجز المزمن)، لإثقال كاهل الاقتصاد الوطني بأعباء الدين الخارجي، وخدمة هذا الدين، مما يخفض من قيمة العملة المحلية تجاه العملات الأجنبية، ما ينعكس بالتالي على أسعار الأوراق المالية المدرجة بالسوق المالي انخفاضاً، وهو ما يؤدي لهروب المستثمرين ومحاولتهم التخلص منها، كما أن الأثر الذي يحدثه عجز الموازنة على الطلب على الأموال القابلة للإقراض، ينعكس على عرض الأوراق المالية، والشكل (24) التالي يوضح ذلك:

الشكل (24): أثر عجز الموازنة على طلب الأموال القابلة للإقراض وعرض الأوراق المالية



المصدر: أندراوس، عاطف، السياسة المالية وأسواق الأوراق المالية خلال فترة التحول لاقتصاد السوق، ص 156

¹ Osi. A. R, Op Cit, P6.

ويعبر الجزء (أ) من الشكل (24) عن منحني الطلب على الأموال القابلة للإقراض، بينما يعبر الجزء (ب) عن منحني الطلب على الأوراق المالية، ويلاحظ أنه في الوضع الذي يكون فيه الاقتصاد في حالة استقرار، يكون منحني الطلب على الأموال القابلة للإقراض عند النقطة (P_1, Q_1) ، ومنحني الطلب على الأوراق المالية عند النقطة (P_1, Q_1) ، وعند تعرض الموازنة الحكومية للعجز، واضطرار الحكومة لتمويل هذا العجز عن طريق سندات الخزينة، يتأثر منحني الطلب على الأموال القابلة للإقراض، إذ ينتقل للأعلى إلى (Q_2) ، كما ترتفع أسعار الفائدة من (P_1) إلى (P_2) ، على حين أن منحني الأوراق المالية ينخفض للأسفل، وينتقل منحني الطلب على الأوراق المالية من (Q_1) إلى (Q_2) ، كما تنخفض نتيجة لذلك أسعار الأوراق المالية من (P_1) إلى (P_2) .

1-2 التمويل عن طريق المصرف المركزي:

ترتبط القيود القانونية المتعلقة بتمويل المصرف المركزي للعجز الحكومي عكسياً بمستوى التطور الاقتصادي للدولة¹، وتستند السياسات المالية السليمة إلى قواعد واضحة فيما يتعلق بشأن الإنفاق العام، على حين أن تمويل عجز الموازنة عن طريق المصرف المركزي، قد يكون أمراً لا مفر منه، خاصة في الدول ذات الإيرادات العامة المنخفضة، لكن ومع ذلك ولضمان عدم وقوع الاقتصاد في فتح العجز المستمر للموازنة، فإن الاقتراض من المصرف المركزي ينبغي أن يكون على أساس مؤقت، وينبغي تسديد القروض خلال السنة المالية ذاتها، كما أن على الحكومة الاستغناء عن تمويل المصرف المركزي للعجز بشكل تدريجي، رغم أن التمويل الأمثل لعجز الموازنة الذي يتسق مع النمو والاستقرار هو مسألة تجريبية، مع ضرورة الحفاظ على استقلالية المصرف المركزي².

وقد يؤمل عجز الموازنة عن طريق الإصدار النقدي*، وهو ما يكتنفه مخاطر كبيرة على مستوى الاقتصاد الكلي، إذ أنه في حال زيادة المعروض النقدي، مع ثبات كمية السلع والخدمات المعروضة في السوق، ودون تغطية حقيقية للإصدار الجديد، ترتفع مستويات الأسعار، ويمكن تدعيم هذه الفكرة من خلال معادلة التبادل التي صاغها (Fisher)، التي تعبر عن العلاقة بين العرض النقدي وسرعة دوران النقود وحجم المعاملات:

$$MV=PY$$

M: كمية النقود في التداول

V: سرعة دوران النقود

P: المستوى العام للأسعار

Y: كمية السلع والخدمات المنتجة خلال فترة زمنية

¹ Jácome, L. I, Matamoros-Indorf, M, Sharma, M, & Townsend, S. (2012). **Central Bank Credit to the Government: What Can We Learn from International Practices?**. IMF Working Paper, No WP/12/16.

² Alagidede, P. (2016). **Central bank deficit financing in a constrained fiscal space**. Working Paper, International growth center, S-33306-GHA-1, P1.

* الإصدار النقدي لتمويل عجز الموازنة (التمويل بالعجز): وهو عبارة عن قيام المصرف المركزي بطرح كمية من النقود في الاقتصاد، تزيد عن المبلغ الموضوعي المبرر تداوله.

إذ تمثل (MV) مجموع الإنفاق على السلع والخدمات النهائية في فترة زمنية محدّدة، (PY) القيمة الاسمية للناتج القومي، أي قيمة ما ينتج خلال السنة من سلع وخدمات نهائية.

ووفقاً لـ (Fisher) فإن سرعة دوران النقود ثابتة في الأجل القصير، لأنها تعتمد على عادات الدفع للكيانات الاقتصادية، وبالاعتماد على هذه المعادلة يمكن بيان أن زيادة العرض النقدي مع ثبات كمية الإنتاج -وهي الحالة التي يكون فيها الاقتصاد يعمل عند مستوى التشغيل الكامل أو قريباً منها- تنعكس مباشرة في رفع مستوى الأسعار، ما يسهم في خفض قيمة العملة الوطنية، ويؤثر بالتالي على القوة الشرائية للأفراد، ويدفعهم للتخلي عن السندات التي بحوزتهم، نتيجة للضغوط التضخّمية، وهو ما يؤدي لتخفيض أسعار الأسهم والسندات على السواء.

أما في حال كان الاقتصاد لا يعمل عند مستوى التشغيل الكامل، فإن الإصدار النقدي الجديد الذي يقوم به المصرف المركزي، بهدف تمويل عجز الموازنة، يسهم في تحفيز النشاط الاقتصادي، عن طريق تشغيل بعض الموارد العاطلة، بسبب ارتفاع الطلب الكلي، كما ترتفع أسعار الفائدة؛ نتيجة التوسع في النشاط الاقتصادي والائتماني، مما يؤدي لانخفاض أسعار السندات، لكن الأثر الصافي لعجز الموازنة على أسعار الأسهم في هذه الحالة غير واضح، فارتفاع الدخل والإنتاج يزيد من التدفّقات النقدية المستقبلية للشركات، لكن معدل خصم هذه التدفّقات سيرتفع أيضاً؛ نظراً لارتفاع أسعار الفائدة، ومن ثم يكون الأثر الصافي على القيمة الحالية غير أكيد، وإن الآثار الإيجابية لارتفاع الإنتاج على الأسهم يمكن أن تمارس آثاراً معاكسة على أسعار الفائدة، وذلك من خلال استخدام الموارد الواسعة المتاحة لمقابلة الطلب المتزايد، ومن ثم فإن الإصدار النقدي لتغطية عجز الموازنة، في الوقت الذي يعمل به الاقتصاد دون مستوى التشغيل الكامل، قد يؤدي لعلاقة إيجابية بين عجز الموازنة وأسعار الأسهم¹.

2-2 التمويل عن طريق القطاع المصرفي:

يموّل عجز الموازنة عن طريق القطاع المصرفي من خلال سندات الخزنة، إذ تقوم الحكومة بإصدار السندات مباشرة إلى المؤسسات المصرفية، التي تشتريها من خلال الاحتياطات النقدية المتوفرة لديها، سواء كان ذلك اختيارياً أو جبراً. ويؤدي الاقتراض من القطاع المصرفي إلى زيادة العرض النقدي، إذا قام المصرف المركزي بإمداد مؤسسات القطاع باحتياطات إضافية، عن طريق تخفيض متطلّبات الاحتياطي القانوني للمصارف، أو في حال توفّر لدى المصارف احتياطات نقدية فائضة، تسمح لها بتمويل العجز، دون التأثير في حجم الائتمان المقدم للقطاع الخاص، ولكن في حال قيام المصارف بتقليص حجم الائتمان الذي توفّره للقطاع الخاص، فإن العرض النقدي لا يتأثر، لكنه يؤدي لمزاحمة القطاع الخاص على الموارد المالية المتوفرة بالاقتصاد، مما يؤدي لارتفاع أسعار الفائدة المطلوبة لمنح التسهيلات الائتمانية².

¹ بسيع، عبد القادر، مرجع سابق، ص 171.

² Barnes. W. R, Hoene. C.W. (2001), *Fiscal futures: Toward a system of public finance for the 21st century*. Government finance Review, P21-25.

وعليه يؤدي تمويل عجز الموازنة عن طريق القطاع المصرفي، لإحداث آثار سلبية في السوق المالي، إذ يؤدي قيام الحكومة بسحب كتلة كبيرة من السيولة المتوقّرة لدى القطاع المصرفي، لحجبها عن القطاع الخاص، ما يدفع معدلات الفائدة أو التضخم للارتفاع، وهو ما ينعكس على مستويات الإنفاقين الخاص والاستهلاكي، وبالحصيلة تتأثر السوق المالية نتيجة لهذه الأسباب، وتنخفض أسعار الأوراق المالية المدرجة.

3-2 التمويل عن طريق القطاع المالي غير المصرفي:

ويتمثل هذا الأسلوب بقيام الحكومة بإصدار سندات وأذون خزانة، وطرحها للتداول من قبل الأفراد والمؤسسات المالية المختلفة، ويجب أن يكون معدل العائد على السندات أعلى من معدل التضخم، حتى يتسنى لها اجتذاب المستثمرين، ويسهم الأسلوب هذا بتمويل العجز على المدى القصير، دون زيادة القاعدة النقدية، لذا يُعدُّ وسيلة فعّالة لتجنيب التضخم، لكن الإفراط باستخدامه يؤدي لحدوث بعض المخاطر: فقد يؤدي الاعتماد على هذا الأسلوب لمعدلات تضخم أعلى في المستقبل، خاصة في حال تجاوز الدين الحكومي السيطرة والحدود الآمنة، كما أن الدول التي ترتفع فيها معدلات التضخم بشكل مستمر، تتضاءل فيها قيمة السندات بسرعة¹.

ويسهم أسلوب تمويل عجز الموازنة عن طريق القطاع المالي غير المصرفي بزيادة عرض الأوراق المالية المدرجة في سوق المال، لكنّه مع ذلك يؤدي لرفع أسعار الفائدة؛ بسبب نقص السيولة الحادث نتيجة للتوجّه نحو الاستثمار بالسندات، وهو ما ينعكس سلباً على السوق، وذلك لزيادة العائد المطلوب على الأوراق المالية، ما يؤدي لانخفاض أسعارها.

4-2 التمويل عن طريق المصادر الخارجية:

وهو عبارة عن القروض والتبرّعات والهبات التي تحصل عليها الدولة، من حكومات أجنبية أو أشخاص طبيعيين أو معنويين مقيمين بالخارج، وتلجأ الدولة لذلك لحاجتها لرؤوس الأموال، ولعدم كفاية المدخّرات الوطنية لتغطية هذه الحاجات، ويختلف التمويل من المصادر الخارجية عن الداخلية من ناحية الأعباء المالية التي تشكّلها على الاقتصاد، إذ لا يترتب عن القروض الداخلية أية أعباء حقيقية على الاقتصاد القومي، وإنّ ما تحدّثه هو إعادة توزيع للدخل، أمّا بالنسبة للديون الخارجية فإنّها تحدث التزامات وأعباء حقيقية للخارج، كما أن خدمة الدين الخارجي تتطلّب بالإضافة لضرورة تحقيق إخراج محلي يكفي خدمة الدين، توفير قدر من العملات الأجنبية اللازمة لسداد هذه الالتزامات².

وينتج عن تمويل عجز الموازنة عن طريق المصادر الخارجية إحداث آثار على أسواق الأوراق المالية، إذ يؤدي أسلوب التمويل هذا لزيادة العجز في الحساب الجاري، وانخفاض قيمة العملة المحلية، ومن ثمّ ارتفاع معدل التضخم، وهو ما يؤثر في سوق الأوراق المالية

¹ عبد المعطي، علاء. (2016). أذون وسندات الخزانة العامة دراسة مقارنة. مصر: دار الفكر والقانون للنشر والتوزيع، ص 81-82.

² أبو مصطفى، محمد. (2009). دور وأهمية التمويل الخارجي في تغطية العجز الدائم لموازنة السلطة الوطنية الفلسطينية. رسالة ماجستير، كلية الدراسات العليا، الجامعة الإسلامية، كلية التجارة، غزة، ص 51-60.

الحكومية لهذه الدولة، كما أنه يؤدي لارتفاع قيمة المستوردات من المواد والسلع، وهو ما يؤثر في نشاط بعض الشركات، ومن ثم في أسعار أسهمها في سوق المال.

كما ينعكس أسلوب التمويل هذا على التدفقات النقدية الخارجية للمستثمرين الأجانب، الذين يجمعون عن الاستثمار في أسواق مال الدول مرتفعة مستويات الدين الخارجي، نظراً لارتفاع درجة المخاطرة، ولانخفاض العوائد المحصلة من الاستثمار فيها، بسبب انخفاض قيمة عملتها الوطنية.

وعليه يمكننا إيجاز نتائج تمويل عجز الموازنة عن طريق المصادر المختلفة بالتالي:

ينتج عن عجز الموازنة وعمليّات تمويلها بصرف النظر عن الأسلوب المتبع، مشكلات تنعكس على الواقع الاقتصادي بشكل عام، إذ قد يؤدي التمويل عن طريق المصرف المركزي لتخفيض قيمة العملة الوطنية، ورفع الأسعار ومعدلات التضخم، كما أن التمويل عبر الجهاز المصرفي يسهم في رفع معدلات التضخم أو الفائدة، وقد يؤثر في الاستثمار الخاص ويزاحمه، على حين أن التمويل عن طريق المؤسسات غير المصرفية قد يؤدي أيضاً لرفع معدلات التضخم في المستقبل، وأسعار الفائدة، كما أنه يزيد من أعباء الدين الداخلي، أمّا التمويل عن طريق المصادر الأجنبية فينجم عنه تفاقم العجز في الحساب الجاري، بالإضافة لنشوء أعباء الدين الخارجي، وما يتبع ذلك من ضغوط لخدمة هذا الدين.

وبيني تأثير نوعية مصدر تمويل عجز الموازنة على أسواق الأوراق المالية على العوامل التالية¹:

- 1- حجم التأثير في أسعار الفائدة، ومعدلات التضخم، والعوائد المطلوبة على الأوراق المالية.
- 2- حجم وقيمة الأوراق المالية المطروحة للبيع للقطاع العائلي والمؤسسات غير المالية في أسواق المال.
- 3- مدى التأثير في قيمة العملة الوطنية، وعجز الحساب الجاري.

ثالثاً: العلاقة بين إدارة الدين العام وأسواق الأوراق المالية:

1-3 مفهوم الدين العام:

الدين العام هو ما تقتضيه الحكومة من الغير لتمويل أعمالها، نظراً لعجز مواردها عن الوفاء بما تتطلبه هذه الأعمال من نفقات، والدين العام ظاهرة عالمية مقبولة إلى حدٍّ معيّن، ووفق ضوابط محدّدة تحكم الإنفاق وتعالج أوجه الهدر وتضع سقف للدين العام، لكن إذا زاد الدين عن هذا الحدّ، وخرج عن هذه الضوابط فإنّه يكون مشكلة، بل قد يتفاقم الأمر إلى كونه أزمة، تؤدي إلى آثار سيّئة، ومخاطر كبيرة على الاقتصاد القومي ككلّ، ويشتمل مصطلح الدين العام على المبالغ النقدية المقترضة، ومن ثم لا يدخل فيه الدين التجاري الناتج عن توريد السلع والخدمات، وكذا ما يعرف بالمستحقّات الاستثمارية، وهي المبالغ المستحقّة للمقاولين والموردين عن أعمال استثمارية، وإنّ الوحدات العامة التي استدانّت بالدين العام، لا يدخل فيها شركات قطاع الأعمال العام أو المصارف

¹ عاطف، أندراوس، مرجع سابق، ص 159.

العامة، بل تنحصر في كلٍّ من: الحكومة ممثلة بوزارة المالية، والوزارات الأخرى، والهيئات الخدمية الملحقة بها، والهيئات العامة الاقتصادية¹.

وتتمثل أعباء خدمة الدين العام بما تتحمّله الحكومة (الجهة المدينة) من مبالغ تحسب وتدفع دورياً للدائنين، كالفوائد وأقساط الدين، وتعدُّ محفظة الدين العام من أكبر المحافظ المالية في الدولة؛ لأنها تشتمل على هياكل مالية تتسم بالتعقيد ومرتفعة المخاطر، ممّا قد ينعكس على المخاطر الكلية للموازنة العامة للدولة، وهو ما يهدّد الاستقرار المالي والاقتصادي²، ويقسم الدين العام وفقاً لذلك إلى:

أ- دين عام محلي (داخلي):

ويشار به إلى ما تمّ اقتراضه بالعملة المحلية، وعادة يكون الدائن جهات وطنية.

ب- الدين العام الخارجي:

يشار إلى الدين الخارجي بالالتزامات القائمة (رصيد الدين) بالعملة الأجنبية، ويتمّ سداده أو تسويته بالعملة الأجنبية. وتعبّر إدارة الدين العام عن وضع وتنفيذ استراتيجية لإدارة الدين الحكومي، بهدف توفير التمويل اللازم بأقلّ التكاليف والمخاطر الممكنة، وتحقيق الأهداف الحكومية بتأمين مورد مالي مستمرّ، وإقامة سوق كفؤة للأوراق المالية الحكومية والمحافظة عليه، بالإضافة لأية أهداف أخرى، والهدف من إدارة الدين العام هو ضمان تلبية احتياجات الحكومة من الاقتراض بكفاءة، وإدارة رصيد الدين، وتدفّقات الديون الإضافية الناشئة عن مصادر الموازنة وخارجها، بطريقة تتماشى وقدرات الحكومة التكليفية، وتفضيلات الخطر لديها³.

2-3 علاقة إدارة الدين العام بالسياستين المالية والنقدية:

لسياسة إدارة الدين العام علاقة بالسياسة المالية والنقدية، نظراً للاعتماد المتبادل بين ما يستخدمونه من أدوات، وترتبط السياسة المالية بسياسة إدارة الدين العام من خلال عجز الموازنة العامة ومصادر تمويلها، والأثر الذي يسببه عجز الموازنة في هيكل الدين العام وحجمه، كما أنّ ارتفاع نسبة الدين العام للناتج المحلي، يدفع الحكومة لزيادة الضرائب لتغطيته، أو تخفيض الإنفاق، ومن ثمّ التأثير في البرامج المالية للحكومة.

وترتبط إدارة الدين العام بالسياسة النقدية كونها تشكّل قيداً على استقلالية المصرف المركزي، إذ تؤثر وسائل إدارة الدين العام في أسعار الفائدة، كما تؤثر في قدرة المصرف المركزي في السيطرة على العرض النقدي، إذ تؤثر في الطلب على النقود من خلال عدّة طرق، فتؤدّي زيادة الاحتفاظ بالأوراق المالية الحكومية إلى تحقّق أثر الشرة، في ظلّ عدم تحقّق فرضية المكافئ الريكارد، ومن ثمّ زيادة

¹ عمر، محمد. (21 ديسمبر، 2003). الدين العام المفاهيم - المؤشرات - الآثار "بالنظر على حالة مصر". ندوة إدارة الدين العام، مصر: جامعة الأزهر مركز صالح عبد الله كامل للاقتصاد الإسلامي، ص 1-2.

² صندوق النقد الدولي. (2001). المبادئ التوجيهية لإدارة الدين العام، ص 2. متوفرة على الرابط:

<https://www.imf.org/external/np/mae/pdebt/2000/ara/pdebt.pdf>

³ Wheeler. G. (2004). Sound Practice in Government Debt Management. The World Bank, P4.

الطلب على الأرصدّة التّقديّة الحقيقيّة، كذلك تعدّ الأوراق الماليّة الحكوميّة عالية السيولة بديلاً للأرصدّة التّقديّة، ممّا يخفّض من الطلب على تلك الأرصدّة، وإذا ما اتّسم الدين الحكومي بعدم القابلية للاستدامة، فقد تؤدّي التوقّعات بحدوث التّضخّم لانخفاض الطلب على التّقود¹.

وتتفاعل السّياسات الثلاث مع بعضها في أسواق السندات السياديّة، إذ يتمّ إصدار سندات الدين لتمويل العجز المالي، إذ يحدّد واضعو السّياسة الماليّة حاجة الحكومة من الأموال، وتصدر المصارف المركزيّة السندات لتمويل حيّزة الأصول (لا سيّما احتياطات النّقد الأجنبي)، كما أنّها تقوم بعمليات السّوق المفتوحة، التي تنطوي على مبيعات وشراء الديون الحكوميّة، بينما تحدّد سياسة إدارة الدين العامّ آجال الاستحقاق لتمويل العجز، ونتيجة لذلك تؤثر كلّ من الحكومة والمصرف المركزي بشكل مباشر على مزيج الأوراق الماليّة القصيرة والطويلة الأجل التي يحتفظ بها الجمهور².

ويمكن أن يكون لإجراءات إدارة الدين العامّ في اختيار هيكل الاستحقاق للديون آثار ممّائلة للسياسة التّقديّة، ومن حيث المبدأ لا تتأثّر قرارات استحقاق إدارة الدين العامّ بأهداف واضحة في الاقتصاد الكليّ أو سوق المال، غير أنّها تقديريّة في الواقع العملي إلى حدٍّ ما، وتعتمد على ظروف السّوق، وعليه فإنّ القرارات المتعلّقة بديون الحكومة ستحدّد حجم ديون القطاع الخاصّ واستحقاقها، كما أنّ سلوك الإقراض لدى المصارف قد يتأثّر بحجم حيّزة السندات الحكوميّة في ميزانياتها³، كما أنّ تغيّر آجال استحقاق الدين العامّ يسهم في تقلّبات هيكل أسعار الفائدة.

3-3 أثر الدين العامّ في أسواق المال:

تؤثّر سياسة إدارة الدين العامّ في سوق الأوراق الماليّة من خلال عدّة قنوات، إذ تتأثّر سيولة السّوق المالي والمحافظ الاستثماريّة، عند طرح أذون الخزانة والسندات الحكوميّة الجديدة لتمويل الدين العامّ، فمستوى الأمان والسيولة الذي تتمتع به هذه الأوراق، والذي يعطيها صفّي الاستثمار الخالي من المخاطرة، والبديل الأوّل للنقود يسهم في نقل قسم كبير من السيولة المتوقّرة في السّوق للاستثمار فيها، كما أنّ الطروحات الجديدة منها توفّر أسعاراً تعطيها جاذبيّة أكثر من الطروحات الأخرى؛ كونها تكون بأسعار منخفضة وعوائد مرتفعة، بينما سندات الطروحات السّابقة تكون كمّيّاتها قد انخفضت، نتيجة استحقاق بعضها وقرب استحقاق بعضها الآخر، ممّا ينجم عنه ارتفاع أسعارها ومن ثمّ انخفاض عوائدها، كما أنّ عمليّات تغيّر آجال استحقاق الدين قد تغيّر من نمط وهيكل أسعار الفائدة السائدة في السّوق، بالنّسبة للأوراق الماليّة الحكوميّة وغيرها من الأوراق الماليّة، وينتج عن هذه التّغيّرات آثار مهمّة على مكاسب المؤسّسات الماليّة، وعلى تخصيص الموارد بين الأصول والقطاعات الاقتصاديّة المختلفة، فزيادة أسعار الفائدة في الأجل الطّويل يسهم في إضعاف الطلب على الاستثمارات طويلة الأجل، أي أنّ سياسة إدارة الدين العامّ تؤثر في أسعار الفائدة، التي بدورها

¹ كمال، منى، مرجع سابق، 64.

² Filardo, A, Mohanty, M, & Moreno, R. (2012). Central bank and government debt management: issues for monetary policy. Bank of international settlement, Papers No 67, P 52.

³ Filardo, A, Mohanty, M, & Moreno, R, OP Cit, P 52.

تؤثر في العوائد النسبية للأصول المالية، وكذلك في العوائد النسبية للمؤسسات المالية، وهو ما يؤثر في أسعار الأوراق المالية وهيكـل الطلب عليها¹، ويُعدّ تمويل الحكومة للدين العام عن طريق إصدارها للسندات عبر سوق الأوراق المالية، أفضل وسيلة لاجتذاب أكبر قدر ممكن من المدّخرات الفرديّة، ووسيلة مناسبة لتنشيط حركة سوق المال.

ويمكن أن تساعد تغيّرات الدين الحكومي على التنبؤ بتحركات سوق الأسهم في المستقبل، فعندما يصدر الدين الحكومي لأغراض الاستثمار، من المتوقّع أن يكون له أثر إيجابي في أسعار الأسهم، إذ ينبغي أن يحقّق عائدات مستقبلية، وعلى العكس من ذلك، عندما تصدر الحكومات ديونها لتمويل الديون القائمة، يمكن أن يكون لها أثر سلبي في سوق الأسهم لأنها تشير إلى أن الموازنة العامّة لا تولّد ما يكفي من الأموال لسداد الديون التي سبق تحمّلها، ومن شأن وضع علاقة بين المتغيّرين أن يكون ذا أهميّة كبيرة للتنبؤ بالديون الحكوميّة الزائدة، والتأكّد من النسبة المثلى للديون الحكوميّة إلى الناتج المحلي الإجمالي، إذ لا يكون لتغيّرات الدين أي أثر سلبي في أداء سوق الأسهم².

¹ بسبع، عبد القادر، مرجع سابق، ص 182-183.

²Gerleman .W.(2012).The stock market and government debt the impact of government debt changes on stock market movements. Bachelor Thesis, JÖnköping international business school, JÖnköping University, Sweden, P 1.

الفصل الثالث: واقع الاقتصاد والمالية العامة وأسواق المال في الدول العربية

المبحث الأول: سمات وخصائص الاقتصاد في الدول العربية

المبحث الثاني: واقع السياسة المالية في الدول العربية

المبحث الثالث: واقع أسواق المال في الدول العربية

المبحث الأول:

سمات وخصائص الاقتصاد في الدول العربية

مُهِيل:

تكوّن الدول العربية فيما بينها مزيجاً اقتصادياً وسياسياً واجتماعياً يجمع بين التقارب والاختلاف في أن معاً، وتحتل اقتصادات الدول العربية مكانة مهمة في الاقتصاد العالمي، إذ تحتوي أراضيها على ثلثي الاحتياطي العالمي من النفط، الذي يُعد المصدر الرئيسي للطاقة حتى الآن، وتمتد الدول العربية العالم بثلاث احتياجاته منه، لذا فهي تعد المصدر الرئيسي للطاقة في العالم، وتتوسّط المنطقة العربية طرق التجارة العالمية البحرية والجوية.

ومع أن مساحة الوطن العربي تشكّل 10% من مساحة العالم، إلا أن مساهمة الدول العربية في الناتج الإجمالي العالمي لا تتجاوز 4%، وفي حال تمّ استبعاد إنتاج الدول النفطية منها، التي يشكّل تصدير النفط حوالي 85% من إنتاجها، فإن إجمالي الناتج للدول العربية ينخفض ليقارب 2% من الناتج الإجمالي العالمي.

وتعاني معظم الدول العربية من العجز عن اللحاق بالدول المتقدّمة، وتواجه تحديات جسيمة في سبيل إرساء جهودها التنموية الاقتصادية والاجتماعية، ولعل أهم هذه التحديات هو استثمار الموارد الطبيعية والبشرية الموجودة، إذ أن معظم اقتصاداتها هي اقتصادات ريعية، لذا تعاني اقتصادات هذه الدول من الضعف في تكوين نظام اقتصادي تنموي حديث، بالرغم من بلوغها مراكز متوسّطة ومتفاوتة وفق دليل اقتصاد المعرفة.

وتتوزّع الموارد الاقتصادية لهذه الدول بشكل متباين بينها، فهناك دول تتمتع بموارد طبيعة ضخمة كالنفط والغاز، وتفتقر للموارد البشرية، ودول تمتلك موارد بشرية لكنّها تفتقر للموارد الطبيعية، ودول تمتلك كلا الموردين، ودول تفتقر لهما معاً، وذلك مع الاختلاف الحاصل فيما بينها من حيث نظام العمل الاقتصادي الذي تنتهجه، إذ تتبع بعضها أسلوب الحرية والانفتاح الاقتصادي، على حين أن بعضها الآخر يتبع الأسلوب الاشتراكي ذا التوجّه الداخلي، بالإضافة لتنوّع الأنظمة السياسية الحاكمة فيها أيضاً، إذ تتوزّع أنظمة الحكم بين ملكية مطلقة، لملكية دستورية، لجمهورية.

ونتيجة للتباين في حجم الثروات الباطنية والموارد الطبيعية، قسم البنك الدولي الوطن العربي من الناحية الاقتصادية إلى ثلاثة أقاليم، يتميز كلّ منها بمزايا تختلف عن الآخر، وذلك تبعاً لمستوى الدخل الفردي لمواطنيها، فقسمها إلى: دول ذات دخل مرتفع تتضمن دول الخليج، ودول متوسّطة الدخل أو فقيرة مصدّرة للنفط وتضمّ العراق-والجزائر-وليبيا-وسوريا-واليمن، ودول متوسّطة الدخل أو فقيرة مستوردة للنفط وتتكوّن من مصر-والأردن-ولبنان-المغرب-وتونس-وجيبوتي-وفلسطين¹.

¹ نوار، إبراهيم. (2014، ديسمبر). *التنوع والتباين: قراءة في بنية الاقتصاد العربي لعام 2014*. مجلة آفاق سياسية، المركز العربي للبحوث والدراسات، تم الاسترداد بتاريخ 29 حزيران، 2017
من: <http://www.acrseg.org/28478>

ونظراً لتراجع دور الفكر الاشتراكي في الاقتصادات الحديثة، وسيطرة الحرية الاقتصادية، وسيادة نظام دولي جديد "العولمة"، يهدف بالمقام الأول لتغيير السلوك البشري، ومن ثمَّ يهدف لترسيخ واعتماد تغييرات في قواعد وأساليب ونظم المجتمع الدولي، بما يتناسب والفلسفة الغربية، فإنَّ أبرز ما يميّز العولمة الاقتصادية هو التحرير التجاري للسلع والخدمات، وضمان انسياب رأس المال على شكل استثمارات، ممَّا ينذر باستحالة قدرة الاقتصادات العربية على مواجهة القوى الاقتصادية المتوحشة الاحتكارية التي يفرضها هذا النظام، وذلك بالنظر للحال الذي تعيشه الاقتصادات العربية من التخلف الإنتاجي والرأسمالي.

أولاً: خصائص الاقتصاد العربي¹:

إنَّ السمات الأساسية للدول العربية والتعديلات التصحيحية الهيكلية التي تمت فيها، أفرزت ضعف في قدرة اقتصاداتها على الانتفاع بالموارد والطاقات المتاحة، إذ رغم وجود التباينات والاختلافات بين الاقتصادات العربية من حيث البنية والهيكلية، إلا أنَّها تشترك وتتشابه في مجموعة من الخصائص التي تعطي الانطباع العام عنها، وفيما يلي أهمُّ هذه الخصائص:

1-1 الظاهرة الربعية للاقتصاد العربي:

تتجلَّى ظاهرة الربع النفطي في معظم الاقتصادات العربية، إذ يُعدُّ النفط المصدر الرئيسي للدخل فيها، ويشكِّل حوالي 90% من إجمالي الصادرات، والنسبة ذاتها من مصادر تمويل الموازنات العامة، وهو ما يجعل هذه الاقتصادات شديدة الحساسية للهزات في أسعار النفط، ممَّا ينعكس سلباً على البرامج والخطط الحكومية في فترات تراجع الأسعار، كما يلاحظ عدم استفادة الدول العربية من فترات ارتفاع الأسعار، إذ يتمُّ استخدام عائدات الربع في التوسُّع بالإنفاق الاستهلاكي، وتشترك الدول الربعية في الوطن العربي بالصفات التالية:

- أ. دخل الربع هو السائد في الاقتصاد.
 - ب. يتأثَّى دخل الربع من الخارج، لذا فلا حاجة لوجود قطاع إنتاجي وطني قوي.
 - ت. نسبة الأيدي العاملة التي تعمل في تحقيق الربع قليلة من مجموع القوى العاملة.
- لذا ونتيجة للاعتماد على أموال الربع تفقد الدول العربية القدرة على تأسيس نموذج تنموي ناجح، وتميل لانعدام كفاءة الإدارة الاقتصادية أحادية الجانب.

2-1 سوء استغلال الموارد الاقتصادية:

تعاني الاقتصادات العربية من مشكلة سوء الاستغلال للموارد الاقتصادية المتاحة، سواء كان ذلك ضمن الدولة الواحدة أو بين الدول العربية، إذ يلاحظ في الدول الغنية بالنفط الاعتماد شبه الكامل عليه كمصدر للدخل، وذلك بدون الاستفادة من هذه الموارد في بناء اقتصادات إنتاجية، تكفل تطوير الاقتصاد، واستدامته في مرحلة ما بعد النفط، ويلاحظ عدم استغلال الموارد المتاحة الأخرى

¹ وعيل، مبلود. (2014). المحددات الحديثة للنمو الاقتصادي في الدول العربية وسبل تفعيلها (حالة الجزائر، مصر، السعودية). أطروحة دكتوراه، كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر 3، ص 106-109.

^{*} تعرف النظرة الاقتصادية الربع بأنه: جميع أشكال الدخل المتحصل عليها من هبات الطبيعة، وهو ظاهرة عامة تعرفها جميع الاقتصادات، ويكمن الاختلاف بينها في الأهمية النسبية التي يمثلها ربع مادة أو صنف معين مع بقية مصادر الدخل الوطني الأخرى.

كالأراضي الزراعية بالشكل المناسب، كما يظهر أن جزءاً مهماً من الموارد البشرية مجمدة، الأمر الذي يظهر جلياً بمعدلات البطالة المرتفعة، دون الاستفادة منها سواء من قبل الدول ذاتها، أو الدول العربية الأخرى، في الوقت الذي تعتمد بعض الدول الغنية على العمالة الأجنبية الوافدة، التي فاقت في بعض الدول عدد سكانها، كما أن جزءاً كبيراً من الموارد المالية العربية الفائضة تجمّد على شكل أرصدة في المصارف الأجنبية، أو يتم استثمارها في الدول غير العربية، وتأخذ هذه الاستثمارات أشكالاً غير منتجة من الناحية الاقتصادية؛ إذ أن معظمها استثمارات مالية، مما يؤثر في القيمة الحقيقية لهذه التوظيفات، إذ أنه لو تم استثمار هذه الأموال في الدول العربية (الاستثمار الحقيقي)، لأسهمت في تحريك العجلة الاقتصادية في الوطن العربي، وحسّنت من واقع العديد من الدول ذات البيئة الخصبة للاستثمار^{**}، التي بحاجة للتمويل.

3-1 ارتفاع حجم المديونية الخارجية:

سعت بعض الدول العربية غير الغنية بالنفط من سبعينيات القرن الماضي للنهوض بعملية التنمية الوطنية، واعتمدت لبلوغ هذه الغاية على الاقتراض الخارجي لتمويل المشاريع المطروحة، لكن الطرق التي تم بها استثمار هذه الأموال لم يكن بالشكل الأمثل، إذ وجهت معظم هذه الأموال للمجالات الاستهلاكية، مما أدى لوقوع هذه الدول في حالة عجز عن سداد الديون، ومن ثم تحولت هذه الأداة التمويلية، لوسيلة استنزاف، وإعاقة لعملية التنمية.

ويرجع صندوق النقد العربي سبب النمو، والتفاقم في حجم مديونية الدول العربية، لسياسات الإصلاح الاقتصادي التي تبنتها في إعادة بناء هياكلها الاقتصادية، نتيجة للتشوّهات التي خلفها الاقتصاد الموجه¹، كما أرجعت أسباب ارتفاع حجم هذه الديون، للاقتراض من المؤسسات التمويلية الدولية وشروطها.

4-1 ضعف القدرات التمويلية ومحدودية الاستثمار:

تشكو معظم الاقتصادات العربية من قلة المرونة في إيجاد البدائل التمويلية، إذ أن الحكومة هي المالك والممول والمنتج والموزع، رغم الاتجاه الذي انتهجته بعض الدول، للتخلي عن آلية الإدارة الاقتصادية هذه في بعض القطاعات، إلا أن القدرات والخيارات التمويلية لا تزال ضعيفة، كون الحكومة هي المصدر الرئيس للتمويل، أو أنه يتم عن طريقها، بسبب أحادية التصدير وأحادية التداين، إذ تنصف هذه الاقتصادات بانخفاض معدلات الاستثمار فيها بنوعيه المحلي والأجنبي، وبضعف الأسواق المالية، نتيجة لحداثة بعضها، أو لعدم الثقة وقلة السيولة، ولانخفاض الثقافة الاستثمارية في المجتمع.

5-1 ضعف الارتباط بين الاقتصادات العربية والتكامل مع الاقتصاد العالمي:

تعبر أرقام التجارة العربية البينية عن مؤشرات ارتباط محدودة، مما يشير إلى الضعف في الترابط الاقتصادي العربي، إذ تسهم التجارة البينية في تشكيل هياكل الإنتاج في الدول المعنية، بشكل متكامل فيما بينها، بحيث تخلق أنواعاً من الترابط الإنتاجي، وتخصيص الموارد بين الصناعات المختلفة، وإنشاء شبكات للعلاقات التجارية المستمرة، لذا وبالنظر للعلاقات التجارية الزاهنة بين الدول العربية،

^{**} يرى التحليل الاقتصادي المتقدم أن الاستثمارات الحقيقية هي التي تضمن حماية القيمة الفعلية بعكس التوظيف المالي الذي غالباً ما تتآكل قيمته مع مرور الزمن.

¹ صندوق النقد العربي، التقرير الاقتصادي العربي الموحد، العدد 2002، ص 147.

وارتباط اقتصاداتها، وانعكاسات ذلك اقتصادياً، يلاحظ أنَّ معظمها لا تتمتع إلا بأسواق محلية محدودة نظراً لانخفاض الدخل، ولكونها دول كثيرة مبعثرة، وهنالك هوة بين توزيع الموارد الطبيعية والمالية، والتكتلات السكانية، ممَّا يحول دون الوصول للكفاءة الإنتاجية في معظم الفروع الإنتاجية، في الوقت الذي تحتاج به الصناعات الحديثة لأسواق كبيرة لتسويقها، ومن ثمَّ فإنَّ استمرار تجزئة الأسواق العربية يعني حرمانها من أي صناعة واعدة، فأحد أسباب نجاح الاقتصاد الأمريكي هو سعة السوق، وإنَّ حرمان المنطقة العربية من مزايا الحجم هو حرمان من إحدى المزايا النسبية للإنتاج المعاصر¹.

وينتج عن ضعف الارتباط بين الاقتصادات العربية، ظهور التبعية الاقتصادية للدول الأجنبية، وارتباط وتكامل كلٍّ منها على حدة مع الاقتصاد العالمي، وبأكثر ممَّا ترتبط به مع المنطقة.

6-1 الطابع الاستهلاكي للاقتصاد العربي:

بعد أن أخفقت مشاريع التنمية التي انتهجتها الدول العربية عقب حصولها على الاستقلال، ظلَّ اقتصاد جميع الدول العربية يعاني من التخلف والتبعية، سواء بلدانه الغنية أو الفقيرة، وازداد الاعتماد على الموارد الطبيعية، في ظلِّ تراجع القطاعات المنتجة الزراعية والصناعية، ولم تتمكن الدول العربية من تنويع مصادر دخلها، بل اضطرت لاستيراد مختلف السلع من الخارج، ممَّا أدَّى لتحوُّل الاقتصاد العربي لاقتصاد استهلاكي، يغلب عليها الإنفاق على الأساسيات المعيشية والتشغيلية، وينخفض فيه الإنفاق الاستثماري المخطَّط.

ثانياً: التكامل الاقتصادي بين الدول العربية:

يُعَدُّ التكامل الاقتصادي سمة من سمات التنمية، وخطوة على طريق الوحدة الاقتصادية، ويقصد بالتكامل الاقتصادي أنَّ تجدُّ الدول التي تسعى للتكامل فيما بينها ما تحتاج إليه من سلع وخدمات، بمعنى أنَّ تكمل بعضها البعض، والتكامل الاقتصادي هو مرحلة متقدمة من العلاقات الاقتصادية الدولية، يقوم على تعزيز الروابط بين القطاعات الاقتصادية التي يكمل بعضها بعضاً، وذلك تنفيذاً لرغبة الدول التي تسعى للتكامل في فتح أسواقها، وتوسيع نطاقها.

واحتلَّ مفهوم التعاون والتكامل الاقتصادي بين البلدان العربية منذ خمسينيات القرن الماضي حيزاً بارزاً في الخطاب السياسي والاقتصادي لدوله، وكانت الدول العربية سبَّاقة لإقامة تكامل اقتصادي فيما بينها، مدفوعة بالمقومات الاقتصادية وغير الاقتصادية التي تجمعها، وقامت بسلسلة من الاتفاقيات داخل نطاق الجامعة العربية للوصول لهذا المبتغى، استهلَّتها بمعاهدة التعاون الاقتصادي عام 1950، ثمَّ اتفاقية تسهيل التبادل وتنظيم تجارة الترانزيت عام 1953، وصولاً لاتفاقية الوحدة الاقتصادية العربية عام 1956، والسوق العربية المشتركة عام 1964، إلى أنَّ جاءت اتفاقية تسيير وتنمية التبادل التجاري، التي تعدُّ المرجعية لإقامة منطقة التجارة الحرة العربية الكبرى عام 1998، كما أنَّه لا يجب إغفال المحاولات العربية الإقليمية، التي سعت لتحقيق التكامل الاقتصادي العربي، كمجلس التعاون لدول الخليج العربي، واتِّحاد المغرب العربي²، غير أنَّ ما تحقَّق من الأهداف المعلنة لهذه الاتفاقيات كان محيَّياً للآمال،

¹ الببلاوي، حازم. (2011). تكامل الاقتصاد العربي وأسباب الفشل. المركز الموريتاني الدولي للدراسات والإعلام، موريتانيا.

² كهيبة، رشام. (2009). واقع وآفاق الربط بين الأسواق المالية في ظل التكامل الاقتصادي العربي. رسالة ماجستير، جامعة أحمد بوقرة بومرداس، الجزائر، ص 77.

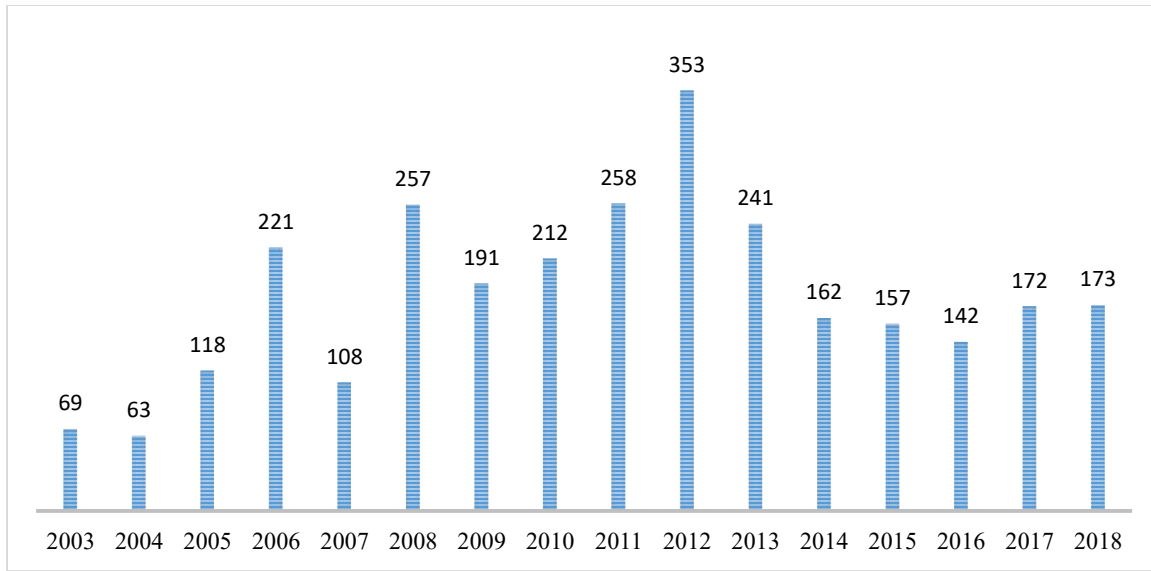
وقد اصطدم بعدة عقبات، وانتكاسات حالت دون الوصول للتكامل الاقتصادي العربي، كالآداء على المستويين السياسي والاقتصادي، واختلاط فعل العوامل ذات الطابع الموضوعي الأبعاد، مع فعل العوامل الذاتية، بشقيها الداخلي والخارجي، وغياب الإرادة السياسية الكافية، وذلك انطلاقاً من كون التكامل الاقتصادي، هو تعبير عن خيار سياسي بالمقام الأول، رغم أن المجتمع العربي هو مجتمع متكامل وموحد في توجّهاته، وتعدد وتنوع الموارد الطبيعية فيه، وتوافر فيه الكوادر ورؤوس الأموال اللازمة، والشوق العربيّة ذات حجم كبير.

وترجع حاجة الدول العربيّة للتكامل الاقتصادي، لاختلاف وتباين توزيع الموارد الطبيعية والبشريّة والماليّة التي تملكها، وللتكثيف مع العولمة الاقتصاديّة، وللاستجابة للتحديات التجاريّة والإنتاجيّة والتقنيّة، ولا تستطيع الدول العربيّة بشكل متفرّق تنمية صادراتها دون التعاون فيما بينها، ودون الانتظام والتكثّل في جسم اقتصادي واحد، ونتيجة لزيادة أهميّة الوحدات الاقتصاديّة الكبيرة، وظهور فكرة أقطاب التنمية، فقد أدّى التقدّم العلمي والتكنولوجي للمساهمة برفع الإنتاجيّة كمّاً ونوعاً، ممّا زاد من حدّة المنافسة العالميّة، وأظهر عدم جدوى الوحدات الاقتصاديّة الصغيرة، وضرورة توسيع المجال الاقتصادي، للاستفادة من جميع نتائج التقدّم الفني وآثار هذه الأقطاب للتنمية، كما أنّ هنالك حاجة للتكامل الاقتصادي العربي فيما يخصّ الأسواق الماليّة، إذ أنّ سعي معظم الاقتصادات العربيّة لتنمية القطاع الخدمي والمالي فيها، يحتمّ عليها التوسّع والتطوّر، وإدخال استثمارات جديدة إلى بلدانها، ممّا يسهم في تنمية هذه الأسواق، خاصّة في الدول التي تسعى للتحوّل لمراكز ماليّة عالميّة.

ومنذ العام 2003 ولغاية عام 2018 شهدت الاستثمارات العربيّة البينية تذبذباً واضحاً، إذ يظهر مؤشر عدد الشركات والمشروعات والتكلفة البينية بين الدول العربيّة ارتفاعاً من عام 2003 ولغاية 2006، قبل أن يتراجع مرّة أخرى عام 2007. وارتفع المؤشر بشكلٍ لافت عام 2008 قبل أن تظهر عواقب الأزمة الماليّة العالميّة، ليتراجع في عام 2009، ومن ثمّ عاود النموّ حتّى عام 2012، ومن العام 2013 ظهرت عواقب الأحداث التي اجتاحت الوطن العربي بظلالها، وتراجع المؤشر بشكل كبير¹، والشكل (25) التالي يظهر تطوّر أعداد المشروعات البينية في الدول العربيّة:

¹ المؤسسة العربيّة لضمان الاستثمار واثمان الصادرات. (2017). مناخ الاستثمار في الدول العربيّة. الكويت، ص 22.

الشكل رقم (25): تطور عدد المشروعات العربية البنية



المصدر: بالاعتماد بيانات موقع FDI Markets¹

ثالثاً: المؤشرات الاقتصادية الإجمالية للدول العربية:

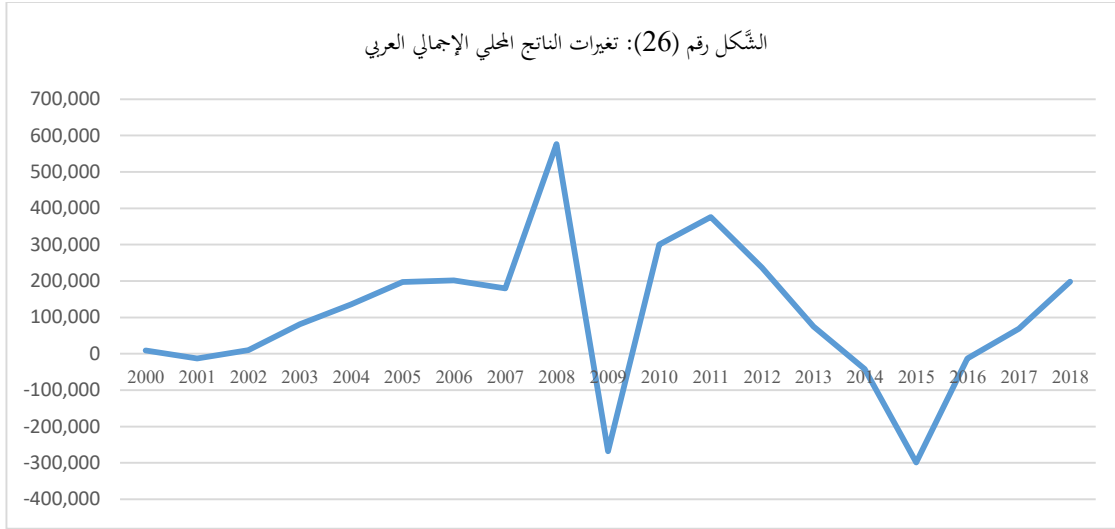
الجدول رقم (3) الناتج المحلي الإجمالي بأسعار الشوق الجارية (مليون دولار أمريكي)

السنة	مجموع الدول العربية	الأردن	الإمارات	البحرين	تونس
2000	677,111	8,461	70,521	7,971	19,435
2001	664,014	8,976	69,546	7,929	20,056
2002	674,202	9,583	74,959	8,491	23,143
2003	755,320	10,196	88,536	9,747	26,876
2004	891,437	11,411	106,326	11,235	29,384
2005	1,089,236	12,611	133,583	13,460	29,026
2006	1,291,407	14,101	164,653	15,828	31,712
2007	1,471,656	15,833	192,040	18,487	35,043
2008	2,048,593	21,993	315,475	25,711	44,781
2009	1,781,036	23,854	254,804	22,938	43,433
2010	2,081,336	26,463	287,422	25,713	44,017
2011	2,457,140	28,881	348,595	29,044	45,948
2012	2,693,802	30,981	372,314	30,666	45,241
2013	2,768,919	33,641	402,340	32,788	47,111
2014	2,726,757	35,877	399,451	33,850	43,422
2015	2,428,324	37,570	375,230	32,241	42,070
2016	2,415,813	39,240	357,045	32,250	41,818
2017	2,484,410	40,754	377,701	35,433	39,804
2018	2,682,654	42,279	414,179	37,746	39,848

¹ <https://www.fdimarkets.com> ، وهي قاعدة بيانات أنشأتها (Financial Times) كإحدى قواعد البيانات الأكثر شمولاً لتغطية مجمل المشاريع الاستثمارية الأجنبية المباشرة الجديدة في جميع أنحاء العالم وفي كل القطاعات انطلاقاً من العام 2003.

الجزائر	جيبوتي	السعودية	السودان	سورية	العراق	عمان	قطر	الكويت	لبنان	ليبيا	مصر	المغرب	موريتانيا	اليمن
54,800	553	188,442	13,089	18,923	20,969	19,862	17,760	37,714	16,679	34,574	99,590	37,060	1,072	9,636
54,700	574	183,012	15,717	20,237	17,682	19,943	17,538	34,906	17,065	30,032	97,367	37,766	1,117	9,853
56,700	592	188,551	18,132	20,669	17,437	20	19,364	38,129	18,712	21,924	85,180	40,474	1,146	10,694
67,800	625	214,573	21,367	21,688	10,621	21,784	23,534	47,869	19,798	26,296	81,135	49,819	1,280	11,778
85,099	662	250,339	26,597	24,475	24,700	24,772	31,734	59,439	21,465	33,420	78,623	56,392	1,490	13,873
102,800	708	315,338	33,157	28,203	32,116	30,923	42,463	80,799	21,558	45,395	89,528	58,956	1,853	16,761
116,600	758	352,103	43,894	33,407	51,620	35,729	56,770	101,634	22,765	55,227	107,378	65,405	2,741	19,082
135,400	823	377	57,440	40,804	69,556	40,343	63,870	112,006	24,609	62,896	127,994	73,450	2,845	21,150
171,005	983	519,797	64,798	52,579	107,672	60,905	115,270	147,540	28,833	85,532	162,464	88,880	3,536	30,395
137,212	1,049	429,098	59,928	53,965	94,275	48,388	97,798	105,993	35,140	62,107	188,489	90,553	3,031	28,459
161,159	1,129	526,811	71,849	60,038	117,138	58,641	125,122	119,835	38,010	73,824	218,387	90,714	3,629	30,907
199,302	1,240	669,507	69,691	60,193	157,553	69,522	169,805	160,627	40,079	36,688	235,464	99,274	4,064	31,079
204,289	1,354	733,956	68,112	51,096	184,192	77,497	189,945	183,239	42,764	83,195	262,214	96,187	3,914	32,075
225,933	1,457	748,449	61,975	34,860	195,382	79,656	202,450	175,837	45,116	64,439	271,443	105,333	4,166	35,955
213,569	1,588	753,832	78,917	24,119	192,772	81,797	210,109	162,695	46,470	24,308	301,737	107,852	4,500	34,011
181,712	1,737	646,002	90,238	19,842	143,413	70,255	166,908	114,079	46,500	20,655	332,162	99,132	4,379	24,041
160,047	1,777	644,945	97,466	13,624	157,839	65,941	151,732	109,407	51,239	14,792	336,325	103,285	4,674	17,929
167,515	1,913	688,586	122,079	17,642	174,605	70,784	166,929	119,535	53,394	31,914	234,712	109,718	4,922	10,891
178,344	2,009	786,522	35,655	24,410	212,234	79,295	192,009	141,678	56,129	43,066	250,178	117,914	5,307	8,040

المصدر: صندوق النقد العربي، التقرير الاقتصادي العربي الموحد للسنوات: 2008-2019.



المصدر: من إعداد الباحث اعتماداً على بيانات صندوق النقد العربي

يلاحظ من الجدول (3) والشكل (26) أعلاه أنَّ الناتج المحلي الإجمالي العربي، شديد الحساسية للتقلبات في أسعار النفط بشكل أساسي، إذ أنَّه لم يتأثر انخفاضاً خلال الفترة المدروسة، سوى في السنوات التي شهدت تراجعاً في أسعار النفط، فأسعار النفط شهدت خلال هذه الفترة ثلاثة انخفاضات، في عام 2001 بسبب أحداث 11 أيلول في الولايات المتحدة الأمريكية، إذ انخفض سعر البرميل من 27 إلى 23 دولاراً للبرميل، وفي عام 2009 كأحد نتائج الأزمة المالية العالمية، إذ انخفض سعر البرميل من 94 دولار إلى 60 دولار، وفي عام 2014 نتيجة لعدة أسباب، كارتفاع سعر صرف الدولار، وزيادة إنتاج النفط في عدد من الدول كالولايات المتحدة وكندا وروسيا والعراق، وتراجع الطلب العالمي بسبب الضعف الذي يشوب اقتصادات أوروبا والدول النامية، بالإضافة للتطور التكنولوجي وانخفاض استهلاك السيارات للوقود، فانخفضت أسعار النفط بشكل قياسي من 105 دولار عام 2014، لتصل لحافة 40 دولار بنهاية عام 2016.

ويلاحظ أنَّه رغم الأحداث التي شهدتها عدة دول عربية بدءاً من العام 2011، إلَّا أنَّ الناتج المحلي الإجمالي العربي لم يتأثر، بل على العكس استمرَّ بالنمو، ممَّا يمكن اعتباره تعبيراً رقمياً عن مدى ضعف مساهمات القطاعات الصناعية والإنتاجية في هذه الاقتصادات، واعتمادها على الثروات الطبيعية، وضعف التكاثر والترابط الاقتصادي فيما بينها، وعن حجم التباين في الناتج المحلي للدول العربية، والتوزُّع غير المتساوي للثروات بين هذه الدول، والتمركز الذي تشهده هذه الثروات في بعض الدول مقارنةً بالأخرى، والتَّواضع في حجم الناتج المحلي لمعظم الدول العربية.

رابعاً: تنافسية الاقتصادات العربية¹:

يختلف مفهوم التنافسية بالنسبة للدول عنه بالنسبة للشركات، فالتنافسية لدى الشركات تعني الآلية التي يتمُّ من خلالها تحقيق الاستمرارية في السوق بأعلى عائد، ومنافسة الشركات التي تنتج منتجات بديلة لتزويدها للمستهلكين بكفاءة وفعالية أكثر من الآخرين، أو دخولها للأسواق بمنتجات أو خدمات جديدة، وتواجه تنافسية الشركات في الأسواق سواء المحلية أو الدولية تحديات

¹ بالاعتماد على تقرير تنافسية الاقتصادات العربية (2017)، صندوق النقد العربي، ص 7.

عديدة، تتمثل في إمكانية النفاذ للأسواق، إذ يعتمد تصريف المنتجات على حجم السوق المستهدف، وكيفية الوصول إلى قنوات التوزيع، والقيود التي تفرضها الدولة على المنتجات المستوردة، على حين أنَّ مفهوم التنافسية للدولة ينصبُّ على كيفية تحقيق معدلات نموٍّ مرتفعة، من خلال تطوير البنية التحتية والمؤسسات التي تسهم باستقطاب رؤوس الأموال وزيادة الإنتاجية، ومن ثمَّ خلق فرص عمل ومكافحة البطالة، وتحسين مستويات المعيشة، وتخفيف حدة الفقر.

ويشير مفهوم التنافسية إلى زيادة مستويات الإنتاجية في الدول، وإدارتها للتحديات والقيود التي تفرض على منتجاتها وخدماتها من المنافسين، لذا تقوم الدول بدعم قطاعاتها الاقتصادية والمالية وبنيتها التحتية لمواجهة الحواجز التي تحدُّ من قدرتها على جذب الاستثمارات التي تؤدِّي لتنمية اقتصاداتها، وتنقسم التنافسية لثلاثة أنواع هي:

- 1- التنافسية السعرية: وتدلُّ على أنَّ الدولة التي تنتج بتكلفة أقلَّ تتمكَّن من تصدير منتجاتها إلى الأسواق العالمية بسهولة.
 - 2- التنافسية التقنية: تركزُّ على تنافسية الصناعات استناداً إلى النوعية التقنية والتكنولوجية العالية المستخدمة في هذه الصناعات.
 - 3- التنافسية غير السعرية وغير التقنية: يركِّز بعضهم عند قياس التنافسية على هذه المكونات، لذا تسعى الدول عند وضع البرامج الوطنية لتطوير قدرتها التنافسية وتميزها عن الآخرين، إذ تهدف هذه البرامج لتحسين المنتجات السلعية وتنمية الخدمات اللازمة لرفع الكفاءة الإنتاجية، وكسب أسواق جديدة، وزيادة حصَّتها في الأسواق القائمة، واستقطاب الاستثمارات الأجنبية.
- ويفسِّر مفهوم التنافسية بأنَّه المقدرة على تحقيق معدل نموٍّ حقيقيٍّ، ممثلاً بمساهمات الأنشطة الاقتصادية ودرجة التنوع الاقتصادي، وتعدُّ التنافسية مؤشراً للقوة الاقتصادية ومدخلاً لاستمراريتها، فقوة أي بلد من قوَّة اقتصادها، أي تفوقها على الاقتصاديات الأخرى، وقدرته على منافستها داخلياً وخارجياً، والجدول رقم (4) يوضِّح المؤشِّر العامَّ لتنافسية الاقتصادات العربية:

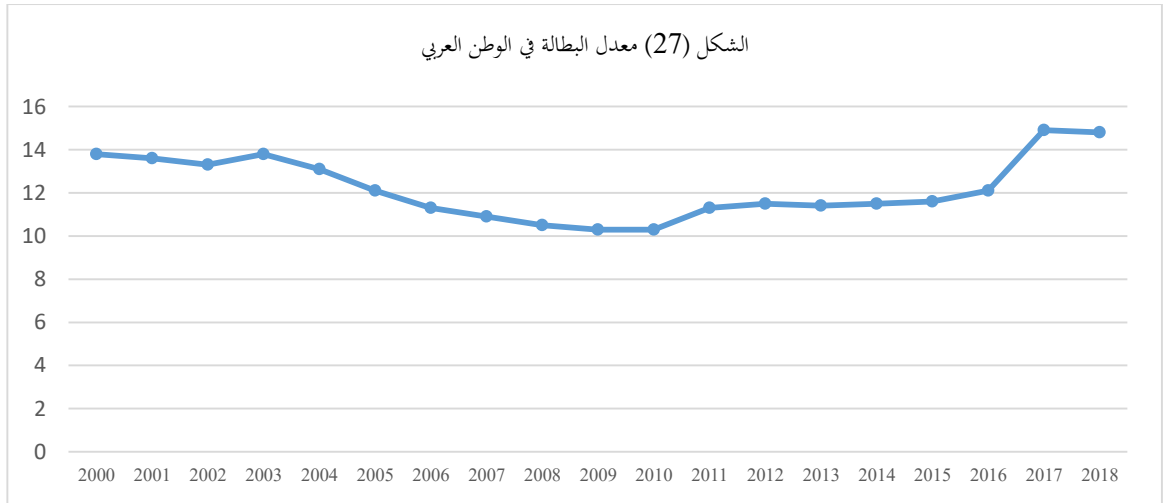
الجدول رقم (4) المؤشِّر العامَّ لتنافسية الاقتصادات العربية

ترتيب تنافسية الاقتصادات العربية	الدولة	مؤشِّر الاقتصاد الكلي	مؤشِّر البنية التحتية لجاذبية الاستثمار	المؤشِّر العامَّ لتنافسية الاقتصادات العربية
1	الإمارات	0.6394	1.248	0.9437
2	السعودية	0.8359	0.7404	0.7882
3	قطر	0.6228	0.9038	0.7633
4	الكويت	0.2365	1.1652	0.7009
5	البحرين	0.0895	0.5842	0.3369
6	عمان	0.0533	0.3335	0.205
7	الأردن	0.0098	0	0.0049
8	المغرب	-0.1657	-0.0291	-0.0974
9	لبنان	0.038	-0.3342	-0.1481
10	تونس	-0.3912	0.0045	-0.1934

11	العراق	-0.2313	-0.1689	-0.2001
12	الجزائر	0.1715	-0.6363	-0.2324
13	مصر	-0.4125	-0.2439	-0.3282
14	موريتانيا	-0.1536	-1.0429	-0.5982
15	اليمن	-0.4452	-1.1007	-0.7729
16	ليبيا	-0.4604	-1.1306	-0.7955
17	السودان	-0.6946	-1.0897	-0.8921

المصدر: تقرير تنافسية الاقتصادات العربية (2017)، ص 6

ويلاحظ من الجدول أعلاه سيطرة الدول النفطية على مؤشر التنافسية للاقتصادات العربية، كما أنّ هذه الدول هي فقط بالإضافة للأردن التي كان مؤشر التنافسية لديها موجباً، لكن بالنسبة لباقي الدول العربية فإنّ مؤشر التنافسية كان لديها سلبياً، ممّا يشير إلى انخفاض مؤشرات التنافسية لدى الدول العربية غير النفطية بشكل عامّ، ويعود لضعف مؤشرات الاقتصاد الكلي*، رغم قيام الدول العربية بالعديد من التحسينات والمبادرات التي أسهمت في تطوير مؤشرات التنافسية لديها، حسب التقارير الدولية، وتواجه الدول العربية بين الحين والآخر العديد من التحديات التي تعيق إصلاحاتها الهيكلية، التي يُعدّ أبرزها ارتفاع مستويات الأسعار، ممّا ينجم عنه تراجع مستوى المعيشة، وارتفاع معدلات البطالة، الذي يؤثر في تراجع الإنتاجية، ومستويات النمو الاقتصادي، والشكل رقم (27) التالي يوضح معدل البطالة في الدول العربية.



المصدر: تقديرات منظمة العمل الدولية وصندوق النقد العربي

* يبنى مؤشر الاقتصاد الكلي من مؤشرات فرعية هي: القطاع الحقيقي، قطاع المالية الحكومية، القطاع الخارجي، والقطاع التقدي والمصري، وتتضمن المؤشرات الفرعية 17 متغير كمي تنوزع بين المؤشرات الفرعية كالآتي: القطاع الحقيقي 5 متغيرات، قطاع مالية الحكومة 3 متغيرات، القطاع الخارجي 4 متغيرات، والقطاع التقدي والمصري 5 متغيرات. للمزيد حول مؤشر الاقتصاد الكلي ينظر: تقرير تنافسية الاقتصادات العربية (2017)، صندوق النقد العربي.

والجدير بالذكر أنَّ متوسط معدل البطالة في الدول العربية يُعدُّ الأعلى بالمقارنة مع الأقاليم الأخرى، إذ يبلغ معدل البطالة 5.9% في جنوب شرق آسيا والباسفيك، بينما هو في أمريكا اللاتينية والكاريبي حوالي 6.4%، في حين أنَّ معدل البطالة بالنسبة للعالم يقدر بنحو 6.6% لمتوسط نفس الفترة.

وتقوم مؤسسة التمويل الدولية التابعة للبنك الدولي (IFC) بإعداد تقرير سنوي عن تيسير أداء الأعمال، إذ يوضح التقرير الإجراءات التي قامت بها الدول من أجل تحسين بيئة الأعمال وخلق التنافسية اللازمة لجذب المزيد من الاستثمارات الخارجية، وتشير نتائج التقرير إلى تباين أداء الدول العربية في سبيل تحسين بيئة الأعمال، التي انتهجت عدداً من الإجراءات التي أسهمت في تحسين بيئة الأعمال وزيادة تنافسيتها على المستوى العالمي، وقد قام عدد من الدول العربية باتخاذ بعض الإجراءات التي من شأنها تحسين مناخ ممارسة الأعمال، وقد حقّق بعضها مراكز متقدّمة على مستوى الصعيد العالمي خلال الفترة بين عامي (2006-2018)، ولكن مع ذلك فإنَّ تلك الإجراءات كانت تحتاج المزيد، لجذب الاستثمارات الأجنبية مقارنة بالتجمّعات الإقليمية الأخرى¹، والجدول (5) يبيّن ترتيب الدول العربية وفقاً للمؤشّر العام لبيئة الأعمال:

الجدول (5) المؤشّر العام لبيئة الأعمال في الدول العربية

التصنيف	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	
الامارات	69	77	68	46	33	40	33	26	23	22	31	26	21	
السعودية	38	38	23	16	13	11	12	22	26	49	82	94	92	
قطر	غير مقيم	غير مقيم	غير مقيم	37	39	50	36	40	48	50	68	83	83	
الكويت	47	46	40	52	61	74	67	82	104	86	101	102	96	
البحرين	غير مقيم	غير مقيم	غير مقيم	18	20	28	38	42	46	53	65	63	66	
عمان	51	55	49	57	65	57	49	47	47	66	70	66	71	
الأردن	74	78	80	101	100	111	96	106	119	117	113	118	103	
المغرب	102	115	129	128	128	114	94	97	87	71	75	68	69	
لبنان	متوسط	95	86	85	99	108	113	104	111	104	123	126	133	
تونس	58	80	88	73	69	55	46	50	51	60	74	77	88	
العراق	114	145	141	152	153	166	164	165	151	156	161	165	168	
الجزائر	128	116	125	132	136	136	148	152	153	154	163	156	166	
مصر	141	165	126	114	106	94	110	109	128	112	131	122	128	
موريتانيا	127	148	157	160	166	165	159	167	173	176	168	160	150	
اليمن	90	98	113	98	99	105	99	118	133	137	170	179	186	
ليبيا	تحت المعدل	غير مقيم	غير مقيم	غير مقيم	غير مقيم	غير مقيم	غير مقيم	غير مقيم	187	188	188	188	185	
السودان	تحت المعدل	151	154	143	147	154	154	135	143	149	160	159	168	170

المصدر: تقرير بيئة الأعمال، البنك الدولي ومؤسسة التمويل الدولية

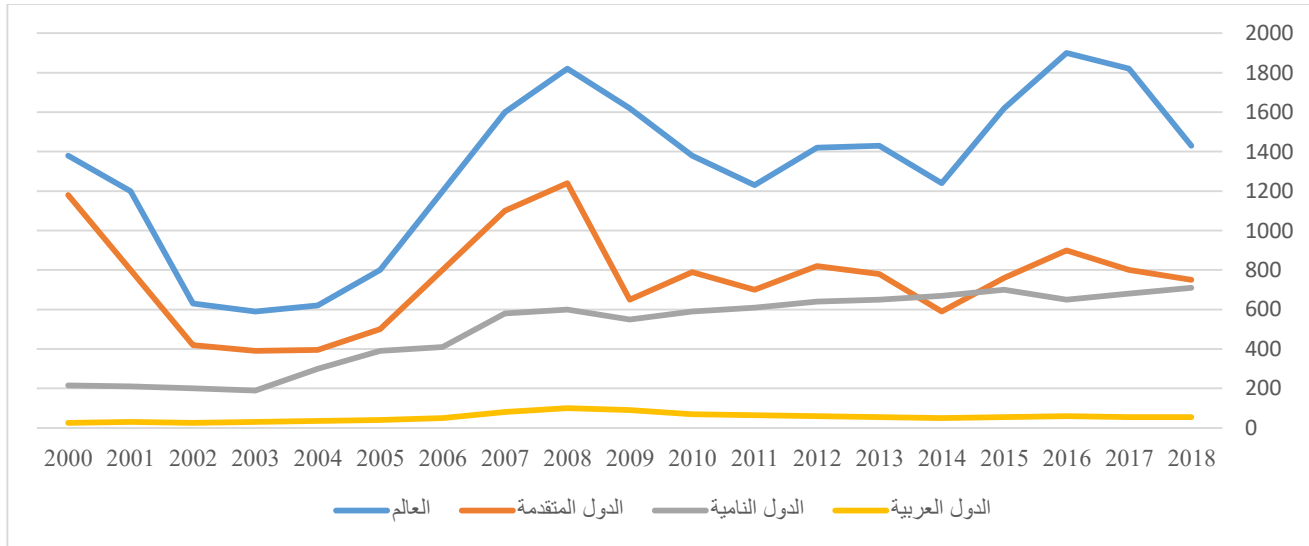
وقد أخذت تدفّقات الاستثمار الأجنبيّ المباشر للدول العربية ما بعد العام 2011 بالانخفاض، بالإضافة لتصفية بعض الاستثمارات الكبيرة، عوضاً عن إضافة استثمارات جديدة، وقد بلغت في عام 2014 تدفّقات الاستثمار الأجنبي 1.23 تريليون دولار، بانخفاض

¹ إسماعيل، محمد، وحسن، جمال. (2017). محددات الاستثمار الأجنبي المباشر في الدول العربية. صندوق النقد العربي، ص 9-10.

قدره 4.6% عن عام 2013، يعزى ذلك إلى تراجع أداء الاقتصاد العالمي، وارتباب المستثمرين حول السياسات والتطورات المحلية في العديد من الدول، كما أنَّ التدفُّقات الواردة للدول العربية تبلغ حوالي 8% من الاستثمارات الأجنبية حول العالم، وتتركز في مجالات وقطاعات معيَّنة، ممَّا يعكس حاجة الأسواق العربية لانفتاح أكبر أمام تدفُّقات الاستثمارات الأجنبية، كما تبرز الحاجة للاستمرار في تدعيم بنية البيئة القانونية في بعض الدول العربية، كونها من العوامل المؤثرة في تدفق تلك الاستثمارات، إضافة إلى عوامل أخرى مؤثرة، كتوافر الأيدي العاملة، وحجم السوق، ومستوى الانفتاح الاقتصادي¹.

والشكل (28) والجدول (6) يبيَّنان تدفُّقات الاستثمارات الأجنبية للدول العربية ولبعض التكتلات الاقتصادية الأخرى، ويلاحظ من الشكل زيادة حصة الدول النامية من تدفُّقات الاستثمارات الأجنبية، وانخفاضها بالنسبة للدول المتقدمة ما بعد الأزمة المالية العالمية، بينما يلاحظ بشكل واضح تراجع تدفُّقات الاستثمارات الأجنبية للدول العربية ما بعد الأزمة العالمية بدايةً، وزيادة حدتها بعد العام 2011؛ بسبب الأحداث التي شهدتها المنطقة، وبشكل معاكس لتدفُّقات الاستثمارات الأجنبية للدول النامية الأخرى، ممَّا يشير إلى عزوف التدفُّقات الاستثمارية الأجنبية عن الولوج إلى الدول العربية، نتيجة الأحداث التي تشهدها المنطقة، ولضعف السياسات الاقتصادية العربية على جذب الاستثمارات الأجنبية.

الشكل (28) تدفُّقات الاستثمار الأجنبي المباشر للدول العربية وبعض التكتلات الاقتصادية بالمليار دولار



المصدر: قاعدة بيانات الأمم المتحدة للتجارة والتنمية (UNCTAD)

كما ويظهر جلياً أنَّ الدول غير النفطية كانت الأكثر تأثراً بانخفاض تدفُّقات الاستثمارات الأجنبية المباشرة، على حين أنَّ الدول النفطية وبالأخص السعودية والأمارات كانت تشهد نمواً في هذه التدفُّقات، وذلك كنتيجة لسياسات الإصلاح المالي التي شرعت بتنفيذها هذه الدول عقب انهيار أسعار النفط عام 2014.

¹ المرجع السابق، ص 3.

الجدول(6): تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر للدول العربية (2005-2018)

2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	
3,750	10,892	14,568	15,820	2,723	2,015	2,178	2,536	8,828	11,736	16,692	15,711	14,060	15,079	الإمارات
-350	-39	-135	3,498	2,177	3,907	3,430	4,402	4,943	5,396	5,390	8,936	7,280	22,987	السعودية
352	127	5,160	3,658	3,215	1,863	10,109	1,840	8,021	6,748	4,023	7,902	1,695	3,523	قطر
5,142	8,211	9,784	9,091	8,582	5,890	10,773	6,741	16,648	-10,468	5,367	4,528	9,013	3,715	الكويت
1,135	980	1,669	1,620	-1,791	334	-920	516	532	-394	3,191	-880	229	111	البحرين
234	276	-36	585	109	1,498	1,222	884	934	1,358	336	356	2,424	567	عمان
163	-138	48	13	72	28	31	5	16	83	1	3	7	-8	الأردن
75	445	622	485	470	589	179	406	332	436	653	580	1,021	782	المغرب
715	875	848	987	1,126	487	937	1,030	1,976	1,241	660	1,005	1,317	611	لبنان
12	33	20	42	77	74	21	13	22	22	31	242	57	34	تونس
89	305	8	34	72	125	366	490	227	242	148	304	78	188	العراق
-20	34	151	318	215	220	534	-41	-268	-18	103	46	-9	880	الجزائر
92	148	665	1,920	571	1,176	626	211	301	253	182	207	199	324	مصر
2	0	-1	3	..	17	1	-3	19	28	0	1	10	4	موريتانيا
24	9	39	230	72	71	58	9	5	12	4	1	6	4	اليمن
128	474	3,947	5,888	1,165	2,722	131	2,509	6	77	395	440	110	276	ليبيا

المصدر: المؤسسة العربية لضمان الاستثمار وائتمان الصادرات

المبحث الثاني

واقع السياسة المالية في الدول العربية

مهيكل:

شهدت الدول العربية خلال العقود القليلة الماضية تغيرات حركية ضخمة، خاصة في الهيكل الاقتصادي العربي، الذي أثر بدوره في المالية العامة العربية، فقد تبنت الدول العربية برامج تنموية مختلفة، شملت قطاعات النقل والمواصلات والبنية التحتية، الذي شكّل ضغطاً متزايداً على مالياها، إذ زادت المديونيّات ونسب العجز في الموازنات العامة.

وتبعاً للأزمات السياسية والاقتصادية المتلاحقة على الصعيدين الإقليمي والدولي، التي مرّت على الوطن العربي خاصة الأزمة المالية العالمية، وأحداث ما بعد عام 2011، وتراجع أسعار النفط، التي على ضوءها حاولت الدول العربية تعديل سياساتها المالية، لاستيعاب هذه الأزمات، وتمثّلت هذه التعديلات بترشيد الإنفاق الحكومي، والعمل على زيادة الإيرادات، عن طريق إعادة صياغة النظام الضريبي، وفرض ضرائب جديدة، وتقليص العجز في الميزان التجاري وميزان المدفوعات، ونتيجة لهذه التغيرات زادت نسب التضخم في الأسعار، وتراجعت أسعار صرف عملات الدول العربية لمستويات قياسية¹.

وتنقسم المالية العامة في الدول العربية لثلاثة أنماط، تتميز كلٌ منها بمميزات وخصائص تنفرد بها عن الأنماط الأخرى، كما أنّها تعاني من مشكلات تختلف كلّ الاختلاف فيما بينها، وتتوزّع أنماط المالية العامة في الدول العربية وفقاً لثروة الدولة من الموارد الطبيعية (النفطية)، إذ يمكن تقسيمها إلى دول نفطية (ثرية)، ذات اكتفاء ذاتي، ودول تعاني من الفقر وشحّ الموارد، ولكن مع ذلك تعاني السياسات المالية في الوطن العربي من سوء الإدارة في استخدام الموارد التي يتمّ توظيفها، وتعاني موازنات هذه الدول من العجز شبه المستمر لدى بعضها، كما أنّ السياسة المالية في الوطن العربي تتسم بعدم الفاعلية، أو أنّها لا تأخذ الأهمية ذاتها التي تتبوّأها السياسة النقدية لدى صانعي القرار، فلم يكن يتمّ استخدامها ولعقود طويلة كأداة اقتصادية ذات فعالية في مواجهة المشكلات والتقلّبات الاقتصادية التي تواجه الاقتصادات العربية، لكن خلال السنوات القليلة الماضية أخذت السياسة المالية العربية تؤدّي دوراً مهماً على الساحة الاقتصادية العربية، وبدأ المسؤولون يعطون السياسة المالية وأدواتها دوراً أكثر أهمية لمعالجة المشكلات الاقتصادية المختلفة، وبدأ التركيز على صياغة أنظمة مالية حكومية تتمتع بالكفاءة والاستقرار، بعيداً عن الاعتماد على الإيرادات الريعية، والإنفاق العقيم غير المدروس، والتوسع غير المبرّر أحياناً بالأنشطة الحكومية، وهو ما أعطى الدول العربية تقدماً كبيراً وافتتاً في مؤشرات كفاءة المالية الحكومية على مستوى العالم ككل، رغم أنّ اقتصادات الدول العربية تصنّف من الاقتصادات النامية.

¹ دودين، أحمد. (د.ت). *أساسيات التنمية الإدارية والاقتصادية في الوطن العربي (نظرياً وتطبيقياً)*. بتصرف، الأردن: الأكاديميون للنشر والتوزيع، ص 189.

أولاً: السياسة المالية في الدول العربية¹:

تعدّ الاقتصادات العربية في مجملها اقتصادات ريعية تعتمد في بنيتها على تصدير سلعة أو مجموعة من السلع الأولية، يُعدّ النفط والغاز والمواد الخام الشبيهة في صادراتها، لذا فإنّ الإيرادات العامة الرئيسية في الدول العربية تتأتى من عمليات التصدير، ويُعدّ عدد العاملين بتحقيق إيراد الريع من السكّان قليلاً جداً ويكاد لا يذكر، لذا يقع على عاتق الحكومات العربية تحويل هذه الثروات إلى نتائج اقتصادية وتوزيعها لتعود بالنفع على السكّان، وذلك من خلال إدخالها إلى النشاط الاقتصادي في الدولة بالأشكال المختلفة، وتعدّ الأداة الرئيسية التي تستخدمها الحكومات للقيام بهذه الوظيفة هو السياسة المالية، عن طريق الإنفاق العام على مشاريع البنية التحتية والتعليم والبرامج الاجتماعية والمنح والتبرّعات لرفع المستويات المعيشية، وللسياسة المالية في الدول العربية ثلاثة أهداف أساسية، تتعلّق بالتنمية وتحقيق الاستقرار والعدالة بين الأجيال، إذ ينطوي هدف التنمية على اتّخاذ القرارات المتعلّقة بالإنفاق؛ بهدف تحقيق النمو الاقتصادي طويل الأجل، من خلال الاستثمار في رأس المال المادي والبشري، لدعم النمو والتنمية، ومن المهمّ أنّ تحقّق هذه الاستثمارات الأهداف الإنمائية للبلاد بكفاءة.

أمّا فيما يتعلّق بهدف تحقيق الاستقرار، فيتجسّد هذا الهدف بالحِدّ من أثر التقلّبات في أسعار النفط والصّرف ومعدّلات الفائدة، والصّدّامات الأخرى على الاقتصاد المحلي، سواء الداخلية أو الخارجية منها، وكون سعر الصّرف الثّابت يحدّ من قدرة السياسة على الاستجابة لهذه التقلّبات، فإنّ السياسة المالية هي خطّ الدفاع الأوّل في إدارة الصّدّامات.

وبالنسبة للعدالة بين الأجيال، بدأت الدول العربية تضع في حسابها الطبيعة غير المتجدّدة للنفط، وضرورة تطوير الاقتصاد بحيث تتنوّع مصادر الدّخل والإنتاج فيه، وإنّه من حقّ الأجيال القادمة الاستفادة من الثروات الطبيعية التي تتمتع بها الدول العربية، فأخذت بالتقنين بالاعتماد على هذا المصدر للإيرادات من خلال إطلاق برامج ورؤى مستقبلية².

وتشهد الدول العربية ضغوطاً كبيرة بنتيجة الأحداث التي شهدتها المنطقة ما بعد العام 2011، وخاصّة في مالياتها العامة، نتيجة الانخفاض الكبير في إيرادات الحكومات، مع التوجّه إلى زيادة التّفقات والتّقديمات الاجتماعية، في حين تراجع التدفّقات المالية الداخلة، وخاصّة الإيرادات السياحية والاستثمار الأجنبي المباشر، مقابل ارتفاع التدفّقات المالية الخارجة؛ بسبب سحب جزء من الاستثمارات الأجنبية منها، وجاء ذلك في الوقت الذي استلزمت فيه تطوّرات الأوضاع الاقتصادية في الدول العربية، تقييد السياسة المالية، سواء في الدول العربية الغنيّة بالنفط لتحقيق الانضباط المالي، على خلفية تواصل الاتجاه الهابط لأسعار النفط في الأسواق الدوليّة، أو في الدول العربية غير الغنيّة بالنفط لاحتواء العجزات المتزايدة في الموازنات العامة، ووضع الدين المحلي في مسارات تنازلية، وهو ما انعكس على مستويات الطلب الكلي فيها.

¹ تم الاعتماد في كتابة هذه الفقرة بشكل أساسي على تقرير: توقعات الأداء الاقتصادي للدول العربية. لعامي 2017-2018، صندوق التّقد العربي.

² العنبي، بدية. (2015). دور السياسات المالية والنقدية في دفع عجلة النمو الاقتصادي في المملكة العربية السعودية للفترة (1986-2012). بتصرف، مجلة الاقتصاد والتنمية البشرية. العدد 6 (1)، ص 27-52.

ونتيجةً لهذه الظروف ظهر تحوُّل بارز في نهج السياسات والإصلاحات الاقتصادية المطبَّقة في الدول العربية، إذ أظهرت الدول العربية الغنيَّة بالنفط، وعلى وجه الخصوص دول الخليج، اتِّجاه واضح نحو التركيز على إعطاء دفعة قويَّة لسياسات التنويع الاقتصادي؛ من خلال تبني رؤى وخطط لاستراتيجيات وطنية مستقبلية؛ لزيادة مستويات التنويع الاقتصادي وفق أهداف كمية، وبرامج تنفيذية موضوعية لتحقيق إنجاز ملموس على صعيد التنويع الاقتصادي، مع الحرص على توفير الموارد المالية اللازمة لتنفيذ خطط التنويع، سواء من خلال السحب من الاحتياطات، أو خصخصة بعض المشاريع، أو تشجيع مشاركة القطاع الخاص في تنفيذ المشروعات الاستثمارية المهمة، وعن طريق رفع الدعم عن بعض السلع والخدمات، وإعادة هيكلة النظام الضريبي بشكل شبه كامل، وفرض مجموعة من الضرائب الجديدة.

ومن جهة أخرى استلزم تجاوز الاختلالات الاقتصادية الداخلية والخارجية، اتِّجاه بعض الدول العربية، لا سيَّما غير الغنيَّة بالنفط لتبني إصلاحات اقتصادية صعبة، في إطار برامج إصلاح متوسَّطة المدى بالتعاون مع صندوق النقد الدولي، في إطار اتِّفاقات تسهيل ممتدِّ واتِّفاقات ائتمانية، بإجمالي تمويل يقدر بنحو 21 مليار دولار، تدعم تلك الاتِّفاقات برامج وطنية للإصلاح تشمل عدَّة إجراءات وتدابير نقدية ومالية، وأخرى متعلِّقة بنظم الصَّرف لتعزيز مستويات الاستقرار الاقتصادي، إذ أنَّ تطبيق هذه الإصلاحات سيخفِّف من حدَّة الاختلالات التي تواجه هذه البلدان، وسيسهم في إعطاء حيز مالي داعم للنمو والتشغيل.

وانتسبت الفترة ما بعد عام 2011 بتسارع وتيرة الإصلاحات المالية في العديد من الدول العربية، واتَّسع نطاقها لتشمل عمليات إدارة الموازنة والدين العام، وليس فقط الإيرادات والنفقات العامة، بهدف ضمان تحقيق الاستدامة المالية، سواء بالنسبة للدول الغنيَّة أو غير الغنيَّة بالنفط، كما أنَّه ظهر جلياً التنسيق بين تدابير السياستين المالية والنقدية، إذ أنَّه وفي ضوء زيادة مستويات العجزات في الموازنات العامة، سعت كلُّ دولة عربية لتبني مزيج أمثل من خيارات التمويل، يضمن لها عدم مزاحمة تمويل عجز الموازنة لتمويل القطاع الخاص، ويأخذ بعين الاعتبار تطوير سوق إصدارات الدين الحكومي بالعملة المحلية من السندات والصكوك.

وسيتم تحليل السياسة المالية في الدول العربية في الأجزاء التالية عن طريق تقسيم الدول العربية إلى ثلاثة أقاليم، وفقاً لتقسيمات البنك الدولي للوطن العربي من الناحية الاقتصادية، وحسب توافر البيانات عنها، حيث تتكون المجموعة الأولى من (السعودية، الإمارات، قطر، البحرين، عُمان، الكويت)، والمجموعة الثانية من (لبنان، مصر، تونس، الأردن، المغرب)، والمجموعة الثالثة من (الجزائر، ليبيا، العراق، اليمن) وذلك على الشكل التالي:

1-1 الإنفاق العام في الدول العربية:

سعت الدول العربية من بعض تدخُّلات السياسة المالية لتخفيف حدَّة الضغوط على السيولة، من خلال إعطاء أولويات السداد للمصاريف المستحقَّة للقطاع الخاص، بهدف دعم الأوضاع النقدية، التي تأثَّرت بتراجع أسعار النفط، ولدفع النشاط الاقتصادي، إذ عملت على إجراء إصلاحات في جانب النفقات العامة، من خلال العمل على ضبط الإنفاق الجاري، لاسيَّما الإنفاق على الرواتب،

إذ عمل بعضها على وضع سقف لعمليات الإنفاق، وقام البعض بتخفيض الإنفاق الجاري، على حين أن هنالك من الدول العربية من ربط زيادة أجور الموظفين في القطاع الحكومي، بمعدلات الأداء والإنجاز، وبالارتفاع في مستويات الناتج المحلي، أمّا على صعيد الإنفاق الاستثماري، استهدفت السياسات المالية العربية إعطاء أولوية التنفيذ للمشروعات الضرورية، التي تخدم الأهداف الاقتصادية والاجتماعية، وتسهم في زيادة مستويات التنويع الاقتصادي، كما زاد التركيز على الإنفاق الرأسمالي على القطاعات الواعدة، وإعطاء القطاع الخاص دوراً للمشاركة في تنفيذ وإدارة بعض المشاريع الرئيسية، بهدف تخفيف العبء على الموازنة العامة، ممّا أسهم بتراجع النفقات العامة خلال عامي 2015 و 2016، إذ انخفضت النفقات عام 2016 بنسبة تقارب 7.6%، مقارنة بانخفاض بلغ نسبته 10.7% عام 2015، تلاها انخفاض طفيف في عام 2017 ومن ثمّ ارتفاع عام 2018 بلغ 8.6%، بما يعكس جهود الانضباط المالي، ممّا أسهم بإحداث انخفاض نسبي لمستوى عجز الموازنة إلى الناتج المحلي الإجمالي، ليصل (10.1%، 9.8%، 6.7%، 4.3%) على التوالي للسنوات المذكورة، والجدول التالي يوضح هيكلية الإنفاق العام في الدول العربية:

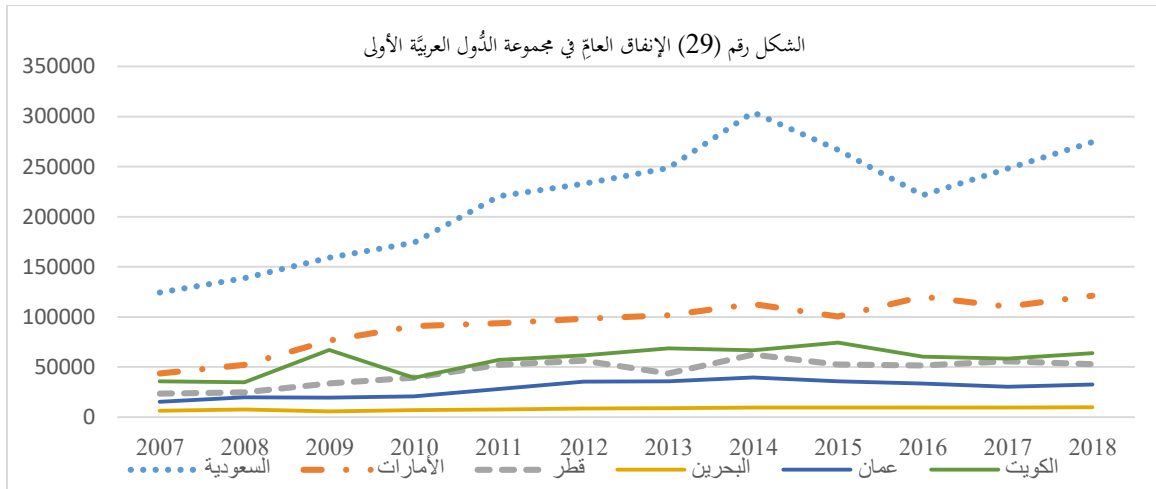
الجدول رقم (7) هيكل الإنفاق العام في الدول العربية (2008-2018)

2018	2017	2016	2015	2014	2013	2012	2011	2010	2009	2008	العام
899,731	828,645	836,116	905,153	1,014,145	914,282	891,742	787,690	701,155	590,305	575,009	إجمالي الإنفاق العام (مليون دولار)
80.9	79.4	80.3	77.8	76.4	77	77.7	75.8	71.9	73.6	70.7	نسبة الإنفاق الجاري
19.1	20.5	19.7	21.8	23.4	22.8	22.3	24	27.8	25.9	28.9	نسبة الإنفاق الاستثماري
0	0.1	0	0.4	0.2	0.2	0	0.1	0.4	0.5	0.4	نسبة صافي الإقراض الحكومي

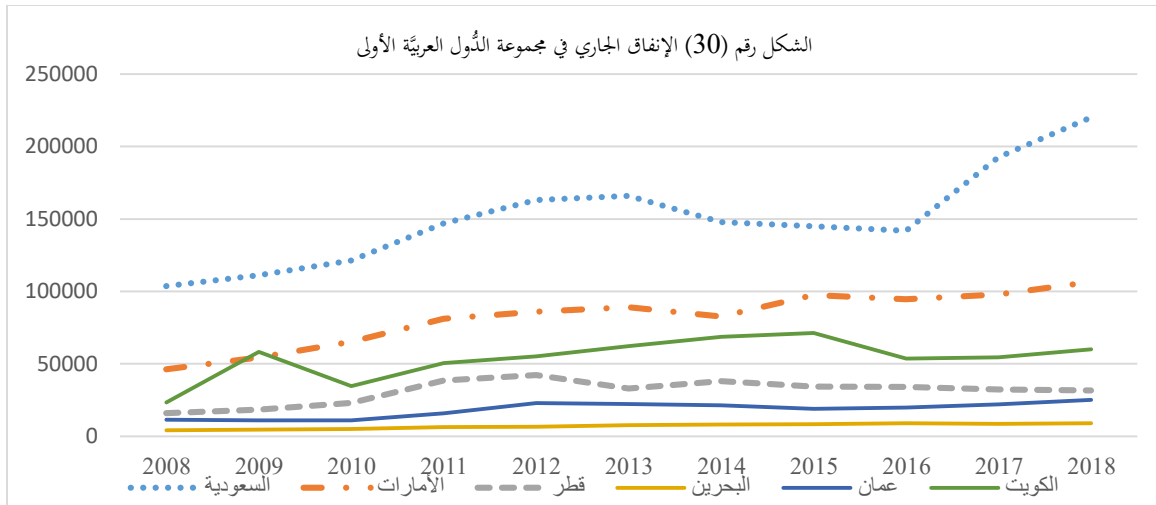
المصدر من إعداد الباحث اعتماداً على بيانات صندوق النقد العربي للأعوام المذكورة

ومن الجدول رقم (7) أعلاه يلاحظ أنّ الإنفاق الجاري هو السائد والمسيطر في الدول العربية، حتّى بعد وضع خطط الانضباط المالي، مقارنة مع الإنفاق الاستثماري الذي قارب أنّ يتلاشى، بعد أنّ بلغ في العام 2018 حوالي 19% فقط من إجمالي الإنفاق الحكومي، وهو إنفاق يوجّه نصفه تقريباً إلى الأمن والدفاع، والنّصف الآخر إلى الخدمات الاجتماعية، وهو إنفاق استهلاكي غير تنموي في كثير من الأحيان.

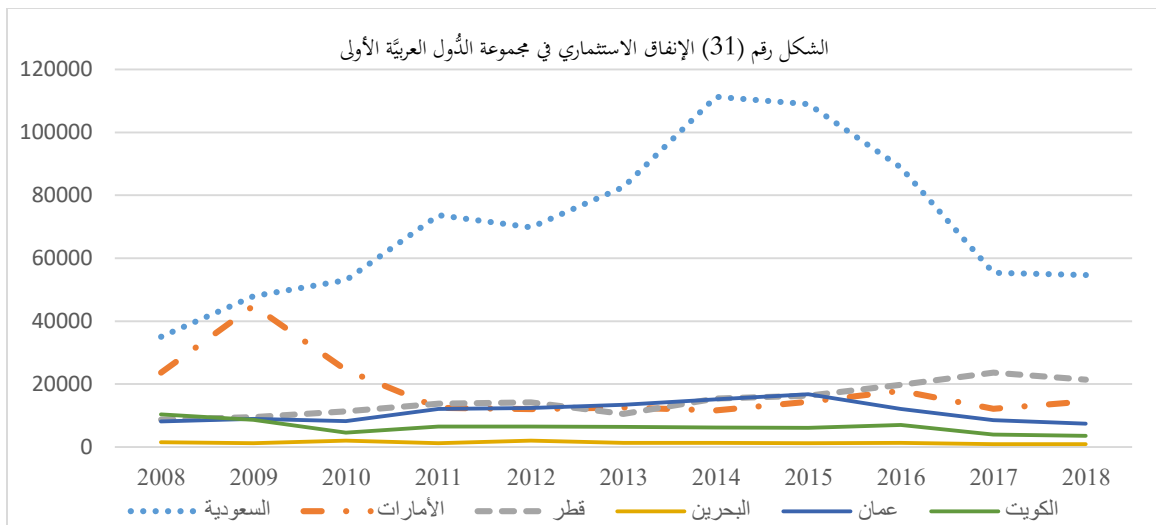
والأشكال التالية توضح هيكلية الإنفاق العام في أقاليم الاقتصادات العربية على اختلافها:



المصدر من إعداد الباحث اعتماداً على بيانات صندوق التّقد العربي للأعوام المذكورة



المصدر من إعداد الباحث اعتماداً على بيانات صندوق التّقد العربي للأعوام المذكورة



المصدر من إعداد الباحث اعتماداً على بيانات صندوق التّقد العربي للأعوام المذكورة

ويلاحظ من الأشكال أعلاه في مجموعة الدول العربية الأولى الغنية بالنفط النمو المستمر في الإنفاق العام، حيث يلاحظ المنحنى المتقلب التصاعدي، وكيف أن التقلبات في أسعار النفط تؤثر بشكل مباشر على الإنفاق العام في هذه الدول، حيث شهد الإنفاق العام انتكاسة كبيرة ما بعد العام 2014 حيث تأثر بانخفاض أسعار النفط، كما يتبين أن هذا الانخفاض في الإنفاق كان على حساب الإنفاق الاستثماري، إذ يلاحظ أن الإنفاق الجاري لم يتأثر إلا بعض الشيء، وإن الضحية الأكبر في هذا الانخفاض كان الإنفاق الاستثماري.

فبالنسبة للسعودية يلاحظ الاتجاه الصاعد للإنفاق العام، وكيف أنه شهد انخفاض كبير بين عامي (2014-2016)، ليعاود الارتفاع في عامي (2017-2018)، كما يتبين كيف أن الأثر الأكبر للانخفاض كان على الإنفاق الاستثماري، الذي بقي يأخذ الانحدار الهابط منذ العام 2014، على حين أن الإنفاق الجاري لم يشهد إلا بعض الانخفاض، ليعاود الارتفاع في عامي (2017-2018).

أما الإمارات فيشهد الإنفاق العام فيها نمو مستمر أيضاً، وكان أثر الانخفاض في أسعار النفط عام 2014 محدوداً، إذ بقي الإنفاق يأخذ الشكل التصاعدي، إلا أن الإنفاق الاستثماري أخذ بالتراجع منذ العام 2009 وبشكل مستمر، إذ بلغ الإنفاق الاستثماري في ذلك العام (44929) مليون دولار، ليلعب عام 2011 (12451) مليون دولار، ومن ثم أخذ في السنوات التالية لذلك منحنى متقلب ليلعب أعلى قمة له في عام 2016 بإجمالي إنفاق (17835) مليون دولار، وليعاود الانخفاض في العامين التاليين، وعليه فإن النمو المستمر في الإنفاق العام في الإمارات هو إنفاق موجه بشكل كامل نحو الإنفاق الجاري.

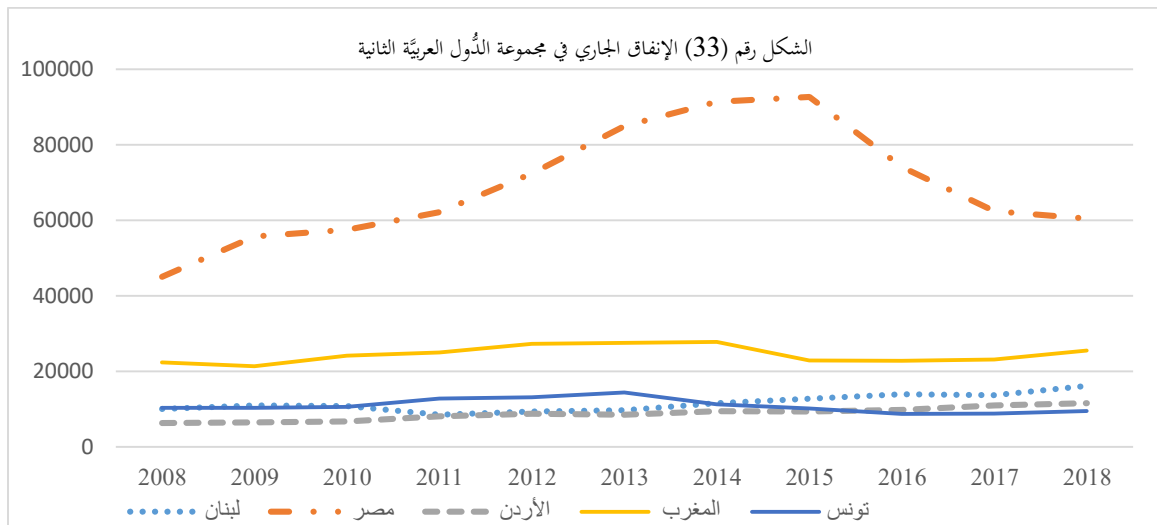
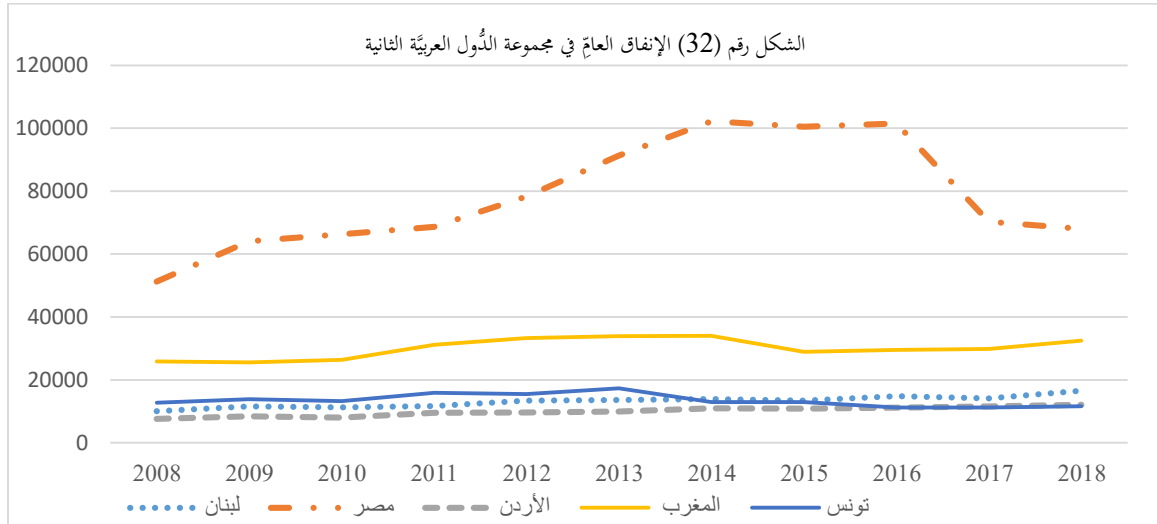
وفيما يخص قطر فشهد الإنفاق العام نمواً كبيراً جداً بين عامي (2008-2014)، إذ بلغ في العام 2008 (24608) مليون دولار، فيما بلغ عام 2014 (62366) مليون دولار، لينخفض بشكل طفيف في السنوات التالية لذلك، إلا أن ما يميز الإنفاق في هذه الدولة هو النمو في الإنفاق الاستثماري على حساب الإنفاق الجاري الذي يشهد تراجعاً من العام 2012 حيث بلغ (42220) مليون دولار، لينخفض بعدها وبلغ في عام 2018 ما قيمته (31592) مليون دولار.

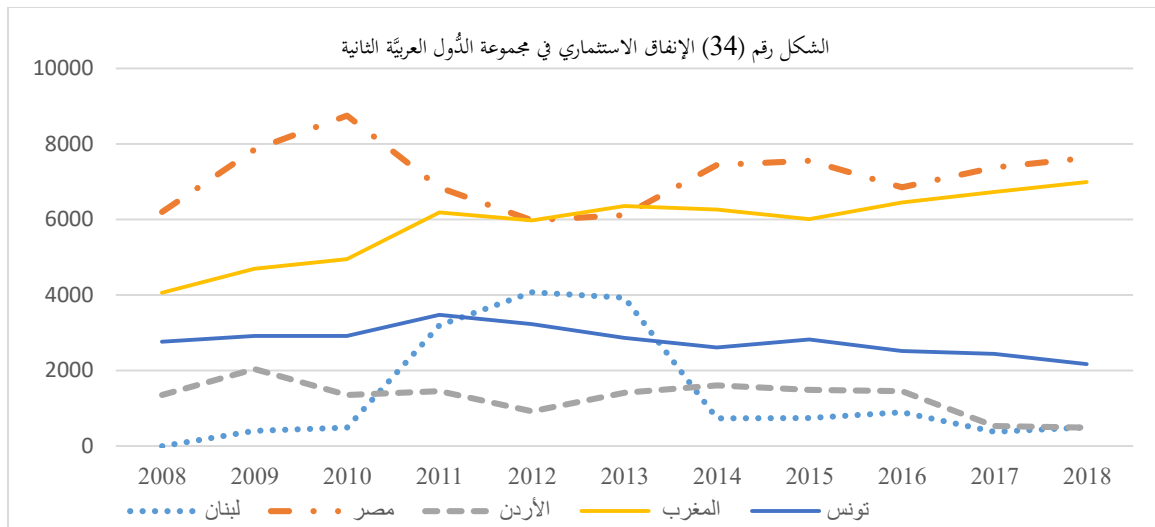
أما البحرين فالإنفاق العام فيها حاله كحال باقي دول المجموعة أخذ بالارتفاع، إلا أنه لم يتأثر بانخفاض أسعار النفط عام 2014، وحافظ على منحاه المتصاعد، إلا أن الإنفاق فيها موجه وبشكل كبير نحو الإنفاق الجاري، ويعاني الإنفاق الاستثماري من الانخفاض المستمر، إذ بلغ في عام 2012 (2040) مليون دولار، ولينخفض بشكل مستمر في السنوات التي تلت ذلك حتى بلغ عام 2018 (878) مليون دولار، أما الإنفاق الجاري ولذات السنوات فقد بلغ على التوالي (6620-8929) مليون دولار.

أما في عُمان فيشهد الإنفاق العام نمواً متزايداً، مع انعكاس لهبوط أسعار النفط على مستويات الإنفاق ما بعد العام 2014، وقد كان الإنفاق الاستثماري هو المتأثر أيضاً بهذا الهبوط في مستويات الإنفاق، إذ انخفض ما بعد العام 2015 عندما بلغ أعلى ذروة له في تاريخ السلطنة (16824) مليون دولار، ليصل إلى (7454) مليون دولار عام 2018، أما الإنفاق الجاري فقد انخفض بشكل

محدود في عام 2015 ليلبلغ (18869) مليون دولار، ليعاود الارتفاع في الأعوام التالية وليبلغ أعلى مستوى له على الإطلاق عام 2018 (25057) مليون دولار.

وفي الكويت أخذ الإنفاق العام بالارتفاع بشكل مستمر خلال السنوات المدروسة، مع انخفاض محدود في مستوياته ما بعد العام 2015، ووجه هذا الانفاق بشكل رئيسي نحو الإنفاق الجاري، إذ عانى الإنفاق الاستثماري من الانخفاض المستمر، فبعد أن بلغ الإنفاق الاستثماري في عام 2008 ما قيمته (10358) مليون دولار، وصل في عام 2018 إلى (3601) مليون دولار.





المصدر من إعداد الباحث اعتماداً على بيانات صندوق النقد العربي للأعوام المذكورة

ويلاحظ من الأشكال أعلاه في مجموعة الدول العربية الثانية متوسط الدخل أو الفقيرة المستوردة للتقط، أن الإنفاق في هذه الدول أكثر استقراراً من دول المجموعة الأولى، مع اتجاه عام شبه هابط خاصة ما بعد العام 2015، وذلك يعود لجهود الضبط المالي الذي بدأت تنتهجه هذه الدول، وذلك في سعيها للحد من العجزات في ميزانياتها، كما يلاحظ أن الإنفاق الاستثماري في هذه الدول أقل تأثراً بالانخفاض في حجم الإنفاق العام، ماعدا الأردن ولبنان اللتان يشهد فيهما الإنفاق الاستثماري انخفاض كبير.

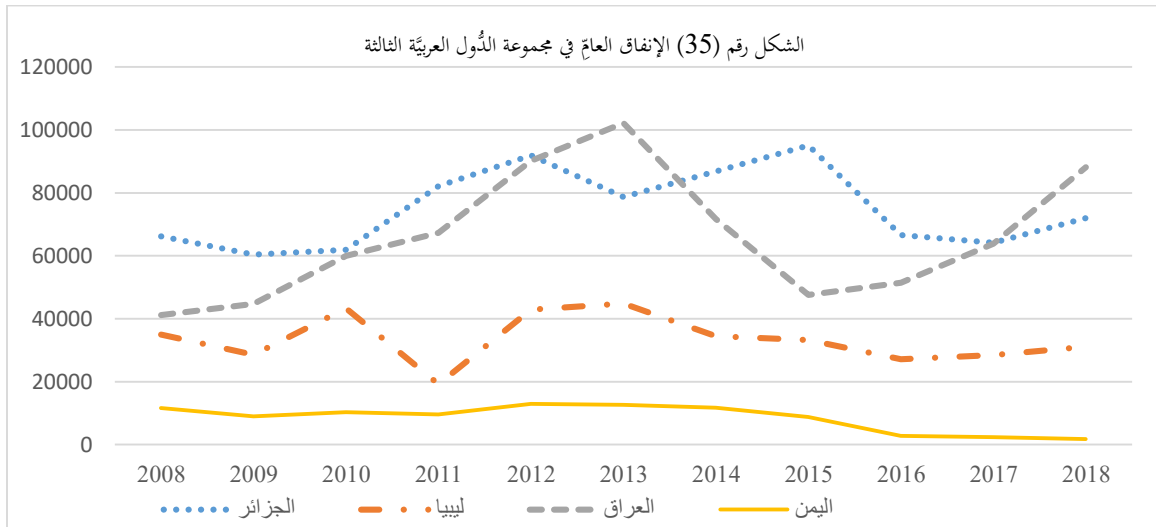
فبالنسبة للبنان يشهد الإنفاق العام فيها نمواً مستمراً، إلا أن هذا الإنفاق يعاني من غياب التوازن بين الإنفاق الجاري والاستثماري، فتارةً يوجه نحو الإنفاق الجاري، وتارةً نحو الإنفاق الاستثماري، إذ لم يخصص للإنفاق الاستثماري عام 2008 أي شيء وكانت قيمته صفر، ليأخذ بالارتفاع في السنوات التالية ويبلغ أعلى قيمة له عام 2012 (4073) مليون دولار، ليأخذ بعدها بالانخفاض وبشكل حاد حتى بلغ في العام 2018 ما قيمته (498) مليون دولار، وذلك لحساب الإنفاق الجاري الذي أخذ بالارتفاع خلال ذات الفترة. وفيما يتعلق بمصر يلاحظ أن الإنفاق العام فيها يعتبر من الأكثر استقراراً بجميع أوجهه فيما بين الدول العربية، رغم أنه شهد نمواً بين عامي (2009-2014)، وهو نمو كان لصالح الإنفاق الجاري بالدرجة الأولى، إلا أن الإنفاق الاستثماري لم يشهد الانخفاض الحاد ذاته الذي يشهده في الدول العربية الأخرى، في السنوات التي يشهد فيها الإنفاق الجاري نمواً.

أما الأردن فيشهد الإنفاق العام فيها نمواً ولكن بمستويات محدودة، وهو إنفاق موجه نحو الإنفاق الجاري أيضاً، إذ يشهد الإنفاق الاستثماري تراجعاً كبيراً بدءاً من العام 2009 حيث بلغ أعلى قيمة له وكانت (2037) مليون دولار، ليبدأ بالتراجع بعدها حتى بلغ أدنى قيمة له (492) مليون دولار وكانت في عام 2018، وعليه ونظراً للنمو المحدود في حجم الإنفاق العام يظهر جلياً أن النمو في الإنفاق الجاري في الأردن يتم تغطية جزء منه عبر تخفيض حجم الإنفاق الاستثماري، وهو أمر يمكن إرجاعه لمحدودية الموارد.

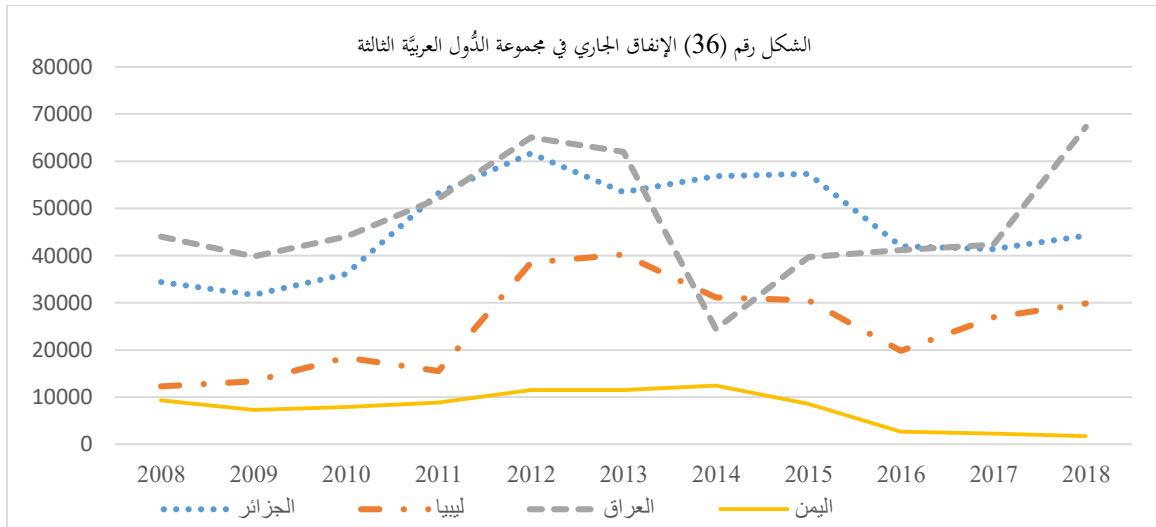
وفيما يخص المغرب فقد شهد فيها الإنفاق العام خلال المدة المدروسة نمواً مستمراً، مع تراجع بسيط ما بعد العام 2014، كما يظهر أن النمو في الإنفاق في هذا البلد هو نمو متوازن ومستقر، إلا أن ما يميزه هو النمو في الإنفاق الاستثماري وبشكل أكبر من

الإنفاق الجاري، إذ بلغت قيمة الإنفاق الاستثماري في عام 2008 ما قيمته (4064) مليون دولار، لترتفع حتى عام 2018 وتبلغ (6995) مليون دولار، على حين أن الإنفاق الجاري كان عام 2008 (22324) مليون دولار، وبلغ أعلى قيمة له عام 2014 (27774) مليون دولار، ليتراجع بعدها ويبلغ عام 2018 (25469) مليون دولار.

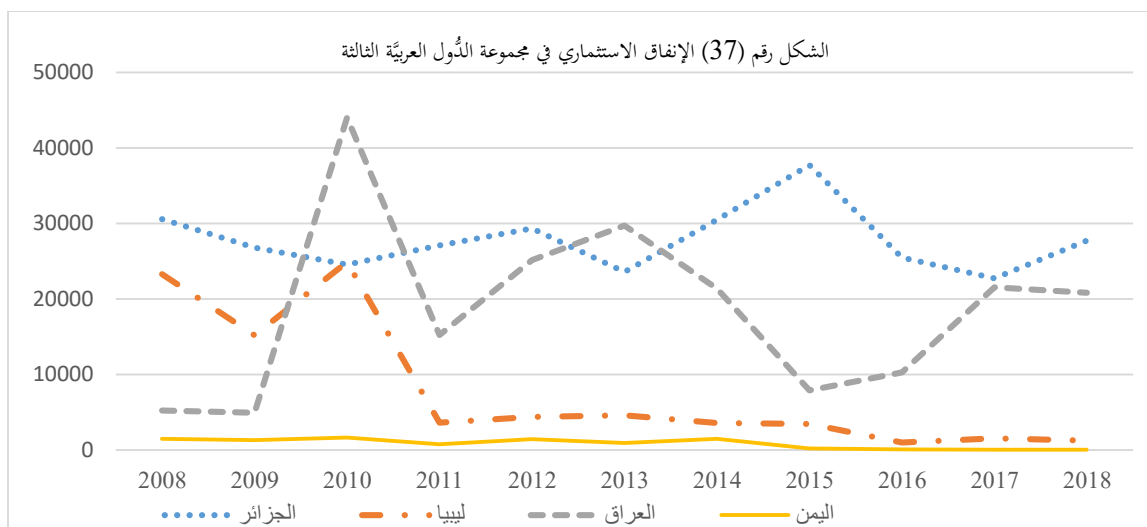
وبالنسبة لتونس يشهد فيها الإنفاق العام تراجعاً منذ عام 2013 حيث بلغ أعلى قيمة له (17284) مليون دولار، ليتراجع بشكل مستمر حتى بلغ عام 2018 (11610) مليون دولار، كما ويشهد الإنفاق الاستثماري هبوطاً وبشكل أكبر مما هو عليه الحال في الإنفاق الجاري، الذي بلغت قيمته عام 2018 (9434) مليون دولار.



المصدر من إعداد الباحث اعتماداً على بيانات صندوق النقد العربي للأعوام المذكورة



المصدر من إعداد الباحث اعتماداً على بيانات صندوق النقد العربي للأعوام المذكورة



المصدر من إعداد الباحث اعتماداً على بيانات صندوق النقد العربي للأعوام المذكورة

ويلاحظ من الأشكال أعلاه في مجموعة الدول العربية الثالثة متوسط الدخل أو الفقيرة المصدرة للنفط، أن الإنفاق العام في هذه الدول شديد التقلب، وذلك يعود فيما عدا الجزائر للظروف التي تمر بها هذه البلدان على المستوى السياسي والأمني بالإضافة لانخفاض أسعار النفط.

وبالنسبة للجزائر ورغم عدم تعرضها لذات الظروف التي تتعرض لها باقي دول هذه المجموعة، إلا أن الأنفاق العام فيها يشهد تقلباً ملحوظاً بين عام وآخر، ولو بنسبة أقل بالمقارنة مع الدول الأخرى مع اتجاه عام صاعد حتى العام 2015 حيث بلغ (95038) مليون دولار، ليتراجع في الأعوام التالية ويبلغ عام 2018 (71948) مليون دولار، وفيما يتعلق بالإنفاق الاستثماري فيلاحظ أنه يشهد تحسناً أكبر من الإنفاق الجاري، مع تأثره انخفاضاً ما بعد العام 2015.

وبخصوص ليبيا يلاحظ التراجع الكبير في حجم الإنفاق العام ما بعد عام 2013، فبعد الهبوط الحاد الذي شهده الإنفاق في عام 2011 نظراً للظروف التي شهدتها البلاد في ذلك العام، عاود الإنفاق للتحسن حتى عام 2013 حيث بلغت قيمته (44849) مليون دولار، ليعاود للانخفاض في السنوات التالية حتى بلغت قيمته (31094) مليون دولار في عام 2018، وفيما يخص الإنفاق الاستثماري فإنه يعاني من تراجع مستمر منذ العام 2011، إذ بلغت قيمته (24887) مليون دولار في عام 2010، لينخفض حتى بلغت قيمته (1244) مليون دولار عام 2018.

أما العراق فيشهد فيه الإنفاق العام حالة من التقلب صعوداً وهبوطاً، إذ شهد من العام 2008 وحتى العام 2013 اتجاه عام صاعداً، حتى بلغ (102168) مليون دولار، ليعاود ويأخذ منحى هابط عام 2015 متأثراً بالانخفاض في أسعار النفط، ومن ثم أخذ منحى متصاعد حتى العام 2018، وفيما يخص الإنفاق الاستثماري فقد أخذ ما بعد العام 2010 منحى متقلب هابط.

وأما اليمن فيعاني فيها الإنفاق العام ما بعد العام 2014، إذ انخفض بشكل كبير متأثراً بانخفاض أسعار النفط أولاً، ونظراً للأحداث التي شهدتها البلاد منذ ذلك العام ثانياً، إذ انخفض الإنفاق الجاري من (12448) مليون دولار عام 2014، إلى (1696) مليون دولار عام 2018، وأما الانفاق الاستثماري فقد بلغ لذات الفترة (1489-45) مليون دولار على التوالي.

2-1 الإيرادات العامة في الدول العربية:

فيما يتعلق بجانب الإيرادات العامة، وكمحصلة للتطورات الاقتصادية التي شهدتها كل من الدول العربية الغنية وغير الغنية بالنفط، إذ تراجعت فيها الإيرادات، مما دفع كل دولة عربية على نحو منفرد لوضع برنامجها الخاص، الذي يتناسب مع ظروفها الداخلية، بهدف زيادة الإيرادات الحكومية، بشكل لا يعتمد على الإيرادات من عمليات التصدير للمواد الخام، ففرضت العديد من الدول العربية خاصة الغنية بالنفط ضريبة القيمة المضافة، واعتمدت سياسات الخصخصة، وزيادة بعض رسوم الخدمات الحكومية، كما وسّعت الدول العربية غير الغنية بالنفط لدعم إيراداتها الضريبية والجمركية، من خلال مواصلة الجهود الرامية لإصلاح أنظمتها الضريبية والجمركية، بهدف تحسين مستويات كفاءتها وعدالتها ومردوديتها، والجدول التالي يوضح هيكلية الإيرادات العامة في الدول العربية:

الجدول رقم (8) هيكلية الإيرادات العامة في الدول العربية (2005-2018)

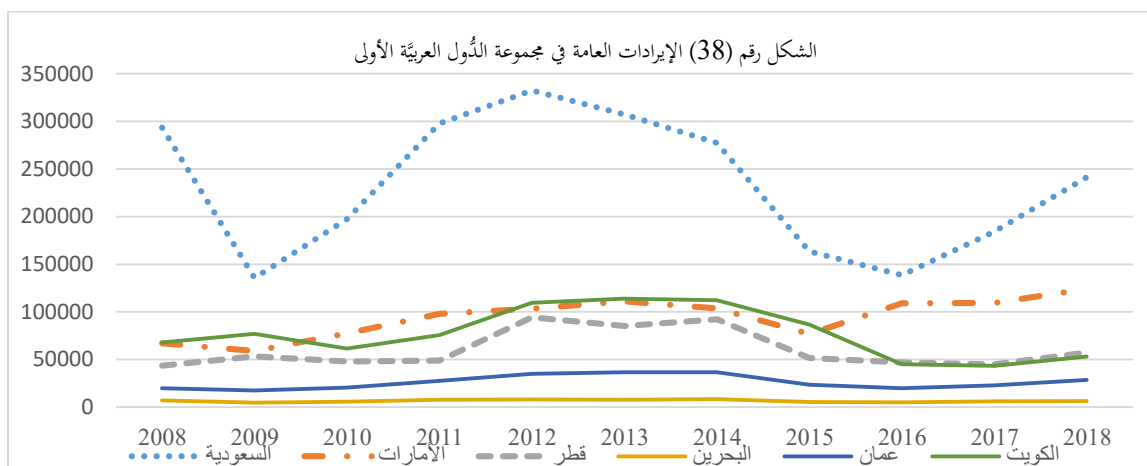
العام	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
إجمالي الإيرادات (مليون دولار)	421,241	527,140	579,622	825,500	592,834	134,012	142,580	165,069	173,280	938,892	654,782	596,104	660,321	786,036
نسبة الإيرادات النفطية	71.9	73.4	72	72	62.3	68.3	74.5	74.8	71.5	61.9	51.4	44.5	50.1	55.9
نسبة الإيرادات الضريبية	19.3	17.9	18.6	18.6	21.6	18.9	16.1	15.6	17.1	25.6	30.8	31.9	31.3	30.7
الضرائب على الدخل والأرباح	5.4	5.5	6.1	6.1	7.8	6.3	4.7	5.9	5.9	6.9	8.4	8.4	12.3	12.3
الضرائب على السلع والخدمات	5.7	4.9	5.1	5.1	7.5	6.6	5.6	5.1	6	13.6	15	14	10.5	11.3
الرسوم الجمركية على التجارة الخارجية	2.9	2.2	1.8	1.8	3.2	3	2.4	2.3	2.6	2.8	4	4.9	4.1	3.7
ضرائب ورسوم أخرى	5.4	5.4	5.7	5.7	3	2.9	3.3	2.3	2.6	2.3	3.4	4.5	4.4	3.4
نسبة الإيرادات غير الضريبية	6	5.7	5.5	6.2	6.9	6.4	5.3	4.8	5.6	5.1	8.7	11.1	11.5	9.9
نسبة الإيرادات الأخرى	2.8	3	3.9	3.2	9.2	6.4	4.1	4.8	5.8	7.4	9.1	12.5	7.1	3.5

المصدر من إعداد الباحث اعتماداً على بيانات صندوق النقد العربي للأعوام المذكورة

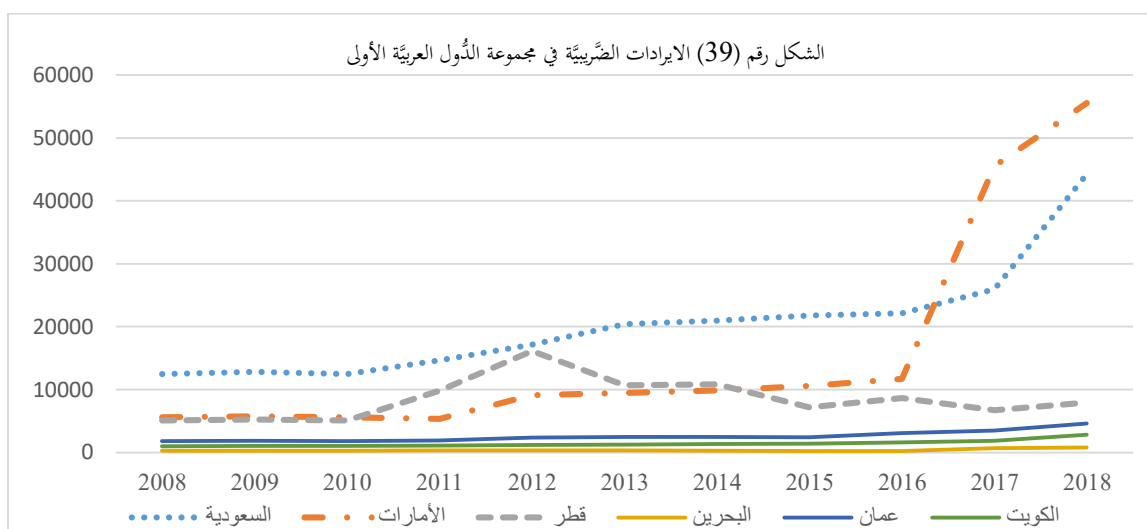
إذ يلاحظ من الجدول (8) أعلاه التراجع المستمر في نسبة الإيرادات النفطية من إجمالي الإيرادات الحكومية، مع الارتفاع المستمر الذي تشهده الإيرادات الضريبية وغير الضريبية، فمن العام 2014 أخذت الإيرادات النفطية بالتراجع حتى شكّلت في عام 2018 ما نسبته 55.9%، بعد أن كانت تشكّل في العام 2012 ما نسبته 74.8%، وذلك نتيجةً للتراجع في أسعار النفط أولاً، ولسياسات الإصلاح المالي التي انتهجتها الدول العربية ثانياً.

لكن مع كل هذه الإصلاحات لا تزال تعاني الهيكلية الضريبية في الاقتصادات العربية من سيطرة الضرائب غير المباشرة، وهو ما يشير للخلل الكبير الذي يكتنف الأنظمة الضريبية في هذه الدول، مما يجعل هذه الإيرادات عاجزة تماماً عن إحداث أي أثر ملموس

في تمويل التنمية، نظراً لضعف مساهمتها في تمويل الموازنة العامة، بالمقارنة مع الإيرادات النفطية، وبالنسبة للإيرادات العامة للدول العربية في أقاليم الاقتصادات العربية على اختلافها كانت على الشكل التالي:



المصدر من إعداد الباحث اعتماداً على بيانات صندوق النقد العربي للأعوام المذكورة



المصدر من إعداد الباحث اعتماداً على بيانات صندوق النقد العربي للأعوام المذكورة

فبالنسبة للسعودية يلاحظ الارتفاع الكبير في الإيرادات العامة بين عامي (2011-2014)، والانخفاض الحاد الذي شهدته في العام 2015، لتعاود للارتفاع في الأعوام التالية، إذ ارتفعت الإيرادات العامة 35% عام 2018، عمّا كانت عليه عام 2017، وأخذت الإيرادات الضريبية تشكّل ما نسبته 17.7% عام 2018 من إجمالي الإيرادات، بعد أن كانت لا تشكّل سوى 5.1% في العام 2012، وهو ما يعود لتراجع الإيرادات النفطية، ولفرض ضريبة القيمة المضافة، وللإصلاحات الضريبية التي تمّ تطبيقها.

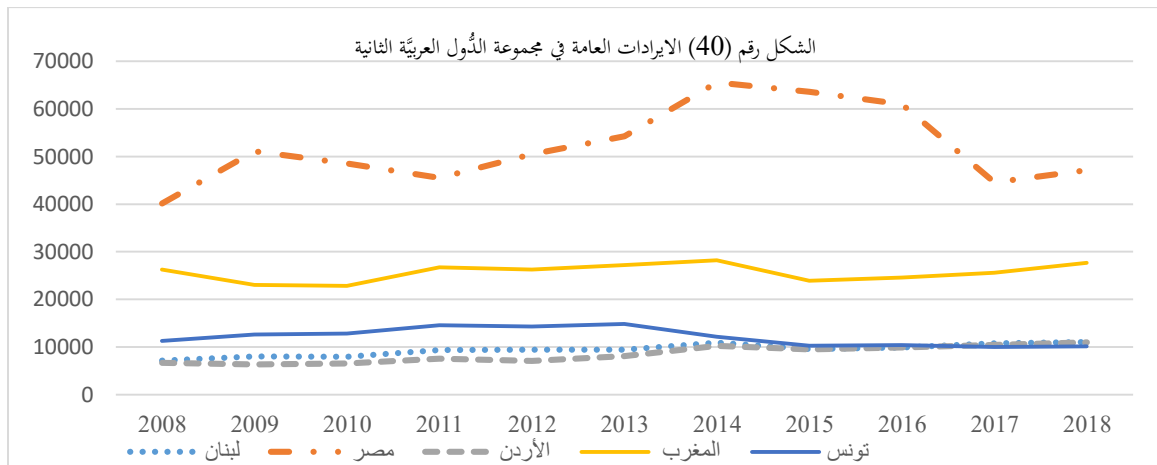
أما الإمارات فقد شهدت فيها الإيرادات العامة خلال الفترة المدروسة نمواً مستمراً، ولم تتأثر بانخفاض أسعار النفط في عام 2014 إلا بشكلٍ محدود، واستمرت بالمنحى التصاعدي في السنوات التي تلت ذلك، لكن الأمر الجدير بالاهتمام هو النمو الكبير في حجم

الإيرادات الضريبية ما بعد العام 2016، إذ أخذت الإيرادات الضريبية تشكل ما نسبته 12% عام 2018، بعد أن كانت لا تشكل سوى 5.1% في العام 2012، وذلك يعود لسياسات الإصلاح الضريبية التي تم انتهاجها.

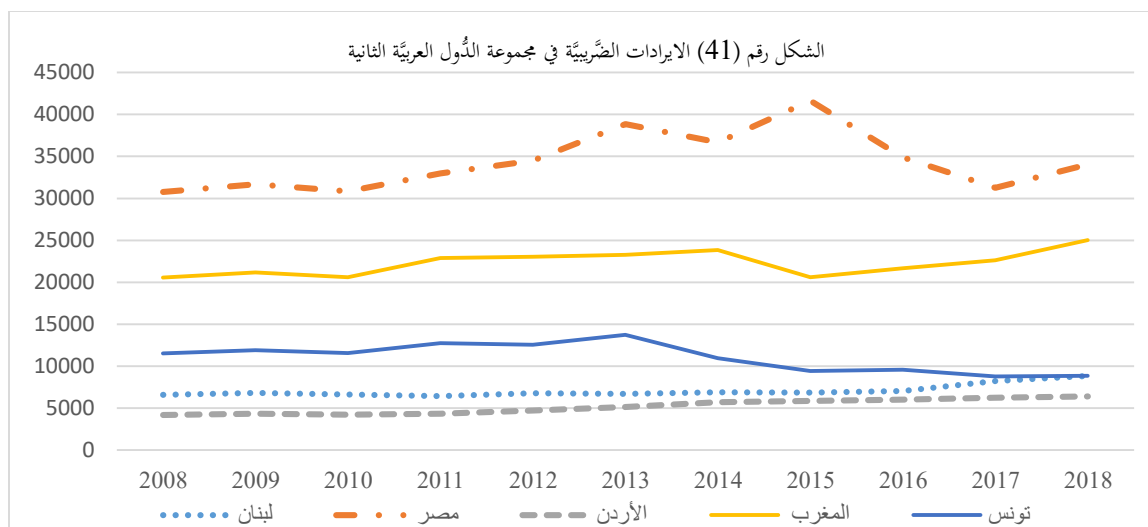
وفيما يتعلق بقطر فقد تأثرت الإيرادات العامة بانخفاض أسعار النفط عام 2014، إلا أن هذه الإيرادات لم تشهد أي تحسن في السنوات التي تلت ذلك إلا بشكل طفيف عام 2018، كما يلاحظ الانخفاض المستمر بالإيرادات الضريبية خلال الفترة المدروسة، حيث شكلت الإيرادات الضريبية ما نسبته 17% عام 2018 من إجمالي الإيرادات، بعد أن كانت تشكل 28% في العام 2012. أما البحرين فقد تأثرت إيراداتها العامة ما بعد العام 2014 وبشكل كبير، ولم تشهد هذه الإيرادات تحسناً إلا حتى العام 2017، لكنها لم تصل حتى إلى المستويات التي كانت عليها قبل الأزمة، كما أن الإيرادات الضريبية شهدت ارتفاعاً ملحوظاً ما بعد عام 2016، إذ أصبحت تساوي حوالي 13% بعد أن كانت تساوي حوالي 4% من إجمالي الإيرادات العامة.

وبخصوص عُمان فقد عانت إيراداتها العامة ما بعد أزمة 2014، ولم تتمكن من العودة إلى مستويات ما قبل الأزمة في السنوات التالية، حيث انخفضت بشكل كبير حتى عام 2016 وبلغت (19788) مليون دولار، بعد أن كانت تبلغ (36691) مليون دولار عام 2014، كما ارتفعت الإيرادات الضريبية ما بعد العام 2015، وبلغت في العام 2018 نسبتها حوالي 16%، بعد أن كانت تساوي حوالي 7% عام 2012 من إجمالي الإيرادات العامة.

أما الكويت فقد كانت الأكثر تأثراً من دول المجموعة بأزمة انخفاض أسعار النفط، إذ انخفضت الإيرادات العامة فيها بأشكال قياسية حتى العام 2017، وكانت قيمتها أدنى من أي قيمة سابقة لها خلال الفترة المدروسة، إذ بلغت (43221) مليون دولار بعد أن كانت (112229) مليون دولار عام 2012، كما أن الإيرادات الضريبية شهدت تحسناً فيها إلا أنها كانت متأخرة من حيث تحقيق ارتفاع الحصيلة والأضعف بين دول المجموعة نوعاً ما، إذا بلغت حوالي 5% عام 2018 بعد أن كانت تساوي 1% عام 2012.



المصدر من إعداد الباحث اعتماداً على بيانات صندوق النقد العربي للأعوام المذكورة



المصدر من إعداد الباحث اعتماداً على بيانات صندوق النقد العربي للأعوام المذكورة

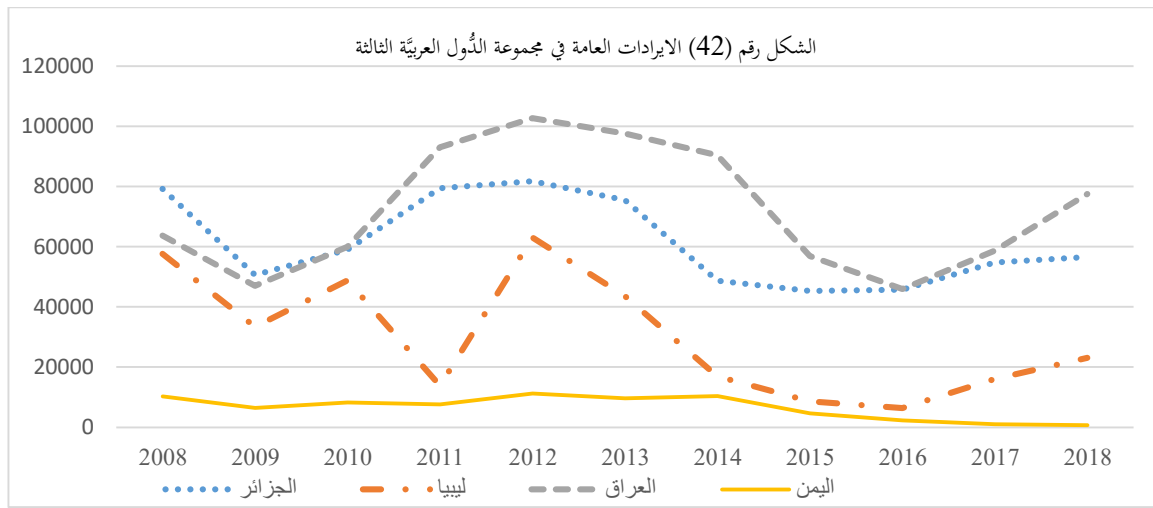
بالنسبة للبنان تشهد الإيرادات العامة تحسناً مستمراً بين عام وآخر، مع حصول انخفاض طفيف عام 2015، إلا أنها عادت للارتفاع بعد ذلك، كما أن الإيرادات الضريبية ترتفع أيضاً بذات الوتيرة بين عام وآخر، إذ بلغت نسبتها عام 2018 حوالي 80%، بعد أن كانت تساوي حوالي 71% عام 2012، وذلك قد يعود للشروط التي يفرضها المقرضون وصندوق النقد الدولي لتحقيق الإصلاح المالي، بهدف الوفاء وسداد الديون.

أما مصر فشهدت الإيرادات العامة فيها ارتفاعاً مستمراً حتى العام 2014، قبل أن تنخفض بشكلٍ محدود في العامين التاليين، ومن ثم انخفضت بشكلٍ كبير عام 2017، قبل أن تحرز بعض التحسن عام 2018، كما أخذت الإيرادات الضريبية الشكل التصاعدي حتى العام 2015، حيث بلغت نسبتها إلى إجمالي الإيرادات حوالي 65%، قبل أن تنخفض في الأعوام التالية، إلا أن نسبة الانخفاض في الإيرادات الضريبية كانت أقل من الانخفاض في الإيرادات العامة، أي أخذت تشكل نسبة أعلى من إجمالي الإيرادات، فبلغت في العام 2018 حوالي 72%، وهو ما يعكس التحسن في الواقع الضريبي والانخفاض في الإيرادات العامة الأخرى.

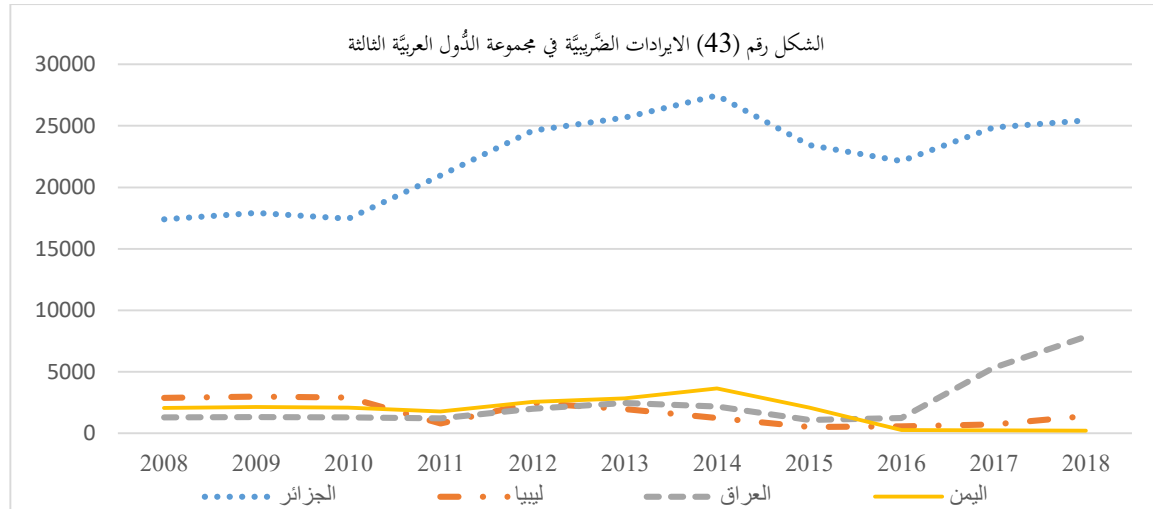
وفيما يخص الأردن شهدت الإيرادات العامة نمواً مستمراً خلال الفترة المدروسة، مع انخفاض طفيف عام 2014 فقط، إلا أن منحناها يأخذ الشكل التصاعدي، فبلغت في العام 2018 ما قيمته (11002) مليون دولار، بعد أن كانت في العام 2008 تبلغ (6683) مليون دولار، كما أن الإيرادات الضريبية أحرزت أيضاً تحسناً ملحوظاً خلال الفترة المدروسة، وبلغت نسبتها من إجمالي الإيرادات حوالي 58% عام 2018، إلا أن تحسن الإيرادات الضريبية لا يكون بنفس الوتيرة مع تحسن الإيرادات العامة بعد أن كانت تشكل 62% عام 2008 و66% عام 2012، أي هنالك تحسن في الإيرادات العامة الأخرى بشكلٍ يفوق تحسن الإيرادات الضريبية. أما المغرب فقد حققت فيها الإيرادات العامة نمواً محدوداً بين عامي (2011-2014)، بعد الانخفاض الكبيرة الذي كان عام 2010، لتتعرض لانخفاض بسيط عام 2015، ومن ثم عادت وأخذت المنحنى التصاعدي من جديد في السنوات التالية، وقد كانت الإيرادات

الضريبية تأخذ ذات المنحى خلال فترة الدراسة، وشكلت نسبة الإيرادات الضريبية من إجمالي الإيرادات العامة خلال الفترة المدروسة ما بين (78%-90%) والتي تعتبر من الأعلى بين الدول العربية.

وفيما يتعلق بتونس فقد شهدت إيراداتها العامة تأرجحاً كبيراً خلال الفترة المدروسة، إذ شهدت تصاعداً حتى عام 2013، ومن ثم أخذت منحى هابط ولم تحقق أي نمواً أبداً في السنوات التالية، فقد بلغت قيمتها (14834) مليون دولار عام 2013، وهبطت حتى بلغت (10106) مليون دولار عام 2018، أما الإيرادات الضريبية فقد شهدت ذات المنحى صعوداً وهبوطاً، إذ أن الإيرادات الضريبية تشكل نسبة مرتفعاً من إجمالي الإيرادات العامة حالها حال المغرب، وتراوح نسبتهما خلال الفترة المدروسة بين (87%-93%).



المصدر من إعداد الباحث اعتماداً على بيانات صندوق النقد العربي للأعوام المذكورة



المصدر من إعداد الباحث اعتماداً على بيانات صندوق النقد العربي للأعوام المذكورة

فيما يخص الجزائر عاشت الإيرادات العامة فيها فترة ذهبية بين عامي (2010-2013) إذ أخذت بالارتفاع من العام 2010، ووصلت ذروتها عام (2012) فبلغت قيمتها (81743) مليون دولار، لتشهد ما بعد عام 2013 انخفاضاً كبيراً وليستمر ذلك في

السنوات التالية، حتى بلغت قيمتها (56565) مليون دولار عام 2018، كما أن الإيرادات الضريبية شهدت نمواً مستمر من العام 2008 حتى عام 2014، ومن ثم عانت من بعض التراجع بين عامي (2015-2017) لتعاود وتشهد تحسن عام 2018، وارتفعت نسبة الإيرادات الضريبية من إجمالي الإيرادات بشكل ملحوظ إذ كانت تساوي عام 2008 حوالي (22%)، لترتفع حتى بلغت عام 2014 حوالي (56%)، لتتخف في السنوات التالية وتبلغ عام 2018 حوالي (45%).

أما ليبيا فقد عانت الإيرادات العامة فيها خلال الفترة المدروسة، فبالنظر للأحداث التي شهدتها البلاد عام 2011، انخفضت الإيرادات حتى بلغت (13781) مليون دولار، بعد أن كانت (48812) مليون دولار عام 2010، لتعاود للارتفاع عام 2012 وتبلغ (63062) مليون دولار، ومن ثم عادت للانخفاض في السنوات التالية حتى عام 2016، لتعاود وتشهد تحسن طفيف في عامي (2017-2018)، ويعود هذا التراجع بالإضافة إلى انخفاض أسعار النفط لخروج عددٍ من المنشآت النفطية عن العمل بسبب النزاع الذي تعاني منه البلاد، حيث يعتبر النفط المصدر الرئيسي للإيراد، أما الإيرادات الضريبية فتشهد المنحى ذاته الذي تأخذه الإيرادات العامة صعوداً وانخفاضاً، ولم تشكل هذه الإيرادات من إجمالي الإيراد العام إلا نسبةً ضئيلة، إذ تراوحت نسبتها بين عامي (2008-2018) ما بين (5%-8%).

والعراق كانت الإيرادات العامة فيه حالها كحال مجموعة الدول النفطية (المجموعة الأولى)، إذ شهدت فترة نمو وانتعاش نتيجة ارتفاع أسعار النفط بين عامي (2011-2014)، ومن ثم تراجعت في عامي (2015-2016)، لتشهد تحسناً في عامي (2017-2018)، أما الإيرادات الضريبية فقد شهدت نمواً بين عامي (2012-2014)، لتتخف فيما بعد في عامي (2015-2016)، ومن ثم شهدت نمواً كبيراً في عامي (2017-2018)، إذ ارتفعت من (1238) مليون دولار عام 2016، لتبلغ (7840) مليون دولار عام 2018، ويعود ذلك لتوسع النشاط الاقتصادي والاستيرادي، وتحسين الأداء الوظيفي وتطوير أسلوب التعامل مع المكلفين، والإصلاحات في أنظمة الجباية ممّا نجم عنه ازدياد التحصيلات الضريبية، كما ارتفعت نسبة الإيرادات الضريبية لإجمالي الإيرادات العامة حيث كانت عام 2008 تساوي (2%)، وأخذت بالارتفاع حتى بلغت (34%) عام 2018.

وأما اليمن فقد أخذت فيه الإيرادات العامة منحى متقلب تصاعدي بين عامي (2008-2014)، قبل أن تهبط بشكلٍ حاد منذ العام 2015، وذلك نتيجة انخفاض أسعار النفط بدايةً ومن ثم الأحداث التي عصفت بالبلاد في السنوات التالية، إذ بلغت قيمتها (10383) مليون دولار عام 2014، لتهبط وتبلغ (717) مليون دولار عام 2018، أما الإيرادات الضريبية فقد أخذت منحى تصاعدي وتحسن كبير من العام 2011 حتى عام 2014، قبل أن تنخفض في السنوات التالية.

3-1 الموازنة العامة في الدول العربية:

على صعيد الموازنة العامة والدين العام، عملت الدول العربية لتحسين كفاءة عمليات إعداد وإدارة الموازنة العامة، من خلال ربطها مع الأهداف الاقتصادية متوسطة الأجل المتبناة على مستوى الاقتصاد الكلي، إذ تسعى بعض الدول العربية للتحوّل التدريجي لموازنة

البرامج والأهداف (Performance Budget)، بما يضمن رفع مستويات الكفاءة وفاعلية الإنفاق العام، وقدرته على رفع النمو الاقتصادي وتحقيق الأهداف المتضمنة في الخطط والبرامج التنموية، إذ أنه في ظلّ ارتفاع مستويات العجزات في الموازنات الحكومية، حرصت بعض الدول العربية على تأسيس وحدات لإدارة الدين العام، تستهدف دراسة أفضل البدائل وخيارات التمويل، وتقديم الدعم اللازم على صعيد السياسات المالية والتقديّة، نحو ماهية التدابير اللازمة لخفض مستويات الدين العام للناتج، والإبقاء عليه في مستويات قابلة للاستدامة، والجدول التالي يوضح إجمالي العجز والفائض في موازنات الدول العربية:

الجدول رقم (9) إجمالي العجز / الفائض الكلي في الموازنات العامة للدول العربية

2018	2017	2016	2015	2014	2013	2012	2011	2010	2009	2008	2007	2006	2005	
(113,695)	(168,323)	(240,012)	(250,370)	(75,253)	99,299	165,524	75,802	8,085	(46,896)	250,491	115,198	149,071	98,891	إجمالي العجز/الفائض للدول العربية (مليون دولار)
-4.3	-6.7	-9.8	-10.1	-2.7	3.6	6.3	3.2	0.4	-2.6	13	7.5	11.3	9.9	النسبة إلى الناتج المحلي الإجمالي

المصدر من إعداد الباحث اعتماداً على بيانات صندوق النقد العربي للأعوام المذكورة

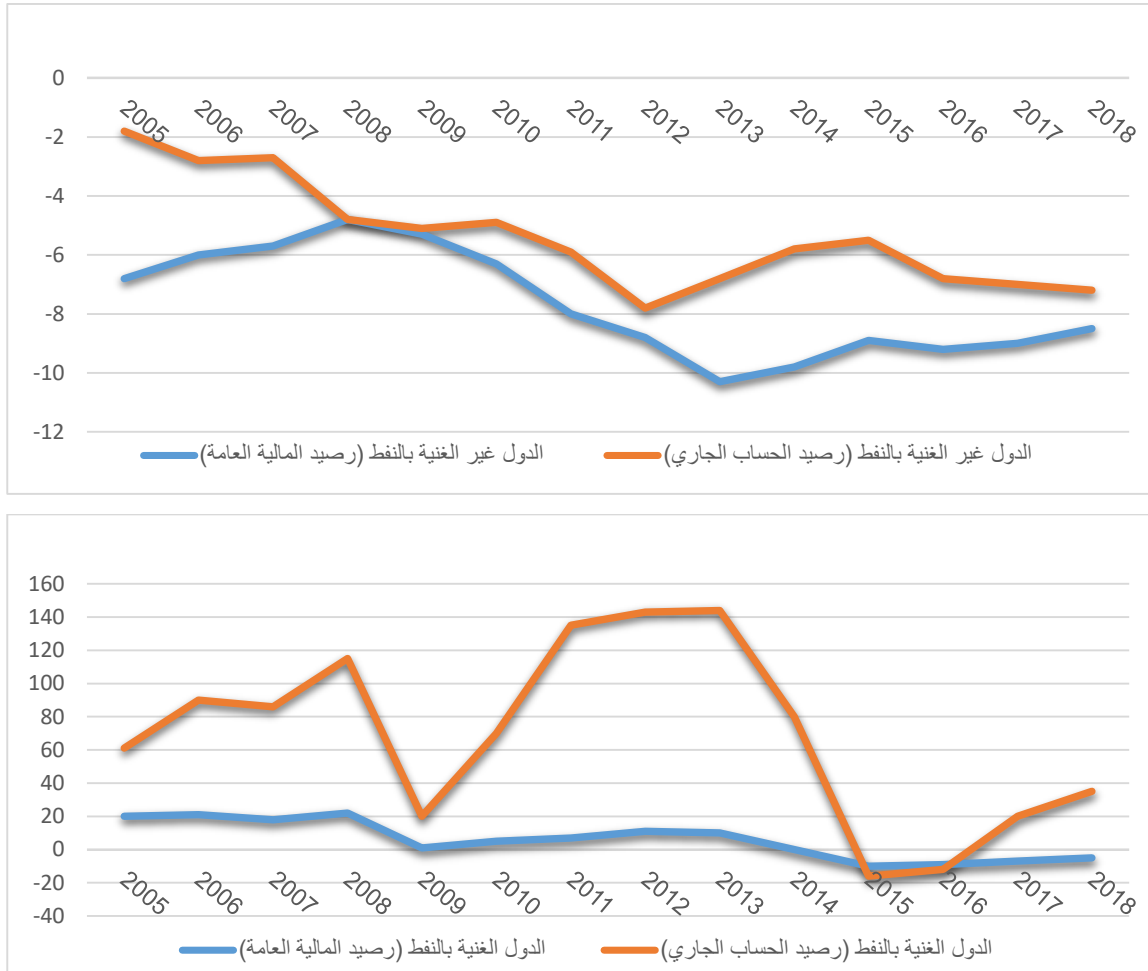
وبلاحظ من الجدول (9) أعلاه تغيّر الصورة الإجمالية لإجمالي (العجز / الفائض) في موازنات الدول العربية، فبعد أن وصل الفائض في العام 2008 لحوالي 250 مليار دولار، بلغ إجمالي العجز في العام 2015 لحوالي 250 مليار دولار، أي أنه خلال ثماني سنوات فقط انقلب إجمالي الفائض إلى عجز، إذ بعد عقد من الزمن على الدين العام المنخفض، انعكس الوضع في العام 2008 بعد الأزمة المالية العالمية، في الدول غير الغنيّة بالنفط، ومع حلول العام 2016 سجّلت الديون ارتفاعاً حاداً كحصّة من الناتج المحلي الإجمالي، ولا سيّما في لبنان إذ بلغت النسبة 143%، وبلغت الديون في مصر 97%، وفي الأردن 95%، وفي ظلّ التراخي في السياسة المالية أدّت الزيادات المؤقتة في الإنفاق الحكومي إلى حالات عجز مالي وديون، وازداد العجز المالي من حوالي 4% إلى 9% من الناتج المحلي الإجمالي بين عامي 2008 و 2016، وأدّى ازدياد العجز في الحساب الجاري الممول من الاقتراض بالعملة الأجنبية إلى المزيد من القلق، وازداد العجز في الحساب الجاري في الدول غير الغنيّة بالنفط متوسط الدخل من 4% إلى 7% تقريباً من الناتج المحلي الإجمالي خلال ذات الفترة، ويرتفع الدين في العديد من البلدان متوسط الدخل ولا سيّما الأردن وتونس ومصر، لكن أسعار الفائدة عليها لا تزال أقل من معدلات النمو الاقتصادي، ممّا يشير إلى إمكانية تثبيت نسب الدين، ويتوقّف ذلك على التنسيق بين السياستين المالية والتقديّة في إدارة أسعار الفائدة والنمو المستمر في الاقتصاد¹.

أمّا الدول العربية الغنيّة بالنفط فقد كان للهبوط المدوّي لأسعار النفط بدءاً من العام 2014، الانعكاس الأكبر على موازنات هذه الدول، خاصّة دول الخليج، إذ بدأت موازنات هذه الدول تعاني من العجز؛ ممّا استلزم منها إصدار سندات دين لتمويل العجز

¹ الحسن، مختار وآخرون. (2017). إعادة النظر في السياسة المالية للمنطقة العربية. اللجنة الاقتصادية والاجتماعية لغربي آسيا، E/ESCWA/EDID/2017/4/SUMMARY، ص ص

المتنامي في موازنتها، وخصخصة عدد من المشروعات الحكومية -يُعدُّ بيع جزء من أسهم شركة أرامكو السعودية الحدث الأضخم في هذا السياق- ورفع معدلات الضرائب، وطرح ضريبة القيمة المضافة، بهدف تعزيز مصادر الإيرادات الحكومية. ويوضح الشكل (44) التالي الاتجاهات السلبية في أرصدة المالية العامة والحساب الجاري في الدول العربية الغنية بالنفط، وغير الغنية بالنفط:

الشكل (44) اتجاهات أرصدة المالية العامة والحساب الجاري في الدول العربية كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي



المصدر: Sarangi. N. and El-Ahmadieh. L. (2017). *Fiscal Policy Response to Debt in the Arab Region*.

ثانياً: مشكلات المالية العامة في الدول العربية:

1-2 سيطرة القطاع العام على النشاط الاقتصادي:

ما زالت الدول العربية تعاني من مشكلة سيطرة القطاع العام على مختلف الأنشطة الاقتصادية في المجتمع، مما يزيد من حجم النفقات الإدارية، بسبب التوسع الكبير والترهل في حجم الجهاز الحكومي، ويرفع من نفقات العامة، بسبب ارتفاع تكاليف الإنتاج في المشاريع الحكومية، نظراً لانتشار الفساد وضعف الرقابة، ولتخلف الجهاز الإنتاجي.

¹ بالاعتماد على: الحسن، مختار وآخرون، مرجع سابق، بتصرف:

2-2 ارتفاع حجم كتلة الرواتب والأجور:

تتميز الموازنات العامة في الدول العربية بارتفاع نسبة الرواتب والأجور فيها بشكل كبير، فعلى الرغم من ضعف مستويات الرواتب في معظم الدول العربية، إلا أن حجم الرواتب والأجور بالنسبة لإجمالي الإنفاق العام يُعد مرتفعاً كنسبة مقارنة مع باقي الدول، وهو ما يؤثر في كفاءة الإنفاق العام، إذ يوجّه جزء كبير من النفقات العامة لتغطية رواتب البطالة المقنعة المستشري في الدول العربية، وهو ما دفع صندوق النقد الدولي لدعوة الدول العربية إلى خفض رواتب القطاع العام، والدعم الحكومي للطاقة؛ بهدف ضبط الإنفاق وتحقيق نموّ قابل للاستدامة.

2-3 الاعتماد شبه الكامل على الإيرادات الرعيّة:

وضعت الدول العربية العديد من الخطط والبرامج الاقتصادية، لتنويع مصادر إيراداتها بعيداً عن إيرادات تصدير المواد الخام، وتخفيض الاعتماد عليها كمصدر رئيس للإيرادات الحكومية، لكن مع ذلك بقيت تشكل الإيرادات النفطية على وجوه الخصوص، ما نسبته 95% من إجمالي الإيرادات الحكومية تقريباً، وذلك مع نموّ كبير في حجم الإنفاق العام بشكل لا يتناسب مع نموّ الإيرادات، وهو ما أدّى لجعل الاقتصادات العربية، وسياساتها المالية المتبعة عرضة للتقلّبات في أسعار النفط، وهو ما وضعها في حالات عجز مالية.

2-4 العجز شبه الدائم في الموازنات السنوية:

تتلازم الموازنات العامة في الدول العربية مع حالات عجز، إذ تعاني الموازنات العامة من وجود عجز مالي فيها ما قبل الأزمة المالية العالمية، وذلك في الدول العربية غير الغنية بالنفط، أمّا الدول العربية المتوسطة الدخل والغنية بالنفط، فكان يتراوح فيها الحال بين عجز طفيف ووجود فائض، أمّا بعد الأزمة المالية العالمية فانتقلت بعض الدول العربية متوسطة الدخل لتعاني من وجود عجز شبه دائم فيها، وبعد الأحداث التي شهدتها المنطقة منذ العام 2011، وانخفاض أسعار النفط أصبحت معظم الدول العربية تعاني من عجز شبه دائم فيها، حتّى في الدول العربية الغنية بالنفط، نظراً لانخفاض الإيرادات الحكومية، وزيادة الإنفاق العام.

2-5 ضعف النظام الضريبي:

يشكو النظام الضريبي في الدول العربية ضعف البنية والهيكلية التي تديره، والقوانين الضريبية في الدول العربية هي عبارة عن صكوك تشريعية قديمة صدرت بفترات متلاحقة ومتعددة، يعود بعضها لما يزيد عن 50 عاماً، وهي وليدة تشريعات متباينة، وضعت موضع التنفيذ خلال ظروف مختلفة، فمن كثرة الإعفاءات التي تشملها القوانين الضريبية، إلى الضرائب النوعية والمطاح المتعددة، وتفتقد القوانين الضريبية في الدول العربية للعدالة والملاءمة والوضوح، وهي لم تواكب التطوّرات والتغيرات التي مرّت على الوطن العربي، ممّا أدّى لتخلّفها وضعف حصيلتها.

2-6 عدم الشفافية في استخدام الأموال العامة:

يوجّه للحكومات في الدول العربية العديد من الانتقادات المتعلقة بعدم الشفافية فيما يخص الأموال العامة، إذ يكتنف عمليات

الإنفاق التي تجرّها الحكومات في الدول العربية الكثير من الشبهات والانتقادات، فيما يخصّ المنافع والجدوى الاقتصادية لكثير من المشاريع التي يتمّ اعتمادها، وهو ما أصبح يولّد ضغطاً كبيراً على الحكومات العربية، لرفع مستويات الشفافية فيما يخصّ سياساتها المالية، إذ أنّ شفافية الموازنة يمكن أن تعزّز الاحتواء وكفاءة البرامج الحكومية على حدّ سواء، وعلاوة على ذلك، فإنّها يمكن أن تساعد أيضاً الحكومات على تحقيق الاستفادة المثلى من الموارد المحدودة، من أجل تحقيق أقصى قدر من نتائج التنمية وتحقيق فوائد ملموسة لمواطنيها.

7-2 الاعتماد على الاقتراض الخارجي:

شكّلت التغيّرات التي شهدتها المنطقة العربية، وانخفاض أسعار النفط، نقلة نوعية في السياسات المالية التي تتبعها الدول العربية، إذ سعت بعض الدول العربية لتمويل العجز الناشئ في موازنتها العامة من خلال الاقتراض الخارجي، عن طريق صندوق النقد الدولي، ومن خلال إصدار سندات حكومية داخلية وخارجية، أسهمت في جعل هذه الاقتضادات مرهونة لشروط صندوق النقد الدولي، وشروط الأسواق المالية العالمية، وهو ما أسهم في تغيير الكثير من البرامج الحكومية المتبعة للإنفاق، ورفعت من قيمة الديون الخارجية، وزادت من قيمة خدمة الدين الخارجي.

ثالثاً: متطلبات النهوض بالسياسة المالية في الدول العربية:

رغم ما تعاني منه السياسات المالية في الدول العربية من ضعف وتخلّف وتراجع، حقّقت دولة الإمارات العربية المتحدة المرتبة الأولى عالمياً في مجال "كفاءة السياسة المالية الحكومية"، فيما حقّقت المرتبة السابعة في مجال "كفاءة الإدارة المالية في القطاع الحكومي"، وذلك ضمن تقرير التنافسية العالمي لعام 2012 الصادر عن "المعهد الدولي للتنمية الإدارية".

وقد تقدّمت دولة الإمارات وتفوّقت بمراتب عن الكثير من الدول المتقدّمة والنّاشئة، نظراً لعدد من العوامل أبرزها جهود الحكومة في سعيها لعدم فرض ضرائب على الأفراد أو الشركات، وكفاءة سياسة الضّمان الاجتماعيّ والمعاشات للمتقاعدين، فضلاً عن كفاءة الموازنة الحكومية من حيث حسن إدارة الفوائض والإنفاق العام، إذ أنّ النموّ السريع والتحوّل الناجح الذي حقّقه دولة الإمارات في السياسة المالية، تطلّب القيام بتغييرات ضرورية في نظام إعداد الموازنة العامة، والضّمان الاجتماعي وغيرها من الأمور المالية على مستوى الحكومة.

وأظهر التقرير أنّ كفاءة السياسة المالية والإدارة المالية في القطاع المالي الحكومي تعدّان من العناصر الأساسية في تحديد مستوى تنافسية الدول، وهو ما انعكس إيجاباً على أداء دولة الإمارات، من خلال سلسلة المبادرات والتشريعات التي أنجزتها في هذا المجال، وكان للحكومة تشريعات فعّالة في تعزيز السياسة المالية، من خلال التحدّيات التي واجهت الاقتصاد العالمي، وتعزيز دور الجهات المعنية لتفادي المخاطر الهيكلية في النظام المصرفي والمالي في الدولة.

وأشار التقرير إلى أنَّ أبرز مبادرات التطبيق الكفء للسياسة المالية تمثَّلت في الموازنة الصفرية*، التي أقرتها حكومة دولة الإمارات للأعوام 2011-2013، إذ تسهم الموازنة الصفرية في تعزيز كفاءة الإنفاق الحكومي، والحفاظ على المال العام، كما أنَّ الهدف من تطبيق مبادئ " الموازنة الصفرية " هو إعادة احتساب تكلفة الأنشطة التي تقوم بها الجهات الحكومية من البداية للوصول إلى التكلفة الحقيقية لتأدية الخدمات المطلوبة بدون إسراف، وبطريقة تسمح بإجراء المقارنات الخاصة لتكلفة الخدمات المتشابهة بين الجهات الحكومية المختلفة، وبينها وبين الجهات الأخرى والقطاع الخاص¹.

لذا بناء على ما سبق فإنَّ التجربة أثبتت أنَّه بإمكان الدَّول العربيَّة رفع كفاءة سياستها المالية، من خلال اتِّباع بعض الإجراءات والتدابير التي من الممكن أنَّ تسهم في زيادة كفاءة السياسات المالية، ووضوحها وعدالتها، من خلال ترشيد الإنفاق العام، واتِّباع الأساليب المتطوِّرة في إدارة السياسات المالية، التي تتطلَّب تحويل محور الاهتمام والتركيز، من حجم وقيمة العجز، إلى خصائص السياسة المالية، أي تركيب الإنفاق العام والإيرادات العامة، بالإضافة إلى تحليل سمات النظام الضريبي، وإنَّ القواعد الذهبية التي تشكِّل خطوطاً إرشادية نحو تحقيق إدارة أفضل للموازنة العامة، هي وجود نظام فعَّال وشفَّاف للاتِّصال والتواصل، جنباً إلى جنب مع وجود مؤسَّسات رقابة أقوى، والشفافية في الواقع هي الخطوة الأولى على الطريق إلى المساءلة.

وعلى الدَّول العربيَّة العمل على تطبيق خطط ومشاريع متوسِّطة " موازنات متوسِّطة الأجل " تتراوح مدَّتها من (3-5) سنوات، للوصول لتوافق إجراءات أهداف الموازنة مع الاستراتيجيات الحكومية " طويلة الأجل "، لتحقيق الأهداف التالية: الوصول إلى أقصى قدر من الآثار الإيجابية في المجتمع مقابل الإنفاق الحكومي، وإنَّ التَّخطيط متوسِّط الأجل يسمح بمزيد من الشفافية فيما يتعلَّق بالأسباب وآثارها، وتوفير مجال لتخصيص الموارد المالية بصورة أفضل، وزيادة الأفق الزمنيِّ بمنح الجهات الحكومية فرصة التركيز على الإنفاق المخطَّط، ويسهل من إجراءات التحديث والتجديد السنوية، إضافة إلى أنَّ يكون لدى الحكومة تصوُّر أفضل عن الحاجات التمويلية المجمعة خلال أفق زمنيِّ أطول، وتمكين الوزارات والجهات الحكومية من ربط الأهداف الاستراتيجية والتشغيلية بالموازنة بسهولة ووضوح وعلى مدى زمنيِّ أطول.

* الموازنة الصفرية: وهي عبارة عن عملية تخطيط وموازنة تتطلب من كل مسؤول ومدير أن يبرر مطلب موازنته الإجمالي بالتفصيل من نقطة الأساس (لذا فإنَّ أساسها صفر)، وبحول عبء الإثبات على كل مسؤول ليبرر لماذا يجب أن ينفق أي نفقة، ومن ثمَّ فإنَّ مفهوم الموازنة الصفرية يعني أن تتم مراجعة وتقييم جميع أوجه الإنفاق، ابتداء من قاعدة الصفر، وهي لا تفترض أن البرامج والمشاريع الحالية يجب أن تستمر، ولكن من المحتمل أن تلغى إذ ثبت عدم كفاءة أو جدوى الاستمرار فيها.

وللمزيد حول الموازنة الصفرية ينظر:

- حماد، أكرم. (2009). *الحاسبة الحكومية وتطبيقاتها*. الأردن: دار أمواج للطباعة والنشر والتوزيع، ص ص 68-72.

¹ (د.ن)، (4، يونيو، 2012)، الإمارات الأولى عالمياً في كفاءة السياسة المالية الحكومية. *صحيفة البيان الإماراتية*، تم الاسترجاع بتاريخ (2018/02/25):

<http://www.albayan.ae/across-the-uae/2012-06-04-1.1662921>

المبحث الثالث

واقع أسواق المال في الدول العربية

مهيكل:

عرفت الدول العربية أسواق رأس المال من خلال الدول الاستعمارية التي احتلتها، إذ أنشأت هذه الدول العديد من المصارف والأسواق وفقاً لنظمها الاقتصادية؛ بهدف ضمان تصدير المواد الخام إليها، وتسويق منتجاتها في الدول العربية. وقد عرفت مصر أسواق رأس المال كأول دولة عربية، إذ يرجع إنشاء سوق الأوراق المالية فيها لنهاية القرن التاسع عشر، إذ أنشئت سوق الأوراق المالية في الإسكندرية عام 1883، وسوق القاهرة عام 1904، وقد تمكنت من احتلال مكانة مرموقة كسوق قوية للأوراق المالية حتى أصبحت هي السوق الأولى في أفريقيا والخامسة على مستوى العالم، من حيث النشاط وعدد الشركات وحجم رؤوس الأموال المستثمرة، لكن صدور قرارات التأميم عام 1961، قلص دور الأسواق المالية المصرية لأكثر من 30 عاماً، ولم تكن ذات نشاط يُذكر، حتى صدر القانون رقم 95 لسنة 1992 الذي أعاد تنظيم سوق رأس المال في ظل سياسة الدولة لتحقيق برنامجها للإصلاح الاقتصادي.

أما بالنسبة للأسواق المالية في الدول العربية الأخرى، فحتى عام 1989 لم يكن في الوطن العربي سوى خمسة أسواق مالية إضافة إلى السوق المصرية، وكانت في: لبنان 1920، والمغرب 1967، وتونس 1968، والكويت 1977، والأردن 1978، وفي عام 1989 تم إنشاء أربعة أسواق عربية في: البحرين - عُمان - العراق - والسعودية، وفي عام 1999 أنشئت أربع أسواق أخرى في كل من: السودان - وقطر - والجزائر - وفلسطين، وفي عام 2000 تم إنشاء سوق دبي المالي وسوق أبو ظبي في دولة الإمارات العربية المتحدة¹، كما أنشئت سوق دمشق للأوراق المالية عام 2006 في سورية.

وتعد سوق المال السعودية هي السوق الأكبر في المنطقة العربية، إذ تصل نسبة رسملة رأس المال فيها لحوالي 41% من إجمالي رسملة الأسواق المالية العربية، يليها سوق الدوحة للأوراق المالية بنسبة تصل إلى حوالي 13%، وفي المرتبة الثالثة سوق أبو ظبي للأوراق المالية بنسبة تصل إلى حوالي 11%.

أولاً: سمات الأسواق المالية في الدول العربية:

تشارك معظم الأسواق المالية في الدول العربية على اختلاف حجمها ومستويات تطورها ببعض السمات المشتركة، التي تنعكس على الأداء العام لهذه الأسواق، وأهمها:

¹ دوابه، أشرف. (14-15، 2009). تكامل الأسواق المالية العربية آفاق وتحديات. بحث مقدم لمؤتمر: القضايا الملحة للاقتصاديات الناشئة في بيئة الأعمال الحديثة. الجامعة الأردنية، الأردن.

1-1 ضيق نطاق السوق:

تعاين الأسواق المالية في الدول العربية من ضيق نطاقها وانخفاض حجمها النسبي، الذي يقاس بالطلب الذي يتمثل بعدد وحجم أوامر الشراء، وفي عدد الشركات، إذ تراوح عدد الشركات في الأسواق المالية العربية، والمسجلة بقاعدة صندوق النقد العربي بحوالي 1453 شركة حتى عام 2018، وباستثناء مصر فإن متوسط عدد الشركات في الدول العربية لا يتجاوز 120 شركة*، كما تتصف أيضاً بضعف سيولتها، إذ سجل معدل دوران الأسهم انخفاضاً كبيراً في نهاية عام 2018 إذ بلغ 26.9% مقارنة بالعام 2017 إذ كان 29.9%، في حين أن أعلى نسبة لمعدل الدوران خلال الفترة 2010-2018 بلغت نحو 69.4% في عام 2014، وتتعاظم النقاط السلبية لهذه الصفات بترافقها مع صغر متوسط حجم رأس المال السوقي (رسملة السوق)، وانخفاض نسبته إلى الناتج المحلي الإجمالي، الذي تشير الأرقام إلى أن هذه النسبة منخفضة للغاية في معظم الأسواق العربية، وهو ما يُعد مؤشراً على ضيق نطاق السوق وانخفاض الحجم النسبي للأسواق المالية العربية، والجدول رقم (10) التالي يعرض معلومات عن الأسواق المالية العربية المدرجة في قاعدة بيانات صندوق النقد العربي:

الجدول رقم (10) بيانات عن الأسواق المالية العربية حتى عام 2018

السوق	رسملة السوق (مليون \$)	الأسهم المتداولة (مليون سهم)	القيمة المتداولة (مليون \$)	عدد الشركات	رسملة السوق إلى الناتج المحلي الإجمالي
سوق الدوحة للأوراق المالية	161,668	2,285.90	18,819	46	84.20%
سوق الكويت للأوراق المالية	94,399.20	21,710.60	13,756.70	216	66.80%
سوق المال السعودي	496,287	37,820.20	232,231.90	190	63.40%
سوق مسقط للأوراق المالي	47,210.80	4,014.50	1,981	113	59.50%
بورصة البحرين	21,747.00	1,441.10	859	44	57.60%
بورصة الدار البيضاء	60,461.70	258.8	6,781.80	75	56.60%
سوق عمان للأوراق المالية	22,724.59	1,245.90	3271.2	196	53.80%
سوق أبو ظبي للأوراق المالية	137,591	15,236	10,777.90	70	33.20%
سوق فلسطين للأوراق المالية	3,724.50	185.1	353.5	48	25.50%
بورصة تونس	9,830.90	249.8	841.8	81	24.70%
سوق دبي المالي	93,470	45,376	16,118.60	67	22.60%
بورصة بيروت	9,675	90	633.7	30	17.20%
البورصة المصرية	41,791	59,711.60	14,414.40	252	16.70%
سوق دمشق للأوراق المالية	1,295.65	30.7	50.3	25	5.30%
الإجمالي	1,201,876.34	189,656.20	320,890.80	1453	

الجدول من إعداد الباحث بالاعتماد على التقرير الاقتصادي العربي الموحد، صندوق النقد العربي عام 2018، ص 360.

* ويمكن القول إن هذا الرقم متدني للغاية إذا ما قورن مع عدد الشركات في أسواق أخرى، فمثلاً متوسط عدد الشركات المدرجة في الأسواق الناشئة 330 شركة، ويصل في الأسواق المتقدمة إلى 740 شركة.

ويعزى ضيق نطاق الأسواق المالية في الدول العربية لمحدودية عرض أدوات الاستثمار المالي، وضآلة الطلب عليها في هذه الأسواق، وضعف ثقافة المالية الجماعية والاستثمار الجماعي، وزيادة مستوى العمل الفردي بدلاً من الجماعي، أمّا ضعف الطلب فيرجع أهم أسبابه لاستحواذ معاملات الأفراد على الجزء الأكبر من حجم التعاملات في الأسواق المالية العربية، إذ يصل في بعض الأسواق إلى 70% من حجم الاستثمارات، وذلك على عكس ما هو الحال في أسواق الدول المتقدمة إذ يؤدي الاستثمار المؤسسي دوراً مهماً في تنشيط السوق، ويستحوذ على 80% من حجم التعاملات.

1-2 تركّز عمليّات التداول:

تعاني معظم الأسواق المالية العربية من تركّز عمليّات التداول في عدد محدود من أسهم الشركات المدرجة، ويرجع أهم أسباب ذلك إلى ضيق حجم الاقتصادات العربية، وتركّزها في قطاعات محدودة (المصارف والتأمين)، لذا تتمحور معظم التداولات على أسهم المصارف وشركات الخدمات المالية والتأمين، التي تشكّل نسبتها مجتمعة حوالي 50% من إجمالي تركّز التداولات¹، وهو ما يعني انخفاض نسبة تداول الأسهم النشطة إلى إجمالي حجم التداول، ممّا يعكس قلة أعداد الأسهم ذات الجاذبية، وذلك بسبب ضآلة حجم السوق، الذي يشمل الانخفاض في جودة الأسهم المدرجة، وخاصة أسهم شركات القطاع العام والمشارك، وتتركز الأوراق المالية المتداولة في الأسهم العادية فقط، ولا يوجد استثمار صناعي يذكر، فالقطاع الصناعي لا يمثّل أكثر من 5% من السوق.

1-3 انخفاض التنوع في الأوراق المالية:

تتّصف الأسواق المالية العربية بضعف فرص التنوع المتاحة للمستثمرين فيها، شأنها في ذلك شأن البورصات الصغيرة، وذلك كون الغالبية العظمى من الأسهم المدرجة هي أسهم عادية، من دون وجود بدائل متاحة كالأسهم الممتازة والصكوك والمشتقات المالية، وهو ما يؤدي بالمستثمرين لتكوين محافظ استثمارية، يمكن وصفها بأنّها محافظ استثمارية خطيرة، إذ أنّ التداول يقتصر على الأسهم والسندات، مع ضعف واضح في سوق السندات، وبأهميته النسبية بالنسبة لأسواق رأس المال العربية.

1-4 ضعف درجة السيولة:

تعاني الأسواق المالية في الدول العربية أكثر من غيرها من آثار ما يسمّى بسوق الاتجاه الواحد*، وهو ما يؤثر في سيولة السوق وفي معدلات الدوران فيها، إذ يزداد التداول على أسهم الشركات الناجحة، ممّا يرفع من قيمتها السوقية، وفي المقابل ينخفض التداول على أسهم الشركات الخاسرة أو الناشئة، ممّا يخفض من قيمتها السوقية.

ويعكس واقع الأسواق العربية ضعف في سيولتها، إذ شهدت خلال العام 2016 شحاً في السيولة، إذ انخفضت قيمة الأسهم المتداولة 27.7% عن العام 2015، ووصلت هذه القيمة نحو 422.3 مليار دولار، مسجلة بذلك انخفاضاً بنحو 162 مليار دولار،

¹ التقرير السنوي لاتحاد المصارف العربية (2016).

* سوق الاتجاه الواحد: يطلق على سوق أنه سوق اتجاه واحد عندما تكون وسيلة تحقيق الإيراد فيه هو شراء الأسهم والاحتفاظ بها حتى ارتفاع سعرها (بغض النظر عن توزيعات الأرباح)، أي إنه لا يتوفر فيها الأدوات المالية التي تستخدم للتحوط من الانخفاض في الأسعار، أو الاستفادة من ذلك من خلال عمليات البيع على المكشوف، وهي عمليات مهمة جداً في أي سوق مالي للتخفيف من حدة الهبوط وتوفير السيولة وهي أداة أيضاً لقراءة توقعات المتداولين بانخفاض الأسعار وقد تسهم في معرفة رأي المتداولين للسعر العادل لبعض أنواع الأصول والذي يختلف عن سعر السوق.

أمّا من حيث نشاط الأسواق بشكل فردي، فقد تصدّرت السّوق الماليّة السّعودية والبورصة المصريّة وسوق دبي المالي قائمة الأسواق الماليّة العربيّة بمعدّل دوران الأسهم الأكثر نشاطاً، إذ بلغ 8.68% و 6.51% و 4.41% على الترتيب، تلاها أسواق أبو ظبي وقطر 5.11%، 4.12% على الترتيب، ثمّ بورصتي عمان وفلسطين بمعدّل دوران بلغ نحو 2.13% لكلٍ منهما، ثمّ أسواق كلّ من المغرب والكويت بنحو 2.10%، 0.11% على الترتيب، فيما كانت أسواق البحرين وتونس ودمشق وبيروت وعمان الأقلّ نشاطاً بمعدّل دوران لم يتجاوز 0.9%¹.

وعليه يمكن تلخيص أهمّ المشكلات التي تعاني منها الأسواق الماليّة العربيّة بما يلي²:

- 1- بالنّسبة لسوق الإصدارات، يُعدّ دورها محدوداً بسبب هيمنة القطاع المصرفيّ على التمويل في هذه البلدان.
- 2- بالنّسبة للأسواق الثّانوية: تتسم الأسواق الثّانوية في أسواق المال العربيّة بصغر حجمها، وتدنيّ قيمتها السّوقية، وضعف حركة التداول فيها.
- 3- انخفاض الطّلب في العديد من الأسواق الماليّة العربيّة، ويرجع ذلك لضعف ثقافة الادّخار، ولقصور قدرات المسؤولين عن الأسواق الماليّة على جذب المستثمرين.
- 4- النقص الكبير والتخلّف الذي تعاني منه بعض الأسواق الماليّة العربيّة في مجال نشر المعلومات حول الأسواق الماليّة، ممّا أسهم في نفور أصحاب رؤوس الأموال.
- 5- عدم الشفافية لدى الشّركات المدرجة، وارتباط الشركة بشخص رئيس مجلس الإدارة.
- 6- سيطرة مستثمر أو عدد قليل من المستثمرين على عدد كبير من الشّركات المدرجة، والتأثير في قرارات توزيع الأرباح، ممّا يؤدّي لإحجام صغار المدّخرين عن التّوظيف.

ثانياً: أداء الأسواق الماليّة العربيّة:

رغم أنّ لكل سوق من أسواق الأوراق الماليّة العربيّة خصوصيّة تنبثق من ظروف نشأتها، إلّا أنّ جميعها واجهت منذ نشأتها، مجموعة متماثلة من العقبات والمشكلات التي حدّت من نموّها، ونالت من كفاءة أدائها، وتتمثّل تلك المشكلات في خمس محاور أساسيّة، تتعلّق بعرض الأدوات الاستثماريّة في السّوق من ناحية، والطلب عليها من ناحية أخرى، وكذلك بالأطر التنظيميّة والمؤسّسية الحاكمة لعمل السّوق، إضافةً إلى الوسائل البديلة لتمويل الاستثمار المباشر، وذلك على الشّكل التالي³:

- 1- قلّة المعروض من الأدوات الماليّة.
- 2- تراخي الطّلب على الأدوات الاستثماريّة.

¹ التقرير الاقتصادي العربي الموحد (2017)، ص 364.

² مسعداوي، يوسف. (2014). كفاءة الأسواق الماليّة العربيّة " دراسة تحليلية لتجربة كل من بورصة الجزائر والسعودية ومصر. مجلة كلية بغداد للعلوم الاقتصادية الجامعة، العدد (42)، ص 130.

³ نصير، أحمد، وزين، يونس. (2017). دراسة تحليلية لأداء وتنظيم الأسواق المالية والناشطة في الدّول العربيّة، مجلة الريادة لاقتصاديات الأعمال. المجلد (3)، العدد (5)، ص 46-47.

3- منافسة الوسائل البديلة لتمويل الاستثمار المباشر.

4- الافتقار للمؤسسات الصانعة للسوق.

5- عدم ملائمة المناخ الاستثماري في الدول العربية.

وبالإضافة لما سبق تعاني الأسواق المالية العربية من جملة من المعوقات التشريعية والهيكلية التي تحد من تطورها ومنها¹:

1- تخلف الأطر التنظيمية والمؤسسية وهيكلاتها.

2- قصور التشريعات المالية ذات الصلة بأسواق الأوراق المالية على أدوات مالية معينة، أسهم عادية وسندات.

3- افتقار الكثير من التشريعات المتعلقة بأسواق الأوراق المالية لنصوص واضحة حول حماية حقوق صغار المستثمرين.

4- عدم استفادة المصارف في الدول العربية من وجود أسواق المال لتوفير التمويل طويل الأجل.

5- فشل مشاريع الخصخصة التي اعتمدها الدول العربية.

وتتميز اقتصادات الدول العربية بعدم تحقيق التوازنات الكبرى وذلك فيما يتعلق بميزان المدفوعات-المالية العامة-التضخم-الاستثمارات والحسابات القومية، إذ إنها اقتصادات توجّهت نحو إنشاء قطاع عام عريض، تميّز بضعف أدائه وعدم تحقيقه للأهداف التي أوجد من أجلها، ممّا دفع بها لتبني برامج إصلاح شاملة، خاصّة ما تعلق بالجانب التمويلي لاقتصاداتها، إذ شملت التنظيم القانوني والهيكلية لأسواق الأوراق المالية فيها، لكنّها لاتزال عاجزة عن الارتقاء بها لمستويات متقدمة²، وذلك على الرغم من الجهود التي بذلت لتطوير وتحديث أسواق الأوراق المالية؛ بغية زيادة كفاءة هذه الأسواق وزيادة قابليتها وقدراتها على حشد المدّخرات الوطنية، واجتذاب الاستثمارات الأجنبية، ولتوفير تمويل طويل الأجل للقطاع الخاص، بهدف تمكينه من القيام بدوره التنموي، شهدت القيمة السوقية للشركات المدرجة في الأسواق المالية العربية نمواً كبيراً بين عامي (2000-2018)، إذ تضاعفت 8 مرّات عام 2018 عمّا كانت عليه في عام 2000، لكن مع ذلك فإنّ الأسواق المالية العربية مرّت خلال هذه الفترة القصيرة نوعاً ما بعدة هزّات كبيرة متتالية، إذ أنّه في الفترة بين عامي (2004-2007)، شهدت أسواق المال في دول الخليج على وجه الخصوص انتعاشاً كبيراً، وارتفاعاً في القيمة السوقية بشكل غير مسبوق، فالسوق الكويتية مثلاً حقّقت قفزات متتالية رفعت من المؤشّر 12 ألف نقطة خلال عام 2005، وهو ما يقارب 3 أضعاف المستوى الذي كان عليه عام 2003، وأغلق مع نهاية العام 2006 عند مستوى 10 آلاف نقطة أي بخسارة تقارب 13% من بداية العام ذاته، أمّا السوق السعودية كانت الحسائر فيها أكبر، إذ خسرت قرابة تريليوني ريال خلال عام 2006، وكذلك كان الحال في عدّة أسواق أخرى، وتمّ عزو أسباب الأزمة لانفجار الفقاعة السعرية في أسعار الأسهم، التي

¹ ساينغي، خولة. (2013). مدى فعالية الأسواق المالية العربية في تنشيط الاستثمارات. رسالة ماجستير، كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير، جامعة العربي بن مهيدي، الجزائر، ص 87.

² بن لكحل، نوال. (2015). واقع الأسواق المالية العربية وسبل تطوير، مجلة الاقتصاد الجديد. العدد 13، المجلد 2، ص 151-168.

شهدت ارتفاعات غير منطقية ضخمت من القيمة السوقية بشكل مبالغ فيه، والجدول رقم (11) أدناه يوضح التطورات التي طرأت على الأسواق المالية العربية بين عامي (2000-2018):

الجدول رقم (11): أداء الأسواق المالية العربية بين عامي (2000-2018)

السنة	القيمة السوقية (مليون دولار)	قيمة الأسهم المتداولة (مليون دولار)	عدد الأسهم المتداولة (مليون سهم)	عدد الشركات المدرجة	معدل دوران الأسم %
2000	148,158.38	36,538.94	9,073.06	1678	24.66
2001	152,230.05	42,687.85	23,522.53	1687	28.04
2002	208,858.11	65,400.09	46,086.29	1826	31.31
2003	363,827.70	232,420.38	63,388.64	1726	63.88
2004	622,425.15	568,289.15	57,029.43	1597	91
2005	1,289,637.00	1,435,412.00	110,847.00	1665	111
2006	888,221.00	1,684,997.60	168,582.00	1623	189
2007	1,338,600.00	1,108,070.10	323,019.00	1541	98
2008	805,561.98	891,999.98	280,373.68	1543	57.7
2009	887,087.36	567,872.92	350,816.30	1520	66
2010	991,533.62	348,944.77	200,757.89	1480	38.2
2011	884,490.05	379,897.20	152,496.56	1458	44
2012	941,412.62	586,387.58	223,945.58	1392	37.4
2013	1,120,246.78	483,364.33	272,937.00	1373	47
2014	1,231,473.46	800,955.65	356,000.30	1405	69.4
2015	1,085,991.47	584,150.90	293,853.00	1411	51.5
2016	1,021,462.44	422,291.10	311,886.00	1425	38.9
2017	1,132,280.0	334,791.3	293,989.2	1408	29.9
2018	1,201,930.0	323,200.9	189,656.1	1453	26.9

الجدول من إعداد الباحث بالاعتماد على تقارير الاقتصادي العربي الموحد للأعوام المذكورة.

وقد وقعت الأسواق المالية العربية بانتكاسة أخرى كانت أشد وأقوى من سابقتها، بدأت من العام 2008 إثر الأزمة المالية العالمية، إذ انخفض المؤشر المركب لصندوق النقد العربي والخاص بالأسواق المالية العربية بنسبة 49%، وقد كانت لأسواق المال في دول الخليج النصيب الأكبر من التراجع من بين الأسواق المالية العربية الأخرى؛ كونها الأكثر انفتاحاً على الأسواق المالية العالمية، إذ انخفضت القيمة السوقية للأسواق المالية العربية من حوالي 891 مليار دولار عام 2008 إلى 348 ملياراً عام 2010.

وقد عاودت القيمة السوقية للأسواق المالية العربية للارتفاع من العام 2011 مصحوبة بالارتفاع في أسعار النفط، وذلك على الرغم من الاضطرابات التي ضربت عدداً من الدول العربية، والآثار السلبية التي أحدثتها على قطاعاتها الاقتصادية المختلفة، وعلى رأسها

القطاع المالي، وهو ما يُعدُّ مؤشراً عن الفروق الكبيرة بين الأسواق المالية العربية في الدول النفطية وغير النفطية، كانت بالمجمل بمعزل عن هذه الاضطرابات، إذ أنَّ التقلُّبات والأزمات التي تشهدها أسواق هذه الدول تنعكس على إجمالي القيمة السوقية للأسواق المالية العربية؛ وذلك يعود لكبر حجم هذه الأسواق بالمقارنة مع الأسواق العربية الأخرى، ولوجود استثمارات لمواطني هذه الدول في الدول العربية الأخرى، تسهم حدوث الانتكاسات لإجبارهم على سحب استثماراتهم من الدول العربية الأخرى لتغطية الخسائر التي يكونوا قد وقعوا بها، كما يُعدُّ مؤشراً على الآثار التي يحدثها التغيُّر في أسعار النفط على الأسواق المالية العربية.

وقد عاودت الأسواق المالية العربية للوقوع في أزمة أخرى كان سببها التغيُّر في أسعار النفط مرّة أخرى في العام 2015، إذ انخفضت الأسعار من مستوى 110 دولارات للبرميل الواحد إلى 30 دولاراً للبرميل، وخسرت حوالي 45% من قيمتها نظراً لهذه الأزمة، وفيما يلي لمحة عن الأزمات التي مرّت بها الأسواق المالية العربية:

- أزمة بورصة الكويت (سوق المناخ) 1982.
- أزمة بورصة عمان 1993.
- أزمة البورصة المصرية 1995.
- أزمة بورصة بيروت 1996.
- أزمة أسواق المال الخليجية 1998-2006.
- الأزمة المالية العالمية 2008.
- أزمة أسعار النفط 2015.

• أسباب الزيادة في نشاط الأسواق المالية العربية:

شهدت الأسواق المالية في الدول العربية خلال العقدين الأخيرين نمواً واتساعاً كبيراً، نظراً لاتباع العديد من مواطني الدول العربية للاستثمار فيها، بالإضافة إلى تعاظم الاهتمام الحكومي بها، وذلك خلال فترة زمنية قصيرة نوعاً ما، وذلك يعود للأسباب التالية¹:

- 1- تعاظم السيولة خاصّة في الدول العربية الغنيّة بالنفط.
- 2- ارتفاع أهميّة التجارة الخارجيّة وحركة رؤوس الأموال والموارد البشرية، وذلك مع تزايد الانفتاح على الاقتصاد العالمي، وتحوُّل بعض العواصم العربيّة لمراكز مال عالميّة.
- 3- تعميق دور القطاع الخاصّ في الاقتصادات العربيّة ودعم توجّهاته؛ من خلال التوسُّع في قرارات الخصخصة، وتعديل التشريعات المتعلّقة بتحرير التجارة في كافّة الأسواق، وإنشاء الشّركات المساهمة المحليّة والأجنبيّة.

¹ جوحو، فطوم. (2015). سياسات تفعيل الأسواق المالية "دراسة حالة السوق المالي السعودي". أطروحة دكتوراه، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة محمد خيضر بسكرة، الجزائر، ص 76.

4- فشل سياسات الاستدانة والاقتراض الخارجي في حلّ المشكلات المالية المرتبطة بتكوين رأس المال والنمو الاقتصادي.

5- ارتفاع معدلات العجز في الموازنات العامة لكافة الدول العربية تقريباً، حتى الغنية منها، وما استلزم تبعاً لذلك الاعتماد على إصدار السندات الحكومية لتمويل العجز، إذ أنه قد تصدرت الدول العربية في عام 2016 قائمة الدول الأكثر طرحاً للسندات الحكومية، إذ طرحت السعودية للمرة الأولى سندات في الأسواق المالية، كما طرحت كلٌّ من قطر، وحكومة أبو ظبي والبحرين وسلطنة عُمان، ومصر والعراق ولبنان، وكان الجزء الأعظم من هذه السندات بالدولار الأمريكي، بالإضافة لجزء بالعملة المحلية، وبحسب صندوق النقد الدولي فإنّ قيمة إصدارات دول الخليج فقط قد تصل إلى أكثر من 900 مليار دولار بحلول عام 2023.

ثالثاً: عوامل تنمية دور الأسواق المالية العربية:

إنّ رفع سوية النشاط الاقتصادي وترسيخ دور الأسواق المالية في الاقتصاد الوطني للدول العربية وتطويرها، يتطلّب من الحكومات العربية اتّخاذ بعض الإجراءات التي تسهم في تعزيز هذا الدور من خلال بعض الإجراءات ومنها¹:

1- إعادة هيكليّة القطاع العام والعمل على خصخصة المشاريع غير المنتجة بشكل أساسي، والعمل أيضاً على بيع المشاريع الإنتاجية والخدمية وحصر نشاط القطاع العام في القطاعات التي لا يمكن للقطاع الخاصّ النشاط بها، وإنشاء صناديق استثمار وطنية مهمتها تأسيس مشاريع وطنية ضخمة واستراتيجية حسب حاجة الاقتصاد الوطني، ومن ثمّ طرح هذه المشاريع للاكتتاب العام مع الإبقاء على جزء من ملكيتها للحكومة.

2- تسهيل عمل شركات القطاع الخاصّ وإزالة التعقيدات من عملها، وفسح المجال للفكر الإبداعي، وتقديم كلّ أشكال الدعم لتنويع القاعدة الإنتاجية، ما يستوجب إعادة تأهيل القطاع العام لتوفير الخدمات اللازمة لذلك.

3- ترسيخ مبادئ النظام القانوني الواضح والثابت الذي لا يتمّ تعديله باستمرار، خاصّة القوانين الضريبية والجمركية، وتنشيط دور التحكيم كأسلوب لحلّ المنازعات.

4- تشجيع قيام الشركات القابضة ذات التوجّهات الاستثمارية الإنتاجية وليس الاستهلاكية، كونها تسهم في تكوين شركات كبيرة قادرة على إدخال تحسين نوعي على النظام الإنتاجي في الدول العربية.

5- تقديم كافّة التسهيلات للشركات الصغيرة للتحوّل لشركات مساهمة، من خلال إعطائهم مزايا وإعفاءات، وتبسيط الإجراءات.

6- زيادة الاهتمام بأسواق الإصدار؛ من خلال العمل على إعطائها موثوقية أكبر من ناحية توزيع الأسهم على أكبر عدد ممكن عند الإصدار، ووضع حدود قصوى للملكية، بهدف منع تحويل الشركات المساهمة لملكية محدودة.

رابعاً: الاندماج والتكامل بين الأسواق المالية العربية:

1-4 بعض تجارب اندماج الأسواق المالية:

¹ المرجع السابق، بتصرف، ص ص 89-91.

4-1-1 الاتحاد الدولي لأسواق الأوراق المالية (World federation of Exchanges)¹:

أنشئ الاتحاد الدولي لأسواق الأوراق المالية عام 1961 بعضوية 64 عضواً من جميع أنحاء العالم، بالإضافة إلى 16 عضواً فرعياً و17 عضواً مراسلاً، تنضوي تحتهم أكثر من 45 ألف شركة مدرجة، وتغطي قاعدة بيانات الاتحاد أكثر من 350 مؤشراً، ويدار من قبل مجلس إدارة يتكوّن من 17 عضواً، يتم انتخاب الرئيس ونائبه في الجمعية العامة لمدة سنتين.

ويُعَدُّ الاتحاد الدولي لأسواق الأوراق المالية مرجعاً أساسياً في مجال صناعة الأوراق المالية، التي تتحكّم في عمليات التداول والتسوية والتفاصيل والوسطاء والوكلاء والإفصاح وحماية المستثمرين وغيرها، ويهدف الاتحاد إلى توفير بيئة تعاون دولي لتبادل المعلومات والخبرات بين المتخصصين في أسواق المال، إذ تتم مناقشة الموضوعات ذات الاهتمام المشترك، ودراسة الحلول التي من شأنها تعزيز كفاءة الأسواق، كما يستهدف الاتحاد تعزيز التعاون بين الهيئات الرقابية بالنسبة للأسواق المالية، كما يقدم الاتحاد الدعم للأسواق الصغيرة والناشئة ضمن الجهود الرامية إلى تطوير الأسواق التي تعمل وفقاً لمعايير أعضاء الاتحاد، ممّا يسهم في الوصول إلى أسواق مالية ذات مميزات ذات كفاءة عالية.

وتمثّل العضوية في الاتحاد الدولي معياراً لتوافق سوق المال والمؤسسات المالية في الدولة التي تنتمي لها مع المعايير الدولية، إذ تعدّ هذه العضوية دلالة على أنّ السوق ذات العضوية تلتزم بأفضل معايير التداول المتفق عليها عالمياً وبما يسمح بجذب مزيد من الاستثمارات.

4-1-2 هيئة الأسواق والأوراق المالية الأوروبية (European Securities and Markets Authority):

هي منظمة مالية مستقلة تتولّى مسؤولية تنظيم الأسواق المالية في مختلف أنحاء الاتحاد الأوروبي، إذ تسعى لضمان تطبيق التشريعات التنظيمية المتعلقة بالأسواق المالية مثل (MIFID)* في جميع الدول الأعضاء، كما تتولّى الهيئة تنظيم وكالات التصنيف الائتماني في الدول الأعضاء؛ لضمان أنّها تعمل بشفافية، ولتجنّب التضارب في المصالح عند تقييم الجدارة الائتمانية للأوراق المالية والشركات المدرجة في الأسواق المالية للبلدان الأعضاء، وتعدّ الهيئة واحدة من هيئات الاتحاد الأوروبي، وتقدّم تقريراً سنوياً للبرلمان الأوروبي حول أعمالها.

4-1-3 اتحاد أسواق الأوراق المالية الأوروبية (The Federation of European Securities Exchanges)²:

يتكوّن الاتحاد من 36 سوقاً مالية للأسهم والسندات والسلع والمستقّات المالية وغرف المقاصة المعتمدة في أوروبا، ويعمل الاتحاد على الرّبط بين المتعاملين في مختلف الأسواق المالية الأوروبية، حتّى تستطيع توفير أسعار ذات شفافية وموثوقية، وحتّى يتم إدراج الأوراق المالية في الاتحاد، يجب أنّ تتوافق الأوراق المالية المقبولة للتداول مع متطلبات الإفصاح ومعايير المحاسبة والمراجعة، التي يفرضها الاتحاد الأوروبي، وقد وصل عدد الشركات المدرجة في الاتحاد بنهاية عام 2017 إلى 8456 شركة، 12% منها شركات أجنبية من خارج الاتحاد الأوروبي، ويهدف الاتحاد إلى تعزيز القدرة التنافسية للأسواق المالية الأوروبية، وتوفير منتدى مفتوح للتداولات المالية عبر أسواق دول الاتحاد.

¹ الفكي، أزهرى. (2016). أسواق المال. الأردن: دار الجنان للنشر والتوزيع، ص 95.

* قانون توجيهات الأسواق المالية (MIFID): هو عبارة عن مبادئ توجيهية موحدة لتنظيم القطاع المالي والاستثماري داخل الاتحاد الأوروبي.

4-1-4 اتحاد جنوب شرق آسيا لأسواق الأوراق المالية:

انتهقت رابطة دول جنوب شرق آسيا (آسيان) بهدف تدعيم الجهود الرامية للتكامل الاقتصادي، على تنمية سوق مالية إقليمية مبنية على مكوّنين، الأوّل يتعلّق بتقوية القدرة المؤسسية في المجالات الضرورية لتأطير أسواق الأوراق المالية وخاصة في الأطر القانونية، والبنية الأساسية للسوق، أمّا الثاني فيتعلّق بترشيد المبادرات لتشجيع قيام تعاون أكبر عبر الحدود بين أسواق المال في المنطقة، وتمثّل الأهداف المباشرة للاتحاد بتعزيز الاتصالات بين الأسواق الأعضاء، وتوحيد إجراءات عملها، أمّا الأهداف بعيدة المدى فتتضمّن التسجيل عبر الحدود.

4-2 المتطلبات العامة للتكامل بين الأسواق المالية العربية:

إنّ تفعيل التّكامل بين الأسواق المالية العربية يتطلّب مجموعة من الشروط، أي أنّ إيجاد تكامل بين الأسواق المالية يجب أن يكون لاحقاً لتوفير حدٍّ أدنى من التجانس والتقارب، حتّى يتمّ توفير أكبر قدر من تكافؤ الفرص للمستثمرين في هذه الأسواق، ومن المتطلبات العامة لذلك ما يلي¹:

4-2-1 تنمية المؤسسات المالية العربية:

إنّ قصور التدفّقات المالية بين الدول العربية يرجع بنسبة كبيرة منه لضعف أو عدم اكتمال جسر الوساطة المالية، الذي لا بدّ من أن تعبره تلك التدفّقات، وذلك بسبب ضعف المؤسسات المالية العربية وقصورها على الإطار المؤسسي الخاصّ بكلّ دولة، ومن ثمّ فإنّه يتعيّن على السلطات المالية في الدول العربية التركيز على الأمور التالية:

1- تطوير المؤسسات التمويلية:

عن طريق زيادة طاقاتها من خلال رفع نسب الملاءة المالية، وتحديث مقدراتها الفنية؛ لتمكّن من مواكبة أحدث التطوّرات في قطاع المال، بهدف استكشاف الفرص الاستثمارية المنتشرة في الدول العربية، ودعم وتطوير العلاقات القائمة فيما بينها.

2- إحداث مؤسسات مالية تخصصية:

على الدول العربية تعزيز بنية مؤسساتها وأجهزتها المالية من خلال تأسيس:

- مؤسسات وساطة تمويلية، وذلك للربط بين جانبي العرض والطلب على المستوى العربيّ، ومنافسة الشركات الأجنبية المتخصصة بمهام ترويج وتسويق الإصدارات المالية الجديدة.
- الشركات صانعة السّوق، بهدف ضمان استمرارية التّوازن بين عرض وطلب الأوراق المالية.
- الأجهزة المسؤولة عن نشر المعلومات الاستثمارية وتحليلها، سواء على المستوى المحليّ بين الدول العربية أو العالمي.

¹ كهينة، رشام، مرجع سابق، ص 161-163.

1-2- تحسين المركز التنافسي لأسواق الأوراق المالية العربية:

تحسين الوزن النسبي في السُّوق العالمية، وهو ما يتطلب زيادة الأوراق المالية المدرجة في الأسواق المالية العربية من خلال برامج الخصخصة، والعمل على تشجيع الشركات المغلقة لتحوّل لشركات مساهمة، والعمل على تنمية سوق الصكوك الإسلامية، كون الدول العربية سيكون لها قدرة كبيرة في الترويج لهذه الأداة المالية، التي تحتاجها اقتصاداتها بشكل أساسي.

2-2- تطوير الأسواق الأولية والثانوية:

بالنسبة للسوق الأولية، لا بدّ من العمل على تسهيل إجراءات تأسيس المشروعات المؤثرة في الاقتصاد القومي، وذلك عن طريق منحها مزايا وإعفاءات جمركية، وضمان توزيع أسهمها، على أكبر عدد من المساهمين.

أمّا السُّوق الثانويّة، فلا بدّ من توحيد إجراءات الإدراج والتداول، وفتح باب الاستثمار أمام جميع المواطنين العرب، والمؤسسات والشركات العربية كخطوة أولى، على طريق إنشاء السُّوق المالية العربية المشتركة.

3-2- تنمية العرض:

إنّ العمل على تنمية عرض الأوراق المالية، يتمثّل هدفه الرئيسي بتنشيط إصدار حجوم كبيرة ومتنوعة من الأوراق المالية، والسعي للحفاظ على قدرة السُّوق على امتصاصها، ويمكن ذلك من خلال:

- الأسلوب الإلزامي: وهو من خلال إقرار التشريعات التي تطالب المشروعات بإصدار أو طرح أسهمها للاكتتاب، أو الإدراج التلقائي عندما يصل رأسمالها أو حجم أعمالها مستوى معيّن.
- الأسلوب التشجيعي: وذلك من خلال منح إعفاءات ضريبية للشركات التي تطرح أسهمها في الأسواق المالية.
- تنمية الأدوات المالية المستحدثة، إذ أنّ تنمية جانب العرض يستدعي توفير واستحداث مجموعات مختلفة من الأدوات المالية التي يمكن أنّ تفي بالمتطلبات المختلفة لحاجة المستثمرين.

4-2- تنمية الطلب:

تحتاج عملية تنمية الطلب على الأوراق المالية العمل على النقاط التالية:

- تقوية قاعدة المستثمرين المؤسسيين:
- إنّ وجود المستثمرين المؤسسيين يساعد في حماية السُّوق من التقلّبات الشديدة، ويزيد من عمقه، ويضعف من حساسيته تجاه تعاملات الأفراد، كما يساعد على موازنة التقلّبات التي تترتّب على تحركات استثمارات الأجانب في حالات البيع الجماعية، وفي مساعدة المدّخرين المحيّلين على تخفيض تكاليف تعاملاتهم.
- بناء القدرات المعرفية والفنية للمشاركين في السُّوق:

وذلك من خلال العمل على زيادة كفاءة البيئة العلمية والمعرفية للمشاركين في السوق، عن طريق صقل السوق بالخبرات اللازمة، التي توفر أحدث المتطلبات العلمية، وترفع من سوية الأسس التي يتم عن طريقها المضاربة وتكوين المحافظ الاستثمارية.

3- المزايا المحققة من التكامل بين الأسواق المالية العربية:

- 1- يسهم في جذب رؤوس الأموال المحلية والأجنبية، ويدعم قاعدة المستثمرين الحاليين ويعطي السوق صورة ذات مصداقية أكبر.
- 2- يساعد على تطوير سوق مالية وطنية، من خلال تبادل الخبرات، والتداول باستخدام الأدوات المالية الأكثر تطوراً.
- 3- تنشيط اقتصادات الدول العربية.
- 4- زيادة حجم التداول وتنشيط الأسواق ويرفع من أدائها وكفاءتها التشغيلية.

4- معوقات اندماج الأسواق المالية العربية:

إذا ما تم أخذ نظرة إجمالية للأسواق المالية في الدول العربية نجد أن معظم المعوقات التي تعوق عملية الربط والاندماج بين الأسواق المالية العربية متشابهة، ويمكن إجمالها بالنقاط التالية¹:

1-4- معوقات تشريعية: ترتبط بتشريعات كل دولة من الدول العربية أهمها:

1. التشريعات التي تحد من التعاون والترابط الفعلي، إذ تحد بعض القوانين والقواعد من تداول الأجانب للأوراق المالية في الأسواق المحلية.
2. قواعد ونظم الإدراج والتداول الخاصة في كل سوق عربية، لا تتلاءم مع القواعد والنظم الخاصة بالأسواق الأخرى، ومن ثم انعدام التجانس، أو توفر الحد الأدنى الذي يسمح بتبادل إدراج الشركات بسهولة.
3. قصور التشريعات المالية والاقتصادية العربية عن مسايرة متطلبات التعاون والاندماج بين الأسواق المالية العربية.
4. قصور التداولات على أدوات استثمارية محدودة أو على جنسية معينة دون أخرى.
5. افتقار كثير من التشريعات المتعلقة بأسواق الأوراق المالية لنصوص صريحة منظمّة لقواعد الشفافية والإفصاح المالي وعدم التقيد بقواعد التدقيق المالي والمحاسبي.

2-4- معوقات هيكلية: ومن أبرز هذه المعوقات نذكر التالي:

1. وجود تشابك وتداخل في المهام والمسؤوليات الممنوحة لبعض الأجهزة التنظيمية ذات الاختصاص المالي أو الاستثماري في الدولة الواحدة، وهو ما يعيق عمل الأسواق المالية وتطورها.
2. الاعتماد على التسهيلات المصرفية في تمويل المشروعات دون اللجوء لأسواق المال في تمويل المشاريع الضخمة كما هو الحال في الاقتصادات المتقدمة.

¹ بن دعاس، زهير، ورقوب، ناريمان. (2018). اندماج الأسواق المالية العربية بين تحديات الواقع ورهانات المستقبل. مجلة المالية والأسواق، المجلد 4، العدد 8، ص 214-215.

3. عدم استفادة المصارف العربية من وجود أسواق المال كمصدر تمويلٍ طويل الأجل.
4. ضعف مستوى الاندماج التجاري والتّقدي العربي.
5. سيطرة فكر تأسيس الشركات الخاصة الصغيرة بدلاً من الشركات المساهمة الكبيرة، وحصر أنشطتها في قطاعات محدودة.
6. عدم وجود عملة عربية قويّة ومستقرّة يمكن استعمالها في كافّة المعاملات بين الدّول العربيّة.
7. التفاوت بين الدّول العربيّة بمستوى النموّ الاقتصادي والثروات، والتفاوت بعمق التجارب في مجال الأسواق الماليّة ومستوى انفتاحها وكفاءتها.
8. اختلاف النظم والهيكل الاقتصاديّة، وغياب الإدارة السياسيّة، وتفضيل بعض الدّول العربيّة التعاون الثنائي أو شبه الإقليمي على حساب التّعاون المشترك.
9. عدم الوضوح والثّبات في السّياسات الاقتصاديّة المتّبعة، ممّا يؤدّي لإثارة الشكوك وخلق جوٍّ من عدم الارتياح بين الدّول العربيّة.

الفصل الرابع

دراسة أثر السياسة المالية على أداء أسواق المال في الدول العربية

تهدف الدراسة لقياس مدى تأثير متغيرات السياسة المالية على أداء أسواق المال، لعينة من الدول العربية وعددها سبعة دول، تم اختيارها تبعاً للقيمة السوقية للأسواق المالية فيما بين الدول العربية وتطورها ونشاطها، وذلك للفترة بين عامي (1999-2018)، حيث تم تقسيم دول العينة لمجموعتين مجموعة الدول العربية غير النفطية وهي: مصر، تونس، الأردن والمغرب، مجموعة الدول العربية النفطية وهي: السعودية، قطر والامارات، ولدراسة أثر السياسة المالية على أداء أسواق المال، تم استخدام أربعة نماذج ديناميكية للدراسة: النموذج الأول متعلق بالمؤشر العام للأسواق، والنموذج الثاني متعلق بحجم السوق، والنموذج الثالث متعلق بنسبة التداول، والنموذج الرابع متعلق بمعدل الدوران، تم تحديد متغيرات الدراسة اعتماداً على المراجعات الأدبية والدراسات السابقة ذات الصلة، وهي (الإنفاق الحكومي-الإيرادات الضريبية-عجز الموازنة) للمجموعتين، (الإيرادات الحكومية غير الضريبية) للدول غير النفطية، (الإيرادات النفطية) للدول النفطية، وتم دراسة العلاقة بين هذه البيانات من خلال نماذج البيانات المقطعية (Panel data)، وذلك اعتماداً على منهجيات (PMG) وسط المجموعة المدمجة (Pooled mean Group)، و (MG) وسط المجموعة (Mean Group)، تم الحصول على بيانات الدراسة من قاعدة بيانات صندوق النقد العربي، وصندوق النقد الدولي، ومواقع وزارات المالية، والمصارف المركزية، والأسواق المالية، ومراكز الإحصاءات الرسمية للدول المدروسة.

البرامج المستخدمة في معالجة المعطيات:

1- **Eviews 10**: استخدم لدراسة استقرارية المتغيرات باستخدام اختبار جذر الوحدة، واختبار التكامل المشترك، وتحديد فترة الإبطاء المثلى.

2- **Stata 15**: استخدم لتقدير مقدرة وسط المجموعة (MG) ووسط المجموعة المدمجة (PMG) واختبار (Hausman).

متغيرات الدراسة:

المتغيرات التابعة:

Index: يمثل هذا المتغير المؤشر العام للأسواق المالية للدول محل الدراسة.

Trade Rate: يمثل هذا المتغير نسبة التداول (قيمة التداول في السوق منسوبة إلى الناتج المحلي الإجمالي)

Market Volume: يمثل هذا المتغير حجم السوق (رأسمال السوق منسوبة إلى الناتج المحلي الإجمالي)

Turnover Ratio: يمثل هذا المتغير معدل الدوران (قيمة التداول بالسوق منسوبة إلى رأس مال السوق)

المتغيرات المستقلة:

Government Spending: يمثل هذا المتغير الإنفاق الحكومي مثلاً بإجمالي الإنفاق الحكومي منسوباً إلى الناتج المحلي الإجمالي.

Tax Revenue: يمثل هذا المتغير الإيرادات الضريبية ممثلة بإجمالي الإيرادات الضريبية منسوبة إلى الناتج المحلي الإجمالي.

Budget Deficit: يمثل هذا المتغير العجز الموازي مثلاً بعجز الموازنة العامة منسوباً إلى الناتج المحلي الإجمالي.

Government Revenue Without Tax: يمثل هذا المتغير إجمالي الإيرادات الحكومية باستثناء الإيرادات الضريبية منسوبة إلى

الناتج المحلي الإجمالي.

Oil Revenue: يمثل هذا المتغير إجمالي الإيرادات الحكومية من النفط منسوبة إلى الناتج المحلي الإجمالي.

❖ نماذج الدراسة:

يوفر استخدام نماذج (Panel data) في دمج البيانات المقطعية مع الفترات الزمنية، ويسهم في التحكم في عدم تجانس التباين الفردي، الذي قد يظهر في البيانات المقطعية أو الزمنية، والذي يفضي إلى نتائج متحيزة، كما تتضمن محتوى معلوماتي أكثر من البيانات المقطعية والزمنية، وبالتالي تعطي تقديرات ذات ثقة أكبر، وتوفر إمكانية أفضل لدراسة ديناميكية التعديل، التي قد تخفيها البيانات المقطعية¹، ويمكن من خلالها الربط بين مفردات العينة من نقطة زمنية لأخرى، وتأخذ بعين الاعتبار ما يسمى بعدم التجانس أو الاختلاف غير الملحوظ (Unobserved heterogeneity) الخاص بمفردات العينة سواء المقطعية أو الزمنية.

❖ نماذج (Panel Data):

➤ النموذج الساكن (Static Panel):

تتألف نماذج البيانات المقطعية الساكنة من ثلاثة نماذج رئيسية هي: نموذج الانحدار التجميعي، نموذج التأثيرات الثابتة، ونموذج التأثيرات العشوائية، ويعرف نموذج السلاسل الزمنية المقطعية لعدد من المشاهدات المقطعية (N) المقاسة خلال عدد من الفترات الزمنية (T) بالمعادلة التالية:

$$y_{it} = a + \sum_{j=1}^k \beta_j x_{j(it)} + \mu_{it} + \gamma_{it} + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

حيث أن (y_{it}) تمثل قيمة متغير الاستجابة في الملاحظة (i) عند الفترة الزمنية (t)، (a) تمثل معلمة القاطع العام في النموذج، (β_j) تمثل مقدرات، $(x_{j(it)})$ تمثل قيمة المتغير التفسيري (j) في الملاحظة (i) عند الفترة الزمنية (t)، (μ_{it}) تمثل الآثار أو الاختلافات المقطعية غير الملحوظة (Cross-Section Effects) والتي تتفاوت بين المجموعات التي يتم دراستها لكنها تبقى ثابتة خلال الفترة الزمنية، (γ_{it}) تمثل الآثار أو الاختلافات الزمنية (Time Effects) غير الملحوظة والمشاركة بين المجموعات المدروسة والتي تتغير عبر الزمن، (ε_{it}) تمثل قيمة الخطأ في الملاحظة (i) عند الفترة الزمنية (t)، وينصب نموذج (Panel) على كيفية التعامل

¹ Hsiao C. (2003). Analysis of panel Data. Cambridge University Press, Cambridge.

ولتحديد النموذج المناسب لبيانات السلاسل الزمنية المقطعية يتم الاعتماد على أسلوبين¹:

1- أسلوب الاختيار بين نموذج الانحدار التجميعي ونموذج التأثيرات الثابتة.

2- أسلوب الاختيار بين نموذج التأثيرات الثابتة ونموذج التأثيرات العشوائية.

إذ يتم البدء بالأسلوب الأول والذي يستخدم اختبار (F) المقيد، ويتم المفاضلة بين النموذجين من خلال مقارنة قيمة (F) المحسوبة مع قيمة (F) الجدولية، وفي حال كان نموذج التأثيرات الثابتة هو الملائم يتم الانتقال للأسلوب الثاني، والذي يستخدم اختبار (Hausman) للمفاضلة بين النموذجين، والذي يخضع لتوزيع مربع كاي، وفي حال كانت قيمة الإحصائية أقل من قيمة مربع كاي، يكون نموذج التأثيرات العشوائية هو الملائم².

➤ النموذج الحركي (Dynamic Panel):

يعاب على نماذج (Panel) الساكنة أنها تفترض تساوي معالم ميل النموذج، بينما يعبر عن الاختلافات المقطعية أو الزمنية من خلال القاطع، إلا أن الدراسات التي تتناول العلاقات الاقتصادية الكلية على وجه الخصوص تتطلب من نماذج (Panel) السماح بمزيد من التفاوت في معالم النموذج؛ وذلك للحصول على تقديرات متسقة تعكس السلوكيات المتباينة لمفردات العينة، خاصة في النماذج الديناميكية، إذ أنه وفقاً لـ (Pesaran and Smith)³ أن تطبيق فرضية الدمج أو تساوي الميل في النماذج الديناميكية، تؤدي إلى مشكلة تسمى "تحيز معلمات الميل غير المتجانسة" (Bias of heterogeneous slope parameters)، وتم معالجة هذا الأمر من قبل كل من (Pesaran, Shin and Smith) الذين قدموا طريقتين للتعامل مع التحيز الناتج عن الميل غير المتجانسة في النماذج الديناميكية وهي⁴:

1- مقدرة وسط المجموعة (Mean Group Estimator) والتي يرمز لها اختصاراً (MG).

2- مقدرة وسط المجموعة المدمجة (Pooled Mean Group Estimator) والتي يرمز لها اختصاراً (PMG)

تعطي مقدرة وسط المجموعة (MG) تقديرات متسقة لوسط معالم نموذج (Panel)، كما أنها تسمح لمعالم النموذج (القاطع، معلمات المدى القصير والطويل، حدود تصحيح الخطأ، وتباينات حد الخطأ) بأن تتفاوت حسب كل دولة.

على حين أن مقدرة وسط المجموعة المدمجة (PMG) تفرض قيد التجانس على معلمات المدى الطويل أي أنها متساوية لكل الدول، بينما تسمح بتفاوت معلمات المدى القصير وحدود تصحيح اختلال التوازن، وتباينات حد الخطأ⁵، هذا مفيد بشكل خاص

¹ الجمال، زكريا. (2012). اختيار النموذج في نماذج البيانات الطولية الثابتة والعشوائية. المجلة العراقية للعلوم الإحصائية، العدد 21، ص ص (266-285).

² Hausman, J. (1978). Specification Test in Econometrics, *Econometrics*, Vol. 46, PP1251-1271.

³ Pesaran, M.H. and R. Smith. (1995). Estimation of long-run Relationships from Dynamic Heterogeneous Panels. *Journal of Econometrics*, 68, pp (79-113).

⁴ Pesaran, M.H., Y. Shin and R. Smith. (Jun, 1999). Pooled Mean Group Estimation of Dynamic Heterogeneous Panels. *Journal of the American Statistical Association*, 94, No.446, pp.621-634.

⁵ Pesaran, M.H., Y. Shin and R. Smith, Op cit.

عندما تكون هناك أسباب لتوقع أن تكون علاقة التوازن طويلة الأجل بين المتغيرات متشابهة عبر البلدان، أو على الأقل مجموعة فرعية منها. يُسمح أن يكون التعديل قصير الأجل خاص بكل بلد، نظراً للتأثير المختلف على نطاق واسع للتأثر بالأزمات المالية والصدمات الخارجية وسياسات الاستقرار والسياسة النقدية والمالية وما إلى ذلك.

ويمكن الفرق بين مقدرة وسط المجموعة (MG) ووسط المجموعة المدججة (PMG)، هو أن مقدرة (MG) تبدو أكثر ثباتاً في ظل افتراض أن كلاً من الميل والتقاطعات يمكن أن يتغيرا عبر المجموعات المدروسة، في حين أن مقدرة (PMG) أكثر ثباتاً في ظل افتراض التجانس طويل الأجل¹.

❖ اختيار نموذج الدراسة:

تبعاً للنظرية الاقتصادية فإن العلاقة بين الأسواق المالية ومتغيرات السياسة المالية مرتبطة مع بعضها البعض في إطار علاقة توازنية طويلة الأجل، وبالتالي فإن النموذج المناسب للتقدير هو نموذج تصحيح الخطأ؛ وذلك لقياس ديناميكية العلاقة وتحديد الآثار قصيرة وطويلة الأجل، للحصول على تقديرات متسقة، تعكس السلوكيات المتباعدة لمفردات العينة، وبالتالي سيتم دراسة العلاقة بين الأسواق المالية في الدول العربية والسياسة المالية من خلال مقدرتي (MG) و (PMG) وذلك لتجاوز مشكلة "تحيز معلمات الميل غير المتجانسة" التي يسببها تطبيق فرضية الدمج أو تساوي الميول في النماذج الديناميكية، والتي تفضي إلى تقديرات غير متسقة نظراً لعدم تجانس معلمات الميل، ولكون المتغيرات ذات مستويات استقرار مختلفة، لذا ستطبق هذه الدراسة لأغراض التقدير النهج الذي اقترحه (Pesaran et al., 1999) وذلك للتحقق من وجود العلاقة بين مؤشرات الأسواق المالية والمتغيرات المفسرة (متغيرات السياسة المالية)، وذلك من خلال علاقة التكامل بين المتغيرات المدروسة في الآجلين الطويل والقصير، إذ تأخذ هاتين المقدرتين من نموذج التكامل المشترك لنموذج (ARDL) العادي، والناجمة عن الارتباط بين متوسطات الفروق للمعلمات والخطأ العشوائي للثوابت ومعاملات المدى القصير وشروط التكامل المشترك بالاختلاف عبر المقاطع العرضية.

ولتقدير نماذج (Panel) ديناميكية لدراستنا باستخدام مقدرتي (MG) و (PMG) يتم في البداية صياغة النموذج في إطار (ARDL) وسنقتصر في ذلك على نموذج (Index) كالتالي²:

$$Index_{it} = \sum_{j=1}^p \lambda_{ij} index_{i,t-j} + \sum_{j=1}^q \delta'_{ij} X_{i,t-j} + \mu_i + \gamma_t + \varepsilon_{it}$$

¹ Megaravalli, A and Sampagnaro, G. (2018). **Macroeconomic indicators and their impact on stock markets in ASIAN 3: A pooled mean group approach**. Cogent Economics & Finance, ISSN 2332-2039, Taylor & Francis, Abingdon, Vol. 6, Iss. 1, pp. 1-14

² بتصرف اعتماداً على:

العبدل، عابد. (2010). محددات التجارة البينية للدول الإسلامية باستخدام منهج تحليل البانل، مجلة دراسات اقتصادية إسلامية. المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب، البنك الإسلامي للتنمية، جدة، مجلد (16)، عدد (1).

حيث أنَّ $(Index_{it})$ مؤشر السوق المالي للدولة (i) في الفترة الزمنية (t) ، و $(X_{i,t})$ متجه المتغيرات التفسيرية للسياسة المالية (متغيرات الدراسة) ومعلمات المتغير التابع المبطن زمنياً (λ_{ij}) ثوابت (Scalars)، و (δ'_{ij}) متجه معلمات المتغيرات التفسيرية $(X_{i,t})$ ، ويمكن أن يؤخذ في الحسبان الآثار الثابتة (μ_i) لاحتواء الاختلافات بين الدول، كما يمكن أيضاً أخذ الآثار الزمنية (γ_t) في الاعتبار، ويشير (ε_{it}) إلى حد الخطأ العشوائي، ويفترض أنَّ يكون موزع عبر الدول (i) والفترات الزمنية (t) بشكل متماثل ومستقل $(\varepsilon_{it} \sim IID(0, \sigma_\varepsilon^2))$ ، وفترات الإبطاء (p, q) يمكن أن تتباين من دولة لأخرى، ويمكن إعادة صياغة النموذج السابق في شكل نظام متجه نموذج تصحيح الخطأ (VECM System) على الشكل التالي:

$$\Delta Index_{it} = \theta_i(index_{i,t-1} + \beta'_i X_{i,t-1}) + \sum_{j=1}^{p-1} \lambda_{ij}^* \Delta index_{i,t-j} + \sum_{j=1}^{q-1} \delta_{ij}^* \Delta X_{i,t-j} + \mu_i + \gamma_t + \varepsilon_{it}$$

حيث أنَّ (θ_i) معلمة تصحيح اختلال التوازن، أو سرعة تعديل مؤشر السوق نحو علاقته التوازنية، و (β'_i) معلمات المدى الطويل، و (δ_i^*) معلمات العلاقة الديناميكية في المدى القصير، وللحصول على تقديرات (MG) يتم تقدير نموذج لكل دولة على حده، ثم أخذ متوسط المعالم المقدرة، وهي معلمات المدى الطويل والقصير وحد تصحيح الخطأ، وذلك على الشكل التالي:

$$\hat{\theta}_{MG} = \frac{\sum_{i=1}^N \hat{\theta}_i}{N}, \hat{\beta}_{MG} = \frac{\sum_{i=1}^N \hat{\beta}_i}{N}, \hat{\lambda}_{jMG}^* = \frac{\sum_{i=1}^N \lambda_{ij}^*}{N}, j = 1, \dots, P-1, \hat{\delta}_{jMG}^* = \frac{\sum_{i=1}^N \delta_{ij}^*}{N}, j = 1, \dots, q-1$$

حيث تشير (N) إلى عدد الدول المدروسة.

وقد اقترح كل من (Pesaran, shin and Smith) طريقة (PMG) وهي طريقة تجمع بين (MG) التي تسمح بتفاوت كل معالم النموذج، وطريقة التقدير التقليدية (Pooled Estimation) مثل طريقة الآثار الثابتة (FE) أو العشوائية (RE)، التي تقيد ميول النموذج وتسمح فقط بتفاوت القاطع لكل دولة، وتعطى تقديرات PMG على الشكل التالي:

$$\Delta Index_{it} = \theta_i(index_{i,t-1} + \beta' X_{i,t-1}) + \sum_{j=1}^{p-1} \lambda_{ij}^* \Delta index_{i,t-j} + \sum_{j=1}^{q-1} \delta_{ij}^* \Delta X_{i,t-j} + \mu_i + \gamma_t + \varepsilon_{it}$$

حيث تصبح معلمات المدى الطويل (β) متساوية عبر مجموعة الدول، وبذلك فإن (PMG) من ناحية تغطي بكفاءة التقدير المدمج، ومن ناحية أخرى تتلافى مشكلة عدم الاتساق (inconsistency)، الناجمة عن دمج العلاقات الديناميكية غير المتجانسة. وللحصول على مقدرات (PMG) يتم الاحتساب على الشكل التالي:

$$\hat{\theta}_{PMG} = \frac{\sum_{i=1}^N \hat{\theta}_i}{N}, \hat{\beta}_{PMG} = \hat{\beta}, \hat{\lambda}_{jPMG}^* = \frac{\sum_{i=1}^N \lambda_{ij}^*}{N}, j = 1, \dots, P-1, \hat{\delta}_{jPMG}^* = \frac{\sum_{i=1}^N \delta_{ij}^*}{N}, j = 1, \dots, q-1$$

وللمفاضلة بين المقدرتين (MG) و (PMG) يستخدم اختبار (Hausman) لاختبار تجانس معلمات المدى الطويل، وفي ظل هذا الفرض تكون مقدرة (PMG) متسقة وأعلى كفاءة (ذات تبين أقل) من مقدرة (MG) التي لا تفرض قيوداً على معلمات المدى الطويل وتصاغ إحصائية الاختبار على الشكل التالي:

$$H = \hat{q}'[var(\hat{q})]^{-1}\hat{q} \sim X_k^2$$

حيث أن $(\hat{q})$ متجه الفرق بين مقدرات (MG) و (PMG)، و $(var(\hat{q}))$ مصفوفة التباين المناظرة، وتحسب كفرق بين مصفوفة التباين لمتجه معلمات كل من (MG) و (PMG)، وإحصائية الاختبار موزعة كمتغير (X^2) بدرجات حرية (K)، حيث أن (K) عدد القيود المفروضة.

❖ توصيف المتغيرات ودراسة الارتباط:

الجدول رقم (12): توصيف المتغيرات: مصر-تونس-المغرب-الأردن

Government Revenue Without Tax	Budget Deficit	Tax Revenue	Government Spending	Turnover Ratio	Market Volume	Trade Rate	Index	
0.067546	-0.044866	0.193031	0.607115	0.330537	0.559299	0.199343	3.564905	Mean
0.051168	-0.035866	0.196901	0.291437	0.277998	0.436625	0.095908	3.631006	Median
0.214752	0.018952	0.292492	27.97000	1.117300	2.983557	1.887567	4.213481	Maximum
0.019749	-0.136728	0.128657	0.058424	0.092624	0.079431	0.017766	2.690240	Minimum
0.043652	0.031642	0.045964	3.099163	0.208311	0.510495	0.310365	0.375169	Std. Dev.
1.169804	-0.777573	0.243158	8.765433	1.309875	2.400196	3.496252	-0.292413	Skewness
3.782845	3.324136	1.769650	77.89448	4.834404	10.19673	16.24846	2.278817	Kurtosis

المصدر من إعداد الباحث بالاعتماد على مخرجات برنامج (Eviews 10)

الجدول رقم (13): توصيف المتغيرات: قطر-الإمارات-السعودية

Oil Revenue	Budget Deficit	Tax Revenue	Government Spending	Turnover Ratio	Market Volume	Trade Rate	Index	
0.224299	0.132293	0.028457	0.303561	0.588408	0.605964	0.413054	3.624509	Mean
0.207917	0.045520	0.026553	0.316361	0.331092	0.582964	0.170712	3.780109	Median
0.504488	1.184855	0.120513	0.417610	4.291885	1.980874	3.727870	4.223045	Maximum
0.074415	-0.167040	0.001466	0.154436	0.020245	0.080482	0.001698	2.850979	Minimum
0.095864	0.280680	0.022804	0.057255	0.686481	0.416839	0.690505	0.358172	Std. Dev.
0.798205	1.868061	1.487585	-0.868331	2.965183	1.178339	3.439980	-0.558742	Skewness
3.182971	6.284930	6.440298	3.567581	15.42330	4.805215	15.47466	2.176637	Kurtosis

المصدر من إعداد الباحث بالاعتماد على مخرجات برنامج (Eviews 10)

يسمح اختبار الارتباط بين المتغيرات التفسيرية بتحديد أزواج الارتباط الممكنة بين هذه المتغيرات، وذلك بهدف التأكد من خلو النموذج من مشكلة الارتباط الخطي والتي تعتبر من أهم المشاكل التي يمكن أن تحدث عند إجراء التقدير، إذ أن مُعَامِلَات الارتباط المتعدد قد تكون ذات صلة بالانحدار الخاص بكل متغير مستقل بالنسبة لباقي المتغيرات التفسيرية، وفيما يلي مصفوفة الارتباط الخاصة بمتغيرات الدراسة:

الجدول رقم (14): مصفوفة الارتباط: مصر-تونس-المغرب-الأردن

Government Revenue Without Tax	Budget Deficit	Tax Revenue	Government Spending	Turnover Ratio	Market Volume	Trade Rate	Index	
							1	Index
						1	0.050	Trade Rate
					1	0.869	0.038	Market Volume
				1	0.138	0.520	0.046	Turnover Ratio
			1	0.088	0.605	0.443	0.155	Government Spending
		1	-0.640	-0.112	-0.179	-0.115	0.160	Tax Revenue
	1	0.579	-0.420	-0.203	-0.004	-0.068	-0.254	Budget Deficit
1	-0.039	-0.607	0.636	0.129	0.586	0.457	-0.349	Government Revenue Without Tax

المصدر من إعداد الباحث بالاعتماد على مخرجات برنامج (Eviews 10)

الجدول رقم (15): مصفوفة الارتباط: قطر-الإمارات-السعودية

Budget Deficit	Oil Revenue	Tax Revenue	Government Spending	Turnover Ratio	Market Volume	Trade Rate	Index	
							1	Index
						1	0.438	Trade Rate
					1	0.529	0.777	Market Volume
				1	0.200	0.851	0.318	Turnover Ratio
			1	-0.096	0.034	-0.069	-0.032	Government Spending
		1	0.066	-0.420	0.169	-0.338	0.270	Tax Revenue
	1	-0.330	0.051	0.607	0.384	0.610	0.3251	Oil Revenue
1	0.231	0.224	-0.024	-0.115	0.276	-0.004	-0.009	Budget Deficit

المصدر من إعداد الباحث بالاعتماد على مخرجات برنامج (Eviews 10)

يلاحظ من مصفوفات الارتباط أعلاه أنَّ كلَّ مُعاملات الارتباط تدخل ضمن المدى الجيد والمقبول، إذ أنَّ المتغيرات المفسرة مستقلة عن بعضها ممَّا يدل على سلامة توصيف متغيرات النموذج.

❖ اختبار استقرارية البيانات:

إن غياب خاصية الاستقرارية في المتغيرات المستخدمة في النماذج التطبيقية، يؤدي إلى الوصول لاستنتاجات مزيفة ومضللة، لذا فقد غدى تحليل الاستقرار من المتطلبات الأساسية لهذه النماذج، لما لاستقرارية المتغيرات من أهمية قصوى على دقة نتائج التحليل. وتندرج الأدبيات المتعلقة باختبار الجذور الأحادية في جيلين من الاختبارات، حيث يبنى الجيل الأول على فرضية الاستقلالية بين فرضيات المجموعة، على حين أنَّ الجيل الثاني يرفع من فرضية الاستقلالية، إذ يعتبر أنَّ الارتباطات بين الأفراد معلمات. وتتفوق اختبارات جذر الوحدة لبيانات (Panel) على اختبارات جذر الوحدة للسلاسل الزمنية الفردية؛ إذ إنها تتضمن محتوى معلوماتي وزمني معاً، الأمر الذي يوفر نتائج أكثر دقة من نتائج اختبارات السلاسل الزمنية الفردية، وعليه فإنَّ الجيلين اللذان تقسم إليهما اختبارات الجذور الأحادية هما:

الجدول رقم (16) اختبارات جذر الوحدة في بيانات (Panel)

اختبارات الجيل الأول: الاستقلالية بين المفردات	
1-التجانس لجذر الانحدار الذاتي (Autoregressive) تحت	-اختبار Levin and Lin (1992-1993)
الفرضية التعااقبية H_1	-اختبار Hanis and Tzavalis (1999)
	-اختبار Levin, Lin and Chu (2002)
2-عدم التجانس لجذر الانحدار الذاتي (Autoregressive)	-اختبار Im, Pesaran and Shin (1997-2002,2003)
	-اختبار Wu and Maddala (1999)
	-اختبار Choi (1999-2001)
	-اختبار Hadri (2000)
3-اختبار تسلسلي أو تعاقي	-اختبار Henin, Jolivaldt and Nguyen (2001)
اختبارات الجيل الثاني: الارتباط بين المفردات	

1-اختبارات معمقة مبنية على أساس نماذج عاملية	-اختبار Bai and Ng (2001)
	-اختبار Moon and Perron (2004)
	-اختبار Phillips and Sul (2003)
	-اختبار Pesaran (2003)
	-اختبار Choi (1999)
2-مقاربات وطرق أخرى	-اختبار O'conell (1998)
	-اختبار Chang (2002, 2004)

المصدر: بدرأوي، شهنياز اعتماداً على: Christphe Hurlin et Valérie Mignon¹

ولمعرفة مدى سكون متغيرات نماذج الدراسة تم اختبار جذر الوحدة وذلك على الشكل التالي:

الجدول رقم (17) اختبار جذر الوحدة (مصر-تونس-المغرب-الأردن)

1 st difference			Level			المُتغيِّرات
P-value			P-value			
PP	IM	ADF	PP	IM	ADF	
0.00	0.00	0.00	0.87	0.23	0.09	Index
0.00	0.00	0.00	0.02	0.18	0.28	Trade Rate
0.00	0.01	0.02	0.76	0.64	0.74	Market Volume
0.00	0.02	0.00	0.04	0.44	0.63	Turnover Ratio
0.00	0.00	0.00	0.00	0.32	0.15	Government Spending
0.00	0.00	0.01	0.10	0.34	0.48	Tax Revenue
0.00	0.00	0.00	0.00	0.13	0.19	Budget Deficit
-	-	-	0.00	0.02	0.03	Government Revenue Without Tax

المصدر من إعداد الباحث بالاعتماد على مخرجات برنامج (Eviews 10)

يلاحظ من الجدول (17) أعلاه إن أغلب الاختبارات تشير إلى أنَّ جميع المتغيرات مستقرة عند الفرق الأول، ماعدا متغير الإيرادات الحكومية بدون الضرائب، الذي كان مستقر عند المستوى.

الجدول رقم (18) اختبار جذر الوحدة (قطر-الإمارات-السعودية)

1 st difference			Level			المتغيرَات
P-value			P-value			
PP	IM	ADF	PP	IM	ADF	
-	-	-	0.17	0.04	0.03	Index
0.00	0.00	0.00	0.25	0.10	0.13	Trade Rate
0.00	0.05	0.03	0.05	0.18	0.26	Market Volume
0.00	0.00	0.00	0.07	0.18	0.24	Turnover Ratio
0.00	0.00	0.00	0.00	0.41	0.16	Government Spending
0.00	0.03	0.01	0.76	0.73	0.63	Tax Revenue
0.00	0.00	0.00	0.00	0.41	0.54	Budget Deficit
0.00	0.00	0.00	0.11	0.65	0.54	Oil Revenue

المصدر من إعداد الباحث بالاعتماد على مخرجات برنامج (Eviews 10)

¹ بدرأوي، شهنياز. (2015). تأثير أنظمة سعر الصرف على النمو الاقتصادي في الدول النامية. أطروحة دكتوراه، الجزائر: كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة أبو بكر بلقايد، ص.

Hurlin. C & Mignon. V.(2005), *Synthèse de tests de racine unitaire sur : données de panel*. Economie et Prévision, Minefi - Direction de la prévision, 2006, 169, p4

يلاحظ من الجدول (18) أعلاه إنَّ أغلب الاختبارات تشير إلى أنَّ جميع المتغيرات مستقرة عند الفرق الأول، ماعدا متغير المؤشر العام، والذي كان مستقر عند المستوى.

وإن النتائج التي تم التوصل لها تتوافق والنَّظرية الاقتصادية التي تقول أنَّ معظم المتغيرات الاقتصادية غير مستقرة في المستوى وتستقر عند الفرق الأول.

❖ تحديد فترة الإبطاء المثلى للمتغيرات المدروسة:

قبل إجراء اختبار التَّكامل المشترك لابد من تحديد فترة الإبطاء المثلى، حيث يتم ذلك من خلال عدة اختبارات هي:

Akaike information criterion :AIC

Schwarz information criterion :SC

Hannan-Quinn information criterion :HQ

إذ أنَّه ولتحديد فترة الإبطاء المثلى للنماذج والتي تكون من 0 إلى h (حيث أنَّ h عدد فترات التباطؤ الأقصى المقبولة من طرف النَّظرية الاقتصادية أو المعطيات المتاحة)، وتبنى معادلات هذه الاختبارات على الشكل التالي:

$$AIC(P) = \ln|\det \varepsilon_e| + \frac{2k^2p}{n}$$

$$SC(P) = \ln|\det \varepsilon_e| + \frac{k^2p \ln(n)}{n}$$

$$HQ(P) = \ln|\det \varepsilon_e| + \frac{2k^2p \ln(\ln(n))}{n}$$

حيث أنَّ $\det$ يعني المحدد (Determinant Residual Covariance)، و k تمثل عدد المتغيرات في النموذج و n تمثل عدد المشاهدات المستخدمة، p هي عدد فترات الإبطاء و ε_e مصفوفة التباين والتباين المشترك لبواقي النموذج. وفيما يلي نتائج الاختبارات للنماذج المدروسة لمجموعي الدُول:

Time lag selection Index

مصر-تونس-المغرب-الأردن

HQ	SC	AIC	FPE	LR	LogL	Lag
-14.44587	-14.35071	-14.50881	3.44e-13	NA	527.3172	0
-21.32862*	-20.75765*	-21.70627*	2.58e-16*	520.8653	811.4255	1
-20.96090	-19.91413	-21.65325	2.75e-16	39.12731*	834.5171	2

المصدر من إعداد الباحث بالاعتماد على مخرجات برنامج (Eviews 10)

Time lag selection Market Volume

مصر-تونس-المغرب-الأردن

HQ	SC	AIC	FPE	LR	LogL	Lag
-5.690329	-5.595168	-5.753270	2.18e-09	NA	212.1177	0
-10.19779*	-9.626827*	-10.57544*	1.76e-11*	364.0964*	410.7158	1
-9.530493	-8.483722	-10.22284	2.53e-11	20.85274	423.0223	2

المصدر من إعداد الباحث بالاعتماد على مخرجات برنامج (Eviews 10)

Time lag selection

Trade Rate

مصر-تونس-المغرب-الأردن

HQ	SC	AIC	FPE	LR	LogL	Lag
-6.517630	-6.422469	-6.580571	9.54e-10	NA	241.9006	0
-10.52432*	-9.953353*	-10.90196*	1.27e-11*	331.0452*	422.4707	1
-9.817650	-8.770879	-10.51000	1.90e-11	18.45128	433.3600	2

المصدر من إعداد الباحث بالاعتماد على مخرجات برنامج (Eviews 10)

Time lag selection

Turnover Ratio

مصر-تونس-المغرب-الأردن

HQ	SC	AIC	FPE	LR	LogL	Lag
-7.043190	-6.948029	-7.106131	5.64e-10	NA	260.8207	0
-10.88822*	-10.31726*	-11.26587*	8.83e-12*	320.3761*	435.5713	1
-10.12726	-9.080486	-10.81961	1.39e-11	15.13906	444.5058	2

المصدر من إعداد الباحث بالاعتماد على مخرجات برنامج (Eviews 10)

يلاحظ من نتائج الاختبارات أعلاه أنه وللنماذج الأربعة المدروسة لمجموعة الدول الأولى أن فترة الإبطاء المثلى ولمعظم النماذج هي فترة إبطاء واحدة.

Time lag selection

Index

قطر-الإمارات-السعودية

HQ	SC	AIC	FPE	LR	LogL	Lag
-9.528338	-9.415198	-9.599364	4.66e-11	NA	264.1828	0
-15.54952*	-14.87068*	-15.97567*	7.97e-14*	350.5074*	461.3432	1
-15.11892	-13.87438	-15.90020	8.81e-14	36.56945	484.3054	2

المصدر من إعداد الباحث بالاعتماد على مخرجات برنامج (Eviews 10)

Time lag selection

Market Volume

قطر-الإمارات-السعودية

HQ	SC	AIC	FPE	LR	LogL	Lag
-8.934881	-8.821741	-9.005906	8.44e-11	NA	248.1595	0
-14.40103*	-13.72219*	-14.82718*	2.51e-13*	323.8655*	430.3338	1
-13.69734	-12.45280	-14.47862	3.65e-13	24.82683	445.9227	2

المصدر من إعداد الباحث بالاعتماد على مخرجات برنامج (Eviews 10)

Time lag selection

Trade Rate

قطر-الإمارات-السعودية

HQ	SC	AIC	FPE	LR	LogL	Lag
-8.126160	-8.013021	-8.197186	1.90e-10	NA	226.3240	0
-13.66084*	-12.98200*	-14.08699*	5.27e-13*	327.1551*	410.3488	1
-13.23635	-11.99181	-14.01762	5.79e-13	36.83202	433.4759	2

المصدر من إعداد الباحث بالاعتماد على مخرجات برنامج (Eviews 10)

Time lag selection

Turnover Ratio

قطر-الإمارات-السعودية

HQ	SC	AIC	FPE	LR	LogL	Lag
-8.326763	-8.213623	-8.397788	1.55e-10	NA	231.7403	0
-13.31423*	-12.63539*	-13.74039*	7.45e-13*	300.8891*	400.9904	1
-12.63465	-11.39011	-13.41593	1.06e-12	25.86327	417.2301	2

المصدر من إعداد الباحث بالاعتماد على مخرجات برنامج (Eviews 10)

يلاحظ من نتائج الاختبارات أعلاه أنه وبالنسبة لمجموعة الدول المدروسة الثانية أن فترة الإبطاء المثلى لجميع النماذج هي فترة إبطاء واحدة.

❖ اختبار التكامل المشترك:

يتم اختبار التكامل المشترك بين المتغيرات لبيانات (Panel) من خلال عدة اختبارات مطورة منها (Pedroni 2004, 1999)، (KAO 1999)، (Maddala and Wu1999) و (Fisher)، يعتبر أهمها (KAO – Pedroni)¹، واللذان تم التركيز في هذه الدراسة عليهما.

إذ يقوم اختبار (Pedroni) على السماح بتباين القواطع ومعلومات الاتجاه عبر الدول، حيث اقترح (Pedroni,1999) سبعة اختبارات للتكامل المشترك وطوّره عام 2004، منها أربعة اختبارات تقوم على البعد الداخلي وثلاثة اختبارات لوسط مجموعة البيانات كمجموعة واحدة، تقوم على البعد البيئي، وجميع هذه الاختبارات تقوم على فرض العدم (Null Hypothesis) بعدم وجود تكامل مشترك لمجموعة المتغيرات المدروسة، في ضوء الفرض البديل بوجود تكامل مشترك، حيث يستدعي تطبيق الاختبارات السبعة تقديراً مسبقاً للعلاقة على المدى الطويل.

أما اختبار (KAO) والذي يعد اختباراً موسعاً لاختبار (Engel & Granger) للتكامل المشترك، إذ يتبع اختبار ذات النهج الذي تتبعه اختبارات (Pedroni 2004)²، ويقوم اختبار (KAO) على افتراض اختلاف الحد الثابت بين المقاطع العرضية وتجانس معالم المتغيرات المستقلة عند التقدير الأولي، حيث يقوم هذا الاختبار على الفكرة التي قدمها (Engel & Granger)³، بإجراء انحدار بين المتغير التابع والمتغيرات المستقلة كمرحلة أولى، حيث تجري عملية التقدير بواسطة المربعات الصغرى ذات المتغيرات الوهمية (LSDV)، ثم في المرحلة الثانية يتم الكشف على استقرارية سلسلة البواقي من عدمها، من خلال إحصائية (ADF).

وكانت نتائج الاختبارات بعد تطبيقها على بيانات الدراسة على الشكل التالي:

¹ KAO, Chihwa. (1999). Spurious regression and residual-based tests for cointegration in panel data. *Journal of econometrics*, vol. 90, no 1.

² Pedroni P.(2004). Panel Cointegration; Asymptotic and Finite Sample Properties of Pooled Time Series Tests with an Application to the PPP Hypothesis. *Econometric Theory*, No 20, p 597–625.

³ ENGLE, F and GRANGER, WJ(1987). Co-integration and error correction: representation, estimation, and testing. *Econometrica: journal of the Econometric Society*.

نتائج اختبار (KAO – Pedroni) للتكامل المشترك بين Index ومتغيرات السّياسة الماليّة

مصر-تونس-المغرب-الأردن

Pedroni اختبار					
الاختبارات المرجحة		الاختبارات			
الاحتمال	الإحصائية	الاحتمال	الإحصائية	الاختبارات الجزئية	
0.218	0.777	0.265	0.627	Panel v-Statistic	Panel Statistics
0.870	1.126	0.797	0.832	Panel rho-Statistic	
0.041	-1.736	0.001	-1.224	Panel PP-Statistic	
0.014	-2.177	0.002	-1.268	Panel ADF-Statistic	
		0.972	1.920	Group rho-Statistic	Group Statistics
		0.002	-2.791	Group PP-Statistic	
		0.023	-1.993	Group ADF-Statistic	
Kao اختبار					
0.028	Prob.	-1.911	Statistic	Kao Residual Cointegration Test ADF- statistic	

المصدر من إعداد الباحث بالاعتماد على مخرجات برنامج (Eviews 10)

نتائج اختبار (KAO – Pedroni) للتكامل المشترك بين Market volume ومتغيرات السّياسة الماليّة

مصر-تونس-المغرب-الأردن

اختبار Pedroni					
الاختبارات المرجحة		الاختبارات			
الاحتمال	الإحصائية	الاحتمال	الإحصائية	الاختبارات الجزئية	
0.863	-1.095	0.849	-1.032	Panel v-Statistic	Panel Statistics
0.874	1.148	0.445	-0.1366	Panel rho-Statistic	
0.0156	-2.153	0.000	-4.856	Panel PP-Statistic	
0.000	-3.2644	0.000	-4.979	Panel ADF-Statistic	
		0.970	1.889	Group rho-Statistic	Group Statistics
		0.029	-1.888	Group PP-Statistic	
		0.000	-3.161	Group ADF-Statistic	
اختبار Kao					
0.002	Prob.	-2.75	Statistic	Kao Residual Cointegration Test ADF- statistic	

المصدر من إعداد الباحث بالاعتماد على مخرجات برنامج (Eviews 10)

نتائج اختبار (KAO – Pedroni) للتكامل المشترك بين Trade rate ومتغيرات السّياسة الماليّة

مصر-تونس-المغرب-الأردن

اختبار Pedroni					
الاختبارات المرجحة		الاختبارات			
الاحتمال	الإحصائية	الاحتمال	الإحصائية	الاختبارات الجزئية	
0.924	-1.435	0.762	-0.714927	Panel v-Statistic	Panel Statistics
0.228	-0.743	0.099	-1.282	Panel rho-Statistic	
0.000	-4.103	0.000	-7.4868	Panel PP-Statistic	
0.000	-3.424	0.000	-4.340	Panel ADF-Statistic	
		0.531	0.0795	Group rho-Statistic	Group Statistics
		0.000	-4.724	Group PP-Statistic	
		0.000	-3.612	Group ADF-Statistic	
اختبار Kao					
0.002	Prob.	-2.770	Statistic	Kao Residual Cointegration Test ADF- statistic	

المصدر من إعداد الباحث بالاعتماد على مخرجات برنامج (Eviews 10)

نتائج اختبار (KAO – Pedroni) للتكامل المشترك بين Turnover ratio ومتغيرات السياسة المالية

مصر-تونس-المغرب-الأردن

Pedroni اختبار					
الاختبارات المرجحة		الاختبارات			
الاحتمال	الإحصائية	الاحتمال	الإحصائية	الاختبارات الجزئية	
0.9818	-2.092	0.876	-1.157	Panel v-Statistic	Panel Statistics
0.5361	0.090	0.414	-0.217	Panel rho-Statistic	
0.000	-3.400	0.000	-4.062	Panel PP-Statistic	
0.000	-3.396	0.000	-4.086	Panel ADF-Statistic	
		0.737	0.635	Group rho-Statistic	Group Statistics
		0.000	-3.639	Group PP-Statistic	
		0.000	-3.600	Group ADF-Statistic	
Kao اختبار					
0.005	Prob.	-2.531	Statistic	Kao Residual Cointegration Test ADF- statistic	

المصدر من إعداد الباحث بالاعتماد على مخرجات برنامج (Eviews 10)

نتائج اختبار (KAO – Pedroni) للتكامل المشترك بين Index ومتغيرات السياسة المالية

قطر-الإمارات-السعودية

اختبار Pedroni					
الاختبارات المرجحة		الاختبارات			
الاحتمال	الإحصائية	الاحتمال	الإحصائية	الاختبارات الجزئية	
0.394	0.268	0.408	0.230	Panel v-Statistic	Panel Statistics
0.433	-0.166	0.472	-0.070	Panel rho-Statistic	
0.022	-1.998	0.035	-1.811	Panel PP-Statistic	
0.024	-1.969	0.036	-1.794	Panel ADF-Statistic	
		0.682	0.473	Group rho-Statistic	Group Statistics
		0.023	-1.985	Group PP-Statistic	
		0.023	-1.982	Group ADF-Statistic	
اختبار Kao					
0.001	Prob.	-3.018	Statistic	Kao Residual Cointegration Test ADF- statistic	

المصدر من إعداد الباحث بالاعتماد على مخرجات برنامج (Eviews 10)

نتائج اختبار (KAO – Pedroni) للتكامل المشترك بين Market Volume ومتغيرات السياسة المالية

قطر-الإمارات-السعودية

Pedroni اختبار					
الاختبارات المرجحة		الاختبارات			
الاحتمال	الإحصائية	الاحتمال	الإحصائية	الاختبارات الجزئية	
0.382	0.297	0.425	0.188	Panel v-Statistic	Panel Statistics
0.242	-0.697	0.265	-0.625	Panel rho-Statistic	
0.000	-3.282	0.001	-3.101	Panel PP-Statistic	
0.000	-3.288	0.000	-3.106	Panel ADF-Statistic	
		0.453	-0.116	Group rho-Statistic	Group Statistics
		0.000	-3.658	Group PP-Statistic	
		0.0000	-3.665	Group ADF-Statistic	
Kao اختبار					
0.000	Prob.	-3.889	Statistic	Kao Residual Cointegration Test ADF- statistic	

المصدر من إعداد الباحث بالاعتماد على مخرجات برنامج (Eviews 10)

نتائج اختبار (KAO – Pedroni) للتكامل المشترك بين Trade Rate ومتغيرات السياسة المالية

قطر – الإمارات – السعودية

Pedroni اختبار					
الاختبارات المرجحة		الاختبارات			
الاحتمال	الإحصائية	الاحتمال	الإحصائية	الاختبارات الجزئية	
0.459	0.100	0.537	-0.094	Panel v-Statistic	Panel Statistics
0.407	-0.233	0.692	0.502	Panel rho-Statistic	
0.002	-1.533	0.001	-1.213	Panel PP-Statistic	
0.000	-1.472	0.000	-2.157	Panel ADF-Statistic	
		0.662	0.417	Group rho-Statistic	Group Statistics
		0.002	-1.534	Group PP-Statistic	
		0.000	-1.47	Group ADF-Statistic	
Kao اختبار					
0.000	Prob.	-3.198	Statistic	Kao Residual Cointegration Test ADF- statistic	

المصدر من إعداد الباحث بالاعتماد على مخرجات برنامج (Eviews 10)

نتائج اختبار (KAO – Pedroni) للتكامل المشترك بين Turnover Ratio ومتغيرات السياسة المالية

قطر – الإمارات – السعودية

Pedroni اختبار					
الاختبارات المرجحة		الاختبارات			
الاحتمال	الإحصائية	الاحتمال	الإحصائية	الاختبارات الجزئية	
0.768	-0.732	0.827	-0.944	Panel v-Statistic	Panel Statistics
0.390	-0.277	0.347	-0.392	Panel rho-Statistic	
0.030	-1.869	0.016	-2.123	Panel PP-Statistic	
0.009	-2.345	0.004	-2.589	Panel ADF-Statistic	
		0.766	0.728	Group rho-Statistic	Group Statistics
		0.005	-1.248	Group PP-Statistic	
		0.006	-2.500	Group ADF-Statistic	
Kao اختبار					
0.000	Prob.	-3.218	Statistic	Kao Residual Cointegration Test ADF- statistic	

المصدر من إعداد الباحث بالاعتماد على مخرجات برنامج (Eviews 10)

بناءً على الجداول أعلاه ووفقاً لاختبار (Pedroni) ومن بين (11) اختبار جزئي، وبالنسبة لجميع النماذج وللمجموعتي الدول، هناك ستة اختبارات احتمالاً أقل من 5%، وعليه تُرفض فرضية العدم وتقبل الفرضية البديلة، مما يعني وجود تكامل مشترك بين المتغيرات المدروسة، وهذا ما أكدته اختبار (KAO)، حيث كانت قيمة الاحتمالية (Prob) أقل من (0.05)، مما يؤكد وجود علاقة توازن طويلة الأجل بين متغيرات السياسة المالية ومؤشرات الأسواق المالية، وعليه يمكننا القول أن المتغيرات في النماذج الأربعة محل الدراسة تتحرك مع بعضها بشكل متكامل، وبالتالي فإن المتغيرات في معادلات النماذج المدروسة تتحرك معاً على المدى الطويل، أي يمكننا القول: بعد الأخذ بالاعتبار للتأثيرات الخاصة بكل بلد، هنالك علاقة طويلة المدى بين المتغيرات التابعة لكل نموذج ومتغيراته المستقلة في الدول المدروسة.

وعليه ووفقاً للنتائج التي تم التوصل إليها في الاختبارات أعلاه يمكننا تقدير النماذج باستخدام نموذجي (PMG) و (MG).

❖ تقدير النماذج وتحليل النتائج:

بعد الانتهاء من اختبارات جذر الوحدة والتكامل المشترك، والتحقق من وجود العلاقات التكاملية بين المتغيرات المدروسة، سيتم تقدير النماذج المدروسة من خلال مقدر (PMG-MG):

❖ اختبار النموذج الأمثل:

إن الفترة الزمنية لهذه الدراسة هي 19 سنة، وقد تُفقد مقدر (MG) لدرجات الحرية وبالتالي فإن مقدر (PMG) هي الأكثر ملاءمة للتحليل، ومع ذلك لتحديد الأسلوب الأنسب بين هاتين المقدرتين سيتم إجراء اختبار (Hausman)، إذ يتم من خلال هذا الاختبار تحديد تأثير عدم التجانس على المعلمات، حيث لا يمكن افتراض تجانس المعلمات على المدى الطويل، إذ أنه وفي حال كانت المعلمات متجانسة فإن تقديرات (PMG) أكثر كفاءة من (MG)، وبعبارة أخرى فإن المقدر الفعالة عند الفرضية الصفرية هي (PMG)، وفي حال رفضها تكون مقدر (MG) هي المقدر الفعالة¹.

الجدول رقم (19): Hausman test

مصر-تونس-المغرب-الأردن

chi2 Statistic	النموذج
1.38	Index
2.79	Market volume
0.04	Trade rate
2.31	Turn over

المصدر من إعداد الباحث بالاعتماد على مخرجات برنامج (Stata 15)

الجدول رقم (20): Hausman test

قطر-السعودية-الإمارات

chi2 Statistic	النموذج
2.32	Index
1.82	Market volume
1.89	Trade rate
0.25	Turn over

المصدر من إعداد الباحث بالاعتماد على مخرجات برنامج (Stata 15)

وبالاعتماد على نتائج الجداول (19-20) أعلاه أظهرت نتائج اختبار (Hausman) وبالمقارنة مع قيمة (chi) الجدولية عند مستوى دلالة 5%، وعدد درجات حرية يساوي (4) -وهو عدد المتغيرات المستقلة في النماذج- التي تساوي (9.488)، فإننا نقبل الفرضية الصفرية، وبالتالي فإن مقدر (PMG) هي الأكثر ملاءمة للنماذج المدروسة جميعها وذلك بالنسبة لمجموعي الدول.

¹ Chu, J and Sek, S. (2014). Investigating the Relationship between Inflation and Growth: Evidence From Panel ARDL Models. *AIP Conference Proceedings 1605*, PP 943-948.

❖ تقدير النموذج وتحليل النتائج:

بعد إجراء اختبارات جذر الوحدة والتكامل المشترك، والتحقق من وجود العلاقات المتكاملة، واعتماداً على النتائج التي تم التوصل إليها من خلال نموذج (Hausman)، أصبح بإمكاننا تقدير النماذج من خلال مقدر (PMG)، وهي تعتبر الطريقة الأفضل لتقدير النماذج من هذا النوع، إذ أنه وعلى الرغم من أن طريقة وسط المجموعة (MG) تعطي تقديرات متسقة لوسط معالم نموذج (Panel)، كما أنها تسمح لمعلم النموذج وهي القاطع، ومعلمات المدى القصير والطويل، وحدود تصحيح الخطأ، وتباينات حد الخطأ، بأن تتفاوت حسب كل دولة، إلا أنه يعاب على مقدر (MG) أنها لا تأخذ بالحسبان إمكانية أن بعض معلمات النموذج قد تكون متساوية (متجانسة) عبر الدول، لذا فقد اقترح (Pesaran et al., 1999) طريقة وسط المجموعة المدمج (PMG) والتي تجمع بين طريقة وسط المجموعة (MG) وطريقة التقدير المدمج التقليدية (Pooled Estimation)، وبذلك فإن مقدر (PMG) تحظى بكفاءة التقدير المدمج من جهة، وتتلافى مشكلة عدم الاتساق (inconsistency) الناجمة عن دمج العلاقات الديناميكية غير المتجانسة من جهة أخرى، وفي ظل هذا الفرض تكون مقدر (PMG) متسقة وأعلى كفاءة (ذات تباين أقل) من مقدر (MG)، التي لا تفرض قيوداً على معلمات المدى الطويل¹، ففي ظل فرضية التجانس في المدى الطويل، وعلى الرغم من أن كلا المقدرتين (PMG) و (MG) متسقتين، فإن مقدر (PMG) هي أكثر كفاءة².

أولاً: تقدير النموذج الأول العلاقة بين متغيرات السياسة المالية والمؤشر العام لسوق المال:

تبين نتائج التقدير الموضحة في الجداول (21) و (22) مقارنة وسط المجموعة المدمجة (PMG) وذلك لمجموعتي الدول المدروسة:

الجدول رقم (21): مقدرات (PMG) لنموذج (Index) مصر-تونس-المغرب-الأردن

Index	Long Run					
	Coef.	Std. Err.	z	P> z	95% Conf.	Interval
Government Spending	19.74727	103.0544	1.92	0.055	-4.510316	399.4557
Tax Revenue	-18.66545	102.3117	-1.82	0.068	-387.1816	13.87272
Government Revenue Without Tax	-18.24494	101.9381	-1.79	0.073	-382.2445	17.3457
Budget Deficit	17.72349	102.492	1.73	0.084	-23.64567	378.1156
ECT	Short Run					
	Coef.	Std. Err.	z	P> z	95% Conf.	Interval
Government Spending	7.965225	7.954896	1.00	0.317	-7.626084	23.55653
Tax Revenue	-3.759419	6.362014	-0.59	0.555	-16.22874	8.709899
Government Revenue Without Tax	-7.648223	7.645246	-1.00	0.317	-22.63263	7.336184
Budget Deficit	6.80779	6.406332	1.06	0.288	-5.74839	19.36397
_cons	-1.205754	.1075963	-1.12	0.262	-.3314603	.0903095

المصدر من إعداد الباحث بالاعتماد على مخرجات برنامج (Stata 15)

¹ Dimitrios A. and Stephen G.(2007). Applied Econometrics: A modern approach, revised, **Palgrave Macmillan**, PP 360-361.

² Ekrem, E , Gulbahar, U and Umit, B.(2014) **impact of domestic credits on the current account balane: a panel ARDL analysis for 15 OECD countries, actual problems of economics**, №1(151), p 413.

الجدول رقم (22): مقدرات (PMG) لنموذج (Index) قطر-السعودية-الإمارات

Index	Long Run					
	Coef.	Std. Err.	z	P> z	95% Conf.	Interval
Government Spending	-.7765684	.627043	-1.24	0.216	-2.00555	.4524132
Tax Revenue	-2.228146	.7611958	-2.93	0.003	-3.720062	-.7362297
Oil Revenue	2.250497	.3236241	6.95	0.000	1.616206	2.884789
Budget Deficit	-1.163761	.0775449	-15.01	0.000	-1.315746	-1.011776
Index	Short Run					
	Coef.	Std. Err.	z	P> z	95% Conf.	Interval
ECT	-.5289847	.2855596	-1.85	0.064	-1.088671	.0307019
Government Spending	-.6696403	.83928	-0.80	0.425	-2.314599	.9753182
Tax Revenue	-3.803411	3.130012	-1.22	0.224	-9.938123	2.3313
Oil Revenue	.1953901	1.259157	0.16	0.877	-2.272512	2.663292
Budget Deficit	-.3135329	.9604236	-0.33	0.744	-2.195929	1.568863
_cons	2.059628	1.226955	1.68	0.093	-.3451585	4.464416

المصدر من إعداد الباحث بالاعتماد على مخرجات برنامج (Stata 15)

ومن خلال الجدول رقم (21) أعلاه والمتعلق بتقدير نموذج (Index) بالنسبة لمجموعة الدول الأولى بطريقة وسط المجموعة المدجة (PMG) نلاحظ معنوية المتغيرات التالية:

المدى القصير: لا يوجد

المدى الطويل: درجة المعنوية 10%: Government Spending - tax revenue - Government Revenue Without Tax - budget deficit

يعبر نموذج (Index) المدروس عن درجة استقرار السوق المالي، ومدى تأثيره بالتغيرات في السياسة المالية، وأما بالنسبة لمعامل تصحيح الخطأ فقد كانت إشارته سالبة إلا أنه لم يكن معنوياً، مما يشير إلى أن النموذج لا يتضمن آلية تعديل، أو تصحيح خطأ التوازن، أي أن حد تصحيح الخطأ لا يسهم في تفسير العلاقة التوازنية طويلة الأجل بين المتغيرات المستقلة والمتغير التابع، كما أنه في الأجل القصير لم يكن أي متغير من المتغيرات المدروسة معنوي، أي أن مؤشر أسعار الأسهم لا يتأثر في الأجل القصير بالتغيرات في السياسة المالية.

أما في الأجل الطويل فقد كانت جميع المتغيرات المدروسة ذات تأثير معنوي على مؤشر سوق المال، إذ يتأثر مؤشر أسعار الأسهم بالإنفاق الحكومي وبشكل إيجابي، وهو ما يتوافق مع النظرية الاقتصادية، حيث تساهم زيادة الإنفاق الحكومي بتحفيز النشاط الاقتصادي وتنميته، مما ينعكس إيجاباً على أسهم الشركات المدرجة في السوق، وقد بلغت قيمة معامل هذا المتغير (19.74)، وهو ما يمثل مرونة مؤشر أسعار الأسهم بالنسبة لمتغير الإنفاق الحكومي، أي أن التغير في الإنفاق الحكومي بنسبة (1%) يؤدي إلى تغير مؤشر أسعار الأسهم بنسبة (19.74%).

ويتأثر مؤشر أسعار الأسهم بالإيرادات الضريبية وبشكل سلبي، وهو ما يتوافق مع النظرية الاقتصادية، إذ يؤثر ارتفاع الضرائب على حجم الادخار في المجتمع، وبالتالي حجم الأموال الموجهة للاستثمار، وقد بلغت قيمة معامل هذا المتغير (18.65)، وهو ما يمثل

مرونة مؤشر أسعار الأسهم بالنسبة لمتغير الإيرادات الضريبية، أي أن التغير في الإيرادات الضريبية بنسبة (1%) يؤدي إلى تغير مؤشر أسعار الأسهم بنسبة (18.65%).

وفيما يتعلق بالإيرادات الحكومية ما عدا الضريبية ومؤشر أسعار الأسهم فالعلاقة سلبية، وهو يتعارض مع النظرية الاقتصادية، كون زيادة هذه الإيرادات يعتبر مؤشراً على تحسن الإيراد الحكومي مالم يكن ناجماً عن قروض للحكومة، وقد بلغت قيمة معامل هذا المتغير (18.24)، وهو ما يمثل مرونة مؤشر أسعار الأسهم بالنسبة لمتغير الإيرادات الحكومية ما عدا الضريبية، أي أن التغير في الإيرادات الحكومية ما عدا الضريبية بنسبة (1%) يؤدي إلى تغير مؤشر أسعار الأسهم بنسبة (18.24%).

كما يتأثر مؤشر أسعار الأسهم في مجموعة الدول الأولى بالعجز في الموازنة وبشكل إيجابي، وهو ما يتوافق مع النظرية الاقتصادية، حيث أن عجز الموازنة ينشئ من زيادة الإنفاق العام للدولة بشكل أكبر من الإيرادات، وهو ما ينعكس إيجاباً على السوق المالي، وقد بلغت قيمة معامل هذا المتغير (17.72)، وهو ما يمثل مرونة مؤشر أسعار الأسهم بالنسبة لمتغير عجز الموازنة، أي أن التغير في عجز الموازنة بنسبة (1%) يؤدي إلى تغير مؤشر أسعار الأسهم بنسبة (17.72%).

ومن خلال الجدول رقم (22) أعلاه، والمتعلق بتقدير نموذج (Index) بالنسبة لمجموعة الدول الثانية بطريقة وسط المجموعة المدجة (PMG) نلاحظ معنوية المتغيرات التالية:

المدى القصير: لا يوجد

المدى الطويل: درجة المعنوية 1%: Budget Deficit -Oil Revenue –Tax Revenue

بالنسبة لمعامل تصحيح الخطأ فيلاحظ أن إشارته سالبة وذو دلالة معنوية عند 10%، مما يشير على أن النموذج يتضمن آلية تعديل، أو تصحيح خطأ التوازن، من المدى القصير نحو المدى الطويل، حيث تبلغ نسبة تصحيح اختلال مؤشر أسعار الأسهم، من فترة لأخرى، ما يعادل 52.89%، وهذا يعني أن سرعة التعديل تستغرق نحو (1.89) سنة وثمانية أشهر في المتوسط، كما أنه في الأجل القصير لم يؤثر في مؤشر أسعار الأسهم أي متغير من المتغيرات المدروسة.

أما في الأجل الطويل فيتأثر مؤشر أسعار الأسهم بالإيرادات الضريبية وبشكل سلبي، وهو ما يتوافق مع النظرية الاقتصادية، وقد بلغت قيمة معامل هذا المتغير (2.22)، وهو ما يمثل مرونة مؤشر أسعار الأسهم بالنسبة لمتغير الإيرادات الضريبية، أي أن التغير في الإيرادات الضريبية بنسبة (1%) يؤدي إلى تغير مؤشر أسعار الأسهم بنسبة (2.22%).

كما يتأثر مؤشر أسعار الأسهم بالإيرادات النفطية وبشكل إيجابي، وهو ما يتوافق مع النظرية الاقتصادية، حيث أن اقتصادات الدول المدروسة هي من الاقتصادات الربعية، وتعتمد على إيرادات الربيع (النفط) بشكل رئيسي، وقد بلغت قيمة معامل هذا المتغير (2.25)، وهو ما يمثل مرونة مؤشر أسعار الأسهم بالنسبة لمتغير الإيرادات النفطية، أي أن التغير في الإيرادات النفطية بنسبة (1%) يؤدي إلى تغير مؤشر أسعار الأسهم بنسبة (2.25%).

ويتأثر مؤشر أسعار الأسهم بالعجز في الموازنة وبشكل سلبى، وهو ما يتعارض مع النظرية الاقتصادية، وقد بلغت قيمة معامل هذا المتغير (1,16)، وهو ما يمثل مرونة مؤشر أسعار الأسهم بالنسبة لمتغير عجز الموازنة، أي أنَّ التغير في عجز الموازنة بنسبة (1%) يؤدي إلى تغير مؤشر أسعار الأسهم بنسبة (1.16%).

ثانياً: تقدير النموذج الثاني العلاقة بين متغيرات السياسة المالية وحجم السوق:

تبين نتائج التقدير الموضحة في الجداول (23) و (24) مقارنة وسط المجموعة المدجة (PMG) وذلك لمجموعتي الدول المدروسة:

الجدول رقم (23): مقدرات (PMG) لنموذج (Market Volume) مصر-تونس-المغرب-الأردن

Market Volume	Long Run					
	Coef.	Std. Err.	z	P> z	95% Conf.	Interval
Government Spending	-3.007188	3.353362	-0.90	0.370	-9.579655	3.56528
Tax Revenue	.8365116	2.636672	0.32	0.751	-4.33127	6.004293
Government Revenue Without Tax	-14.8372	9.799454	-1.51	0.130	-34.04378	4.369376
Budget Deficit	2.56258	3.798275	0.67	0.500	-4.881903	10.00706
ECT	Short Run					
	Coef.	Std. Err.	z	P> z	95% Conf.	Interval
Government Spending	-10.05921	7.52991	-1.34	0.182	-24.81756	4.699139
Tax Revenue	17.65878	13.46987	1.31	0.190	-8.741675	44.05924
Government Revenue Without Tax	7.611053	8.982003	0.85	0.397	-9.993349	25.21546
Budget Deficit	-9.470142	8.797302	-1.08	0.282	-26.71254	7.772253
_cons	.3214593	.0732276	4.39	0.000	.1779357	.4649828

المصدر من إعداد الباحث بالاعتماد على مخرجات برنامج (Stata 15)

الجدول رقم (24): مقدرات (PMG) لنموذج (Market Volume) قطر-السعودية-الإمارات

Market Volume	Long Run					
	Coef.	Std. Err.	z	P> z	95% Conf.	Interval
Government Spending	4.37918	1.17334	3.73	0.000	2.079477	6.678884
Tax Revenue	-9.004895	1.385257	-6.50	0.000	-11.71995	-6.289841
Oil Revenue	5.318241	.5837463	9.11	0.000	4.17412	6.462363
Budget Deficit	-1.348162	.1416275	-9.52	0.000	-1.625747	-1.070577
ECT	Short Run					
	Coef.	Std. Err.	z	P> z	95% Conf.	Interval
Government Spending	.221751	1.543628	0.14	0.886	-2.803704	3.247206
Tax Revenue	-8.222427	1.718516	-4.78	0.000	-11.59066	-4.854197
Oil Revenue	1.410085	1.76923	0.80	0.425	-2.057543	4.877713
Budget Deficit	-.9621409	.9375545	-1.03	0.305	-2.799714	.875432
_cons	-.4916619	.2828506	-1.74	0.082	-1.046039	.062715

المصدر من إعداد الباحث بالاعتماد على مخرجات برنامج (Stata 15)

ومن خلال الجدول رقم (23) أعلاه والمتعلق بتقدير نموذج (Market Volume) بالنسبة لمجموعة الدول الأولى بطريقة وسط المجموعة المدجة (PMG) نلاحظ معنوية المتغيرات التالية:

المدى القصير: لا يوجد

المدى الطويل: لا يوجد

يعبر نموذج (Market Volume) عن مدى تأثير متغيرات السياسة المالية على تطور وتنمية الأسواق المالية، حيث يختبر تأثيرها على حجم السوق بدلالة نسبة رأس مال السوق.

بالنسبة لمعامل تصحيح الخطأ فيلاحظ أن إشارته سالبة وذو دلالة معنوية عند 1%، مما يشير على أن النموذج يتضمن آلية تعديل، أو تصحيح خطأ التوازن، من المدى القصير نحو المدى الطويل، حيث تبلغ نسبة تصحيح اختلال مؤشر حجم السوق، من فترة لأخرى، ما يعادل 55.95%، وهذا يعني أن سرعة التعديل تستغرق نحو (1.78) سنة وسبعة أشهر في المتوسط، كما أنه في الآجل القصير وفي الآجل الطويل لم يؤثر في مؤشر حجم السوق أي متغير من المتغيرات المدروسة، والذي قد يعود لضيق حجم السوق وقلة الإمكانيات، ولضعف السياسات المالية في هذه الدول.

ومن خلال الجدول رقم (24) أعلاه والمتعلق بتقدير نموذج (Market Volume) بالنسبة لمجموعة الدول الثمانية بطريقة وسط المجموعة المدجة (PMG) نلاحظ معنوية المتغيرات التالية:

المدى القصير: درجة المعنوية 1%: Tax Revenue

المدى الطويل: درجة المعنوية 1%: Budget Deficit - Oil Revenue - Tax Revenue - Government Spending

بالنسبة لمعامل تصحيح الخطأ فقد كانت إشارته سالبة إلا أنه لم يكن معنوياً، مما يشير إلى أن النموذج لا يتضمن آلية تعديل، أو تصحيح خطأ التوازن، أي أن حد تصحيح الخطأ لا يسهم في تفسير العلاقة التوازنية طويلة الآجل بين المتغيرات المستقلة والمتغير التابع.

وتؤثر في الآجل القصير الإيرادات الضريبية على حجم السوق بشكل سلبي، وهو ما يتوافق مع النظرية الاقتصادية، وبلغت قيمة معامل الإيرادات الضريبية (8.22)، ويمثل هذا المعامل مرونة مؤشر حجم السوق بالنسبة لمتغير الإيرادات الضريبية، حيث يؤدي التغير في الإيرادات الضريبية بنسبة (1%) إلى التغير في مؤشر حجم السوق بنسبة (8.22%).

أما في الآجل الطويل فقد كانت جميع المتغيرات المدروسة مؤثرة على حجم السوق، إذ يؤثر الإنفاق الحكومي على مؤشر حجم السوق بشكل إيجابي، وهو ما يتوافق مع النظرية الاقتصادية، وبلغت قيمة معامل الإنفاق الحكومي (4.37)، ويمثل هذا المعامل مرونة مؤشر حجم السوق بالنسبة لمتغير الإنفاق الحكومي، حيث يؤدي التغير في الإنفاق الحكومي بنسبة (1%) إلى التغير في مؤشر حجم السوق بنسبة (4.37%).

تؤثر الإيرادات الضريبية على مؤشر حجم السوق بشكل سلبي، وهو ما يتوافق مع النظرية الاقتصادية، وبلغت قيمة معامل الإيرادات الضريبية (9.00)، ويمثل هذا المعامل مرونة مؤشر حجم السوق بالنسبة لمتغير الإيرادات الضريبية، حيث يؤدي التغير في الإيرادات الضريبية بنسبة (1%) إلى التغير في مؤشر حجم السوق بنسبة (9.00%)، أي أن تأثير الإيرادات الضريبية على حجم السوق يحدث في الآجل القصير ويستمر إلى الآجل الطويل، ويكون ذو تأثير أكبر في الآجل الطويل من الآجل القصير.

تؤثر الإيرادات النفطية على مؤشر حجم السوق بشكل إيجابي، وهو ما يتوافق مع النظرية الاقتصادية، وبلغت قيمة معامل الإيرادات النفطية (5.31)، ويمثل هذا المعامل مرونة مؤشر حجم السوق بالنسبة لمتغير الإيرادات النفطية، حيث يؤدي التغير في الإيرادات النفطية بنسبة (1%) إلى التغير في مؤشر حجم السوق بنسبة (5.31%).

يؤثر العجز في الموازنة على مؤشر حجم السوق بشكل سلبي، وهو ما يتعارض مع النظرية الاقتصادية، وبلغت قيمة معامل العجز في الموازنة (1.34)، ويمثل هذا المعامل مرونة مؤشر حجم السوق بالنسبة لمتغير العجز في الموازنة، حيث يؤدي التغير في عجز الموازنة بنسبة (1%) إلى التغير في مؤشر حجم السوق بنسبة (1.34%).

ثالثاً: تقدير النموذج الثاني العلاقة بين متغيرات السياسة المالية ومعدل التداول:

تبين نتائج التقدير الموضحة في الجداول (25) و (26) مقارنة وسط المجموعة المدججة (PMG) وذلك لمجموعتي الدول المدروسة

الجدول رقم (25): مقدرات (PMG) لنموذج (Trade Rate) مصر-تونس-المغرب-الأردن

Trade Rate	Long Run					
	Coef.	Std. Err.	z	P> z	95% Conf.	Interval
Government Spending	-.5109348	.207001	-2.47	0.014	-.9166492	-.1052204
Tax Revenue	.4025029	.2037597	1.98	0.048	.0031411	.8018646
Government Revenue Without Tax	-2.513801	1.312084	-1.92	0.055	-5.085438	.0578354
Budget Deficit	1.173771	.6452084	1.82	0.069	-.0908144	2.438356
ECT	Short Run					
	Coef.	Std. Err.	z	P> z	95% Conf.	Interval
Government Spending	-5.798319	4.760205	-1.22	0.223	-15.12815	3.531511
Tax Revenue	10.09054	7.279851	1.39	0.166	-4.177709	24.35878
Government Revenue Without Tax	3.647544	4.590732	0.79	0.427	-5.350124	12.64521
Budget Deficit	-4.243751	4.043325	-1.05	0.294	-12.16852	3.681021
_cons	.1502329	.0259416	5.79	0.000	.0993883	.2010775

المصدر من إعداد الباحث بالاعتماد على مخرجات برنامج (Stata 15)

الجدول رقم (26): مقدرات (PMG) لنموذج (Trade Rate) قطر-السعودية-الإمارات

Trade Rate	Long Run					
	Coef.	Std. Err.	z	P> z	95% Conf.	Interval
Government Spending	-1.467517	.5306521	-2.77	0.006	-2.507576	-.4274579
Tax Revenue	-4.584316	1.228181	-3.73	0.000	-6.991506	-2.177127
Oil Revenue	2.033803	.4697292	4.33	0.000	1.11315	2.954455
Budget Deficit	-.3854792	.1193218	-3.23	0.001	-.6193455	-.1516128
ECT	Short Run					
	Coef.	Std. Err.	z	P> z	95% Conf.	Interval
Government Spending	-2.864037	2.452292	-1.17	0.243	-7.67044	1.942366
Tax Revenue	-.2439297	2.919559	-0.08	0.933	-5.966161	5.478301
Oil Revenue	2.219097	1.965105	1.13	0.259	-1.632438	6.070633
Budget Deficit	-1.618126	1.801802	-0.90	0.369	-5.149593	1.913341
_cons	.2911528	.0807536	3.61	0.000	.1328786	.449427

المصدر من إعداد الباحث بالاعتماد على مخرجات برنامج (Stata 15)

ومن خلال الجدول رقم (25) أعلاه والمتعلق بتقدير نموذج (trade rate) بالنسبة لمجموعة الدول الأولى بطريقة وسط المجموعة المدجة (PMG) نلاحظ معنوية المتغيرات التالية:

المدى القصير: لا يوجد

المدى الطويل: درجة المعنوية 5%: Tax Revenue - Government Spending

درجة معنوية 10%: Budget Deficit - Government Without Tax

يعبر نموذج (Trade rate) عن مدى تأثير متغيرات السياسة المالية على تطور وتنمية الأسواق المالية، حيث يختبر تأثيرها على سيولة السوق بدلالة معدل التداول.

بالنسبة لمعامل تصحيح الخطأ فيلاحظ أن إشارته سالبة وذو دلالة معنوية عند 5%، مما يشير على أن النموذج يتضمن آلية تعديل، أو تصحيح خطأ التوازن، من المدى القصير نحو المدى الطويل، حيث تبلغ نسبة تصحيح اختلال معدل التداول، من فترة لأخرى، ما يعادل 50.70%، وهذا يعني أن سرعة التعديل تستغرق نحو (1.97) سنة وتسعة أشهر في المتوسط، كما أنه في الآجل القصير لم يكن أي متغير من المتغيرات المدروسة معنوي، أي أن مؤشر معدل التداول لا يتأثر في الآجل القصير بالتغيرات في السياسة المالية.

أما في الآجل الطويل فقد كانت جميع المتغيرات المدروسة مؤثرة في مؤشر معدل التداول، فيؤثر الإنفاق الحكومي على مؤشر معدل التداول بشكل سلبي، وهو ما يتعارض مع النظرية الاقتصادية، إذ تساهم زيادة الإنفاق في زيادة النشاط الاقتصادي، وهو ما ينعكس على نشاط مؤسسات القطاع الخاص، وبالتالي يزداد التداول في السوق نتيجة للنمو الذي تحققه الشركات المدرجة، أما في حال كانت الزيادة في الإنفاق الحكومي ناجمة عن مزاحمة الإنفاق الخاص، فيتأثر نشاط الشركات وتبعاً لذلك تنخفض التداولات في السوق، كما يمكن تفسير ذلك بأن نسبة الإنفاق الحكومي إلى الناتج المحلي الإجمالي في هذه الدول لا تزال كبيرة، وتتجاوز بشكل كبير المدى الأمثل لحجم القطاع العام المقدّر بحوالي (10%-20%)، والذي يسهم في تحفيز النمو الاقتصادي بشكل عام، وينمي مؤشرات أداء أسواق المال بشكل خاص، وبلغت قيمة معامل الإنفاق الحكومي (0.51)، ويمثل هذا المعامل مرونة مؤشر معدل التداول بالنسبة لمتغير الإنفاق الحكومي، حيث يؤدي التغير في الإنفاق الحكومي بنسبة (1%) إلى التغير في مؤشر معدل التداول بنسبة (0.51%). تؤثر الإيرادات الضريبية على مؤشر معدل التداول بشكل إيجابي، وهو ما يتعارض مع النظرية الاقتصادية، إذ يؤثر ارتفاع الضرائب على حجم الادخار في المجتمع، وبالتالي حجم الأموال الموجهة للاستثمار، كما تتأثر أرباح الشركات المدرجة في السوق المالي بالتغيرات في الضرائب بشكل سلبي، إلا أن هذه النتائج يمكن إرجاعها إلى التهرب الضريبي، وضعف الأنظمة الضريبية والجبائية في هذه الدول، وبلغت قيمة معامل الإيرادات الضريبية (0.40)، ويمثل هذا المعامل مرونة مؤشر معدل التداول بالنسبة لمتغير الإيرادات الضريبية، حيث يؤدي التغير في الإيرادات الضريبية بنسبة (1%) إلى التغير في مؤشر معدل التداول بنسبة (0.40%).

تؤثر الإيرادات الحكومية ماعدا الضريبة على مؤشر معدل التداول بشكل سلبي، وهو ما يتعارض مع النظرية الاقتصادية، وبلغت قيمة معامل الإيرادات الحكومية ماعدا الضريبة (2.51)، ويمثل هذا المعامل مرونة مؤشر معدل التداول بالنسبة لمتغير الإيرادات الحكومية ماعدا الضريبة، حيث يؤدي التغير في الإيرادات الحكومية ماعدا الضريبة بنسبة (1%) إلى التغير في مؤشر معدل التداول بنسبة (2.51%)

يؤثر العجز في الموازنة على مؤشر معدل التداول بشكل إيجابي، وهو ما يتوافق مع النظرية الاقتصادية، وبلغت قيمة معامل العجز في الموازنة (1.17)، ويمثل هذا المعامل مرونة مؤشر معدل التداول بالنسبة لمتغير العجز في الموازنة، حيث يؤدي التغير في العجز في الموازنة بنسبة (1%) إلى التغير في مؤشر معدل التداول بنسبة (1.17%).

ومن خلال الجدول رقم (26) أعلاه والمتعلق بتقدير نموذج (trade rate) بالنسبة لمجموعة الدول الثانية بطريقة وسط المجموعة المدجة (PMG) نلاحظ معنوية المتغيرات التالية:

المدى القصير: لا يوجد

المدى الطويل: درجة المعنوية 1%: Government - budget deficit - Tax Revenue - government spending Without Tax

بالنسبة لمعامل تصحيح الخطأ فيلاحظ أن إشارته سالبة وذو دلالة معنوية عند 1%، مما يشير على أن النموذج يتضمن آلية تعديل، أو تصحيح خطأ التوازن، من المدى القصير نحو المدى الطويل، حيث تبلغ نسبة تصحيح اختلال معدل التداول، من فترة لأخرى، ما يعادل 54.78%، وهذا يعني أن سرعة التعديل تستغرق نحو (1.82) سنة وثمانية أشهر في المتوسط، وفي الآجل القصير لم يكن أي متغير من المتغيرات المدروسة ذو تأثير على مؤشر معدل التداول.

أما في الآجل الطويل فيؤثر الإنفاق الحكومي على مؤشر معدل التداول بشكل سلبي، وهو ما يتعارض مع النظرية الاقتصادية، وبلغت قيمة معامل الإنفاق الحكومي (1.46)، ويمثل هذا المعامل مرونة مؤشر معدل التداول بالنسبة لمتغير الإنفاق الحكومي، حيث يؤدي التغير في الإنفاق الحكومي بنسبة (1%) إلى التغير في مؤشر معدل التداول بنسبة (1.46%).

تؤثر الإيرادات الضريبة على مؤشر معدل التداول بشكل سلبي، وهو ما يتوافق مع النظرية الاقتصادية، وبلغت قيمة معامل الإيرادات الضريبة (4.58)، ويمثل هذا المعامل مرونة مؤشر معدل التداول بالنسبة لمتغير الإيرادات الضريبة، حيث يؤدي التغير في الإيرادات الضريبة بنسبة (1%) إلى التغير في مؤشر معدل التداول بنسبة (4.58%).

تؤثر الإيرادات النفطية على مؤشر معدل التداول بشكل إيجابي، وهو ما يتوافق مع النظرية الاقتصادية، وبلغت قيمة معامل الإيرادات النفطية (2.03)، ويمثل هذا المعامل مرونة مؤشر حجم السوق بالنسبة لمتغير الإيرادات النفطية، حيث يؤدي التغير في الإيرادات النفطية بنسبة (1%) إلى التغير في مؤشر حجم السوق بنسبة (2.03%).

يؤثر العجز في الموازنة على مؤشر معدل التداول بشكل سلبي، وهو ما يتعارض مع النظرية الاقتصادية، وبلغت قيمة معامل العجز في الموازنة (0.38)، ويمثل هذا المعامل مرونة مؤشر معدل التداول بالنسبة لمتغير العجز في الموازنة، حيث يؤدي التغير في العجز في الموازنة بنسبة (1%) إلى التغير في مؤشر معدل التداول بنسبة (0.38%).

رابعاً: تقدير النموذج الثاني العلاقة بين متغيرات السياسة المالية ومعدل الدوان:

تبين نتائج التقدير الموضحة في الجداول (27) و (28) مقارنة وسط المجموعة المدجة (PMG) وذلك لمجموعي الدول المدروسة

الجدول رقم (27): مقدرات (PMG) لنموذج (Turnover Ratio) مصر-تونس-المغرب-الأردن

Turnover Ratio	Long Run					
	Coef.	Std. Err.	z	P> z	95% Conf.	Interval
Government Spending	-4.954894	2.418758	-2.05	0.041	-9.695573	-.2142147
Tax Revenue	-1.079824	2.123486	-0.51	0.611	-5.241779	3.082132
Government Revenue Without Tax	12.9662	4.749943	2.73	0.006	3.656486	22.27592
Budget Deficit	-3.622014	3.133545	-1.16	0.248	-9.76365	2.519621
ECT	Short Run					
	Coef.	Std. Err.	z	P> z	95% Conf.	Interval
Government Spending	-2.444457	.8191139	-2.98	0.003	-4.049891	-.839023
Tax Revenue	1.215309	.8501811	1.43	0.153	-.4510154	2.881633
Government Revenue Without Tax	4.644829	2.105978	2.21	0.027	.5171882	8.772469
Budget Deficit	-1.737836	1.370413	-1.27	0.205	-4.423796	.9481233
_cons	.3587811	.1066715	3.36	0.001	.1497088	.5678534

المصدر من إعداد الباحث بالاعتماد على مخرجات برنامج (Stata 15)

الجدول رقم (28): مقدرات (PMG) لنموذج (Turnover Ratio) قطر-السعودية-الإمارات

Turnover Ratio	Long Run					
	Coef.	Std. Err.	z	P> z	95% Conf.	Interval
Government Spending	-3.930425	1.471378	-2.67	0.008	-6.814273	-1.046578
Tax Revenue	-5.609589	2.276718	-2.46	0.014	-10.07187	-1.147303
Oil Revenue	2.284387	.9021409	2.53	0.011	.5162237	4.052551
Budget Deficit	-.2336704	.1929826	-1.21	0.226	-.6119093	.1445686
ECT	Short Run					
	Coef.	Std. Err.	z	P> z	95% Conf.	Interval
Government Spending	-1.519984	1.045882	-1.45	0.146	-3.569874	.5299061
Tax Revenue	-.9933708	1.20535	-0.82	0.410	-3.355814	1.369072
Oil Revenue	-.3911476	1.167561	-0.34	0.738	-2.679526	1.89723
Budget Deficit	1.243128	1.042342	1.19	0.233	-.7998255	3.286081
_cons	.8582808	.3143063	2.73	0.006	.2422518	1.47431

المصدر من إعداد الباحث بالاعتماد على مخرجات برنامج (Stata 15)

ومن خلال الجدول رقم (27) أعلاه والمتعلق بتقدير نموذج (Turnover Ratio) بالنسبة لمجموعة الدول الأولى بطريقة وسط المجموعة المدجة (PMG) نلاحظ معنوية المتغيرات التالية:

المدى القصير: درجة المعنوية 1%: Government Spending

درجة المعنوية 5%: Government Revenue Without Tax

المدى الطويل: درجة المعنوية 1%: Government Revenue Without Tax

درجة المعنوية 5%: Government Spending

يعبر نموذج (Turnover ratio) عن مدى تأثير متغيرات السياسة المالية على تطور وتنمية الأسواق المالية، حيث يختبر تأثيرها على سيولة السوق بدلالة معدل الدوران.

بالنسبة لمعامل تصحيح الخطأ فيلاحظ أن إشارته سالبة وذو دلالة معنوية عند 1%، مما يشير على أن النموذج يتضمن آلية تعديل، أو تصحيح خطأ التوازن، من المدى القصير نحو المدى الطويل، حيث تبلغ نسبة تصحيح اختلال معدل الدوران، من فترة لأخرى، ما يعادل 43.54%، وهذا يعني أن سرعة التعديل تستغرق نحو (2.29) سنتين وشهرين في المتوسط. في الآجل القصير يؤثر الإنفاق الحكومي على مؤشر معدل الدوران بشكل سلبي، وهو ما يتعارض مع النظرية الاقتصادية، وبلغت قيمة معامل الإنفاق الحكومي (2.44)، ويمثل هذا المعامل مرونة مؤشر معدل الدوران بالنسبة لمتغير الإنفاق الحكومي، حيث يؤدي التغير في الإنفاق الحكومي بنسبة (1%) إلى التغير في مؤشر معدل الدوران بنسبة (2.44%).

كما تؤثر الإيرادات الحكومية ما عدا الضريبة على مؤشر معدل الدوران بشكل إيجابي، وهو ما يتوافق مع النظرية الاقتصادية، وبلغت قيمة معامل الإنفاق الحكومي (4.64)، ويمثل هذا المعامل مرونة مؤشر معدل الدوران بالنسبة لمتغير الإيرادات الحكومية ما عدا الضريبة، حيث يؤدي التغير في الإيرادات الحكومية ما عدا الضريبة بنسبة (1%) إلى التغير في مؤشر معدل الدوران بنسبة (4.64%).

وفي الآجل الطويل يؤثر الإنفاق الحكومي على مؤشر معدل الدوران بشكل سلبي، وهو ما يتعارض مع النظرية الاقتصادية، وبلغت قيمة معامل الإنفاق الحكومي (4.95)، ويمثل هذا المعامل مرونة مؤشر معدل الدوران بالنسبة لمتغير الإنفاق الحكومي، حيث يؤدي التغير في الإنفاق الحكومي بنسبة (1%) إلى التغير في مؤشر معدل الدوران بنسبة (4.95%)، أي أن تأثير الإنفاق الحكومي على معدل الدوران يحدث في الآجل القصير ويستمر إلى الآجل الطويل، ويكون ذو تأثير أكبر في الآجل الطويل من الآجل القصير.

كما تؤثر الإيرادات الحكومية ما عدا الضريبة على مؤشر معدل الدوران بشكل إيجابي، وهو ما يتوافق مع النظرية الاقتصادية، وبلغت قيمة معامل الإيرادات الحكومية ما عدا الضريبة (12.96)، ويمثل هذا المعامل مرونة مؤشر معدل الدوران بالنسبة لمتغير الإيرادات الحكومية ما عدا الضريبة، حيث يؤدي التغير في الإيرادات الحكومية ما عدا الضريبة بنسبة (1%) إلى التغير في مؤشر معدل الدوران بنسبة (12.96%)، أي أن تأثير الإيرادات الحكومية ما عدا الضريبة على معدل الدوران يحدث في الآجل القصير ويستمر إلى الآجل الطويل، ويكون ذو تأثير أكبر في الآجل الطويل من الآجل القصير.

ومن خلال الجدول رقم (28) أعلاه والمتعلق بتقدير نموذج (Turnover Ratio) بالنسبة لمجموعة الدول الثمانية بطريقة وسط المجموعة المدجة (PMG) نلاحظ معنوية المتغيرات التالية:

المدى القصير: لا يوجد

المدى الطويل: درجة المعنوية 1%: Government Spending

درجة المعنوية 5%: Oil Revenue - Tax Revenue

بالنسبة لمعامل تصحيح الخطأ فيلاحظ أن إشارته سالبة وذو دلالة معنوية عند 1%، مما يشير إلى أن النموذج يتضمن آلية تعديل، أو تصحيح خطأ التوازن، من المدى القصير نحو المدى الطويل، حيث تبلغ نسبة تصحيح اختلال معدل الدوران، من فترة لأخرى، ما يعادل 55.36%، وهذا يعني أن سرعة التعديل تستغرق نحو (1.80) سنة وثمانية أشهر في المتوسط، كما أنه في الآجل القصير لم يكن أي متغير من المتغيرات المدروسة ذو تأثير على معدل الدوران.

أما في الآجل الطويل فيؤثر الإنفاق الحكومي في مؤشر معدل الدوران بشكل سلبي، وهو ما يتعارض مع النظرية الاقتصادية، وبلغت قيمة معامل الإنفاق الحكومي (3.93)، ويمثل هذا المعامل مرونة مؤشر معدل الدوران بالنسبة لمتغير الإنفاق الحكومي، حيث يؤدي التغير في الإنفاق الحكومي بنسبة (1%) إلى التغير في مؤشر معدل الدوران بنسبة (3.93%).

وتؤثر الإيرادات الضريبية على مؤشر معدل الدوران بشكل سلبي، وهو ما يتوافق مع النظرية الاقتصادية، وبلغت قيمة معامل الإيرادات الضريبية (5.60)، ويمثل هذا المعامل مرونة مؤشر معدل الدوران بالنسبة لمتغير الإيرادات الضريبية، حيث يؤدي التغير في الإيرادات الضريبية بنسبة (1%) إلى التغير في مؤشر معدل الدوران بنسبة (5.60%).

تؤثر الإيرادات النفطية على مؤشر معدل الدوران بشكل إيجابي، وهو ما يتوافق مع النظرية الاقتصادية، وبلغت قيمة معامل الإيرادات النفطية (2.28)، ويمثل هذا المعامل مرونة مؤشر معدل الدوران بالنسبة لمتغير الإيرادات النفطية، حيث يؤدي التغير في الإيرادات النفطية بنسبة (1%) إلى التغير في مؤشر معدل الدوران بنسبة (2.28%).

الجدول رقم (29): ملخص نتائج مقدرات (PMG) مصر-تونس-المغرب-الأردن

المتغيرات المدروسة				آجل التأثير	النموذج
Budget Deficit	Government Revenue Without Tax	Tax Revenue	Government Spending		
				القصير	Index
✓/+	X/-	✓/-	✓/+	الطويل	
				القصير	Market Volume
				الطويل	
				القصير	Trade Rate
✓/+	X/-	X/+	X/-	الطويل	
	✓/+		X/-	القصير	Turnover Ratio
	✓/+		X/-	الطويل	

المصدر من إعداد الباحث*

* تمثل الرموز المستعملة ضمن الجدول إلى : إشارة (- ، +) تشير إلى الأثر الذي يحدثه المتغير المستقل على المتغير التابع (سلبي، إيجابي)، وإشارة (X، ✓) تشير إلى توافق الأثر الذي يحدثه المتغير المستقل على المتغير التابع مع النظرية الاقتصادية.

الجدول رقم (30): ملخص نتائج مقدرات (PMG) قطر-السعودية-الإمارات

المتغيرات المدروسة				آجل التأثير	النموذج
Budget Deficit	Oil revenue	Tax Revenue	Government Spending		
				القصير	Index
X/-	✓/+	✓/-		الطويل	
		✓/-		القصير	Market Volume
X/-	✓/+	✓/-	✓/+	الطويل	
				القصير	Trade Rate
X/-	✓/+	✓/-	X/-	الطويل	
				القصير	Turnover Ratio
	✓/+	✓/-	X/-	الطويل	

المصدر من إعداد الباحث

يلاحظ من خلال الجدولين (29-30) أعلاه أنَّ جميع متغيرات السياسة المالية المدروسة، لها تأثير على مؤشرات الأسواق المالية محل الدراسة، وللمجموعي الدول، وذلك مع وجود تباين في حجم وشكل تأثير هذه المتغيرات على مؤشرات السوق، إذ أنَّه وفيما يخص مجموعة الدول الأولى، يلاحظ أنَّ متغيرات الإنفاق الحكومي والإيرادات الحكومية غير الضريبية ذات تأثير أكبر من الإيرادات الضريبية وعجز الموازنة، والإنفاق الحكومي في هذه الدول رغم الدور الذي يلعبه إلا أنه يؤثر بشكل سلبي على معظم مؤشرات السوق، فالإنفاق الحكومي يؤثر في الأجل الطويل على مؤشر أسعار الأسهم والذي يعبر عن استقرار السوق بشكل إيجابي، إلا أنه يؤثر على مؤشري التداول والدوران واللذان يعبران عن تطور وتنمية السوق من خلال سيولة السوق، وفي الآجلين القصير والطويل بشكل سلبي، وبالتالي فإن الإنفاق الحكومي في هذه الدول يزاحم الإنفاق الخاص وفي الآجلين القصير والطويل ويؤثر على تنمية وتطور الأسواق وعلى سيولتها، وقد يعود ذلك لكون نسبة الإنفاق الحكومي إلى الناتج المحلي الإجمالي في هذه الدول لا تزال كبيرة، وتتجاوز المدى الأمثل لحجم القطاع العام المقدّر بحوالي (10%-20%)، والذي يسهم في تحفيز النمو الاقتصادي بشكل عام، وينمي مؤشرات أداء أسواق المال بشكل خاص، أما الإيرادات الضريبية فيظهر أن أثرها شبه محدود إذ تؤثر على استقرار السوق بشكل سلبي في الأجل الطويل، وعلى سيولة السوق من خلال معدل التداول بشكل إيجابي، وهو ما يشير إلى ضعف السياسات الضريبية، وعن حجم التهرب الضريبي في هذه الدول، وضعف الأنظمة الضريبية والجبائية، أما الإيرادات الحكومية ما عدا الضريبية فدورها يتقلب بين الأثر السلبي والإيجابي، إذ تؤثر على مؤشر أسعار الأسهم ومعدل التداول في الأجل الطويل بشكل سلبي، وتؤثر على معدل الدوران في الآجلين القصير والطويل بشكل إيجابي، الأمر الذي يمكن إرجاعه لسياسات التمويل التي تتبعها هذه الدول والاعتماد على القروض الخارجية وسندات الدين التي يتم طرحها بالخارج، والمنح والإعانات التي تتلقاها، أما فيما يخص عجز الموازنة فيلاحظ أنه يؤثر على مؤشر أسعار الأسهم ومعدل التداول فقط في الأجل الطويل وبشكل إيجابي، أي أنَّ النمو في عجز الموازنة والتوسع في الإنفاق الحكومي بشكل يفوق الإيرادات الحكومية، لا يؤثر بشكل سلبي على نشاط السوق المالي، بل يعزز من سيولته ويرفع من قيمة مؤشر أسعار الأسهم.

كما ويلاحظ أنَّ أثر السياسة المالية في هذه الدول في الآجل القصير محدود، ويتركز الأثر بشكل شبه كامل في الآجل الطويل، إذ انحصر الأثر في الآجل القصير على مؤشر معدّل الدوران بمتغيري الإنفاق الحكومي والإيرادات الحكومية ما عدا الضريبة فقط. ومما سبق أعلاه وبحسب النتائج التي تم التوصل إليها بالنسبة لمجموعة الدول الأولى، يلاحظ أنَّ إدارة السياسة المالية في هذه الدول تتصف بعدم الكفاءة وذلك اعتماداً على التعارض الذي أظهرته معظم متغيرات السياسة المالية التي تم دراستها مع ما تفترضه النظرية الاقتصادية.

أما بالنسبة لمجموعة الدول الثانية، فيلاحظ أنَّ أكثر متغيرات السياسة المالية تأثيراً على مؤشرات أسواق المال المدروسة كانت الإيرادات الضريبية، والتي تؤثر على جميع مؤشرات الأسواق المالية المدروسة، إذ أنه وعلى الرغم من كون دول الخليج كانت ما قبل أزمة أسعار النفط عام 2015 وحتى إقرار الضرائب الجديدة من أقل دول العالم في معدلات الضرائب، إلا أنه يظهر جلياً أنها تؤثر على جميع مؤشرات الأسواق المالية، وهو ما يشير إلى انخفاض في معدلات التهرب الضريبي في هذه الدول، بالمقارنة مع مجموعة الدول الأولى.

كما يلاحظ الأثر الكبير الذي تحدثه الإيرادات النفطية، إذ تؤثر على جميع المؤشرات المدروسة بشكل إيجابي، وهو ما يعبر عن الدور الهام الذي تلعبه الإيرادات النفطية في هذه الدول في التأثير على أسواقها المالية، ومدى حساسية هذه الأسواق للتقلبات في أسعار النفط، فعلى الرغم من أنَّ الأسواق المالية المتقدمة تتأثر سلباً في الارتفاع بأسعار النفط، وذلك لارتفاع تكاليف الإنتاج، إلا أن واقع الحال هنا يظهر العكس، وذلك لارتباط اقتصادات هذه الدول بشكل شبه كامل بالإيرادات النفطية، وذلك للدور الكبير الذي يلعبه الإنفاق الحكومي، والمعتمد بشكل شبه كامل على الإيرادات النفطية.

أما الإنفاق الحكومي فيؤثر على جميع مؤشرات الأسواق المالية المدروسة ما عدا مؤشر أسعار الأسهم، وفي الآجل الطويل فقط، إذ يؤثر على معدّل التداول ومعدّل الدوران بشكل سلبي، وعلى حجم السوق بشكل إيجابي، أي أنَّ الإنفاق الحكومي في مجموعة الدول الثانية يسهم في تنمية حجم السوق، إلا أنه يؤثر سلباً على استقرار السوق من خلال التأثير على سيولته، وهو ما يعبر عن أنَّ الإنفاق الحكومي يزاحم الاستثمار الخاص في هذه الدول.

أما فيما يتعلق بعجز الموازنة فيلاحظ أنه أثر في جميع مؤشرات أسواق المال المدروسة، ما عدا مؤشر معدّل الدوران، كما أنَّ هذا الأثر انحصر في الآجل الطويل فقط، ولكن بشكل سلبي، وهو ما يتعارض مع النظرية الاقتصادية، إلا أنه يتوافق مع النتيجة التي توصلنا إليها أعلاه فيما يخص الإنفاق الحكومي لهذه الدول، وأنه يزاحم الاستثمار الخاص، حيث أن التوسع في الإنفاق الحكومي وخلق العجز في الموازنة لا يسهم في تنمية الاستثمارات وبالتالي الأسواق المالية، بل يؤثر عليها سلباً، حيث أنه كما تم الحديث عنه في المباحث السابقة يعاني الإنفاق الحكومي في الدول العربية من سيطرة الإنفاق الجاري، وهو إنفاق استهلاكي عقيم.

كما ويلاحظ أنَّ أثر السياسة المالية في هذه الدول في الآجل القصير محدود أيضاً، ويتركز الأثر بشكل شبه كامل في الآجل الطويل، إذ انحصر الأثر في الآجل القصير على مؤشر حجم السوق وعلى متغير الإيرادات الضريبية فقط.

ومما سبق أعلاه وبحسب النتائج التي تم التوصل إليها بالنسبة لمجموعة الدول الثمانية، يلاحظ أن إدارة السياسة المالية في هذه الدول تتصف بعدم الكفاءة نوعاً ما أيضاً، خاصة فيما يتعلق بالإففاق الحكومي وعجز الموازنة.

وبناءً عليه فإننا نرفض فرضية عدم الرئيسية ونقبل الفرضية البديلة والتي تقول: تنعكس التغيرات والتقلبات في السياسات المالية على مؤشرات أسواق المال في الدول العربية.

● دور إدارة الدين العام وأسواق الأوراق المالية الحكومية في تنمية الأسواق المالية العربية:

تمثل استراتيجية إدارة الدين العام الخطة التي تعتمدها الحكومة تنفيذها لتحقيق الإدارة الكفؤة لحفظه الديون الحكومية على المدى المتوسط، والتي تعبر عن تفضيلات الحكومة فيما يتعلق بالموازنة بين التكلفة ومستوى المخاطرة، أما في حال كون الدولة تعتمد في الأساس على التمويل الميسر الخارجي، وليس عن طريق أدوات الدين القابلة للتداول محلياً أو دولياً، فإن المعايير المعتمدة على المخاطر لا تكون بذات الأهمية، وقد ارتفع إجمالي رصيد الدين العام (الداخلي والخارجي) القائم بذمة الدول العربية، والمتوفر عنها بيانات في قاعدة صندوق النقد العربي بقيمته المطلقة بنحو (41.9) مليار دولار مسجلاً نسبة زيادة بلغت حوالي 6.3% ليصل لحوالي (707.8) مليار دولار بنهاية عام 2018، مقارنة بحوالي (665.9) مليار دولار بنهاية عام 2017، لترتفع تبعاً لذلك نسبة الدين العام إلى الناتج المحلي الإجمالي بحوالي (18.7%) نقطة وتصل إلى حوالي (128.7%) في عام 2018، فبالنسبة للدين العام الداخلي فقد ارتفع بنسبة (3.8%) ليصل إلى حوالي (433.9) مليار دولار عام 2018، مقارنة بحوالي (418) مليار دولار بنهاية 2017، كذلك ارتفع رصيد الدين العام الخارجي بنسبة حوالي (10.5%)، ليصل إلى حوالي (273.9) مليار دولار بنهاية عام 2018، مقارنة بحوالي (247.9) مليار دولار بنهاية 2017¹.

ويلعب مستوى تطور أسواق الدين الحكومية وعمقها دوراً أساسياً في تحديد تكلفة وتركيبه محفظة الأوراق المالية الحكومية، ومن أهمها سوق الإصدارات الأولية، كما ويساهم تطور طرق تمويل الدين العام في تنمية وتطوير الأسواق المالية، وذلك من حيث تعزيز نوعية الأدوات المالية التي يتم تداولها في السوق، مما يوفر خيارات متنوعة للمستثمرين، ويساهم في بناء محافظ استثمارية أكثر توازناً، وعلى الدول العربية تعزيز الخطوات التي شرع بعضها في تنفيذها لدعم إدارة الدين، بما يساهم في تنمية أسواق التمويل المحلية لاستيعاب المعروض من أدوات الدين الحكومية، وبما يعزز وينمي من سوق الأوراق المالية الحكومية، وبالتالي الأسواق المالية، إذ ينبغي على الحكومات توجيه جهودها نحو تطوير سوق دين محلية حيوية وفعالة، والحد من الاعتماد على أسواق الدين العالمية للتمويل، وذلك من خلال ما يلي:

1- الاقتراض من الأسواق بدل الاقتراض من المصرف المركزي.

2- الاقتراض من الأسواق المحلية بدلاً من التمويل الخارجي و/أو الموازنة بينها، وذلك بهدف تنظيم وتعميق أسواق التمويل المحلية.

¹ تقرير صندوق النقد العربي للعام 2019.

- 3- التوريد الثابت أو الدائم لأدوات الدين بإصدارات جديدة ومتنوعة.
 - 4- زيادة آجال أدوات الدين المصدرة لتفادي مخاطر إعادة التمويل.
 - 5- تنفيذ خطط لتنمية الأسواق المحلية؛ بهدف تنظيم الإصدارات، وتنشيط الأسواق الثانوية مما يخفف من تكلفة إصدار أوراق الدين الحكومية.
 - 6- بناء منحى عائد لخلق أسعار عائد لمختلف آجال أدوات الدين، من أجل تعزيز سياسات تسعير الأوراق المالية الحكومية، وبالتالي خلق السيولة في الأسواق الثانوية.
- ويدعم سوق الدين الحكومية الكفوء عمل السوق المالية، حيث يسمح بتوجيه ادخار الدولة للاستثمار، كما يساهم السوق الفعال بإعطاء الشركات والأفراد إمكانية للحصول على تمويل طويل الأجل، ويرجع ذلك لمدى انتظام إصدارات الأوراق المالية الحكومية، ومستوى الشفافية في الأسواق الثانوية، حيث تستطيع سوق الدين المحلية ذات السيولة والعمق أن تحقق مزايا إضافية أكبر، وتؤدي لإيجاد سوق مالية أكثر اتساعاً يتوفر فيها ما يلي:
- 1- خيارات التمويل الحكومي ومزيج المستثمرين: زيادة خيارات التمويل المتاحة للحكومة من حيث آجال الاستحقاق والأدوات المالية والعملات، وإتاحة الفرصة أمام مجموعة أكبر من المستثمرين في الدين العام.
 - 2- كفاءة السوق: زيادة الشفافية والقدرة على التنبؤ بإصدار السندات الحكومية المحلية من خلال المزايدات.
 - 3- منحى العائد المحلي: تفعيل تأسيس منحى للعائد المحلي بما يدعم الشركات لطرح أدوات الدين الخاصة بها بأسعار مناسبة في السوق.
 - 4- دعم متطلبات السياسة النقدية: تسهيل عمليات السياسة النقدية عن طريق زيادة السيولة والأدوات الإضافية.
 - 5- التنمية الاقتصادية ومشاركة القطاع الخاص: زيادة مشاركة المستثمرين الأجانب في سوق السندات المحلية وتقديم البدائل التمويلية لمشاريع البنية التحتية.
- ولتحقيق النمو والتقدم في عمل الأسواق المالية وأسواق الأوراق المالية الحكومية، ولضمان أفضل النتائج فإنه يتوجب على السلطين المالية والنقدية مراعاة عدم التضاحم أو التنافس بين الأدوات الحكومية المختلفة، أو بين أذون الخزانة والأدوات قصيرة الأجل التي تطرحها وزارة المالية، وبين الأدوات الأخرى التي يصدرها المصرف المركزي، وبالتالي التنسيق في هذا الشأن بين واضعي السياستين المالية والنقدية، وضرورة عمل إدارة الدين للحصول على الدعم من الجهات المعنية في الحكومة كوزراء المالية وحكام المصرف المركزي وصناع السياسات المالية ومدراء صناديق الثروة السيادية، إلى جانب مشاركة الجهات المعنية في اتخاذ القرارات الرئيسية المتعلقة بإدارة الديون السيادية، والتنسيق بين المؤسسات الحكومية الكبرى، ودمج عملية إدارة الدين ضمن صياغة السياسة المالية الأوسع نطاقاً أو منهجيات إدارة الاحتياطات والأصول السيادية، وزيادة استقلالية إدارة الدين، ومنحها المرونة في اتخاذ القرارات الضرورية، كالإصدار التكتيكي أو عمليات إعادة الشراء، والحصول على القدرات اللازمة وتطويرها، كالمهارات والكفاءات والأدوات والبنية التحتية.

النتائج والنوصيات

تمت المحاولة في هذه الأطروحة للإحاطة بدور السياسة المالية من خلال أدواتها المختلفة بالتأثير على أسواق المال، وذلك من خلال استعراض الجوانب النظرية لهذه العلاقات، واختبارها من خلال دراسة أثر السياسة المالية على أسواق المال في الدول العربية، وفي ضوء التحليلات النظرية والعملية التي تم إجرائها في هذه الدراسة، يمكن عرض النتائج والتوصيات التالية:

أولاً: نتائج الدراسة:

- 1- تسهم السياسة المالية في التأثير على أسواق المال من خلال أدواتها المختلفة، مما يمكنها من التأثير على فعالية هذه الأسواق في أداء وظائفها، وذلك من خلال تأثيرها على مدخرات الأفراد وعلى ربحية الشركات، عن طريق التأثير على عوائد ونمط الاستثمارات، من خلال معدلات العائد على الأدوات المالية وحجم التعاملات.
- 2- أثبتت الأسواق المالية دورها الفاعل في الاقتصادات التي وفرت الشروط الأساسية لنجاحها، حيث ساهمت في تحسين تخصيص رؤوس الأموال، كما أنها تعد وسيطاً حيوياً في تعبئة المدخرات وإدارة المخاطر، وتعد مرجعاً مهماً لبيان مدى كفاءة السياسات المتبعة في الاقتصاد الوطني.
- 3- تلعب الأسواق المالية دوراً هاماً في نقل آثار السياسة المالية للاقتصاد الوطني، إذ تعتبر السوق المالية إحدى أهم القنوات التي يتم من خلالها التأثير على مختلف الأنشطة الاقتصادية في الاقتصاد الوطني، لكن تحتاج استجابة الأسواق المالية للسياسة المالية لمستوى مرتفع من الكفاءة، ولتطور المؤسسات المالية.
- 4- أشارت نتائج القياس للعلاقة بين متغيرات السياسة المالية (الإنفاق الحكومي- الإيرادات الضريبية- عجز الموازنة- الإيرادات الحكومية غير الضريبية- الإيرادات النفطية) أن جميعها كانت ذات تأثير على الأسواق المالية في مجموعتي الدول العربية المدروسة.
- 5- أشارت نتائج القياس للعلاقة بين مرونة مؤشر أسعار الأسهم والتغيرات في مؤشرات السياسة المالية ما يلي:
أولاً: بالنسبة لمجموعة الدول الأولى (مصر-الأردن-تونس-المغرب): كانت مؤشرات السياسة المالية المؤثرة على مؤشر أسعار الأسهم هي: (الإنفاق الحكومي- الضرائب- الإيرادات الحكومية ماعدا الضريبية- عجز الموازنة) وفي الأجل الطويل فقط.
ثانياً: بالنسبة لمجموعة الدول الثانية (قطر-السعودية-الإمارات): كانت مؤشرات السياسة المالية المؤثرة على مؤشر أسعار الأسهم هي: (الضرائب- الإيرادات النفطية- عجز الموازنة) في الأجل الطويل فقط.
- 6- أشارت نتائج القياس للعلاقة بين مرونة مؤشر حجم السوق والتغيرات في مؤشرات السياسة المالية ما يلي:
أولاً: بالنسبة لمجموعة الدول الأولى (مصر-الأردن-تونس-المغرب): لم يكن أي مؤشر من مؤشرات السياسة المالية ذو تأثير على مؤشر حجم السوق.
ثانياً: بالنسبة لمجموعة الدول الثانية (قطر-السعودية-الإمارات): كانت مؤشرات السياسة المالية المؤثرة على مؤشر حجم السوق هي: (الإنفاق الحكومي- الإيرادات النفطية- عجز الموازنة) في الأجل الطويل، والضرائب في الآجلين القصير والطويل.
- 7- أشارت نتائج القياس للعلاقة بين مرونة مؤشر معدل التداول والتغيرات في مؤشرات السياسة المالية ما يلي:

- أولاً: بالنسبة لمجموعة الدول الأولى (مصر-الأردن-تونس-المغرب): كانت مؤشرات السياسة المالية المؤثرة على مؤشر معدل التداول هي: (الإنفاق الحكومي-الضرائب-الإيرادات الحكومية غير الضريبية-عجز الموازنة) في الآجل الطويل فقط.
- ثانياً: بالنسبة لمجموعة الدول الثانية (قطر-السعودية-الإمارات): كانت مؤشرات السياسة المالية المؤثرة على مؤشر معدل التداول هي: (الإنفاق الحكومي-الضرائب-الإيرادات الحكومية غير الضريبية-عجز الموازنة) في الآجل الطويل فقط.
- 8- أشارت نتائج القياس للعلاقة بين مرونة مؤشر معدل الدوران والتغيرات في مؤشرات السياسة المالية ما يلي:
- أولاً: بالنسبة لمجموعة الدول الأولى (مصر-الأردن-تونس-المغرب): كانت مؤشرات السياسة المالية المؤثرة على مؤشر معدل الدوران هي: (الإنفاق الحكومي-الإيرادات الحكومية غير الضريبية) في الآجلين القصير والطويل.
- ثانياً: بالنسبة لمجموعة الدول الثانية (قطر-السعودية-الإمارات): كانت مؤشرات السياسة المالية المؤثرة على مؤشر معدل الدوران هي: (الإنفاق الحكومي-الإيرادات الضريبية-الإيرادات النفطية) في الآجل الطويل فقط.
- 9- إنَّ الإنفاق الحكومي هو من أكثر مؤشرات السياسة المالية تأثيراً على أسواق المال في مجموعة الدول العربية الأولى، إلا أنه يؤثر بشكل سلبي على معظم مؤشرات أسواق المال المدروسة، وهو ما يشير إلى مزاحمة الإنفاق الحكومي للإنفاق الخاص في هذه الدول.
- 10- ضعف تأثير الإيرادات الضريبية على مؤشرات أسواق المال المدروسة في مجموعة الدول العربية الأولى، وتأثيره بشكل سلبي على مؤشر أسعار الأسهم، وبشكل طردي على مؤشر معدل التداول، وهو الأمر الذي يمكن إرجاعه ضعف الأنظمة الضريبية، وشيوع التهرب الضريبي في دول هذه المجموعة.
- 11- إنَّ الإيرادات الضريبية هي من أكثر مؤشرات السياسة المالية تأثيراً على أسواق المال في مجموعة الدول العربية الثانية، وبشكل سلبي، وهو ما يعبر عن مدى أهمية وحساسية الدور الذي من الممكن أن تلعبه السياسات الضريبية على أسواق المال في هذه الدول، وهو الأمر الذي من الواجب على هذه الدول أخذه بالحسبان خلال مرحلة الإصلاح المالي وتعديل أنظمتها الضريبية التي تقوم بها.
- 12- تؤثر الإيرادات النفطية في مجموعة الدول العربية الثانية على جميع مؤشرات أسواق المال في الآجل الطويل فقط، وهو ما يؤكد على أهمية هذه الإيرادات في اقتصادات الدول هذه، كما يعبر عن حالة عدم الاستقرار التي قد تشهدها نتيجة التقلبات في أسعار النفط.
- 13- تعاني الأسواق المالية في مجموعة الدول العربية الثانية من التأثير السلبي لعجز الموازنة عليها، وهو ما يتعارض مع النظرية الاقتصادية، إذ يؤثر عجز الموازنة على معظم مؤشرات أسواق المال العربية المدروسة، إلا أنه يؤثر عليها بشكل سلبي، وهو ما يشير إلى أنَّ التوسع بالإنفاق الحكومي في هذه الدول بالشكل الذي يخلق العجز في موازنتها، لا يسهم في تنمية الاستثمارات وبالتالي الأسواق المالية، بل يؤثر عليها سلباً.

ثانياً: التوصيات:

- وتبعاً للنتائج التي تم الحصول عليها يمكن اقتراح مجموعة من التوصيات التي من شأنها أن تساهم في الاستفادة من الآثار التي تحدثها السياسات المالية على أسواق المال في الدول العربية بشكل إيجابي، والحد من آثارها السلبية، وذلك على الشكل التالي:
- 1- على الدول العربية النظر في برامجها الإنفاقية عند إقرار موازنتها، وعدم توجيهها نحو المصاريف الجارية قدر الإمكان، وأخذ آثار هذه البرامج على أسواق المال بعين الاعتبار.
 - 2- على الدول العربية عدم التوسع في خلق عجوزات في موازنتها المالية، والسعي قدر الإمكان لتوازن هذه الموازنات، وأخذ الآثار السلبية لهذه العجوزات على أسواق المال بعين الاعتبار.
 - 3- على الدول العربية السعي لتمويل العجز بموازنتها الاستثمارية عن طريق تعزيز مصادرها، من خلال إصدار الصكوك التمويلية، التي أثبتت جدارتها، والحد من الاقتراض من المصرف المركزي، ومن صندوق النقد الدولي.
 - 4- على الدول العربية اتخاذ الإجراءات للتكامل بين السياسة المالية والسياسات الاقتصادية الأخرى، والسعي لضمان عدم حدوث التعارض بين أدائها، وهو ما يسهم بتحقيق الاستقرار في مختلف القطاعات الاقتصادية، وعلى رأسها أسواق المال.
 - 5- على صناع السياسات الاقتصادية في الدول العربية العمل بصورة أكثر شفافية، فيما يخص السياسات والإجراءات التي يتم اتباعها، وإعطاء المستثمرين في الأسواق المالية إمكانية للإحاطة بالإجراءات التي يتم اتخاذها في سبيل إدارة الشؤون الاقتصادية، والحد من القرارات المばغة التي تُربك الشركات والمؤسسات والمستثمرين.
 - 6- على الدول العربية الاستفادة من تجارب الدول الأخرى، وخاصة الآسيوية منها، وتوظيف السياسة المالية لصناعة النهضة الاقتصادية الوطنية.

قائمة المراجع

❖ المراجع العربيّة:

● الكتب:

1. أندراوس، عاطف. (2005). السياسة المالية وأسواق المال خلال فترة التحول لاقتصاد السوق. مصر: مؤسسة شباب الجامعة.
2. الجمل، هشام. (2006). دور السياسة المالية في تحقيق التنمية الاجتماعية "دراسة مقارنة بين النظام المالي الإسلامي والنظام المالي المعاصر". الإسكندرية، مصر: دار الفكر الجامعي.
3. حميد، محمد عثمان. (1993). أسواق رأس المال وبورصة الأوراق المالية. مصر: مصر: جامعة القاهرة، دار النهضة العربيّة.
4. الخطيب، فاروق، ودياب، عبد العزيز. (2014). دراسات متقدمة في النظرية الاقتصادية الكلية. الشّعوذيّة: (د.ن.).
5. الخطيب، فاروق، ودياب، عبد العزيز. (2013). دراسات متقدمة في النظرية الاقتصادية الكلية. جدة، الشّعوذيّة: جامعة الملك عبد العزيز.
6. خليل، سامي. (1994). نظريات الاقتصاد الكلي الحديثة، الكتاب الثاني. الكويت: (د.ن.).
7. خليل، سامي. (1994). نظرية الاقتصاد الكلي " المفاهيم والنظريات الأساسية "، الكتاب الأول. الكويت: (د.ن.).
8. دراز، حامد عبد المجيد. (2004). السياسة المالية. الإسكندرية، مصر: مطبوعات الدار الجامعية .
9. دوايه، أشرف. (15، 2009-14). تكامل الأسواق المالية العربيّة آفاق وتحديات. القضايا الملحة للاقتصاديات الناشئة في بيئة الأعمال الحديثة. الجامعة الأردنية، الأردن.
10. دودين، أحمد. (د.ت). أساسيات التنمية الإدارية والاقتصادية في الوطن العربي (نظرياً وتطبيقياً). الأردن: الأكاديميون للنشر والتوزيع.
11. رضوان، محمد. (د.ت). فلسفة موازنة البرامج والأداء في علاج مشكلتي العجز والدين العام في الموازنة العامة للدولة. مصر: دار النهضة العربيّة للنشر.
12. سليمان، عدنان، موصلي، سليمان. (2013). الأسواق المالية. سورية: منشورات جامعة دمشق، كلية الاقتصاد.
13. الشمري، ناظم. (2006). التقود والمصارف والنظم النقدية. عمان، الأردن: دار زهران للنشر والتوزيع.
14. صافي، وليد، والبكري، أنس. (2009). الأسواق المالية والدولية (الطبعة الأولى). الأردن: دار المستقبل.
15. عامر، وحيد. (2010). السياسات النقدية والمالية والاستقرار الاقتصادي (النظرية والتطبيق). الاسكندرية، مصر: مطبوعات الدار الجامعية.
16. عبد العزيز، محمد. (1988). تمويل التنمية الاقتصادية، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية.
17. عبد المعطي، علاء. (2016). أذون الخزانة وسندات الخزانة العامة: دراسة مقارنة. مصر: دار الفكر والقانون للنشر والتوزيع.
18. عبد المعطي، علاء. (2016). أذون وسندات الخزانة العامة دراسة مقارنة. مصر: دار الفكر والقانون للنشر والتوزيع.
19. عمارة، رانيا. (2015). المالية العامة: الإيرادات العامة. مصر: مركز الدراسات العربيّة للدراسات والنشر.
20. عوض الله، زينب. (1998). اقتصاديات التقود والمصارف. بيروت، لبنان: الدار الجامعية.
21. الفكي، أزهرى. (2016). أسواق المال. الأردن: دار الجنان للنشر والتوزيع.
22. الأفندي، محمد. (2012). النظرية الاقتصادية الكلية والممارسة (الطبعة الأولى). صنعاء، اليمن: الأمين للنشر والتوزيع.
23. قدي، عبد المجيد. (2005). المدخل إلى السياسات الاقتصادية الكلية. ديوان المطبوعات الجامعية، الطبعة الثانية، الجزائر.
24. قرياقص، رسمية. (2003). أسواق المال: بورصات-مصارف-شركات تأمين-شركات استثمار. الإسكندرية، مصر: دار الجامعة الجديدة.
25. كنعان، علي. (2000). النظام النقدي والمصرفي السوري. دمشق، سورية: دار الرضا للنشر.
26. كنعان، علي. (2009). الأسواق المالية. سورية: منشورات جامعة دمشق، كلية الاقتصاد.
27. كوتاريللي، كارلو. (2010). نحو ضرائب عادلة وملموسة في القطاع المالي. مدونة صندوق النقد الدولي الإلكترونية، صندوق النقد الدولي.
28. مصطفى، إبراهيم. (2017، 2 فبراير). ماليزيا (2).. سياسات اقتصادية تقنية وتنمية صناعية متميزة. تم الاسترداد بتاريخ 5 أيار، 2017 من: <http://www.alborsanews.com/2017/02/02/970015>
29. معروف هوشيار. (2003). الاستثمارات والأسواق المالية (الطبعة الأولى). عمان، الأردن: دار صفاء للنشر والتوزيع.

30. مناف، نعمه. (2017). واقع النظام الضريبي في البلدان المتقدمة والنامية. العراق: كلية الإدارة والاقتصاد، جامعة القادسية.
31. الموسوي، عبد الوهاب. (د.ت). الليبرالية والأزمات: دراسة في الواقع الاقتصادي للبلدان المتحولة. الأردن: دار اليازوري للنشر.
32. نيهانز، ج. (1997). تاريخ النظرية الاقتصادية (الطبعة الأولى) (صقر أحمد صقر، مترجم). القاهرة، مصر: المكتبة الأكاديمية.
33. هندي، منير. (2006). الأوراق المالية وأسواق المال. الإسكندرية، مصر: منشأة المعارف.
34. أبو السعود، محمدي. (2004). مقدمة في الاقتصاد الكلي. الإسكندرية، مصر: منشورات الدار الجامعية.
35. إسماعيل، محمد، وحسن، جمال. (2017). محددات الاستثمار الأجنبي المباشر في الدول العربية. صندوق النقد العربي.

● الرسائل والأطروحات:

1. إبتها، جابر. (2016). تقييم عوامل عجز الموازنة العامة في السودان. رسالة ماجستير، كلية الدراسات العليا والبحث العلمي، جامعة الرباط الوطني، السودان.
2. أبو مصطفى، محمد. (2009). دور وأهمية التمويل الخارجي في تغطية العجز الدائم لموازنة السلطة الوطنية الفلسطينية. رسالة ماجستير. كلية الدراسات العليا، الجامعة الإسلامية، كلية التجارة، غزة.
3. الأسرج، حسين عبد المطلب. (2002). دور سوق الأوراق المالية في تنمية الادخار في مصر. رسالة ماجستير، كلية التجارة، جامعة الزقازيق، مصر.
4. الدرزي، مهند. (2010). معالجة التضخم في الاقتصاد السوري من خلال تعزيز التكامل بين السياسات النقدية والمالية. رسالة ماجستير، كلية الاقتصاد، جامعة دمشق، سورية.
5. الضعيف، حسين. (2016). أثر العوامل الاقتصادية في تطورات أسعار الأسهم في دول مجلس لتعاون الخليجي. كلية الاقتصاد، جامعة دمشق، سورية.
6. الكردي، لميس. (2007). أثر ضريبة القيمة المضافة في نشاط التداول والاستثمار في سوق فلسطين للأوراق المالية. رسالة ماجستير. كلية الدراسات العليا، جامعة النجاح الوطنية، فلسطين.
7. المسلماني، محمد. (2003). التوازن النقدي في اقتصاديات الدول التي تمر بمرحلة النمو: دراسة تطبيقية مقارنة بين الاقتصاد المصري واقتصاديات بعض الدول. أطروحة مقدمة لنيل درجة دكتوراه الفلسفة في الاقتصاد، كلية التجارة، جامعة عين شمس، مصر.
8. أمين، يوسف سعيد. (2014). العلاقة بين أسعار الأسهم وبعض المتغيرات الاقتصادية الكلية: دراسة تطبيقية على سوق الخرطوم للأوراق المالية. أطروحة دكتوراه، كلية الدراسات العليا، جامعة السودان للعلوم والتكنولوجيا، السودان.
9. بدراوي، شهناز. (2015). تأثير أنظمة سعر الصرف على النمو الاقتصادي في الدول النامية. أطروحة دكتوراه، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة أبو بكر بلقايد، الجزائر.
10. بسبع، عبد القادر. (2016). أثر السياسات المالية والنقدية على استقرار وتنمية سوق الأوراق المالية في الدول الناشئة. أطروحة دكتوراه، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير والعلوم التجارية، جامعة الجزائر 3، الجزائر.
11. بن حافظ، حمزة. (2011). دور الإصلاحات الاقتصادية في تفعيل الاستثمار الأجنبي المباشر. رسالة ماجستير، قسنطينة، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة منتوري، الجزائر.
12. جمام، محمود. (2010). النظام الضريبي وأثار على التنمية الاقتصادية - دراسة حالة الجزائر -. أطروحة دكتوراه، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة محمود منتوري، الجزائر.
13. حساني عبد الرزاق. (2002). النظرية والسياسة النقدية والتوازن الاقتصادي واقع السياسة النقدية وآفاقها في سورية. أطروحة دكتوراه، كلية الاقتصاد، جامعة دمشق، سورية.
14. جوحو، فطوم. (2015). سياسات تفعيل الأسواق المالية "دراسة حالة السوق المالي السعودي". أطروحة دكتوراه، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة محمد خيضر بسكرة، الجزائر.
15. حيدر، مضر. (2014). تأثير المحتوى الإعلامي لسياسات توزيع الأرباح غير النقدية على أسعار الأسهم العادية. رسالة ماجستير، كلية الاقتصاد، جامعة تشرين، سورية.
16. زيطاري، سامية. (2004). ديناميكية أسواق الأوراق المالية في البلدان الناشئة: حالة أسواق الأوراق المالية العربية. أطروحة دكتوراه، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، الجزائر.

17. سايفي، خولة. (2013). مدى فعالية الأسواق المالية العربية في تنشيط الاستثمارات. رسالة ماجستير، كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير، جامعة العربي بن مهيدي، الجزائر.
18. عبدلي، حنان. (2014). دور السياسة المالية في تطوير أداء سوق الأوراق المالية. رسالة ماجستير، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة حسنية بن بوعلي بالشلف، الجزائر.
19. عرقوب، نبيلة. (2012). محاولة تقدير معادلة الاستثمار في الاقتصاد الجزائري على المستوى الكلي -دراسة نظرية وقياسية-. أطروحة دكتوراه، كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر 3، الجزائر.
20. كهيبة، رشام. (2009). واقع وآفاق الربط بين الأسواق المالية في ظل التكامل الاقتصادي العربي. رسالة ماجستير، جامعة أحمد بوقرة بومرداس، الجزائر.
21. مناصرية، خولة. (2016). أثر السياسة المالية على أداء سوق الأوراق المالية (دراسة حالة الأردن). أطروحة دكتوراه، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة محمد خيضر، الجزائر.
22. وعيل، ميلود. (2014). المحددات الحديثة للنمو الاقتصادي في الدول العربية وسبل تفعيلها (حالة الجزائر، مصر، السعودية). أطروحة دكتوراه، كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر 3، الجزائر.
23. وهي، وجدي. (2016). السياسات الاقتصادية السورية في ضوء النظرية الكينزية. رسالة ماجستير، كلية الاقتصاد، جامعة دمشق، سورية.
24. يعقوبي، محمد. (2012). تأثير تغيرات أسعار صرف العملات على مؤشرات أسعار الأسهم في الأسواق المالية العالمية. رسالة ماجستير، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة حسنية بن بوعلي بالشلف، الجزائر.

● الأبحاث العلمية:

1. إسماعيل، طارق. (2019). كفاءة التحصيل الضريبي في الدول العربية. دراسات اقتصادية، صندوق النقد العربي، العدد 52.
2. الأقدى، محمد. (1996). سياسات الاستقرار بين الطوح النظري وإشكاليات التطبيق. مجلة الدراسات الاجتماعية، العدد الأول، جامعة العلوم التكنولوجية.
3. البيلالي، حازم. (2011). تكامل الاقتصاد العربي وأسباب الفشل. المركز الموريتاني الدولي للدراسات والإعلام، موريتانيا.
4. بن دعاس، زهير، ورقوب، ناريمان. (2018). اندماج الأسواق المالية العربية بين تحديات الواقع ورهانات المستقبل. مجلة المالية والأسواق، المجلد 4، العدد 8، الصفحات 194-220.
5. بن لكحل، نوال. (2015). واقع الأسواق المالية العربية وسبل تطويره. مجلة الاقتصاد الجديد، العدد 13 (المجلد 2)، 151-168.
6. الجمال، زكريا. (2012). اختيار النموذج في نماذج البيانات الطويلة الثابتة والعشوائية. المجلة العراقية للعلوم الإحصائية، 21، الصفحات 266-285.
7. جيلالي، بورزامة. (2014). رؤية تحليلية حول انخفاض قيمة الدولار الأمريكي: الأسباب والتدابير. مجلة دراسات اقتصادية، العدد 23، ص 31-50.
8. حجازي، منى. (2017/4/10). إشكالية فرض ضرائب الأرباح الرأسمالية. مصر: مركز البديل للتخطيط والدراسات الاستراتيجية.
9. الحسن، مختار وآخرون. (2017). إعادة النظر في السياسة المالية للمنطقة العربية. اللجنة الاقتصادية والاجتماعية لغربي آسيا. E/ESCWA/EDID/2017/4/SUMMARY.
10. حماد، أكرم. (2009). المحاسبة الحكومية وتطبيقاتها. الأردن: دار أمواج للطباعة والنشر والتوزيع.
11. حيزية، هادف. (2013، ديسمبر). التكامل الاقتصادي العربي واستراتيجياته المرتقبة مستقبلاً. مجلة أداء المؤسسات الجزائرية، العدد 4، 13-26.
12. سعدية، غانم، وغطاس، منال. (2015). السياسة المالية ودورها في تفعيل الاستثمار المحلي دراسة حالة الجزائر 2001/2013. الجزائر: جامعة أكلي محمد أولحاج-البويرة.
13. شحرور، إيمان. (2013). عجز الموازنة العامة في سورية وآثاره الاقتصادية. سورية: مركز دراسات الوحدة العربية، بحوث اقتصادية عربية، العدد 64.
14. عباس، مناضل، والجواري، حسين. (2009). واقع الأسواق المالية على المستويين العربي والعالمي مع تعليق قياسي. مجلة جامعة بابل، العدد 17.
15. العبدلي، عابد. (2010). محددات التجارة البينية للدول الإسلامية باستخدام منهج تحليل البائل. مجلة دراسات اقتصادية إسلامية، المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب، البنك الإسلامي للتنمية، جدة، مجلد (16)، عدد (1).

16. العتيبي، بديعة. (2015). دور السياسات المالية والنقدية في دفع عجلة النمو الاقتصادي في المملكة العربية السعودية للفترة (1986-2012). مجلة الاقتصاد والتنمية البشرية، العدد 6 (1)، ص ص 27-52.
17. العكام، محمد خير. (د.ت). النفقات العامة. الموسوعة القانونية المتخصصة (صفحة المجلد الخامس عشر، القانون المالي، ص 457). سورية: الموسوعة العربية.
18. عبد الله، أحمد. (2012). الفكر الكينزي واثره في التحليل الاقتصادي الحديث، مجلة الكوت للعلوم الاقتصادية والإدارية، المجلد 1، العدد 6، ص ص 135-159.
19. عمر، محمد. (21 ديسمبر، 2003). الدين العام المفاهيم - المؤشرات - الآثار "بالتطبيق على حالة مصر". ندوة إدارة الدين العام. مصر: جامعة الأزهر مركز صالح عبد الله كامل للاقتصاد الإسلامي.
20. كمال، منى. (2010). الإطار العام للتنسيق بين السياستين المالية والنقدية. *MPRA Paper, 26856 :No*.
21. كنعان، علي، والجشي، محمد. (2018). أثر السياسات النقدية والمالية على تقلبات أسعار الأسهم في تركيا. مجلة جامعة تشرين للبحوث والدراسات العلمية، سلسلة العلوم الاقتصادية والقانونية، المجلد (40)، العدد (4)، سورية.
22. لبجي، نصيرة. (2013). أسواق الأوراق المالية والأزمات المالية. مجلة رماح للبحوث والدراسات. مركز البحث وتطوير الموارد البشرية، الأصدار رقم (11)، الأردن، ص ص 72-81.
23. مرغيت، عبد الحميد. (د.ت). دور سياسة المالية العامة في مكافحة تقلبات الدورة الاقتصادية في البلدان المصدرة للسلع الأولية: تجربة الشيلي. الجزائر: كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة محمد الصديق بن يحيى.
24. مسعداوي، يوسف. (2014). كفاءة الأسواق المالية العربية " دراسة تحليلية لتجربة كل من بورصة الجزائر والسعودية ومصر". مجلة كلية بغداد للعلوم الاقتصادية الجامعة، العدد 42، ص ص 115-144.
25. مشعل، ياسر. (19 تشرين الثاني، 2013). تناسق السياسات المالية والنقدية في إطارها النظري. تم الاسترداد من http://www.dampress.net/mobile/?page=show_det&id=35113&category_id=48
26. مصطفى، إبراهيم. (2 فبراير، 2017). تم الاسترداد من <http://www.alborsanews.com/2017/02/02/970015> alborsa:
27. المغربل، نبال، وفوزي، سميحة. (2004). الاستثمار العام والاستثمار الخاص في مصر: مزاحمة أم تكامل؟. ورقة عمل رقم (96). مصر: المركز المصري للدراسات الاقتصادية.
28. نصير، أحمد، وزين، يونس. (2017). دراسة تحليلية لأداء وتنظيم الأسواق المالية والناشئة في الدول العربية. مجلة الريادة لاقتصاديات الأعمال، المجلد (3)، العدد (5)، الصفحات 40-62.
29. نوار، إبراهيم. (ديسمبر، 2014). التنوع والتباين: قراءة في بنية الاقتصاد العربي لعام 2014. تم الاسترداد من مجلة آفاق سياسية، المركز العربي للبحوث والدراسات: <http://www.acrseg.org/28478>
30. الهيتي، أحمد، محمد، بختيار. (2011). أثر تقلبات الإيرادات النفطية في مؤشرات الاقتصاد الكلي وأداء أسواق الأوراق المالية في دول مجلس التعاون الخليجي. مجلة جامعة الانبار للعلوم الاقتصادية والإدارية، المجلد 4، العدد 7، العراق.
31. الوصال، كمال. (2018). البنية التحتية والاستثمارات العامة في العالم العربي: بين ضرورة التطوير ومعضلة التمويل. بيروت، لبنان: المركز العربي للأبحاث ودراسة السياسات.

● التقارير:

1. المؤسسة العربية لضمان الاستثمار وائتمان الصادرات. (2017). مناخ الاستثمار في الدول العربية. الكويت.
2. صندوق النقد الدولي. (2001). المبادئ التوجيهية لإدارة الدين العام.
3. تنافسية الاقتصادات العربية. (2017). صندوق النقد العربي.
4. صندوق النقد العربي. (الأعداد من 2002 حتى 2019). التقرير الاقتصادي العربي الموحد.
5. توقعات الأداء الاقتصادي للدول العربية، لعامي 2017-2018، صندوق النقد العربي
6. التقرير السنوي لاتحاد المصارف العربية (2016).

❖ المراجع الأجنبية :

• **Books:**

1. Cecchetti, G. S and Schoenholtz, K. L. (2015). *Money, Banking, and Financial Markets*. Fourth Edition, Mc Graw Hill Education
2. Dostaler. G. (2009). *Keynes et ses combats, France: Albin Michel*. Bibliothèque de L'évolution de l'Humanité.
3. Gerleman .W.(2012).*The stock market and government debt the impact of government debt changes on stock market movements*. Bachelor Thesis, Jönköping international business school, Jönköping University, Sweden.
4. Gupta.G.S. (2006). *Macroeconomics: Theory and Applications*. 2^{ed},New Delhi, India: Tata McGraw-Hill Education.
5. Karoui. A. (2004). *L'étude de l'impact du taux de change sur les rendement boursier des titres : le cas de Taiwan et de la Coré du sud*. Université Laval, faculté des sciences de l'administration, Canada.
6. Keynes. J. M. (1936). *The general theory of employment, interest and money*. London, England: Palgrave Macmillan, Ch I.
7. King. J. E. (2013). *A brief introduction to Post Keynesian Macroeconomics*. Germany: Wirtschaft und Gesellschaft, 39 Jahrgang, Heft 4.
8. Michlian. Š. (2014). *The Impact of Short-term Interest Rate on Stock Prices in the Czech Republic* . Master thesis, Faculty of Social Sciences, Charles University in Prague, Czech Republic
9. Mishkin, F. S. (2009). *The economics of money, banking, and financial markets*. (9th ed). The Addison-Wesley series in economics.
10. Mishkin.F .(2001) .*The Transmission mechanism and role of asset prices in monetary policy* .USA: National Bureau of Economic Research.
11. O'Sullivan. A& Sheffrin. M.(2007). *Economics Principle in Action*. Pearson Prentice Hall.
12. Parlin. M. (1984). *Macroeconomics*. New Jersey, USA: Prentice-Hall Inc.
13. Pascual.M, & Garcia.S. (2006). *government spending and economic growth in the European Union countries*. Facultad de CCEE y EE. University of Cantabria & University of Oviedo, Spain.
14. Van Horne. J. (1989). *Financial Management & Policy*. (8th edt), N.J: Prentice Hall.

• **Articles and Papers:**

1. Agnello. L & Sousa.R. (2010). *Fiscal policy and asset prices*, NIPE-Universidade do Minho, Working Paper Series, 25/2010.
2. Ajao. I.O,Ayoola.F.J & Iyaniwura,J.O.(2015).Temporal disaggregation methods in flow variables of economic data: Comparison study. *International Journal of Statistics and Probability*, 5(1), 36–46.
3. Afonso. A .(2002) .*Disturbing The Fiscal Theory of Price Level: Can it fit the EU -15* ?.Portugal, Universidade Técnica de Lisboa, Department of Economics, Instituto Superior de Economia e Gestão.
4. Afonso. A& Sousa, R. M. (2011). What are the effects of fiscal policy on asset markets?. *Economic Modelling*, 28(4), 1871-1890.
5. Afonso. A& Sousa. R. M.(2012).The macroeconomic effects of fiscal policy. *Applied Economics*, NO 44, 4439–4454.
6. Alam. M, & Dhaka. Sh. (2009, March). Relationship between Interest Rate and Stock Price: Empirical Evidence from Developed and Developing Countries. *International Journal of business and management*, Vol.4, No 3, PP(51-43).
7. Ardagna. S. (2004). *Financial Markets behavior around episodes of large changes in the fiscal stance*. working paper series, No 390, central bank of Europe.

8. Arestis, P. and M. Sawyer. (2004). *Re-examining Monetary and Fiscal Policies in the Twenty-First Century*. Cheltenham: Edward Elgar.
9. Anghelache.V.G & Jakova.S. Oanea. C. D. (2016). Fiscal Policy and Capital Market Performance: Evidence from EU Countries from Central and Eastern Europe. *International Journal of Academic Research in Accounting, Finance and Management Sciences*, Vol. 6, No.2, pp 34–43.
10. Alagidede. P .(2016) .Central bank deficit financing in a constrained fiscal space .Working Paper, *International growth center*, S-33306-GHA-1.
11. Auten. G & Thornton. M. (November 18–20, 2010). *The Market Impact and Incidence of a Securities Transaction Tax: The Case of the US SEC Levy*. Paper presented at the 103rd Annual Conference of the National Tax Association, Chicago.
12. Barnes. W. R, Hoene. C.W. (2001), *Fiscal futures: Toward a system of public finance for the 21st century*. Government finance Review, P21-25.
13. Bassetto, M. (2001, March). *A Game – Theoretic View of the Fiscal Theory*. Working paper 612, Federal Reserve Bank of Minneapolis, Research Department, USA.
14. Bassetto.M.(N.D). *Fiscal Theory of the Price Level*. Federal Reserve Bank of Chicago, University of Minnesota, USA.
15. Baker .H .K. (2002). Revisiting the dividend puzzle: Do all of the prices now fit?. *Review of Financial Economics* , No 11, North-Holland.
16. Bazhenova. O, Krytsun.K. (2013).The Modigliani-ADD-Brumberg Life _cycle Model: Applying to Ukraine's economy. *EKONOMIKA*, Vol. 92(4), pp 73-81.
17. Begg. I. (2002). Running Economic and Monetary Union: The Challenges of Policy Co-ordination in Europe: Government and Money. *The Federal Trust for Education and Research*, PP 21-22.
18. Bekhet. H, Othman. N. (2013). Examining the Co-Integration and Causal Relationship Analysis between Fiscal Policy and Financial Market in Malaysia. *Prosiding Persidangan Kebangsaan Ekonomi Malaysia* , Ke VIII, pp 1011- 1021.
19. Bjornland, H.C &Leitemo.K. (2009a).Identifying the interdependence between US monetary policy and stock market. *Journal of Monetary Economics*, 56, 275–282.
20. Bjornland.H.C& Leitemo.K.(2009b).Identifying the interdependence between US monetary policy and the stock market. *Journal of Monetary Economics*, 56, 275–282.
21. Black. F .(1986) .Noise .*Journal of Finance*.(3) 41 ,PP 529-543.
22. Bosworth, B. (1975). *The Stock Market and the Economy*, Brookings Papers on Economic Activity 2, 257-90.
23. Blanco.R.(2004). Government securities markets and monetary policy. *conference Central Banking and the Financial System*, National Bank of Poland in Warsaw.
24. Burman. L, Gale.w, Gault. S, Kim. B, Nunns. J & Rosenthal. S.(2016). Financial Transaction Taxes in theory and practice. *National Tax Journal*, 69 (1), 171–216.
25. Buiter,W (August, 1999). *The Fallacy of the Fiscal Theory of the Price Level*. Working Paper No 7302, USA, National Bureau of Economic Research.
26. Costello. P.(2002). *Review of the Commonwealth government securities market*. Discussion Paper, Chapter 3, The treasury of Australian government, PP31-68.
27. Chakraborty. L. S. (2006). Fiscal Deficit, Capital Formation, and Crowding Out: Evidence From India. *National Institute of Public Finance and Policy*, Working Paper No 43.
28. Chatziantoniou.I, Duffy. D & Filis. G. (2013).Stock market response to monetary and fiscal policy shocks: Multi-country evidence. *Economic Modelling*, vol. 30, pp. 754-769.
29. Cochran, J. (January, 2000). *Money as Stock: Price Level Determination with no Money Demand*. Working Paper No 7498, USA, National Bureau of Economic Research.
30. Chu, J and Sek, S. (2014). *Investigating the Relationship between Inflation and Growth: Evidence From Panel ARDL Models*. AIP Conference Proceedings 1605, PP 943-948.

31. Cushing, M. (1999). The indeterminacy of prices under interest rate pegging: The non-Ricardian case. *Journal of Monetary Economics*, No1, Vol 44, P P 131-148.
32. Dávila. E. (2013). *Optimal Financial Transaction Taxes*. Job Market Paper, Harvard University, Cambridge, MA.
33. Deaton.A. (17-18 Feb, 2005). Franco Modigliani and the Life Cycle Theory of Consumption. *Convegno Internazionale Franco Modigliani*, Rome, Italy: Accademia Nazionale dei Lincei.
34. Dimitrios A. and Stephen G.(2007). Applied Econometrics: A modern approach. revised, *Palgrave Macmillan*, PP 360-361.
35. Dubois.E.(2016). Political Business Cycles 40 Years after Nordhaus. *Springer Verlag*, 166 (1-2), PP.235-259.
36. Eklund. J. E. (2013). Theories of investment: a theoretical review with empirical applications. *Swedish Entrepreneurship Forum*, working paper.
37. Ekrem, E , Gulbahar, U and Umit, B.(2014) *impact of domestic credits on the current account balane: a panel ARDL analysis for 15 OECD countries*. actual problems of economics, №1(151).
38. El Montasser, G., Gupta, R., Jooste, C., and Miller, S.M. (2015). *The time-series linkages between US fiscal policy and asset prices*. University of Pretoria, Department of Economics, Working Paper No. 201519.
39. Engle, F and Granger, WJ(1987)). Co-integration and error correction: representation, estimation, and testing. *Econometrica: journal of the Econometric Society*.
40. Eschenbach, F. & Schuknecht, L. (2002). *Asset prices and fiscal balances*. European Central Bank, ECB Working Paper No 141, PP (10-12).
41. Fama. E. (1981). Stock returns, real activity, inflation and money. *American Economic Review*, No 71, PP 545-564.
42. Fama.E.& French.K.(1989).Business conditions and expected returns on stocks and bonds. *Journal of Financial Economics*, 25, 23–49.
43. Filardo. A, Mohanty. M, & Moreno. R. (2012).*Central bank and government debt management: issues for monetary policy*. Bank of international settlement, Papers No 67.
44. Friedman. B. M. (1968). The role of monetary policy. *The American Economic Review*, vol LVIII, No 1
45. Friedman. B. M. (1978). *Crowding Out or Crowding In? Economic Consequences of Financing Government Deficits*. Brookings Papers on Economic Activity 3, NBER Working Paper Series, No 284.
46. Gali.J.&Gertler.M.(2007).Macroeconomicmodelingformonetarypolicyevaluation.*Journal of Economic Perspectives*, NO 21, 25–45.
47. Greenwood. J. (2019). *Milton Friedman on the Interaction Between Fiscal and Monetary Policy: Is monetary policy more powerful than fiscal policy, or vice versa?*. Institute of International Monetary Research.
48. Gregorio. R.L. (1994, June). The relationship between Philippine interest rate and stock price movements. *Philippine Review of Economics and Business*, Volume XXXI, No. 1.
49. Gümüş. E. (2003). *Crowding-Out Hypothesis Ricardian equivalence Proposition : Evidence from Literature*. Osmangazi Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi, Vol 4 No2, pp 24-25.
50. Hayashi, F. (1982). Tobin's Marginal q and Average q: A Neoclassical Interpretation. *Econometrica*, vol. 50, PP(124-213).
51. Hausman.j. (1978). Specification Test in Econometrics, *Econometrics*. Vol. 46, PP1251-1271.
52. By Hetzel. R. (2007). The Contributions of Milton Friedman to Economics. *Economic Quarterly*, Vol 93, Number 1—Winter PP 1-30
53. Hiç, Özlen. (2015,July). The Evaluation of Post-Keynesian Economics A Comparative Analysis. *GSTF Journal on Business Review (GBR)*, Vol 4, No 1 ,p35-43.
54. Hildebrand.P. M. (7 April, 2006). Monetary Policy and Financial Markets. *Schweizerische Gesellschaft für Finanzmarktforschung*, Zurich, Switzerland.
55. Hurlin. C & Mignon. V.(2005), *Synthèse de tests de racine unitaire sur: données de panel*. Economie et Prévision, Minefi - Direction de la prévision, 2006, 169, pp. 253-294.

56. Inoue. H. (1999). *The structure of government securities markets in G10 countries: summary of questionnaire results*. Financial Markets Department, Bank of Japan
57. Jácome, L. I, Matamoros-Indorf, M, Sharma, M, & Townsend, S. (2012). *Central Bank Credit to the Government: What Can We Learn from International Practices?*. IMF Working Paper, No WP/12/16.
58. Javed.A.M, Shahazad.N, Sheikh.Q.Saddique.S, Riaz.M, Batool.S. (2014). Impact of Macroeconomics variable on the Stock Market index A Study from Pakistan. *International Journal of Accounting and Financial Reporting*, Vol. 4, No. 2.
59. Jawaid, S. T. & A. Ul Haq (2012): Effects of interest rate, exchange rate and their volatilities on stock prices: evidence from banking industry of Pakistan. *Theoretical and Applied Economics*. Vol. XIX, No. 8, pp. 153-166.
60. KAO, Chihwa. (1999). Spurious regression and residual-based tests for cointegration in panel data. *Journal of econometrics*, vol. 90, no 1.
61. King. M. (1995). *Commentary: Monetary Policy Implications of Greater Fiscal Discipline in Budget Deficit and Debt: Issues and Options*. Federal Reserve Bank of Kansas City, 1995, pp. 171-177.
62. Kupiec. P. H. (1996). Noise Traders, Excess Volatility, and a Securities Transactions Tax. *Journal of Financial Services Research*, 10 (2), 115–129.
63. Kwon. G, McFarlane. L&Robinson. W.(2006). *Public Debt, Money Supply, and Inflation: A Cross-Country Study and Its Application to Jamaica*. International Monetary Fund, Working Paper No 6/21.
64. Lawrence. J. C, Terry .J .F.(2000). Understanding the fiscal theory of price level. *Economic review, Federal Reserve Bank of Cleveland*, USA, Vol 36, NO 2.
65. Laopodis. T. L. (2009). *Fiscal Policy, Monetary Policy, and the Stock Market*. Working paper, Department of Finance, School of Business, Fairfield University, USA.
66. Li Zhang. (2001). *The Impact of Transaction Tax on Stock Markets: Evidence from an emerging market*. M.S. Research Paper, East Carolina University.
67. Leeper, E. (1991). Equilibria under ‘active’ and ‘passive’ monetary policies. *Journal of Monetary Economics*, 27(1), 129–147.
68. Marszalek. P .(2003). *Coordination of Monetary and Fiscal Policy*. The Poznan University of Economics, Vol 3, NO 2.
69. Megaravalli,A and Sampagnaro, G. (2018). Macroeconomic indicators and their impact on stock markets in ASIAN 3: A pooled mean group approach. *Cogent Economics & Finance*, ISSN 2332-2039, Taylor & Francis, Abingdon, Vol. 6, Iss. 1, pp. 1-14.
70. Mosler, W.B. (1997–98). Full Employment and Price Stability. *Journal of Post Keynesian Economics*, 20 (2):PP 167–182.
71. Mishkin. F.(2000). *What Should Central Banks Do?*, Federal Reserve Bank of St. Louis, Paper Prepared for the Homer Jones Lecture
72. Mitchell, W. F. and L. R. Wray. 2004. *Full Employment through a Job Guarantee: A Response to the Critics*. *Centre of Full Employment and Equity*, Working Paper No. 04-13
73. Narayan. K& Smyth. R.(2006). What determines migration flows from low-income to high-income countries? An empirical investigation of Fiji–U.S. migration 1972–2001. *Contemporary Economic Policy*, Vol. 24, No. 2, PP 332–342.
74. Neyapti, B. (2003) .Budget Deficit and Inflation: The Roles of Central Independence and Financial Market development. *Contemporary Economic Policy*, Vol. 21, No. 4.
75. Nordhaus. W. (1994). Policy Games: Coordination and Independence in Monetary and Fiscal Policies. *Brookings Papers on Economic Activity*, 2, PP139-216.
76. Osi. A. R. (2015). *Financial Market Development and Fiscal Deficit Financing In Nigeria*. Department of Economics, University of Lagos, Akoka, Lagos, Nigeria.

77. OECD. (2014). *The principles of budgetary governance*. Paris: Public governance and territorial development, OECD Publishing, P 1. <http://www.oecd.org/gov/budgeting/Draft-Principles-Budgetary-Governance>.
78. Pedroni P.(2004). Panel Cointegration Asymptotic and Finite Sample Properties of Pooled Time Series Tests with an Application to the PPP Hypothesis. *Econometric Theory*, No 20, p p597–625.
79. Pomeranets. A, Weaver. D. (2012). *Security Transaction Taxes and Market Quality*. working paper, Bank of Canada.
80. Pesaran, M.H. and R. Smith. (1995). Estimation of long-run Relationships from Dynamic Heterogeneous Panels. *Journal of Econometrics*, 68, pp (79-113).
81. Pesaran, M.H., Y. Shin and R. Smith. (Jun, 1999). Pooled Mean Group Estimation of Dynamic Heterogeneous Panels. *Journal of the American Statistical Association*, 94, No.446, pp.621-634.
82. Sarangi. N. and El-Ahmadieh. L. (2017). *Fiscal Policy Response to Debt in the Arab Region*. ESCWA Working Paper .E/ESCWA/EDID/2017/WP.6.
83. Somoye. R.O, Babajide.A.A & Nwanji.T.I Lawa.A.I .(2018) .The effect of fiscal and monetary policies interaction on stock market performance: Evidence from Nigeria. *Future Business Journal*, pp 16-33.
84. Spencer. W.R& Yohe. W.P. (1970). *The "Crowding Out" of private Expenditures by Policy Actions*. Federal reserve bank of St. Louis.
85. Sundararajan. V , Dattels. P, McCarthy, I, Castello. M, Hans. B,& Blommestein. J .(1994). *The Coordination of Domestic Public Debt and Monetary Management in Economies in Transition: Issues and Lessons from Experience*. IMF Working Paper No 94/148.
86. Tagkalakis. A. (2009), *The effect of asset price volatility on fiscal policy outcomes*. working paper, No 106, Bank of Greece.
87. Tavares. J & Valkanov. R. (2001). *The neglected effect of fiscal policy on stock and bond returns*. University of California, Los Angeles, USA.
88. Tcherneva, P.R. (2006). *Chartalism and the Tax-Driven Approach to Money*. in P. Arestis and M. Sawyer, eds., *Handbook of Alternative Monetary Economics* ,Northampton, MA: Edward Elgar.
89. Tcherneva.P.R.(2008) The Return of Fiscal Policy: Can the New Developments in the New Economic Consensus Be Reconciled with the Post-Keynesian View?.The Levy Economics Institute of Bard college, Working Paper No. 539.
90. Thornto. M. (2012). Security Transaction Taxes: Issues and Evidence. *International Tax and Public Finance*, 19 (6), 884–912.
91. Thirlwall, A. P. (1993). *The renaissance of Keynesian economics*, in: Banca Nazionale del Lavoro Quarterly Review 186, 327-37
92. Togo.E.(2007). *Coordinating Public Debt Management with Fiscal and Monetary Policies: An Analytical Framework*. Banking and Debt Management Department, The World Bank, Policy Research Working Paper 4369.
93. Torres.A&Schwartz. M .J. (2000). *Inflation Expectations, Country Risk, and Monetary Policy in Mexico*. Working paper for the Seminar: Stabilization and Monetary Policy: The International Experience, Banco de México, México.
94. Sargent, T. J. and N. Wallace (1975). Rational' expectations, the optimal monetary instrument, and the optimal money supply rule. *Journal of Political Economy*, 83(2), 241–254.
95. Sargent. T ,Wallace. N.(Fall, 1981). Some Unpleasant Monetarist Arithmetic. *Federal Reserve Bank of Minneapolis, Quarterly Review*, Vol. 5.
96. Umlauf. S. R. (1993). Transaction taxes and the behavior of Swedish stock market. *Journal of financial Economics*, No 33, North-Holland.
97. Vajs.S. (2014). *Government debt issuance: issues for central banks*. Bank of international settlement, Papers No 76.
98. Wheeler. G. (2004). *Sound Practice in Government Debt Management*. The World Bank.
99. Woodford. M. (1994). Monetary policy and price level determinacy in a cash-in-advance economy. *Economic Theory*, 4(3), 345–380

100. Woodford, M. (1995). Price level determinacy without control of a monetary aggregate. **Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy 43**, 1–46.

❖ المواقع الإلكترونية:

1. www.imf.org
2. www.epu.gov.my
3. www.fdimarkets.com
4. www.FESE.eu
5. www.data.worldbank.org
6. <https://www.amf.org.ae>

7. المواقع الإلكترونية لمراكز الإحصاء الوطنية والمصارف المركزية ووزارات المالية والأسواق المالية للدول المدروسة.