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

دور سوق أدوات الدين في تمويل عجز الموازنة العامة (دراسة تجربة تركيا) وإمكانية الاستفادة منها في سورية

بحث علمي مقدم لاستكمال متطلبات الحصول على درجة الماجستيرفي الأسواق المالية

إعداد الباحثة

رولان فؤاد نعّال

إشراف الدكتور

نوّار هاشم

1444 هـ/ 2023 م

بسم الله الرحمن الرحيم

﴿ وَلَمَّا بَلَغَ أَشُدَّهُ وَاسْتَوَى آتَيْنَاهُ حُكْمًا وَعِلْمًا وَكَذَلِكَ نَجْزِي الْمُحْسِنِينَ﴾

-القصص: 14-

﴿ وَلَقَدْ آتَيْنَا لُقْمَانَ الْحِكْمَةَ أَنِ اشْكُرْ لِلَّهِ وَمَنْ يَشْكُرْ فَإِنَّمَا يَشْكُرُ لِنَفْسِهِ وَمَنْ كَفَرَ فَإِنَّ اللَّهَ غَنِيٌّ حَمِيدٌ ﴾

-لقمان: 12-

﴿ وَوَصَّيْنَا الْإِنْسَانَ بِوَالِدَيْهِ حَمَلَتْهُ أُمُّهُ وَهْنًا عَلَى وَهْنٍ وَفِصَالُهُ فِي عَامَيْنِ أَنِ اشْكُرْ لِي وَلِوَالِدَيْكَ إِلَيَّ الْمَصِيرُ ﴾

-لقمان: 14-

﴿ .. قَالَ رَبِّ أَوْزِعْنِي أَنْ أَشْكُرَ نِعْمَتَكَ الَّتِي أَنْعَمْتَ عَلَيَّ وَعَلَى وَالِدَيَّ وَأَنْ أَعْمَلَ صَالِحًا تَرْضَاهُ ... ﴾ -

الأحقاف: 15-

﴿فَاسْتَجَابَ لَهُمْ رَبُّهُمْ أَنِّي لَا أُضِيعُ عَمَلَ عَامِلٍ مِّنكُم مِّن ذَكَرٍ أَوْ أُنثَىٰ ...﴾.

-آل عمران: 195-

صدق الله العظيم

رسالة شكر وتقدير

الحمدلله الذي أنعم عليّ من فضله وسخّر لي وهيأ الأسباب كلها.. الشكر لله وليّ عوني وتوفيقي.

أتقدم بالشكر والامتنان والعرفان بالجميل للأب الروحي، القدوة، من وثق بقدرتي على النجاح وتبناني وشجعني ودعمني وسدد خطاي لمتابعة المسير، ولم يبخل أو يتوانى يوماً عن توجيهي، مَن منحني مِن جهده ووقته واستقبلني وفتح لي باب علمه وكتاب ثقافته وحكمته بكل سرور وإخلاص منذ البداية، ومنح هذا البحث قيمةً مضافة بالإرشاد والنقد البنّاء من منهل عِلمه وحنكته الأكاديمية، وكان له الفضل الأكبر بما أحققه اليوم في مسيرتي العلمية أباً وأستاذاً، ترك بصمةً وأثراً ومعروفاً في نجاحي سيدوم ماحييت.. وتفضل مشكوراً بقبوله تحكيم هذا البحث..

"**الأستاذ الدكتور عبد الرزّاق حساني**".

وجزيل الشكر لمن كان منهلاً علمياً في دراستي الجامعية بدايةً وأحد القامات التي بذلت وأعطت وذو فضلٍ في نجاحي، والذي تفضل مشكوراً بقبوله الإشراف والتحكيم على هذا البحث، كل التقدير لتعاونه ولطفه ومواقفه وجهده ووقته.. ولما قدمه من آراء ومقترحات وملاحظات لتصويب وتسديد الثغرات وإضافة التحسينات على البحث..

"**الدكتور نوّار هاشم**".

والشكر الجزيل للقامة العلمية المميزة، لمن كان عنده إحدى محطات التحدي لنفسي لإثبات قدرتي على التفوق في الجانب العلمي المميز "دراسة الجدوى الاقتصادية" الذي تفضل مشكوراً بتعليمه لي في مسيرتي الجامعية والذي أصبح محور مسيرتي المهنية ذات السبعة أعوام حتى اليوم..

من ترك لي لطف الأثر بعدة مواقف تبدو بسيطة لكن أخصّها بالعرفان والامتنان..

وكل الشكر لقبوله تحكيم البحث وجهده ووقته..

"**الأستاذ الدكتور أكرم حوراني**".

وأخص بالشكر ذو المواقف العظيمة "**الدكتور ياسر المشعل**"..

والشكر والتقدير للسيد عميد كلية الاقتصاد "**الأستاذ الدكتور عمار ناصر آغا**"، ورئيس قسم المصارف والتأمين "**الأستاذ الدكتور محمد حمرة**"، وللأساتذة الكادر التعليمي في قسم المصارف والتأمين، والكادر الإدراي في كلية الاقتصاد.

لكل منهم أثره..

شكراً لعائلتي.. ولكل من دعم وشجع وأثنى.. ولكل من زرع ورداً في طريقي.. ولكل ذي أثر..

عرفاني وامتناني لكم جميعاً.... **الباحثة.**

إهداء

إلى من علمني القوّة والحب.. من رسم لي درباً يملؤه الحلم والإصرار..

من اقتص من عمره في سبيل بسمتي، صحتي، قوتي، ونجاحي..

من قابلني بحنانه وفخره وامتنانه ومدحه وبريق عينيه وفرحه عند كل خطوة، وفي كافة فصول حياتي..

من دعمني وسندني وعزز ثقتي بنفسي منذ نشأتي.. وأوصل بي بحبٍ ورضى لمرحلةٍ طالما انتظرها بشغف..

من رافقني صديقاً، قدوةً، سنداً، نعمةً، وأباً.. من ودعني مبكراً..

إلى الحاضر الغائب.. الرجل الذي لن يتكرر ولن يرحل عن قلبي أبداً..

إلى الروح التي ترافقني ومازالت وستبقى أعظم دوافعي... إلى من أحسن إليّ طيلة حياته ...

أبـــــــي العظيم فؤاد كمال الديّن نعّال رحمه الله.

إلى سيدة عمري.. الحنونة.. المعطاءة

إلى من سهرت وضحّت.. وحملت عني ما أعلم وما أجهل في حياتي

رفيقتي..أختي.. طبيبتي.. زهرة حياتي ... من أعجز عن وصفها بالكلام..

أمـــّــــي.

إلى رفيق طفولتي وشبابي..

من فضّلني دوماً عن نفسه..

سندي.. جبلي.. وكتفي الذي لا يميل..

ابن قلبي....

أخـــــي.

الفهرس

الملخص 1

مقدمة 2

مشكلة البحث 4

أهمية البحث 4

الدراسات السابقة 5

أهداف البحث 13

فروض البحث 14

حدود البحث 14

متغيرات البحث 14

منهج البحث 14

أداة البحث 14

الفصل الأول 15

عجز الموازنة العامة 15

المبحث الأول 16

لمحة عن الموازنة العامة 16

أولاً: نشأة الموازنة العامة 16

ثانياً: مفهوم الموازنة العامة 19

المبحث الثاني 22

عجز الموازنة العامة 22

أولاً: مفهوم عجز الموازنة العامة Budget Deficits 22

ثانياً: أنواع عجز الموازنة العامة 24

ثالثاً: أسباب عجز الموازنة العامة 28

رابعاً: الآثار الاقتصادية لعجز الموازنة العامة 32

1. الآثار في الأجل القصير 41

2. الآثار في الأجل الطويل 44

خامساً: مصادر وأساليب تمويل عجز الموازنة العامة 46

1. المصادر الداخلية لتمويل عجز الموازنة 46

2. المصادر الخارجية لتمويل عجز الموازنة 49

سادساً: سبل علاج عجز الموازنة العامة 52

الفصل الثاني 57

الـــديـن العـــام وتمويل عجز الموازنة 57

المبحث الأول 58

الإطار النظري للدين العام 58
المطلب الأول ـ ماهية الدين العام 58
أولاً: مفهوم الدين العام 58
ثانياً: أسباب تراكم الدين العام 60
ثالثاً: آثار الدين العام 63
المطلب الثاني ـ إدارة الدين العام: 66
أولاً: مفهوم إدارة الدين العام 66
ثانياً: استدامة الدين العام 67
1. مفهوم استدامة الدين 67
2. أثر الديون العامة غير المستدامة 68
ثالثاً: مؤشرات الدين العام 69
المبحث الثاني 74
الإطار النظري لسوق أدوات الدين 74
المطلب الأول ـ الهيكل العام لسوق أدوات الدين: 75
أولاً: نشأة الأسواق المالية 75
ثانياً: أقسام الأسواق المالية Financial Markets Segmentations 76
1. أسواق النقد Money Market 76
2. أسواق رأس المال Capital Market 76
2.1. سوق الإقراض 76
2.2. سوق الأوراق المالية 77
2.2.1. الأسواق الحاضرة أو الفورية Spot Markets 77
2.2.2. الأسواق الآجلة 78
ثالثاً: الأدوات المتداولة في الأسواق المالية 80
1. أدوات أسواق النقد 80
1.1. أذونات الخزينة Treasury Bills 80
1.2. شهادات الإيداع القابلة للتداول Negotiable Certificates of Deposits 80
1.3. الأوراق التجارية (كمبيالات) Commercial Papers 80
1.4. القبولات المصرفية Banker's Acceptances 80
1.5. اتفاقيات إعادة الشراء REPOs 80
2. أدوات أسواق رأس المال 81
2.1. أدوات الملكية: الأسهمStocks 81
2.2. أدوات الدين: السنداتBonds 81
أ. مفهوم أدوات الدين 81
ب. أنواع السندات 81
ج. خصائص أدوات الدين العام 85
د. آلية استخدام أدوات الدين العام بتنفيذ السياسة النقدية 85
المطلب الثاني ـ سوق أدوات الدين عمود فقري للسوق المالي: 86
أولاً: محاور أهمية سوق أدوات الدين 86

ثانياً: المتطلبات الأساسية لتطوير أسواق الدين العام 89
1. أن يكون الاقتصاد الكلي سليم 90
1.1. السياسة المالية 90
1.2. السياسة النقدية 90
1.3. نظام الصرف 91
2. مسار إصلاح القطاع المالي واستقراره 92
2.1. تطوير البنية التحتية للمعلومات 92
2.2. الإصلاح المصرفي 93
2.3. الإشراف والتنظيم 93
الفصل الثالث 94
ملامح التجربة التركية 94
المبحث الأول 95
التطورات الاقتصادية الراهنة في تركيا 95
أولاً-الانتعاش الاقتصادي 95
1. النمو الاقتصادي 95
2. أبرز انعكاسات النمو الاقتصادي 99
ثانياً-أبرز التطورات النقدية 100
1. أسعار الفائدة 100
2. سعر الصرف 101
3. التضخم 102
ثالثاً-الدين العام 104
المبحث الثاني 105
البورصة التركية 105
أولاً ـ هيكلية البورصة التركية 106
ثانياً ـ الأسواق الأساسية وأدواتها في بورصة اسطنبول 107
1. سوق أدوات الدين Debt Securities Market 107
1.1. أدوات الدين الحكومية Government Debt Securities (GDS) 108
1.1.1. أذون السيولة CBRT Liquidity Bills 108
1.1.2. السندات الصفرية Zero Coupon Bonds: 108
1.1.3. سندات الدخل الثابت Fixed Coupon Bonds: 108
1.1.4. سندات الفائدة المتغيرة Floating Rate Notes: 108
أ. شهادات تقاسم الإيراد Revenue Sharing Certificates 109
ب. سندات الدخل المفهرسة Revenue Indexed Bonds 109
1.1.5. السندات المرتبطة بالتضخم CPI Indexed Bonds 109
1.2. أدوات دين القطاع الخاص Private Sector Debt Instruments 110
1.2.1. الأوراق التجارية Commercial Papers 110
1.2.2. الأوراق المالية المدعومة بالأصول Asset-backed Securities 110
1.2.3. السندات القائمة على الأصول Asset-based Securities 111

1.3. شهادات الإيجار Lease Certificates 111
1.4. اتفاقيات إعادة الشراء REPO 111
1.5. سندات اليورو Eurobonds 112
المبحث الثالث 113
تطورات المالية العامة في تركيا 113
المطلب الأول ـ الموازنة العامة التركية 113
المطلب الثاني ـ عجز الموازنة العامة التركية 115
المطلب الثالث ـ تمويل عجز الموازنة العامة التركية 116
1. دور الدين العام في تمويل الموازنة التركية 116
2. التطورات الراهنة في الدين العام 119
3. هيكل الدين العام 120
3.1. الدين العام من حيث المصدر 120
3.2. الدين العام من حيث نوع أداة الدين 121
3.3. الدين العام من حيث نمط كلفة أداة الدين 122
المبحث الرابع_ اختبار العلاقة بين الدين العام وعجز الموازنة العامة 124
أولاً. الإحصاء الوصفي 125
ثانياً. الاختبارات القبلية 126
ثالثاً. تقدير نموذج ARDL 129
رابعاً. الاختبارات البعدية 132
الفصل الرابع 140
عجز الموازنة العامة في سورية 140
أولاً: مشكلة عجز الموازنة في سورية: أسباب وتداعيات 141
ثانياً: واقع تمويل عجز الموازنة العامة 147
ثالثاً: الإطار الناظم لإصدار الأوراق المالية الحكومية في سورية 148
رابعاً: تجربة المزادات في سورية 150
النتائج 154
التوصيات 159
–أفق الاستفادة من التجربة التركية في سورية– 159
الملحق رقم /1/ – تحديد النموذج الأمثل 161
قائمة المراجع 165

قائمة الجداول

الجدول 1 نتائج اختبار جذر الوحدة 126
الجدول2 نتئج اختبار التكامل المشترك 128
الجدول3 نتائج تقدير نموذج ARDL لعلاقة التكامل المشترك بين المتغيرين 130
الجدول4 نتائج اختبار Wald 132
الجدول 5 نتائج اختبار الحدود 132
الجدول6 نتائج تقدير معلمات الأجلين القصير والطويل ومعلمة تصحيح الخطأ لنموذج التكامل المشترك 133
الجدول7 نتائج تقدير معلمات نموذج تصحيح الخطأ 135
الجدول8 معلمات الصيغة المختزلة للعلاقة بين المتغيرين 136
الجدول 9 نتائج اختبار الارتباط التسلسلي للبواقي 138
الجدول10 نتائج اختبار عدم ثبات تجانس التباين للبواقي 138

قائمة الأشكال

الشكل 1 أثر الاقتصاد على الموازنة 26
الشكل 2 أسباب عجز الموازنة العامة 32
الشكل 3 أثر مزاحمة القطاع العام الجزئي Partial Crowding out 35
الشكل4 أثر مزاحمة القطاع العام الكاملComplete crowding out 36
الشكل 5 عدم وجود أثر للمزاحمةNo Crowding- out 37
الشكل 6 فرضية ريكاردو- بارو 39
الشكل 7 مزاحمة القطاع الخاص Crowding-in 40
الشكل8 الآثار الأساسية لعجز الموازنة على الاقتصاد الكلي 41
الشكل9 التطور التاريخي للأسواق المالية 75
الشكل10 أقسام السوق المالي 79
الشكل11 الأدوات المتداولة في السوق المالي 84
الشكل12 معدل النمو الاقتصادي في تركيا 98
الشكل 13 نصيب الفرد من الناتج المحلي الإجمالي في تركيا 100
الشكل14 سعر الفائدة في تركيا 101
الشكل15 سعر الصرف في تركيا 102
الشكل16 معدل التضخم في تركيا 103
الشكل17 هيكلية الأسواق الأساسية وأدواتها في بورصة اسطنبول 107

الشكل19 أدوات الدين في بورصة اسطنبول 112
الشكل20 تطورات الإيرادات والنفقات العامة في موازنة تركيا 114
الشكل21 تطور رصيد الموازنة التركية..... 114
الشكل22 نسبة رصيد الموازنة التركية للناتج المحلي الإجمالي..... 115
الشكل23 توزع مصادر تمويل الموازنة التركية 116
الشكل24 الدين العام السنوي في تركيا 118
الشكل25 رصيد الدين العام في تركيا 118
الشكل 26 نسبة الدين العام التركي للناتج المحلي الإجمالي 119
الشكل27 الدين العام التركي وفقاً للمصدر 121
الشكل28 الدين العام التركي وفقاً لأداة الدين 122
الشكل29 الدين العام التركي وفقاً لنمط كلفة أداة الدين 123
الشكل30 تطور السلاسل الزمنية للمتغيرات 124
الشكل31 نتائج اختبار الإحصاء الوصفي للمتغير المستقل 125
الشكل 32 نتائج اختبار الإحصاء الوصفي للمتغير التابع 125
الشكل33 نتائج اختبار فترة الإبطاء المثلى 129
الشكل34 العلاقة التوازنية بين المتغيرين 136
الشكل35 نتائج اختبار الارتباط الذاتي لبواقي النموذج 137
الشكل36 نتائج اختبار الارتباط الذاتي لمربع بواقي النموذج 137
الشكل37 نتائج اختبار التوزيع الطبيعي للبواقي 138
الشكل38 نتائج اختبار المجموع التراكمي للبواقي 139
الشكل39 نتائج اختبار المجموع التراكمي لمربع البواقي..... 139
الشكل40 تطور الإيرادات والنفقات العامة المقدرة في سورية..... 141
الشكل41 تطور رصيد الموازنة العامة في سورية..... 142
الشكل42 توزع النفقات العامة حسب القطاع في سورية..... 143
الشكل43 تصنيف النفقات العامة 2001 و 2021 في سورية..... 143
الشكل44 تطور معدل التضخم السنوي في سورية..... 144

الملخص

حظيت أدوات الدين العام باهتمام الاقتصاديين لما تتمتع به من مزايا، مما دفع العديد من الدول التي تسعى للحد من عجز الموازنة، لتفعيل أسواق أدوات الدين بغرض تمويل الاحتياجات المالية للدولة كمصدر تمويلي بديل عن المصادر ذات الآثار السلبية، بهدف التقليل من المخاطر وتعزيز كفاءة إدارة الدين العام.

هدف هذا البحث إلى تحليل دور الدين العام في تمويل عجز الموازنة العامة، فقد تطرق البحث لدراسة التجربة التركية في تفعيل سوق الدين العام ودوره في تمويل عجز الموازنة العامة، وصولاً إلى أفق الاستفادة من التجربة التركية في سورية.

اعتمد البحث على المنهجين الوصفي والتحليلي، بوصف واقع التجربة التركية وتطوراتها الاقتصادية ذات الصلة، ودراسة دور الدين العام بتمويل عجز الموازنة العامة بالاعتماد على اختبار التكامل المشترك وفق منهجية الانحدار الذاتي للإبطاء الموزع ARDL.

وقد توصل البحث إلى العديد من النتائج أبرزها وجود علاقة بين الدين العام وعجز الموازنة العامة في الأجلين القصير والطويل، حيث يساهم الدين العام في تركيا في تمويل عجز الموازنة العامة بنسبة 89% من إجمالي مصادر تمويل الموازنة عام 2021.

كما يعاني الاقتصاد السوري من مشكلة عجز في الموازنة العامة وتفاقم في الدين العام، علاوة عن تردي المؤشرات الاقتصادية في سورية لاسيما نتيجة أساليب تمويل عجز الموازنة التقليدية التضخمية المتمثلة بشكل أساسي بالتمويل بالعجز، ولا تزال التجربة السورية في إنشاء سوق أدوات الدين العام بسيطة حديثة العهد واقتصرت على بعض المزادات. وقد أوصت الدراسة بأهمية الاستفادة من التجربة التركية في سبيل الإصلاح الاقتصادي في سورية.

الكلمات المفتاحية: الموازنة العامة، عجز الموازنة العامة، الدين العام، أدوات الدين العام.

مقدمة

تعد مشكلة عجز الموازنة العامة إحدى أهم القضايا الاقتصادية المحورية على المستوى العالمي، وقد استحوذت على اهتمام كبير من قبل الاقتصاديين، ولاسيما بعد اتجاه عجز الموازنة نحو التزايد في مختلف دول العالم، فقد أصبح عجز الموازنة العامة سمة أساسية من سمات اقتصاديات الدول المتقدمة فضلاً عن البلدان النامية التي عانت من العجز ونتائجه السلبية منذ مدّة طويلة. كما كثر الجدل وتفاوتت الآراء حول هذه المشكلة وأسبابها وكذلك سبل علاجها لما لها من آثار مباشرة على أداء النشاط الاقتصادي ومؤشراته، بما فيها (المديونية المفرطة، أزمات الديون، ارتفاع معدلات التضخم، ضعف الأداء الاستثماري، تباطؤ النمو الاقتصادي...إلخ)، والذي يؤثر بدوره على الاستقرار الاقتصادي، مما يدفع صناع السياسة الاقتصادية إلى اللجوء لتمويل عجز الموازنة العامة وفق أدوات تمويل مختلفة، ويعتبر العديد من الخبراء الاقتصاديين أن اختيار أداة تمويل عجز الموازنة أهم من العجز نفسه، إذ ينطوي استخدام كل أداة من أدوات تمويل العجز الممكنة على مجموعة من العوامل (الإيجابية أو السلبية) ذات الأثر المباشر على الاقتصاد في الأجلين القصير والطويل.

وفي سبيل مواجهة الاحتياجات التمويلية المتزايدة للدولة وما ينجم عنها من عجز في الموازنة، وفي ظل عدم كفاية الموارد المالية العادية ولا سيما حصيلة الإيرادات الضريبية في الكثير من الدول، عادةً ما تلجأ الحكومات إلى زيادة مواردها المالية بموارد مالية غير عادية، حيث تلجأ بعض الدول ولا سيما النامية منها إلى تمويل ذلك العجز عن طريق الإصدار النقدي الجديد أو مايدعى بـ" التمويل بالعجز" –الاقتراض من البنك المركزي– والذي يؤدي إلى آثار تضخمية سلبية على الاقتصاد (ارتفاع المستوى العام للأسعار، تراجع قيمة العملة الوطنية...إلخ) وهذا مايدعى بـ "العبء الاقتصادي للإصدار النقدي" .

ومن جانب آخر فإن اللجوء للاقتراض الخارجي كأحد الأساليب المتبعة لأغراض تمويل عجز الموازنة يحمل الكثير من المخاطر ولا سيما من حيث زيادة الدين العام الخارجي وتأثيره على الاحتياطيات الأجنبية، إلى جانب الضغوط الخارجية على الدولة المقترضة، والأزمات المرتبطة بالعملة الأجنبية بالغة الخطورة.

حيث شهد التاريخ الاقتصادي حدوث العديد من الأزمات المالية، التي انعكست على مختلف النواحي الاقتصادية والمالية في البلدان المختلفة، أبرزها ازدياد معدلات العجز في الموازنة العامة، ومارافقها من تفاقم الدين العام لدى الحكومات (كرقم مطلق وكنسبة من الناتج المحلي الإجمالي).

فمن هذا المنطلق ونظراً للآثار السلبية الناجمة عن تراكم ونمو عجوز الموازنة العامة في العديد من الاقتصادات وكذلك ما ينجم من عواقب سلبية من التوسع باستخدام الأساليب الشائعة لتمويل عجز الموازنة العامة، نشأت ضرورة إتاحة بدائل تمويل أخرى لعجز الموازنة بأقل مستوى من المخاطرة.

ومع تطور الأسواق المالية حظيت الأوراق المالية الحكومية باهتمام الاقتصاديين لما تتمتع به من مزايا، مما دفع العديد من الدول التي تسعى للحد من عجز الموازنة، وتجنب مشاكل الاقتصاد الكلي المحتملة، للعمل على إيجاد سوق مالي متطور ليسهم بشكل رئيس في تحسين المُناخ الاقتصاديّ، وتحقيق معدلات نمو حقيقية، وذلك من خلال تفعيل دور أسواق أدوات الدين ولا سيما باستخدام الأوراق المالية الحكومية بغرض تمويل الاحتياجات المالية للدولة لاعتمادها على أسس حقيقية غير تضخمية، كمصدر تمويلي بديل عن التمويل بالعجز وغيره من المصادر ذات الآثار السلبية، بهدف التقليل من مخاطر الضغوط التضخمية والضغوط على أسعار الصرف، وتعزيز كفاءة إدارة الدين العام.

لذلك فإن هذا البحث يتناول تحليل دور سوق أدوات الدين في تمويل عجز الموازنة العامة، وذلك بقياس مدى مساهمته في تمويل عجز الموازنة، والتطرق لما تتمتع به أدوات الدين العام من مزايا وما ينجم من آثار نتيجةً لاعتمادها كأحد بدائل التمويل المتاحة للحكومة لتمويل عجز الموازنة القائم لديها، من خلال دراسة التجربة التركية والاستفادة من إيجابياتها وتلافي سلبياتها في سورية.

مشكلة البحث

نتيجة للظروف الاقتصادية العالمية، إلى جانب الأزمات المالية المتكررة التي شهدها الاقتصاد التركي منذ ثمانينات القرن الماضي، وما نجم عنها من مواجهة الاقتصاد التركي لاختلالات اقتصادية متلاحقة حتى اليوم، تعزى للعديد من الأسباب لعل أبرزها مشكلة عجز الموازنة وأساليب علاجها وتأثيرها على (معدلات التضخم ومستويات الدين العام)، قد لجأت الحكومة التركية في ظل قصور مواردها المالية على تمويل نفقاتها وخدمة ديونها إلى عدة أساليب لتمويل ذلك العجز، إذ تكمن المشكلة في مخاطر الاعتماد بشكل أساسي على التمويل بالعجز والاقتراض من الجهاز المصرفي والاقتراض الخارجي، والمتمثلة بالآثار التضخمية إضافة إلى تفاقم الدين العام وأعبائه، وقد انتهجت الحكومة التركية عدة سياسات وآليات وبرامج (إدارة الدين العام، برامج الإصلاح وإعادة الهيكلة، وغيرها) سعياً للحد من مخاطر الضغوط التضخمية وغيرها من المشكلات الاقتصادية الناجمة عن الأساليب الشائعة لتمويل عجز الموازنة، وتعزيز كفاءة إدارة الدين العام، بالإضافة إلى تفعيل دور سوق أدوات الدين واستخدام الأوراق المالية الحكومية في تمويل عجز الموازنة، فلا بد من دراسة وتحليل دور أدوات ذلك السوق وقياس مدى مساهمتها في علاج مشكلة عجز الموازنة، ومالها من آثار سلبية وإيجابية على الاقتصاد التركي.

إذ يجيب البحث على التساؤل التالي:

" ما هو دور سوق أدوات الدين في تمويل عجز الموازنة العامة؟"

ويتفرع عنه عدة تساؤلات، والمتمثلة فيما يلي:

1. ما مدى مساهمة سوق أدوات الدين في تمويل عجز الموازنة العامة في تركيا؟
2. ما الآثار المترتبة على استخدام أدوات الدين العام في تمويل عجز الموازنة العامة في تركيا؟

أهمية البحث

إن العجز المستمر في الموازنة العامة لدى معظم الدول وأحدها تركيا، وما له من آثار مباشرة على أداء النشاط الاقتصادي واستقراره، علاوةً على الآثار السلبية لأساليب تمويل عجز الموازنة العامة شائعة الاستخدام، وضرورة البحث عن بدائل فعَالة لتمويل ذلك العجز بما يسهم في الحد من الضغوط التضخمية، وتحسين المناخ الاقتصادي وكذلك رفع كفاءة إدارة الدين العام، تشكل مجموعة من العوامل التي تُكسِب البحث في دور تفعيل

أدوات الدين العام لتمويل عجز الموازنة من خلال سوق أدوات الدين أهمية كبيرة، للوصول إلى أبرز نقاط القوة والضعف في استخدام تلك الأدوات، إضافةً لتحديد آفاق تطبيقها في سورية بالاستفادة من تجربة الاقتصاد التركي، ولا سيما أن بورصة اسطنبول كانت مقراً لاتحاد البورصات الأورو– آسيوية (FEAS) لاثني وعشرين عاماً، علاوة على امتلاكها لعضويات عدّة مهمة منها عضوية (الرابطة الدولية لخدمات الأوراق المالية (ISSA)، الرابطة الدولية لسوق المال (ICMA)،.. وغيرها)، مما يضفي مزيداً من الأهمية للبحث.

الدراسات السابقة

<u>الدراسات السابقة باللغة العربية</u>

1. دراسة (زنبوعه، فرحات، 2012) بعنوان " بدائل تمويل عملية التنمية في سورية"[1]:

هدفت الدراسة إلى توضيح الآثار السلبية لاتباع أسلوب التمويل بالعجز، وموقف كل من الاقتصاد الوضعي والاقتصاد الإسلامي من استخدام هذا الأسلوب، بالإضافة لطرح عدداً من البدائل المتاحة لتمويل المشروعات التنموية التي تتطلب أموالاً هائلة، بشكل يكفل مشاركة القطاع الخاص في دفع عملية التنمية الاقتصادية والاجتماعية من جهة، وتخفيف العبء عن كاهل الموازنة العامة للدولة، بحيث لا يكون لها آثاراً سلبية على معدلات التضخم ومعدل نمو الاقتصاد الوطني، دون الحاجة إلى اللجوء إلى التمويل الخارجي أو الاعتماد على أسلوب التمويل بالعجز من جهة أخرى.

ولتحقيق أهداف الدراسة اعتمد الباحثان المنهج الوصفي التحليلي، واستخدام الأدبيات النظرية فيما يخص الإطار النظري، إلى جانب استخدام البيانات المالية الفعلية الصادرة عن الجهات الرسمية في إطار موضوع البحث.

وقد خلص البحث إلى أن الموازنة العامة للدولة عانت من عجز تمثل في زيادة النفقات العامة على الإيرادات العامة، والاعتماد في تمويل العجز على زيادة الإصدار النقدي والتوسع في الائتمان المصرفي الممنوح للحكومة، أو ما يسمى التمويل بالعجز، وحدوث التضخم نتيجة اللجوء إلى أسلوب التمويل بالعجز، مما يعني ارتفاع المستوى العام للأسعار وانخفاض القوة الشرائية للنقود.

كما قدم البحث عدداً من البدائل لتمويل خطط التنمية مع توضيح مزايا وعواقب كل منها، أحدها "إصدار أذون وسندات الخزينة".

[1] زنبوعه، زياد، وَ فرحات، منى خالد، (2012)، "بدائل تمويل عملية التنمية في سورية"، مجلة جامعة دمشق للعلوم الاقتصادية والقانونية – المجلد 28 - العدد (2)، دمشق، سورية.

2. دراسة (حسن، وعبّاس، 2016) بعنوان "السندات الحكومية ودورها في تمويل الموازنة الاتحادية" [1]:

هدفت الدراسة إلى تحليل مساهمة السندات الحكومية في تمويل موازنة العراق الاتحادية للمدّة (2004– 2013) ومقارنتها بمساهمة الموارد النفطية والضريبية، وذلك بغرض تقديم سياسة مقترحة لتفعيل دور السندات الحكومية في تمويل موازنة العراق الاتحادية في ظل نقص الموارد النفطية.

ولتحقيق أهداف الدراسة اعتمد الباحثان على ما توفر من أدبيات الموضوع لبناء إطار فكري ومفاهيمي للبحث والأفكار التي تحكم هذا الإطار، وقد تم اتباع المنهج التحليلي الاستنتاجي بالاعتماد على تحليل البيانات المالية للفترة المدروسة فيما يتعلق بتطور الدين الداخلي ومساهمة السندات الحكومية في ذلك، وتطور مساهمة كل من الإيرادات النفطية والإيرادات الضريبية في الإيرادات العامة، وكان من أهم النتائج التي توصل إليها البحث:

1. لم يحقق استخدام السندات الحكومية في تمويل عجز الموازنة غايات السياسة النقدية في معالجة التضخم، بل على العكس لعب دوراً بارزاً في تفاقمها.
2. أسهم استخدام السندات الحكومية في معالجة أزمة عجز الموازنة بظل نقص الموارد النفطية.

كما قدم البحث سياسة مقترحة لتفعيل دور السندات الحكومية في تمويل موازنة العراق الاتحادية في ظل نقص الموارد النفطية والظروف السائدة في العراق.

3. دراسة (ملوكي، مقدم، 2018) بعنوان: " دور الإيرادات غير العادية في تمويل عجز الموازنة العامة للدولة– حالة الجزائر 2011– 2017" [2]:

هدفت الدراسة أساساً إلى إيضاح ماهية مجموعة من المفاهيم: الموازنة العامة والعجز الموازني، الإيرادات غير العادية، القروض الداخلية، القروض الخارجية، الإصدار النقدي وغيرها، إضافة إلى إبراز أهمية هذه الإيرادات في تمويل عجز الموازنة العامة للدولة.

ولتحقيق الأهداف المرجوة من البحث اعتمدت الباحثتان على المنهج الاستقرائي عن طريق استقراء الكتب والدراسات والأبحاث في مجال عجز الموازنة العامة وكيفية علاجها عن طريق الإيرادات غير العادية، بالإضافة إلى المنهج التحليلي الوصفي بهدف تحليل البيانات الرقمية الرسمية الصادرة عن الجهات الرسمية المتمثلة في وزارة المالية، ومن أبرز نتائج البحث:

---

[1] حسن، يسرى مهدي، وَ م.د عبّاس، زهرة خضير، (2016)، "السندات الحكومية ودورها في تمويل الموازنة الاتحادية"، مجلة دراسات دولية - مركز الدراسات الاستراتيجية والدولية، العدد (67)، جامعة بغداد، العراق.

[2] ملوكي، سارة، وَ مقدم، يمينة، (2018)، "دور الإيرادات غير العادية في تمويل عجز الموازنة العامة للدولة- حالة الجزائر 2011- 2017"، رسالة ماجستير، جامعة أحمد دراية أدرار، الجزائر.

1. تميز الاقتصاد الجزائري بارتباطه وتبعيته لقطاع المحروقات وهذا ما جعله عرضة للتقلبات والأزمات المتتالية.
2. سجلت الموازنة العامة في الجزائر بأغلب سنوات الدراسة عجزاً، وذلك لارتفاع نفقات الاستثمار العمومية، وكذلك انخفاض الجباية البترولية.
3. كان للإيرادات غير العادية تأثير كبير وأهمية بالغة لتحقيق التوازن المالي، وكذلك التخفيف من حدة الأزمات، وذلك بتوفير السيولة للاقتصاد ككل.
4. حققت الإيرادات غير العادية في الجزائر الأهداف الأساسية المرجوة منها وذلك من خلال تمويل عجز الموازنة العامة، ودفع المديونية الخارجية خلال فترة الدراسة.
5. اعتمدت الجزائر على العجز المقصود من أجل تلبية احتياجاتها وتمويل مشاريعها التنموية.

4. دراسة (سعود، 2018) بعنوان " تحليل العلاقة بين الدين الحكومي الداخلي وعجز الموازنة في العراق للمدة (1990–2016)"[1]:

استهدفت هذه الدراسة تحليل العلاقة بين الدين الحكومي الداخلي وعجز الموازنة في العراق للمدة 1990–2016، ولتحقيق أهداف البحث استخدم الباحث المنهج الوصفي في الجانب النظري والعملي للبحث، كما اعتمد المنهج التحليلي للإحصاءات والبيانات للظاهرة المالية موضوع البحث، واستخدم أيضاً المنهج الكمي لقياس أثر الدين الحكومي الداخلي على عجز الموازنة الاتحادية في العراق.

وتوصل الباحث إلى عدة نتائج، أبرزها:

1. أن هيكل الموازنة العامة في العراق اتسم بارتفاع الإنفاق الحكومي الجاري ارتفاعاً كبيراً، مما سبب عجزاً في الموازنة العامة، وبالتالي إلى تراكم الدين الحكومي الداخلي.
2. لجوء الحكومة العراقية إلى إصدار حوالات الخزينة "وسيلة غير تضخمية تعمل على التحكم في معدلات التضخم من خلال ارتفاع أسعار الفائدة" التي عملت على سحب جزء من الاحتياطات النقدية لدى المصارف التجارية والمؤسسات المالية.

وقدم الباحث عدة توصيات أهمها أن اتباع سياسة إصلاح شاملة في ضوء خطة أو برنامج شامل ومتكامل من أجل إعادة بناء الاقتصاد العراقي لتخفيف حالة العجز في الموازنة العامة.

[1] مسعود، ضياء حسين، (2018)، "تحليل العلاقة بين الدين الحكومي الداخلي وعجز الموازنة في العراق للمدة (1990-2016"، مجلة كلية المأمون، العدد (31)، العراق.

الدراسات السابقة باللغة الإنكليزية:

1. دراسة (Özmen, & Tekin–Koru, 2003) بعنوان: "عجز الموازنة النمو النقدي، والتضخم في تركيا"

Budget Deficits, Money Growth and Inflation: The Turkish Evidence [1]:

هدفت هذه الدراسة للبحث في العلاقات طويلة الأجل بين عجز الموازنة والتضخم ونمو العرض النقدي في تركيا خلال الفترة (1983– 1999)، وبهدف تحقيق أهداف الدراسة تمت دراسة العلاقة بين المتغيرات الثلاث من خلال الاختبارات الإحصائية اللازمة مع الأخذ بالحسبان للعرض النقدي على النطاقين (الضيق والواسع)، وتم التوصل إلى عدة نتائج أبرزها:

1. لا يوجد علاقة مباشرة بين عجز الموازنة والتضخم.
2. لم تدعم النتائج الفرضية النظرية الكمية التي مفادها أن التضخم هو نتيجة لسياسة نقدية نشطة تهدف إلى تحقيق أقصى قدر من العائدات غير العادية (عن طريق الإصدار النقدي).
3. أن التكامل المشترك لنمو العرض النقدي والتضخم يشير لافتراض أن الحكومة تحاول الحفاظ على ثبات الإيرادات غير العادية نسبياً، من خلال سياسة نقدية غير فعّالة لتوفير دخل اسمي.

2. دراسة (Boariu, & Bilan, 2007) بعنوان: "الآثار التضخمية لتمويل عجز الموازنة في الاقتصادات المعاصرة"

Inflationary Effects of Budget Deficit Financing In Contemporary Economies[2]:

هدفت هذه الدراسة إلى تحليل العلاقات القائمة بين الطرق المختلفة لتمويل عجز الموازنة والتضخم في رومانيا، وتحديد الآثار الاجتماعية والاقتصادية المترتبة عليها، ولتحقيق أهداف الدراسة اعتمدت الباحثتان على وصف وتحليل كل من أساليب تمويل عجز الموازنة بما فيها إصدار الأوراق المالية الحكومية، وتحليل العلاقة بينها وبين التضخم، بالاستناد إلى نموذج إرفنج فيشر، وكانت أبرز نتائج الدراسة متمثلة بما يلي:

[1] Özmen, E., & Tekin-Koru, A., (2003), "Budget Deficits, Money Growth and Inflation: The Turkish Evidence", Article in Applied Economics Jornal, Vol.35, Issue.5, Turkey.

[2] Boariu, A., & Bilan, I., (2007), "Inflationary Effects of Budget Deficit Financing In Contemporary Economies", Scientific Annals of "Alexandru Ioan Cuza" University of IAŞI - Economic Sciences, Romania.

1. وجود علاقة بين بدائل تمويل عجز الموازنة (التمويل النقدي والتمويل غير النقدي) والتضخم، لكن بدرجة تأثير مختلفة.
2. نظراً لأن التمويل النقدي يقوم على إصدار نقدي جديد لتمويل عجز الموازنة، فإنه ينطوي عموماً على احتمال أكبر لزيادة التضخم.
3. لا يمكن سوى استخدام التمويل غير النقدي (بما فيه الاقتراض بواسطة الأوراق المالية الحكومية) لتغطية عجز الموازنة، نظراً لأنه يقوم على إعادة توزيع مؤقتة للموارد المالية المتاحة في الاقتصاد، وبشكل عام لا يعتبر هذا البديل ذو طابع تضخمي.

وقد أوصت الدراسة بالاهتمام المستمر بخفض عجز الموزانة أو الحفاظ عليه ضمن حدود مقبولة من أجل مكافحة التضخم وآثاره السلبية.

3. دراسة (Shymanovich, et al, 2009) بعنوان: "آفاق السياسة المالية وتمويل عجز الموازنة في بيلاروسيا"

Perspectives for Fiscal Policy and Budget Deficit Financing in Belarus[1]:

هدفت الدراسة إلى البحث في السياسة المالية وتطورات الدين العام (الداخلي والخارجي) في ظل الآثار المترتبة على الأزمة المالية العالمية في عام 2008 وما نجم عنها من عجز في الموازنة العامة للدولة، إضافةً للبحث في كيفية تمويل عجز الموازنة القائم وإدارة الدين العام، ولتحقيق أهداف الدراسة اعتمد الباحثون على مناقشة التطورات المتعلقة بالسياسة المالية ووصف التطورات المقابلة فيما يتعلق بمستوى وهيكل الدين العام (أوراق مالية حكومية وغيرها)، إضافة إلى مناقشة وجهات نظر السياسة المالية، ومن أبرز نتائج الدراسة:

1. خطر ارتفاع عجز الموازنة ومارافقها من زيادة في الدين العام في ظل الوضع التي واجهته مابعد الأزمة فيما يتعلق بإدارة السياسة المالية، مما أثار مسألة القدرة على استدامة الديون.
2. ضرورة أن تبحث السياسات المالية عن إمكانيات لتخفيض عجز الموازنة.
3. ارتفاع العبء المالي للاقتصاد، كما أنه من شأن زيادة الضرائب أن تخلق مثبطات قوية للإنتاج والنشاط الاقتصادي.
4. وجوب التركيز على خفض الإنفاق العام مثل تخفيض بعض الإعانات (المقدمة للزراعة والإسكان والخدمات الاجتماعية، وغيرها).

[1] Shymanovich, G., et al., (2009), "Perspectives for Fiscal Policy and Budget Deficit Financing in Belarus", German Economic Team & IPM Research Center, Policy Paper Series, Berlin/ Minsk -Belarus.

5. الاعتماد بشدة على الدين قصير الأجل بالعملة الأجنبية (قروض، أوراق مالية حكومية) ينطوي على مخاطر كبيرة، لما له من أثر على زيادة تكاليف خدمة الدين بما يقابلها بالعملة المحلية في حالة انخفاض قيمة العملة.
6. ضرورة البحث عن ديون طويلة الأجل و/ أو ديون بالعملة المحلية (سواءً قروض أو أوراق مالية حكومية) بدلاً من الاعتماد على الدين قصير الأجل بالعملة الأجنبية، حتى لو كان هذا قد يتسبب بدفع أسعار فائدة أعلى في الأجل القصير.

4. دراسة (Osi, 2015) بعنوان: "تطور الأسواق المالية وتمويل العجز المالي في نيجيريا" Financial Market Development and Fiscal Deficit Financing In Nigeria[1]:

بحثت هذه الدراسة في الآثار المترتبة نتيجة تمويل عجز الموازنة العامة من المصادر المحلية على تطور الأسواق المالية في نيجيريا، وعلى وجه الخصوص دراسة العلاقة بين خيارات تمويل العجز وتنمية الأسواق المالية في الأجلين الطويل والقصير، كما سعت الدراسة أيضاً إلى إثبات العلاقة بين عجز الموازنة وتطور الأسواق المالية، بالإضافة إلى ذلك قيّمت الدراسة فيما إذا كان الدين العام المحلي قد زاحم استثمارات القطاع الخاص في نيجيريا، ولتحقيق أهداف الدراسة استُخدِم نموذج العجز المزدوج الكينزي المعدّل لتحديد العلاقة بين تمويل عجز الموازنة وتطوير السوق المالية، وقد تم تقدير النموذج باستخدام نموذج الانحدار الذاتي للإبطاء الموزع (ARDL) لتحديد علاقة التوازن على المدى الطويل بين المتغيرات، حيث أظهرت نتائج الدراسة ما يلي:

1. وجود ارتباط طويل المدى بين العجز المالي وتطوير السوق المالية، وبشكل أكثر دقة أن عجز الموازنة والدين المحلي والنفقات الحكومية تؤثر بشكل كبير على تطور الأسواق المالية النيجيرية، ولكن لا يحفز عجز الموازنة التنمية المالية في الأجل الطويل.
2. أن الدين العام المحلي له تأثير سلبي على تمويل استثمارات القطاع الخاص في نيجيريا، بسبب مزاحمتها على مصادر التمويل المتاحة.
3. أن السياسة المالية في نيجيريا لها دور قوي في استقرار الاقتصاد الكلي.

[1] Osi, A., (2015), "Financial Market Development and Fiscal Deficit Financing In Nigeria", A paper presented at the Biennial Conference of the Economic Society of South Africa, University of Cape Town, South Africa.

5. دراسة (Balikcioglu, & Iyidogan, 2016) بعنوان: " تحليل عدم تماثل الدين المحلي في تركيا باستخدام نماذج تبديل النظام"

The Analysis of Domestic Debt Asymmetry in Turkey by Regime Switching Models [1]:

هدفت هذه الدراسة إلى تحليل هيكل عملية الدين المحلي في الاقتصاد التركي بالمدّة 1998–2015. من خلال دراسة خطية سلسلة الديون المحلية عن طريق نموذج STAR، وبناءً على ذلك تم التوصل إلى أن الدين المحلي في تركيا يتمتع بهيكل غير متماثل وغير خطي بالمدّة 1998–2015.

6. دراسة (Massó, 2016) بعنوان: " أثر توسيع سوق الدين العام على استدامة الدين في سياق عدم اليقين الاقتصادي: حالة إسبانيا"

The Effects of Government Debt Market Financialization on Debt Sustainability in an Economic Uncertainty Context: The Case of Spain[2]:

هدف هذا البحث إلى تحليل العلاقة بين التمويل الحكومي بالاعتماد على سوق أدوات الدين (خصوصاً الأوراق المالية الحكومية) والمديونية واستدامة الدين العام في إسبانيا للفترة 1996 –2013، وبهدف تحقيق أهداف البحث تمت مناقشة التمويل واستدامة الدين مناقشة نظرية، وتحليل حالة إسبانيا بغرض فهم اتجاهات نموذج النمو فيها، وتوضيح كيفية تفعيل أسواق أدوات الدين الإسبانية لدعم السيولة وعجز الموازنة من خلال التغيرات في سياسة إدارة الدين العام، ومناقشة آليات سوق أدوات الدين التي سمحت بتحويل الأزمة المصرفية إلى أزمات ديون سيادية تكمن في طبيعة هيكل أسواق أدوات الدين ومساهمتها في التمويل، وتم التوصل إلى عدة نتائج أبرزها:

1. ارتبطت مساهمة سوق أدوات الدين في التمويل الحكومي بهيكل ذلك السوق، والذي تميز بحجم وقيمة الصفقات المنفذة، إضافة إلى وجود ديون لمستثمرين أجانب.
2. هذا النموذج من التمويل يمكن أن يضعف استدامة الدين العام، عن طريق زيادة تكاليف الدين العام وبالتالي تغيير مبادئ العدالة الاجتماعية التي تقوم عليها الديمقراطيات الأوروبية.

[1] Balikcioglu, E., & Iyidogan, P., (2016), "The Analysis of Domestic Debt Asymmetry in Turkey by Regime Switching Models", Procedia Economics and Finance Jornal, Vol. 38, pp 98 – 105, Turkey.

[2] Massó, M., (2016), "The Effects of Government Debt Market Financialization on Debt Sustainability in an Economic Uncertainty Context: The Case of Spain", Competition & Change, Vol. 20(3), pp 166–186, University of Coruña, Spain.

3. إن تجاوز حدود الدين العام وعجز الموازنة التي حددتها ماستريخت قد أعاق قدرة الدين الحكومي على تلبية الاحتياجات الأساسية الأخرى مثل التعليم والصحة والمعاشات التقاعدية.

7. **دراسة (Guler, 2019) بعنوان: " تفاعل السياسات النقدية والمالية في تركيا: تحليل بيانات السلاسل الزمنية"**

Interaction of Monetary and Fiscal Policies in Turkey: A Dynamic Time Series Data Analysis [1]:

هدفت هذه الدراسة إلى البحث في مستوى الهيمنة المالية أو النقدية من خلال تقييم التنسيق بين السياستين النقدية والمالية في تركيا للفترة (2000 –2018)، ولهذا الغرض تم اختبار العلاقة بين معدل التضخم، سعر الفائدة، عجز الموازنة، والدين العام باستخدام النماذج الإحصائية VAR، ARDL، وبناءً على ذلك تم الحصول على عدة نتائج أهمها:

1. أن المتغيرات النقدية (التصخم، سعر الفائدة) تؤثر تأثيراً كبيراً على المتغيرات المالية (عجز الموازنة، الدين العام).
2. أن السياسة النقدية تهيمن على السياسة المالية في الفترة المدروسة.

التعليق على الدراسات السابقة

من خلال عرض الدراسات السابقة يمكن تلخيص ما تناولته فيما يلي:

- البحث في استخدام بعض أساليب تمويل عجز الموازنة والآثار المترتبة عليها وعلاقتها مع بعض المتغيرات الاقتصادية، إضافة لدراسة العلاقة بين أدوات الدين الحكومية (كأحد أساليب تمويل عجز الموازنة) وكل من: تمويل عجز الموازنة، تطور الأسواق المالية، المديونية واستدامة الدين العام.
- تناولت الدراسات السابقة للاقتصاد التركي كلاً من التنسيق بين السياستين المالية والنقدية ودراسة العلاقات بين كل من التضخم، عجز الموازنة، الدين العام، نمو العرض النقدي، إضافة إلى دراسة هيكل التمويل الداخلي.
- اقتراح بدائل تمويل تشمل السندات الحكومية (دراسة زنبوعة، فرحات، 2012)، وتقديم سياسة مقترحة لتفعيل دور السندات الحكومية (حسن، و عبّاس، 2016).

[1] Guler, A., (2019), "Interaction of Monetary and Fiscal Policies in Turkey: A Dynamic Time Series Data Analysis", Business and Economics Research Journal Vol.10, No.5, pp. 1039-1049, Turkey.

- قامت الدراسات السابقة المشار إليها في كل من سورية، العراق، الجزائر، رومانيا، بيلاروسيا، نيجيريا، وإسبانيا، إضافة لدراسات تخص الاقتصاد التركي.

ومن الملاحظ غياب تركيز معظم الدراسات السابقة على دور أسواق أدوات الدين في تمويل عجز الموازنة بشكل خاص ومفصل ولا سيما في تركيا، حيث تم التطرق لدراستها بشكل ثانوي في بعض الدراسات، إضافة إلى دراسة دور أدوات الدين الحكومية في بعضها (مثل العراق والجزائر)، علاوة عن غياب استخدام الاختبارات الإحصائية والاقتصار على التحليلات البسيطة في بعض الدراسات السابقة ولا سيما العربية منها.

من هنا يتميز هذا البحث عن الدراسات السابقة من حيث التركيز على دراسة دور سوق أدوات الدين في تمويل عجز الموازنة باختبار العلاقة بين الدين العام بشكل عام (والدين المحلي باستخدام الأوراق المالية الحكومية بشكل خاص)، وعجز الموازنة العامة باستخدام الاختبارات الإحصائية الدقيقة اللازمة، علاوةً عن اختلاف طبيعة الاقتصاد موضوع البحث (الاقتصاد التركي) عن معظم الاقتصادات المدروسة في الدراسات السابقة ذات الصلة بموضوع البحث، وكذلك المدّة التي يغطيها البحث (2001–2022) والتي تتزامن مع عدة أزمات اقتصادية هامة سواءً على المستوى العالمي أو على مستوى الاقتصاد التركي، فضلاً عن الهدف المتمثل في البحث حول إمكانية الاستفادة من التجربة المدروسة (التركية) في اقتصاد بلد آخر (سورية).

أهداف البحث

يهدف هذا البحث بصفة أساسية إلى إبراز الدور الذي تلعبه سوق أدوات الدين في تمويل عجز الموازنة العامة، وإمكانية تفعيل دور تلك السوق في سورية من خلال دراسة التجربة التركية، ويرتبط تحقيق هذا الهدف الرئيسي بتحقيق الأهداف التالية:

1. تركيز الضوء على أسباب عجز الموازنة العامة، وآثارها على الاقتصاد التركي.
2. مناقشة أساليب تمويل عجز الموازنة العامة، والآثار المترتبة على استخدام كل منها.
3. قياس مدى مساهمة سوق أدوات الدين في تمويل عجز الموازنة التركية.
4. استنتاج الآثار المترتبة على استخدام أدوات الدين العام في تمويل عجز الموازنة في تركيا.

فروض البحث

انطلاقاً من مشكلة البحث ولتحقيق أهدافه يمكن صياغة الفروض التالية:

1. لا يسهم سوق أدوات الدين في تمويل عجز الموازنة العامة في تركيا.
2. لا يترتب على استخدام أدوات الدين العام في تمويل عجز الموازنة العامة أي آثار إيجابية.
3. لا يترتب على استخدام أدوات الدين العام في تمويل عجز الموازنة العامة أي آثار سلبية.
4. يمكن الاستفادة من التجربة التركية في سورية.

حدود البحث

بهدف الإلمام الجيد بموضوع البحث، قام البحث على دراسة المدّة 2001 – 2022 التي تزامنت مع العديد من الأزمات في تركيا بشكل خاص وفي العالم بشكل عام، والبحث في إمكانية الاستفادة من التجربة التركية في سورية.

متغيرات البحث

بهدف اختبار العلاقة بين الدين العام وعجز الموازنة العامة، فإن متغيرات البحث تتمثل بما يلي:

أولاً: المتغير المستقل (Independent Variable): الدين العام (داخلي وخارجي).

ثانياً: المتغير التابع (Dependent Variable) : عجز الموازنة العامة.

منهج البحث

اعتمد البحث على المنهجين الوصفي والتحليلي، إذ استخدم المنهج الوصفي باستعراض الأطر النظرية لعجز الموازنة العامة والدين العام (مفاهيم، أسباب، آثار...إلخ) بالاعتماد على الأدبيات المتعلقة بموضوع البحث، ووصف واقع التجربة التركية وتطوراتها الاقتصادية ذات الصلة، كما استخدم المنهج التحليلي لتحليل البيانات المتاحة لدراسة دور الدين العام بتمويل عجز الموازنة العامة بالاعتماد على اختبار التكامل المشترك وفق منهجية الانحدار الذاتي للإبطاء الموزع ARDL.

أداة البحث

جُمِعَت وحُلّلت جميع البيانات الضرورية الصادرة عن الجهات الرسمية فيما يرتبط بموضوع البحث ويدعم تحقيق أهدافه.

الفصل الأول

عجز الموازنة العامة

من أهم التحديات التي تواجه مسألة التنمية في عصر العولمة، هي إيجاد الموارد العامة وتوجيهها في قنوات الإنفاق حسب أولويات الخطة من ناحية وتأمين متطلبات دور الحكومة التدخلي من ناحية أخرى بما في ذلك ضخ الأموال العامة في مفاصل القطاعات المالية والمصرفية المتأزمة، كما حصل في الأزمة المالية العالمية الأخيرة.

تعدُّ السياسة المالية وأدواتها جزءاً من السياسة الاقتصادية العامة، لأن التغير السلبي لإيرادات الدولة ونفقاتها له تأثير مباشر على تفاقم العجوز في الموازنات العامة. حيث أن للعجز تداعيات سلبية على التنمية الاقتصادية، فلا بد من التعرف على أبعاد الموازنة العامة للدولة ودور أدوات السياسة المالية، على اعتبار أن الموازنة العامة تمثل الحاضنة الأساسية لعناصر وأدوات السياسة المالية والمحرك الرئيسي لتفعيلها.

بهذا الفصل سيتم التطرق إلى مفهوم ونشأة الموازنة العامة، مفهوم عجز الموازنة، أنواعه، أسبابه، مصادر تمويله، وسبل علاجه.

المبحث الأول
لمحة عن الموازنة العامة

تعد الموازنة العامة لأي دولة مرآة تعكس كافة أنشطتها ومهامها على مختلف الأصعدة الاقتصادية، السياسية، الاجتماعية، الثقافية، والعسكرية. كما كشفت التجارب المالية في مختلف بلدان العالم، ولا سيما منذ الثلاثينات، عن تطور وظائف الموازنة العامة، مما ثقل من أهميتها متعددة الأبعاد في جميع البلدان.

إذ مرت الموازنة منذ القدم بالعديد من المراحل والتطورات، وإن البحث في عجز الموازنة وتأثيراته الاقتصادية يستلزم البحث النظري في ماهية الموازنة العامة، ونشأتها وتطورها بدايةً.

أولاً: نشأة الموازنة العامة

لقد تطورت الموازنة العامة بشكل تدريجي بمدة طويلة من الزمن تأثر بها مفهومها بتطور نظام الحكم و مدى تدخل الدولة في الحياة الاقتصادية والاجتماعية، ولذلك كانت الموازنة صورة صادقة للأحوال الاقتصادية والاجتماعية والسياسية في كل مرحلة من مراحل تطورها. وهو ما سوف نبينه من خلال التعرض للتطور التاريخي للموازنة العامة.

إذ عرف الفكر المالي الموازنة بين إيرادات الدولة ونفقاتها منذ القدم، وارتبطت الموازنة وتطورت بوجود الدولة وتطور وظيفتها[1].

ففي العصور القديمة ظهرت الموازنة العامة على شكل نفقات وإيرادات منذ بدايات نشوء الدولة، إذ لم تكن الموازنة العامة موجودة في التجمعات القبلية والعشائرية بسبب محدودية النفقات والإيرادات وسهولة توزيعها حسب الأولويات والمفاضلة دون ما حاجة إلى موازنة عامة لتبويب وتنظيم الإيرادات والنفقات ولكن ما إن انتظمت التجمعات البدائية في شكل دول، ففرضت ثم ازدادت الضرائب حتى أصبح المجتمع يفكر في كيفية

[1] لعمارة، جمال، (2001)، "تطور فكرة ومفهوم الموازنة العامة للدولة"، مجلة العلوم الإنسانية، المجلد/1/، العدد /1/، الجزائر، ص102.

تنظيم هذه التكاليف التي كانت في بعض الأحيان مجحفة، من أجل ضبطها وملاءمتها مع قدرات المجتمع وإمكانية التصرف بعائداتها. وعرفت الحضارة المصرية القديمة أولى أشكال الموازنة قبل غيرها من الحضارات إذ قام سيدنا يوسف عليه السلام بإعداد موازنة الدولة ثم حدد حجم الإنفاق والاستهلاك بناء على ذلك[1].

واستمر تطور الموازنة عبر الحضارات والعصور. وقد نسب بعض المؤرخين الإيطاليين أصل الموازنة إلى جمهوريات البندقية وفلورنسا، التي وضعت لتنظيم حساباتها جدولين، يتضمن أحدهما نفقات الدولة والآخر وارداتها؛ بحيث يتكون منهما الميزان الحسابي[2] .

ولم تكن النظم المالية في العصور الوسطى في أوربا تفرق بين مالية الملك والدولة، إلى أن تشكلت البرلمانات بسبب الموافقة على الضرائب التي لم تكن تتم إلا بعد معرفة أوجه النفقات التي تمولها لتوازن بينهما، وتوافق على الضروري منها، إلى أن أصبحت هذه العملية دورية سنوياً، وبذلك تشكل مفهوم الموازنة في العصر الحديث[3] . فقد نشأت الموازنة العامة بمفهومها الحديث في إنكلترا بالقرنين السابع عشر والثامن عشر بصورة تدريجية وعلى مراحل، عندما تم تبويب وتنظيم الإيرادات والنفقات فيها، وتم فتح المجال أمام البرلمان لمناقشتها وإقرارها[4]، وقد جرى ذلك على سبعة مراحل كما هي مبينة فيما يلي[5]:

1. **المرحلة الأولى:** تقرر فيها حق ممثلي الشعب بالإذن من الملك شارل الأول في جباية الضرائب من الشعب، عام 1628.
2. **المرحلة الثانية:** بدأ فيها الطلب من نواب الشعب الموافقة على فرض الضرائب، فكانوا يقومون بمناقشة الأوجه التي تنفق فيها حصيلة الضرائب.
3. **المرحلة الثالثة:** وفيها بدأ اعتماد البرلمان للإيرادات العامة والنفقات العامة بشكل دوري.

[1] الزهاوي، سيروان، (2008)، "الرقابة المالية على تنفيذ الموازنة العامة في القانون العراقي"، ط1، الدائرة الإعلامية في مجلس النواب، العراق، ص ص 9-15.

[2] العكام، محمد خير، (2018)، "المالية العامة"، منشورات الجامعة الافتراضية السورية، سورية، ص ص 274-275.

[3] العكام، محمد خير، (2018)، المرجع السابق، ص ص 274-275.

الزبيدي، عبد الباسط، (2015)، "المالية العامة والموازنة العامة للدولة والرقابة على تنفيذها – دراسة مقارنة-، ط1، المكتب الجامعي الحديث، عمان، الأردن، ص135.

[5] حناشي، كنزة، (2019)، " أثر اعتماد التمويل غير التقليدي كآلية لتخفيض عجز الموازنة العامة للجزائر - دراسة تحليلية للفترة (1986- 2018)"، رسالة ماجستير، جامعة العربي بن مهيدي، أم البواقي، الجزائر، ص ص3-4.

4. **المرحلة الرابعة** :بدأت مطالبة البرلمان بعد قرن من بدء المرحلة الأولى بأن تحصل السلطات التنفيذية على اعتماد النفقات العامة.
5. **المرحلة الخامسة** :بدأت فرنسا باتباع نظام الموازنة العامة وذلك في عام 1793.
6. **المرحلة السادسة:** بدأت روسيا القيصرية بالأخذ بنظام الموازنة العامة وذلك عام 1836.
7. **المرحلة السابعة:** شرعت الولايات المتحدة بتطبيق نظام الموازنة العامة وذلك عام 1921. ثم انتشر هذا النظام في أرجاء دول العالم.

وفي هذا الإطار مرت الموازنة العامة بتطورات ومراحل عديدة أسفرت عن أنماط مختلفة من الموازنات، وساهمت إلى حد بعيد في تحسين إدارة الأموال العامة عن طريق إجراء تغييرات بنيوية متتابعة طالت مكونات الموازنة العامة ومحتوياتها وطريقة تبويبها من ناحية، ومن ناحية أخرى أدت إلى تغيير الأساليب المعتمدة فنياً في إعداد الموازنة العامة وتنفيذها والرقابة عليها، بربطها بعدد من الضوابط العلمية ومؤشرات القياس الدقيقة والصارمة، التي يجب على الموظفين القائمين بالأعمال التنفيذية احترامها والتقيد بها[1].

ويمكن إيجاز أهم التطورات التي مرت بها الموازنة عبر الزمن من حيث البنية والمضمون ومقومات وخصائص كل منها فيما يلي[2]:

1. ظهر ما يسمى **بموازنة البنود Article Budget** [3] التي تهتم بمراقبة العمليات المالية الحكومية، لإيجاد نظام مترابط للرقابة للتأكد من أن هذه العمليات تتم بقدرة وكفاءة ضمن الأهداف المحددة لها.
2. ثم أصبحت الموازنة العامة أداة لرفع كفاءة الإدارة الحكومية، وتقييم الأعمال المنجزة والتي أطلق عليها **بموازنة البرامج والأداء Performance and Program Budget.**[4]

---

[1] الجوزي، فتيحة، (2014)، "الإستفادة من الاتجاهات العالمية في مجال الميزانية العامة للدولة في إصلاح النظام الموازني بالجزائر"، أطروحة دكتوراه، جامعة الجزائر، ص15.

[2] الزويني، خديجة، (2008)، "الفساد وأثره في الموازنة العامة للدولة"، مجلة الإدارة والاقتصاد، الجامعة المستنصرية، المجلد(31)، العدد (73)، بغداد، العراق، ص8.

[3] **موازنة البنود:** هي أداة للرقابة على أموال الدولة من أجل توجيهها إلى أغراض محددة، حيث يتم تقسيم الموازنة إلى فصول رئيسية وبنود حسب الغرض من الصرف وكذلك تقسيم كل بند إلى فروع، وهي الخطة المالية التي تضعها الدولة لتنفيذها في العام المقبل، وفي الغالب يتم إصدار هذه الموازنة في بداية كل عام وتُعد الموازنة بمثابة أداة رئيسية هامة لإدارة السياسة المالية العامة،

[4] **موازنة البرامج والأداء:** هي الموازنة التي تبين الأغراض والأهداف التي تطلب الأموال من أجلها وتكلفة البرامج المقترحة لتحقيق هذه الأهداف، والبيانات والأرقام لقياس الأعمال التي تم إنجازها في كل برنامج على حده، وحسب دليل هيئة الأمم المتحدة هي الموازنة التي تقوم بتزويد الإدارة الحكومية بوسائل القياس الدقيقة مثل تكلفة الوحدة وقياس معدلات الأداء.

3. تركز عمل الموازنة فيما بعد على خدمة العملية التخطيطية بربط السياسة الاقتصادية والمالية للحكومة، إذ تحولت الموازنة في هذه المرحلة إلى نظام **موازنة التخطيط والبرمجة**[1] **Budget of Planning and Programming**
4. ثم تحول الاهتمام إلى إيجاد طريقة تحليلية لإعداد الموازنة من أجل دعم مرحلة اتخاذ القرار، إذ عن طريقها يتم إيجاد الأهداف والعمليات التنفيذية لتحقيقها من نقطة الصفر، وبذلك ظهرت **الموازنة الصفرية**[2] **zero Budget**.

وبما أن موازنة البنود تعد من أقدم الموازنات، فتسمى بالموازنة التقليدية وتعد الأكثر شيوعاً واستخداماً في أغلب البلدان النامية.

ثانياً: مفهوم الموازنة العامة

لقد تطور مفهوم الدولة عبر العصور وانعكس ذلك على الفكر المالي، ومن الطبيعي أن يؤثر ذلك في الموازنة فيجعلها تجاري في مفهومها وأهدافها مقتضيات التطور في فلسفة الدولة ووظائفها. فالموازنة العامة هي عمل سياسي يعبر عن فلسفة الدولة، بل هي المحور الذي تدور حوله جميع أعمال الدولة ونشاطاتها في المجالات السياسية والاقتصادية والاجتماعية وغيرها[3]. فهي الأداة الرئيسية في تحقيق إنجازات الأداء العام والوسيلة التي تستخدمها الدولة للاستدلال على كفاءة أجهزتها سواء التشريعية، التنفيذية، أو الرقابية، من خلال النظر إلى مدخلات ومخرجات هذه الموازنة في تحقيق التنمية الاقتصادية والاجتماعية. فقد اكتسبت أهميتها من حاجة الحكومات المختلفة بأنظمتها السياسية على عكس فلسفتها بإدارة الحكم وتطوير المجتمع في كافة المجالات الاقتصادية في هذه الأداة التي لم تعد مجرد جداول تتضمن أرقام صماء بل أرقام ناطقة في تحقيق أهداف

[1] **موازنة التخطيط والبرمجة:** هي إداة مكملة للموازنات السابقة وليست بديلة عنها، وهي موازنة متعددة الأهداف تحقق الرقابة المالية والرقابة على الأداء وفي نفس الوقت مقابلة احتياجات التخطيط واتخاذ القرارات، حيث تركز على تحديد الأهداف والإمكانيات المتاحة، ترجمة القرارات التخطيطية إلى برامج عمل تحقق أكبر عائد ممكن بأقل التكاليف الممكنة، وعليه يتم وضع البرامج في شكل موازنات دورية تحقق التوازن بين الاحتياجات والإمكانيات.

[2] **الموازنة الصفرية:** هي عملية تخطيط تتطلب من كل إدارة أن تبرر جميع محتويات موازنتها بالتفصيل دون الاعتماد على الموازنات السابقة بحيث تبدأ من نقطة الصفر، كما تطلب من كل منظمة أن تقوم بتقييم برامجها ومشاريعها (الحالية والجديدة) بطريقة منتظمة، وتشترط الرقابة على البرامج والمشاريع على أساس التكلفة والعائد والفاعلية.

[3] لعمارة، جمال، (2001)، مرجع سبق ذكره، ص108.

معينة يخطط لها مسبقاً ويحدد لها فترة زمنية معينة[1] . ويتضح ذلك بمفهوم الموازنة العامة في الفكر المالي والتشريعات الحكومية.

فإن اصطلاح الموازنة العامة في البداية كان يعني محفظة النقود العامة التي استخدمت وعاء لإيرادات ونفقات الملك والدولة، والذي أطلق في بريطانيا على الحقيبة الجلدية التي يحملها وزير الخزانة إلى البرلمان والتي يوجد فيها الوثائق التي تتضمن احتياجات الحكومة إلى النفقات ومصادر تمويلها من أجل إقرارها منه[2]. في حين تطور مفهوم الموازنة ليصبح بيان تقديري لنفقات وإيرادات الدولة عن مدة مستقبلية تقاس عادة بسنة، وتتطلب إجازة من السلطة التشريعية، وهي أداة رئيسية من أدوات السياسة المالية تعمل على تحقيق الأهداف الاقتصادية والاجتماعية للحكومة[3].

وقد تعددت تعريفات الموازنة العامة بتعدد الفقهاء والباحثين والتشريعات المالية الوضعية واختلاف الدول ونظمها السياسية والاقتصادية والاجتماعية ووفق نظرة كل منهم إلى الموازنة.

فقد عرفها دليل المحاسبة الحكومية الصادر عن الندوة الإقليمية لهيئة الأمم المتحدة المنعقدة في بيروت في عام 1969 على أنها "عملية سنوية تتركز على التخطيط والتنسيق ورقابة استعمال الأموال لتحقيق الأهداف المطلوبة بكفاءة، فهي أساساً عملية اتخاذ القرار بطريقة يمكن أن يقوم بها الموظفون الرسميون على مختلف المستويات الإدارية بالتخطيط والتنفيذ لعمليات البرامج بطريقة مخططة للحصول على أفضل النتائج من خلال التوزيع والاستخدام الأكثر فعالية للمواد المتاحة"[4].

كما عرفها قانون المحاسبة الفرنسي لسنة 1962 بأنها "وثيقة تنبؤ وإقرار الإيرادات والنفقات السنوية للدولة، أو لأنواع الخدمات التي تخضع هي الأخرى لنفس القواعد والتنظيمات القانونية"[5].

---

[1] المهايني، محمد خالد، وَسلوم، حسن، (2007)، "الموازنة العامة للدولة بين لإعداد والتنفيذ والرقابة - دراسة ميدانية للموازنة العراقية"، مجلة الإدارة والاقتصاد، العدد (64)، بغداد، العراق، ص95.

[2] العكام، محمد خير، (2018)، مرجع سبق ذكره، ص 277.

[3] دراوسي، مسعود، (2006)، "السياسة المالية ودورها في تحقيق التوازن الاقتصادي"، أطروحة دكتوراه، جامعة الجزائر، ص 130.

[4] المهايني، محمد خالد، وَسلوم، حسن، (2007)، مرجع سبق ذكره، ص96.

[5] الزهاوي، سيروان، (2008)، مرجع سبق ذكره، ص 25.

بينما عرفها القانون الأمريكي على أنها "صك تقدر فيه نفقات السنة التالية وواردتها بموجب القوانين المعمول بها" [1].

بينما عرفها المشرع التركي[2] بأنها "برنامج بإيرادات ونفقات الحكومة المتوقعة للسنة المالية القادمة، بحيث تخول الجهاز التنفيذي بتحصيل وإنفاق الإيرادات وفق البرنامج المحدد"[3].

أما المشرع السوري فقد عرفها على "أنها الخطة المالية الأساسية السنوية لتنفيذ الخطة الاقتصادية وذلك بما يحقق أهداف هذه الخطة ويتفق مع بنيانها العام والتفصيلي" [4].

وبناء عليه فإن الموازنة العامة تعبر عن مجموعة من الأهداف والبرامج التي ترغب السلطة السياسية بتنفيذها بواسطة وحدات الدولة المختلفة بأقل التكاليف خلال فترة زمنية لاحقة، معبر عنها بحجم كلفة كل هدف أو برنامج مع بيان مصادر التمويل التي ستحصل عليها الوحدات للفترة ذاتها، تصدر بقانون يسمى بقانون الموازنة كإجازة من السلطة التشريعية للسلطة التنفيذية.

---

[1] حناشي، كنزة، (2019)، مرجع سبق ذكره، ص 4.

[2] The Grand National Assembly of Turkey official website: https://global.tbmm.gov.tr/index.php/EN/yd/icerik/30.

[3] ووفقاً للجمعية الوطنية الكبرى في تركيا، يوجد في تركيا ثلاثة أنواع من الموازنة في نطاق الموازنة العامة للحكومة، وهي: موازنة الحكومة المركزية، وموازنة مؤسسات الضمان الاجتماعي، وموازنة الحكومة المحلية. وتتكون موازنة الحكومة المركزية من الموازنة العامة، والموازنة الخاصة، وموازنة المؤسسات التنظيمية والرقابية. وإن المؤسسات ذات الموازنة الخاصة لديها سلطة تحصيل وإنفاق بعض الإيرادات الخاصة بموجب قانون الموازنة، بينما المؤسسات التي لديها موازنة عامة لا تتمتع بصلاحية تحصيل الإيرادات من تلقاء نفسها.

[4] الجمهورية العربية السورية، المرسوم التشريعي رقم /54/ لعام /2006/، "القانون المالي الأساسي".

المبحث الثاني
عجز الموازنة العامة

إن التعريف بالمفاهيم المرتبطة بعجز الموازنة يسهل مهمة الباحث في استكشاف الأسس النظرية التي سيتم على أساسها فيما بعد رسم السياسات المرتبطة بإدارة عجز الموازنة.

أولاً: مفهوم عجز الموازنة العامة Budget Deficits

إن عجز الموازنة العامة ظاهرة اقتصادية شائعة تحدث حدوثاً عاماً على مستوى الدول المختلفة المتقدمة والنامية[1]. وهو رصيد موازني سالب[2] يعكس قصور الإيرادات العامة على تغطية النفقات العامة في فترة معينة[3]، يحدث عندما يزيد الإنفاق الحكومي عن الإيرادات الحكومية للمدّة نفسها مما يدفع إلى اللجوء للقروض أو الإصدار النقدي أو غيرها لتغطية الزيادة في الإنفاق[4].

وهنا لابد من التمييز بين بعض المصطلحات ذات العلاقة بعجز الموازنة وفقاً لما يلي:

كثيراً مايخلط الناس بين مصطلحين لهما معنى مختلف تماماً، وهما عجز الموازنة Budget Deficits والدين العام Public Debt (ويطلق عليه الدين الوطني (القومي) National Debt)، حيث أن:

1. **عجز الموازنة العامة** هو المبلغ الذي تتجاوز به نفقات الحكومة إيراداتها خلال فترة زمنية محددة، عادة ما تكون سنة (كما تمت الإشارة آنفاً). وعلى سبيل المثال، إذا حصلت الحكومة على إيرادات بمقدار 2.1 تريليون ليرة سورية، وأنفقت 3.5 تريليون ليرة سورية، فسينتج عجز كبير في الموازنة، بمقدار 1.4 تريليون ليرة سورية، بينما في حال تجاوزت إيرادات الدولة نفقاتها، سينتج **فائض** في الموازنة.

---

[1] مرسي، منال، (2021)، " العلاقة التبادلية بين عجز الموازنة العامة المصرية ومعدل التضخم"، المجلة العلمية للاقتصاد والتجارة، المجلد (51)، العدد (1)، مصر، ص368.

[2] حليمي، حكيمة، وَ باهي، نوال، (2018)، "عجز الموازنة العامة في الجزائر وخيارات التمويل بعد الأزمة البترولية"، مجلة البحوث الاقتصادية المتقدمة، المجلد (3)، العدد (1)، الجزائر، ص40.

[3] الدباش، عبدالله، وَالناصر، ميسون، (2018)، " دراسة اقتصادية لبعض العوامل المؤثرة على العجز المالي في الموازنة العراقية"، مجلة جامعة جيهان أربيل العلمية، إصدار خاص، العدد (2)، الجزء (C)، كردستان العراق، ص 540.

[4] كنعان، علي، (2003)، "المالية العامة والإصلاح المالي في سورية"، ط1، دار الرضا للنشر، دمشق، سورية، ص ص151-152.

2. **الدين العام** هو القيمة الإجمالية لمديونية الحكومة في لحظة ما، أي مجموع رصيد الدين التراكمي في تاريخ محدد.

ويرتبط مفهومي عجز الموازنة والدين العام ارتباطاً وثيقاً، لأن ديون الحكومة تتراكم نتيجة العجوزات المتتالية، ومن جهة أخرى تتمكن من تخفيض ديونها عن طريق فوائض متتالية في الموازنة.

ومن خلال الكثير من البحوث التجريبية برزت مفاهيم عديدة لقياس العجز نشير لأهمها فيما يلي:

1. العجز الشامل والعجز الجاري

1.1. <u>العجز الشامل:</u> يمثل الفرق السالب بين إجمالي النفقات الحكومية متضمنة مدفوعات الفوائد (دون أقساط القروض المستحقة)، وبين الإيرادات الحكومية الضريبية وغير الضريبية[1]. وعليه فإن العجز المالي يظهر الفجوة التي يجب تغطيتها بالاقتراض العام، بما في ذلك الاقتراض المباشر من البنك المركزي[2].

1.2. <u>العجز الجاري:</u> يمثل الفرق الإجمالي بين مجموع أنواع الإنفاق الجاري (لايأخذ الإنفاق الاستثماري) والإيرادات العامة لكافة الهيئات الحكومية، مطروحاً منه الإنفاق الحكومي المخصص لسداد الديون المتراكمة، أي أن زيادة الإنفاق الحكومي في مجال الاستثمار لا تغير وضع صافي الأصول للحكومة، لأن الدين الجديد يقابل أصول حكومية جديدة[3].

2. العجز التشغيلي والعجز الهيكلي

2.1. <u>العجز التشغيلي:</u> ويدعى العجز المصحح للتضخم، وهو العجز الموحد للقطاع العام مطروحاً منه ذلك الجزء من الفوائد الذي تم دفعه تعويضاً للدائنين عن الخسارة التي لحقت بهم نتيجة التضخم، أي أن العجز التشغيلي يقيس عجز الموازنة في ظروف التضخم، وعليه يتمثل العجز في متطلبات

---

[1] الغالبي، عبد الحسين، وَ توماس، حقي، (2017)، "العلاقة بين سعر الصرف الأجنبي وعجز الموازنة العامة - مصر"، مجلة كلية التربية للبنات للعلوم الإنسانية، المجلد (11)، العدد (21)، مصر، ص 23.

[2] دنان، راضية، (2012)، " عجز الموازنة العامة في الجزائر (أسباب و حلول)"، مجلة الاقتصاد والإحصاءات التطبيقية (Revue d'économie et de statistique appliquée)، المجلد (9)، العدد (2)، الجزائر، ص152.

[3] قرود، علي، وكزيز، نسرين، (2018)، " آليات تمويل عجز الموازنة في الجزائر بين التمويل التقليدي والتمويل غير تقليدي"، مجلة شعاع للدراسات الاقتصادية، العدد (4)، الجزائر، ص199.

اقتراض الحكومة والقطاع العام ناقص الجزء الذي دفع من الفوائد لتصحيح التضخم[1]، وهنا لا بد من الإشارة إلى سندات الخزانة المحمية من التضخم Treasury Inflation–Protected Securities (TIPS) أو ما يسمى CPI Indexed Bonds، وهي أحد أنواع سندات الخزينة التي تصدرها الولايات المتحدة الأمريكية بآجال استحقاق /5–10–30/ سنة، بسعر فائدة ثابت يدفع مرتين سنوياً، بهدف حماية المستثمرين من الآثار السلبية للتضخم، وتعدُّ استثمار منخفض المخاطر إلى حد كبير، حيث تزيد قيمتها الاسمية مع التضخم وتنقص مع أثر الانكماش وفقاً لمؤشر أسعار المستهلك CPI[2]، كما أن الفائدة المدفوعة قابلة للتغير لأنها تحسب بناء على قيمة السند المعدّلة، فعند استحقاق السند يتم دفع القيمة الاسمية للسند أو القيمة المعدّلة، أيهما أكبر. ويتم شرائها مباشرة من الخزانة العامة أو عن طريق بنك وسيط.[3]

2.2. **العجز الهيكلي:** هذا النوع من العجز ليس راجعاً إلى الدورة الاقتصادية بقدر ما يرجع بالدرجة الأولى إلى هيكل ومكونات الموازنة ذاتها، والتي تؤدي في النهاية إلى زيادة العجز الفعلي عن العجز المقدر في الموازنة، وذلك بسبب تزايد حجم النفقات العامة عن الايرادات، وعدم نجاح الحكومة في ترشيد النفقات العامة، وعجزها عن تنمية الموارد المالية من خلال زيادة القاعدة الضريبية، والقضاء على معدلات التهرب الضريبي[4].

ثانياً: أنواع عجز الموازنة العامة

أما أنواع عجز الموازنة العامة تندرج بصورة أساسية ضمن أنواع رئيسية عدّة، والموضحة فيما يلي:

1. عجز الموازنة الدوري (المؤقت)

ويسمى بالعجز الموسمي، الذي يحدث بسبب تقلبات الدورة الاقتصادية الناجمة عن الظروف الطارئة وغير المتوقعة، والتي تؤدي إلى التفاوت الكمي بين الإيرادات والنفقات، إذ إن الزيادة في عجز الموازنة في هذه الحالة تحدث بسبب بطء الفعالية الاقتصادية ومن ثُمّ تراجع الإمكانيات على صعيد الاقتصاد، أي يستخدم

---

[1] دنان، راضية، (2012)، مرجع سبق ذكره، ص152.

[2] Consumer Price Index (CPI): مؤشر أسعار المستهلك هو مقدار التغير الشهري للأسعار لسلة محددة من السلع الاستهلاكية والتي تشمل الغذاء والملبس والنقل. ويعتبر المؤشر الأساسي للتضخم، أو معدل التغير في الأسعار في بلد معين.

[3] Fleckenstein M., et al., (2014): "The TIPS-Treasury Bond Puzzle". The Journal Of Finance, Vol. 69, No.5, USA, P2156./ & Chen J., (2021): "Treasury Inflation-Protected Securities (TIPS)". Investopedia website, available on: https://www.investopedia.com/terms/t/tips.asp

[4] عبد الزهرة، سهيلة، (2016)، "تحليل عجز الموازنة العامة في العراق في ظل التحديات القائمة للمدة 2004-2013"، المجلة العراقية للعلوم الاقتصادية، المجلد (14)، العدد (50)، العراق، ص158.

الاقتصاديون هذا المصطلح ليشير إلى جزء من عجز الموازنة الناجم عن تراجع النشاط الاقتصادي[1]، ففي حالة الركود ينخفض الناتج المحلي الإجمالي، وتتراجع مصادر الحكومة الرئيسية جميعها لإيرادات الضرائب (ضرائب الدخل، ضرائب الشركات، وضرائب الرواتب) وذلك بسبب انخفاض دفع الشركات والأفراد للضرائب نظراً لانخفاض دخولهم. وبالمثل، فإن بعض أنواع الإنفاق الحكومي، ولا سيما تحويل المدفوعات (مثل إعانات البطالة)، ترتفع عندما ينخفض الناتج المحلي الإجمالي بسبب ارتفاع معدلات البطالة، حيث أن العجز كما نعلم هو الفرق بين المصروفات الحكومية (إما مدفوعات مشتريات أو تحويلات) والإيرادات الضريبية: [2]

العجز = الإنفاق الحكومي + G التحويلات – الضرائبT

= الإنفاق الحكومي – (الضرائب – التحويلات)

T – G =

ونظراً لكون التراجع في الناتج المحلي الإجمالي يؤدي إلى زيادة التحويلات الحكومية وانخفاض الإيرادات الضريبية، فإن العجز يرتفع بشكل كبير وسريع خلال فترة الركود (Falls in a boom)، حتى مع عدم وجود أي تغيير في السياسة المالية.

إذ يوضح الشكل رقم (1) هذه العلاقة بين الناتج المحلي الإجمالي وعجز الموازنة، معبراً عن البرنامج المالي للحكومة بكلا المستقيمين (G، T)، إذ يشير المستقيم الأفقيG إلى أن مشتريات الحكومة من السلع والخدمات لا تتأثر تقريباً بالناتج المحلي الإجمالي.أما المستقيم الصاعد T (المعبر عن الضرائب – التحويلات)، فيشير إلى أن الضرائب ترتفع، في حين أن التحويلات تنخفض في حال نمو الناتج المحلي الإجمالي[3].

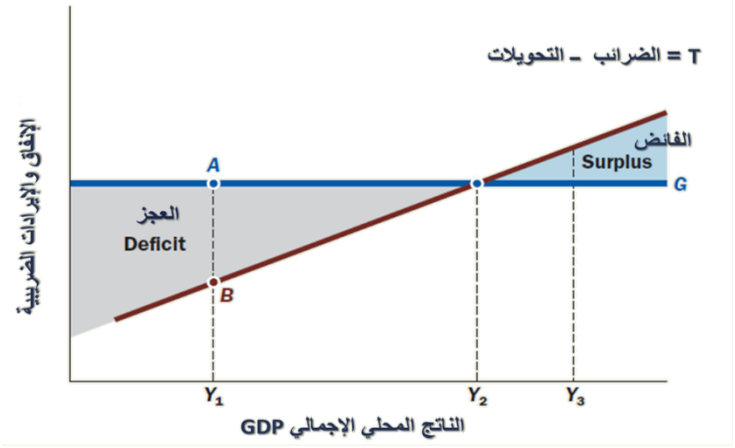
[1] شاني، سلام، (2011)، " تحليل العلاقة بين الموازنة العامة و الناتج المحلي الإجمالي في العراق 1988-2009"، رسالة ماجستير، جامعة كربلاء، العراق، ص17.

[2] HOOVER H., (2010), "Budget Deficits in the Short and Long Run", ECONOMICS Principles and Policy, Eleventh Edition, P689.

[3] HOOVER H., (2010), Ibid., P690.

ومن الملاحظ أن ذات السياسة المالية (المعبر عنها في المستقيمين G و T) تؤدي إلى عجز كبير في الموازنة إذا كان الناتج المحلي الإجمالي هو Y1، أو إلى توازن الموازنة إذا كان الناتج المحلي الإجمالي Y2، أو إلى فائض في الموازنة إذا كان الناتج المحلي الإجمالي مرتفعاً كـ Y3، فمن الواضح أن العجز بحد ذاته قد لا يكون مقياساً جيداً للسياسة المالية للحكومة.

الشكل 1 أثر الاقتصاد على الموازنة



HOOVER H., (2010), Ibid., P690

وسعياً وراء قياس أفضل لأداء السياسة المالية، أعار الاقتصاديون مزيداً من الاهتمام لما يدعى بـ عجز الموازنة الهيكلي[1] .

2. عجز الموازنة الهيكلي The structural budget deficit

علاوة عما تمت الإشارة إليه آنفاً حول مقياس العجز الهيكلي، فهو العجز الشامل مصححاً بإزالة العوامل الآنية أو المؤقتة على الموازنة العامة[2].

إذ يستبدل هذا الإجراء الافتراضي كلاً من الإنفاق والضرائب في الموازنة الفعلية، بتقدير ما ستنفقه الحكومة وتجنيه من إيرادات (آخذاً بعين الاعتبار معدلات الضرائب الحالية ومبادئ الإنفاق)، في حال كان الاقتصاد يعمل بمستوى تشغيل ثابت ومرتفع. على سبيل المثال، إذا كان معيار التشغيل بمعدل مرتفع (الشكل رقم 1) هو Y2، على الرغم من أن الناتج المحلي الإجمالي الفعلي كان Y1 فقط ، فإن العجز الهيكلي سيكون مساوياً للصفر في ظل معدل تشغيل مرتفع على الرغم من أن العجز الفعلي سيكون AB.

[1] HOOVER H., (2010), Ibid., P690.

[2] دنان، راضية، (2012)، مرجع سبق ذكره، ص152.

وكون العجز يعتمد على الإنفاق والضرائب التي ستقوم بها الحكومة عند مستوى ثابت من الناتج المحلي الإجمالي، بدلاً من النفقات والإيرادات الفعلية، فإن العجز الهيكلي لا يعتمد على حالة الاقتصاد، وإنما يعتمد على السياسة حيث يتغير فقط عندما تتغير، وليس عندما يتغير الناتج المحلي الإجمالي، ولهذا السبب يرى معظم الاقتصاديين أن العجز الهيكلي يعد كمقياس أفضل من العجز الفعلي يحدد توجه السياسة المالية. [1]

3. عجز الموازنة المنظم (المقدّر):

هو العجز الذي تسمح به الدولة في الموازنة بحدود وشروط معينة وفق دراسات دقيقة وموضوعية في تحديده، حيث تقوم الدولة بصورة مقصودة بزيادة نفقاتها العامة، الأمر الذي قد يطول أو يقصر حسب الظروف التي جعلت الدولة تلجأ إلى ذلك، وهذا العجز يتضمنه قانون الموازنة العامة ويبرز بصورة واضحة في بداية السنة المالية، كما يسمى بالعجز المقصود[2].

4. عجز الضعف وعجز القوة[3]

ويعد هذا النوع من الأنواع الجديدة لعجز الموازنة العامة، إذ إن عجز الضعف يرتبط بضعف قدرة الإدارة الحكومية بتوفير مصادر كافية من الإيرادات العامة من جهة، ومن جهة الإنفاق فإنه يتمثل بالإنفاق غير العقلاني أو اللارشيد للدولة.

أما عجز القوة فيحدث بسبب زيادة النفقات الحكومية بشكل إعانات أو مساعدات اقتصادية واجتماعية للأفراد والمشروعات التي تهدف إلى تحقيق أهداف اقتصادية واجتماعية والعمل على رفع معدلات النمو الاقتصادي.

[1] HOOVER H., (2010), Ibid., P690.

[2] قرود، علي، وكزيز، نسرين، (2018)، مرجع سبق ذكره، ص200.

[3] حناشي، كنزة، (2019)، مرجع سبق ذكره، ص 15.

ثالثاً: أسباب عجز الموازنة العامة

أنتجت أزمة الديون العالمية بعض الحجج المتضاربة في تحديد قضية عجوز الموازنات العامة العالمية والتعامل معها، ومن وجهة نظر بعض الاقتصاديين أنه عندما يكون إجمالي الطلب أقل بكثير مما هو مطلوب من مستوى الناتج المحلي الإجمالي أو ما يدعى بـ "الفجوة الانكماشية"[1]، يشكل بدوره أول العوامل المسببة للعجز[2]. بينما تتعدد أسباب العجز في الموازنة العامة بين رئيسية وثانوية، ويمكن أن نعزي السبب الرئيسي للعجز بصورة عامة إلى عدم ضبط حجم الإنفاق العام بما يتلائم مع الإيرادات العامة. وقد يكون لسوء التوافق هذا طابع دائم ناتج عن الميل إلى التوسع المفرط في الإنفاق العام.[3] كما يمكن التمييز بين انخفاض كفاءة الإنفاق العام، انخفاض كفاءة تحصيل الإيرادات العامة (الضرائب)، وأعباء خدمة الدين القائم بين مصادر وأسباب عجز الموازنة العامة الأخرى.

فمن الناحية النظرية، السبب الرئيسي للعجز هو أن بعض مكونات الإنفاق الحكومي لديها مضاعف نمو داخلي أعلى بكثير من معدل نمو الإيرادات الحكومية ولا سيما الضريبية منها[4]. حيث أن الإنفاق الحكومي المفرط قد يكون ناجماً عن عسكرة الاقتصاد أو اتساع نطاق الجهات الإدارية (نتيجة البيروقراطية) أو التحويلات

---

[1] يحدث **التوازن الاقتصادي** عندما يتعادل العرض الكلي مع الطلب الكلي في ظل التوظيف الكامل للموارد وعناصر الانتاج، أي الطلب الكلي = العرض الكلي متمثلاً بالناتج المحلي الإجمالي، مما يؤدي إلى استقرار المستوى العام للأسعار. وبناءً على القدرة الإنتاجية للاقتصاد يتم وضع تصوراً عن الناتج المحلي الإجمالي المحتمل ويستخدم كمقياس للتضخم، حيث يعتبر الناتج المحتمل المستوى المناسب للناتج المحلي الإجمالي دون وجود تغيرات تؤثر على الأسعار صعوداً أو هبوطاً، لكن الناتج المحلي الإجمالي الفعلي غالباً ما يختلف عن الناتج المحتمل وفقاً لحالة الاقتصاد، فخلال فترات الانكماش يتراجع إنتاج السلع والخدمات على عكس أوقات الانتعاش التي يزداد فيها الإنتاج، الأمر الذي يؤدي إلى حدوث ما يدعى بـ "فجوة الناتج GDP-Gap" والتي تمثل الفرق بين الناتج المحلي الإجمالي الفعلي والناتج المحلي الإجمالي المحتمل. وقد تكون **فجوة الناتج سلبية** وتمثل الناتج المفقود لاقتصاد الدولة الناتج عن انخفاض مستوى التشغيل عن المستوى الطبيعي. أو تكون **فجوة الناتج إيجابية** وتشير إلى أن الاقتصاد يعاني من فرط في النشاط ومعرض لمخاطر التضخم المرتفع.

ومن جانب آخر يؤدي نقص العرض إلى ارتفاع الأسعار مما يؤدي إلى انخفاض الطلب الكلي، بينما يؤدي العرض المفرط للسلع أو الخدمات إلى انخفاض الأسعار، مما يؤدي إلى ارتفاع الطلب الكلي مما يحدث خلل في التوازن الاقتصادي. وعليه فإن حدوث أي خلل في التوازن اقتصادي يؤدي إلى نشوء أحد الفجوتين:

- **الفجوة الانكماشية**: عندما يكون الطلب الكلي أقل من العرض الكلي.
- **الفجوة التضخمية:** عندما يكون الطلب الكلي أكبر من العرض الكلي.

للمزيد يمكن الاطلاع على:

Rittenberg L., & Tregarthen T., (2012), "Recessionary and Inflationary Gaps and Long-Run Macroeconomic Equilibrium". section 7.3 from the book Macroeconomics Principles, v. 1.0, licensed under a Creative Commons.
& Halton C., (2021), "GDP Gap". Investopedia website, https://www.investopedia.com/terms/g/gdpgap.asp .

[2] Jadhav A., & Neelankavil J., (2011), "Deficit Financing – Causes, Consequences and Potential Cures", Journal of Applied Business and Economics, vol. 12, No. 6, p85.

[3] Szybowski D., (2018), "CAUSES OF PUBLIC DEBT AND BUDGET DEFICIT", International Journal of New Economics and Social Sciences, Vol. 8, No. 2, p57.

[4] Jadhav A., & Neelankavil J., (2011), op. cit., p86.

الاجتماعية المرتفعة. ومن جهة أخرى، فإن أهم أسباب تدني الإيرادات الضريبية[1] هي انخفاض الإيرادات الضريبية بسبب نظام التحصيل غير الفعّال، وضيق القاعدة الضريبية بسبب انخفاض مستوى الناتج المحلي الإجمالي.

ويمكن تقسيم النفقات الحكومية إلى تقديرية وغير تقديرية. فبمرور الوقت، ينمو المكون غير التقديري كنسبة مئوية من إجمالي نفقات الموازنة، مما يقلل من قدرة الحكومة على الحد من الإنفاق الحكومي. علاوة عن حالات العجز الناشئة بسبب حالات الطوارئ الوطنية التي تمثل حالات خاصة، حيث يتم التوسع في النفقات دون أي اعتبارات للتضحيات المالية[2].

ولا بد من الإشارة إلى أن الموازنة العامة للدولة قد لا تظهر حقيقة التمويل بالعجز ولاسيما في البلدان النامية مثل سورية، إذ لا يتم تخصيص اعتمادات كافية من أجل تغطية العجوز التموينية[3]، إذ يُرصد جزءاً من هذه العجوز في الموازنة ويتم تسديد الباقي بموجب سندات دين تضاف إلى المديونية الداخلية للحكومة[4].
ومن الأسباب الأخرى التي يمكن أن تتسبب عجزاً كبيراً في الموازنة العامة ما يُعرف بفخ الديون[5]، فإن ذلك لا يحل المشكلة، وإنما يتم تحريكها عبر الزمن فقط. [6]

ويمكن توضيح الأسباب الثانوية الأخرى (والتي ترتبط بالدول المتقدمة عموماً) لعجز الموازنة العامة فيما يلي:

خلال فترات الانكماش الاقتصادي، غالباً ما تميل الحكومات إلى تحفيز الطلب إما من خلال الإنفاق المباشر على مشاريع محددة، أو من خلال تخفيض الضرائب المباشرة. حيث يهدف التحفيز من خلال النفقات المباشرة إلى زيادة العمالة أو توفير الوظائف (للحد من البطالة ذات العلاقة الطردية مع الناتج المحلي الإجمالي)، بينما يهدف التحفيز من خلال تخفيض الضرائب المباشرة إلى زيادة الدخل المتاح، وبالتالي حجم الاستهلاك وكذلك الاستثمارات. لكن التخفيض في الضرائب قد لا يؤدي بالضرورة إلى زيادة الاستهلاك، كما أن تأثيره على زيادة

[1] Szybowski D., (2018), op. cit, p63.
[2] Jadhav A., & Neelankavil J., (2011), Ibid, p86.
[3] **العجز التمويني**: هو العجز الناجم عن مساهمة الحكومة بتقديم الإعانات ودعم الأسعار للمواد التموينية (خبز، سكر، رز..)، وإضافة إلى الدعم التمويني الواضح الذي تؤمنه الموازنة العامة يوجد دعم ضمني يتمثل في الفرق في سعر الصرف الذي تتحمله الحكومة لتمويل استيراد المواد الغذائية.(حساني، 2002، ص 119).
[4] حساني، عبد الرزاق، (2002)، "النظرية والسياسة النقدية والتوازن الاقتصادي: واقع السياسة النقدية وآفاقها في سورية"، أطروحة دكتوراه، كلية الاقتصاد، جامعة دمشق، سورية، ص 120.
[5] **فخ الديون**: أي عندما تسحب الحكومة قروضاً لخدمة الديون القائمة.
[6] Szybowski D., (2018), op. cit., p66.

مستوى العمالة يكون في المدى الطويل عكس النفقات المباشرة. كما أظهرت النتائج التاريخية أن التخفيض في الضرائب لم يؤدّ دائماً إلى زيادة الاستثمار لدى المجموعات والشركات ذات الدخل المرتفع، حيث يتم غالباً زيادة اكتناز المدخرات في الحسابات المصرفية أو في الأرباح المحتجزة من قبل الشركات. وتجدر الإشارة إلى أنه بمجرد تخفيض الضرائب يصعب زيادتها لتقليص فجوة الموازنة في وقت لاحق. [1]

ومن ناحية أخرى فإن البيئة غير التنافسية لها دور في التأثير على العجز، وعلى سبيل المثال يتضائل دور القوى التنافسية في تخصيص الموارد وتحديد الأسعار لا سيما في اقتصادات السوق الحرة، ففي الواقع في احتكار القلة يهيمن عدد قليل من الشركات على قطاع الأعمال وتصبح لهم سيطرة كبيرة في تحديد الأسعار ومستوى الإنتاج، وغالباً ما يؤدي هذا إما إلى نفقات حكومية مباشرة التي تسهم في حدوث عجز. وبالمثل، تؤول العولمة المتزايدة إلى الحد من تأثير المضاعفات المحلية على الدخل والعمالة بسبب التسربات خارج حدود البلاد، وبالتالي فإن نمو الأعمال التجارية في بلد ما لا يعني بالضرورة زيادة التوظيف في الدولة كما هو متوقع من قبل مضاعفات الدخل والتوظيف التاريخية.

كما يفسر وجود اقتصاد الظل بعض المشكلات، إذ إنّ هذا الجزء غير المحسوب من الناتج المحلي الإجمالي خارج نطاق التدابير المالية، يزيد العجز عن طريق خفض الإيرادات الضريبية المحتملة. وهناك عامل آخر قد يؤثر على العجز وهو الاحتيال في البرامج التي تديرها الحكومة والتي غالباً ما تؤدي إلى زيادة في الإنفاق الحكومي. علاوة عن إمكانية إدراج البيروقراطيات الحكومية في قائمة العوامل التي تؤثر على العجز، فغالباً ما تؤدي البيروقراطية إلى فائض من الجهات الحكومية التي تؤدي بشكل أساسي نفس المهام مما يؤدي إلى زيادة النفقات الحكومية دون تقديم أي مزايا أو خدمات إضافية[2].

ويجدر الإشارة إلى أن عدد من الدراسات قد ربطت بين عجز الموازنة والعجز التجاري للدولة بعلاقة سببية مشتركة، فمن وجهة نظر بعض الباحثين أن عجز الموازنة هو أحد أسباب العجز التجاري في الحساب الجاري[3]، فبحسب دراسة Abu Bakarr [4] كان لكل من عجز الموازنة، الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي، وعدم

[1] Jadhav A., & Neelankavil J., (2011), op. cit., p86.
[2] Jadhav, A., & Neelankavil J., (2011), Ibid., p86.
[3] Bernheim , D., (1998), "Tax Policy and the Economy - Budget Deficits and the Balance of Trade-", the National Bureau of Economic Research, Vol. 2, P30.
[4] Abu Bakarr T., (2014), "Fiscal Deficits and Current Account Imbalances: Evidence from Sierra Leone", International Journal of Business and Social Science, Vol. 5, No. 8/1, PP267-268

الاستقرار السياسي على المدى الطويل تأثيراً على عجز الحساب الجاري. وكشفت نتائجها على المدى القصير أيضاً أن عجز الموازنة ووهمية الحرب كانا من أهم المتغيرات المؤثرة على رصيد الحساب الجاري. وأن علاقة السببية أحادية الاتجاه تمتد من عجز الموازنة إلى رصيد الحساب الجاري ومن رصيد الحساب الجاري إلى الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي، دون أي تأثير تغذية مرتدة. مما يشير إلى أن عجز الموازنة يؤثر على رصيد الحساب الجاري.

في حين خلصت بعض الدراسات الأخرى إلى أن عجز الموازنة العامة ناتج عن العجز التجاري، فبحسب دراسة أجراها TANG [1] أن عجز الحساب الجاري يتزايد كنسبة مئوية من الناتج المحلي الإجمالي، ويتم تمويله من الناحية المفاهيمية من خلال الاقتراض من الخارج، مما يؤدي بدوره إلى تشكيل عجز في الموازنة العامة للدولة.

وهذا مايدعى بفرضية العجز المزدوج القائلة بأن عجز الموازنة المتنامي يتزايد جنباً إلى جنب مع عجز الحساب الجاري. وبالتالي ومع زيادة انفتاح الاقتصادات على التجارة الخارجية (العولمة) من المستحسن معالجة العجز التجاري كمساهم في عجز الموازنة العامة[2].

إضافة إلى أسباب أخرى محتملة لحدوث عجز الموازنة العامة، تندرج فيما يلي[3]:

– تحول التزامات الدولة المشروطة إلى التزامات نهائية (أداء ضمان خزانة الدولة).

– التغيرات السلبية في سعر الصرف.

– الالتزامات غير المحققة نتيجة الأضرار الناجمة عن مؤسسات الدولة، من التعويضات المتأخرة وما إلى ذلك.

علاوة على ماسبق ممكن أن ينتج العجز عن السياسات المالية الخاطئة، فكلما تأخرت الدولة في دراسة الأسباب واتخاذ الإجراءات المناسبة كلما تحول العجز المالي إلى عجز هيكلي في الاقتصاد الوطني، أي كلما تعمق يمكن أن يؤدي لانهيار النظام الاقتصادي[4].

[1] TANG, T., (2014), "Fiscal Deficit, Trade Deficit, and Financial Account Deficit: Triple Deficits Hypothesis with the U.S. Experience", Discussion paper 06/14, Monash University, Malaysia, P11.

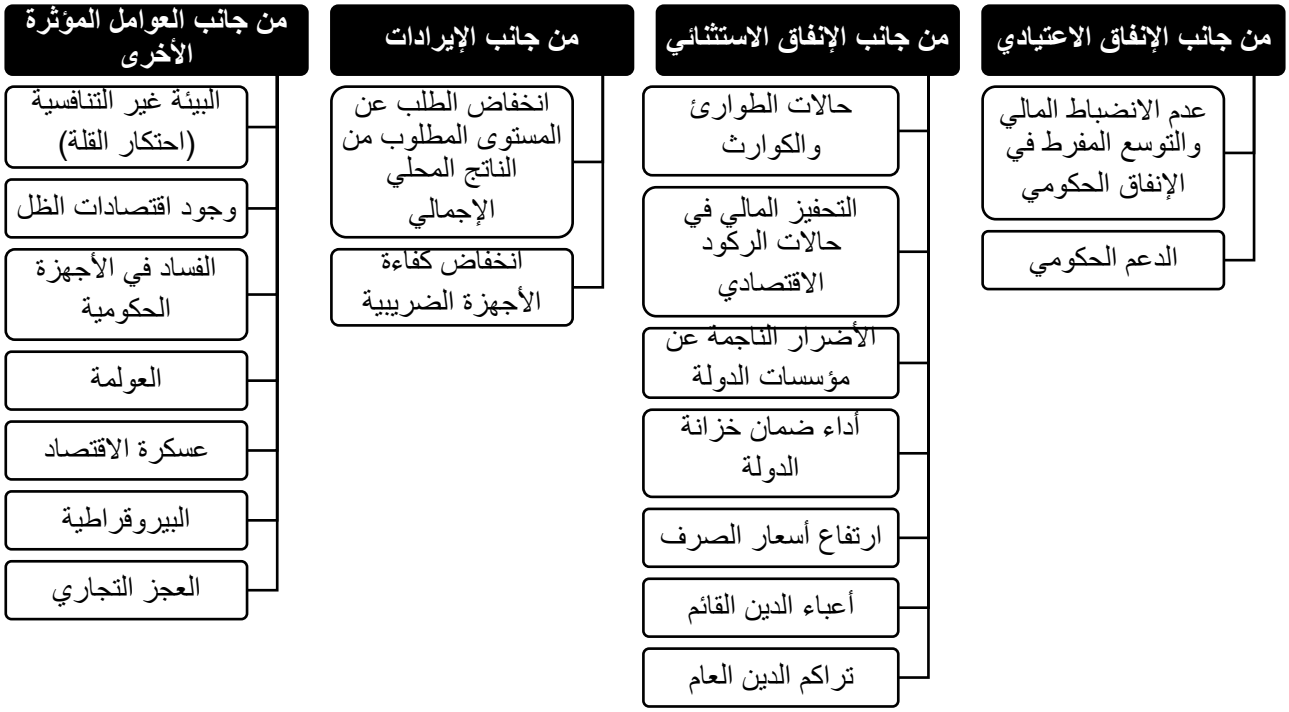
[2] Jadhav, A., & Neelankavil J., (2011), op. cit., p87.

[3] Szybowski, D., (2018), op. cit., p61.

[4] كنعان، علي، (2009)، "الاقتصاد المالي"، ط 2008-2009، منشورات كلية الاقتصاد، جامعة دمشق، سورية، ص373.

وبناءً على ماسبق يمكن للباحثة تلخيص أسباب عجز الموازنة العامة في العوامل التالية:

الشكل 2 أسباب عجز الموازنة العامة



المصدر: من إعداد الباحثة.

رابعاً: الآثار الاقتصادية لعجز الموازنة العامة

أثار عجز الموازنة المتزايد باستمرار وتداعياته جدلاً واسعاً في كل من الاقتصادات المتقدمة والناشئة والنامية[1]. فقد تلقى عجز الموازنة الكثير من اللوم إثر عواقب اقتصادية سلبية متنوعة عانت منها البلدان كفرط المديونية، أزمة الديون، التضخم المرتفع، وضعف أداء الاستثمار وتدني النمو الاقتصادي.

كما حققت محاولات استعادة استقرار الاقتصاد الكلي من خلال الضبط المالي نجاحاً متفاوتاً بين الدول، مما أثار تساؤلات حول عواقب عجز الموازنة على الاقتصاد الكلي والاستقرار أو التدهور المالي.[2]

[1]Kurantin N., (2017), "The Effects of Budget Deficit on Economic Growth and Development: The Experience of Ghana (1994 – 2014), European Scientific Journal, Vol.13, No.4, pp 213-214.

[2] Easterly W., (1993), "Fiscal Deficits And Macroeconomic Performance In Developing Countries", The World Bank Researcb Observer, vol. 8, No. 2, PP 211-212.

لذلك من المهم مراجعة الروابط بين عجز الموازنة والديون الحكومية المتصاعدة (الدين العام) على النمو الاقتصادي المستدام والتنمية.

إذ يمكن للحكومات تمويل العجز وفق العديد من أساليب التمويل المحلية والخارجية (وسيتم إيضاحها تفصيلاً لاحقاً)، وبالتالي تعتمد عواقب العجز وآثاره الاقتصادية على كيفية تمويله. وكتقدير أولي، يمكن القول أن كل مصدر/أسلوب تمويل رئيسي لعجز الموازنة، يؤدي إلى عدم توازن اقتصادي كلي إذا تم استخدامه بشكل مفرط. فإن الإصدار النقدي (طباعة النقد) يؤدي إلى التضخم. كما يؤدي الاقتراض المحلي إلى ضغوط الائتمان من خلال أسعار الفائدة المرتفعة، أو تخصيص الائتمان والتشدد المالي ومزاحمة كل من الاستثمار والاستهلاك الخاص عندما تكون أسعار الفائدة ثابتة. بينما يؤدي الاقتراض الخارجي إلى عجز في الحساب الجاري وتأثيرات على سعر الصرف الحقيقي، وغالباً ما يؤدي أيضاً إلى أزمة في ميزان المدفوعات (في حالة انخفاض الاحتياطيات الأجنبية) [1] وهذا مايدعى بالعجز الثلاثي (عجز موازنة، عجز تجاري، عجز رأسمالي).
علاوة عن احتمال أن يكون الاقتراض الخارجي لتمويل العجز سبباً في أزمة ديون خارجية (إذا كان الدين مرتفعاً للغاية). [2]

ولتحليل آثار عجز الموازنة تحليلاً تفصيلياً، سنعتمد على المدارس الفكرية الثلاث لآثار عجز الموازنة على النمو الاقتصادي والتنمية. والتي تشمل المعادلات الكلاسيكية المعاصرة وفرضية ريكاردو– بارو (يصنفها البعض على أنهما في إطار مذهب واحد "النيوكلاسيكي")، والأطر النظرية الكينزية على التوالي[3].

تّظهِر المدارس ثلاث وجهات نظر مختلفة حول تأثير عجز الموازنة على المتغيرات الاقتصادية وأهمها النمو الاقتصادي. حيث يمثل الكلاسيكيون المعاصرون وجهة النظر القائلة بأن لعجز الموازنة أثراً سلبياً على الاقتصاد[4]، بينما تعكس فرضية ريكاردو –بارو وجود علاقة محايدة بين عجز الموازنة والمتغيرات الاقتصادية[5]،

[1] Easterly W., (1993), Ibid., P213.
[2] Easterly W., (1993), Ibid., P213.
[3] Kurantin N., (2017), op. cit., pp 213.
[4] Nkrumah K., et al., (2016): "Exploring the budget deficit-economic growth nexus: new evidence from Ghana". Journal for the Advancement of Developing Economies, Vol. 5, No. 1, Nebraska-Lincoln, USA, P30.
[5] Nikoloski A., & Nedanovski P., (2017): "Influence Of Budget Deficit On Economic Growth: The Case Of The Republic Of Macedonia". The Journal of Accounting and Finance, July 2017 Special Issue, Ohrid, Macedonia, P117.

أما المدرسة الكينزية فتشير إلى الأثر الإيجابي لعجز الموازنة على الاقتصاد ودورها كعامل في الاستقرار الاقتصادي[1].

فقد افترض **النموذج الكلاسيكي المعاصر** أنه في ظل التوظيف الكامل للموارد، يؤدي عجز الموازنة لزيادة الاستهلاك الحالي، وتحويل الضرائب إلى الأجيال القادمة. فيؤدي الاستهلاك المتزايد إلى انخفاض في الادخار، وبالتالي يجب أن ترتفع أسعار الفائدة لتحقيق التوازن في أسواق رأس المال. وبناء عليه فإن ارتفاع أسعار الفائدة بسبب الائتمان الموجه للحكومة (الاكتتاب في أسناد الدين العام) يؤدي إلى تراجع استثمارات القطاع الخاص، وهذا مايدعى بأثر مزاحمة القطاع العام Crowding–out الناجم عن عجز الموازنة[2]، والتي قد يكون إما جزئياً أو كاملاً [3].

ولإيضاح أثر مزاحمة القطاع العام Crowding–out لا بد من فهم كل الاحتمالات الممكنة، وفقاً لما ستعرضه الباحثة فيما يلي:

أثر مزاحمة القطاع العام الجزئي Partial Crowding out

ويفترض أن الاستثمار الخاص دالة لمعدل الفائدة فقط $I = I(r)$، والعلاقة بينهما عكسية، كما يفترض أيضاً أن علاقة الادخار بسعر الفائدة علاقة طردية بحيث أن أي زيادة في معدل العائد على الادخار تؤدي إلى زيادة الادخار الخاص والعكس بالعكس، كما هو موضح في الشكل رقم (3)، حيث أن[4]:

$$I = I(r)\ ,\ S = S(r)$$
$$I'(r) < 0\ ,\ S'(r) > 0$$

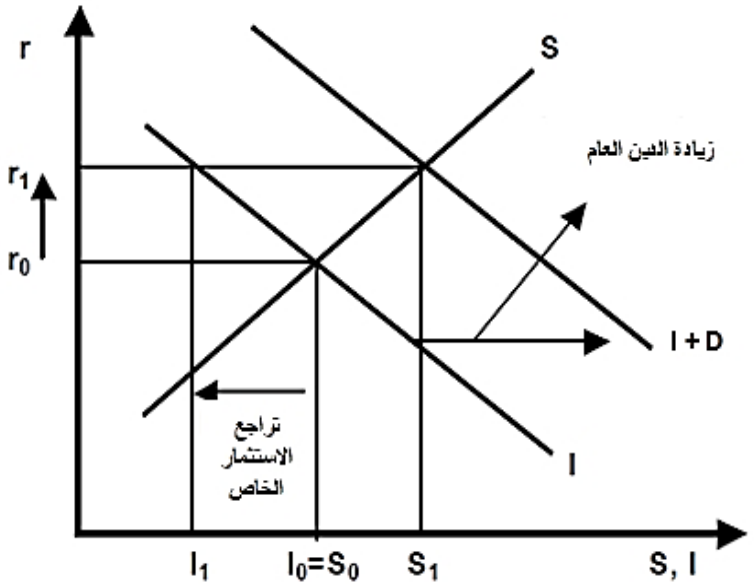
[1] Abd Rahman N. H., (2012): "The Relationship between Budget Deficit and Economic Growth from Malaysia's Perspective: An ARDL Approach". International Conference on Economics, Business Innovation, IPEDR, Vol.38, Singapore, P54.

[2] Kurantin N., (2017),Op.cit., pp 213-214.

[3] GÜMÜŞ E., (2003): "Crowding-Out Hypothesis Versus Ricardian Equivalence Proposition: Evidence From Literature". Eskisehir Osmangazi University. MPRA paper No.42141, Munich, Germany, pp 3-5 .

[4] GÜMÜŞ E., (2003): Ibid., pp 3-5.

الشكل 3 أثر مزاحمة القطاع العام الجزئي Partial Crowding out



GÜMÜŞ E., (2003): op. cit., p4.

من ثم فإن زيادة الدين العام ΔD بمقدار معين يؤدي إلى ارتفاع معدل الفائدة من$r0$ إلى $r1$ ، علماً أن نسبة الزيادة في الدين العام تكون أكبر من نسبة الزيادة في معدل الفائدة $\Delta D > \Delta r$ [1]، الأمر الذي سيكون له انعكاساته السلبية على الاستثمار الخاص لينخفض من $I0$ إلى $I1$، وهذا الانخفاض: $-\Delta I = I1 - I0$ يمكن تسميته بأثر مزاحمة القطاع العام الجزئي بغرض تمويل العجز الحكومي (إزاحة الاستثمار الخاص جزئياً إلى الخارج)، ويعد جزئياً على اعتبار أن حجم إزاحة الاستثمار الخاص إلى الخارج أصغر من حجم الدين الحكومي الإضافي $-\Delta I < \Delta D$ ، والسبب يكمن في أن زيادة معدل الفائدة (أي العائد على الادخار) سيزيد من الادخار وبالتالي فإن حصة الزيادة في الادخار تقابل انخفاضاً بنفس المقدار في حجم الاستثمار الخاص[2].

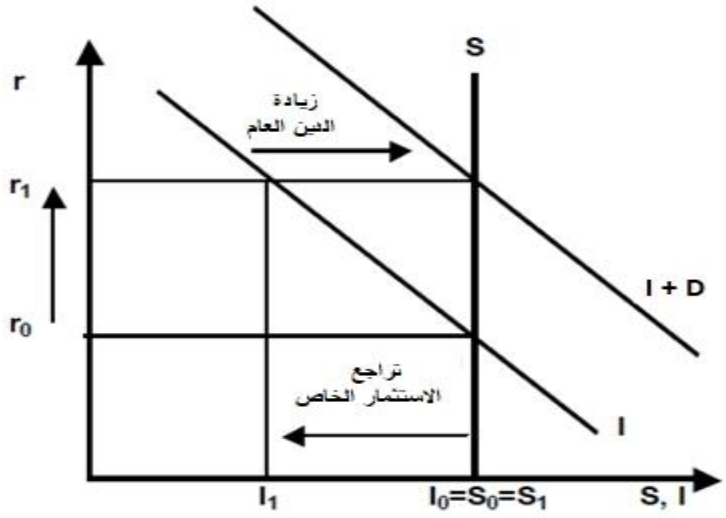
[1] Nikoloski A., & Nedanovski P., (2017): op. cit., P117.

[2] سليمان، فرات، (2015): "سياسة الإنفاق العام وأثره على النمو الاقتصادي في سورية". رسالة ماجستير، كلية الاقتصاد، جامعة دمشق، سورية، ص66.

أثر مزاحمة القطاع العام الكامل Complete crowding out

عندما يكون الادخار غير مرناً تجاه معدل الفائدة (لا يشكل دالة لمعدل الفائدة) أي $S = S(0)$ ، وبمعنى آخر أن أي تغير في معدل الفائدة لا ينطوي على أثر مقابل على الادخار، نكون أمام حالة إزاحة كلية للاستثمار الخاص إلى الخارج، كما هو موضح في الشكل رقم (4):

الشكل4 أثر مزاحمة القطاع العام الكامل Complete crowding out



GÜMÜŞ E., (2003): op. cit., p5.

وفي هذه الحالة الخاصة، تؤدي الزيادة في إصدار الدين العام ΔD ، إلى زيادة في معدل الفائدة من$r0$ إلى $r1$، ورغم ذلك، وبما أن الادخار غير مرتبطاً بمعدل الفائدة، فإن حجم الادخار سيبقى ثابتاً $S1 = S0$، وبالتالي فإن الدين العام سيزاحم الاستثمار الخاص بنفس المقدار $\Delta D = -\Delta I$ [1]، أي مزاحمةً كاملة حيث يتم تعويض كامل تمويل العجز من إزاحة الاستثمارات الخاصة إلى الخارج عبر اقتراضها من القطاع الخاص، ففي حالة اقتصاد مفتوح مع تعويم لأسعار الصرف بشكل تام وحرية حركة لرؤوس الأموال، فإن حصيلة السندات الممولة للإنفاق العام أو(لانخفاض الضرائب) تحفز الإنفاق المحلي ولكن سيكون سبباً في ارتفاع سعر الصرف الاسمي والحقيقي والذي سيؤدي بدوره إلى إزاحة خارجية لصافي الصادرات بنفس المقدار ولكن دون تغيير في الطلب الكلي[2].

[1] GÜMÜŞ E., (2003): op. cit., pp3-4 .

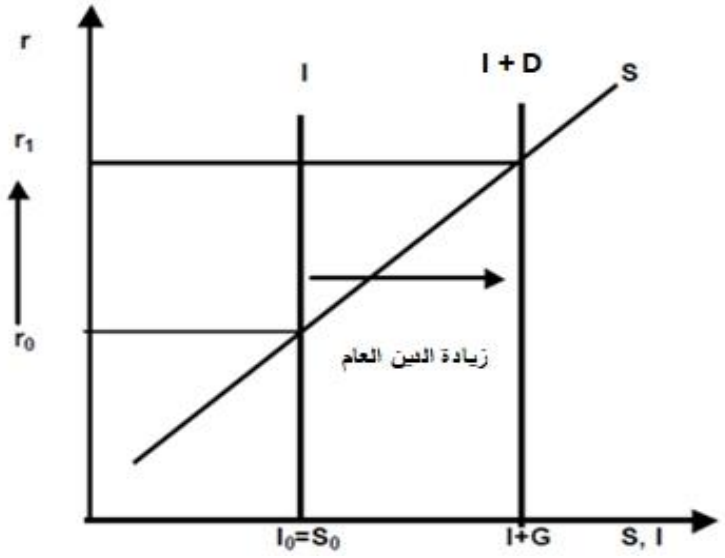
[2] سليمان، فرات، (2015): مرجع سبق ذكره، ص66.

لقد أُظهِر أثر المزاحمة في الحالتين السابقتين بشكل نظري، ولكن يدعي بعض الباحثين أن أثر المزاحمة يخضع لاعتبارات ميدانية وخصوصيات كل بلد على حدا وبفعل السياسات المتبعة.

عدم وجود أثر لمزاحمة القطاع العام:

هي حالة خاصة، عندما يكون الاستثمار الخاص لا يتأثر بمعدل الفائدة، ومن ثم لن يحصل أثر للمزاحمة كما يوضح الشكل رقم (5)، حيث أن تمويل الحكومة لعجز الموازنة عن طريق الاقتراض من القطاع الخاص سيؤدي إلى ارتفاع معدلات الفائدة ولكن لن يؤثر على الاستثمار الخاص، بينما يؤثر إيجاباً على الادخار فقط[1].

الشكل 5 عدم وجود أثر للمزاحمة No Crowding– out



GÜMÜŞ E., (2003): op. cit., p6.

أما فرضية ريكاردو– بارو[2] أو مايعرف بـ "نموذج التكافؤ الريكاردي" التي نشأت كتعديل للفكر الكلاسيكي المعاصر، والتي تدعم وجهة النظر القائلة بأن عجز الموازنة ليس له أثر مباشر على معدلات الفائدة والنمو الاقتصادي، تشير إلى أن الزيادة في عجز الموازنة (على سبيل المثال، من خلال الإنفاق الحكومي) سيتم

[1] سليمان، فرات، (2015): المرجع السابق، ص67.

[2] **فرضية ريكاردو- بارو:** هي فرضية اقتصادية تجمع بين أفكار **ديفيد ريكاردو** "التي تنص على أن الأفراد يدركون بأنَّ الحكومة قد ترفع نسب الضرائب في المستقبل لتغطية عجز الموازنة، أو تسديد الدين العام، لذلك يرفعون نسبة ادِّخارهم ويخفضون من استهلاكهم"، وإضافة **روبرت بارو** أحد أبرز اقتصاديّ المدرسة الكلاسيكيَّة المعاصرة إلى الفرضية فيما بعد من خلال توظيف التوقُّعات العقلانيَّة وإبراز تأثيرها في قرارت الادِّخار والاستهلاك الفردي. حيث أنه بالنسبة لنمط معين من الإنفاق الحكومي، فإن طريقة تمويل هذا الإنفاق لا تؤثر على قرارات الاستهلاك الخاص، وبالتالي لا تحدث تغيير في الطلب الكلي.

دفعها عاجلاً أم آجلاً، وأن تدني الضرائب اليوم يجب أن يقابله زيادات في الضرائب المستقبلية، مع افتراض ثبات أسعار الفائدة والاستثمار الخاص وبمعنى آخر فإن القيمة الحالية للضرائب المتزايدة في المستقبل تتوافق مع الإنفاق العام الإضافي في العام الحالي [1].

إذ يقوم منهج هذه الفرضية على افتراض قدرة الأفراد على تكوين توقُّعات عقلانيَّة عن المتغيّرات المستقبلية، أي إدراك دافعو الضرائب لسياسة الحكومة المالية وعزمها على زيادة نسب الضرائب مستقبلاً لغرض تغطية عجز الموازنة، أو تأدية التزمات الدين العام، ممّا يدفعهم إلى رفع نسبة الادخار في المرحلة الراهنة، وتأجيل زيادة الاستهلاك للمراحل المقبلة بغرض تسديد الأعباء الضريبية المستقبلية. لذلك، فإن تمويل عجز الموازنة سواء بزيادة الدين العام أو الضرائب، ذو أثر محايد، وأن كلا الحالتين لن يفضي إلى زيادة الطلب الكلي على السلع والخدمات، ولن يؤدي إلى زيادة حجم الإنتاج المحلي الإجمالي[2]. وذلك بافتراض وجود أسواق مالية مثلى، أي لا يوجد قيود على الإقراض والإقتراض. [3]

وفي النتيجة فإن فرضية ريكاردو– بارو ترى أن تخفيض مساهمة الضرائب في تمويل العجز سوف يترك أثراً على الاستهلاك، إذ يحافظ القطاع الخاص على مستوى الاستهلاك ذاته، وادخار الدخل الإضافي المتاح لدفع الالتزامات الضريبية المستقبلية، وهذه الزيادة في الادخار الخاص تعادل الانخفاض في الادخار العام، وبمعنى آخر يبقى الادخار الوطني ثابتاً دون تغير (يمثل الادخار الوطني مجموع الادخار الخاص والعام)، وبالتالي لن يكون لخفض الضرائب أي أثر متوقع، ويعني ذلك أن استخدام السياسة المالية لزيادة الديون لن تزيد من الطلب الكلي، وبالتالي لا يوجد أثر متوقع على العمالة والإنتاج في الأجل القصير[4].

ومن جهة أخرى كما يوضح الشكل رقم (6) فإن زيادة الدين العام ΔD يؤدي إلى زيادة مماثلة في الادخار ΔS ولا يحدث أي مزاحمة في الائتمان، كما لا يوجد أي تغيير سواء في معدل الفائدة r أو في حجم الاستثمار الخاص[5].

---

[1] Noveski M., (2018): "Macroeconomic effects of the budget deficit in the Republic of Macedonia". Croatian Review of Economic, Business and Social Statistics, Vol. 4, No. 2, P6.

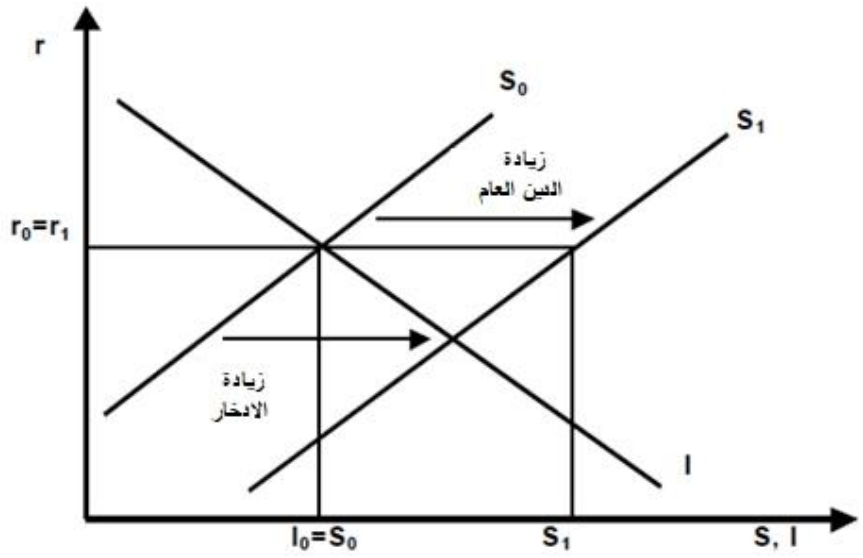
[2] قرياقوس، سعد، (2021): " التعادل الريكاردي- تأثير زيادة الإنفاق الحكومي في الطلب الكلّي والإنتاج". صحيفة مال الاقتصادية الالكترونية، المملكة العربية السعودية، https://maaal.com/2021/01/169739-2/ .

[3] سليمان، فرات، (2015): مرجع سبق ذكره، ص67.

[4] سليمان، فرات، (2015): مرجع سبق ذكره، ص69.

[5] GÜMÜŞ E., (2003):), op. cit., pp 8-9.

الشكل 6 فرضية ريكاردو– بارو



GÜMÜŞ E., (2003): op. cit., p8.

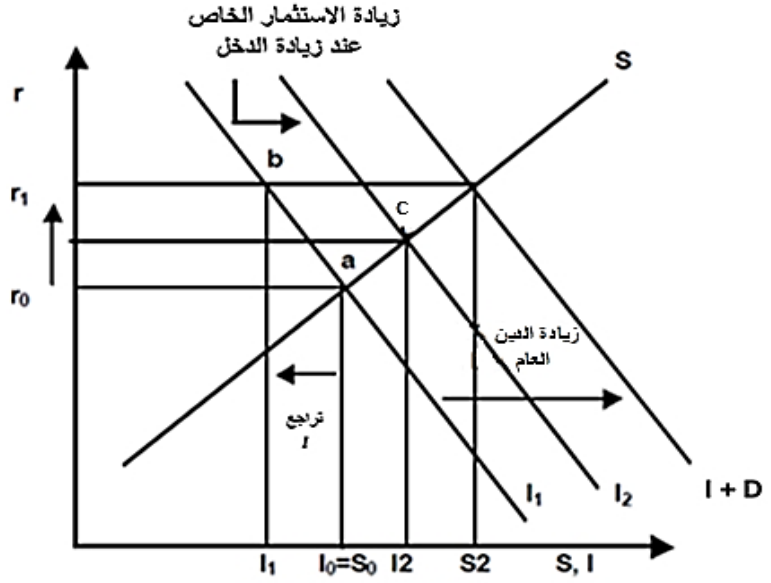
ونتيجة لذلك ترى الباحثة أنه وفق نموذج التكافؤ الريكاردي يزيد الادخار الحالي بمقدار زيادة الدين العام: $\Delta S = \Delta D$، وأن الزيادة في الدين العام لا تؤدي إلى زيادة في معدل الفائدة فلا تنعكس بأي أثر على الاستثمار وبالتالي النمو الاقتصادي.

بينما **تبنى الكينزيون المعاصرون** تأثيرات عجز الموازنة المتمثلة بـ "مزاحمة القطاع الخاص Crowding–in" بدلاً من تأثير "مزاحمة القطاع العام Crowding–out". فقد تم طرح الأفكار الكينزية بالإشارة إلى الآثار التوسعية لعجز الموازنة، بافتراض أن عجز الموازنة يسبب زيادة في الإنتاج المحلي الإجمالي مما يعزز تفاؤل المستثمرين من القطاع الخاص بالاتجاه نحو النمو الاقتصادي المستقبلي. كما افترض النموذج الكينزي إمكانية أن يكون الاقتصاد في حالة عدم التشغيل الكامل، علاوة على ذلك، فإنه يفترض وجود عدد كبير من المستهلكين المقيدين بعدم توفر السيولة، مما يعني أن الاستهلاك الكلي يتأثر بالتغيرات في الدخل الفردي المتاح بدرجة كبيرة. [1]

[1]Kurantin N., (2017), op. cit., pp 213-214.

إذ تتمثل وجهة نظر المدرسة الكينزية بالحالة التي يكون بها الاستثمار الخاص مرتبطاً بكل من معدل الفائدة والدخل أي أن $I = I(r, y)$، وبافتراض أن $I'(r) < 0$ ، $I'(y) > 0$، وبافتراض أن $s'(r) > 0$ ، $S = S(r)$ فإن تأثير اقتراض الحكومة سينعكس إيجاباً على الاستثمار الخاص، وهو ما يسمى بأثر مزاحمة القطاع الخاصCrowding–In الناجم عن عجز الموازنة[1]، والذي يوضحه الشكل رقم (7).

الشكل 7 مزاحمة القطاع الخاص Crowding–in



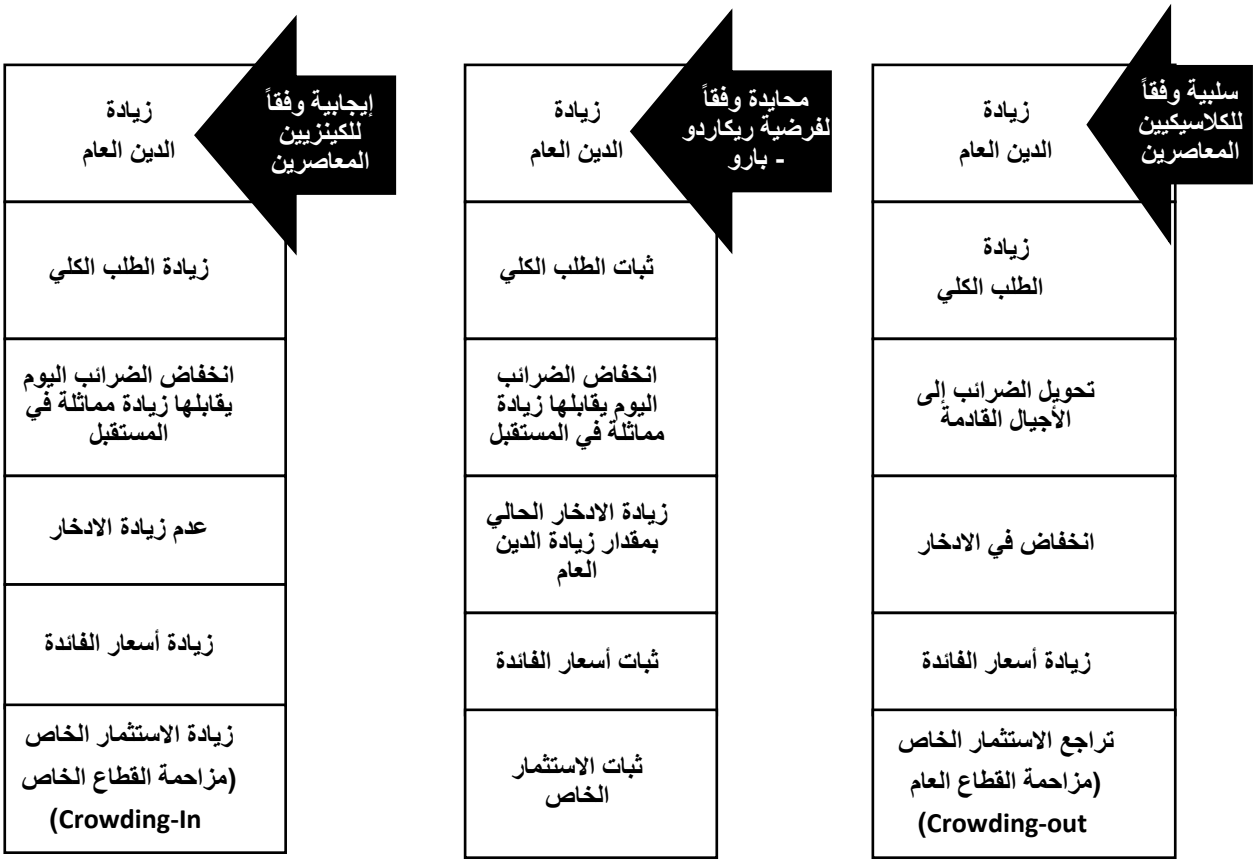
GÜMÜŞ E., (2003): op. cit., p7.

فنتيجة لزيادة الاقتراض الحكومي بمقدار ΔD يرتفع معدل الفائدة إلى$r1$ ، مما يقلل بدوره من الاستثمار الخاص إلى$I1$ ، حيث تظهر النقطة b التوازن الجديد. وفي هذه المرحلة، يدخل تأثير الدخل في المعادلة، فيؤدي إصدار دين جديد ΔD إلى ارتفاع مستوى الدخل إلى مستوى عالي ينجم عنه زيادة في الاستثمار الخاص، وبالتالي نشوء نقطة توازن جديدة c. وبناءً عليه فإن الاقتراض الحكومي ΔD، من خلال الطبيعة الديناميكية للمضاعف يتسبب في زيادة حجم الاستثمار الخاص $I0 - I2$. وهذا ما يدعى بتأثير "مزاحمة القطاع الخاص Crowding–In"[2].

[1] GÜMÜŞ E., (2003): op. cit., p 5.
[2] GÜMÜŞ E., (2003):), Ibid., p6.

مع الأخذ في الاعتبار جميع الحالات السابقة وفق وجهات نظر المدارس الفكرية المختلفة، ترى الباحثة أنه يمكن تلخيص الآثار الأساسية المحتملة لعجز الموازنة على الاقتصاد الكلي فيما يلي:

الشكل8 الآثار الأساسية لعجز الموازنة على الاقتصاد الكلي



المصدر: من إعداد الباحثة.

كما أن الإدراك الكامل لتأثير عجز الموازنة يعتمد على المدة لزمنية لقياس الأثر، وفيما يلي سيتم التمييز بين آثار العجز في الأجلين القصير والطويل:

1. الآثار في الأجل القصير

يمكن تقسيم الناتج المحلي الإجمالي حسب نموذج الدخل– الإنفاق (IS–LM) إلى ثلاثة قطاعات وهي العام، الخاص، والخارجي. ونظراً لأن إنفاق القطاع العام نادراً ما يظهر أي انخفاض، فقد تم إرجاع التباطؤ الاقتصادي إلى تراجع الطلب الكلي الخاص (كما أرجع كينز الانكماش الاقتصادي إلى الاكتناز الخاص) وفي المقابل،

كان الاقتصاديون بقيادة البروفيسور فريدريك هايك يرون أن انخفاض الاستثمار الكلي الخاص كان السبب في فترات الركود[1]. ويمكن للحكومة الشروع في اتخاذ تدابير تؤدي إلى زيادة في الاستهلاك والاستثمار الخاص.

يُفترض أن الناتج المحلي الإجمالي ثابت في الأجل القصير، ودالّة لكل من النشاط الخاص والعام.[2] ويمكن التعبير عن صافي عجز الموازنة كما في المعادلة التالية كإنفاق (S) ناقصاً الإيرادات (R): [3]

$$4.\ G = S - R$$

فإن وجود عجز في الموازنة العامة، يؤول لاتخاذ السلطات المالية تدابير وسياسات لتمويل ذلك العجز والتي يمكن تقسيمها إلى محلية ودولية. حيث يمكن لأي بلد ممارسة السيطرة على تدابير السياسة المحلية[4].

ونظراً لأن مستويات الإنتاج (Y) والاستهلاك (C) ثابتة في الأجل القصير، فإن الزيادات في الإنفاق الحكومي(G) ستقلل الاستثمار الخاص (I)، أو صافي الصادرات (X)، أو مزيجاً منهما، حيث تمثل زيادات الاقتراض الحكومي التي تقلل من الاستثمار الخاص "مزاحمة القطاع العام Crowding–out" (كما تمت الإشارة آنفاً)، وقد تمثل تحولاً من الاستثمار الخاص إلى الاستثمار العام[5].

وفي حال الاقتراض الخارجي سيكون إشراك مؤسسات ممثلي صندوق النقد الدولي، البنك الدولي، ومنظمة التجارة العالمية ضرورياً للتعامل مع المتغيرات الدولية، وبالتالي قد تفرض هذه المساعدة المؤسسية شروطاً

---

[1] Jadhav A., & Neelankavil J., (2011), op. cit, p90.

[2] حيث تُظهر المعادلة: $1.\ Y = C + I + G + (X - M)$ -المعروفة أيضاً باسم هوية المحاسبة الوطنية- الخيارات المختلفة التي يمكن إجراءها مع كامل الناتج الاقتصادي في فترة زمنية معينة. والتي تنص على أن الناتج المحلي الإجمالي (Y) في اقتصاد معين يساوي مجموع الاستهلاك الخاص (C)، والاستثمار الخاص (I) ، والإنفاق الحكومي (G)، صافي ميزان التجارة الخارجية (X - M). وبعبارة أخرى، تؤكد المعادلة (1) أن الناتج هو مجموع الاستهلاك الخاص والادخار الخاص وصافي النشاط الحكومي. (Congressional Research service, (2019), "Deficits, Debt, and the (Economy: An Introduction", CRS Report, Prepared for members and committees of Congress, pp6-7

كما يمكن أن نعبر عن الناتج المحلي الإجمالي كما يلي:

$$2.\ Y = C + S + T$$

حيث أن S: مدخرات القطاع الخاص؛ و T: تمثل الضرائب.
وبدمج المعادلتين، يكون عجز الموازنة العامة كمايلي:

$$3.\ (T - G) = (X - M) - (S - I)$$

حيث (T - G): يمثل عجز الموازنة، (X - M): تشير إلى العجز التجاري في الحساب الجاري؛ و(S - I): يصف الفرق بين المدخرات المحلية واحتياجات الاستثمار الإجمالية (العجز الرأسمالي). (Jadhav A., & Neelankavil J., (2011), op.cit., p90)

[3] Congressional Research service, (2019), op.cit., p6-7.

[4] Jadhav A., & Neelankavil J., (2011), op. cit., p90.

[5] Congressional Research service, (2019), op.cit., p7.

صارمة على البلد المقترض[1]، وعلى سبيل المثال لا الحصر من أجل التأهل لخطة إنقاذ الاتحاد الأوروبي وصندوق النقد الدولي، كان على اليونان وأيرلندا اتباع سياسة التقشف الحاد للحد من الإنفاق العام، الأمر الذي أدى إلى اضطرابات اجتماعية كبيرة.

كما تمثل زيادة الاقتراض الحكومي الخارجي لتمويل العجز الذي يقلل من صافي الصادرات، توسعاً في العرض النقدي قصير الأجل، حيث يتم جلب الأموال إلى الاقتصاد في وقت الاقتراض على حساب العرض النقدي المستقبلي (لأنه سيتأثر بصافي الأصول الأجنبية عندما يتم سداد الاقتراض الأجنبي)، فضلاً عن ارتفاع أسعار الفائدة (أو تكلفة الاقتراض) [2].

ومن ناحية أخرى يمكن استخدام تمويل العجز كجزء من استراتيجية موازنة متوازنة هيكلياً، التي تغير الضرائب ومستويات الإنفاق الحكومي لتسهيل تأثير دورات الأعمال. فقد يؤدي تسهيل التغييرات في الموازنة إلى تقليل الصدمات الاقتصادية الناجمة عن العجز بين الشركات والأسر. كما قد تستخدم الحكومات أيضاً حالات العجز أو الفوائض لتوزيع عبء الدفع للمشاريع طويلة الأجل عبر الأجيال. وهذا النوع من إعادة التوزيع بين الأجيال هو أحد المبررات لإنشاء الصناديق الائتمانية طويلة المدى، كتلك المخصصة للضمان الاجتماعي[3].

وبناء على ماسبق، فقد تختار السلطة المالية توليد عجز في الموازنة في الأجل القصير لأسباب عدّة، إذ يؤدي تمويل العجز من خلال زيادة الديون، إلى زيادة المستوى الإجمالي للإنفاق في الاقتصاد، فيعتقد معظم الاقتصاديون أن تنفيذ تمويل العجز يمكن استخدامه لتوليد تأثير تحفيزي قصير الأجل إما لصناعة معينة، أو للاقتصاد بأكمله. وانطلاقاً من وجهة النظر هذه، يمكن استخدام الزيادات في الإنفاق الحكومي والتخفيضات الضريبية لتوليد فرص العمل والإنفاق الاستهلاكي وتقليل شدة فترات الركود الاقتصادي.

بينما يعتبر تمويل العجز استراتيجية أقل فعالية لمواجهة التقلبات الدورية عندما يؤدي إلى "المزاحمة"، وبعبارة أخرى عندما يحل التمويل الحكومي محل تمويل القطاع الخاص بدلاً من تحفيز نشاط اقتصادي جديد. كما يمكن أن يساعد خفض العجز عندما يعمل الاقتصاد في حالة التشغيل الكامل أو بدرجة قريبة منها في منع

[1] Jadhav A., & Neelankavil J., (2011), op. cit., p90.
[2] Congressional Research service, (2019), op.cit., p7.
[3] Congressional Research service, (2019), Ibid., p7.

إنهاك الاقتصاد وتجنب "مزاحمة" الاستثمار الخاص، مما قد يكون له آثار إيجابية على حقوق الملكية بين الأجيال والنمو طويل الأجل.

2. الآثار في الأجل الطويل

ويرتبط بشكل خاص بجانب العرض (أي التغير في الناتج المحلي الإجمالي)، فإن تأثير الاقتراض الحكومي على النمو الاقتصادي يعتمد على كيفية استخدام المبالغ المقترضة بالنسبة لما كان يمكن فعله مع تلك المدخرات (أي زيادة الاستثمار الخاص أو صافي الصادرات) إذا لم يتم الاقتراض. كما هو موضح في المعادلة:

$$5.\ \Delta Y = f(\Delta L, \Delta K, \Delta A)$$

فإن النمو الاقتصادي، أو التغيير في الإنتاج (ΔY)، هو دالة العمل (L) (عدد الأشخاص الذين يعملون وساعات عملهم)، رأس المال (K) (والذي يشمل كل من المعدات والآلات وجميع العوامل الأخرى غير العمالية "رأس المال الثابت")، والمعرفة والقدرة التكنولوجية "التقدم التقني" (A) التي تحدد إنتاجية العمل ورأس المال.

وبافتراض أن رصيد العمالة غير مرن بالنسبة لخيارات السياسة المالية، فإن تأثير الدين الحكومي على النمو الاقتصادي يعتمد على كيفية تأثير النشاط الحكومي الإضافي على رصيد رأس المال، وإنتاجية العمالة ورأس المال مقارنة بما كان سيحدث لو استُثمرت المبالغ المقترضة بشكل خاص أو زيادة صافي الصادرات. فإذا كان هذا النشاط الحكومي (الإنفاق الممول بالديون/تمويل العجز) يساهم في هذه العوامل أكثر من النشاط الاقتصادي الذي حل محله، فسيكون لتمويل العجز بالديون تأثير إيجابي على النمو الاقتصادي في المستقبل. في حين إذا كان هذا النشاط يساهم بدرجة أقل في تلك العوامل من الاستثمار الخاص وصافي الصادرات الذي تم إحلاله بدلاً عنها، فإنه سيقلل من الإمكانات الاقتصادية طويلة الأجل[1].

إن زيادة مستويات الديون الحكومية لتمويل عجز الموازنة تؤدي إلى تحويل الموارد الاقتصادية عبر الفترات الزمنية، حيث تمثل إصدارات الدين الحكومي زيادة في المستوى الحالي للموارد المتاحة وانخفاضاً في الموارد المتاحة في المستقبل. ويُنظر إلى صافي مدفوعات الفائدة –إجمالي مدفوعات الفائدة التي تدفعها الحكومة (للدائنين) على الأموال المقترضة ناقصاً مدفوعات الفائدة المستلمة من الأفراد والمؤسسات المقترضة من

[1] Congressional Research service, (2019), Ibid., p8.

الحكومة أو المدينين– على أنها إجمالي المصروفات المرتبطة بالاقتراض الحكومي المتراكم ولا يمكن تخصيص هذه الموارد لخدمات حكومية أخرى[1]. ولذلك يعتبر الدين عبئاً تتوارثه الأجيال.

كما أن إجمالي الاقتراض الحكومي لتمويل العجز في فترة ما سيكون مرتبطاً بمدى وفرة الأموال المتاحة للاستثمار (المدخرات)، ما يعني أن مبلغ الدين الحكومي بالنسبة للإنتاج المحلي الإجمالي لا يمكن أن يزيد إلى أجل غير مسمى. لذلك يُعتقد أن الدين الحكومي غير مستدام إذا ارتفعت نسبة الدين إلى الناتج المحلي الإجمالي بشكل مستمر في الأجل الطويل، وبعبارة أخرى عندما يتجاوز النمو في العجز وبالتالي رصيد الدين العام لإجمالي النمو الاقتصادي، مما قد يتسبب في مجموعة متنوعة من النتائج السلبية، بما في ذلك انخفاض الإنتاج، زيادة البطالة، ارتفاع معدل التضخم، ارتفاع معدلات الفائدة، وتدني قيمة العملة الوطنية[2].

وهنا لا بد من الإشارة إلى أن النمو الاقتصادي لا يقلل تلقائياً من عجز الموازنة ما لم تتضمن برامج السياسة المالية تخفيضاً للنفقات الحكومية بمقدار أعلى من مستوى تدني الضرائب، أو زيادة الضرائب بالتزامن مع ترشيد النفقات[3].

يُعدُّ العجز في الموازنة المساهم الرئيسي في الدين العام. حيث تبيع الحكومة أدوات الدين العام لتمويل عجز الموازنة، وتمثل قيمة تلك الديون (التي تشمل مدفوعات الفائدة) الغالبية العظمى من الدين العام[4]. وبالمقابل تؤثر نتائج الاقتراض الحالية (الدين العام) على نتائج الموازنة المستقبلية. حيث تساهم الديون العامة بشكل مباشر في عجز الموازنة من خلال خدمة الديون. فإن مدفوعات الفائدة المدفوعة على الدين العام تمثل إنفاقاً حكومياً جديداً، ويتم تسجيلها في الموازنة كنفقات جديدة[5].

وهكذا ترى الباحثة أن هناك علاقة ثنائية الحد بين عجز الموازنة والدين العام، حيث يؤدي عجز الموازنة إلى زيادة مستويات الدين العام، والتي بدورها تؤدي إلى زيادة العجز في المستقبل بسبب الحاجة إلى خدمة الدين بمدفوعات الفائدة المرتفعة. وتختلف طبيعة العلاقة بين العجز والدين باختلاف مصدر الدين.

---

[1] Congressional Research service, (2019), Ibid., p8.

[2] Congressional Research service, (2019), Ibid., p8.

[3] Jadhav A., & Neelankavil J., (2011), op. cit., p89.
وعلى سبيل المثال خلال الفترات 1991-2000 في الولايات المتحدة الأمريكية، تجاوزت الزيادة الضريبية النفقات الحكومية، مما أدى إلى تقليل العجز وخلق فوائض في الموازنة . (HOOVER H., (2010), op. cit., P689).

[4] Congressional Research service, (2019), op. cit., p4.

[5] Congressional Research service, (2019), Ibid., p5.

خامساً: مصادر وأساليب تمويل عجز الموازنة العامة

تحظى قضايا السياسة المالية باهتمام متزايد بسبب تأثيرها على ظروف الاقتصاد ككل. ومن أهم أسباب هذا الاهتمام هو زيادة نسب الدين العام إلى الناتج المحلي الإجمالي في العديد من البلدان المتقدمة، إذ أنّ تلك الزيادة ناتجة عن العجز طويل الأجل في الموازنة العامة.

ويمكن ملاحظة تفاقم هذا الوضع تفاقماً كبيراً نتيجة الأزمة المالية العالمية الأخيرة، التي كانت إحدى أشد الأزمات الاقتصادية في العديد من البلدان. بينما في العصر الحالي، يبدو أن الخطر الأكبر الذي يواجه الاقتصاد العام هو تدهور حالة المالية العامة. ففي معظم البلدان، وعلى مر السنوات، يمكن ملاحظة عجوز شبه مستمرة، مما يزيد من حجم الدين العام. وإن تراكم عجوز الموازنة لفترات سابقة يشكل رصيد الدين العام للدولة، وبالتالي ينمو الدين العام عندما يكون هناك عجز في القطاع العام، حيث يتم أخذ قروض جديدة لتغطية فائض المصروفات المتكبدة.

من ثم يُعدُّ عجز الموازنة العامة من أهم المسائل والقضايا في دول العالم المختلفة، لأن نجاح هذه الدول يقاس بمدى نجاح سياساتها المالية والاقتصادية والاجتماعية، وبما أن السياسة المالية تعتمد أساساً على الموازنة العامة بين إيرادات الدولة ونفقاتها –أي تجنب الوقوع في العجز–، فوجب على هذه الدول البحث عن الوسائل والأدوات المالية التي من شأنها تمويل وسد هذا العجز بأقل تكلفة ممكنة.

وفيما يلي سنتطرق لأبرز مصادر وأساليب تمويل عجز الموازنة العامة والآثار المترتبة على كل منها.

يمكن تمويل عجز الموازنة بمصادر عدّة يمكن تصنيفها بشكل أساسي إلى مصادر تمويل داخلية ومصادر تمويل خارجية[1].

1. المصادر الداخلية لتمويل عجز الموازنة

1.1. الاقتراض من الجمهور

وذلك من خلال إصدار السندات الحكومية وبيعها للأفراد. ويعد ذلك تمويلاً غير تضخمياً، فظاهرة المزاحمة للقطاع الخاص الناجمة عن بيع السندات الحكومية للأفراد يحول جزءاً من الدخل المتاح لإنفاق الأفراد إلى

[1] الأفندي، حمد، (2016)، "عجز الموازنة والدين العام والحجم الأمثل للدين العام - دراسة نظرية تقييمية للأدبيات المعاصرة"، مجلة الدراسات الاجتماعية، ، العدد (50)، صنعاء، اليمن، ص 31.

الحكومة، وعندئذ ينخفض الإنفاق الاستهلاكي للأفراد إضافة للإنفاق الاستثماري، مسبباً بدوره في انخفاض الطلب الكلي للأفرد بقدر يعادل حجم شراء الأفراد للسندات الحكومية[1]، وحتى لو قامت الدولة بإنفاق قيمة هذه السندات فإن الطلب الكلي في الإقتصاد الوطني لن يرتفع، بل يقابلها انخفاض في الطلب الكلي من قبل القطاع الخاص مما يعني عدم حدوث ارتفاع في المستوى الأسعار.

و تتوقف فعالية هذه الوسيلة على توافر الأسواق المالية المتطورة، إلى جانب تحقق أسعار فائدة مرتفعة تزيد على معدلات التضخم السائدة، بالإضافة إلى توفر ثقة القطاع الخاص والأفراد في هذه السندات الحكومية[2].

1.2. الاقتراض المصرفي

ويتم ذلك إما بالتوسع بالاقتراض الحكومي من البنك المركزي، أو بالاقتراض من البنوك التجارية. مما يؤدي إلي زيادة الكتلة النقدية الأمر الذي ينعكس على زيادة حدة التضخم[3].

- **الاقتراض من البنك المركزي:** ليس للاقتراض من البنك المركزي تأثير انكماشي مباشر على الطلب الكلي، لأن البنك المركزي ليس مضطراً لتخفيض الائتمان الممنوح لبعض القطاعات حتى يقوم بتوسيع الائتمان المقدم للحكومة، ومن هنا يقال بإن الإنفاق المحلي المصحوب بالاقتراض من البنك المركزي له أثر توسعي على الطلب الكلي.
- **الاقتراض من البنوك التجارية:** تأتي هذه الطريقة للتمويل عن طريق بيع سندات الدين الحكومية التي تصدرها الخزينة العامة للبنوك التجارية، عندما يكون للبنك التجاري احتياطيات زائدة فلن يكون لهذا النوع من التمويل آثار على الطلب الكلي، ويكون للإنفاق الحكومي الممول من هذا الاقتراض آثار توسعية شبيهة بالإنفاق الممول من البنك المركزي. أما إذا لم يكن لدى البنوك التجارية احتياطيات زائدة فإن اقتراض الحكومة من البنوك التجارية سيكون على حساب الائتمان الممنوح للقطاع الخاص[4].

---

[1] الدباش، عبدالله، وَالناصر، ميسون، (2018)، مرجع سبق ذكره، ص 546.

[2] دنان، راضية، (2012)، مرجع سبق ذكره، ص155.

[3] سعد، مروي، (2015)، " العوامل المؤثرة في عجز الموازنة العامة في السوادان 1992 – 2014- نموذج قياسي"، رسالة ماجستير، جامعة السودان للعلوم والتكنولوجيا، السودان، ص 27 .

[4] قرود، علي، وكزيز، نسرين، (2018)، مرجع سبق ذكره، ص 201.

1.3. الإصدار النقدي (التمويل التضخمي)[1].

تحتاج اقتصاديات الدول إلى الموارد المالية من أجل تمويل وتحريك الأنشطة الاقتصادية التي تدفع عجلة التنمية الاقتصادية، وأن نقص تلك الموارد يؤدي إلى ظهور مشكلة السيولة في الاقتصاد وتضطر الدول في هذه الحالة إلى اللجوء إلى لما يسمى بالتمويل بالعجز أو التمويل التضخمي من خلال طبع المزيد من النقود لسد الاحتياجات الضرورية لاقتصادياتها.

فإن التمويل بالعجز أو التمويل التضخمي عن طريق الإصدار النقدي، هو خلق النقود لسد الفجوة التي تظهر في تمويل خطة التنمية الاقتصادية وفي الموازنة العامة. وهو أسلوب تستخدمه السلطات العامة للحصول على تمويل إضافي عندما تعجز المصادر الاعتيادية للإيرادات العامة عن تمويل النفقات العامة، ويتلخص هذا بالاعتماد على إصدار نقدي جديد ويسمى بالتمويل التضخمي نتيجة لزيادة الإصدار النقدي لتمكين الوحدات الاقتصادية من الحصول على موارد إضافية في ظل شح الموارد والمدخرات القومية الأخرى.

ويطلق على هذا الأسلوب التمويل التضخمي لأنه يؤدي إلى حدوث التضخم كون أن الموارد المالية محدودة، حيث يؤدي إلى زيادة الطلب الكلي عن العرض الكلي، فطرح كميات إضافية من النقود في التداول دون أن ترافقه زيادة إضافية في الإنتاج يؤدي إلى زيادة الطلب نتيجة لزيادة القوة الشرائية التي ولدتها كمية النقود الجديدة، ونتيجة لزيادة الطلب ترتفع الأسعار بشكل أكبر من كمية النقود نفسها، فتحدث حالات التضخم النقدي الذي يترك آثاره الضارة على الاقتصاد الوطني.

[1] بن جميل، هناء، (2018)، " التمويل التضخمي كوسيلة لضبط عجز الموازنة العامة"، المجلة الجزائرية للأبحاث الإقتصادية، العدد (1)، الجزائر، ص ص 2-6.

2. المصادر الخارجية لتمويل عجز الموازنة

2.1. القروض الخارجية

إن عدم كفاية المدخرات الوطنية وقلة مصادر التمويل المحلية، يجعل الدولة تلجأ إلى الاقتراض الخارجي سواء من حكومات أجنبية أو المنظمات الدولية[1] ومن الأسواق المالية الدولية. حيث تلجأ الدولة للقروض الخارجية عندما[2]:

أ. لا تستطيع المدخرات الوطنية تغطية السندات المطروحة للاكتتاب.

ب. تريد الدولة إقامة مشاريع ضخمة لا تستطيع القروض المحلية تمويلها.

ت. تريد الدولة تمويل المستوردات أو تصحيح الاختلال في ميزان المدفوعات.

ويمكن أن يكون هذا النوع من التمويل للعجز في شكل المنح أو القروض الميسرة أو التفضيلية أيضاً.

2.2. المنح أو القروض الأجنبية الميسرة أو التفضيلية[3]

تحتل الإعانات والهبات الأجنبية والقروض الميسرةأهمية كبرى بالنسبة لبعض الدول، خاصة النامية منها، الأمر الذي جعل بعضاً من هذه الدول، تعتمد اعتماداً كبيراً على هذه المساعدات في تمويل عجز موازنتها العامة سواء كان العجز مؤقتاً أو مزمناً. ويمكن أن تكون وفق أحد الصيغ التالية:

أ. على شكل نقدي، إذ تقوم الدولة المانحة بتوفير حجم معين من النقد الأجنبي لدولة أخرى تعاني العجز.

ب. مساعدات سلعية كمواد غذائية أو مواد سلعية أخرى، وهذه السلع تباع محلياً، ويتم استخدام المبالغ المتحصل عليها لتمويل العجز.

ج. ويمكن أن تكون المنح مخصصة لتمويل مشروعات تنموية أو لاستكمال بعض مشروعات البنية الأساسية، بهدف مساعدتها على زيادة معدل التنمية الاقتصادية، وهذا بدوره يساعد الحكومة المستلمة للمساعدة على تخصيص بعض الموارد المعالجة لعجز الموازنة.

---

[1] دنان، راضية، (2012)، مرجع سبق ذكره، ص155.

[2] العكام، محمد خير، (2018)، مرجع سبق ذكره، ص 250.

[3] كردوي، صبرينة، وآخرون، (2018)، "أساليب تمويل الموازنة العامة والآثار المترتبة عليها"، مجلة نور للدراسات الاقتصادية، المجلد (4)، العدد (7)، الجزائر، ص202.

لكن هذا الأسلوب من التمويل ينطوي أيضاً على جانب من الآثار السلبية أهمها زيادة الأعباء المالية الملقاة على عاتق موازنات البلدان النامية، لما يشترط فيها من فوائد عالية.

يعدُّ الاقتراض الخارجي من أهم الوسائل التي يمكن للدولة أن تلجأ إليها من أجل تغطية جزء من عجز موازنتها العامة[1]. لكنه يسب العديد من الآثار السلبية للدولة المقترضة. فتختلف في آثارها عن القروض الداخلية، ولكل منهما عدد من المزايا والسلبيات التي تميزه عن الآخر نجملها فيما يلي:

- لا يزيد القرض الداخلي الثروة القومية لأنه يحول الأموال من الأفراد إلى الدولة بينما يزيد القرض الخارجي الثروة القومية ولو مؤقتاً لأنه ينقل الأموال من دولة مقرضة خارجية إلى داخل الدولة.
- لا يؤثر القرض الداخلي على سعر صرف العملة الوطنية، بينما يؤدي القرض الخارجي لتحسين ميزان المدفوعات عند الحصول عليه، ويتأثر سعر الصرف إيجاباً. أما عند سداد القرض فيتأثر سعر الصرف سلبياً لأنه يحول القطع الأجنبي إلى الخارج.
- يؤدي القرض الداخلي إلى تحويل الاستهلاك من طبقة إلى أخرى، بينما القرض الخارجي سوف يزيد الطلب المحلي، ويؤدي إلى رواج في الاقتصاد نظراً لدخول وسائل دفع جديدة.
- لا يؤثر القرض الداخلي على الوضع السياسي للدولة وفي حال اضطرار الدولة للدفع وعدم توفر الأموال اللازمة تقوم بتحويله إلى قرض طويل الأجل، بينما في حال عدم سداد القرض الخارجي قد تتدخل الدولة الأجنبية في الشؤون الداخلية مما قد يؤثر في الاستقلال السياسي للدولة، كما حدث لبعض الدول النامية في أواخر القرن 19، فزيادة القروض الخارجية على مصر في نهاية القرن التاسع عشر هو السبب الرئيس لاحتلالها من قبل الانكليز، أو قد تخضع لبرامج صندوق النقد الدولي والمنظمات المالية الدولية مما يؤثر في الوضع الاقتصادي والسياسي للدولة.
- فقد أصبحت هذه القروض وسيلة جديدة لتدخل الدول الكبرى في التأثير في سياسات الدول المقترضة المالية والاقتصادية، لتفرض عليها القواعد التي تحسن من وضع ماليتها العامة من أجل مساعدتها في الاستمرار في وفائها لقروضها دون النظر أحياناً لآثار ذلك في الناحية الاجتماعية والاقتصادية للدولة المقترضة[2].

[1] مرسي، منال، (2021)، مرجع سبق ذكره، ص379.
[2] العكام، محمد خير، (2018)، مرجع سبق ذكره، ص 251.

فإن الاقتراض الخارجي يكمل الادخار المحلي، ويساعد في تمويل مقدار أكبر من الاستثمار، لكن استخدام الاقتراض الخارجي غير الملائم كتمويل النشاطات غير الانتاجية أو العجز المستمر، يؤدي على الأرجح إلى اقتراض مستمر يؤول إلى أزمة مديونية في نهاية المطاف[1].

وعليه فقد ارتبط ظهور القروض العامة بعجز الموازنة، أو بالحاجات المالية المتزايدة للدولة، فأصبحت أداة مالية سنوية تستخدمها الدولة لتمويل برامجها الاقتصادية، وخاصة المشاريع الإنتاجية الكبرى، ولذلك تصدى علماء المالية العامة لهذه الظاهرة وعرفوها وفق مفاهيم عديدة ركزت في مجملها على آلية الحصول على القروض والأهداف المتوخاة منها وطريقة تسديدها واستناداً لذلك يمكن تعريف القروض العامة بأنها مبلغ من المال يغلب عليه الطابع النقدي، تحصل عليه الأشخاص الاعتبارية العامة (الدولة) من الأفراد أو المؤسسات الوطنية أو الأجنبية يتضمن مقابل الوفاء ويؤدي لإشباع الحاجات المالية المتزايدة للدولة ويساعدها على تحقيق أهدافها الاقتصادية والاجتماعية والسياسية. فهي عقود مالية بين الأفراد أو المؤسسات المالية وبين الدولة ينتج عنها العديد من الآثار الاقتصادية، الاجتماعية، والسياسية في الاقتصاد الوطني.

2.3. اللجوء للاحتياطي بالعملات الأجنبية

ويتم في حالات تفاقم عجز الموازنة العامة، كما هو الحال في أغلب الدول النامية التي كان من الضروري اللجوء إلى الاحتياطيات الدولية من أجل تغطية احتياجاتها من العملة الأجنبية، حيث أن جزء كبير من الإنفاق الحكومي لا يتم تسويته إلا بالعملة الأجنبية[2].

من ثمّ فإن تمويل العجز العام يتمثل فيما يلي:

تمويل العجز العام = التمويل النقدي (الإصدار النقدي الجديد) + التمويل بالدين المحلي+ التمويل بالدين الخارجي[3].

وبناء على المعطيات السابقة فإن التمويل التضخمي يتم في شكلين هما إصدار نقدي جديد، والاقتراض من الجهاز المصرفي، والهدف الأساسي منهما هو الإسراع بالتنمية فارضاً تضحيات عاجلة من أجل رفاهية آجلة. لكن إمكانيات التمويل التضخمي محدودة في الدول النامية نظراً لعدم مرونة الجهاز الإنتاجي فيها، مما قد

[1] حساني، عبد الرزّاق، (1993)، "الوضع الراهن لاقتصادنا النقدي والمهمات الرئيسية للسياسة النقدية في الجمهورية العربية السورية"، رسالة ماجستير، كلية الاقتصاد، جامعة دمشق، سورية، ص 14.

[2] مرسي، منال، (2021)، مرجع سبق ذكره، ص379.

[3] Easterly W., (1993), op. cit., P213.

يلحق بها أضراراً نتيجة الاتجاه إلى الاستثمار غير المنتج والمضاربات وغيرها. وقد لا يساعد التضخم على اجتذاب رؤوس الأموال الأجنبية المستثمرة نظراً للتخوف من ارتفاع تكاليف الإنتاج، علاوة عن أثره في خفض الصادرات وزيادة الواردات.

من ثمّ فإذا تم الاعتماد على هذا النوع من التمويل عن طريق الإصدار النقدي أو التوسع في منح الائتمان (سيادة التمويل المصرفي) يؤدي إلى النتائج السابقة مما يؤدي إلى إعاقة التنمية. لذلك لا بد من اعتبار التمويل التضخمي وسيلة استثنائية وليست أساسية في إحداث التنمية مع وجود رقابة دقيقة على حجمه وتفاعلاته واتجاهاته حتى لا يخرج عن السيطرة، مع اعتبار أن البلاد النامية لا تتوفر فيها البيئة التي تتوافق مع هذا النوع من التمويل.

سادساً: سبل علاج عجز الموازنة العامة

تعتمد معالجة عجز الموازنة العامة في أي بلد على أساليب وتدابير علاجية معينة، يتمثل أبرزها بإدخال إصلاح مالي جذري لترشيد نفقات الموازنة والحد من العجز مع زيادة الضرائب، مما يؤدي إلى زيادة ثقة كل من المستهلكين وقطاع الأعمال، والذي يعد شرطاً مسبقاً وضرورياً لتحسين وإصلاح الاقتصاد الكلي[1].

وتتمثل رؤية صندوق النقد والبنك الدوليين في سبيل علاج عجز الموازنة بحزمة من السياسات المالية والنقدية في إطار الإصلاح الاقتصادي، أبرزها ما يتعلق بتخفيض الإنفاق العام، وزيادة الموارد المالية للدولة[2]، ويمكن توضيحها فيما يلي:

1. **السياسة النقدية الانكماشية:** حيث تؤثر السياسة النقدية على الطلب الكلي، وتؤثر كذلك على إجمالي الإنفاق عن طريق ترشيد الائتمان، وضبط معدلات التوسع النقدي (الذي يهدف إلى رفع معدلات الادخار، وتخفيض معدلات التضخم)، وهذا بالاعتماد على أدوات السياسة النقدية، مثل سياسة السوق المفتوحة[3].
2. **السياسة المالية التقشفية:**

2.1. السياسة المالية التي تهدف إلى خفض الإنفاق العام

[1] Jadhav A., & Neelankavil J., (2011), op. cit., p85.

[2] خوري، طارق، (2018)، " دور صندوق النقد الدولي في التأثير على القرارات السياسية والاقتصادية للدولة 1989- دراسة حالة الأردن". رسالة ماجستير، جامعة الشرق الأوسط، عمّان، الأردن، ص ص 74- 77.

[3] خوري، طارق، (2018)، المرجع السابق، ص 76.

تتمثل بإجراء خفض كبير في بند النفقات التحويلية ذات الطابع الاجتماعي، وخاصة بما يتعلق بدعم أسعار السلع التموينية الضرورية –تخفيض الدعم ورفع حد أقصى لها–، وتغيير سياسة الدولة تجاه قضية التوظيف، ويكون ذلك برفع يدها تدريجياً عن الالتزام بتعيين الخريجيين الجدد، وعدم التوسع في الإنفاق على الصحة والتعليم، بل يجب تشجيع القطاع الخاص في هذه المجالات.

كما تتضمن الحلول لعجز الموازنة التخلص من الدعم الذي تقدمه الدولة للوحدات الإنتاجية في القطاع العام التي تحقق خسارة. ويكون ذلك من خلال تصفية هذه الوحدات أو بيعها للقطاع الخاص. وأن تمتنع الدولة عن الاستثمار في المجالات التي يمكن للقطاع الخاص القيام بها[1].

2.2. السياسة المالية التي تهدف إلى زيادة الموارد العامة للدولة

يتمثل أهمها في زيادة أسعار الطاقة، وخاصة تلك التي تستخدم في أغراض الاستهلاك العائلي، والاقتراب من الأسعار العالمية لها، فضلاً عن زيادة رسوم الخدمات العامة للحكومة وتطبيق ما يسمى بسياسة استرداد تكلفة الخدمة.

وتشير رؤية هذا المنهج إلى زيادة الضرائب غير المباشرة، وبالذات على السلع الضرورية ومنتجات الصناعات التحويلية والخدمات المحلية، واستحداث ضريبة المبيعات أو ضريبة القيمة المضافة إن لم تكن موجودة.

وحتى يمكن وضع نوع من الإلزام أو الضوابط على تنفيذ تلك المطالب والتحكم في عرض النقود، فإن الصندوق الدولي يصر على وضع حدود عليا للائتمان المصرفي المسموح به للحكومة والقطاع العام، حتى لو أدى ذلك إلى الإضرار بالإنتاج المحلي وإحداث حالة من الكساد، لأن ذلك من وجهة نظرهم مؤقتاً وسرعان ما يزول. كما يشير حصاد التجارب لتلك البرامج إلى أنه في حالة الالتزام بسياسات وإجراءات هذا البرنامج تستطيع بعض الدول تخفيض عجز موازناتها العامة[2].

وهكذا يتضح لنا أن المناهج السابقة لعلاج عجز الموازنة العامة للدولة، التي ترد عادةً في برامج التثبيت الاقتصادي[3] التي يضعها صندوق النقد الدولي للدول النامية، تتضمن سياسات وإجراءات انكماشية وتقشفية

---

[1] الحاج، حسن، (2007)، " عجز الموازنة: المشكلات والحلول"، سلسلة دورية تعنى بقضايا التنمية في الدول العربية، العدد (63)، السنة (6)، المعهد العربي للتخطيط، الكويت، ص12.

[2] الحاج، حسن، (2007)، المرجع السابق، ص12.

[3] عادة ما تُصنف سياسات الإصلاح الاقتصادي طبقًا لبرامج صندوق النقد الدولي والبنك الدولي، إلى نوعين: الأول يعرف بالإصلاح أو التصحيح الدوري ويركز على **سياسات التثبيت والاستقرار (برامج التثبيت الاقتصادي)** التي ترمي إلى استعادة التوازن في الاقتصاد الكلي، عن طريق سياسات

صارمة، وقد اضطرت كثير من الدول النامية تحت ضغط عبء ديونها الخارجية ورغبتها في إعادة جدولة ديونها إلى تنفيذ هذا البرنامج.

فقد حرص العديد من الدول ولا سيما النامية، في بداية عقد التسعينيات من القرن العشرين، على مواجهة مشكلة عجز الموازنة العامة للدولة، في إطار برنامج الإصلاح الاقتصادي، وذلك لتحقيق الاستقرار الاقتصادي وإصلاح الاختلالات الهيكلية الرئيسية، وتعزيز النمو الاقتصادي في الأجلين المتوسط والطويل، مع الأخذ في الاعتبار التغيرات في البيئة الاقتصادية العالمية. وقد تضمن هذا البرنامج عملية إصلاح شاملة تناولت السياسات المالية والنقدية في إطار التثبيت الاقتصادي والتكيف الهيكلي، فاتبعت الحكومة سياسات مالية انكماشية ترتكز على خفض العجز الكلي كرقم مطلق، ونسبة من الناتج المحلي الإجمالي، من خلال محاولات لترشيد النفقات العامة، وزيادة الإيرادات العامة[1].

لكن الإجراءات التي ينطوي عليها البرنامج لتقييد الطلب الكلي مثل زيادة الضرائب غير المباشرة، وزيادة أسعار الفائدة ورفع أسعار الطاقة والنقل، تؤدي إلى وضع عراقيل ثقيلة أمام كثير من المشروعات الإنتاجية في مختلف القطاعات، وقد تسبب حالات إفلاس وقلق بسبب عدم إمكان تحمل الزيادة في تكاليف الإنتاج الناجمة عن تلك الإجراءات[2].

ومما سبق ترى الباحثة أن تلك البرامج ذو طابع انكماشي واضح، وتؤدي عبر تخفيض الإنفاق العام الجاري والاستثماري، إضافة إلى سياساتها المالية والنقدية إلى إحداث كساد اقتصادي وتعطيل طاقات اقتصادية، وزيادة البطالة، مما يؤدي بدوره إلى خفض واضح في المستوى المعيشي. ومن هنا فإن التكلفة الاقتصادية والاجتماعية لمثل تلك البرامج مرتفعة جداً، كما أن عبء علاج العجز وفق تلك الرؤية يقع على الفقراء ومحدودي الدخل، لأنه يؤدي إلى ارتفاع أسعار السلع الأساسية وإلغاء الدعم عن السلع التموينية، وكذلك ارتفاع أسعار منتجات القطاع العام، وزيادة رسوم الخدمات العامة.

مالية ونقدية تهدف إلى تخفيض الإنفاق القومي، والثاني يعرف بالإصلاح والتصحيح الهيكلي **(سياسات التكيف الهيكلي)** والتي تهدف إلى تحسين كفاءة استخدام الموارد الاقتصادية والبشرية والمالية، ومواصلة النمو بمعدلات معقولة.

[1] ابراهيم، نيفين، (2015)، "أثر عجز الموازنة العامة في مصر في الدين الخارجي باستخدام التكامل المشترك والسببية"، مجلة بحوث اقتصادية وعربية، المجلد (22)، العدد (71)، مصر، ص ص 98-99.

[2] الحاج، حسن، (2007)، مرجع سبق ذكره، ص13.

في حين أن الدول المتقدمة[1] قد تتبع سياسات التقشف المالي لعلاج عجز الموازنة العامة ولكن تنطوي على مزيدًا من الخصوصية تبعاً لاختلاف هياكل نفقاتها وبرامجها وتوجهاتها الوطنية.

ففي دراسة لبلدان منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية حول تدخلات الإصلاحات المالية، خلص أليسينا وبيروتي[2] إلى أن التدخلات المالية الناجحة تعتمد بشكل أساسي على مستوى الإنفاق، مع التركيز على النفقات الجارية الأولية، ولا سيما مكوناته التي يُعتقد دائماً أنها لا يمكن المساس بها منها الضمان الاجتماعي والأجور والتوظيف، فعادة ما تفشل التعديلات المالية التي تعتمد في المقام الأول على الزيادات الضريبية –وخاصة الضرائب المباشرة على الأسر– في وقف نمو الدين العام بشكل دائم.

ومن ناحية أخرى، وجد لارش وتوريني[3] في بحثهما الخاص بدول الاتحاد الأوروبي أن الضبط المالي لم يقلل من الديون بسبب تجدد النفقات المستمر، لكن بشكل عام فإن الضبط المالي من خلال التخفيضات في الإنفاق الحكومي من المرجح أن يحدث تأثيراً أكثر استدامة من زيادة الإيرادات الحكومية أو التخفيضات الكبيرة في الاستثمار الحكومي.

كما تنتهج الدول المتقدمة سياسات أخرى في سبيل علاج عجز الموازنة العامة، تختلف من بلد لآخر وفقاً لطبيعة البلد والظروف السائدة والفترة الزمنية وغيرها من العوامل، ويمكن تلخيص أبرز تلك السياسات فيما يلي:

1. تعزيز النمو الاقتصادي، بإزالة العوائق أمام تأسيس المشاريع، وزيادة مستوى التشغيل في الاقتصاد، إضافة إلى تعزيز القدرة التنافسية التجارية والإنتاجية.
2. الاهتمام في قطاع التعليم لاسيما التعليم العالي والبحث العلمي[4].

---

[1] **الدول المتقدمة:** مجموعة دول حققت تقدماً في المجال الاقتصادي والإنتاج، أي أنها دول قادرة على التصنيع والابتكار والاختراع بشكل فعّال مما يسمح لها بالتصدير مما تصنع وتنتج، وتتميز هذه الدول بارتفاع مستوى المعيشة فيها وارتفاع الناتج القومي الإجمالي على عكس الدول النامية.

[2] Alesina A., & Perotti R., (1995). "Fiscal expansions and adjustments in OECD countries" Economic Policy, Vol. 10, No. 21, PP207-248.

[3] Larch M., & Turrini A., (2008). "Received Wisdom and Beyond: Lessons from Fiscal Consolidation in the EU," European Commission, Directorate-General Economic and Financial Affairs, Economic Papers 320, PP24-25.

[4] Lagarde, Ch., "France: On the move". Minister for Economics, Finance and Industry, OECD official Website: https://www.oecd.org/germany/budgetdeficitswhatgovernmentsaredoing.htm (Visit on 1th of Feb 2022).

3. الضبط المالي الداعم للنمو: من خلال تركيز السياسة المالية على تحقيق توازن بين تعزيز الانتعاش الاقتصادي وتوطيد سلامة المالية العامة (زيادة الإنفاق الاستثماري والحد من النفقات الجارية غير المنتجة وألا يتجاوز عجز الموازنة 3% من الناتج المحلي الإجمالي) للحفاظ على ثقة السوق والنمو المستدام. وبعبارة أخرى، التوزيع الاستراتيجي للموارد العامة بتشجيع الاستثمار وتحقيق الاستقرار المعيشي ضمن موازنة الإنفاق السنوية.
4. تعزيز كفاءة الإنفاق في جميع مراحل برنامج المالية العامة من التخطيط إلى تخصيص الموازنة والتنفيذ وتقييم الأداء، على سبيل المثال من خلال إجراء دراسات الجدوى الأولية، وإدخال شروط الانقضاء (حكم الانقضاء[1]) على البرامج التي تمولها الحكومة، وتقليص تمويل البرامج الحكومية غير الفعالة.
5. تطبيق معدلات الضرائب المنخفضة وتوسيع القواعد الضريبية والكشف عن المبلغ الخاضع للضريبة، وذلك بصدد تشجيع الاستثمار، وبالتالي تعزيز النمو الاقتصادي[2].

[1] **حكم الانقضاء أو شرط الانقضاء** في السياسة العامة هو إجراء ضمن قانون أساسي أو قانون تنظيمي أو غيرها من القوانين، ينص على أن القانون يتوقف نفاذه بعد مضي مدة محددة ما لم يقم إجراء تشريعي بتمديد هذا القانون، ومعظم القوانين ليس فيها شروط انقضاء ولذلك تبقى نافذة إلى أجل غير مسمى إلا في الأنظمة التي يلغى فيها.

[2] Jeung-Hyun Y., "Korea: Striking a balance". Minister of Strategy and Finance, OECD official Website: https://www.oecd.org/germany/budgetdeficitswhatgovernmentsaredoing.htm (Visit on 1th of Feb 2022).

الفصل الثاني

الـــــديـن العـــام وتمويل عجز الموازنة

يعزى نشوء الدين العام للعديد من الأسباب الجوهرية منها والثانوية، لعلّ عجز الموازنة العامة يندرج ضمن أبرز الخطوط العريضة لتلك الأسباب كما تناولنا في الفصل السابق. كما ينطوي الدين العام على نطاق من التأثيرات المختلفة. علاوة على اختلاف مؤشراته وأدواته وأسواقه.

ولأغراض البحث لابدّ من التعرف على الإطار النظري للدين العام، من أجل توضيح الرؤية حوله كأحد متغيرات البحث ويمهد لآلية دراسة دوره في تمويل عجز الموازنة، وهكذا سيتناول هذا الفصل بدايةً الإطار النظري للدين العام وأبرز جوانبه، ثم التطرق لأسواق الدين العام وأدواته ومتطلبات تطويره.

المبحث الأول

الإطار النظري للدين العام

يعد الدين العام من أهم العوامل المؤثرة في الاقتصاديات المتقدمة، الناشئة، والنامية على حدٍ سواء، وعلى مختلف الأصعدة الاقتصادية، والاجتماعية، والسياسية ولا سيما للبلد المدين.

وقد اختلفت الآراء النظرية للاقتصاديين، كما تباينت نتائج الدراسات التجريبية حول طبيعة أثر الدين العام بشكل عام وعلى النمو الاقتصادي بشكل خاص منها ما أفادت بالأثر الإيجابي للدين العام وأخرى نفت ذلك. ولا بد أنها تعزى لأسباب اختلافات زمانية ومكانية لكل من النظريات الاقتصادية و الدراسات التجريبية.

كما بينت الأزمات العالمية على مر الزمن مدى أهمية الإدارة الرشيدة للدين العام بالاعتماد على دراسة سلوكه والمحافظة على استدامته تفادياً للغرق في العواقب السلبية الناجمة عن أزمات المديونية.

وفي هذا الصدد يتناول هذا المبحث الأسس النظرية المفاهيمية للدين العام وأسبابه وآثاره، وإلقاء الضوء على ماهية إدارة الدين العام وأهم المؤشرات المستخدمة لدراسة سلوكه.

المطلب الأول ـ ماهية الدين العام

أولاً: مفهوم الدين العام

تلجأ الحكومات عادةً للاقتراض بغرض تحقيق مجموعة من الأهداف الاقتصادية والاجتماعية والسياسية، كتمويل الأعمال الحربية وإعمار مادمرته الحرب، أو تمويل مشروعات التنمية الاقتصادية والبنى التحتية، أو لتمويل عجز الموازنة عندما تعجز الإيرادات العامة في تغطية النفقات العامة للدولة، ويترتب عليها دفع الفوائد عن هذه الأموال وردها في تاريخ استحقاقها. وبعد أن كانت الحكومات لاتلجأ للدين العام إلا في الحالات الاستثنائية كل فترة زمنية. فقد أصبحت ظاهرة سنوية وفي أكثر دول العالم[1].

[1] كنعان، علي، (2009)، مرجع سبق ذكره، ص 179-185.

ووفقاً للبنك الدولي فإن الدين العام هو إجمالي رصيد الالتزامات الحكومية المستحقة السداد في تاريخ محدد، وهو صافي التراكم في عجوزات الموازنة العامة للدولة[1].

وهكذا يمثل الدين العام مجموع الالتزامات المالية الداخلية والخارجية لدولة ما خلال فترة معينة، التي تقترضها الحكومة من المؤسسات، الأفراد، والحكومات الأخرى.

ولا بد من التفريق بين المفاهيم المرتبطة بالدين العام وفقاً لما يلي[2]:

1. **إجمالي الدين العام:** يمثل مجموع الديون القائمة والسحوبات من الديون المتعاقد عليها في نهاية السنة.
2. **صافي الدين العام:** يمثل إجمالي السحوبات من الدين ناقصاً إجمالي التسديدات، أو ما يطلق عليه بعض الاقتصاديين صافي تدفق الموارد.
3. **خدمة الدين:** تشكل خدمة الدين الأعباء المترتبة على البلد المدين من جراء المدفوعات لأقساط وفوائد الديون المتعاقد عليها.

كما يعد الدين العام من أهم المتغيرات الاقتصادية الكلية، حيث يلعب دوراً أساسياً في التأثير في المتغيرات الاقتصادية الأخرى[3]. وإن ارتفاع مستويات الدين العام بصورة غير مسبوقة لا تمثل مشكلة بالضرورة حين تكون أسعار الفائدة الحقيقية بالغة الانخفاض، كما هو الحال في كثير من الاقتصادات المتقدمة. لكن المستويات المرتفعة يمكن أن تعرّض الحكومات لمصاعب كبيرة في الأوضاع المالية العالمية وارتفاع تكاليف خدمة الدين. والذي يمكن أن يساهم بدوره في حدوث تصحيحات سوقية، وحركات حادة في أسعار الصرف، ومزيد من الضعف/القصور في التدفقات الرأسمالية، مما يمكن أن يفاقم من حدة المصاعب المتعلقة بإمكانية تحمل الديون[4].

---

[1] النويران، ثامر علي، (2021)، " تحليل استدامة الدين العام في الأردن للفترة من 2000-2020"، مجلة اقتصاديات شمال إفريقيا، المجلد /17/، العدد /26/، الجزائر، ص185.

[2] حساني، عبد الرزّاق، (1993)، مرجع سبق ذكره، ص ص 14-15.

[3] العبداني، أروى، والغامدي، منال، (2020)، "أثر الدين العام على بعض المتغيرات الاقتصادية الكلية في المملكة العربية السعودية"، منشورات مؤسسة النقد العربي السعودي، ص5.

[4] Mühleisen M., & Flanagan M., (2019), "Three Steps to Avert a Debt Crisis", IMFBlog, 18 Jan 2019, available on: https://blogs.imf.org/2019/01/18/three-steps-to-avert-a-debt-crisis/

فعند الوصول لمرحلة متقدمة من تراكم الدين العام وفقدان السلطات الحكومية القدرة على تمويل العجز، تكون أمام إحدى الخيارين إما تقييد الإنفاق الحكومي، أو زيادة الإيرادات الضريبية، وكلا الخيارين له تأثير سلبي على الطلب الكلي وبالتالي معدل النمو الاقتصادي. وعندما لا تستطيع الحكومة اتباع إحدى الخيارين تنشأ أزمة ديون وتضطر الحكومة إلى التخلف عن السداد، أو تضخيم الديون وكلاهما يترتب عليه تكاليف اقتصادية ضخمة، مما يزيد من عبء الدين العام، وعرقلة عملية التنمية الاقتصادية [1].

وعلى سبيل المثال فقد أدى الارتفاع الكبير في تكاليف خدمة الدين خلال حقبتي السبعينات والثمانينات إلى وقوع كثير من الدول في " فخ المديونية [2] ". ومع تزايد احتياجات الدول للديون في ظل ضآلة مواردها المالية، تولد أهمية توافر إدارة جيدة للدين العام لتفادي أزمات المديونية وتعظيم الفوائد وتقليل المخاطر وتتمثل الإدارة الجيدة في تخصيص جزء من النمو المستقبلي لتمويل خدمة الديون الحالية، وكذلك رسم الحدود القصوى لنمو الدين[3].

ثانياً: أسباب تراكم الدين العام

يعزى استمرار لجوء الحكومات إلى الاستدانة والوصول إلى أزمة المديونية للكثير من الأسباب المالية والاقتصادية والسياسية، تصنف إلى داخلية وأخرى خارجية، وفيما يلي توضيح لأبرزها:

أولاً. أهم العوامل الداخلية[4]

1. **عجز الموازنة العامة** بشكل رئيسي، وبالتالي كافة الأسباب الرئيسية والثانوية المسببة لعجز الموازنة من (قصور الإيرادات العامة، التهرب الضريبي، التحفيز المالي، عسكرة الاقتصاد.....إلخ).

---

[1] البرماوي، أدهم، (2021)، " أثر الدين العام المحلي والخارجي على النمو الاقتصادي باستخدام نموذج انحدار العتبة TR"، مجلة البحوث المالية والتجارية، المجلد /22/، العدد/2/، مصر، ص 241.

[2] عند تراكم ديون بلد ما ووصوله لمرحلة العجز عن سداد التزاماته، يلجأ إلى إعادة جدولة الديون وفق شروط جديدة تحمله تكاليف إضافية وبالتالي يتم إغراقه في ديون جديدة وهذا ما يسمى بـ **"فخ الديون"** أو **"فخ المديونية"**.

[3] المتولي، أحمد، وآخرون، (2021)، " المديونية الخارجية وأثرها علي النمو الاقتصادي"، دراسة بحثية، المركز الديمقراطي العربي للدراسات الاستراتيجية- الاقتصادية والسياسية، مصر. https://democraticac.de/?p=77228#_Toc74428034

[4] بتصرف –انظر-

محمد، منال، (2020)، " أثر الدين الخارجي علي النمو الاقتصادي في مصر- دراسة قياسية"، مجلة السياسة والاقتصاد، المقالة /6/، المجلد /9/، العدد /8/، مصر ، ص ص 82- 84.

Szybowski D., (2018), op. cit., p66.

و كنعان، علي، (2009)، "الاقتصاد المالي"، مرجع سبق ذكره، ص ص 186-187 / ص ص 222-231.

و عوض الله، زينب، (1998)، "الاقتصاد الدولي: نظرة عامة على بعض القضايا"، الدار الجامعية للطباعة والنشر، بيروت، ص ص 257-261.

2. **ضآلة حجم المدخرات المحلية:** بسبب تدني مستويات الدخول، وانخفاض الناتج المحلي الإجمالي لا سيما في الدول النامية الأمر الذي يدفعها للجوء للاقتراض الخارجي، إلى جانب قصور السياسات المالية.
3. **هجرة رؤوس الأموال:** انتشرت ظاهرة هروب الأموال الوطنية إلى الخارج في معظم الدول النامية نتيجة الفساد الإداري والرشوة وعدم الاستقرار السياسي واستغلال النفوذ من جهة، وفقد الثقة بالاستثمار والادخار محلياً من جهة أخرى. مما أثر سلبياً على الأوضاع الاقتصادية فيها.
4. **التضخم المحلي وتراجع قيمة العملة الوطنية.**
5. **قصور السياسات التنموية:** وهو فشل نمط التنمية والتصنيع الذي يؤدي إلى عواقب سلبية على مشكلة المديونية، حيث توضح التجارب التنموية في كثير من الدول النامية إلى أن عملية التنمية المنشودة مرادفاً للوصول إلي مستويات المعيشة المرتفعة التي ينعم بها سكان الدول الرأسمالية الصناعية، لذلك انتهجت هذه الدول بصفة عامة منهجاً خاصاً في التصنيع من غير مراعاة الظروف الاقتصادية والاجتماعية والسياسية السائدة فيها مما أدى إلى وقوعها في مشاكل المديونية.
6. **سوء إدارة الدين العام:** أي الاستخدام غير الرشيد للأموال المقترضة وعدم وجود جهاز منظم يتولى الإشراف على عمليات الاقتراض والرقابة عليها. فإذا ما قمنا بمقارنة بين توظيف الأموال الأجنبية في الدول الرأسمالية وبين توظيفها في الدول النامية نلاحظ أن الأولى ركزت على استيراد المواد الخام الأولية ذات الأسعار المنخفضة اللازمة للتنمية الصناعية، وقامت بتصدير السلع ذات الأسعار المرتفعة، لتنتقل في مرحلة لاحقة إلى تصدير رأس المال الأجنبي إلى الدول النامية، أما الدول النامية فقد ركزت على استيراد السلع الاستهلاكية والرأسمالية ذات الأسعار المرتفعة وأخذت بتصدير الكثير من مواردها الطبيعية على شكل مواد خام وبأسعار زهيدة[1].

ثانياً. أهم العوامل الخارجية[2]

1. **الاعتماد على رأس المال الأجنبي** في تمويل عجز الموازنة.

---

[1] شاهين، محمد، (2012)، " أثر الديون الخارجية على النمو الاقتصادي"، رسالة ماجستير، جامعة الأزهر، فلسطين، ص34.

[2] بتصرّف- انظر-

عبيد، محمد عبد الله (2015)، "أثر الدين العام على الإنفاق الحكومي: دراسة تطبيقية على الدين العام للسلطة الفلسطينية "، رسالة ماجستير، الجامعة الإسلامية - غزة، فلسطين، ص61.

و محمد، منال، (2020)، مرجع سبق ذكره ، ص 84./

و عوض الله، زينب، (1998)، مرجع سبق ذكره، ص ص 252- 257.

2. **ارتفاع أسعار الفائدة:** إن الارتفاع الشديد الذي يطرأ على أسعار الفائدة يؤدي دوراً حاسماً في تفاقم أزمة المديونية، إذ إنها ممكن أن تؤدي إلى تجاوز الفوائد المدفوعة لقيمة أصل التمويل، عندها ستمثل خدمة الدين نصيباً هاماً من صافي الديون ويستحوذ على مبالغ كبيرة، فضلاً عن أن الدين الخارجي يؤدي إلى استنزاف الاحتياطي الأجنبي مما يزيد من العبء على الدولة المدينة، وعندما تتراجع قيمة النقد الوطني مقابل قيمة الدولار فإن ذلك يسهم بارتفاع كلفة الديون.

وعليه فإن ارتفاع أسعار الفائدة وأسعار صرف الدولار وإعادة جدولة الديون الخارجية بأسعار فائدة أعلى تعمل على نمو كبير جداً في قيمة الدين بالعملة المحلية ومن قيمته بالنقد الأجنبي أيضاً.

3. **ارتفاع أسعار النفط العالمية:** وينطبق ذلك على الدول المستوردة للنفط، الذي يؤدي إلى العجز في الموازين التجارية والحسابات الجارية لتلك الدول، مما يدفعها للاستدانة.

7. **تدهور شروط التبادل التجاري:** وهو تراجع نسبة أسعار الصادرات للدولة المدينة إلى أسعار السلع المستوردة. مما يزيد من عجز ميزان المدفوعات واللجوء للاستدانة.

ثالثاً: آثار الدين العام

بالطبع لا ينجم عن الدين العام آثاراً سلبية على الاقتصاد دوماً، فالاقتراض يمكنه بالفعل تمويل الاستثمارات الحيوية في البنية التحتية، والصحة، والتعليم، وغير ذلك عندما يؤدي الاستثمار إلى زيادة الطاقة الإنتاجية وإلى تحقيق زيادة في دخل الدولة وبالتالي يمكن أن يعوض تكلفة خدمة الدين. وقد ساعدت زيادة حجم الدين العام في بعض الدول وخاصة في الاقتصادات المتقدمة، على دعم النمو في أعقاب الأزمة المالية العالمية.
بينما تنشأ المشكلات حين يكون الدين العام مرتفعاً بالفعل ولكن الموارد المستمدة من القروض الجديدة لا تُنفَق بحكمة (وذلك لأسباب منها الفساد وضعف المؤسسات)، أو في حالة تعرض البلد لكوارث طبيعية أو صدمات اقتصادية، مثل حركات أسعار الصرف أو التحولات المفاجئة في اتجاه التدفقات الرأسمالية، فتضعف قدرته على سداد الدين. وهذا مايعاني منه الكثير من البلدان في الأسواق الناشئة[1].

ونظراً لدور الديون في تمويل الاستثمارات العامة والاستهلاك الحكومي، وبالنظر أيضاً إلى ما قد يؤدي إليه الإفراط في التمويل إلى تراكم الديون العامة التي تهدد استدامة النمو وتؤثر على الاقتصاد، تبرز الحاجة لمعرفة مدى علاقة الدين العام المرتفع بعرقلة النمو الاقتصادي، ووجود نقطة تحول في العلاقة بين النمو والدين العام مشتركة للدول جميعها تحدد سقف الدين القابل للاستمرار أم لا، وسيتم توضيحها فيما يلي:

1. <u>آثار الدين العام وفق النّظرية الاقتصادية</u>

تنقسم آراء الاقتصاديين من الناحية النظرية حول تأثيرات الدين العام على النمو الاقتصادي. وتتلخص هذه التأثيرات فيما يعرف باسم "التحليل الاصطلاحي" لآثار الدين الحكومي الذي يعكس النموذج السائد بين الاقتصاديين وصانعي السياسات، ويعتمد هذا النهج نظرة كينز لتمويل عجز الموازنة في المدى القصير، التي تفترض أن العجز الذي يتم تمويله من السندات الحكومية يعزز النشاط الاقتصادي من خلال النفقات الحكومية التي تحفز الطلب الإجمالي في سياق الأسعار والأجور "الكينزية" التي تفترض الثبات في الأجل القصير.

[1] Mühleisen M., & Flanagan M., (2019), op. cit.

أما على المدى الطويل، فيلتزم الاقتصاد بالرؤية الكلاسيكية، إذ يقلل دين الحكومة من رصيد رأس المال ويخفض الإنتاجية، من ثم ينكمش الناتج. كما يمكن للدين العام أن يخفض الاستثمار الخاص عن طريق تقليص الائتمان المقدم للاقتصاد أو عن طريق رفع أسعار الفائدة طويلة الأجل على الاقتراض العام[1].

وعليه فقد اختلفت الآراء في النظرية الاقتصادية حول علاقة الدين العام بالنمو الاقتصادي، فإن أثر الدين العام على النمو الاقتصادي قد يختلف من حيث مكونات وبنود الإنفاق العام، فعندما يكون الإنفاق الحكومي الممول من الدين العام موجه نحو الإنفاق الرأسمالي حتماً سيولد أثراً مختلفاً فيما لو كان موجهاً للإنفاق الجاري. فإن الإنفاق الاستثماري الممول بالدين ذو أثر إيجابي على النمو الاقتصادي على العكس من الإنفاق الجاري غير المنتج.

آثار الدين العام وفق الدراسات التجريبية

اختلفت الآراء أيضاً وفق الدراسات التجريبية حول أثر الدين العام على النمو الاقتصادي، فأكدت بعض الدراسات[2] على وجود **آثار سلبية** للدين العام على النمو الاقتصادي عند تجاوزه لعتبات معينة تشكل نسباً مرتفعة من الناتج المحلي الإجمالي (90% للاقتصادات المتقدمة و60% للاقتصادات النامية)، بينما أشارت دراسات أخرى[3] إلى وجود آثار سلبية للدين العام على النمو الاقتصادي في الأجل الطويل لكنها نفت وجود سقف مشترك للدين العام يسري على كل الدول.

---

[1] بنتور، مصطفى، (2018)، "حدود الدين العام القابل للاستمرار والنمو الاقتصادي بين النظرية والواقع- اسقاطات على حالة من الدول العربية"، دراسات اقتصادية، صندوق النقد العربي، أبوظبي، الإمارات العربية المتحدة، ص ص 10-11.

[2] بتصرف –انظر-

-Reinhart, M., Rogoff, S., (2010), "Growth in a time of debt", American Economic Review, vol. 100 (2), pp. 573-578.

-Reinhart, M., Reinhart, R., Rogoff, S., (2012), "Public debt overhangs: Advanced economy episodes since 1800", Journal of Economic Perspectives, vol. 26 (3), pp. 69-86.

-Caner, M., et al, (2010), "Finding the tipping point when sovereign debt turns bad", World Bank Policy Research Working Paper 5391.

-Lin, T., (2014), "High dimensional threshold quantile regression with an application to debt overhang and economic growth", Job market paper, University of Wisconsin.

[3] بتصرف –انظر-

-Baglan, D. & Yoldas, E., (2013), "Government debt and macroeconomic activity: a predictive analysis for advanced economies", Finance and Economics Discussion Series, No.05, Federal Reserve Board.

-Pescatori, A., et al, (2014), "Debt and growth: Is there a magic threshold?", working paper 14-34, International Monetary Fund.

-Eberhardt, M. & Presbitero, F., (2015), "Public debt and growth: Heterogeneity and nonlinearity", Journal of International Economics, vol. 97 (1), pp. 45-58.

-Chudik, A., et al, (2017), "Is there a debt-threshold effect on output growth?", Review of Economics and Statistics, vol. 99, (1), pp. 135-150.

وهنا لابد من الإشارة إلى أن أثر الدين العام قد اختلف بين الدراسات نتيجة اختلاف الحدود الزمانية والمكانية للدراسات، وبالتالي فإن أثر الدين العام يعود لاختلاف الزمن وخصوصية كل بلد واقتصاده، إلا أن سقف الدين العام قد حدد وفقاً لماستريخت بـ 60% من الناتج المحلي الإجمالي.

وعلى صعيد آخر يمكن للدين العام **أن يؤثر إيجاباً** على النمو الاقتصادي بتعزيزه لحجم وكفاءة الاستثمار، فنتيجة تنويعه للمخاطر التي يقابلها الجهاز المصرفي ترتفع المدخرات الخاصة – إذ إنّ أدوات الدين الحكومية مضمونة وذات مخاطر شبه معدومة–. علاوة على أن أدوات الدين الحكومي توسع حجم أسواق رأس المال وتسهل تمويل القطاعات الأكثر مخاطرة، وذلك لأن الجهاز المصرفي لا يستطيع في معظم الأوقات بالتنبؤ ببيئة الأعمال المحلية مما يجعله متردد في تمويل القطاعات الأكثر مخاطرة ولكن عندما يوفر الدين الحكومي أدوات استثمارية قليلة المخاطر تقريباً، سيؤدي ذلك بدوره إلى تشجيع الجهاز المصرفي في تمويل تلك المشروعات عملاً بمبدأ توزيع وتنويع المخاطر، والذي بدوره يحفز الاستثمار ويعزز النمو الاقتصادي. وقد تعتبر أدوات الدين الحكومي أداة جذب للإدخار المباشر داخل الدولة بدلاً من هجرة رؤوس المال[1].

وعليه فإن الدين العام أحد أدوات تنشيط السوق المالي وتعميقه، إذ من شأنه المساهمة في زيادة السيولة المحلية، وهو أيضاً مكون مالي يمكن أن يساهم في تنويع أساليب التمويل، ومن ثمّ يسهم في دفع عجلة التنمية الاقتصادية من جهة، ومن جهة أخرى عند تفاقم حجم الدين العام نسب معينة مقارنة بالناتج المحلي الإجمالي وتراكم رصيده وأعباءه ممكن أن يؤدي إلى مايدعى بمشكلة المديونية وما لها من آثار سلبية على العديد من المؤشرات الاقتصادية منها الاستقرار المالي وقدرة الحكومات على تقديم خدماتها الأساسية ومعدلات النمو الاقتصادي الذي يؤثر بدوره على الأوضاع الاقتصادية والاجتماعية.

[1] البرماوي، أدهم، (2021)، مرجع سبق ذكره، ص 242.

المطلب الثاني ـ إدارة الدين العام:

أولاً: مفهوم إدارة الدين العام

يمثل الاقتصاد الكلي الإطار العام الذي يحكم أنشطة الدين العام للدولة، فتتأثر به وتنعكس تطورات الدين على مؤشراته، حيث تؤدي الزيادة في الناتج المحلي الإجمالي دوراً مهماً في تخفيض أعباء الدين ما لم يكن هناك زيادة في أرصدة الدين العام. كما يُشكل الفائض أو العجز في الموازنة، حجم الاحتياجات التمويلية المستقبلية[1]. تعتبر محفظة الدين العام عادةً أكبر محفظة مالية في البلدان، وغالباً ما تكون بنية هذه المحفظة معقدة ومحفوفة بالمخاطر[2]. وتتمثل إدارة الدين العام بعملية وضع استراتيجية لإدارة ديون الحكومة وتنفيذها من أجل توفير الاحتياجات التمويلية بأقل تكلفة ممكنة على المدى المتوسط والطويل، ضمن درجة مقبولة من المخاطر. إضافة إلى تحقيق أي أهداف أخرى محددة من قبل الحكومة لإدارة الدين العام مثل: تطوير سوق كفؤ لأدوات الدين العام والمحافظة عليها[3]، ومن الضروري أن ترتكز إدارة الدين العام على سياسات سليمة على صعيد الاقتصاد الكلي وفي القطاع المالي[4]، لضمان استدامة مستوى الدين العام ومعدل نموه. ومن أبرزها أن يتم التنسيق بين كلٍ من السياستين النقدية والمالية، وتطوير سوق الدين العام المحلي، والتحكم في التأثير المحتمل لهياكل الديون الخطرة على الموازنة، ورصد الالتزامات الطارئة المُحتملة.

هذا وعلى ضوء ارتفاع عجز الموازنات وزيادة الاحتياجات التمويلية، اتجهت أغلب الدول للتمويل من خلال طرح أدوات الدين محلياً ودولياً، الأمر الذي عزز من أهمية تنمية أسواق الدين المحلية. حيث تعمل السلطات في العديد من الدول، على رفع كفاءة عمليات إدارة الدين العام، ووضع الإطار المؤسسي الملائم، وزيادة القدرة على النفاذ إلى أسواق مختلفة لتلبية الاحتياجات التمويلية. وقد سعت العديد من الدول ومنها الدول العربية إلى تطوير أسواق أدوات الدين بشقيها الأولي والثانوي، بهدف تعميق أسواق الأوراق المالية الحكومية وتعزيز درجة السيولة فيها، من خلال تنويع الأدوات التمويلية، وتنويع قاعدة المستثمرين لاستيعاب الزيادة في المعروض من

---

[1] يوسف، نوران، (2019)، " استراتيجيات إدارة الدين العام وتنمية أسواق الدين في الدول العربية"، أمانة مجلس وزراء المالية العرب وصندوق النقد العربي، أبوظبي – دولة الإمارات العربية المتحدة، ص6-7.

[2] يونس، إيهاب، (2020)، "الإدارة الفعّالة للدين العام- حالة مصر"، مجلة كلية الاقتصاد والعلوم السياسية ،المجلد /21/، العدد /1/، مصر، ص62.

[3] الإنتوساي، (2020)، "الرقابة على إدراة الدين العام"، الإصدار الأول، تشرين الثاني/2020، ص 6.

[4] **حيث أن سياسات إدارة الدين العام غير السليمة** قد لا تكون السبب الوحيد أو حتى السبب الرئيس للأزمات، فعادةً ما تكون هياكل الدين الخطرة نتيجة للسياسات الاقتصادية غير الملائمة- سياسة المالية العامة والسياسة النقدية وسياسة سعر الصرف-.

أدوات الدين المطروحة، كما تؤدي السياسات النقدية دوراً مهماً في تركيبة أوراق الدين التي تصدرها الدولة لتمويل احتياجات الموازنة[1].

ثانياً: استدامة الدين العام

1. مفهوم استدامة الدين

تعددت المفاهيم المعبرة عنها ويعود ذلك لتعدد زوايا النظر لها، فهناك من ربطها بمبادئ الموازنة وقيدها الزمني، وهناك من عرفها من وجهة نظر إدارة الدين العام، أو بقدرة الحكومة على تغيير سياستها المالية مع الاستمرار في قدرتها على الوفاء بالديون، وهناك من ربط الاستدامة بالرفاه الاجتماعي. فمن وجهة نظر المقترض (الحكومة) يتمثل بقدرتها على الوفاء بالتزاماتها، أما من وجهة نظر المُقرض تتحقق عندما يستمر المقرضون في تمويل العجز المالي أو عجز الحساب الجاري[2].

وفي إطار البحث فقد عرفت بأنها القدرة على خدمة الدين العام في الأجلين المتوسط والطويل دون حدوث أزمات مالية أو ضغوط على المالية العامة للدولة[3].

كما عرّف صندوق النقد الدولي الاستدامة المالية بأنها الحالة التي تستطيع بها الدولة الاستمرار في خدمة الدين دون الحاجة إلى إعادة جدولته[4]. ويرتكز التعريف على تثبيت نسبة الدين العام إلى الناتج المحلي الإجمالي عند مستوى معين، أو تحديد نسبة معينة من الناتج المحلي الإجمالي يتم استهدافها وبحيث يتم صياغة الإصلاحات المالية بما يساعد على بلوغ هذه النسبة، وبحيث تعدُّ فرضية يبنى عليها توقع المستقبل في ظل سياسات يتوافق عليها لمدة معينة، عادة خمس سنوات. وفي هذه الحالة، تعتبر السياسات المالية مستدامة، إذا استطاعت تحقيق الاستقرار في نسبة الدين العام إلى الناتج المحلي الإجمالي أو خفضه[5].

---

[1] يوسف، نوران، (2019)، مرجع سبق ذكره، ص ص 5-21.
[2] النويران، ثامر علي، (2021)، مرجع سبق ذكره، ص186.
[3] النويران، ثامر علي، (2021)، مرجع سبق ذكره، ص185.
[4] موعش، امحمد، (2020)، "منهجية احتساب مؤشر الاستدامة المالية- حالة تطبيقية لبعض الدول العربية"، دراسات اقتصادية، صندوق النقد العربي، أبوظبي، الامارات العربية المتحدة، ص5.
[5] قروف، محمد، والعمراوي، سليم، (2020)، "قياس أثر مؤشرات الاستدامة المالية على النمو الاقتصادي في الجزائر للفترة 1990-2018"، مجلة مجاميع المعرفة، المجلد /6/، العدد /2/، الجزائر، ص 113.

2. أثر الديون العامة غير المستدامة

نظراً لأن تراكم الدين وخدماته ولاسيما الديون غير المستدامة يؤثر بشكل سلبي على كثير من المتغيرات الاقتصادية وأبرزها معدلات النمو الاقتصادي، يمكن إيجاز تأثيرها فيما يلي حسب دراسة للباحثين Jadhav, Neelankavil[1]:

أ. تدهور الملاءة المالية للبلد المدين، وتخفيض تصنيفه الائتماني، مما يجعل من الصعب الحصول على ديون إضافية إما لتمويل عجز جديد أو إعادة تمويل دين قائم.

ب. يسهم تراكم الدين العام غير المستدام المترافق مع العجز وتراجع الجدارة الائتمانية في رفع أسعار الفائدة طويلة الأجل، وبالتالي خفض وتيرة الانتعاش الاقتصادي للبلد.

ج. تصبح السندات الحكومية أدوات دين غير خالية من المخاطر.

د. كما يمكن أن تؤدي الجهود المبذولة لسداد الدين العام بالتمويل بالعجز (الإصدار النقدي) إلى تضخم متصاعد.

لذلك، من المهم للغاية عدم تجاوز سقوف الدين المستدام، والعمل على تقييم مخاطر الديون وإدارة الدين العام بطريقة مناسبة. وعليه فإن تكبد أي عجز جديد، الذي يؤول بدوره إلى تراكم دين عام جديد، يتطلب التوجه لتطبيق شروط أكثر حذراً ومحاولة الحد من الآثار السلبية المتوقعة. على سبيل المثال: وجوب استخدام العجز الجديد للإنفاق الإنتاجي لتوليد إيرادات جديدة أكبر من متطلبات خدمة الدين الجديد.

[1] Jadhav A., & Neelankavil J., (2011), op. cit., pp92-93.

ثالثاً: مؤشرات الدين العام

يمكن دراسة وضع المديونية أو ما يسمى بعبء المديونية حسب تقارير البنك الدولي وفق مؤشرين رئيسيين هما[1]:

1. نسبة القيمة الحالية لإجمالي خدمة الدين إلى الصادرات، إذ يعتمد هذا المؤشر على قيمة الصادرات باعتبارها تعكس قدرة الدولة على توفير العملات الأجنبية لخدمة الدين.
2. مؤشر نسبة القيمة الحالية لإجمالي خدمة الدين العام إلى الناتج المحلي الإجمالي، وهو معيار شامل يقيس قدرة الاقتصاد على توليد الدخل.

إذ يُدرس سلوك الدين العام بعدد من المؤشرات تقسم إلى ثلاث فئات رئيسية تمكن من فهم الدين العام من نواحٍ مختلفة بهدف تمكين الحكومات من إدارة الدين العام والتحكم فيه بواسطة الممارسة الائتمانية الصحيحة. وكما أشارت "الإنتوساي2 " في تقرير لها عام 2010 لتحليل ووصف المؤشرات الأكثر اعترافاً لدراسة سلوك الدين العام ومدى تطبيقها والانتفاع منها في ممارسة السياسة العامة في مجال المديونية، فإن هناك عدد من المؤشرات تقيس الخطر الذي تولده الظروف الاقتصادية الراهنة على الدين العام، وهناك فئة ثانية تقيّم قدرة الحكومة على مواجهة الحالات الطارئة القادمة بالنظر إلى بعض الظروف المتوقعة، والثالثة تقيس أداء سوق الدين العام.

ولكل مجموعة من المؤشرات خاصية مختلفة، إذ ينطوي تحليل الضعف على وضع مؤشرات تقيس وتمنع أي حالة لا يمكن فيها سداد الدين في ظل الظروف الراهنة. وعادةً ما تكون هذه المؤشرات ثابتة، وتصور الحالة السائدة، ولا تحدد الرؤى متوسطة وطويلة الأجل. وعلى نحو مماثل، من الضروري رصد ملاءة الدين واستدامته باستمرار. ولتحقيق ذلك، تُستخدم مؤشرات الاستدامة لتحليل فيما إذا كان من الممكن للحكومة الحفاظ على نفس الوضع المالي، أو إذا كانت ستحتاج إلى التكيف للحفاظ على أي مؤشر للضعف تحت السيطرة[3].

وفيما يلي عرض سريع لأبرز مؤشرات الدين العام ضمن الفئات الثلاث حسب منظمة الإنتوساي:

---

[1] النويران، ثامر علي، (2021)، مرجع سبق ذكره، ص185.

[2] INTOSAI: المنظمة الدولية للأجهزة العليا للرقابة المالية، وهي منظمة حكومية دولية أعضاؤها هم مؤسسات التدقيق والرقابة المالية.

[3] الإنتوساي، (2010)، "مؤشرات الدين العام"، فيينا، النمسا، ص5.

أولاً: مؤشرات الضعف (قابلية التأثر)[1]

تقيس الخطر الذي تولده الظروف الاقتصادية الراهنة على الدين العام، وتتعلق بكل من القطاع العام والقطاع المالي والقطاع الخاص. فعندما تتعرض الاقتصادات لأعباء مالية أو إجهاد كبير تنتشر المشاكل المتواجدة في قطاع إلى غيره من القطاعات. وعلى سبيل المثال فإن سوء أوضاع المالية العامة تزيد من عمليات المضاربة على أسعار العملات، وتزيد المخاطر لدى المصارف الحائزة لسندات الدين العام وقد يسبب ذلك أزمة في القطاع المصرفي.

1. **مؤشرات الدين:** ومن جملتها مواعيد استحقاق الديون، والجداول الزمنية للسداد، والحساسية تجاه أسعار الفائدة وبنية الدين بالعملة الأجنبية. فالعلاقات بين الدين الخارجي والتصدير والناتج المحلي الإجمالي مؤشرات مفيدة لتقييم تطور الدين والقدرة على السداد. علاوة عن أن العلاقة بين الدين وتحصيل الضرائب تزداد أهمية من أجل تقييم قدرة الدولة على السداد في ظل ضخامة الدين العام.
2. **مؤشرات كفاءة الاحتياطيات:** وتستخدم في تقييم قدرة الدولة على تفادي أزمات السيولة. فالعلاقة بين الاحتياطيات والديون قصيرة الأجل عنصر أساسي لتقييم قدرة الدولة على الوصول إلى الأسواق المالية (الدولية خصوصاً).
3. **المؤشرات نسبةً إلى الناتج المحلي الإجمالي**

إن المؤشر الأكثر استعمالاً هو تطور مؤشر نسبة الدين إلى الناتج المحلي الإجمالي، ويقيس هذا المؤشر مستوى الدين بالنسبة إلى النشاط الاقتصادي للدولة، ويُعتبر أهم المؤشرات لقياس درجة المديونية، فهو يُظهر قدرة الحكومة على السداد.

وبناءً على تفسير هذا المؤشر تُستعمل مؤشرات أخرى لقياس مدفوعات الفائدة وسندات الدين وهي مؤشرات مفيدة لتحديد تطور الدين والقدرة على السداد، كما أنها تدل على تراجع أو تحسن وضع الحكومة، والموضحة فيما يلي:

[1] الإنتوساي، (2010)، المرجع السابق، ص ص 8-11.

أهم المؤشرات المشتقة[1]

1. **رصيد الدين العام / إيرادات الموازنة المحلية** ويقيس مستوى المديونية بالنسبة إلى قدرة الحكومة على السداد. ويُظهر عدد السنوات اللازمة لتسديد الرصيد الإجمالي للدين.
2. **خدمة الدين العام / إيرادات الموازنة المحلية** ويقيس مدى قدرة الحكومة على تحمل أعباء الدين من خلال المصادر المحلية.
3. **خدمة الدين / الصادرات:** تمثل نسبة خدمة الدين العام إلى إيرادات التصدير مقياساً مفيداً لقدرة الحكومة واقتصادها على السداد الخارجي. وفي الحالات التي يكون فيها الدين العام هو السائد في الاقتصاد(كما هو الحال في الدول المثقلة بالدين)، يمكن أيضاً استخدام خدمة الدين العام التي تقاس بإيرادات التصدير كمؤشر على الضعف المحتمل للقطاع العام.
4. **الفوائد / الناتج المحلي الإجمالي** ويقيس أعباء الفائدة على الاقتصاد الوطني ومدى توفر الإمكانات المالية لمواجهة النفقات غير المنتجة.
5. **الفوائد / إيرادات الموازنة المحلية** يقيس تكلفة الدين (الفوائد) نسبةً إلى الإيرادات المالية المتحصلة، ويستخدم عموماً مقياساً لتحمل الدخل العام للزيادة في النفقات غير المنتجة.
6. **متوسط فترات الاستحقاق المتبقية:** إن استحقاق السند هو المدة الزمنية لحين استرداد المبلغ الأصلي. لذا فأن متوسط الاستحقاق المتبقي هو مؤشر لتتبع استحقاق الدين العام لرصد مخاطر إعادة التمويل.
7. **الدين الخارجي / الناتج المحلي الإجمالي:** يربط هذا المؤشر الدين بقاعدة موارد الدولة، مما يعكس إمكانية تحويل الإنتاج إلى الصادرات أو بدائل الاستيراد لتعزيز القدرة على السداد.
8. **الدين الخارجي / الصادرات** وتُظهر درجة العبء على الصادرات أو القدرة على توفير العملات الأجنبية. ويجب استخدامه بالاقتران مع نسبة خدمة الدين إلى الصادرات.
9. **الدين الخارجي قصير الأجل / الاحتياطات الأجنبية** هذا مؤشر على الضعف أمام الصدمات الاقتصادية والمالية الناجمة عن الرصيد القائم للدين الخارجي القصير الأجل.
10. **صافي الاحتياطات الأجنبية / الدين الخارجي:** ويدل على مدى تغطية الاحتياطات الأجنبية للالتزامات الأجنبية. ويبين عدد المرات التي تتجاوز فيها الالتزامات الخارجية الاحتياطيات. وعادة ما يستخدم لتتبع

[1] الإنتوساي، (2010)، المرجع السابق، ص ص 12-14. ./ والإنتوساي، (2020)، مرجع سبق ذكره، ص ص 28-32.

معدل تراكم الاحتياطي. وفي هذه الحالة، يُفسَّر هذا العدد على أنه عدد السنوات اللازمة لسداد الدين الخارجي الحالي، بافتراض معدل تراكم ثابت.

ثانياً: مؤشرات استدامة الدين[1]

تقيّم قدرة الحكومة على مواجهة الحالات الطارئة القادمة بالنظر إلى بعض الظروف المتوقعة. ويعتمد تطوير مؤشرات الاستدامة على النماذج التي تقوم على تحقيق التناسب بين الأرصدة المالية والدين العام ودفع الفائدة كما هو موضح في المعادلة الآتية:

$$1)\ D_{t+1} = D_t(1 + r_t) + BP_t$$

حيث *أن* D_t: هو الدين العام في الفترة t

و r_t: سعر الفائدة على الدين

وBP_t: هو العجز المالي الأولي

وابتداء من هذه المعادلة ينشأ الشرط الرئيسي للاستدامة، الذي يحدد علاقة الاتساق بين متغيرات السياسة المالية، أي بين نمو الدين ونمو الناتج المحلي الإجمالي والعجز الأولي وفقاً لسعر فائدة معين. ومن أبرز المؤشرات الرئيسية لاستدامة الدين العام: [2]

1. **مؤشر الاتساق المالي (مؤشر المتانة الضريبية):** الذي يدل على مستوى العبء الضريبي المطلوب لتثبيت نسبة الدين إلى الناتج المحلي الإجمالي عند مستوى معين من المصروفات، ومسار زيادة الناتج المحلي الإجمالي ورصيد الدين الأولي. فإذا كانت العلاقة عكسية فإن المؤشر يوضح أن الضغط الضريبي للاقتصاد منخفض للغاية بحيث لا يؤدي إلى استقرار نسبة الدين إلى الناتج المحلي الإجمالي.

إضافة إلى مؤشرات أخرى للاستدامة في الأجل القصير تبنى على أساس العجز الأولي للموازنة، وعلى أساس تقلب العملات، ومؤشرات الاستدامة مع قيود طويلة الأجل.

[1] الإنتوساي، (2010)، " المرجع السابق، ص ص 15-27.
[2] موعش، محمد، (2020)، مرجع سبق ذكره، ص4.

تعدُّ الاستدامة المالية من المنهجيات المعتمدة في التعرف على قدرة الدولة على الوفاء بالتزاماتها المالية، حيث أن استمرار العجز في الموازنة العامة، يؤدي إلى تزايد الدين العام، وهو ما ينطوى عليه تحمّل الميزانية لأعباء إضافية لتغطية فوائد الديون، مما ينعكس مرة أخرى في ارتفاع العجز ومن ثم الزيادة في الاقتراض، وارتفاع أسعار الفائدة، ومن ثم تراجع مستويات النمو الاقتصادي. فلا بد من تقييم قدرة السلطة المالية للدولة على تحقيق الاستدامة المالية اعتماداً على تطور مؤشر الاستدامة المالية.

ثالثاً: المؤشرات المالية للدين[1]

تقيس أداء سوق الدين العام، تشمل مؤشرات قياس عدة أنواع من المخاطر ذات الأثر على الدين العام وهي:

1. **مخاطر السوق:** وتشير إلى خطر حدوث زيادات في تكلفة الدين الناجمة عن التغيرات في متغيرات السوق. وتشمل مخاطر السوق مخاطر أسعار الفائدة، ومخاطر أسعار الصرف، ومخاطر إعادة التمويل، ومخاطر السيولة. وأكثر أنواع مخاطر السوق شيوعاً هي مخاطر أسعار الفائدة ومخاطر أسعار الصرف.
2. **مخاطر الإئتمان:** تشير مخاطر الائتمان إلى خطر عدم أداء المقترضين للقروض أو الأصول المالية الأخرى أو من جانب الطرف المقابل في العقود المالية. ويكتسب هذا الخطر أهمية خاصة في الحالات التي تشمل فيها إدارة الدين إدارة الأصول السائلة. وقد يكون لها أيضاً أهمية في قبول الدخول في مزادات الأوراق المالية التي تصدرها الحكومة، فيما يتعلق بضمانات الائتمان، وفي العقود المشتقة التي يبرمها مدير الدين.
3. **مخاطر السمعة:** تتعلق هذه المخاطر بالخسارات التي قد تنجم عن عدم إمكان التمويل من جراء تراجع سمعة المُصدر لعدم دفع الأقساط المنصوص عليها في العقد أو نتيجة لتدهور الوضع المالي. وهذا يؤدي في السوق المالي إلى زيادة علاوة المخاطر عن طريق رفع التكلفة المالية للحكومة. ويمكن تحليل سمعة دولة بواسطة التصنيف الائتماني ومؤشرات المخاطر السيادية.

[1] الإنتوساي، (2010)، مرجع سبق ذكره، ص ص 29-40./ والإنتوساي، (2020)، مرجع سبق ذكره، ص ص 37-40.

المبحث الثاني

الإطار النظري لسوق أدوات الدين

إن الأساس الاقتصادي لأي دولة هو حركة الأموال بين كياناتها الاقتصادية وفق نظام مالي وسياسات وجهات ناظمة، وتقوم الأسواق المالية كأحد أركان النظام المالي بتسهيل عمليات المبادلات المالية لسد الاحتياجات المالية القائمة لدى جهات معينة من خلال الجهات ذات الفوائض بناء على أسس ووفق أدوات وشروط مخططة. وقد شهدت الأسواق المالية تطوراً كبيراً جداً في بعض البلدان في حين لا تزال ناشئة في اقتصادات أخرى. ومن ناحية أخرى فقد سعت العديد من الدول إلى تطوير أسواق أدوات الدين لديها، بهدف تعميق أسواقها المالية بصدد رفع كفاءة عمليات إدارة الدين العام، وتأمين احتياجات الموازنة من التمويل بأقل التكاليف الممكنة عند مستوى مقبول من المخاطر.

وهكذا سيتناول المبحث مكونات السوق المالي بما فيه سوق أدوات الدين العام على وجه الخصوص، وكذلك مدى أهمية سوق الدين وسبل تطويره.

المطلب الأول ـ الهيكل العام لسوق أدوات الدين:

أولاً: نشأة الأسواق المالية

نشأ النظام المالي لتسهيل عملية تصميم وبيع وتداول الأموال والاستثمارات المالية، ويقسم نظام التبادل المالي (التمويل) إلى قسمين:

1. تمويل مباشر: بين المقترضين (مصدرو الأوراق المالية) و المقرضين (المشترين للأوراق المالية).
2. تمويل غير مباشر: تقوم المؤسسات المالية مثل المصارف بتسهيل انتقال الأموال بين المقترضين والمقرضين[1].

ويمكن إيجاز التطور التاريخي للأسواق المالية[2] فيما يلي:

الشكل9 التطور التاريخي للأسواق المالية



المصدر: قندور، (2021) [3]، ص 11.

---

[1] هيئة السوق المالية السعودية، (2018)، "عمليات الأوراق المالية"، مادة تحضيرية لاختبار الشهادة العامة للتعامل في الأوراق المالية، ط2، الرياض، ص 19.

[2] ارتبط تطور الأسواق المالية تاريخياً بالتطور الاقتصادي والصناعي الذي مرّت به معظم دول العالم ولاسيما في الدول الرأسمالية. . وقد ظهرت أول سوق لتداول الأوراق المالية في مدينة بروج البلجيكية عام 1531م أمام قصر عائلة Vander Bourse وسميت السوق بالبورصة نسبة لهم، ونتيجة تطور الائتمان والأوراق المالية ظهرت البورصات في كل من أمستردام -هولندا عام 1602م، وفي الولايات المتحدة الأمريكية فقد أنشأت أول بورصة في نيويورك عام 1792 باسم Wall Street. وتأسست بورصة لندن -بريطانيا عام 1801م، أما في تركيا تأسست أول سوق للأوراق المالية عام 1873 باسم Dersaadet Securities Exchange.

[3] قندور، عبد الكريم، (2021)، " الأسواق المالية"، سلسلة كتيبات تعريفية، العدد/21/، صندوق النقد العربي، أبوظبي، الإمارات العربية المتحدة.

حيث يقوم جوهر الأسواق المالية بشكل عام على علاقة ربط بين ذوي الاحتياجات التمويلية (المُصدّرين أصحاب العجز المالي)، والمستثمرين الراغبين في إيداع فوائضهم المالية في أوراق مالية لقاء الحصول على عوائد. ولسوق الأوراق المالية أنواع عدّة يتم التعامل من خلالها بالأدوات المالية على اختلافها كما هو موضح فيما يلي:

ثانياً: أقسام الأسواق المالية Financial Markets Segmentations

هناك تصنيفات عديدة للأسواق المالية تختلف فيما بين الدول وفيما بين البورصات نفسها، وترتبط بدرجة تطور كل سوق، حيث نجد هذه الأسواق تقسم لقسمين رئيسين، وضمن إطار السوق الواحدة توجد عدة تصنيفات بحسب التخصص، آلية العمل، المكان والمتعاملين، الأدوات، تاريخ التسوية، الهيكل التنظيمي..إلخ. ويمكن إيجازها فيما يلي:

1. أسواق النقد Money Market [1]

يتم فيها تبادل الالتزامات المالية قصيرة الأجل (مدتها أقل من سنة)، كأذون الخزينة، والأوراق التجارية. من خلال الجهاز المصرفي ممثلاً في البنك المركزي والمصارف التجارية. كما تساعد البنك المركزي على تنفيذ سياسته النقدية بتوجيه وضبط الائتمان كماً ونوعاً. وتساعد في تنفيذ سياسة مواجهة العجز المؤقت في الموازنة العامة للدولة.

2. أسواق رأس المال Capital Market

للتعاملات المالية متوسطة وطويلة الأجل، وتقسم حسب الأداة إلى:

2.1. سوق الإقراض

تشمل الأجهزة التي تقوم بعمليات الإقراض والاقتراض متوسطة وطويلة الأجل[2].

---

[1] غنيم، حسين عطا، (2005)، "دراسات في التمويل: التحليل المالي ودراسة صافي رأس المال، أساسيات الاستثمار وتكوين وإدارة محافظ الأوراق المالية"، ط1، المكتبة الأكاديمية، القاهرة، مصر، ص ص 15-16.

[2] الأسرج، حسين عبد المطلب، (2002)، " دور سوق الأوراق المالية في تنمية الادخار في مصر"، رسالة ماجستير، كلية الاقتصاد، جامعة الزقازيق – فرع بنها، مصر، ص25.

2.2. سوق الأوراق المالية

يتم فيها تبادل الأوراق المالية المتوسطة وطويلة الأجل، لتمويل مشروعات جديدة أو التوسع في مشروعات قائمة تحتاج إلى زيادة رأس مالها، و..إلخ، بحيث تُمكّن جهات العجز المالي من تلبية احتياجاتها التمويلية من خلال إصدار عدد من الأوراق المالية (أدوات الدين) وطرحها للجمهور للاكتتاب فيها[1]. وتعتمد على المستثمرين الراغبين باستثمار أموالهم لمدة طويلة مع استعدادهم لتحمل درجات مختلفة من المخاطر مقابل حصولهم على عوائد جيدة تزيد عن عوائد سوق النقد[2]. وتنقسم إلى:

2.2.1. الأسواق الحاضرة أو الفورية Spot Markets

يتم فيها تنفيذ الصفقات (البيع والشراء) بشكل آني[3]. وتتكون من [4]:

أ. الأسواق المنظمة Organized Capital Markets

ويقصد بها بالبورصات، يتم في فيها تداول الأوراق المالية طويلة الأجل المسجلة أو المدرجة في السوق الأولي فقط، وفق قوانين وإجراءات رسمية محددة، وتحت إشراف ورقابة هيئات متخصصة (مثلاً: هيئة سوق المال).

وتؤدي الأسواق المنظمة (البورصات) دوراً هاماً في تجميع المدخرات الوطنية، وإعادة استثمارها في الوحدات الإنتاجية نتيجة لما توفره من أموال نقدية سائلة، كما تعمل على تمويل المشاريع التنموية وخاصة التي تحتاج إلى الرساميل الضخمة التي لا تتوفر لدى الدولة، وبالتالي تقترض الحكومة من هذه السوق لتمويل احتياجاتها التمويلية وعجوزاتها المالية.

---

[1] قندور، عبد الكريم، (2021)، مرجع سبق ذكره، ص ص16-17.

[2] الجليلاتي، محمد، (2009)، "أسواق رأس المال والأزمة المالية العالمية وتداعياتها على الإقتصاد السوري"، محاضرة من منشورات سوق دمشق للأوراق المالية، ص8.

[3] هيئة السوق المالية السعودية، (2018)، مرجع سبق ذكره، ص 22.

[4] كنعان، علي، (2008)، "الأسواق المالية"، ط 2008-2009، منشورات كلية الاقتصاد، جامعة دمشق، سورية، ص ص31-33.

ب. **الأسواق غير المنظمة Unorganized Capital Market**

ويطلق عليها سوق التداول خارج البورصة، والسوق غير الرسمية، والسوق الموازية. تتعامل بالأوراق المالية غير المسجلة في البورصات النظامية[1] الكترونياً[2]، إذ تحكمها شروط إدراج ميسرة إلى حين توفر شروط إدراجها في السوق النظامية[3].

ج. أسواق الاحتكار[4]

هي أسواق متخصصة في تسويق سندات الخزينة التي تصدرها وزارة المالية، وعادة ما تكون هذه السوق أولية وثانوية بآن واحد، حيث يقوم المستثمر بشراء السند الحكومي من المصرف المركزي أو المصرف المتخصص ببيع هذه الورقة، ويمكن إعادة بيعها من خلال السوق نفسها.

***2.2.2.* الأسواق الآجلة [5]**

يتم فيها التعاملات على مختلف الأصول بما في ذلك الأوراق المالية والسلع والعملات في تاريخ تنفيذ لاحق. ومن أمثلة العقود الآجلة:

أ. أسواق العقود المستقبلية Futures Markets

ب. أسواق الخيارات Options Markets

ج. أسواق المبادلات Swaps Markets

[1] **الأوراق المالية غير المسجلة في البورصات النظامية:** عندما لا تتمكن شركة ما من استيفاء متطلبات الإدراج في الأسواق المنظمة (البورصة)، فإنها تلجأ إلى الأسواق غير المنظمة.

[2] آل فواز، مبارك، (2010)، "الأسواق المالية"، ط 1، مركز النشر العلمي، مركز أبحاث الاقتصاد الإسلامي، جامعة الملك عبد العزيز، جدة، المملكة العربية السعودية، ص 9.

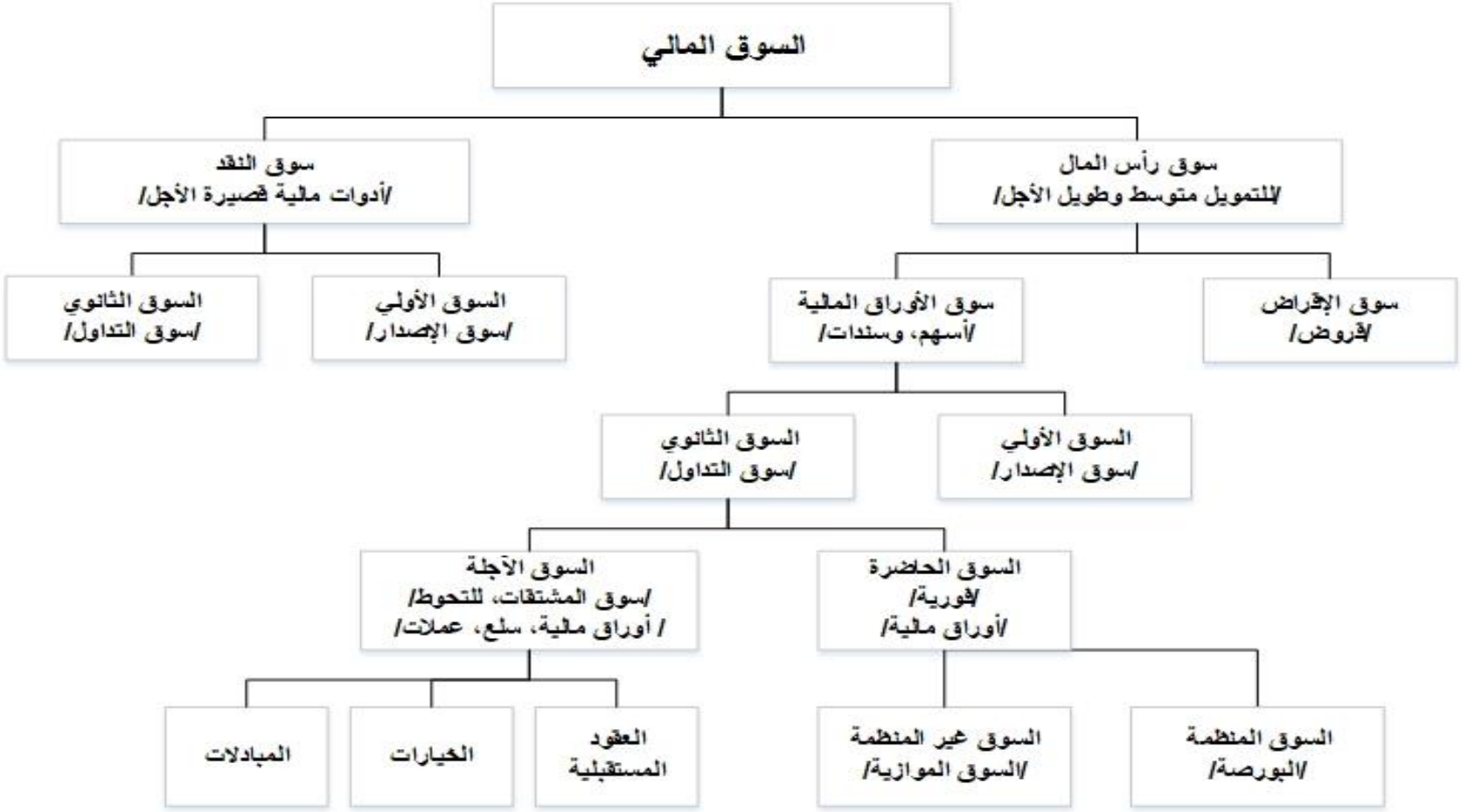
[3] حمدان، مأمون، (2015)، "دور سوق دمشق للأوراق المالية في دعم وتشجيع الاستثمار"، محاضرة في مؤتمر ومعرض المصارف والتمويل الصغير، منشورات سوق دمشق للأوراق المالية، ص20.

[4] كنعان، علي، (2008)، مرجع سبق ذكره، ص33.

[5] قندور، عبد الكريم، (2021)، مرجع سبق ذكره، ص18.

هكذا ويمكن تلخيص أقسام السوق المالي فيما يلي:

الشكل10 أقسام السوق المالي



المصدر: من إعداد الباحثة

ثالثاً: الأدوات المتداولة في الأسواق المالية

1. أدوات أسواق النقد[1]

1.1. أذونات الخزينة Treasury Bills

من أدوات الدين العام قصيرة الأجل (تاريخ استحقاق أقل من عام)، تصدر بخصم، على أن يسترد مشتريها قيمتها الاسمية في تاريخ الاستحقاق[2]، تستخدم لأغراض تغطية الإنفاق الحكومي الذي تعجز عن تمويله الإيرادات العامة تمويلاً مؤقتاً[3]. ويتم بيعها عن طريق المزاد بواسطة البنك المركزي للمستثمرين، منها المؤسسات المالية مثل المصارف التجارية، وشركات التأمين وغيرها[4].

1.2. شهادات الإيداع القابلة للتداول Negotiable Certificates of Deposits [5]

أدوات دين قصيرة الأجل تصدرها المصارف التجارية، لغرض تشجيع المستثمرين على الإيداع لديها، تصدر بقيم مختلفة، وآجال متفاوتة، لا تتجاوز السنة في الغالب.

1.3. الأوراق التجارية (كمبيالات) Commercial Papers [6]

مستند كتابي يتضمن التزاماً بدفع مبلغ نقدي معين يستحق الأداء بمجرد الاطلاع، ذات أجل قصير لا يتجاوز في العادة 270 يوماً.

1.4. القبولات المصرفية Banker's Acceptances[7]

من أدوات السوق النقدية قصيرة الأجل، تتراوح مدّة استحقاقها بين شهر وتسعة أشهر، ويتحدد العائد عليها عن طريق الخصم من قيمتها الاسمية. وهي أداة للاقتراض، وأداة ائتمان في المعاملات التجارية الخارجية الآجلة للمستوردين.

1.5. اتفاقيات إعادة الشراء REPOs [8]

أدوات دين مضمون وقصير الأجل، وهي عقد اتفاق للحصول على الدين عن طريق بيع وإعادة شراء لأوراق مالية، يكون فيها البيع حاضراً على أن يتم إعادة الشراء في وقت لاحق.

---

[1] هيئة السوق المالية السعودية، (2018)، مرجع سبق ذكره، ص 22.

[2] حسن، يسرى مهدي، وَ عبّاس، زهرة خضير، (2016)، "السندات الحكومية ودورها في تمويل الموازنة الاتحادية"، مجلة دراسات دولية - مركز الدراسات الاستراتيجية والدولية، العدد /67/، جامعة بغداد، العراق، ص 30.

[3] بن عيسى، سارة، (2015)، "دور السوق النقدية في تمويل الاقتصاد- دراسة حالة الجزائر فترة 1990-2014"، رسالة ماجستير، جامعة محمد خيضر- بسكرة، الجزائر، ص 13.

[4] آل فواز، مبارك، (2010)، مرجع سبق ذكره، ص ص 25-26.

[5] آل فواز، مبارك، (2010)، المرجع السابق، ص ص 28-29.

[6] قندور، عبد الكريم، (2021)، مرجع سبق ذكره، ص 16.

[7] آل فواز، مبارك، (2010)، مرجع سبق ذكره، ص ص 28-29.

[8] قندور، عبد الكريم، (2021)، مرجع سبق ذكره، ص 15.

2. أدوات أسواق رأس المال

تقسم الأدوات المالية في سوق رأس المال إلى[1]:

2.1. أدوات الملكية : الأسهم.

2.2. أدوات الدين: السندات التي تصدرها الشركات أو الحكومة.

2.1. أدوات الملكية: الأسهم Stocks

تتمثل أدوات الملكية بالأسهم التي تصدرها الشركات المساهمة لتمويل احتياجاتها طويلة الأجل. وتقسم إلى (أسهم عادية، وأسهم ممتازة).[2]

2.2. أدوات الدين: السندات Bonds

أ. مفهوم أدوات الدين

هي سندات تصدر وتباع من قبل الشركات أو الحكومات بغرض الحصول على التمويل، ويكون مالك السند (المستثمر) دائناً للجهة المصدرة فقط دون أي حقوق ملكية كما هو الحال في الأسهم[3]. ويمثل مستند مديونية تصدره الجهة ذات الاحتياجات التمويلية ويعطي لحامله الحق في الحصول على القيمة الاسمية للسند في تاريخ الاستحقاق كما يعطيه الحق في الحصول على عائد دوري يتمثل في نسبة مئوية من القيمة الاسمية دون أي حقوق ملكية[4].

ب. أنواع السندات

يمكن تقسيم السندات إلى أنواع عدّة وعلى أسس مختلفة (جهة الإصدار، شكل الإصدار، الأجل، الضمان، القابلية للتداول والاستدعاء) إلا أن الباحثة ستتطرق للتقسيم على أساس جهة الإصدار لأغراض البحث، حيث تقسم السندات من حيث جهة الإصدار إلى:

---

[1] الجليلاتي، محمد، (2009)، مرجع سبق ذكره، ص9.

[2] آل طعمة، حيدر حسين، (2014)، "الأسواق المالية: النشأة والمفهوم والأدوات"، منشورات مركز الدراسات الاستراتيجية، جامعة كربلاء، العراق، ص21.

[3] الكراسنة، إبراهيم، (2010)، "إرشادات عملية في تقييم الأسهم والسندات "، صندوق النقد العربي- معهد السياسات الاقتصادية، أبو ظبي، ص 49.

[4] بتصرف –انظر-

Fabella R., Madhur S., (2003), "Bond Market Development in East Asia: Issues and Challenges", Asian Development Bank (ADB), ERD Working Paper Series NO. 35, Economics and Research Department, Philippines, P11.

- **السندات الحكومية (أدوات الدين العام) Government Bonds**

وهي صكوك (أدوات دين) تصدر عن الحكومة، وغالباً ما يكون المصرف المركزي أو الخزانة (وزارة المالية) هي جهة الإصدار للسندات الحكومية، بهدف تمويل عجز موازنتها أو التأثير على السوق النقدية بامتصاص السيولة في حالة استهداف التضخم، وتصنف حسب إصدارها إلى: [1]

- **سندات الحكومة المركزية**

وتصدر من قبل حكومة البلد المعني، وعادة تتولى وزارة المالية هذه الإصدارات ويقوم البنك المركزي بتسويقها ويمكن أن تكون وفق الصيغ التالية :

- **سندات الخزينة**

تمثل استثماراً متوسط أو طويل الأجل، إذ يتراوح تاريخ استحقاقها بين 7 إلى 30 سنة، وتنشر المعلومات التابعة لها في الصحف. غالباً تصدرها الحكومة لتمويل عجز موازنتها المزمن ويحق لحاملها تداولها.

- **السندات الادخارية**

وهي سندات خزينة غير قابلة للتداول بالبيع أو بالشراء أو بالتنازل، كما لا يجوز لحاملها رهنها لصالح الغير، وتشترى تلك السندات من وزارة المالية فقط، ومن الطبيعي أن ينخفض عائدها كلما رغب المستثمر حاملها استعادة أمواله قبل بلوغ الاستحقاق.

- **شهادات الاستثمار**

وهي سندات تصدرها المصارف لصالح الحكومة وهي أنواع :

- **مجموعة (أ)** وهي سندات مدتها عشر سنوات، ولا تسترد القيمة ولا الفوائد إلا بعد انتهاء المدة حيث يحصل صاحب السند على القيمة الاسمية مضاف عليها ما تراكم من فوائد بالنسبة المتفق عليها في نهاية المدة.
- **مجموعة (ب):** وهي سندات تعطي لصاحبها الفوائد المحققة من الشهادة كل سنة أو ستة أشهر حسب شروط الإصدار، وتسترد قيمة السند في نهاية المدة.

[1] بن الضيف، محمد عدنان، وَ ربيع، مسعود (2011)، " أدوات الدين وبدائلها الشرعية في الأسواق المالية الإسلامية" ورقة بحثية مقدمة إلى الملتقى الدولي الأول لمعهد العلوم الاقتصادية،التجارية وعلوم التسيير بعنوان الاقتصاد الإسلامي: الواقع، ورهانات المستقبل، الجزائر، ص ص 4-5.
وَ كنعان، علي، (2008)، مرجع سبق ذكره، ص ص 56-57.

- **سندات الحكومة المحلية والمؤسسات أو الدوائر الرسمية (القطاعية أو الإقليمية)**

تصدر عادة لأغراض استثمارية بحتة وخاصة في مشروعات البنية التحتية داخل الحدود الجغرافية، وهي شبيهة بسندات الحكومة السابقة.

- **سندات تصدرها الجامعات والمدارس والمستشفيات التي تأخذ طابع الخدمات الاجتماعية العامة**

فوائدها معفية من الضريبة ودرجتها الائتمانية تتسم بالأمان.

وتصنف السندات الحكومية من حيث معدل الفائدة إلى[1]:

- **سندات صفرية:** لا تحمل قسائم فائدة، تصدر بخصم أي بأقل من قيمتها الاسمية.
- **سندات ذات معدل فائدة ثابت:** تمنح حاملها عائد على شكل نسبة مئوية من قيمتها الاسمية، ثابت حتى تاريخ الاستحقاق.
- **سندات ذات معدل فائدة متغير:** حيث يتغير معدل الفائدة وفق التغيرات التي تحدث في سعر الفائدة السائدة في السوق وفق معايير محددة، إضافة إلى هامش معين فوق المعدل المرجعي كل سنة أو 6 أشهر.
- **سندات مرتبطة بمؤشر أسعار المستهلك CPI:** بضمان عائد حقيقي بهدف حماية المستثمرين من من الخسارة في استثماراتهم بسبب التضخم.

كما تصنف السندات الحكومية حسب السوق، إلى[2]:

- **سندات محلية:** تصدر في السوق المحلية إما بالعملة الوطنية أو بالعملة الأجنبية.
- **سندات دولية:** للتعامل في الأسواق الدولية بعملة أجنبية.

[1] بتصرف –انظر-
Dhand, A., (2021), "Government Bonds", Scripbox Advisors Private Limited: https://scripbox.com/saving-schemes/government-bonds/ .
Reserve Bank of India, (2008), "A Primer on Government Securities Market", Mumbai, India.

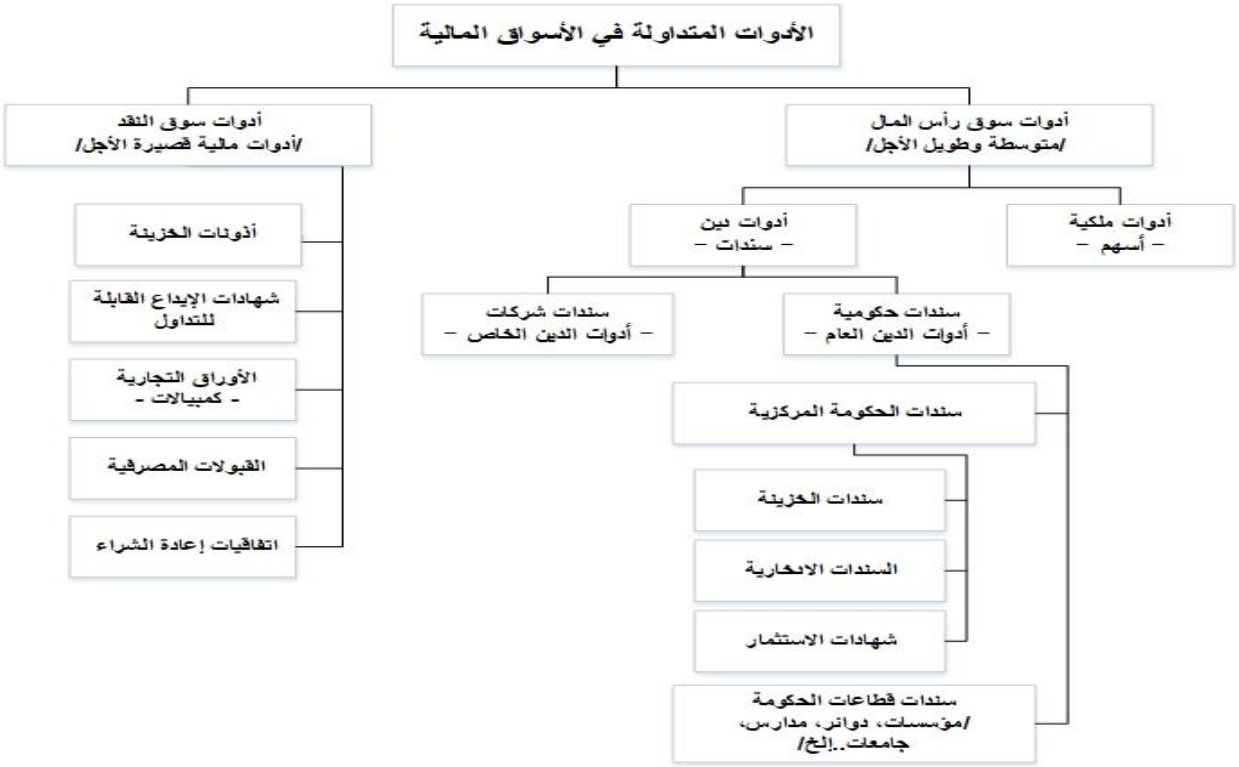
[2] بتصرف -انظر- كوين، برايان، (2006)، "السندات الحكومية"، كتاب مترجم عن الانكليزية، ط1، دار الفاروق للنشر والتوزيع، مصر.

- **سندات الشركات Corporate Bonds**

تصدرها المؤسسات الخاصة التي تكون في حاجة إلى قروض، ولا تستطيع الزيادة في رأس المال عن طريق الأسهم، أو أن تكلفة إصدار السندات أقل من تكلفة إصدار الأسهم[1].

وبناء على ماسبق، يمكن إيجاز أنواع الأدوات المالية في السوق المالي في الشكل رقم (3):

الشكل11 الأدوات المتداولة في السوق المالي



المصدر: من إعداد الباحثة

[1] هذه السندات تأخذ أكثر من شكل، فقد تكون سندات مضمونة، وهي سندات تكون مضمونة برهن ثابت (كالأرض، العقارات والآلات ... إلخ. وقد تكون سندات غير مضمونة، وهي سندات غير مضمونة بأصل ثابت، وقد تكون سندات لحاملها يحق لمن يحملها التقدم بالكوبون المرفق لتحصيل قيمة الفائدة، وقد تكون سندات مسجلة وهي سندات مسجلة باسم شخص معين ولا تدفع الفوائد إلا له، وقد تكون سندات لا تحمل معدل فائدة وهي سندات تباع بخصم على القيمة الاسمية، على أن يسترد المستثمر القيمة الاسمية عند تاريخ الاستحقاق، وقد تكون سندات ذات معدل فائدة متحرك وهي سندات يحدد لها معدل فائدة مبدئي ويستمر العمل به لمدة معينة على أن يعاد النظر فيه دورياً كل نصف سنة بهدف تعديله ليتلاءم مع معدلات الفائدة السائدة فى السوق، وقد تكون سندات دخل وهي سندات لا يجوز لحاملها المطالبة بالفوائد في السنوات التي لا تحقق فيها الشركة أرباحاً.

ج. خصائص أدوات الدين العام

تتسم أدوات الدين العام بخصائص تميزها عن الأدوات المالية الأخرى. وتتمثل أبرزها فيما يلي:[1]

1. أدوات الدين ذات الحد الأدنى من مخاطر الائتمان.
2. تتمتع بدرجة سيولة عالية في السوق.
3. تتنوع من حيث آجال الاستحقاق.
4. تعد استثمار مضمون وخالي من المخاطر.
5. تعتبر معيار لتسعير الأوراق المالية ذات الدخل الثابت.
6. تستخدم للتحوط من مخاطر أسعار الفائدة.
7. تعد أسعار الأوراق المالية الحكومية بالنسبة للبنوك المركزية مصدراً مهماً للمعلومات حول المسار المستقبلي لأسعار الفائدة والتضخم والنشاط الاقتصادي.
8. تلعب دوراً رئيسياً في تنفيذ السياسة النقدية.

د. آلية استخدام أدوات الدين العام بتنفيذ السياسة النقدية

تستخدم البنوك المركزية الأوراق المالية الحكومية في معاملاتها في السوق المفتوحة OMO، حيث يتم إصدار أدوات الدين العام (السندات والأذون الحكومية) وبيعها عبر عمليات السوق المفتوحة، والذي يتوقف بدوره على معدل العائد على هذه السندات وطلب العامة عليها، ويتحكم المركزي بحجم تلك العمليات (مبيعات ومشتريات) ، والتي تعتبر من أدوات السياسة النقدية، إذ يتدخل البنك المركزي بائعاً أو مشترياً للأوراق المالية الحكومية في عمليات السوق المفتوحة تبعاً لأهداف السياسة النقدية، كمعالجة سعر الفائدة قصير الأجل وضخ النقود الأساسية في الاقتصاد أو سحبها، وتوسيع الائتمان المحلي وبالتالي التحكم في إجمالي المعروض النقدي. لذلك يمكن القيام بهذه العمليات في البلدان التي يوجد بها دين حكومي محلي كبير نسبياً، ويتوقف مدى نجاح تلك العمليات على مستوى كفاءة وتطور البنيتين النقدية والمالية في الاقتصاد[2]، كما يختلف استخدام الأوراق المالية الحكومية في عمليات السوق المفتوحة من بلد إلى آخر اعتماداً على عدة أمور من ضمنها تصميم السياسة النقدية وهيكل السوق [3].

---

[1] Blanco R., (2004), "Government Securities Markets And Monetary Policy", Paper prepared for the conference Central Banking and the Financial System, organized by the National Bank of Poland in Warsaw, PP4-6.

[2] بتصرف- انظر- حساني، عبد الرزاق، (2002)، "مرجع سبق ذكره، ص ص 66-78.

[3] Blanco R., (2004), op. cit., P13.

المطلب الثاني ـ سوق أدوات الدين عمود فقري للسوق المالي:

أولاً: محاور أهمية سوق أدوات الدين

يؤدي سوق الأوراق المالية ككل دوراً مهماً في الاقتصاد من خلال زيادة وتنويع مصادر التمويل، التي من المتوقع أن تسهم بدورها في تقليل المخاطر –ولا سيما السندات–، حيث يعكس المعلومات المؤثرة مباشرة للأشخاص ذوي العلاقة، ومن ثمّ فإن السوق المالي يقوم بفحص المخاطر المالية وعكسها بشكل أكثر كفاءة وسرعة من إدارات الائتمان المصرفية، مما يؤدي إلى اتخاذ قرارات تمويل أكثر ملاءمة[1].

كما أن الاستثمار الإنتاجي طويل الأجل في أي اقتصاد يجب أن يتم تمويله برأس مال طويل الأجل، سواء على شكل أسهم أو أدوات دين ذات معدل ثابت. فلا يمكن تمويل النمو المدفوع بالاستثمار –وهو ما يُستهدف عادةً– من خلال الودائع المصرفية ومصادر التمويل قصيرة الأجل وحدها، وهذا ينطبق بشكل خاص على النفقات الحكومية في البنية التحتية والبناء الأساسي للاقتصاد، حيث تنطوي أهمية التمويل من خلال سوق أدوات الدين لأي اقتصاد على عدة أسباب متمثلة فيما يلي:

1. يسهم سوق أدوات الدين في تحويل المدخرات المحلية على الصعيد الوطني إلى موارد طويلة الأجل، كما يسهم في جذب الاستثمار الأجنبي، بحيث يمكن للأجانب الاستثمار في الأوراق عالية الجودة المقومة بالعملة المحلية للبلد. حيث تزود أسواق أدوات الدين –ولا سيما السندات طويلة الأجل– المستثمرين الأفراد والمؤسسات بالعديد من أدوات الإدخار المحلية عالية الجودة والسائلة[2](مضمونة وقابلة للتسييل).
2. يساعد سوق أدوات الدين العام على تنويع مصادر تمويل التنمية الاقتصادية والبنية التحتية وغيرها (كتمويل بعض عمليات إعادة الإعمار). فإن اعتماد تمويل تلك الاحتياجات بشكل مفرط على المؤسسات المصرفية ينطوي على مخاطر عدة، أحدها الفجوة في الأجل بين الاقتراض المصرفي قصير الأجل نسبياً والاستثمار طويل الأجل، وعدم المرونة في طرق التمويل، علاوة عن احتمالية إحجام المصارف عن منح الائتمان[3].

---

[1] Abdullatif .E, (2009), "Development of Government Bond Market in Iraq- Application of Japan's Experiences to Iraq), Institute of Developing Economic, Japan External Trade Organization, V.R.F Series, No.447, P11.

[2] Pettis M., (2000), "The Risk Management Benefits of Bonds" Chapter No.4 of "Building Local Bond Markets: An Asian Perspective" Ed by Alison Harwood, International Finance Corporation (IFC), Washington, P50. Available on: https://books.google.com/books?id=CRB6tQEACAAJ&printsec=frontcover&hl=ar#v=onepage&q&f=true

[3] Abdullatif .E, (2009), op. cit., P11.

3. يمكن أن يؤدي سوق أدوات الدين العام إلى زيادة الاستقرار المالي العام، وتحسين الوساطة المالية من خلال زيادة المنافسة وتطوير البنية التحتية والمنتجات والخدمات المالية ذات الصلة[1].
4. تقوم أسواق أدوات الدين العام بخلق أدوات السياسة النقدية[2]. علاوة عن تعزيز تنفيذ السياسة النقدية، وتحقيق أهدافها –بما في ذلك استهداف التضخم–، إضافة إلى تمكين استخدام أدوات السياسة النقدية غير المباشرة القائمة على السوق[3].
5. يساعد سوق أدوات الدين في تغيير النظام المالي من نظام موجه توجيهاً أساسياً للقطاع المصرفي إلى نظام متعدد الطبقات، بحيث تكمل التمويل المصرفي. ومع تطور أسواق الأوراق المالية الحكومية وأسواق القطاع الخاص، فإنها تجبر المصارف التجارية على تطوير الائتمان والمنتجات المصرفية بشكل أكثر تنافسية[4].
6. إن وجود سوق أدوات دين فعّال يسمح للمؤسسات المالية بإدارة المخاطر المالية بشكل أفضل. إذ يمكن للسلطة النقدية أن تطلب من المصارف الحفاظ على نسبة أعلى للسيولة، تتألف من سندات حكومية وسندات الشركات ذات التصنيف الجيد. ومن ناحية أخرى يسمح سوق أدوات الدين للمصارف والمؤسسات المالية الأخرى بتحويل ديونها إلى ديون قابلة للتداول في سوق السندات بـ"التوريق"[5]، فيمكن للمصارف بدورها حل مشكلة السيولة الخاصة بها عن طريق بيع هذه السندات –تسييلها عن طريق التداول[6].
7. تساعد أسواق أدوات الدين المحلية بامتصاص مخاطر أسعار الصرف، ففي حال غياب سوق أدوات الدين لا يكون أمام الحكومة والمؤسسات المالية المحلية خياراً لتمويل أغلب احتياجاتها طويلة الأجل سوى

---

[1] Abdullatif .E, (2009), Ibid., P13.
[2] Pettis M., (2000), op. cit., P50.
[3] The World Bank & International Monetary Fund, (2001), "Developing Government Bond Market", A Handbook, Washington, p4.
[4] Abdullatif .E, (2009), op. cit, P12.
[5] Kim Y.H., (2001), "Government Bond Market Development in Asia," Asian Development Bank (ADB), Philippines, pp xxiii.
[6] وبمعنى أوسع فإن **التوريق**: هو آلية تسمح بنقل المخاطر المالية من البنك أو المؤسسة المالية المالكة للقروض إلى المستثمرين، عن طريق الأسواق المالية، وذلك من خلال إصدار أوراق مالية مضمونة بقروض رهون عقارية سكنية أو عقارية تجارية وغيرها. وهو من الأساليب التمويلية الجديدة من خلالها يمكن تحويل الأصول غير السائلة إلى أصول مالية قابلة للتداول في السوق المالي. وتعد من الأدوات المالية الأكثر شيوعاً وانتشاراً في التمويل العقاري.
للمزيد حول الموضوع راجع على سبيل المثال:
IFC Technical Working Group On Securitisation In Russia, (2004), "Securitization: Key Legal and Regulatory Issues", World Bank Group, available on:
https://documents1.worldbank.org/curated/en/747401468092077080/pdf/395540Securitization.pdf

الاقتراض من الخارج وتحمل مخاطر أسعار الصرف[1] إلى جانب الآثار السلبية الأخرى للتمويل من المصادر الخارجية.

8. تقدم أدوات الدين العام معياراً لتسعير الأدوات المالية، نظراً لكون أدوات الدين الحكومية عبارة عن أدوات الدين ذات النسب الأقل من المخاطرة داخل أي بلد[2]، أي بالاعتماد على معدل الفائدة الخالي من المخاطرة لأدوات الدين العامة يتم تسعير الأدوات الأخرى في النظام المالي ككل بإضافة مايدعى بعلاوة المخاطرة.
9. يوفر سوق أدوات الدين العام وسيلة للتمويل المحلي لعجز الموازنة بخلاف تلك التي يوفرها البنك المركزي، ومن ثمّ يمكن أن يقلل من الحاجة إلى التمويل النقدي المباشر والذي قد يكون ضاراً للعجز الحكومي من جهة، وتجنب تراكم الديون المقومة بالعملات الأجنبية من جهة أخرى. فإن دور هذا السوق لا يقتصر على تمكين السلطات من تسهيل الإنفاق الجاري والاستثماري استجابة للصدمات، وإنما إذا اقترن بالإدارة السليمة للديون العامة، يمكن أن يساعد الحكومات أيضاً على تقليل تعرضها لمخاطر أسعار الفائدة والمخاطر المالية الأخرى. حيث يؤدي التحول نحو تمويل عجز الموازنة الحكومية من خلال سوق أدوات الدين إلى تقليل تكاليف خدمة الدين على المدى المتوسط والطويل[3].

ومن الجدير بالذكر أن سوق الأوراق المالية الحكومية يعد العمود الفقري لمعظم أسواق الأوراق المالية ذات الدخل الثابت في كل من البلدان المتقدمة والنامية[4].

من ثمّ تعتبر أسواق أدوات الدين ولا سيما أدوات الدين العام من المصادر الضرورية لتلبية احتياجات التمويل على المدى المتوسط والطويل. وتنبع أهمية هذه السوق من دورها الإيجابي في الاقتصاد.

[1] Abdullatif .E, (2009), op. cit., PP13-14.
[2] Pettis M., (2000), op. cit., P50.
[3] The World Bank & International Monetary Fund, (2001), op. cit, p4.
[4] Valle C., (2003), "Developing Bond Markets: A comprehensive view- Chapter 10 of Focus on Capital: New Approaches to Developing Latin American Capital Markets", Ed. By Dowers K., & Masci P., Inter- American Development Bank, Washington, P308.
https://publications.iadb.org/publications/english/document/Focus-on-Capital-New-Approaches-to-Developing-Latin-American-Capital-Markets.pdf

ووفقاً لبيانات اتحاد صناعة الأوراق المالية الحكومية والأسواق المالية SIFMA [1] عن الربع الثاني لعام 2021 قدر حجم سوق السندات العالمي بنحو 119 تريليون دولار في جميع أنحاء العالم، ومن الجدير بالذكر أن الولايات المتحدة تسيطر إلى حد كبير على سوق السندات العالمي وتمثل حوالي 39% منه[2].

فنظراً لأهمية هذه الأسواق، يجب على الحكومات أن تأخذ زمام المبادرة في تطويرها بإنشاء سوق محلي للأوراق المالية الحكومية للاستجابة لاحتياجاتها التمويلية المتزايدة. حيث أن تطوير أسواق رأس المال في بلد ما يقودها إلى نمو اقتصادي أكثر استدامة، وعادة ما تكون الخطوة الأولى في تطوير سوق مالي محلي سليم، هي تطوير سوق الأوراق المالية الحكومية، يليها سوق سندات الشركات، وأخيراً سوق المشتقات[3].

وبناءً على دور أدوات الدين وأسواقها لدى كل من الحكومة والبنوك المركزية والمستثمرين (مؤسسات وأفراد) وآثارها الإيجابية على الاقتصاد، فإن تطوير سوق أدوات الدين العام يسهم بتطوير سوق أدوات الدين ككل، مما يسهم في تعميق الأسواق المالية، حيث يمكن للأسواق المالية الفعَالة أن تعمق القاعدة المالية لأي بلد ولا سيما البلدان النامية، ما يترتب على ذلك من آثار إيجابية بعيدة المدى في تعبئة الموارد، وبذلك تتوفر بنية تحتية أساسية لتطوير النظام المالي والاقتصاد العام. ومن الجدير بالذكر أن تطوير سوق أدوات الدين يستلزم إنشاء بنية تحتية معلوماتية وقانونية ومؤسسية واسعة النطاق.

ثانياً: المتطلبات *الأساسية* لتطوير أسواق الدين العام [4]

يعدُّ تطوير سوق أدوات الدين العام عملية ديناميكية طويلة الأمد، ويجب أن يُنظر إلى بناء وإنشاء سوق أوراق مالية حكومية موثوق على أنه عنصر أساسي في استراتيجية التنمية الاقتصادية لأي بلد. وتجدر الإشارة إلى أن استراتيجية تطوير سوق أدوات الدين غير قائمة في كل الاقتصادات، ويعزى ذلك لسببين، إما لعدم مواجهة الحكومة لعجزاً في موازنتها يتطلب تمويلاً، أو أن تكون الدولة ليست كبيرة بما يكفي لدعم البنية التحتية الضرورية لتلك الأسواق.

[1] Securities Industry and Financial Markets Association -SIFMA: اتحاد صناعة الأوراق المالية والأسواق المالية في أمريكا.
[2] SIFMA, (2021), "Fixed Income Issuance and Trading 2Q21", Research Quarterly- July, P4.
[3] Valle C., (2003), op. cit., PP296-297.
[4] Valle C., (2003), Ibid.,PP300-302.

فهناك شرطان أساسيان لتطوير أسواق أدوات الدين العام على المدى المتوسط والطويل:

1. مستوى معين من الاستقرار الاقتصادي، ونظام مالي مستقر، متحرر، وتسوده المنافسة، يعكسه استقرار السياسات الاقتصادية الكلية.
2. برنامج حكومي موثوق ومستقر، وأطر قانونية وتنظيمية سليمة، وذلك في إطار واضح لإصلاح القطاع المالي.

1. أن يكون الاقتصاد الكلي سليم

ونقصد بذلك استقرار الاقتصاد الكلي، أي أن تتسم السياسات العامة الكلية بالمصداقية ولا سيما أن تكون السياسة المالية مستدامة، والسياسة النقدية مستقرة، وأن يتسم نظام الصرف بالمصداقية والشفافية.

1.1. السياسة المالية

في سياق تطوير سوق أدوات الدين العام، يجب أن تكون الحكومة قادرة على إبلاغ السوق بأن سياستها المالية على مسار مستدام وتحت السيطرة، فمن المهم أن يدرك المستثمرون قدرة الحكومة على إدارة النفقات والديون، وكذلك تحصيل الضرائب. وبخلاف ذلك، سيتم إدراك وجود مخاطر عالية من تخلف الحكومة عن السداد، فترتفع بدورها تكلفة الدين الحكومي. وتعد معدلات الفائدة الحقيقية المرتفعة أحد الآثار الشائعة عندما تكون الحكومة غير قادرة على تنفيذ الانضباط المالي، مما يشكل عائقاً رئيسياً لتطوير سوق أدوات الدين.

1.2. السياسة النقدية

ترتبط السياسة النقدية المستقرة ارتباطاً وثيقاً بالسياسة المالية، نظراً لكون تمويل البنك المركزي لعجز الموازنة من خلال أدوات السياسة النقدية ذو آثار تضخمية[1].

فإن التوقعات بارتفاع معدلات التضخم تثني المستثمرين عن التوجه للاستثمار في السندات الحكومية، علاوة عن زيادة تكلفة التمويل، وتقصير آجال استحقاق السندات. وعليه يكون الالتزام باحتواء التضخم خطوة أساسية في تطوير سوق الأوراق المالية، لذلك من الضروري وجود بنك مركزي يتمتع بالاستقلالية[2] والإدارة الجيدة

[1] أي استخدام عوائد الإصدار النقدي كمصدر للتمويل، والذي يعتبر المصدر الرئيسي للضغوط التضخمية. (حساني،عبد الرزاق، 2002، مرجع سبق ذكره، ص92).

[2] إن استقلالية البنك المركزي تحول دون الإغراء الذي تشعر به الحكومات من أجل الاقتراض المباشر من البنك المركزي لتمويل عجز الموازنة.(حساني،عبد الرزاق، 2002، مرجع سبق ذكره، ص92)

للتكامل مع السياسة المالية. وبالمثل، يجب أن تكمل السياسة المالية السليمة جهود السلطة النقدية لاحتواء التضخم (التنسيق بين السياسة المالية والنقدية).

1.3.نظام الصرف[1]

تؤثر سياسات سعر الصرف وحساب رأس المال[2] تأثيراً مباشراً على عائدات السندات الحكومية. وتؤدي السياسات غير الملائمة إلى زيادة تقلبات سعر الصرف وبالتالي تقلبات أسعار الفائدة. وإن التأثير السلبي لتقلبات سعر الصرف لا يقتصر على عرقلة تطور سوق أدوات الدين طويلة الأجل وإنما على سيولة السوق الثانوية أيضاً، خاصة في حالة أنه لا توجد أسواق مكملة للتحوط[3] من مخاطر تقلبات الأسعار.

فإن التقلبات الشديدة في سعر الصرف وبشكل خاص تدهوره لعملة بلد ما تؤدي إلى انعكاسات سلبية كثيرة على التطورات الاقتصادية للبلد المعني، من أهمها[4]:

أ. زيادة عنصر عدم التأكد في المعاملات الاقتصادية والمالية والدولية: حيث يتردد المتعاملون (مستثمرين، مستوردين، وغيرهم..) في تحمل مخاطر هذه التقلبات.

---

[1] Valle C., (2003), op. cit., P 302.

[2] **سياسات سعر الصرف:**

- سياسة سعر الصرف الثابت: وفيه يتم تثبيت سعر صرف العملة إما إلى عملة واحدة تتميز بمواصفات معينة كالقوة والاستقرار. وإما إلى سلة عملات انطلاقاً من عملات الشركاء التجاريين الأساسيين، أو العملات المكونة لوحدة حقوق السحب الخاص.
- سياسة سعر الصرف المرن (التعويم): تتميز بمرونتها وقابليتها للتعديل على أساس بعض المعايير مثل المؤشرات الاقتصادية. وقد تتبع الدولة نظام التعويم المدار حيث تقوم السلطات بتعديل أسعار صرفها بتواتر على أساس مستوى الاحتياطي لديها من العملات الأجنبية والذهب وميزان المدفوعات. أو تستخدم التعويم الحر الذي يسمح لقيمة العملات أن تتغير صعوداً وهبوطاً حسب السوق، وهذا النظام يسمح للسياسات الاقتصادية بالتحرر من قيود سعر الصرف.

(للمزيد يمكن الاطلاع على: العباس، بلقاسم، (2003)، "سياسات أسعار الصرف"، المعهد العربي للتخطيط بالكويت، سلسلة جسر التنمية لقضايا التنمية في الأقطار العربية، العدد /23/، متوفرعلى الرابط التالي:
(https://www.arab-api.org/images/publication/pdfs/94/94_develop_bridge23.pdf

سياسات حساب رأس المال: سياسة حساب رأس المال المحرر، وسياسة حساب رأس المال المقيّد. (للمزيد يمكن الاطلاع على:
Bicaba Z., et al,(2015), "Capital Account Policies, IMF Programs and Growth in Developing Regions", Working Paper Series, African Development Bank, available on:
https://www.afdb.org/fileadmin/uploads/afdb/Documents/Publications/WPS_No_217__Capital_Account_Policies__IMF_Programs_And_Growth_In_Developing_Regions_ADDRESS.pdf)

حساب رأس المال: أو الحساب التمويلي، وهو أحد جزئين رئيسيين من ميزان المدفوعات (حساب رأس المال، والحساب الجاري). فإن التغييرات في ميزان المدفوعات يمكن أن توفر أدلة حول المستوى النسبي للصحة الاقتصادية للبلد والاستقرار المستقبلي. ويشير حساب رأس المال إلى ما إذا كانت الدولة تستورد رأس المال أو تصدره. كما يمكن أن تشير التغييرات الكبيرة في حساب رأس المال إلى مدى جاذبية بلد ما للمستثمرين الأجانب ويمكن أن يكون لها تأثير كبير على أسعار الصرف، حيث أن زيادة جاذبية سندات دولة ما للمستثمرين الأجانب يؤدي إلى ارتفاع قيمة عملتها وانخفاض سعر الصرف والعكس بالعكس. (للمزيد يمكن الاطلاع على: https://www.investopedia.com/terms/c/capitalaccount.asp)

[3] **أسواق مكملة للتحوط:** وهي أسواق المشتقات المالية بأنواعها المختلفة (الخيارات والمستقبليات والعقود الآجلة والمبادلات).

[4] حساني، عبد الرزّاق، (1993)، مرجع سبق ذكره، ص 22.

ب. انتشار المضاربة والمراجحة، وبالتالي وقوع الاقتصاد تحت رحمة رؤوس الأموال العائمة التي تجري وراء معدلات الفائدة المرتفعة.

ج. تغذية دوافع التهرب من العملة الوطنية واللجوء للعملات الأجنبية الأكثر استقراراً، مما يؤدي إلى هروب الرساميل الوطنية إلى الخارج من جهة أخرى.

كما يجب النظر بحذر في انتهاج سياسة تحرير حساب رأس المال لأن تحركات رأس المال غير المقيدة يمكن أن تعرض الاقتصاد لمخاطر العدوى من الأزمات الخارجية[1].

ويمكن للسياسات النقدية والمالية السليمة المقترنة بالإدارة الجيدة للديون أن تقلل من هذه المخاطر. كما إن إطار الاقتصاد الكلي غير المستقر لا يشكل عائقاً أمام تنمية سوق رأس المال وحسب، وإنما يهدم الجهود والإنجازات في هذا الاتجاه.

2. مسار إصلاح القطاع المالي واستقراره[2]

تؤثر مخاوف المستثمرين بشأن النظام المصرفي سلباً على جهود الحكومة لتطوير السوق. علاوة على ذلك، سيؤدي عدم وجود وسطاء فعّالين إلى انخفاض سيولة السوق الثانوية، وبالتالي لا يمكن تطوير سوق أدوات الدين في ظل نظام مصرفي متأزم، لأن الأسواق – مثل أسواق إعادة الشراء[3] والأسواق بين المصارف[4]– ترتبط ارتباطاً وثيقاً بكل من الأوراق المالية الحكومية والسوق المالية ككل. فيجب أن يعمل إصلاح النظام المالي على تطوير البنية التحتية للمعلومات، وإصلاح القطاع المصرفي، وتمكين الإشراف والتنظيم.

2.1. تطوير البنية التحتية للمعلومات

يؤدي الكشف عن المعلومات دوراً رئيسياً في بناء مصداقية السوق، فمن المهم أن تقوم السلطة النقدية بجمع ومعالجة المعلومات جميعها من أجل ضمان الكشف المناسب عن المعلومات التي يحتاجها السوق.

---

[1] **العدوى من الأزمات الخارجية:** تنتقل عدوى الأزمات بين البلدان ولا سيما ذات العلاقات التجارية التشابكية، من خلال عدة قنوات أهمها القنوات التجارية والمالية والسياسية .

[2] Valle C., (2003), op. cit., PP 302-303.

[3] REPO Markets.

[4] InterBank Markets.

2.2. الإصلاح المصرفي

يؤدي تخلف النظام المصرفي لبلد ما وانحدار كفاءته الإدارية والتقنية دوراً رئيساً في زيادة عمليات تهريب رؤوس الأموال إلى الخارج، وبالتالي ازدياد احتمال المضاربة على العملة الوطنية للبلد، علاوة عن عرقلة التوسع في نشاط القطاع الخاص نتيجة قصور قدرة النظام المصرفي على منح التمويل[1]. ومن ثمّ يجب العمل على تصميم اللوائح المصرفية وفقاً للمعايير الدولية، بما في ذلك معايير الإقراض وكفاية رأس المال وتنويع الأصول.

2.3. الإشراف والتنظيم

بتمكين الإشراف والتحكم السليمين من قبل السلطة الإشرافية.

ومن ثمّ يعزز النظام المالي السليم ثقة المستثمرين ويسهل تطوير السوق المالي.

[1] حساني، عبد الرزاق، (2002)، مرجع سبق ذكره، ص 128.

الفصل الثالث

ملامح التجربة التركية

في هذا الفصل سيتم مناقشة التطورات الراهنة في الاقتصاد التركي، وملامح التجربة التركية في إنشاء سوق لأدوات الدين العام وفق المباحث التالية:

- المبحث الأول: التطورات الاقتصادية الراهنة
- المبحث الثاني: البورصة التركية.
- المبحث الثالث: تطورات المالية العامة في تركيا.

المبحث الأول

التطورات الاقتصادية الراهنة في تركيا

أولاً–الانتعاش الاقتصادي

بدأت تركيا برامج الإصلاح والتطوير بالتعاون مع صندوق النقد والبنك الدوليين منذ عام 2002، ونجحت هذه الإصلاحات في تحقيق استقرار اقتصادي، وبدأت مفاوضات الانضمام مع الاتحاد الأوروبي في تشرين الأول عام 2005. وبالإصلاحات اللاحقة تحققت قفزة نوعية في الاقتصاد حتى عام 2011[1].

1. النمو الاقتصادي

حققت تركيا معدلات نمو عالية بين عامي 2002 –2017 دفعت بالبلاد إلى المراتب الأعلى من فئة الدخل المتوسط الأعلى[2]، حيث استمر النمو الاقتصادي بمعدل متوسط قدره 6.3% بين 2002–2008 (بين أزمتي 2001–2008)، وبمتوسط 7.3٪ بين عامي 2010 و2015[3]، لكن أدت عوامل عدّة بما في ذلك المناخ السياسي المحلي المضطرب والظروف الجيوسياسية والمخاوف الأمنية إلى تباطؤ اقتصادي كبير في عام 2016[4] منخفضاً إلى معدل نمو 3.3%، ثم عاد النمو الاقتصادي مجدداً في عام 2017 إلى 7.5٪[5].

وفي آب 2018 واجهت تركيا أزمة جديدة تمثلت بانخفاض حاد في قيمة الليرة التركية، مما أدى إلى تراجع معدل النمو[6]، فقد تباطأ النمو الاقتصادي إلى 3٪ في 2018 و0.9٪ في 2019، حيث انخفض إجمالي

بعد مرور قرابة 100 عام على تأسيس الجمهورية التركية (الذكرى المئوية لتأسيسها في عام 2023)، واجهت تركيا الكثير من التطورات وحققت تغييرات عميقة على كافة الأصعدة ولا سيما على الصعيد الاقتصادي والسياسات الداخلية والخارجية .

كانت بدايات الإصلاحات على يد مصطفى كمال أتاتورك Mustafa Kemal Atatürk عندما أعلن تأسيس الجمهورية التركية عام 1923، كما شهدت تركيا في عام 1946 فترة أولية من النمو الاقتصادي تحت قيادة عصمت إينونو İsmet İnönü ، قبل عودة فترة من التدهور الاقتصادي المترافقة مع الانقلابات العسكرية في 1960، 1971، 1980.

تلاها فترة من الحكم العسكري بين عامي 1980- 1983 وحل جميع الأحزاب السياسية الموجودة، ثم انتقلت الحكومة لقيادة تورغوت أوزال Turgut Özal عُزّز خلالها النمو الاقتصادي، في حين أدت السياسات المتبعة أيضاً إلى عجز كبير في الموازنة، مما أدى إلى أزمتين اقتصاديتين حادتين في عامي 1994، 2001.

وفي عام 2001 تم تأسيس حزب سياسي "حزب العدالة والتنمية" بقيادة رجب طيب أردوغان Recep Tayyip Erdoğan.

[1] Bertelsmann Stiftung's Transformation Index (BTI), (2022), "BTI 2022 Country Report" pp 3-17. Available on: https://bti-project.org/en/reports/country-report/TUR

[2] The World Bank, (2022), "Recent Economic Developments-Turkey", Published on official website: https://www.worldbank.org/en/country/turkey/overview#3 .

[3] Republic Of Turkey Ministry Of Treasury And Finance official website https://en.hmb.gov.tr/ .

[4] Bertelsmann Stiftung's Transformation Index (BTI), (2022), Op.cit.

[5] Republic Of Turkey Ministry Of Treasury And Finance official website https://en.hmb.gov.tr/ .

[6] The World Bank, (2022), Op.cit .

الناتج المحلي من 859 مليار دولار في 2017 إلى 760 مليار دولار في 2019[1]. ومن ناحية أخرى، نتيجة أزمة 2018 أُجريت العديد من التغييرات في الإدارة الاقتصادية العليا مثل إقالة محافظ البنك المركزي عام 2019 وبدأ البنك المركزي باتباع سياسة نقدية توسعية[2] بهدف تحقيق الاستقرار الاقتصادي[3]. فبعد الانخفاض القياسي لقيمة الليرة التركية في النصف الأول من عام 2018، انفتح الاقتصاد بشكل أسرع من المتوقع بسبب السياسات النقدية التوسعية والزيادة المفاجئة في الصادرات إلى جانب تراجع الواردات بشدة[4]. فقد سجلت صادرات تركيا في عام 2019 أعلى مستوى لها على الإطلاق بنسبة 23.8٪ من الناتج المحلي الإجمالي وبقيمة 180.8 مليار دولار، وتراجعت وارداتها بنسبة 9٪ لتصل إلى 210.4 مليار دولار في العام نفسه، وبلغت نسبة تغطية الصادرات للواردات 86٪ ارتفاعاً من 76.6٪ في عام 2018[5]، وأدى ذلك إلى مساهمة قياسية للتجارة الخارجية (4.7 نقطة) في معدل النمو الاقتصادي للبلاد، وهي أكبر مساهمة تشهدها تركيا خلال 18 عاماً[6].

وبحلول أوائل عام 2020 بدأ الاقتصاد في التعافي، لكن نتيجة لأزمة COVID-19 في الربع الثاني من العام[7] كانت الخسائر الاقتصادية الأولية للجائحة في تركيا كبيرة كما هو الحال في البلدان الأخرى، إذ انخفض الناتج المحلي الإجمالي انخفاضاً حاداً في الربع الثاني من عام 2020، وتراجع الطلب الخارجي والنشاط السياحي. ولكن بالرغم من الانهيار الأولي في النشاط الاقتصادي، أدت السياسة النقدية –التخفيضات الكبيرة في أسعار الفائدة من قبل البنك المركزي (بلغت 24% في 2018، وخفضت إلى 12% لدعم الاقتصاد في 2019، ووصلت إلى 8.25% كأدنى حد لها في أيار 2020)، وتوفير الائتمان السريع من قبل البنوك العامة،

[1] Republic Of Turkey Ministry Of Treasury And Finance official website https://en.hmb.gov.tr/ .

[2] كما اعتمد البنك المركزي التركي سعر الفائدة لمعاملات الريبو لأسبوع كسعر فائدة أساسي للسياسة النقدية اعتباراً من 2018.(للمزيد: https://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/en/tcmb+en/main+menu/core+functions/monetary+policy/central+bank+interest+rates)

[3] Bertelsmann Stiftung's Transformation Index (BTI), (2022), Op.cit.

[4] Bertelsmann Stiftung's Transformation Index (BTI), (2022), Ibid.

[5] Republic Of Turkey Ministry Of Treasury And Finance official website https://en.hmb.gov.tr/ .

[6] Bertelsmann Stiftung's Transformation Index (BTI), (2022), Op.cit.

[7] The World Bank, (2022), Op.cit .

والحوافز الائتمانية، والتوسع في دعم السيولة[1]– إلى تمييز تركيا بين اقتصادات العالم المتضررة من الوباء، وكان الناتج المحلي الإجمالي بحلول الربع الثالث أعلى بكثير من مستوى ما قبل الجائحة، وعلى الرغم من أن الربع الرابع شهد موجة ثانية من COVID–19 وتجددت القيود على التنقل، إلا أن النشاط الاقتصادي استمر في التوسع[2]، وشهدت نمواً اقتصادياً بنسبة 1.8٪ عام 2020، بعد الصين التي حققت نمواً بنسبة 2.3% لتكونا الاقتصادين الأفضل أداءً في مجموعة العشرين[3]، إذ شكلت الاستثمارات والاستهلاك الخاص أعلى نسبة مساهمة في النمو عام 2020، في حين أسهم الاستهلاك الحكومي في النمو على المستوى المتوسط وطويل الأجل[4]. وحافظت تركيا على النمو ليستمر في عام 2021 مسجلاً نسبة 11% وفقاً لتقرير صندوق النقد الدولي[5]. كما استمر نمو النشاط الاقتصادي في النصف الأول من عام 2022 بفضل الطلب الخارجي[6]، إذ ارتفع الناتج المحلي الإجمالي بنسبة 7.6٪ على أساس سنوي[7]. وكان لنمو الصادرات أثر واضح في النمو الاقتصادي (الشكل رقم /12/).

أبرز إجراءات السياسة النقدية في عام 2020
خفض سعر الفائدة.
الشراء المباشر للسندات الحكومية.
تنفيذ عمليات الريبو والمبادلات.
زيادة حد السيولة للمتعاملين الأساسيين.
خفض متطلبات الاحتياطي للبنوك.
توسع عمليات المبادلات على العملات الأجنبية لتوفير سيولة بالليرة التركية.

1

- اشترى البنك المركزي 70 مليار ليرة تركية (1.4٪ من الناتج المحلي الإجمالي) من الأوراق المالية الحكومية في السوق الثانوية.
- تقسم عمليات السوق المفتوحة إلى:
  - **عمليات ديناميكية**: وتتمثل بعمليات البيع والشراء المباشرة، والتي تهدف إلى تغيير مستوى احتياطيات البنوك والقاعدة النقدية. وهي ذات طبيعة دائمة.
  - **عمليات الحماية**: وتتمثل بمعاملات الريبو، والتي يتم تنفيذها لتعديل الاحتياطيات في حالة انحرافها غير المتوقع عن مستوى معين، أي أنها تهدف إلى الحفاظ على استقرار النظام المالي واحتياطيات البنوك.
- **المتعاملين الأساسيين:** هم البنوك أو المؤسسات المالية الكبرى التي تتعامل مع البنك المركزي في عمليات السوق المفتوحة.

[2] International Monetary Fund, (2021), "2021 Article IV Consultation—Press Release; Staff Report; And Statement By The Executive Director For Turkey ", Country Report No. 21/110, P9.

[3] Borsa Istanbul, (2021), "Annual Integrated Report", pp26.

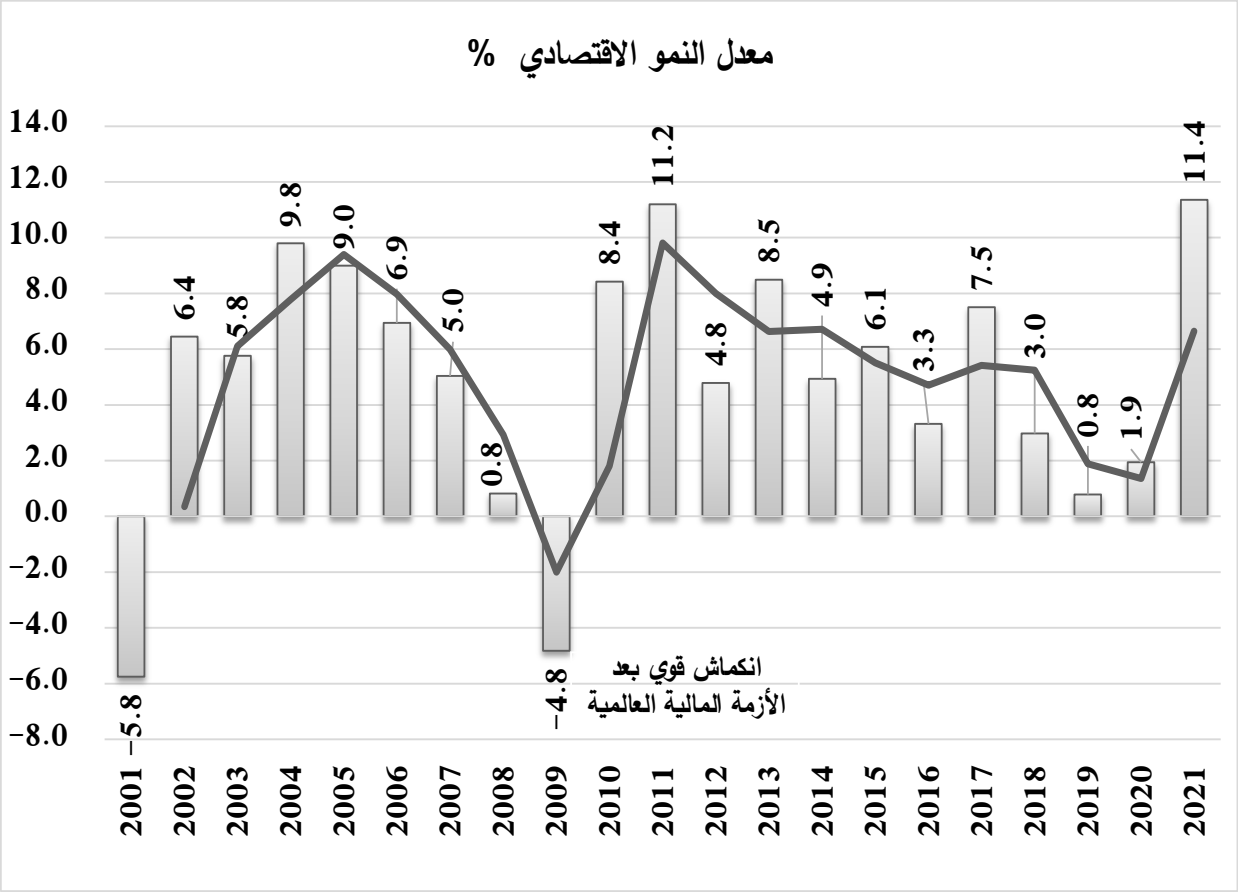
[4] Republic of Turkey Ministry of Treasury and Finance, (2021), "Public Debt Management Report", p10.

[5] International Monetary Fund, (2022), "World Economic Outlook Report April-2022", p37.

[6] Central Bank Of The Republic Of Turkey, (2022), "Financial Stability Report- May /2022", Volume: 34, p9.

[7] TCMB, (2022), "Summary of the Monetary Policy Committee Meeting- Inflation Developments", https://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/EN/TCMB%20EN/Main%20Menu/Announcements/Press%20Releases/2022/ANO2022-40

الشكل12 معدل النمو الاقتصادي في تركيا



المصدر: من إعداد الباحثة بناء على بيانات وزارة المالية والمعهد الإحصائي التركي.

ويعزى النمو الاقتصادي في تركيا للعديد من العوامل تمثل أبرزها فيما يلي[1]:

[1] بتصرف –انظر-

بوخرص، عبد الحفيظ، والحواس، زواق، (2018)، " دراسة تحليلية لتجربة الإصلاح الاقتصادي في تركيا"، مجلة الدراسات الاقتصادية المعاصرة، العدد رقم /5/.

Jarosiewicz. A., (2013), "Turkey's economy: a story of success with an uncertain future", OSW COMMENTARY, Centre for Eastern Studies, No. 120.

Çakmaklı. C., et al., (2021), "An Evaluation of the Turkish Economy during COVID-19", Centre for Applied Turkey Studies (CATS) | WP No. 01.



1

2. أبرز انعكاسات النمو الاقتصادي

أدى النمو الاقتصادي السريع والمستويات المتزايدة للاستثمار الأجنبي المباشر إلى زيادة فرص العمل وارتفاع متوسط الدخل وفقاً لبيانات البنك الدولي، فقد انخفض معدل الفقر إلى أكثر من النصف بين عامي 2002 – 2015 والذي بلغ 13.5% عام 2016 [2]، مسجلاً تحسناً ملحوظاً إلى 2.2% في عام 2021 [3]. فقد احتلت تركيا المرتبة 54 حسب مؤشر التنمية البشرية[4] في عام 2019 الصادر عن برنامج الأمم المتحدة الإنمائيUNDP[5] ثم احتلت المرتبة 48 في عام 2021[6] بارتفاع 11 مرتبة مقارنة بالعام 2018 الذي صنفت فيه تركيا بالمرتبة 59[7].

[1] **الليبرالية (البرلة الاقتصاد):** هي تخفيف اللوائح والقيود الحكومية على الاقتصاد لزيادة مشاركة القطاع الخاص بهدف تشجيع التنمية الاقتصادية.

[2] Bertelsmann Stiftung's Transformation Index (BTI), (2022), Op.cit.

[3] Bertelsmann Stiftung's Transformation Index (BTI), (2022), Ibid.

[4] **مؤشر التنمية البشرية:** هو مؤشر ابتكرته هيئة الأمم المتحدة ويشير إلى مستوى رفاهية الشعوب في العالم.

[5] UNDP, (2020), "Human Development Report", p343.

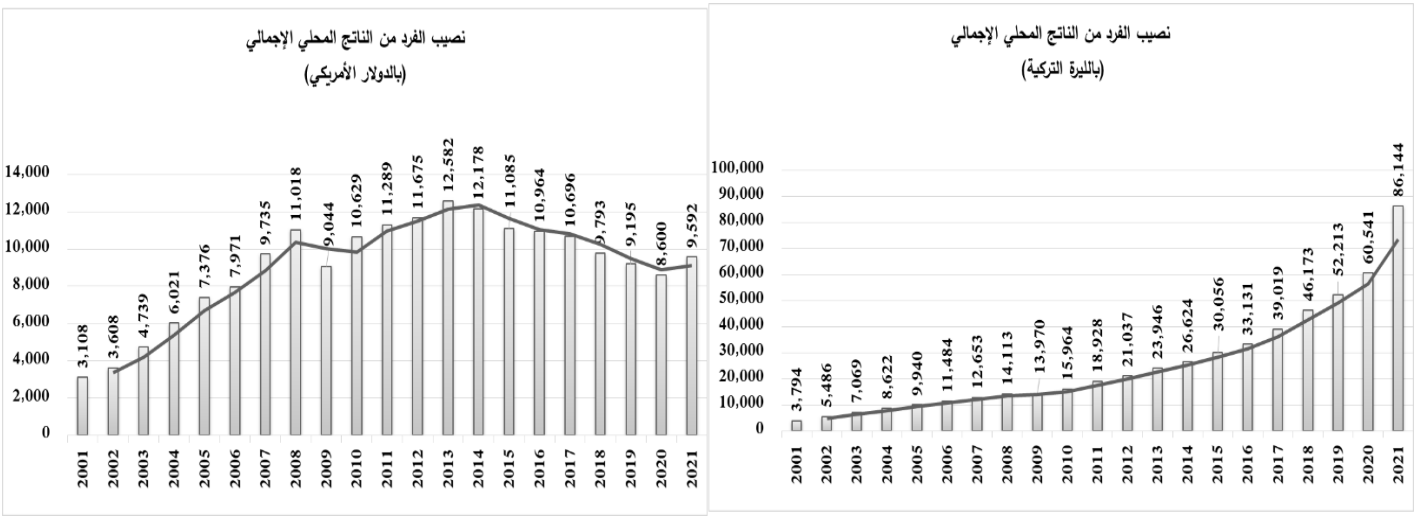
[6] UNDP, (2022), "Human Development Report 2022/2021 ", p272.

[7] UNDP, (2019), "Human Development Report", p300.

ووفقاً لبيانات المفوضية الأوروبية شهدت تركيا تحسين بيئة الأعمال التنظيمية[1]، وبحسب مؤشر ممارسة أنشطة الأعمال لعام 2020 ارتفعت تركيا 27 مرتبة في عامين فقط لتحتل المرتبة 33 [2].

ويبين الشكل الآتي التحسن النسبي في نصيب الفرد من الناتج المحلي الإجمالي:

الشكل 13 نصيب الفرد من الناتج المحلي الإجمالي في تركيا



المصدر: من إعداد الباحثة بناء على بيانات وزارة المالية والمعهد الإحصائي التركي.

ثانياً–أبرز التطورات النقدية

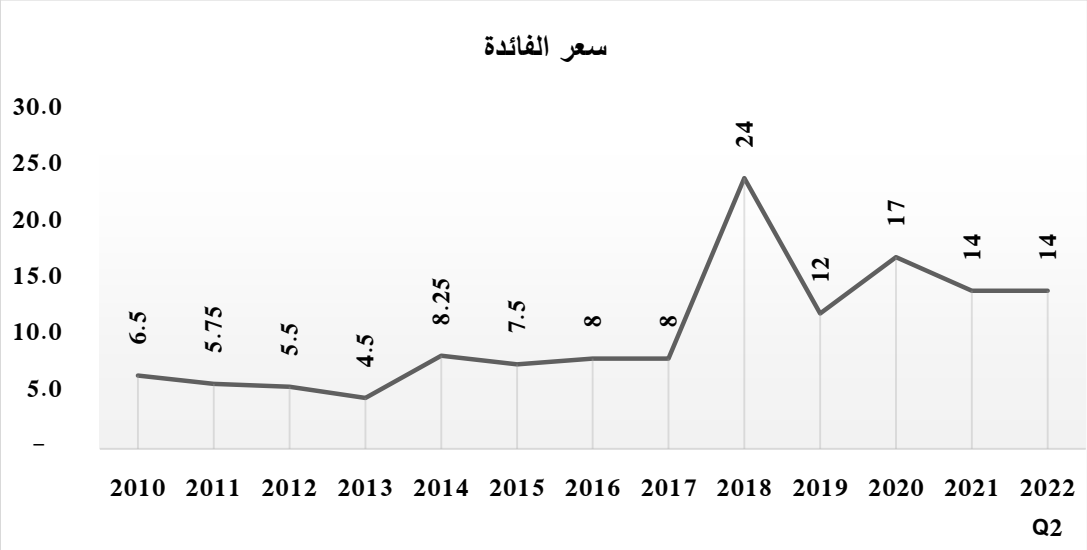
1. أسعار الفائدة

لجأت الحكومة التركية منذ 2001 إلى التدخل في سياسة أسعار الفائدة، إذ خُفِّضت من مستويات عالية جداً بهدف تخفيض التضخم، بلغت 6.5% عام 2010 واستمر تخفيضها لتبلغ 4.5% عام 2013. فيما بعد شهدت اتجاهاً عكسياً وصولاً لـ 24% في 2018، ثم خفضت إلى 12% لدعم الاقتصاد في 2019، ووصلت إلى 8.25% كأدنى حد لها في أيار 2020. واستجابة للظروف الاقتصادية العالمية الصعبة، ولدعم الاستقرار المالي واصل البنك المركزي التركي باتخاذ تدابير السياسة النقدية التشددية منذ أواخر 2020 –بعد التوسع الكبير لمواجهة الوباء–، إذ رفع سعر الفائدة تدريجياً منذ أيلول 2020 ليبلغ 17% نهاية العام، وإلى 19٪ في آذار 2021، قبل الإبقاء على أسعار الفائدة معلقة في الربع الثاني من 2021، تلاها خفض أسعار الفائدة من 19٪ إلى 18٪ في أيلول 2021 – أول خفض في أسعار الفائدة لمدة ستة عشر شهرًا منذ أيار 2020،

[1] European Commission, (2020),"Turkey 2020 Report", Republic Of Turkey Ministry Of Forging Affairs Directorate of EU Affairs, P57, https://www.ab.gov.tr/regular-progress-reports_46224_en.html.
[2] World Bank Group, (2020), "Doing Business 2020", p16.

تلاها تخفيض سعر الفائدة مرة أخرى إلى 16٪ في تشرين الأول 2021، وإلى 15٪ في تشرين الثاني، ثم إلى 14٪ في كانون الأول. واستمر المركزي بإبقاء سعر الفائدة الأساسي دون تغيير عند مستوى 14٪ حتى حزيران 2022[1].

الشكل14 سعر الفائدة في تركيا



المصدر: من إعداد الباحثة بناء على بيانات البنك المركزي التركي.

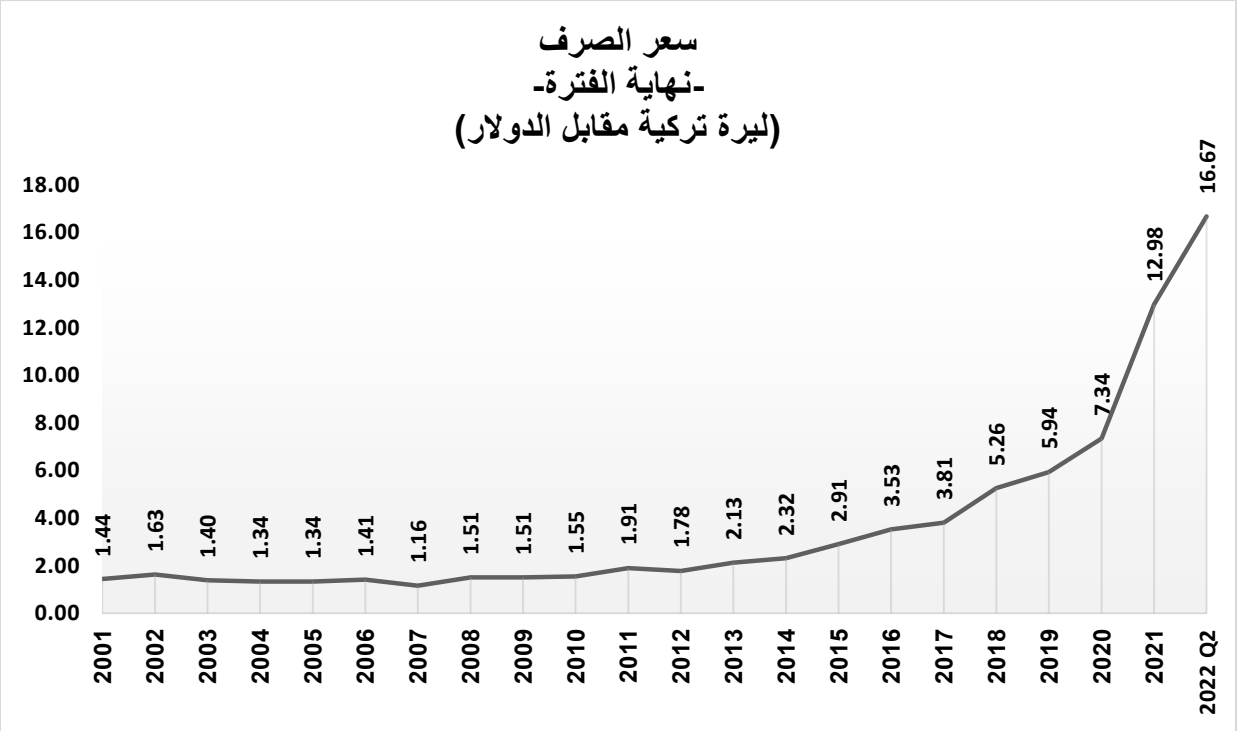
2. سعر الصرف

رغم النمو الاقتصادي، أدت التقلبات المتتالية في الليرة –بعد حالة مستقرة نسبياً خلال المدّة 2001_2012 بمتوسط سعر صرف 1.55 ليرة تركية مقابل الدولار– ولا سيما في أزمة 2018، إلى زيادة أسعار الواردات مما أدى إلى زيادة الضغط عليها، واشتد الضغط على الليرة في عام 2020، مما أدى إلى خسارة أكثر من 15٪ من قيمة الليرة في النصف الأول من عام 2020 لتصبح (6.84 ليرة مقابل الدولار) مقارنة بقيمتها قبل الجائحة (5.94 ليرة تركية مقابل الدولار) على الرغم من تدخلات البنك المركزي، وصولاً إلى (8.12 ليرة تركية مقابل الدولار) في تشرين الأول[2]. وفي أواخر عام 2020، ارتفعت قيمة الليرة التركية مقابل الدولار الأمريكي بشكل طفيف إلى (7.34 ليرة مقابل الدولار) في كانون الأول نتيجة تشديد السياسة النقدية [3]، حيث كانت الليرة أقل بنسبة 40% تقريبًا من مستوى ما قبل الجائحة. كما أدت التداعيات من الحرب الأوكرانية

[1] Central Bank of the Republic of Turkey website: https://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/en/tcmb+en.
[2] Central Bank of the Republic of Turkey website: https://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/en/tcmb+en.
[3] Central Bank of the Republic of Turkey website: https://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/en/tcmb+en.

الروسية وزيادة تضخم أسعار الطاقة والغذاء في تفاقم تدهور قيمة الليرة[1] إلى 16.7 ليرة مقابل الدولار الأمريكي في حزيران 2022[2].

الشكل15 سعر الصرف في تركيا



المصدر: من إعداد الباحثة بناء على بيانات البنك المركزي التركي.

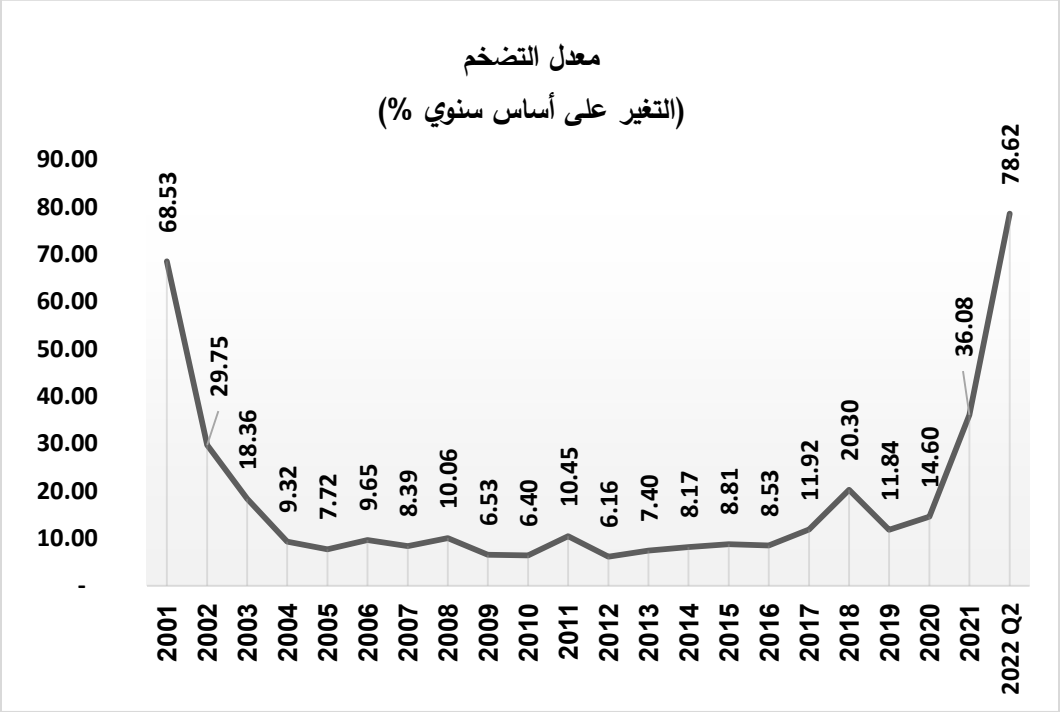
3. التضخم

في حين سجل معدل تضخم أسعار المستهلك (CPI) تحسناً ملموساً وانخفض تدريجياً مع بداية الإصلاحات الاقتصادية والنمو منذ عام 2001، حيث كان المعدل مرتفع في عام 2001 وبلغ 68.5%، ثم استقر نسبيًا بحوالي 8٪ لأكثر من عقد من الزمان (2004–2016)، لكن أصبح أعلى وأكثر تقلباً منذ عام 2017 والذي بلغ 11.92٪ (أي أعلى بكثير من المعدل المستهدف والبالغ 5٪)، ثم ارتفع إلى 20.3٪ في عام 2018 نتيجة أزمة العملة، قبل أن ينخفض بشكل طفيف إلى 11.48٪ في عام 2019[3]. وفي عام 2020 بلغ 14.6% نتيجة للزيادة في تكاليف الوحدة كنتيجة للوباء، وتقلبات أسعار الصرف، وارتفاع أسعار المواد

[1] The World Bank, (2022), Op.cit. .
[2] Central Bank of the Republic of Turkey website: https://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/en/tcmb+en.
[3] Central Bank of the Republic of Turkey website: https://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/en/tcmb+en.

الغذائية[1]. وقد استمر الدعم المالي والنقدي الذي قُدّم عام 2020 في عام 2021، وأدى استمرار سياسات التوسع النقدي وما يرتبط بها من مشاكل جانب العرض والزيادات في أسعار السلع الأساسية إلى تفاقم مشكلة التضخم[2]، ووفقًا للأرقام الصادرة عن معهد الإحصاء التركي بلغ معدل التضخم السنوي 36٪ في نهاية عام2021 [3]، وواصل الارتفاع إلى 78.62٪ في النصف الأول من عام 2022[4].

الشكل16 معدل التضخم في تركيا



المصدر: من إعداد الباحثة بناء على بيانات البنك المركزي التركي.

حيث أن التطورات التي طرأت على التضخم في تركيا تعزى إلى العديد من الأسباب أبرزها[5]:

[1] Republic of Turkey Ministry of Treasury and Finance, (2021), Op.cit., p11.
[2] Borsa Istanbul, (2021), Op.cit. pp26.
[3] Turkish Statistical Institute TURKSTAT official website: https://www.tuik.gov.tr/Home/Index
[4] Central Bank of the Republic of Turkey website: https://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/en/tcmb+en.
[5]. بتصرف- انظر-
Çakmaklı. C., et al., (2021), Op.cit..
Yilmazkuday. H., (2022), "Drivers of Turkish Inflation", Working Paper 2204, Florida International University, USA.

- **السياسات النقدية وتغييرات أسعار الفائدة: بداية استهداف التضخم منذ 2001 (تم تخفيض التضخم)، وفيما بعد أدت تخفيضات أسعار الفائدة والسياسات النقدية التوسعية إلى رفع معدل التضخم.**
- **الاعتبارات السياسية الخارجية والتدخلات العسكرية، والاضطرابات السياسية الداخلية والانقلابات التي انعكست سلباً على معدل التضخم.**
- **التراجع في قيمة الليرة التركية نتيجة المضاربة عليها في الأسواق الخارجية والداخلية، وبالتالي انخفاض القوى الشرائية، حيث أُثر جانب الطلب على ارتفاع التضخم.**
- **ارتفاع أسعار النفط العالمية.**
- **الاعتبارات الاقتصادية، والأزمات المالية، وجائحة كورونا التي أدت لسياسة توسعية كبيرة وتأثيره على قطاع السياحة والاستثمار العقاري بشكل كبير، إضافة لتداعيات الحرب الروسية الأوكرانية.**

ثالثاً–الدين العام

تمكنت الحكومة التركية من خفض دينها العام نتيجة الإصلاحات وسياسات الحكومة وبالتزامن مع خفض عجز الموازنة ومعدلات التضخم، والمحافظة على مستوى منخفض مستقر نسبياً من الدين العام خلال الفترة 2001–2016، إلا أن الأزمات المالية الداخلية والعالمية التي تعرض لها الاقتصاد التركي لا سيما الاضطرابات السياسية الداخلية عام 2016 وأزمة العملة التركية عام 2018، وجائحة كورونا 2020 وغيرها من العوامل قد انعكست سلباً مسببة ارتفاعات عدّة في الدين العام السنوي، إلا أن الحكومة قد اتبعت مؤخراً في 2021 سياسات انكماشية لتخفيض مستوى دينها العام مجدداً، وسوف يتم عرض ومناقشة هيكل الدين العام وتطوراته في المبحث الثالث من هذا الفصل.

فإن الاقتصاد التركي سريع النمو، إضافة لقوة القطاعين المالي والحقيقي وإمكانية الوصول إلى الأسواق المحلية والإقليمية، علاوة على القرب الجغرافي من أوروبا والشرق الأوسط وآسيا، ومناخ الاستثمار الليبرالي وكذلك فعالية حماية المستثمرين[1]، ليست سوى عدد قليل من العوامل الرئيسية التي جعلت من تركيا وجهة جاذبة للاستثمار، وتعد أسواق المال التركية من الأسواق الناشئة المرغوبة من كثيرٍ من المستثمرين في جميع أنحاء العالم[2]. إذ شهدت أسواق المال التركية نمواً وتطوراً كبيراً واحتلت مرتبة مميزة بين الأسواق المالية العالمية وسيتم مناقشة أبرز التطورات في البورصة التركية في المبحث الثاني.

[1] تم إنشاء مركز تعويض المستثمرين (ICC) الذي يمتلك هوية قانونية عامة لغرض تعويض المستثمرين في سياق الشروط المحددة في قانون سوق رأس المال رقم 6362. وفقًا للمادة 82 من القانون، عندما تقرر أن الشركات غير قادرة على الوفاء بالتزاماتها فيما يتعلق بالدفع النقدي أو تسليم أدوات سوق رأس المال أو عدم القدرة على الوفاء بها في غضون فترة زمنية قصيرة، يقرر مجلس سوق رأس المال تعويض المستثمرين. (وفقاً لموقع وزارة الخزانة التركية https://en.hmb.gov.tr/the-investor-compensation-center).

[2] Borsa Istanbul, (2022), "Investing in Borsa Istanbul Markets", Electronic guide, published on official website: https://www.borsaistanbul.com/en/sayfa/6511/investing-in-borsa-istanbul-markets.

المبحث الثاني

البورصة التركية

تعود جذور بورصة اسطنبول لعام 1873، حين أُسّست أول سوق للأوراق المالية في تركيا "سوق ديرسادات للأوراق المالية"، ثم تأسس سوق اسطنبول للأوراق المالية "İstanbul Stock Exchange "ISE عام 1985، وتلاها العديد من التطورات على الأسواق المالية وإطلاق أسواق جديدة، وقد تأسست بورصة اسطنبول الحديثة في عام 2013 وأصبحت البورصة الوحيدة في تركيا التي تجمع كافة البورصات العاملة في تركيا تحت مظلة واحدة[1].

في بورصة اسطنبول يتم تداول الأوراق المالية والمشتقات والمعادن الثمينة والماس بهياكلها المتكاملة، التكنولوجيا المتطورة والأدوات المتنوعة، إذ توفر منصة تداول حديثة قائمة على أساس المعايير الدولية وأفضل الممارسات[2].

في عام 2021 ، سجلت بورصة اسطنبول أعلى معدل دوران بين جميع أعضاء الاتحاد العالمي للبورصات (WFE) والبالغ 388.9%، إذ احتلت المرتبة الأولى في حجم تداول العقود الآجلة للأسهم والبالغ 1.7 مليار ليرة تركية، والمرتبة الأولى في حجم تداول العقود الآجلة للمعادن الثمينة، والمرتبة السابعة من حيث عدد الإصدارات الجديدة لسندات الدين الحكومية والخاصة والبالغ 44 سند حكومي و1294 سند للقطاع الخاص (بعدد إجمالي 1338 سند)، والمرتبة العاشرة في قيمة السندات المدرجة والبالغة 1,170 مليار ليرة تركية (مايعادل 87,9 مليار دولار أمريكي)[3]. كما تم اعتماد بورصة اسطنبول من قبل هيئة الأوراق والأسواق المالية الأوروبية (ESMA) كموقع تداول كدولة ثالثة، وهي عضو مجلس إدارة في الاتحاد العالمي للبورصات. تؤدي بورصة اسطنبول أيضًا وظيفة السكرتارية لمنتدى بورصات منظمة التعاون الإسلامي (OIC)[4]، كما أن بورصة اسطنبول عضو في جمعية سوق السبائك بلندن (LBMA)، والاتحاد العالمي لبورصات الماس (WFDB)،

---

[1] Borsa Istanbul official website, available on: https://www.borsaistanbul.com/en/sayfa/24/milestones-in-borsa-istanbul-history.

[2] Borsa Istanbul, (2022), Op.cit.

ويمثل مجلس الأسواق المالية التركي السلطة التنظيمية والإشرافية المسؤولة عن عمل بورصة اسطنبول وفق أحكام قانون الأسواق المالية الصادر عام 1981، حيث يتخذ المجلس التدابير اللازمة لتعزيز تنمية أسواق المال والمساهمة في التخصيص الفعّال للموارد المالية وضمان حماية المستثمر.

[3] The World Federation of Exchanges (WFE), (2021), "WFE Annual Statistics Guide", v2, Available on: https://statistics.world-exchanges.org/

[4] **OIC**: المنظمة الجامعة لتسعة وخمسين بورصة واثنين وعشرين مستودعًا مركزيًا للأوراق المالية في منظمة التعاون الإسلامي.

ومجموعة المراقبة بين الأسواق (ISG)، ومبادرة البورصات المستدامة (SSE) والمجموعة الاستشارية لبورصات المشتقات[1].

تستثمر بورصة اسطنبول في التكنولوجيا وتعزز البنية التحتية للنظام تعزيزاً مستمراً لتقديم أعلى المعايير العالمية. نتيجة للتعاون الاستراتيجي مع NASDAQ، أصبحت أسواق بورصة اسطنبول جميعها تعمل على منصة تداول مشتركة بنظام BISTECH منذ عام 2015، ووصلت السعة القصوى للنظام إلى 100.000 طلب في الثانية وانخفض زمن الانتقال إلى ميكروثانية. وأصبح بإمكان المستثمرين المحليين والدوليين الوصول إلى أسواق بورصة اسطنبول بسهولة أكبر بفضل بروتوكولات إدخال الطلبات ونشر البيانات المعروفة دوليًا لـ BISTECH [2].

أولاً ـ هيكلية البورصة التركية

يتألف هيكل البورصة التركية من[3]:

1. **بورصة اسطنبول:** تدير بورصة اسطنبول أربعة أسواق رئيسية وهي سوق أدوات الملكية، سوق أدوات الدين، سوق المشتقات وسوق المعادن الثمينة والألماس، والأسواق الفرعية التابعة لها، لكل منها خصائصه وأدواته وتعمل جميعها تحت مظلة واحدة.
2. **بنك التقاص التركي:** يعمل طرفاً مقابلاً مركزياً (Central Counterparty (CCP –إجراء عمليات التسوية وإنهاء المعاملات بالعمل كمشتري للبائع، وبائع للمشتري لأي عملية تداول يتم تنفيذها– في بورصة إسطنبول (في سوق الأسهم، سوق أدوات الدين بما في ذلك سوق المبادلات وسوق النقد باستثناء سندات الشركات غير المصرفية، وسوق المشتقات)، وفي سوق إقراض الأوراق المالية ومعاملات المشتقات خارج البورصة التي تتم بين البنوك. ويلتزم البنك بمبادئ المنظمة الدولية لهيئات الأوراق المالية (IOSCO[4]) ولوائح الاتحاد الأوروبي والمعايير الفنية. وهو عضو في WFE، والرابطة الأوروبية لغرف المقاصة (CCP–EACH[5])، والرابطة العالمية لمراكز التقاص (CCP12 [6]).

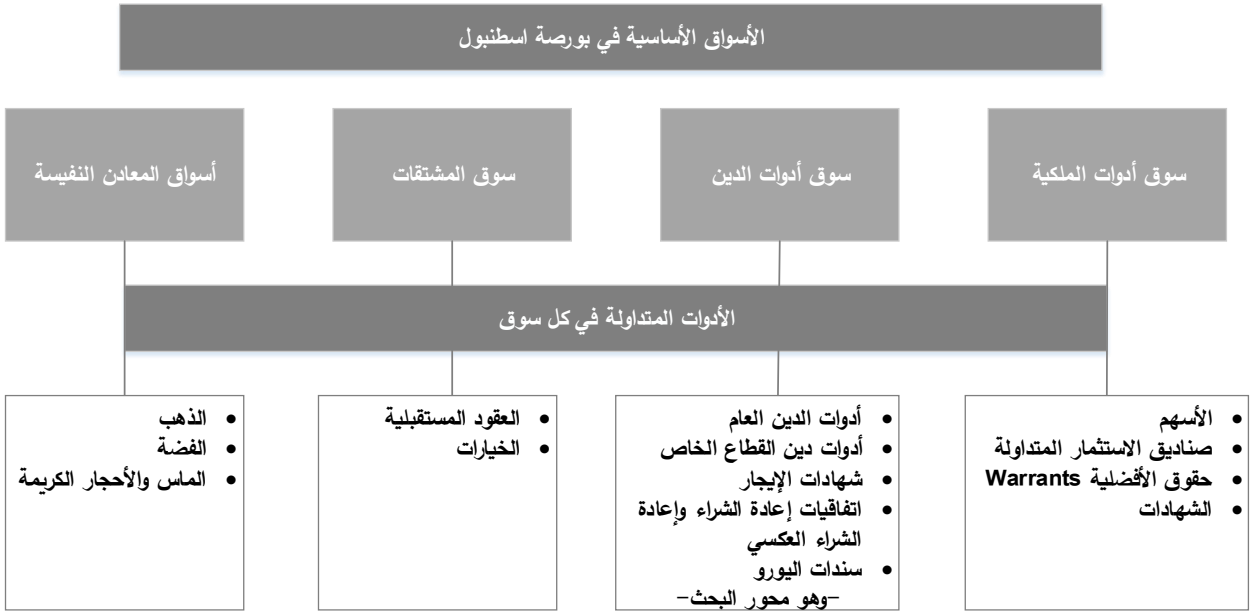
[1] Borsa Istanbul, (2022), Op.cit.
2 Borsa Istanbul, (2022), Ibid .
[3] Borsa Istanbul, (2022), Ibid.
[4] International Organization of Securities Commissions.
[5] The European Association of CCP Clearing Houses.
[6] Global Association of CCPs.

3. **نظام الإيداع المركزي للأوراق المالية Merkezi Kayıt Kurulusu A.S (MKK):** يقدم لأعضائه خدمات الإيداع والمستودع التجاري وإعداد التقارير وحوكمة الشركات وخدمات المستثمرين، إضافة لتطوير منصات وأنظمة معلومات للأسواق المالية المحلية والأجنبية كجزء من دورها "مركزاً للبحث والتطوير"، وتحمل شهادات ISO 27001 لأمن المعلومات وشهادة إدارة استدامة الأعمال ISO 22301.

ثانياً ـ الأسواق الأساسية وأدواتها في بورصة اسطنبول

يبين الشكل التالي هيكلية الأسواق الأساسية وأدواتها في بورصة اسطنبول:

الشكل17 هيكلية الأسواق الأساسية وأدواتها في بورصة اسطنبول



المصدر: إعداد الباحثة بالاعتماد على موقع بورصة اسطنبول[1].

1. سوق أدوات الدين Debt Securities Market

يتكون سوق أدوات الدين في بورصة اسطنبول من أسواق فرعية عدّة ويضم أبرز أدوات الدين الصادرة عن الخزانة التركية والقطاع الخاص والمعتمدة من قبل مجلس إدارة بورصة اسطنبول والمقومة بالليرة التركية والعملات الأجنبية، التي يتم تداولها إلكترونياً بنظام المزاد المستمر متعدد الأسعار، المبينة فيما يلي:

[1] Borsa Istanbul official website, available on: https://www.borsaistanbul.com/en/sayfa/2426/markets

1.1. أدوات الدين الحكومية Government Debt Securities (GDS) [1]

هي أدوات دين تصدرها الخزانة التركية في السوق المحلية، بحيث تكون الحكومة مدينة لأصحاب السندات بإعادة المبلغ المقترض مع الفوائد عند الاستحقاق. ويمكن تداولها خلال فترة الاستحقاق في الأسواق الثانوية.

تصنف سندات الدين الحكومية وفق اعتبارات عدّة (مدة الاستحقاق، طريقة الإصدار، عملة السندات، ذات فوائد أو تصدر بخصم، طريقة دفع الفائدة). حيث تصنف وفقاً لآجال الاستحقاق كما يلي:

- سندات الدين الحكومية ذات فترات استحقاق أقل من سنة واحدة تسمى "**أذون الخزينة**".
- سندات الدين الحكومية ذات فترات استحقاق سنة واحدة أو أكثر وتسمى "**السندات الحكومية**".

وفيما يلي أبرز أشكال أدوات الدين الحكومية:

1.1.1. أذون السيولة CBRT Liquidity Bills

وتستخدم أذون السيولة التي يصدرها البنك المركزي التركي كأداة دين، أو كما تدعى بـ "سندات السيولة" تستخدم كأدوات للسياسة النقدية لإدارة السيولة في السوق (العرض النقدي) والمساهمة في كفاءة عمليات السوق المفتوحة. وهي أوراق مالية يصدرها البنك المركزي التركي بخصم وبآجال استحقاق أقل من 91 يوماً.

1.1.2. السندات الصفرية Zero Coupon Bonds:

لا تحمل فائدة، تصدر بخصم أي أقل من قيمتها الاسمية.

1.1.3. سندات الدخل الثابت Fixed Coupon Bonds:

تمنح حاملها عائد دوري ثابت (سنوي/نصف سنوي) على شكل نسبة مئوية من قيمتها الاسمية ثابت حتى تاريخ الاستحقاق.

1.1.4. سندات الفائدة المتغيرة Floating Rate Notes:

تمنح حاملها عائد بمعدل فائدة متغير، إذ يتغير معدل الفائدة وفق التغيرات التي تحدث في سعر الفائدة السائدة في السوق وفق معايير محددة، وذلك إضافة إلى هامش معين فوق المعدل المرجعي كل سنة أو 6 أشهر[2].

---

[1] Borsa Istanbul official website, available on: https://www.borsaistanbul.com/en/sayfa/2245/public-debt-instruments

[2] اسمندر، محسن، (2020)، "تمويل الموازنة العامة للدولة في سورية من خلال إصدار أوراق مالية حكومية"، بحث منشور في مجلة جامعة حماة، المجلد/3/، العدد/8/، سورية، ص282.

وفيما يلي أبرز السندات الحكومية (ذات الدخل الثابت– ذات الفائدة المتغيرة) ما يلي:

أ. شهادات تقاسم الإيراد Revenue Sharing Certificates [1]

أو "سندات المشاركة" هي أوراق مالية ذات فائدة متغيرة وتخول حامليها الحقيقيين/الاعتباريين للحصول على عوائد من أرباح مرافق البنية التحتية العامة (مثل النقل، الاتصالات، الطاقة، الجسور والسدود ومولدات الكهرباء والطرق السريعة والسكك الحديدية، وأنظمة الاتصالات السلكية واللاسلكية، الموانئ البحرية المدنية والمطارات، وما إلى ذلك)، ولا يملك حامليها أي حقوق ملكية أو حقوق تشغيل في المرافق ذات الصلة.

ب. سندات الدخل المفهرسة Revenue Indexed Bonds [2]

أو ما يدعى بـ "السندات المرتبطة بالإيرادات"، وقد أصدرت وزارة الخزانة التركية أول إصدار لها من سندات الدخل المفهرسة في 28 يناير 2009 من أجل تشجيع الادخار المحلي وتنويع سندات الدين الحكومية وتوسيع قاعدة المستثمرين. تُفهرس عائدات هذه الأدوات على عائدات المؤسسات الاقتصادية الحكومية –بما في ذلك شركة البترول التركية، مكتب المشتريات الحكومي، المديرية العامة لهيئة المطارات الحكومية، المديرية العامة لسلامة السواحل– التي يتم تحويلها إلى موازنة الدولة، وترتبط عائدات سندات الدخل المفهرسة بإيرادات الدولة وهي ذات مدفوعات فائدة دورية تحمل الحد الأدنى من ضمان العائد.

1.1.5. السندات المرتبطة بالتضخم CPI Indexed Bonds [3]

سندات طويلة الأجل تنطوي على ضمان عائد حقيقي، وحماية المستثمرين من الخسارة في استثماراتهم نتيجة التصخم.

بدأت وزارة الخزانة التركية في إصدار سندات حكومية مرتبطة بالتضخم (مؤشر أسعار المستهلكCPI) في عام 2007. تماشياً مع أهدافها المتمثلة في تنويع الأدوات المصدرة، وتوسيع قاعدة المستثمرين وإطالة آجال الدين.

---

[1] **سندات المشاركة:** لها فترة محددة، تعطي الحق للمالك أخذ عوائد دورية وجزء من أرباح الجهة المصدرة للسند.

[2] **سندات الدخل المفهرسة:** لها فترة محددة، تعتمد على أرباح مصدر السند ولا يجوز لحاملها المطالبة بعائد ربحي في حالة عدم تحقق الربح ويمتلك كامل الحق بتحويل قيمته إلى أسهم.

[3] Republic of Turkey Ministry of Treasury and Finance, (2009), "Consumer Price Index (CPI) Indexed Government Bonds ", Investors' Guide.

1.2. أدوات دين القطاع الخاص Private Sector Debt Instruments [1]

هي سندات تصدرها الشركات المساهمة لأغراض الاقتراض، يمكن أن تكون مدة استحقاقها سنة واحدة أو أكثر، ويمكن إصدارها بأسعار فائدة ثابتة أو متغيرة. ويتم بيع سندات القطاع الخاص في الغالب من خلال الشركات الوسيطة.

1.2.1. الأوراق التجارية Commercial Papers

عبارة عن أدوات اقتراض قصيرة الأجل تصدر بخصم، وتخضع لترتيبات مجلس أسواق المال في تركيا. لا تزيد مدة استحقاق الأوراق التجارية عن سنة واحدة، ويتم خصمها على أساس مدة استحقاقها.

1.2.2. الأوراق المالية المدعومة بالأصول Asset-backed Securities

هي أدوات دين صادرة عن مؤسسات مرخص لها بإنشاء صندوق ائتماني وإصدار سندات بضمانة محفظة من الأصول الممولة أو ما يدعى بـ "التوريق"[2]، وهي قابلة للتداول في البورصة.

وإن المؤسسات المصرح لها بإنشاء صندوق ائتماني هي البنوك وشركات التأجير والتمويل وشركات الرهن العقاري وبيوت السمسرة. ويجوز إصدار الأوراق المالية المدعومة بالأصول من خلال صناديق ائتمانية فقط. ويمكن بيع الأوراق المالية المدعومة بالأصول إلى مستثمرين مؤهلين بطريقة التخصيص أو عن طريق الطرح العام.

إذ يمكن تحويل قروض المستهلكين (باستثناء قروض الإسكان بالرهن العقاري) وقروض الرهن العقاري وقروض السيارات وتمويل المشاريع وقروض الشركات والمستحقات من عقود الإيجار ومستحقات إدارة تطوير الإسكان من مبيعات العقارات في تركيا إلى محافظ من الأصول وإصدار الأوراق المالية المدعومة بالأصول بضمانة تلك المحافظ[3].

---

[1] Borsa Istanbul official website, available on: https://www.borsaistanbul.com/en/sayfa/3354/private-sector-borrowing-tools

[2] إضافة إلى ما تمت الإشارة إليه آنفاً حول مفهوم التوريق –في الفصل الثاني-، فإن عملية التوريق أو كما تدعى أيضاً "التسنيد" تمكن المؤسسات المصدرة لها بإعادة تدوير محافظها واستثماراتها من خلال تجميع ديون تعاقدية مختلفة (قروض سيارات، عقود إيجار، قروض طلاب، رهون عقارية أو تجارية، ديون بطاقة الائتمان..إلخ) كمجموعة أصول في محفظة واحدة وخلق أصول مالية جديدة (إصدار ورقة مالية) تحمل قيمة أصول تلك المحفظة وبيعها للمستثمرين تقليلاً للمخاطر وضماناً للتدفق المستمر للسيولة النقدية.

[3] **بحيث تبيع الشركة الأصل المراد تسييله إلى نقد لإحدى الشركات المرخص لها بإنشاء الصناديق الائتمانية وهي شركات تسمى Special Purpose Vehicle "SPV" ، بحيث تشطب الأصول من ميزانية صاحب الأصل وترحل إلى ميزانية الشركة الجديدة، والتي بدورها تقوم بإصدار الأوراق المالية المدعومة وبيعها للمستثمرين، راجع على سبيل المثال:**

سلامة، ماهر، (2022)، "سندات مضمونة بأصول عامّة (ABS): خصخصة الإيرادات لتغطية خسائر المصارف"، تقرير في النشرة الالكترونية لجريدة "الأخبار" اللبنانية، العدد 4555. https://al-akhbar.com/Issues/329753

الموقع الرسمي لهيئة السوق المالية السعودية، "المنشآت ذات الأغراض الخاصة"، متوفر على الرابط التالي:
https://cma.org.sa/AboutCMA/Pages/AboutCMA.aspx.

1.2.3. السندات القائمة على الأصول Asset-based Securities

يتم إصدار الأوراق المالية القائمة على الأصول من قبل البنوك وشركات التمويل والشركات المصرح لها بتنفيذ التأجير التمويلي وصناديق الاستثمار العقاري **والمؤسسات العامة** المصرح لها بإصدار الأوراق المالية، والتي يتم ضمانها من خلال الأصول **في ميزانياتها العمومية**[1].

تخضع الأوراق المالية القائمة على الأصول للمسؤولية العامة للمصدرين. إذ إنّ الأصول والذمم المدينة التي قد تصدر على أساسها الأوراق المالية هي القروض الاستهلاكية، والقروض التجارية، والمبالغ المستحقة القبض من اتفاقيات التأجير التمويلي والتشغيلي، والمبالغ المستحقة من معاملات التصدير، والمستحقات من قروض البنوك المتخصصة الممنوحة للحرفيين والشركات الصغيرة، وأوراق القبض الناشئة عن شركات الاستثمار العقاري من مبيعات العقارات أو الاتفاقات التي تمثل وعدًا ببيع الممتلكات، والمستحقات الناشئة عن مبيعات العقارات التابعة لإدارة تطوير الإسكان في تركيا، وغيرها. ولا يجوز استخدام هذه الأصول لأية أغراض أخرى، ولا يجوز رهنها أو استخدامها كضمان، وألا تخضع لقرارات قضائية، ولا يتم تضمينها في عملية الإفلاس، أو المطالبات لأغراض التحصيل العام حتى يتم استرداد الأوراق المالية القائمة على الأصول.

وقد تُعرض الأوراق المالية القائمة على الأصول للجمهور أو بيعها للمستثمرين المؤهلين دون الطرح العام.

1.3. شهادات الإيجار Lease Certificates[2]

شهادة الإيجار هي ورقة مالية صادرة عن شركة تأجير الأصول من أجل تمويل الأصول التي يتم الحصول عليها أو تأجيرها ، والتي تمنح حامليها الحق في الإيرادات المحققة من هذه الأصول بما يتناسب مع حصصهم.

1.4. اتفاقيات إعادة الشراء REPO [3]

وهي اتفاقيات إعادة الشراء/ إعادة الشراء العكسي التي تقوم بها المؤسسات التي تطلب الأموال والمؤسسات التي تعرض الأموال من خلال بيع/شراء الأدوات المالية مع التزام إعادة الشراء/ البيع.

---

[1] لا يتم ترحيلها من ميزانية المالك كما هو الحال في الأوراق المالية المدعومة بالأصول.

[2]Borsa Istanbul official website, available on: https://www.borsaistanbul.com/en/sayfa/2277/lease-certificates

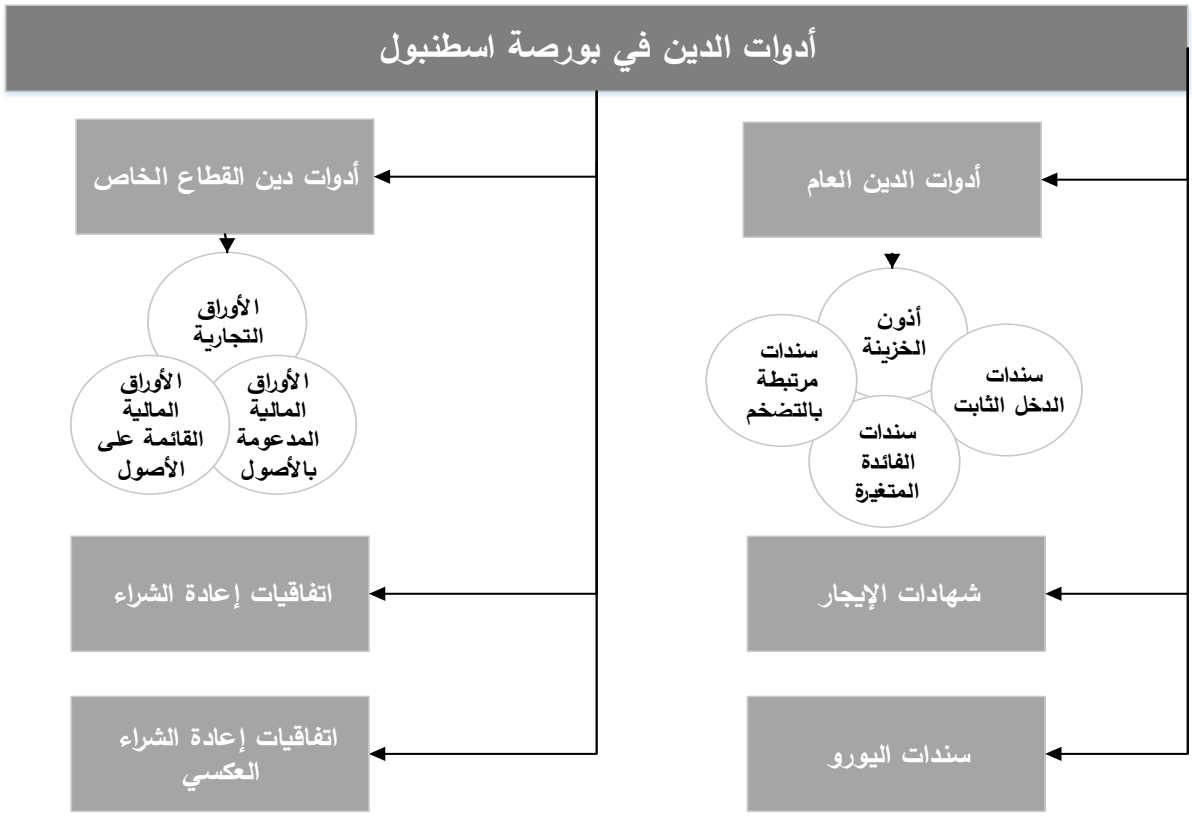
[3]Borsa Istanbul official website, available on: https://www.borsaistanbul.com/en/sayfa/4230/repo

يشمل الريبو بيع الورقة المالية في تاريخ محدد مع الوعد بإعادة الشراء، وإعادة شراء السند في تاريخ آخر. ويشمل إعادة الشراء العكسي شراء ورقة مالية في تاريخ محدد مع الوعد بإعادة البيع، وبيع السند في آخر. وهناك أسواق مختلفة للريبو/ الريبو العكسي في سوق أدوات الدين، حيث يتم تداول أوراق مالية مختلفة.

1.5. سندات اليورو Eurobonds [1]

هي أدوات دين يتم إصدارها بعملة مختلفة عن عملة الدولة المصدرة. من أجل تنويع أدوات التمويل المقدمة للمستثمرين وتوسيع قاعدة المستثمرين. وقد أصدرت وزارة الخزانة التركية مسبقاً أدوات الدين المحلي الحكومية المقومة بالدولار الأمريكي واليورو (Eurobonds).

الشكل18 أدوات الدين في بورصة اسطنبول



المصدر: إعداد الباحثة بالاعتماد على موقع بورصة اسطنبول [2].

[1] Borsa Istanbul official website, available on: https://www.borsaistanbul.com/en/sayfa/4232/eurobonds
[2] Borsa Istanbul official website, available on: https://www.borsaistanbul.com.

المبحث الثالث

تطورات المالية العامة في تركيا

المطلب الأول ـ الموازنة العامة التركية

تُصنّف التدفقات النقدية المتعلقة بحسابات الموازنة ضمن ثلاث فئات وهي[1]:



*** يتم اشتقاق رصيد الموازنة الأولي القائم على النقد (الفائض/ العجزالأولي) من خلال طرح النفقات الأولية من الإيرادات. ويعتبر المستوى المعتدل للرصيد الأولي أداة سياسية مهمة للحد من متطلبات الاقتراض ورصيد الدين العام فضلاً عن سياسة الاحتياطيات.**

[1] Republic of Turkey Ministry of Treasury and Finance, (2021), Op.cit., p14.

وفيما يلي أبرز تطورات بنود الموازنة للفترة المدروسة:

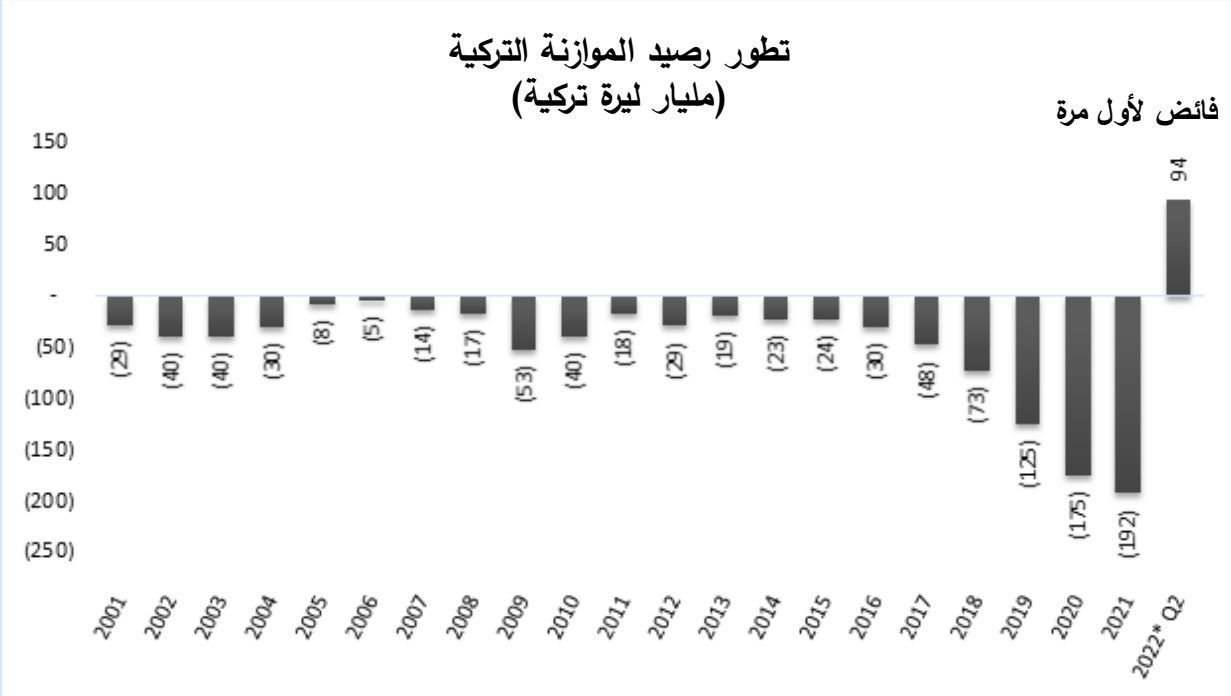
الشكل19 تطورات الإيرادات والنفقات العامة في موازنة تركيا



	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022 * Q2
الإيرادات العامة	52	76	100	111	138	173	190	210	215	254	297	332	390	425	483	554	630	758	875	1,02	1,40	1,26
النفقات العامة	81	116	140	141	146	178	204	227	268	294	315	362	408	449	506	584	678	831	1,00	1,20	1,60	1,17

المصدر: من إعداد الباحثة بناء على بيانات وزارة المالية.

الشكل20 تطور رصيد الموازنة التركية

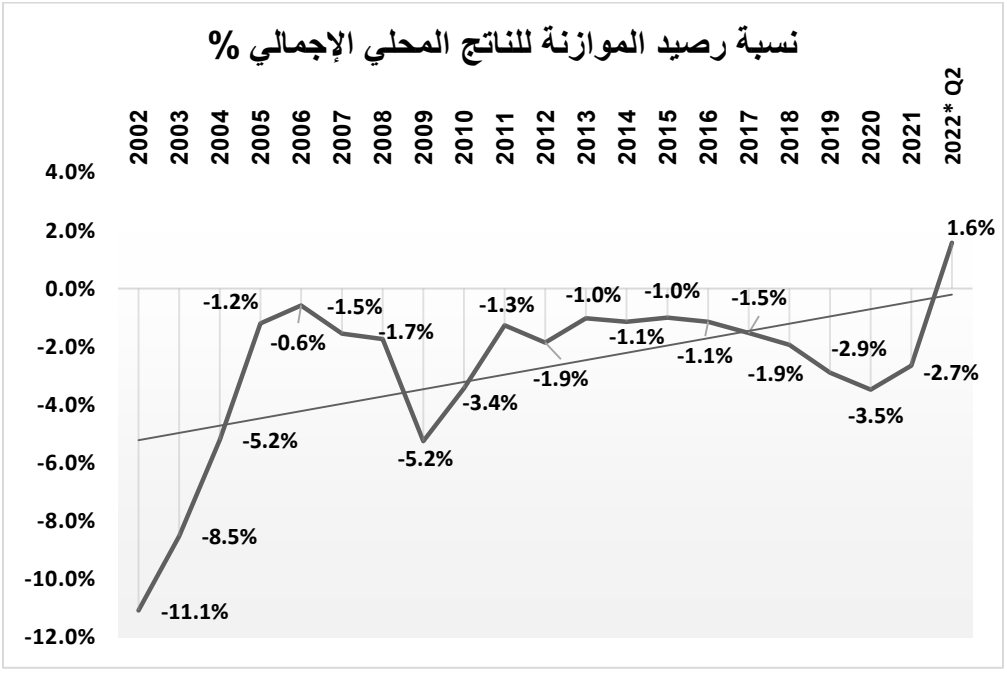


المصدر: من إعداد الباحثة بناء على بيانات وزارة المالية.

المطلب الثاني ـ عجز الموازنة العامة التركية

نلحظ بالشكل رقم / 22/ أن عجز الموازنة مستمر في عام 2009 وبلغ –5.2% من الناتج المحلي الإجمالي نتيجة تأثير الأزمة المالية العالمية لعام 2008، فقد تحسن رصيد الموازنة نتيجة التشدد في السياسة المالية في السنوات اللاحقة، وكان الاتجاه العام لعجز الموازنة أفقياً بين عامي 2013–2016 (–1.0%، –1.1%) ومع ذلك، فقد أدت السياسات المالية التي هدفت إلى القضاء على آثار محاولة الانقلاب في عام 2016 إلى زيادة في عجز الموازنة مجدداً في نهاية عام 2017 (–1.5%). واستمرت في عام 2019 أيضاً آثار الإجراءات المتخذة لمنع التأثير السلبي للتقلبات الاقتصادية التي شهدها الربع الأخير من عام 2018 على المالية العامة وبلغ عجز الموازنة (–2.9%). وارتفع في عام 2020 بمقدار 0.6% ليبلغ –3.5٪ مع تأثير الإجراءات الموازية للسياسات التوسعية المطبقة في جميع أنحاء العالم من أجل مواجهة الوباء، ومع ذلك كانت الزيادة في عجز الموازنة أكثر محدودية مقارنة بالدول المتقدمة والنامية الأخرى، وبعد التشدد بالسياسة في 2021 بلغ عجز الموازنة –2.7% [1]. كما سجل رصيد الموازنة خلال النصف الأول من عام 2022 فائضاً لأول مرة وقدره 93.6 مليار ليرة تركية وبنسبة 1.6٪ من الناتج المحلي الإجمالي[2].

الشكل21 نسبة رصيد الموازنة التركية للناتج المحلي الإجمالي



المصدر: من إعداد الباحثة بناء على بيانات وزارة المالية والمعهد الإحصائي التركي.

[1] Republic of Turkey Ministry of Treasury and Finance, (2021), Ibid, pp11-35.
[2] Central Bank of the Republic of Turkey, (2022), "Inflation Report July-2022", p32.

المطلب الثالث ـ تمويل عجز الموازنة العامة التركية

يتم تمويل عجز الموازنة في تركيا من عدة مصادر والمتمثلة فيما يلي[1]:

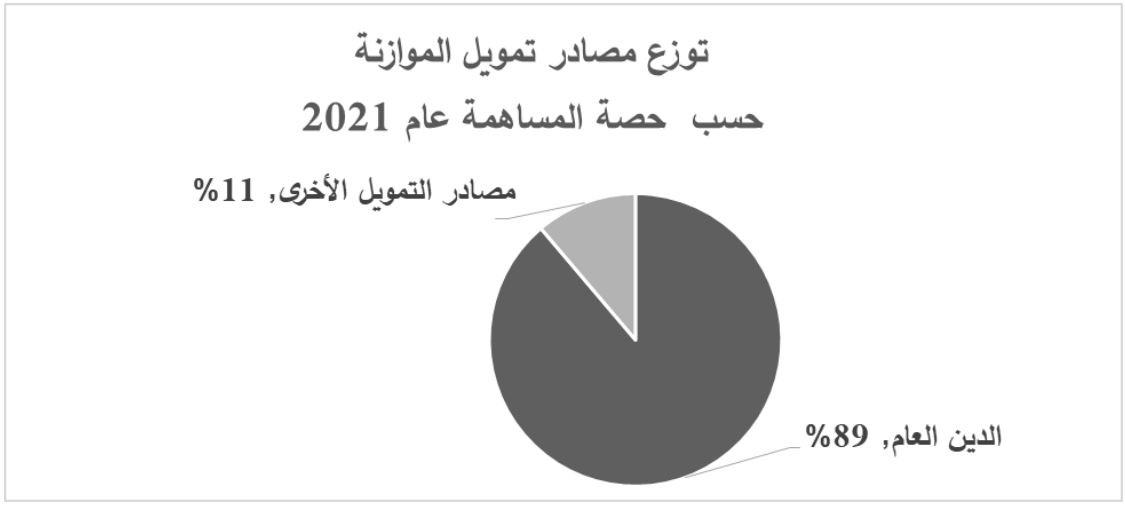


* Savings Deposit Insurance Fund (SDIF): صندوق تأمين ودائع الادخار هو جهة حكومية، لحماية حقوق ومصالح أصحاب الحسابات، بتأمين الودائع الإدخارية في البنوك، ومراقبة الحسابات المؤمنة، وإدارة وتقييم الأصول الخاضعة لسيطرتها.

1. دور الدين العام في تمويل الموازنة التركية

يشكل الدين العام النسبة الأكبر من مصادر تمويل الموازنة مقارنة بالمصادر الأخرى، وبلغ 89% من إجمالي مصادر تمويل الموازنة عام 2021 [2] انظر الشكل رقم /23/ أدناه.

الشكل22 توزع مصادر تمويل الموازنة التركية



المصدر: من إعداد الباحثة بناء على بيانات وزارة المالية.

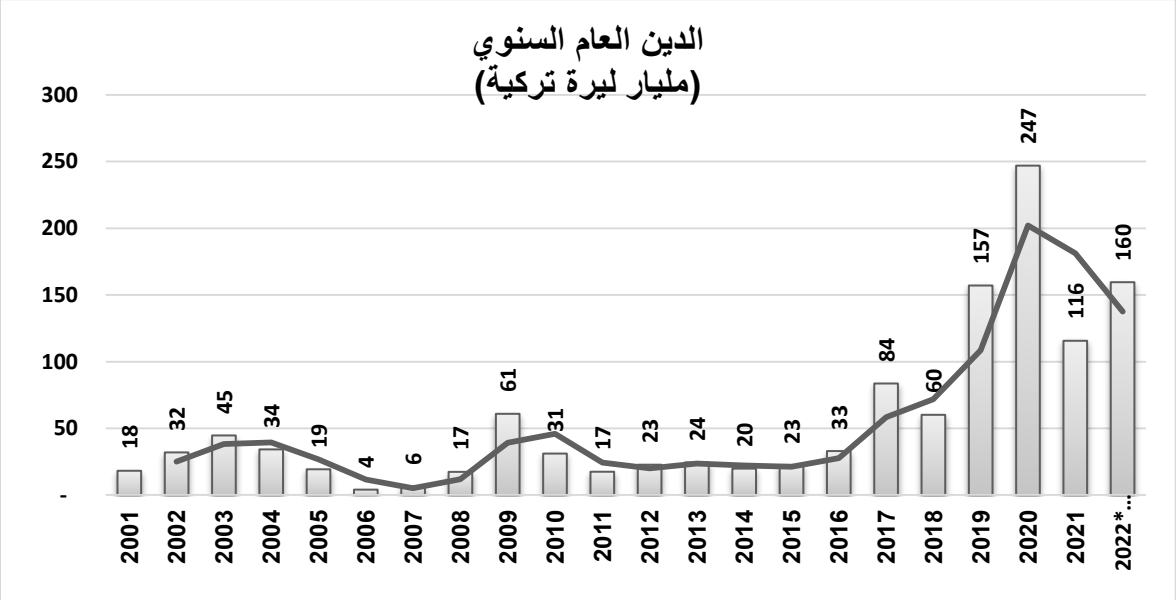
[1] Republic of Turkey Ministry of Treasury and Finance, (2021), Op.cit, p14.

[2] حسب بيانات الموازنة المنشورة من قبل وزارة المالية.

كما نلحظ أن الدين العام السنوي (انظر الشكل /24/) شهد مرحلة من الانخفاض التدريجي نتيجة الإصلاحات وسياسات الحكومة خلال المدّة 2001– 2006 حيث بلغ 4 مليار ليرة تركية عام 2006 مقارنة بمستواه عند حد 18 مليار عام 2001. وبالمقارنة مع بيانات الموازنة نلاحظ أن ذلك الانخفاض كان بالتزامن مع تخفيض عجز الموازنة، علاوة عن تخفيض معدل التضخم. ونتيجة أزمة 2008 عاد الدين العام بالارتفاع مجدداً بالتزامن مع زيادة عجز الموازنة حتى عام 2009 إلى 61 مليار ليرة، ونتيجةً للدعم الاقتصادي والسياسات النقدية التوسعية منذ عام 2010 من خلال التخفيضات المتلاحقة لسعر الفائدة انخفض الدين العام في عام 2010، وتأثر مجدداً بالتداعيات السياسية في 2011، ثم استقر نسبياً مقترناً بالاستقرار النسبي في عجز الموازنة أيضاً حتى عام 2016 وبعد الاضطرابات الداخلية السياسية ارتفع الدين العام إلى 84 مليار في 2017 كما ارتفع العجز أيضاً في نفس العام، تلاه ارتفاع جديد خلال جائحة كورونا في 2020 ونتيجة للسياسات التوسعية لمستوى أعلى بكثير من متوسط الدين العام لمدة عشر سنوات، ثم انخفض بعد اتباع السياسات الانكماشية في 2021، حيث تحول وضع الموازنة إلى فائض لأول مرة في منتصف 2022 مع ارتفاع طفيف في الدين العام.

ومن الملاحظ أن كافة التغيرات في الدين العام خلال الفترة 2001–2021 تزامنت مع تغيرات عجز الموازنة وبالاتجاه نفسه. باستثناء عام 2022 إذ سجل الدين العام مستوى جديداً بقيمة 160 مليار ليرة تركية على الرغم من تحقيق فائض في الموازنة بلغ 94 مليار ليرة حتى النصف الثاني من العام، ولكن من وجهة نظر الباحثة أن هذا الاختلاف في الاتجاه والعلاقات بين المتغيرات المدروسة يعود إلى وجود دفعات مؤجلة بقيمة 36 مليار كما تظهر بيانات الموازنة، إضافة لسياسة الدعم الاقتصادي الحالية والتراجع الحاد في قيمة العملة الوطنية والارتفاع القياسي في معدل التضخم فقد بلغ ما يقارب 79% نهاية الربع الثاني من العام وما يترتب على الحكومة نتيجة لذلك من التزامات تعويض المودعين وحماية المستثمرين، علاوة عن آثار الحرب الروسية الأوكرانية وتداعياتها على الاقتصاد العالمي وارتفاع أسعار النفط والطاقة وغيرها وبالتالي ترى الباحثة أن مستوى الدين الجديد يوضح ضرورات الاحتفاظ بمستوى جيد من الاحتياطي النقدي وتقليل مخاطر السيولة المرتبطة بالعوامل المشار إليها.

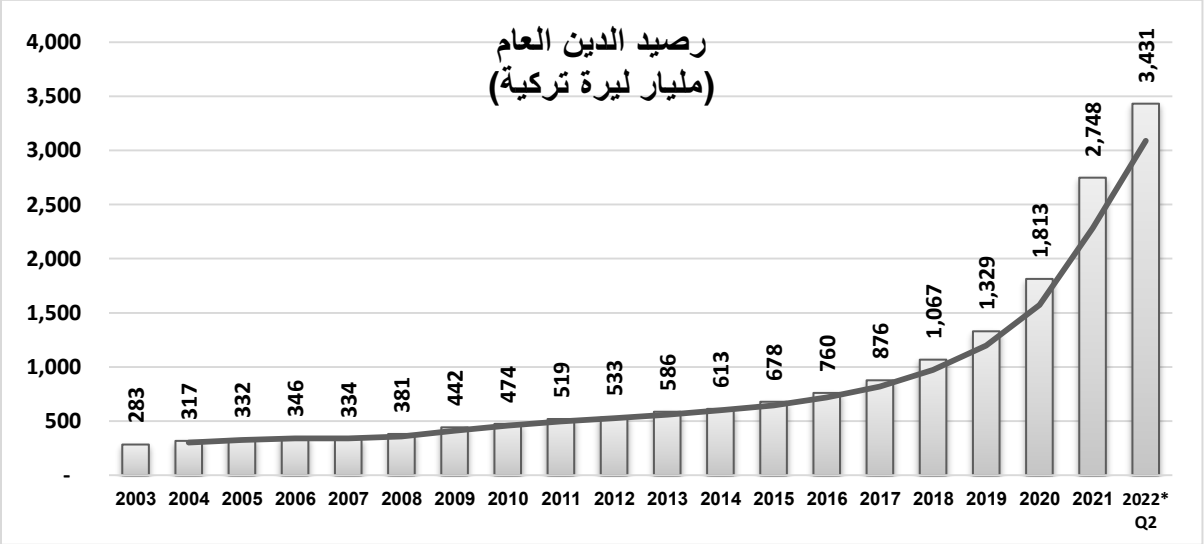
الشكل23 الدين العام السنوي في تركيا



المصدر: من إعداد الباحثة بناء على بيانات وزارة المالية.

أما رصيد الدين العام (انظر الشكل /25/) فحافظ على اتجاه عام متزايد خلال مدّة الدراسة على الرغم من التغيرات الحاصلة في الدين السنوي، فقد ارتفع من 283 مليار ليرة تركية في عام 2003 إلى 3,431 مليار ليرة تركية في النصف الثاني من عام 2022. ويعزى ذلك لزيادة الدين الجديد من جهة، وتراجع قيمة العملة التركية والتضخم من جهة أخرى والتي تؤدي بدورها إلى تزايد قيمة خدمة الدين.

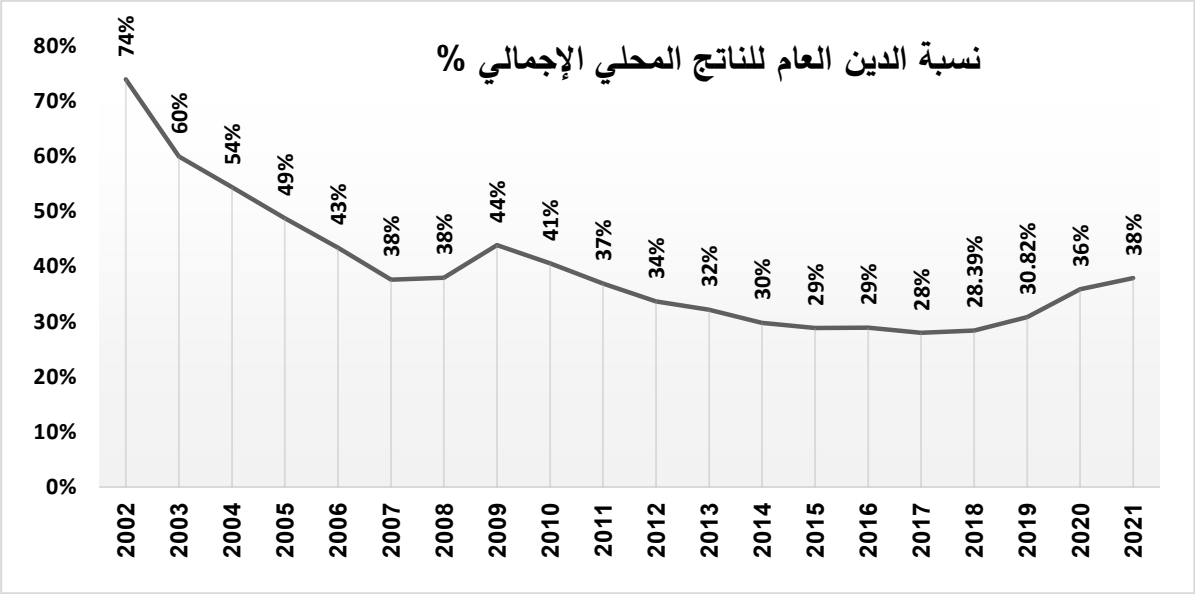
الشكل24 رصيد الدين العام في تركيا



المصدر: من إعداد الباحثة بناء على بيانات وزارة المالية.

وفي ظل النمو الذي شهده الاقتصاد التركي بالمدّة المدروسة، وبالرغم من الاتجاه العام المتزايد للدين إلا أن قوة أثر النمو خفضت نسبة الدين العام إلى الناتج المحلي الإجمالي (انظر الشكل /26/)، من مستوى 74% عام 2002 إلى 38% عام 2021. لكنه ذو مستوى منخفض نسبياً فقد تميزت تركيا بشكل إيجابي عن العديد من البلدان، برصيد دين أدنى من متوسطات البلدان المتقدمة والنامية[1] فلا يزال ضمن مستويات الاستدامة. مما ساهم خلال تلك المدّة من زيادة التصنيف الائتماني للبلد والوصول إلى الأسواق المالية العالمية.

الشكل 25 نسبة الدين العام التركي للناتج المحلي الإجمالي



المصدر: من إعداد الباحثة بناء على بيانات وزارة المالية.

2. التطورات الراهنة في الدين العام

شهدت الأسواق المالية الدولية عام 2020 تقلبات شديدة. وقد أثرت هذه المدّة على تركيا تأثيراً مماثلاً، وأثرت الإجراءات الاقتصادية المتخذة لدعم الاستثمار والتوظيف والنمو سلباً على الموازنة. وتمت تغطية الاحتياجات التمويلية الإضافية المتعلقة بموازنة عام 2020. وفي هذا السياق، قامت وزارة الخزانة التركية بتنفيذ صفقات اقتراض محلية بهدف التخفيف من المخاطر التي قد تؤثر على إدارة الدين بمراعاة السياسات النقدية والمالية. واستمرت إصدارات السندات الحكومية[2].

[1] Republic of Turkey Ministry of Treasury and Finance, (2021), Op.cit., p11.
[2] Republic of Turkey Ministry of Treasury and Finance, (2021), Ibid, p22.

وارتبط تكوين الدين الحكومي 2020 بتغيرات معتدلة لأسعار الفائدة وتحركات أسعار الصرف. في نهاية عام 2020 كان متوسط أجل استحقاق دين الحكومة المركزية 5.1 سنوات، وحوالي 70% منه بفائدة ثابتة، و 56% منه بالعملة الأجنبية. ومع ذلك، فقد زادت حساسية الدين العام لصدمات الفائدة وأسعار الصرف، ولا سيما بسبب انخفاض متوسط آجال استحقاق الإصدارات المحلية الجديدة وتزايد حصة الدين المقوم بالعملات الأجنبية[1]. وقد تحول هيكل الدين العام في بداية 2021 نحو الاقتراض المحلي الأقصر أجلاً والاعتماد بشكل أكبر على الاقتراض بالعملات الأجنبية، مما زاد من تعرض الموازنة لصدمات أسعار الصرف[2].

وعملت وزارة الخزانة على تنفيذ الاستراتيجيات التالية التي تم الإعلان عنها في برنامج تمويل الموازنة لعام 2021 لإدارة المخاطر متوسطة وطويلة الأجل: [3]

- الاقتراض بشكل أساسي بالليرة التركية، وتخفيض الاقتراض المحلي بالعملة الأجنبية.
- الاحتفاظ بمستوى جيد من الاحتياطي النقدي لتقليل مخاطر السيولة المرتبطة بإدارة النقد والديون.
- زيادة آجال استحقاق الاقتراض المحلي.

فقد انخفض رصيد الدين العام المحلي المقوم بالعملة الأجنبية اعتبارًا من 31 تموز 2021[4].

ومن أجل تقليل مخاطر الاقتراض، تم إجراء مزادات التبديل في عام 2021 لاستبدال السندات قصيرة الأجل بسندات طويلة الأجل، فقد ارتفع متوسط استحقاق الاقتراض المحلي بزيادة قدرها 12 شهرًا، فقد ارتفع من 44.6 شهرًا في نيسان إلى 48.9 شهرًا في حزيران، ومن ثم ارتفع في آب إلى 56.5 شهرًا[5].

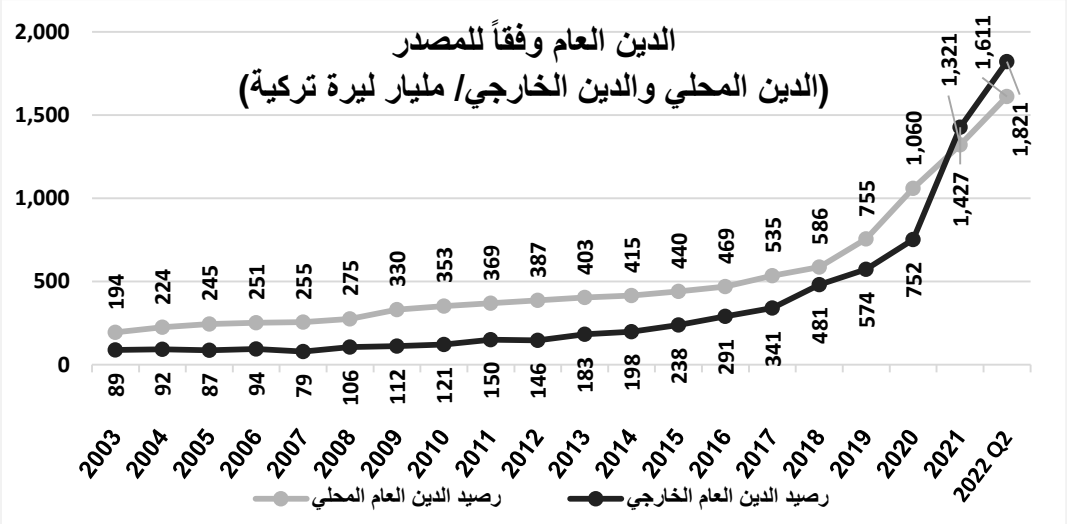
3. هيكل الدين العام

3.1. الدين العام من حيث المصدر

استحوذ الدين المحلي على النسبة الأكبر من ملف الدين العام معظم الفترة، وإن كل من الدين المحلي والخارجي في اتجاه متزايد على طول الفترة، ولكن أدى تراجع قيمة العملة الوطنية لا سيما منذ 2018 إلى ارتفاع تكلفة خدمة الدين الخارجي وبالتالي تفاقم رصيده وحصته من إجمالي الدين العام (انظر الشكل رقم /27/).

[1] International Monetary Fund, (2021), Op.cit., P63.
[2] International Monetary Fund, (2021), Ibid, P63.
[3] Republic of Turkey Ministry of Treasury and Finance, (2021), "Public Finance Report 2021- II | Sep 2021", p40.
[4] Republic of Turkey Ministry of Treasury and Finance, (2021), Ibid, p41.
[5] Republic of Turkey Ministry of Treasury and Finance, (2021), Ibid, p40.

الشكل26 الدين العام التركي وفقاً للمصدر



المصدر: من إعداد الباحثة بناء على بيانات وزارة المالية.

إذ ازدادت نسبة الدين الخارجي من إجمالي الدين تدريجياً بالتزامن مع صدمات أسعار الصرف، حتى بلغ مساهمة متقاربة مع الدين المحلي نهاية فترة الدراسة.

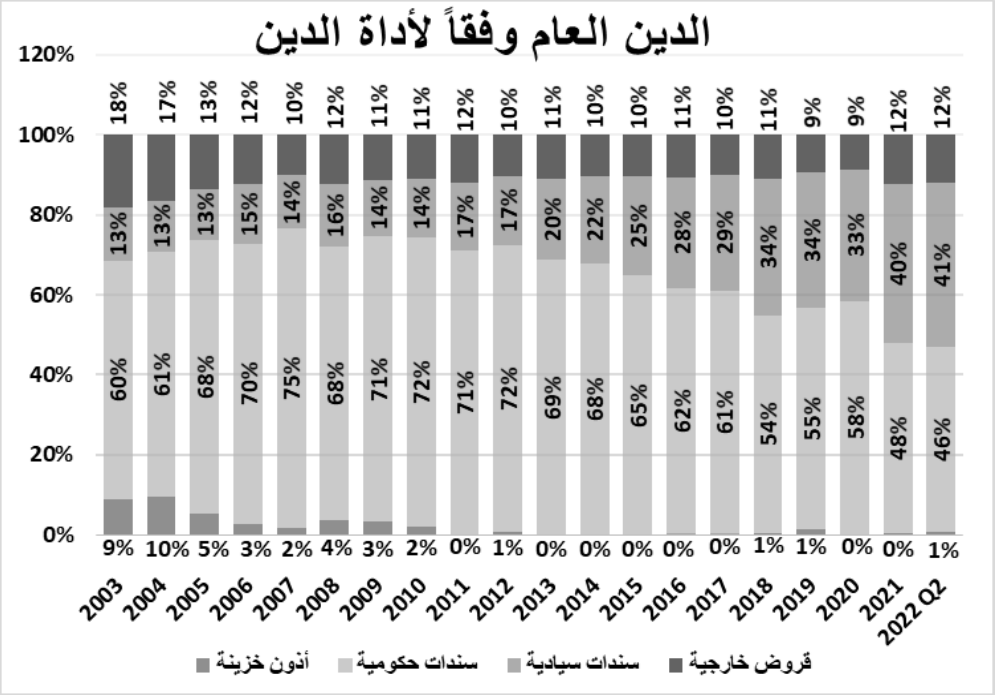
وهكذا نستنتج أن هيكل الدين العام غير مستقر وغير متماثل خلال مدّة الدراسة، وهذا ما يتوافق مع ما وجدته دراسة (Balikcioglu, & Iyidogan, 2016)[1]، التي هدفت إلى تحليل هيكل عملية الدين المحلي في الاقتصاد التركي خلال الفترة 1998–2015.

3.2. الدين العام من حيث نوع أداة الدين

تتعدد أنواع أدوات الدين العام لتشمل: أذون الخزانة، السندات الحكومية، السندات السيادية، والقروض الخارجية. إلا أن أذون الخزينة تسهم بشكل قليل جداً في الدين العام مقارنة مع الأدوات الأخرى، بينما تحتل السندات الحكومية المحلية الحصة الأكبر في الدين العام، تليها السندات السيادية بالدرجة الثانية، وأخيراً القروض الخارجية، على الرغم من تفاوت نسب مشاركتها في الدين سنوياً بشكل طفيف خلال فترة الدراسة إلا أنها مستقرة نسبياً بذات الأهمية النسبية على طول المدّة وفقاً لما يوضحه الشكل /28/ أدناه:

[1] Balikcioglu, Eda, & Iyidogan, Pelin Varol (2016), **The Analysis of Domestic Debt Asymmetry in Turkey by Regime Switching Models**, Procedia Economics and Finance Jornal, Vol. 38 ,2016,pp 98 – 105, Turkey.

الشكل27 الدين العام التركي وفقاً لأداة الدين



المصدر: من إعداد الباحثة بناء على بيانات وزارة المالية.

3.3. الدين العام من حيث نمط كلفة أداة الدين

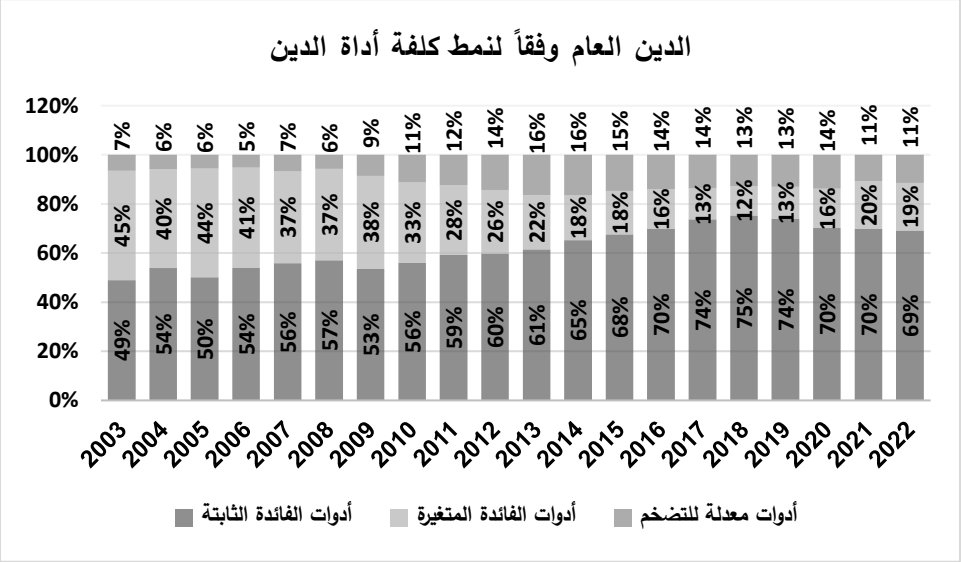
تشمل كل من فئات أدوات الدين السابقة عدداً من الأدوات تصنف وفقاً لنمط العائد المدفوع عليها إلى[1]:

- سندات الدخل الثابت.
- سندات الدخل ذات الفائدة المتغيرة.
- سندات الدخل المعدلة بالتضخم.

تحتل سندات الدخل الثابت أعلى نسبة في مصادر الدين العام خلال مدّة الدراسة، تليها سندات الفائدة المتغيرة، ثم السندات المعدلة بالتضخم، ولكن من الملاحظ أنه اعتباراً من عام 2008 تزايدت الأهمية النسبية للسندات المعدلة للتضخم نظراً لتزايد معدلات التضخم المتزامنة مع التداعيات السياسية والاقتصادية المتلاحقة، كما هي موضحة في الشكل رقم / 29/ أدناه:

[1] بالاعتماد على بيانات وزارة المالية.

الشكل28 الدين العام التركي وفقاً لنمط كلفة أداة الدين



المصدر: من إعداد الباحثة بناء على بيانات وزارة المالية.

ومما سبق ترى الباحثة أن تركيا تمكنت من التحول من بلد يعاني من أزمة مالية حادة، إلى اقتصاد ذو معدلات نمو مرتفعة وأسواق مالية متطورة تعد من أهم الأسواق في العالم، حيث تمكنت في أقل من عقد من الزمان في خفض الدين العام إلى النصف من خلال سياساتها المالية التي أدت إلى خفض عجز الموازنة العامة إضافة لدعم النمو وتحقيق الانتعاش الاقتصادي.

المبحث الرابع

اختبار العلاقة بين الدين العام وعجز الموازنة العامة

متابعة للتحليل الاقتصادي السابق للتجربة التركية في سياق أهداف الدراسة، ولتأكيد النتائج السابقة والتوسع بها قامت الباحثة بدراسة العلاقة بين الدين العام وعجز الموازنة العامة، وحددت متغيرات الدراسة كما يلي:

- الدين العام (Deb): (تمت دراسة السلسلة الزمنية للدين العام السنوي).
- عجز الموازنة العامة (Def): (تمت دراسة السلسلة الزمنية لرصيد الموازنة السنوي).

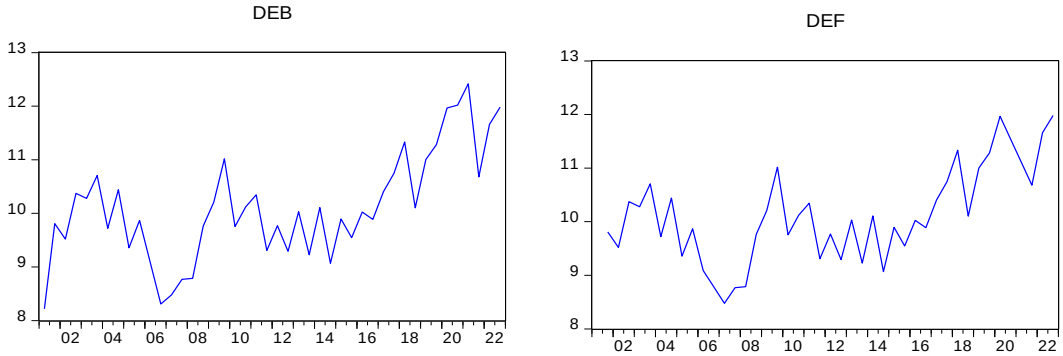
واعتمدت الباحثة على **اختبار التكامل المشترك وفق منهجية الانحدار الذاتي للإبطاء الموزع ARDL** لدراسة العلاقة بين السلاسل الزمنية لمتغيرات الدراسة، باستخدام Eviews v10 وفقاً لما يلي:



المصدر: إعداد الباحثة.

إذ دُرِست السلاسل الزمنية نصف السنوية للفترة 2001–2022 للمتغيرين المستقل (الدين العام DEB) والتابع (عجز الموازنة العامة DEF) بأخذ اللوغاريتم الطبيعي لكلا السلسلتين، وبعد معالجة القيم الشاذة يمكن توضيح تطور السلاسل الزمنية للمتغيرات المدروسة من خلال الرسوم البيانية التالية:

الشكل29 تطور السلاسل الزمنية للمتغيرات

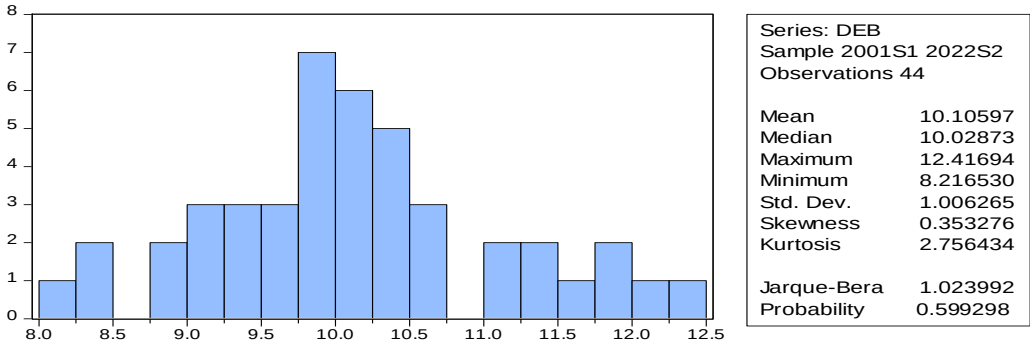


المصدر: من نتائج الاختبار الإحصائي باستخدام برنامج Eviews v10.

أولاً. الإحصاء الوصفي

أ. المتغير المستقل DEB

الشكل30 نتائج اختبار الإحصاء الوصفي للمتغير المستقل

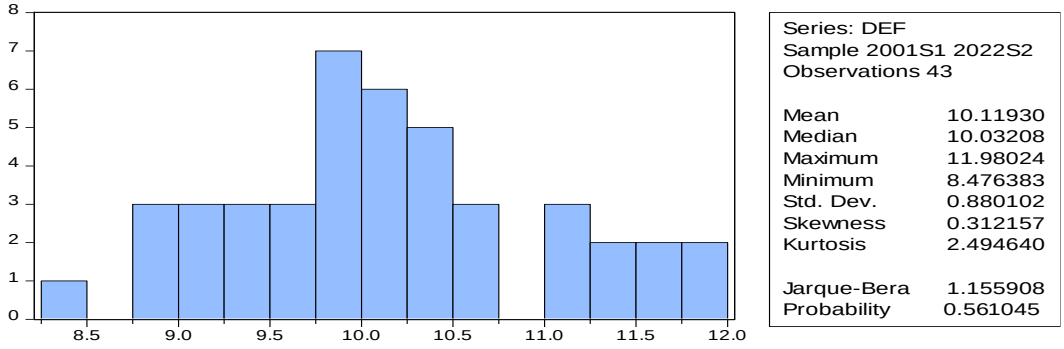


المصدر: من نتائج الاختبار الإحصائي باستخدام برنامج Eviews v10.

يظهر الشكل السابق أن قيمة معامل الالتواء تساوي تقريباً القيمة المعيارية $0 \simeq 0.03 = SK$، وقيمة معامل التفلطح تساوي تقريباً القيمة المعيارية $3 \simeq 2.8 = Ku$، كما أن القيمة الاحتمالية المقابلة لإحصائية Jarque–Bera $0.05 < 0.59 = JB$ وبالتالي فإن البيانات تتبع التوزيع الطبيعي.

ب. المتغير التابع DEF

الشكل 31 نتائج اختبار الإحصاء الوصفي للمتغير التابع



المصدر: من نتائج الاختبار الإحصائي باستخدام برنامج Eviews v10.

يظهر الشكل السابق أن قيمة معامل الالتواء تساوي تقريباً القيمة المعيارية $0 \simeq 0.03 = SK$، وقيمة معامل التفلطح تساوي تقريباً القيمة المعيارية $3 \simeq 2.5 = Ku$ ، كما أن القيمة الاحتمالية المقابلة لإحصائية Jarque–Bera $0.05 < 0.56 = JB$ وبالتالي فإن البيانات تتبع التوزيع الطبيعي.

ثانياً. الاختبارات القبلية

1. اختبار استقرارية السلاسل الزمنية (اختبار جذر الوحدة Unit Root Test):

تم إجراء اختبارات جذر الوحدة لكل من المتغيرين المستقل (الدين العام) والتابع (عجز الموازنة) بالاعتماد على اختبار ديكي فولر الموسع ADF Test، وقد أظهر النتائج التالية:

الجدول 1 نتائج اختبار جذر الوحدة

اختبار جذر الوحدة							
		عند المستوى			عند الفرق الأول		
	المتغير	مع ثابت واتجاه عام	مع ثابت	بدون ثابت أو اتجاه عام	مع ثابت واتجاه عام	مع ثابت	بدون ثابت أو اتجاه عام	رتبة الاستقرار
Variable Prob	Deb	0.0436	0.2247	0.585676	0.2968	0.4862	N/A	I(1) عند الفرق الأول
Test Prob*		0.4399	0.6733	0.8388	0.0087	0.0022	**0.0001**	
Variable Prob	Def	0.0213	0.2252	0.507593	0.1616	0.5135	N/A	
Test Prob		0.3527	0.6678	0.8209	0.0030	0.0010	**0.0000**	I(1) عند الفرق الأول
مستويات الدلالة	1%	-4.198503	-3.600987	-2.622585	-4.205004	-3.605593	-2.624057	
	5%	-3.523623	-2.935001	-1.949097	-3.526609	-2.936942	-1.949319	
	10%	-3.192902	-2.605836	-1.611824	-3.194611	-2.606857	-1.611711	

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على نتائج الاختبار الإحصائي باستخدام برنامج Eviews v10.

ووفقاً للنتائج السابقة لاختبار ديكي فولر الموسع ADF نجد مايلي:

المتغير المستقل – الدين العام Deb: بالمقارنة للمعنوية عند كل من الحالات الثلاث (مع ثابت واتجاه عام، مع ثابت، بدون ثابت أو اتجاه عام) مع مستوى الدلالة 0.05 نلاحظ عدم معنوية الاختبار عند كل منها، وعليه فإن أن التابع لا يستقر عند المستوى، وبأخذ الفرق الأول نلاحظ عدم معنوية الاختبار عند كل من (مع ثابت واتجاه عام، مع ثابت) ومعنويته 0.0001 < 0.05 عند الحالة (بدون ثابت أو اتجاه عام) حيث نرفض الفرضية العدم ونقبل الفرض البديل بأن المتغير المستقل مستقر عند الفرق الأول (1).

المتغير التابع– عجز الموازنة Def: بالمقارنة للمعنوية عند كل من الحالات الثلاث (مع ثابت واتجاه عام، مع ثابت، بدون ثابت أو اتجاه عام) مع مستوى الدلالة 0.05 نلحظ عدم معنوية الاختبار عند كل منها، وعليه فإن أن التابع لا يستقر عند المستوى، وبأخذ الفرق الأول نلحظ عدم معنوية الاختبار عند كل من (مع ثابت واتجاه عام، مع ثابت) ومعنويته 0.0000 < 0.05 عند الحالة (بدون ثابت أو اتجاه عام) حيث نرفض الفرضية العدم ونقبل الفرض البديل بأن المتغير التابع مستقر عند الفرق الأول (1).

2. اختبار السببية Granger Causality Tests

تم إجراء اختبار السببية لتحديد اتجاه السببية بين المتغيرين، وقد أظهر الاختبار النتائج التالية:

Pairwise Granger Causality Tests
Sample: 2001S1 2022S2
Lags: 3

Null Hypothesis:	Obs	F-Statistic	Prob.
DEB does not Granger Cause DEF	40	2.30570	0.0498
DEF does not Granger Cause DEB		2.42896	0.0288

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على نتائج الاختبار الإحصائي باستخدام برنامج Eviews v10.

ويمكن تحليل النتائج وفقاً لما يلي:

أولاً. أثر الدين العام على عجز الموازنة: مستوى المعنوية (0.0498)< 0.05 وبالتالي نرفض فرضية العدم، ونقبل الفرضية البديلة: وجود علاقة سببية، وبالتالي تؤكد النتيجة **وعليه نقول أن تراكم الدين العام يسبب عجز في الموازنة في الأجل الطويل.**

ثانياً. أثر عجز الموازنة على الدين العام: مستوى المعنوية (0.0288)< 0.05 وبالتالي نرفض فرضية العدم، ونقبل الفرضية البديلة: وجود علاقة سببية، **وعليه نقول أن عجز الموازنة يسبب تراكم الدين العام في الأجل الطويل.**

وجود علاقة سببية ثنائية الاتجاه بين الدين العام وعجز الموازنة.

وعليه إضافة لكون العجز يسبب الدين العام، فإن تمويل الموازنة بالدين العام ذو أثر في نشوء عجز جديد في الموازنة في الأجل الطويل نتيجة تراكم أعباء الدين.

3. اختبار علاقة التكامل المشترك بين المتغيرات

نظراً لاستقرار المتغيرين عند نفس الدرجة، فلا بد من اختبار التكامل المشترك Cointegration لتحديد الاختبار الأنسب لدراسة العلاقة بين المتغيرين، وأظهرت نتائج الاختبار ما يلي:

الجدول2 نتئج اختبار التكامل المشترك

Johansen Cointegration Test

Sample (adjusted): 2002S2 2022S2
Trend assumption: Linear deterministic trend
Series: DEF DEB
Lags interval (in first differences): 1 to 1

Unrestricted Cointegration Rank Test (Trace)

Hypothesized No. of CE(s)	Eigenvalue	Trace Statistic	0.05 Critical Value	Prob.**
None *	0.438206	24.26667	15.49471	0.0019
At most 1	0.015133	0.625212	3.841466	0.4291

Trace test indicates 1 cointegrating eqn(s) at the 0.05 level
* denotes rejection of the hypothesis at the 0.05 level
**MacKinnon-Haug-Michelis (1999) p-values

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على نتائج الاختبار الإحصائي باستخدام برنامج Eviews v10.

إذ تشير النتائج في الجدول السابق إلى أن قيمة إحصائية الأثر أكبر من القيمة الحرجة عند مستوى الدلالة 5% (Trace > Critical Value)، وذات معنوية 0.0019<0.05، وبالتالي وجود علاقة تكامل مشترك بين المتغير المستقل Deb والمتغير التابع Def، مما يدل على وجود علاقة توازنية طويل الأجل بين المتغيرات.

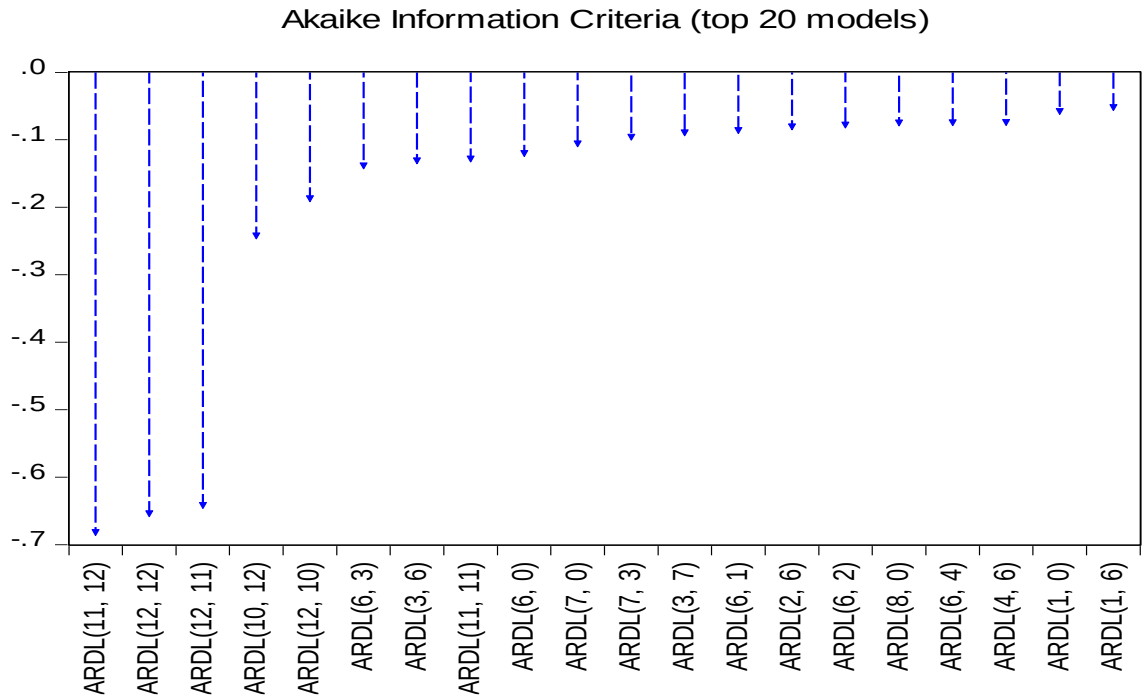
4. تحديد الاختبار المناسب لدراسة العلاقة بين المتغيرات

بناءً على وجود علاقة تكامل مشترك فإن الاختبار الأنسب لدراسة العلاقة طويلة الأجل وقصيرة الأجل بين المتغيرين المستقل (الدين العام) والتابع (عجز الموازنة) وتحليلها هو **اختبار التكامل المشترك وفق منهجية الانحدار الذاتي للإبطاء الموزع Auto–regressive distributed lag [1] (ARDL).**

ثالثاً. تقدير نموذج ARDL

تم اختيار النموذج الأمثل ARDL(11,12) أي بـ 11 فترة إبطاء للمتغير التابع، و12 فترة إبطاء للمتغير المستقل، التي تعطي أقل قيمة للمعايير المستخدمة. وفق نتائج اختبار رتبة الإبطاء المثلى (انظر الملحق رقم /1/) ووفقاً لما يلي:

الشكل32 نتائج اختبار فترة الإبطاء المثلى



المصدر: من نتائج الاختبار الإحصائي باستخدام برنامج Eviews v10.

وفيما يلي النموذج المقدر الأولي ARDL(11,12):

[1] بن عمرة، عبد الرزاق، (2018)، " تطبيق منهجية ARDL باستخدام برنامج Eviews"، دليل إجرائي من منشورات جامعة فرحات عباس سطيف1، الجزائر.

الجدول3 نتائج تقدير نموذج ARDL لعلاقة التكامل المشترك بين المتغيرين

Dependent Variable: DEF				
Method: ARDL				
Sample (adjusted): 2007S1 2022S2				
Included observations: 32 after adjustments				
Fixed regressors: C				
Number of models evalulated: 156				
Selected Model: ARDL(11, 12)				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.*
DEF(-1)	-0.644212	0.276732	-2.327926	0.0528
DEF(-2)	-0.150941	0.215034	-0.701938	0.5054
DEF(-3)	-0.581459	0.233351	-2.491784	0.0415
DEF(-4)	0.552613	0.526094	1.050409	0.3284
DEF(-5)	1.236080	0.643570	1.920663	0.0962
DEF(-6)	0.211924	0.619567	0.342052	0.7424
DEF(-7)	-0.920617	0.581786	-1.582397	0.1576
DEF(-8)	-1.681213	0.643428	-2.612900	0.0348
DEF(-9)	-2.390277	0.685252	-3.488174	0.0102
DEF(-10)	-2.351829	0.722215	-3.256414	0.0139
DEF(-11)	-1.667106	0.807712	-2.063984	0.0779
DEB	0.893896	0.095678	9.342778	0.0000
DEB(-1)	0.489828	0.211179	2.319494	0.0534
DEB(-2)	0.085453	0.184555	0.463023	0.6574
DEB(-3)	0.509970	0.210048	2.427873	0.0456
DEB(-4)	-0.300824	0.464910	-0.647058	0.5382
DEB(-5)	-0.893316	0.567791	-1.573319	0.1596
DEB(-6)	-0.521469	0.584492	-0.892175	0.4019
DEB(-7)	0.457621	0.559241	0.818290	0.4402
DEB(-8)	1.432651	0.590651	2.425547	0.0457
DEB(-9)	2.361545	0.665015	3.551116	0.0093
DEB(-10)	2.459114	0.719245	3.419020	0.0112
DEB(-11)	1.584816	0.793198	1.998008	0.0859
DEB(-12)	-0.212800	0.090097	-2.361887	0.0502
C	10.25744	2.215589	4.629669	0.0024
R-squared	0.993114	Mean dependent var		10.2247
Adjusted R-squared	0.969506	S.D. dependent var		0.942268
S.E. of regression	0.164545	Akaike info criterion		-0.72859
Sum squared resid	0.189525	Schwarz criterion		0.416512
Log likelihood	36.65751	Hannan-Quinn criter.		-0.34902
F-statistic	42.06593	Durbin-Watson stat		2.125664
Prob(F-statistic)	0.000018			

المصدر: من نتائج الاختبار الإحصائي باستخدام برنامج Eviews v10.

ومن الجدول السابق تستنتج الباحثة أن نموذج ARDL المقدر للعلاقة طويلة الأجل بين متغيري الدراسة كان من الرتبة (11,12) بمعنى أن عجز الموازنة العامة DEF كمتغير تابع ذو علاقة توازنية مع الدين العام DEB بـــ12 فترة إبطاء DEB(−12) في حين أن المتغير التابع يتأثر بنفسه مبطأ لـــ11 فترة إبطاء، وتشير

النتائج إلى الجودة النسبية للنموذج المقدر من خلال نسبة معامل التحديد ($R^2 = 0.99$) المرتفعة نسبياً، كما أن قيمة معامل التحديد المصحح Adjusted R–squared بلغت 0.96 وهي قيم عالية مما يشير إلى عدم وجود معلومات مهملة في النموذج، وأن بواقي الأخطاء العشـوائية لاتعاني من مشـكلة الارتباط الذاتي حيث بلغت Durbin–Watson stat قيمة 2.1، ويمكن صـياغة المعادلة المقدرة لتلك العلاقة على النحو المبين في المعادلة رقم /1/:

$$DEF = -0.64 * DEF(-1) - 0.15 * DEF(-2) - 0.58 * DEF(-3) + 0.55 * DEF(-4) + 1.24 * DEF(-5) + 0.21 * DEF(-6) - 0.92 * DEF(-7) - 1.68 * DEF(-8) - 2.39 * DEF(-9) - 2.35 * DEF(-10) - 1.66 * DEF(-11) + \mathbf{0.89} * \boldsymbol{DEB} + 0.49 * DEB(-1) + 0.08 * DEB(-2) + 0.51 * DEB(-3) - 0.30 * DEB(-4) - 0.89 * DEB(-5) - 0.52 * DEB(-6) + 0.46 * DEB(-7) + 1.43 * DEB(-8) + 2.36 * DEB(-9) + 2.46 * DEB(-10) + 1.58 * DEB(-11) - 0.21 * DEB(-12) + 10.26 \quad \text{معادلة } (\mathbf{1}) \ldots\ldots\ldots\ldots$$

حيث:

DEF: تشير إلى المتغير التابع وهو عجز الموازنة العامة (بدون فترات إبطاء) وفي مستواه الأصلي بدون فروق.

DEF(−11) ..... ,DEF(−1): تشير إلى عجز الموازنة العامة بفترات إبطاء تتروح من 1 إلى 11 على الترتيب.

DEB: تشير إلى المتغير المستقل وهو الدين العام (بدون فترات إبطاء) وفي مستواه الأصلي بدون فروق.

DEB(−12) ..... ,DEB(−1): تشير إلى الدين العام بفترات إبطاء تتروح من 1 إلى 12 على الترتيب.

ويتضح من نتائج الجدول السابق أن النموذج المقدر لعلاقة الأجل الطويل بين متغيري الدراسة كان معنوي حيث قدرت قيمة F المحسوبة بحوالي 42.065 وهي قيمة كبيرة ومعنوية، كما أن المعلمة طويلة الأجل للمتغير المستقل DEB في مستواه الأصلي كانت معنوية عند مستوي معنوية 5% وقدرت بحوالي 0.89، الأمر الذي يعني أن ارتفاع المتغير التابع بمقدار 1 ليرة تركية يرافقه ارتفاع في الدين العام بمقدار 0.89 ليرة تركية. إذ إنّ هذه العلاقة التوازنية تتوافق مع مع فرضية البحث بأن للدين العام دور في تمويل عجز الموازنة العامة.

رابعاً. الاختبارات البعدية

1. اختبار العلاقة في الأجل الطويل

أ. اختبار Wald Test

وذلك لاختبار معالم النموذج ذات الأجل الطويل، وقد بين النتائج التالية:

الجدول4 نتائج اختبار *Wald*

Wald Test

Test Statistic	Value	df	Probability
F-statistic	2.802388	(2, 7)	0.1276
Chi-square	5.604776	2	0.0607
Null Hypothesis: C(1)=C(13)=0			
Null Hypothesis Summary:			
Normalized Restriction (= 0)		Value	Std. Err.
C(1)		-0.644212	0.276732
C(13)		0.489828	0.211179

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على نتائج الاختبار الإحصائي باستخدام برنامج Eviews v10.

ونجد من النتائج السابقة أن قيمة معنوية Chi−square = 0.0607 < 0.05 وبالتالي نرفض فرضية العدم ونقبل الفرض البديل بوجود علاقة توازنية طويلة الأجل بين المتغيرين المستقل (الدين العام) والتابع (عجز الموازنة). ولتأكيد ذلك نجري اختبار الحدود الموضح فيما يلي:

ب. اختبار الحدود Bound Test

لاختبار العلاقة طويلة الأجل، وأظهر النتائج التالية:

الجدول 5 نتائج اختبار الحدود

F-Bounds Test

Null Hypothesis: No levels relationship				
Test Statistic	Value	Signif.	I(0)	I(1)
			Asymptotic: n=1000	
F-statistic	7.164483	10%	3.02	3.51
k	1	5%	3.62	4.16
		2.50%	4.18	4.79
		1%	4.94	5.58

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على نتائج الاختبار الإحصائي باستخدام برنامج Eviews v10.

إذ بينت النتائج السابقة أن القيمة المحسوبة F= 7.164483 أكبر من القيمة الجدولية في الحدين الأعلى والأدنى عند مستويات الدلالة جميعها (1%,2.5%,5%,10%).

تؤكد النتائج وجود علاقة توازنية طويلة الأجل بين الدين العام (كمتغير مستقل) وعجز الموازنة (كمتغير تابع) خلال الفترة المدروسة.

2. اختبار العلاقة في الأجل القصير ومعامل تصحيح الخطأ

بعد التأكد من وجود علاقة طويلة الأجل بين متغيرات الدراسة، نختبر وجود علاقة قصيرة الأجل بين المتغيرين المستقل (الدين العام) والتابع (عجز الموازنة) بدراسة المعلمات قصيرة الأجل ومعامل تصحيح الخطأ ECM، وقد أظهرت الاختبارات النتائج المبينة أدناه:

الجدول6 نتائج تقدير معلمات الأجلين القصير والطويل ومعلمة تصحيح الخطأ لنموذج التكامل المشترك

Conditional Error Correction Regression

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	10.2574	2.2156	4.6297	0.0024
*DEF(-1)**	-9.3870	2.4356	-3.8541	0.0063
DEB(-1)	8.3465	2.2606	3.6921	0.0077
D(DEF(-1))	7.7428	2.3010	3.3649	0.0120
D(DEF(-2))	7.5919	2.2629	3.3549	0.0122
D(DEF(-3))	7.0104	2.2041	3.1807	0.0155
D(DEF(-4))	7.5630	2.1167	3.5731	0.0091
D(DEF(-5))	8.7991	2.2000	3.9997	0.0052
D(DEF(-6))	9.0110	2.2436	4.0164	0.0051
D(DEF(-7))	8.0904	2.1142	3.8266	0.0065
D(DEF(-8))	6.4092	1.7086	3.7512	0.0072
D(DEF(-9))	4.0189	1.3086	3.0713	0.0180
D(DEF(-10))	1.6671	0.8077	2.0640	0.0779
D(DEB)	0.8939	0.0957	9.3428	0.0000
D(DEB(-1))	-6.9628	2.1574	-3.2274	0.0145
D(DEB(-2))	-6.8773	2.1102	-3.2590	0.0139
D(DEB(-3))	-6.3673	2.0592	-3.0922	0.0175
D(DEB(-4))	-6.6682	1.9847	-3.3597	0.0121
D(DEB(-5))	-7.5615	2.0149	-3.7527	0.0071
D(DEB(-6))	-8.0829	2.0632	-3.9178	0.0058
D(DEB(-7))	-7.6253	2.0026	-3.8076	0.0066
D(DEB(-8))	-6.1927	1.6697	-3.7088	0.0076
D(DEB(-9))	-3.8311	1.2949	-2.9586	0.0211
D(DEB(-10))	-1.3720	0.7864	-1.7446	**0.1246**
D(DEB(-11))	0.2128	0.0901	2.3619	0.0502

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على نتائج الاختبار الإحصائي باستخدام برنامج Eviews v10.

ومن النتائج السابقة نجد أن معظم المعلمات قصيرة الأجل (الفروق الأولى للمعلمات) معنوية، أي أن العلاقة المباشرة معنوية في الأجل القصير.

وبالتالي يوجد علاقة في الأجل القصير بين المتغير المستقل والمتغير التابع.

3. المعادلة الخاصة بتقدير معلمات الأجلين القصير والطويل ومعلمة تصحيح الخطأ لنموذج التكامل المشترك ARDL بين الدين العام وعجز الموازنة العامة

يمكن كتابة المعادلة عل النحو التالي:

$$D(DEF) = 10.26 - \mathbf{9.39} * \boldsymbol{DEF}(-\mathbf{1}) + \mathbf{8.35} * \boldsymbol{DEB}(-\mathbf{1}) + 7.74 * D(DEF(-1)) + 7.59 * D(DEF(-2)) + 7.01 * D(DEF(-3)) + 7.56 * D(DEF(-4)) + 8.80 * D(DEF(-5)) + 9.01 * D(DEF(-6)) + 8.09 * D(DEF(-7)) + 6.41 * D(DEF(-8)) + 4.02 * D(DEF(-9)) + 1.67 * D(DEF(-10)) + 0.89 * D(DEB)) - 6.96 * D(DEB(-1)) - 6.88 * D(DEB(-2)) - 6.37 * D(DEB(-3)) - 6.67 * D(DEB(-4)) - 7.56 * D(DEB(-5)) - 8.08 * D(DEB(-6)) - 7.63 * D(DEB(-7)) - 6.19 * D(DEB(-8)) - 3.83 * D(DEB(-9)) - \mathbf{1.37} * (\boldsymbol{DEF} - (\mathbf{0.89} * \boldsymbol{DEB}(-\mathbf{1}) + \mathbf{1.09}) + \mathbf{0.21} * \boldsymbol{D}(\boldsymbol{DEB}(-\mathbf{11}))) \quad \text{معادلة } (\mathbf{2})$$

حيث:

D(DEF): تشير إلى الفرق الأول للمتغير التابع (عجز الموازنة العامة) (بدون فترات إبطاء).

معلمات الأجل الطويل وتشمل:

DEF(−1): عجز الموازنة العامة بفترة إبطاء واحدة.

DEB(−1): الدين العام بفترة إبطاء واحدة.

معلمات الأجل القصير وتشمل:

D(DEF (−1)), ... D(DEF (−10)): تشير إلى الفرق الأول لعجز الموازنة العامة بفترات إبطاء تتروح من 1 إلى 10 على الترتيب.

D(DEB): تشير إلى الفرق الأول للدين العام (بدون فترات إبطاء).

D(DEB(−1)), ... D(DEB(−11)): تشير إلى الفرق الأول للدين العام بفترات إبطاء تتروح من 1 إلى 11 على الترتيب.

معامل تصحيح الخطأ

أظهرت الاختبارات التجريبية للعلاقة في الأجل القصير ومعامل تصحيح الخطأ مايلي:

الجدول7 نتائج تقدير معلمات نموذج تصحيح الخطأ

ECM Regression

Case 2: Restricted Constant and No Trend

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
D(DEF(-1))	7.742825	1.624222	4.767097	0.002
D(DEF(-2))	7.591884	1.581393	4.800757	0.002
D(DEF(-3))	7.010424	1.509785	4.643328	0.0024
D(DEF(-4))	7.563038	1.488394	5.081342	0.0014
D(DEF(-5))	8.799118	1.666694	5.279383	0.0011
D(DEF(-6))	9.011042	1.768761	5.094552	0.0014
D(DEF(-7))	8.090426	1.716848	4.712371	0.0022
D(DEF(-8))	6.409213	1.411555	4.540535	0.0027
D(DEF(-9))	4.018935	1.056512	3.803966	0.0067
D(DEF(-10))	1.667106	0.68886	2.420094	0.0461
D(DEB)	0.893896	0.072899	12.26204	0.0000
D(DEB(-1))	-6.962762	1.445723	-4.816111	0.0019
D(DEB(-2))	-6.877309	1.405817	-4.892038	0.0018
D(DEB(-3))	-6.367339	1.33668	-4.763546	0.0021
D(DEB(-4))	-6.668163	1.327954	-5.021379	0.0015
D(DEB(-5))	-7.561479	1.461963	-5.17214	0.0013
D(DEB(-6))	-8.082947	1.583302	-5.10512	0.0014
D(DEB(-7))	-7.625326	1.606604	-4.746237	0.0021
D(DEB(-8))	-6.192675	1.368313	-4.525773	0.0027
D(DEB(-9))	-3.831130	1.032896	-3.709115	0.0076
D(DEB(-10))	-1.372016	0.658312	-2.084143	0.0756
D(DEB(-11))	0.212800	0.072017	2.954862	0.0213
CointEq(-1)*	**-9.387037**	**1.785678**	**-5.256846**	**0.0012**

R-squared	0.986731	Mean dependent var	0.09994
Adjusted R-squared	0.954296	S.D. dependent var	0.678787
S.E. of regression	0.145115	Akaike info criterion	-0.85359
Sum squared resid	0.189525	Schwarz criterion	0.199904
Log likelihood	36.65751	Hannan-Quinn criter.	-0.50439
Durbin-Watson stat	2.125664		

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على نتائج الاختبار الإحصائي باستخدام برنامج Eviews v10.

من الجدول السابق نجد أنه فيما يخص قيمة معامل تصحيح الخطأ ECM= −9.3870 وهي سالبة ومعنوية عند مستوى دلالة 5% مما يؤكد على وجود علاقة توازنية في الأجل الطويل كما تشير سرعة التصحيح إلى أن 38.7% من الأخطاء (حركات عدم التوازن) بين المتغيرين المستقل (الدين العام) والتابع (عجز الموازنة) في الأجل القصير تُصحَّح في الأجل الطويل في فترة واحدة أي أن كل 10 أشهر يتم تجاوز الصدمات على النموذج بالكامل.

4. المعادلة العامة للعلاقة بين المتغيرين

الجدول8 معلمات الصيغة المختزلة للعلاقة بين المتغيرين

Levels Equation

Case 2: Restricted Constant and No Trend

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
DEB	0.88915	0.01745	50.95459	0.0000
C	1.092724	0.169071	6.463102	0.0003

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على نتائج الاختبار الإحصائي باستخدام برنامج Eviews v10.

وفقاً للنتائج السابقة يمكن صياغة معادلة العلاقة بين المتغير المستقل والمتغير التابع كما يلي:

$$Y = C + \beta_1 X$$

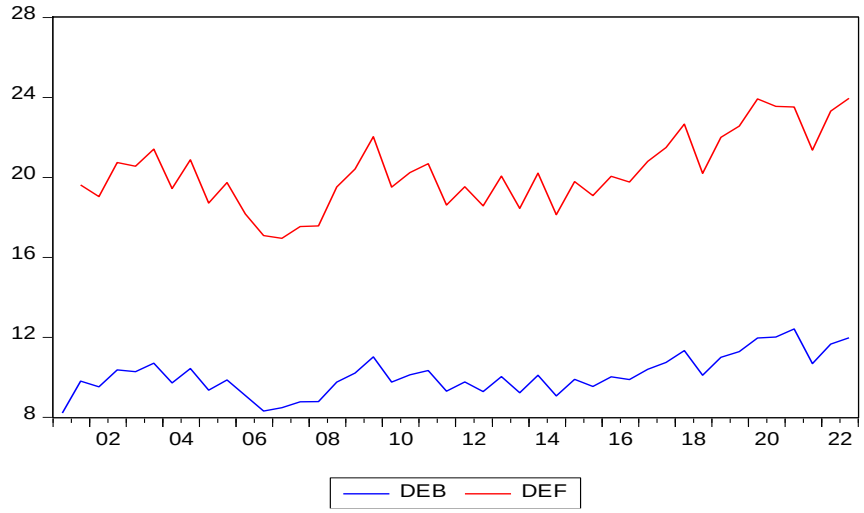
$$DEF = 1.09 + 0.89 * DEB$$

أي أن 89% من التغيرات في المتغير التابع يفسرها المتغير المستقل، و11.1% من تلك التغيرات يتم تفسيرها بمتغيرات أخرى.

وهذا ما يتوافق مع التحليل الاقتصادي للتجربة التركية المشار إليه في المطلب الثالث من هذا الفصل وبيان توزع مصادر تمويل الموازنة التركية (انظر الشكل رقم /34/)

ويوضح الرسم البياني التالي العلاقة التوازنية بين المتغيرين، حيث أن التغيرات في السلسلتين شبه متطابقة

الشكل33 العلاقة التوازنية بين المتغيرين



المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على نتائج الاختبار الإحصائي باستخدام برنامج Eviews v10.

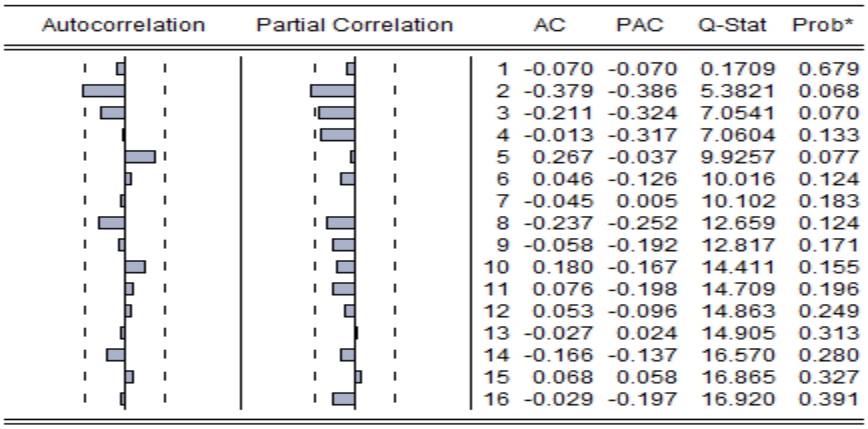
5. التأكد من سلامة النموذج من المشاكل القياسية المختلفة

5.1 اختبارات تشخيص البواقي

أ. اختبار الارتباط الذاتي للبواقي Correlogram of Residual

أظهرت نتائج الاختبار عدم وجود مشكلة ارتباط ذاتي لبواقي النموذج لأن جميع قيم Q–Stat غير معنوية عند مستوى دلالة 5%.

الشكل34 نتائج اختبار الارتباط الذاتي لبواقي النموذج



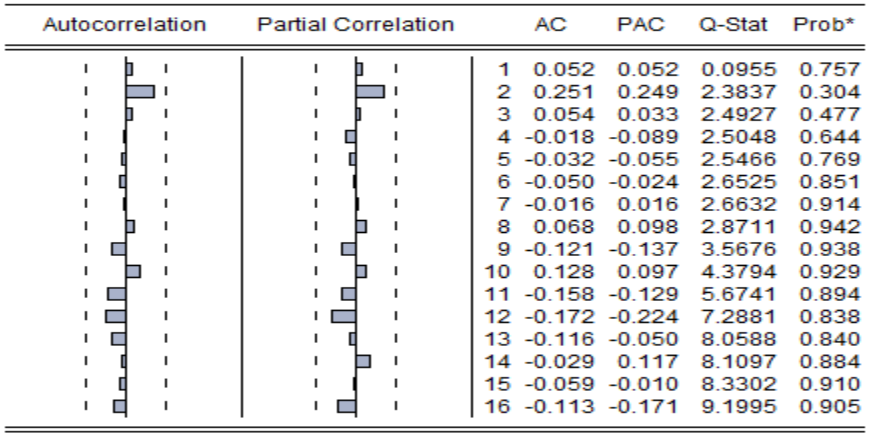
Autocorrelation	Partial Correlation		AC	PAC	Q-Stat	Prob*
		1	-0.070	-0.070	0.1709	0.679
		2	-0.379	-0.386	5.3821	0.068
		3	-0.211	-0.324	7.0541	0.070
		4	-0.013	-0.317	7.0604	0.133
		5	0.267	-0.037	9.9257	0.077
		6	0.046	-0.126	10.016	0.124
		7	-0.045	0.005	10.102	0.183
		8	-0.237	-0.252	12.659	0.124
		9	-0.058	-0.192	12.817	0.171
		10	0.180	-0.167	14.411	0.155
		11	0.076	-0.198	14.709	0.196
		12	0.053	-0.096	14.863	0.249
		13	-0.027	0.024	14.905	0.313
		14	-0.166	-0.137	16.570	0.280
		15	0.068	0.058	16.865	0.327
		16	-0.029	-0.197	16.920	0.391

المصدر: من نتائج الاختبار الإحصائي باستخدام برنامج Eviews v10.

ب. اختبار الارتباط الذاتي لمربع البواقي Correlogram of Residual Squared

أظهرت نتائج الاختبار عدم وجود مشكلة ارتباط ذاتي لمربع بواقي النموذج لأن جميع قيم Q–Stat غير معنوية عند مستوى دلالة 5%، وعليه نؤكد أن النموذج جيد وسليم ولا يعاني من مشكلة الارتباط الذاتي للبواقي.

الشكل35 نتائج اختبار الارتباط الذاتي لمربع بواقي النموذج

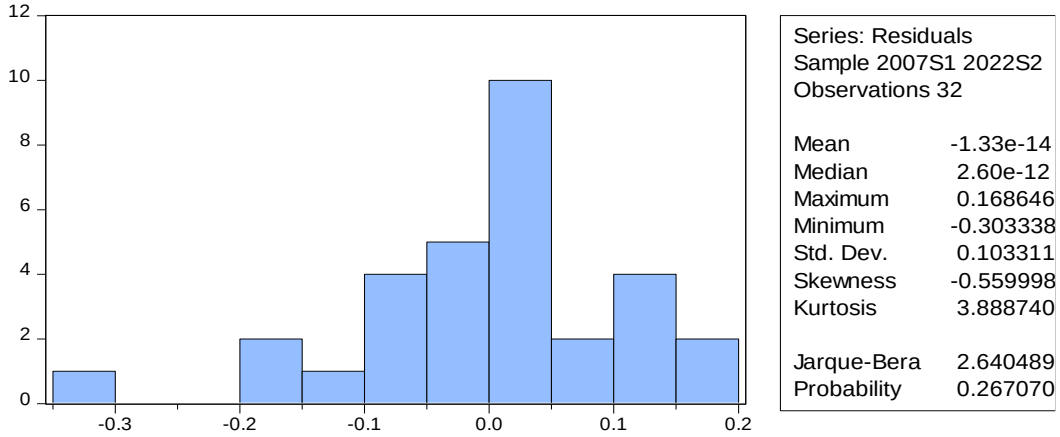


Autocorrelation	Partial Correlation		AC	PAC	Q-Stat	Prob*
		1	0.052	0.052	0.0955	0.757
		2	0.251	0.249	2.3837	0.304
		3	0.054	0.033	2.4927	0.477
		4	-0.018	-0.089	2.5048	0.644
		5	-0.032	-0.055	2.5466	0.769
		6	-0.050	-0.024	2.6525	0.851
		7	-0.016	0.016	2.6632	0.914
		8	0.068	0.098	2.8711	0.942
		9	-0.121	-0.137	3.5676	0.938
		10	0.128	0.097	4.3794	0.929
		11	-0.158	-0.129	5.6741	0.894
		12	-0.172	-0.224	7.2881	0.838
		13	-0.116	-0.050	8.0588	0.840
		14	-0.029	0.117	8.1097	0.884
		15	-0.059	-0.010	8.3302	0.910
		16	-0.113	-0.171	9.1995	0.905

المصدر: من نتائج الاختبار الإحصائي باستخدام برنامج Eviews v10.

ت. اختبار التوزيع الطبيعي للبواقي

الشكل36 نتائج اختبار التوزيع الطبيعي للبواقي



المصدر: من نتائج الاختبار الإحصائي باستخدام برنامج Eviews v10.

يظهر الشكل السابق أن القيمة الاحتمالية المقابلة لاحصائية Jarque Bera $0.05 < 0.26 = JB$ وبالتالي فإن البواقي تتبع التوزيع الطبيعي.

ث. الارتباط التسلسلي للبواقي Serial Correlation LM Test

نلاحظ أن قيمة F غير معنوية > 0.05 لذا نرفض فرضية العدم ونقبل البديلة أنه لا يوجد ارتباط تسلسلي لبواقي النموذج.

الجدول 9 نتائج اختبار الارتباط التسلسلي للبواقي

Breusch-Godfrey Serial Correlation LM Test

F-statistic	0.050357	Prob. F(1,6)	0.8299
*Obs*R-squared*	0.266333	Prob. Chi-Square(1)	0.6058

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على نتائج الاختبار الإحصائي باستخدام برنامج Eviews v10.

ج. عدم تجانس ثبات التباين للبواقي Heteroskedasticity Test

بالاعتماد على معيار ARCH نلحظ أن قيمة F غير معنوية > 0.05 لذا نرفض فرضية العدم ونقبل البديلة بأن بواقي النموذج لاتعاني من مشكلة عدم تجانس التباين.

الجدول10 نتائج اختبار عدم ثبات تجانس التباين للبواقي

Heteroskedasticity Test: ARCH

F-statistic	0.079512	Prob. F(1,29)	0.7800
*Obs*R-squared*	0.084763	Prob. Chi-Square(1)	0.7709

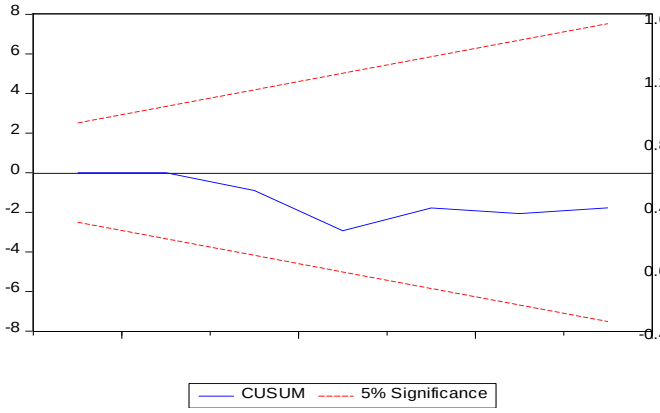
المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على نتائج الاختبار الإحصائي باستخدام برنامج Eviews v10.

5.2 اختبارات الاستقرارية الهيكلية للنموذج

للتأكد من خلو البيانات من وجود أي تغيرات هيكلية ومدة استقرار وانسجام المعلمات قصيرة الأجل مع المعلمات طويلة الأجل للنموذج وذلك من خلال **اختبار المجموع التراكمي للبواقي CUSUM Test**، **واختبار المجموع التراكمي لمربع البواقي CUSUM of Squares Test** على التوالي.

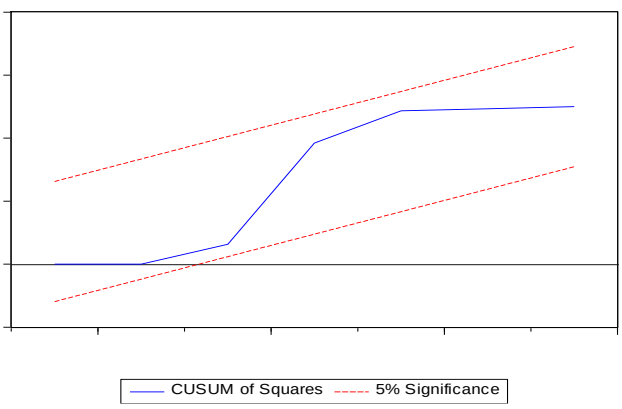
ويشير وقوع منحني الرسم البياني للبواقي في كلا الشكلين / 38/ و/39 / أدناه بين حدود القيم الحرجة للاختبار عند مستوى معنوية 5%، بأن هناك اتساق بين معلمات الأجل القصير والطويل للمتغيرين التابع والمستقل وعليه نؤكد أن النموذج مستقر هيكلياً.

الشكل37 نتائج اختبار المجموع التراكمي للبواقي CUSUM Test



المصدر: من نتائج الاختبار الإحصائي باستخدام برنامج Eviews v10.

الشكل38 نتائج اختبار المجموع التراكمي لمربع البواقي CUSUM of Squares Test



المصدر: من نتائج الاختبار الإحصائي باستخدام برنامج Eviews v10.

وعليه فإن النموذج مستقر وجيد من الناحية الاقتصادية والإحصائية ويمكن الاعتماد عليه في التنبؤ في السنوات القادمة وبناء عليه يمكن رسم سياسات اقتصادية تنفع المجتمع الاقتصادي وتساعد راسمي السياسات في وضع الحلول للمشكلات الاقتصادية المتعلقة بموضوع الدراسة.

وبناء على النتائج السابقة تؤكد الباحثة وجود علاقة توازنية طردية بين المستقل (الدين العام) والتابع (عجز الموازنة) في الأجلين القصير والطويل.

وعليه تثبت فرضية وجود دور للدين العام في تمويل عجز الموازنة.

الفصل الرابع

عجز الموازنة العامة في سورية

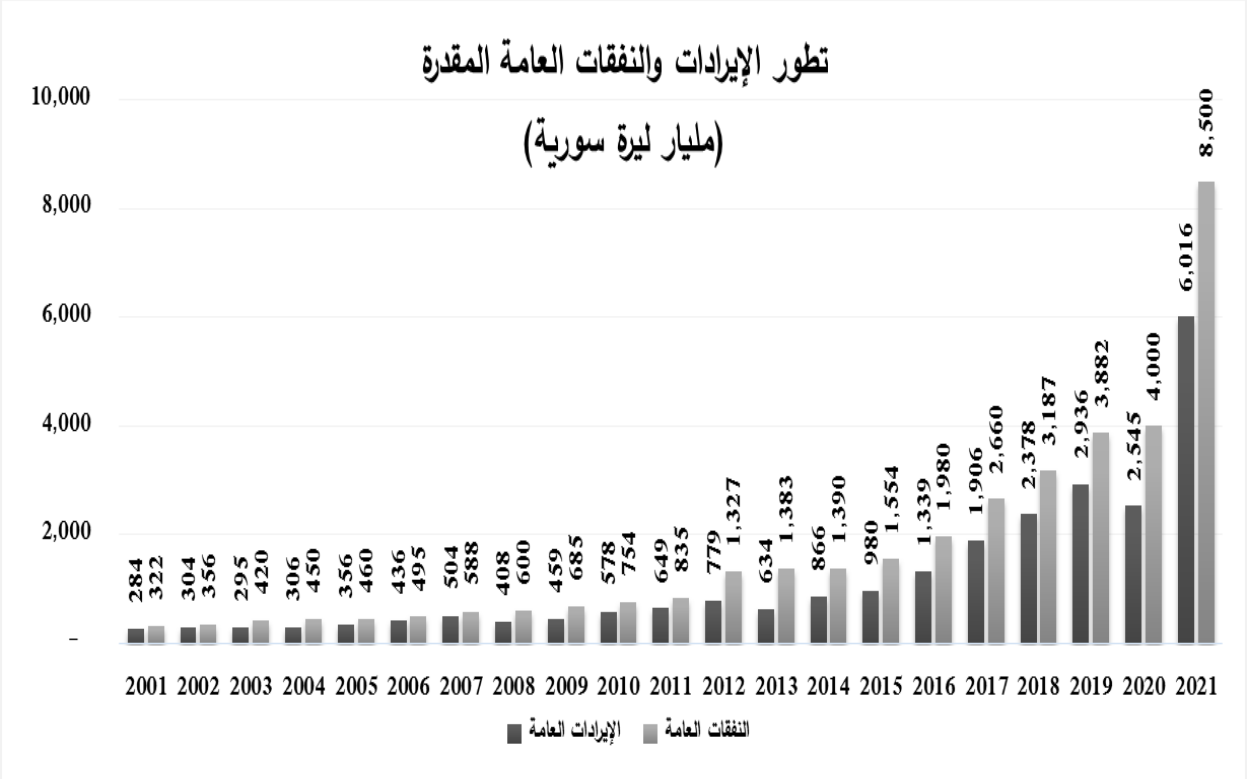
في هذا الفصل سيتم مناقشة مشكلة عجز الموازنة في سورية وأساليب تمويلها وانعكاسها على المؤشرات الاقتصادية وفق المحاور التالية:

- أولاً: مشكلة عجز الموازنة في سورية: أسباب وتداعيات.
- ثانياً: واقع تمويل عجز الموازنة العامة.
- ثالثاً: الإطار الناظم لإصدار الأوراق المالية الحكومية في سورية.
- رابعاً: تجربة المزادات في سورية.

أولاً: مشكلة عجز الموازنة في سورية: أسباب وتداعيات

عانت الموازنة العامة للدولة في سورية عبر سنوات من عجز فعلي، وتأثرت الموازنة العامة للدولة خلال الأزمة تأثراً كبيراً، فقد سجلت الإيرادات العامة للدولة تراجعاً كبيراً، بالتوازي مع الارتفاع الحاد في الإنفاق العام. إذ تراجعت نسبة تغطية الإيرادات العامة للنفقات في الموازنة العامة للدولة. وفيما يلي تطور كل من الإيرادات والنفقات العامة المقدرة خلال مدّة الدراسة وفقاً لمشروع الموازنة الصادر عن وزارة المالية سنوياً[1].

الشكل39 تطور الإيرادات والنفقات العامة المقدرة في سورية



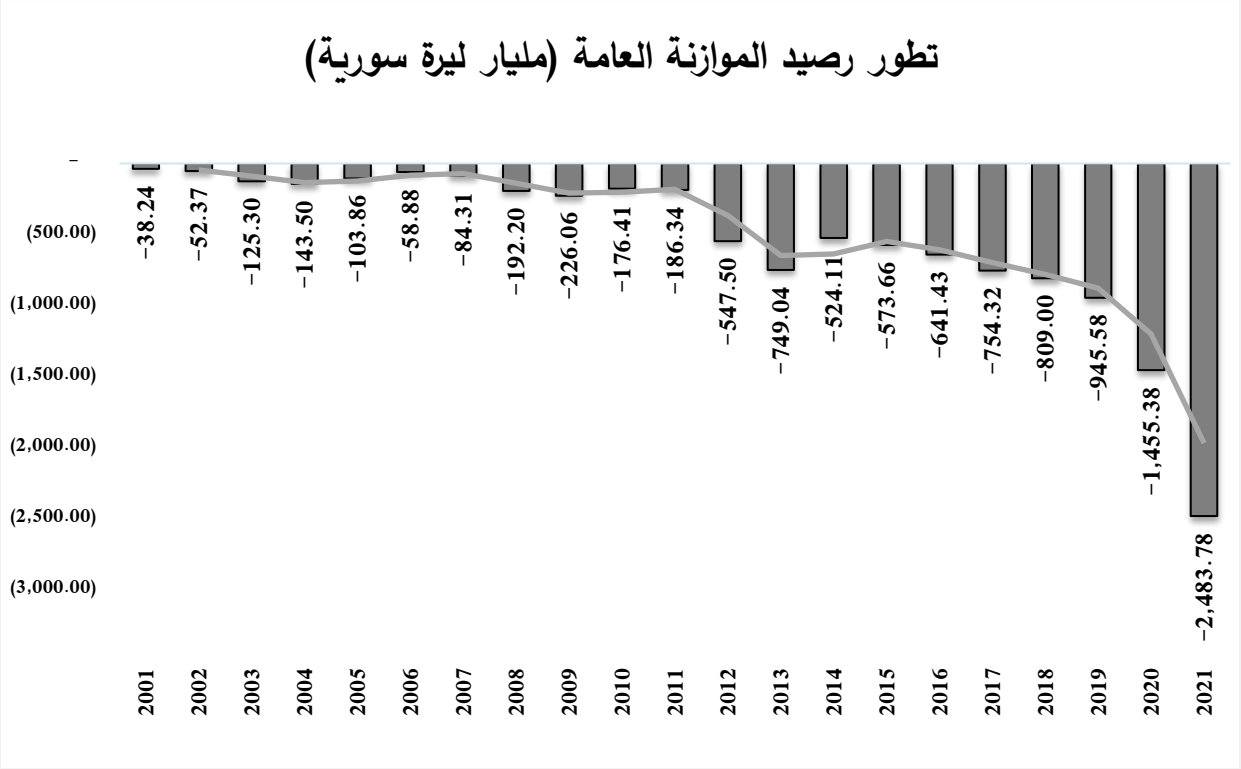
المصدر: إعداد الباحثة بالاعتماد على مشروع الموازنة العامة السنوي الصادر عن وزارة المالية السورية.

الأمر الذي أدى بطبيعة الحال إلى ارتفاع عجز الموازنة العامة إلى مستويات غير مسبوقة بلغت 2,483 مليار ليرة سورية عام 2021 مايقارب 10% من الناتج الإجمالي بشكل تقديري[2].

[1] اعتمدت الباحثة على بيانات الموازنة العامة التقديرية وفقاً لمشروع الموازنة السنوي الصادر عن وزارة المالية بهدف إعطاء مؤشر عام يخدم أهداف البحث، نظراً لعدم توفر بيانات الموازنة الفعلية للفترة 2011-2021.

[2] تقديرات الباحثة بالاعتماد على البيانات السنوية لمشروع الموازنة العامة للفترة 2001-2021 والبيانات الفعلية للناتج المحلي الإجمالي للفترة 2001-2020.

الشكل40 تطور رصيد الموازنة العامة في سورية



المصدر: إعداد الباحثة بالاعتماد على مشروع الموازنة العامة السنوي الصادر عن وزارة المالية السورية.

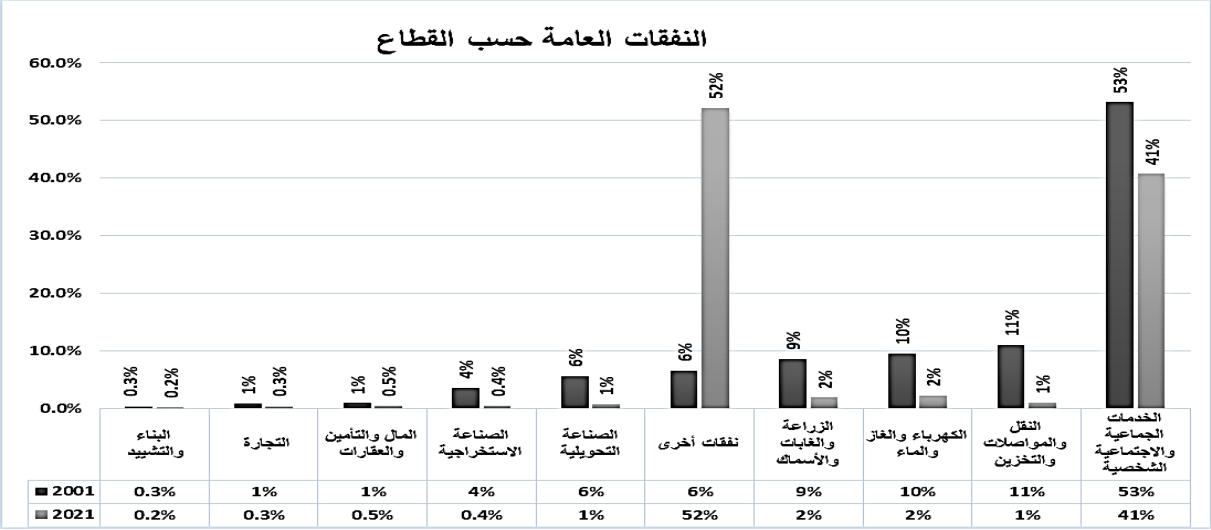
ويعزى تراجع إيرادات الموازنة إلى فقدان عائدات النفط، وتراجع الأنشطة الاقتصادية والتجارة الدولية، وتنامي الاقتصاد غير الرسمي، وتمثلت أبرز الإيرادات المضمونة بحصة الحكومة من مشغلي الاتصالات. وبالمقابل تركزت نفقات الموازنة على القطاع العام والجيش وواردات السلع الأساسية إضافة إلى دعم الموارد الغذائية والوقود والمياه والكهرباء، مما أدى بدوره إلى ارتفاع في حجم الدين العام[1].

وفيما يلي مقارنة للنفقات العامة المقدرة للعامين 2001– 2021، التي تظهر ارتفاعاً واضحاً في بند النفقات الأخرى ليسجل نصف حجم النفقات العامة المقدرة بنسبة 52% من إجمالي الموازنة العامة في نهاية المدّة المدروسة (2021) مقارنة بـ 6% في عام 2001، والذي يشمل من وجهة نظر الباحثة تكاليف الدعم الأساسية ونفقات الجيش وخلافه التي ارتفعت بشكل كبير منذ بداية الأزمة وتداعياتها وآثارها الاقتصادية. ومن جهة أخرى نلحظ تراجع واضح في الإنفاق الإنتاجي والاستثماري[2].

[1] اسمندر، محسن، (2020)، مرجع سبق ذكره، ص ص 2081-282.

[2] اعتمدت الباحثة على بيانات الموازنة العامة التقديرية وفقاً لمشروع الموازنة السنوي الصادر عن وزارة المالية بهدف إعطاء مؤشر عام يخدم أهداف البحث، نظراً لعدم توفر بيانات الموازنة الفعلية للفترة 2011-2021.

الشكل41 توزع النفقات العامة حسب القطاع في سورية

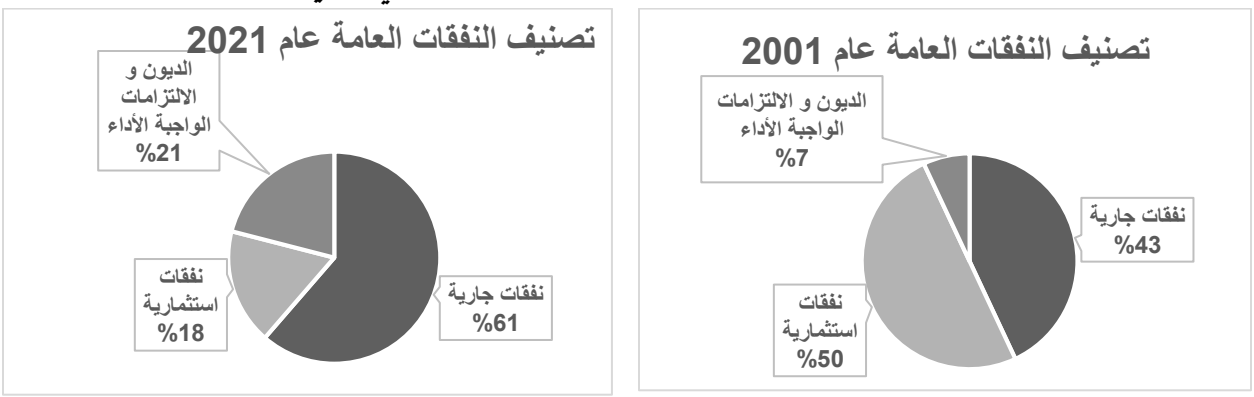


المصدر: إعداد الباحثة بالاعتماد على مشروع الموازنة العامة السنوي الصادر عن وزارة المالية السورية.

وبعبارة أخرى فإن النفقات العامة للدولة تركزت بشكل أساسي على الإنفاق الاستثماري عام 2001 الذي شكل 50% من إجمالي الموازنة العامة، بينما شكل الإنفاق الجاري في نفس العام 43% من الموازنة، أما باقي الموازنة بنسبة 7% فقد خصصت لخدمة الديون والالتزامات واجبة الأداء.

في حين انخفض الإنفاق الاستثماري انخفاضاً كبيراً كنسبة من النفقات العامة خلال مدّة الدراسة ولا سيما منذ بداية الأزمة ليبلغ 18% فقط من إجمالي الموازنة عام 2021، في حين خصصت ما نسبته 61% من إجمالي الموازنة للإنفاق الجاري، و21% لخدمة الديون والالتزامات واجبة الأداء –والذي يعطي مؤشراً على ارتفاع عبء الدين العام من ناحية أخرى–[1].

الشكل42 تصنيف النفقات العامة 2001 و 2021 في سورية



المصدر: إعداد الباحثة بالاعتماد على مشروع الموازنة العامة السنوي الصادر عن وزارة المالية السورية.

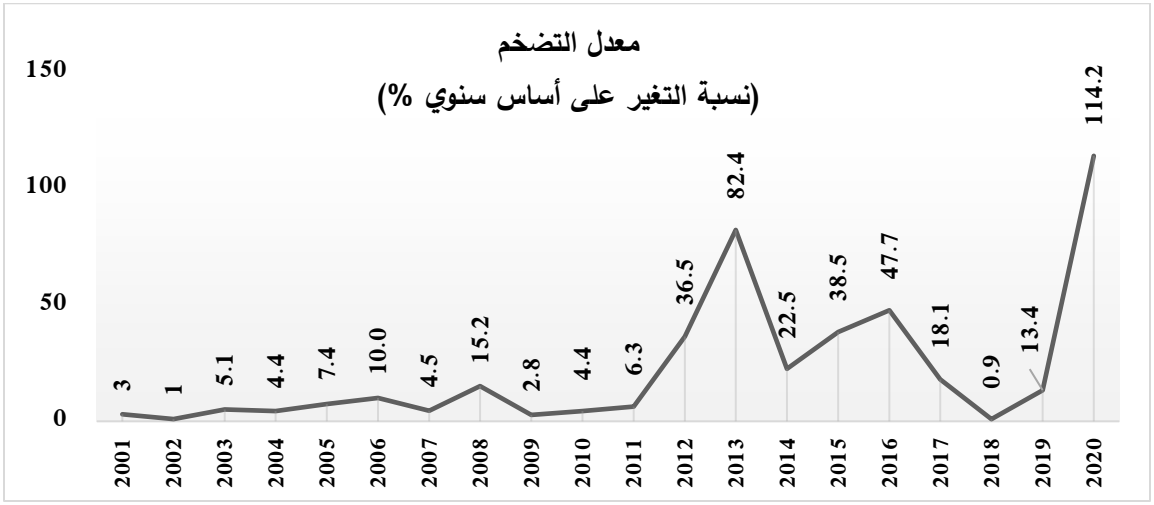
[1] اعتمدت الباحثة على بيانات الموازنة العامة التقديرية وفقاً لمشروع الموازنة السنوي الصادر عن وزارة المالية بهدف إعطاء مؤشر عام يخدم أهداف البحث، نظراً لعدم توفر بيانات الموازنة الفعلية للفترة 2011-2021.

فقد كانت النتيجة الطبيعية لزيادة عجز الموازنة ارتفاعاً في الدين العام الذي بلغ مستويات قياسية، إذ ارتفعت نسبة الدين العام إلى الناتج المحلي الإجمالي من 45% في العام 2010 وتجاوزت 104% حتى عام 2016 وفق دراسة (اسمندر،2020) معظمها دين داخلي[1].

ومن جهة أخرى فإن زيادة الدين العام الخارجي تعود إلى ارتفاع سعر صرف الدولار الأمريكي مقابل الليرة السورية وليس لزيادة الائتمان[2]، علاوة عن عدم القدرة للوصول إلى الأسواق الدولية للحصول على التمويل حتى الآن[3]. فقد تم تمويل العجز بالاعتماد على أسلوب "التمويل بالعجز" بواسطة الاقتراض من المصرف المركزي بشكل أساسي[4] ولا سيما خلال الأزمة.

ومن الجدير بالذكر عدم نجاعة الطرق التقليدية في تمويل عجز الموازنة العامة للدولة في سورية، فقد أدت طريقة التمويل بالعجز إلى تراكم الآثار السلبية على الاقتصاد السوري، وأهم تلك الآثار ارتفاع معدل التضخم إلى مستويات عالية جداً[5].

الشكل43 تطور معدل التضخم السنوي في سورية

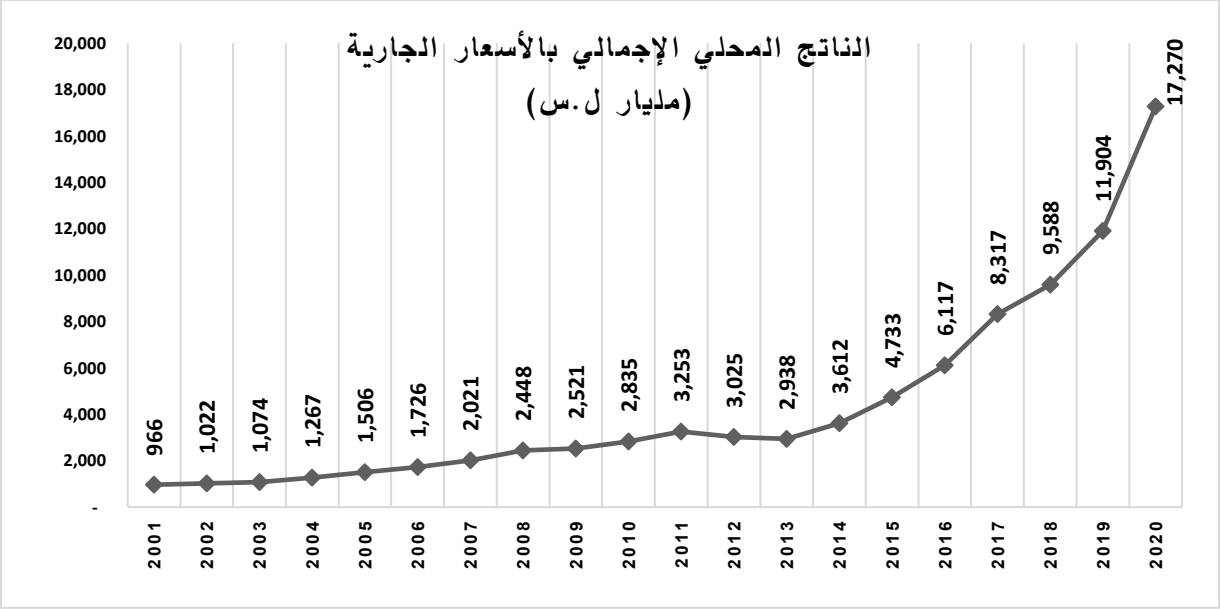


المصدر: إعداد الباحثة بالاعتماد على البيانات الإحصائية الصادرة عن مصرف سورية المركزي، وزارة المالية، المكتب المركزي للإحصاء[6].

[1] اسمندر، محسن، (2020)، مرجع سبق ذكره ، سورية، ص282.
[2] اسمندر، محسن، (2020)، المرجع السابق، سورية، ص282.
[3] نجم الدين، رنا، (2013)، "دور عمليات السوق المفتوحة في تأسيس السوق النقدية في سورية"، رسالة ماجستير، جامعة دمشق، سورية، ص101.
[4] د.زنبوعه، زياد، وَ د.فرحات، منى خالد (2012)، مرجع سبق ذكره، ص284.
[5] Al-Bouza. F., Sharaf. S., (2018), "the relationship between budget deficit and inflation in Syria for the Period (1990-2010)", International Journal of Advanced Research (IJAR), Vo.6, No.9, p55.
[6] البيانات الإحصائية الصادرة عن مصرف سورية المركزي، وزارة المالية، المكتب المركزي للإحصاء لعدة سنوات.

فقد شهد الاقتصاد السوري تحولاً دراماتيكياً في مؤشراته الكلية، حيث ألقت الأزمة بظلالها على الناتج المحلي الإجمالي وعلى الموازنة العامة للدولة، وضاعفت من حجم الضغوط على مستوى المعيشة، كما زادت من أعباء الدعم ووسعت نطاقه ورفعت الدين العام بشقيه الداخلي والخارجي إلى مستويات قياسية بعد أن كانت سورية تصنف من أقل البلاد مديونية في العالم. إضافة للعقوبات الاقتصادية القسرية أحادية الجانب المفروضة على سورية التي انعكست بآثار سلبية جمّة على الاقتصاد السوري، مما أدى إلى معدلات نمو سلبية في الناتج المحلي الإجمالي، وازدياد معدل البطالة، وتدهور سعر صرف الليرة السورية أمام الدولار، علاوة عن تراجع إنتاج النفط والغاز كمصادر أساسية للقطع الأجنبي[1].

إذ سجل الناتج المحلي الإجمالي ارتفاعاً من 966 مليار ليرة سورية في عام 2001 إلى 17,270 مليار ليرة سورية في عام 2020.



المصدر: إعداد الباحثة بالاعتماد على البيانات الإحصائية الصادرة عن مصرف سورية المركزي، وزارة المالية، المكتب المركزي للإحصاء[2].

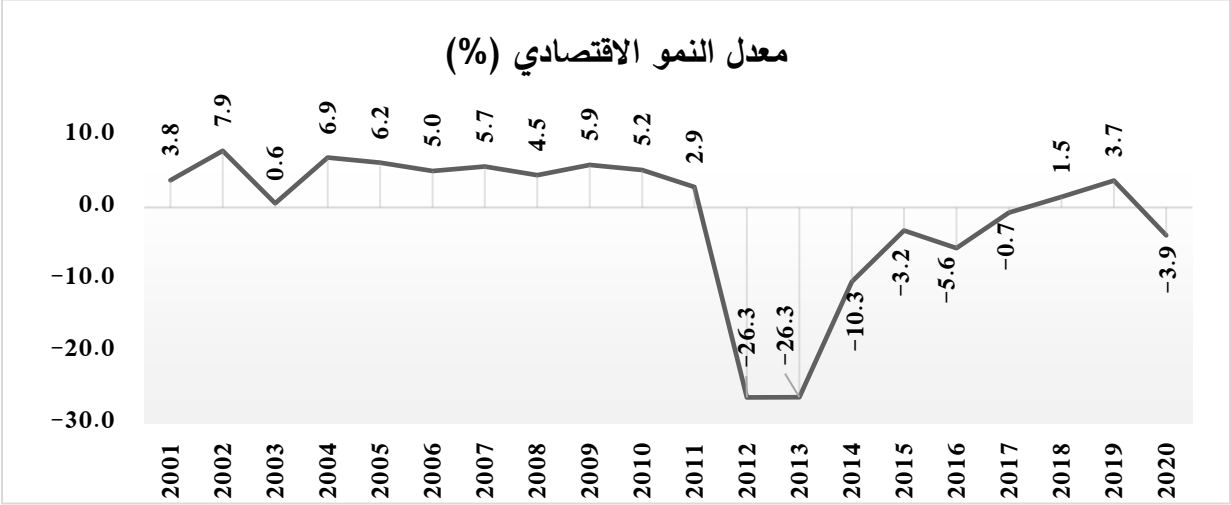
ومن الجدير بالذكر أن زيادة الناتج المحلي الإجمالي بالأسعار الجارية خلال المدّة المدروسة ناجمة عن ارتفاع الأسعار وليس نتيجة لزيادة السلع الحقيقية في الاقتصاد[3].

[1] ياغي، كنان، (2017)، "الآثار الاقتصادية لإصدار أذون وسندات الخزينة"، دراسات اقتصادية، مركز دمشق للأبحاث والدراسات "مداد"، دمشق، سورية، ص4.

[2] البيانات الإحصائية الصادرة عن مصرف سورية المركزي، وزارة المالية، المكتب المركزي للإحصاء لعدة سنوات.

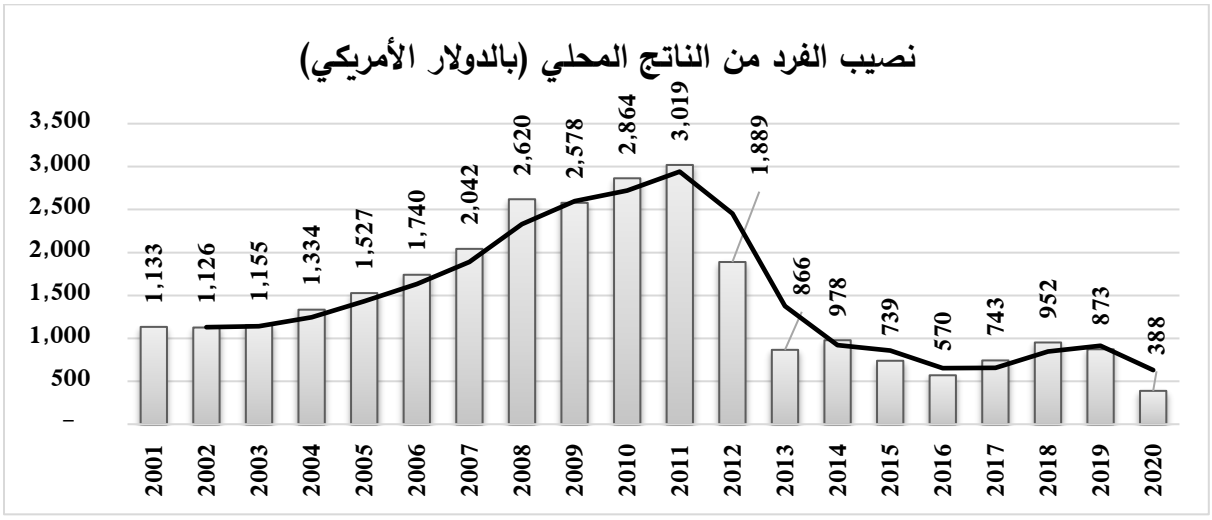
[3] شحرور، إيمان، (2013)، " عجز الموازنة العامة في سورية وآثاره الاقتصادية"، بحوث اقتصادية عربية، العددان /64/63، مركز دراسات الوحدة العربية، بيروت، لبنان، ص 112.

فقد تراجع النمو الاقتصادي بداية الأزمة بعد أن بلغ وسطي معدل النمو ماقبل الأزمة 5% ليسجل معدلات سلبية بلغت ذروتها عامي 2012-2013 بحوالي (-26%)، تلاها تحسناً تدريجياً حتى لتسجل معدلات إيجابية في عامي 2018-2019 بلغت 1.5%، 3.7% على التوالي، ونتيجة لجائحة كورونا عام 2020 تراجع معد النمو مجدداً ليبلغ -3.9%.



المصدر: إعداد الباحثة بالاعتماد على البيانات الإحصائية الصادرة عن مصرف سورية المركزي، وزارة المالية، المكتب المركزي للإحصاء[1].

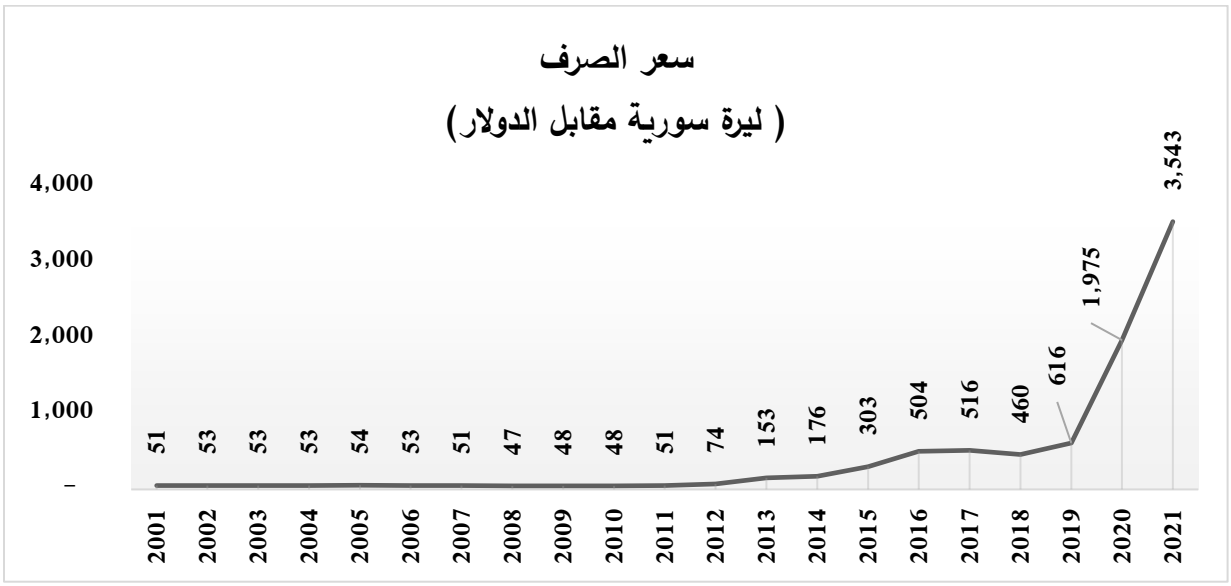
كما تزايدت معدلات البطالة والفقر وتراجع نصيب الفرد من الناتج المحلي الإجمالي -مقوماً بالدولار الأمريكي من 1,133 $ في عام 2001 إلى 388$ عام 2020.



المصدر: إعداد الباحثة بالاعتماد على البيانات الإحصائية الصادرة عن مصرف سورية المركزي، وزارة المالية، المكتب المركزي للإحصاء، وأسعار الصرف في السوق الموازية[2].

[1] البيانات الإحصائية الصادرة عن مصرف سورية المركزي، وزارة المالية، المكتب المركزي للإحصاء لعدة سنوات.
[2] البيانات الإحصائية الصادرة عن مصرف سورية المركزي، وزارة المالية، المكتب المركزي للإحصاء لعدة سنوات.

في حين ارتفع سعر صرف الدولار الأمريكي منذ بداية الأزمة عام 2011 بعد استقراره عند سعر وسطي (51 ليرة سورية مقابل الدولار الأمريكي) لمدّة طويلة خلال مدّة الدراسة 2001–2010، وصولاً إلى سعر وسطي (3,543 ليرة سورية مقابل الدولار الأمريكي) في عام 2021.



المصدر: إعداد الباحثة بالاعتماد على متوسط أسعار الصرف في السوق الموازية.

وبناءً على ما سبق، فإن مشكلة عجز الموازنة العامة في سورية وأسبابها التي تجسدت بصورة أساسية بتراجع إيرادات الدولة ولا سيما تراجع الصادرات تدهور صادرات النفط وبالتالي تراجع العائدات النفطية ومساهمتها في الموازنة إلى جانب تركز النفقات العامة على النفقات الجارية الاستهلاكية من دعم المواد أساسية والطاقة والجيش، علاوة عن تداعياتها السلبية على مؤشرات الاقتصاد السوري والتي تجسدت بشكل أساسي في تراجع النمو الاقتصادي ومعدلاته السلبية وتدهور قيمة العملة المحلية وارتفاع الدين العام وتزايد معدلات التضخم وكذلك تزايد معلات الفقر، عوامل تستدعي إلقاء الضوء على الأساليب المعتمدة لتمويل عجز الموازنة العامة والتي تمثلت بـ"التمويل بالعجز" بشكل أساسي.

ثانياً: واقع تمويل عجز الموازنة العامة

اعتمدت الحكومة السورية في تمويلها لعجز ميزانيتها على نوعين من التمويل، وفقاً لما يلي:

1. **التمويل المحلي:** عن طريق الاقتراض من السوق المحلية، وفي ظل غياب دور سوق الأوراق المالية حتى 13/10/2010، ومن ثم الدخول في فترة الأزمة، فقد كان الأمر يتم بشكل أساسي عن طريق القروض من المصرف المركزي بموجب أحكام المادة (35) من قانون النقد الأساسي الصادر بالمرسوم التشريعي

رقم (87) لعام 1953، والمعدل بموجب المرسوم (23) لعام 2002، القاضي بمنح الموازنة العامة الديون التي تحتاجها[1].

2. **التمويل الخارجي:** عن طريق القروض والمنح المالية أو العينية التي اقتصرت بشكل رئيسي على روسيا وإيران[2].

وعليه ترى الباحثة أن أساليب تمويل عجز الموازنة العامة في سورية مرتكزة على الدين المحلي التضخمي ذو الآثار الاقتصادية السلبية، والذي يؤدي بدوره إلى حرمان الاقتصاد السوري من الموارد التراكمية المختلفة وليس فقط من الادخار المحلي إذ إن جل النشاط المالي السوري يوظف في تمويل عجز الموازنة العامة، الأمر الذي يستدعي ضرورة التحول إلى أساليب تمويل جديدة قائمة على أسس حقيقية غير تضخمية تدعم كفاءة إدارة الدين العام وتعزز من التنسيق بين السياستين النقدية والمالية، كما تحد من الآثار السلبية للأساليب التقليدية المعتمدة. فقد اتجهت الباحثة للبحث في أبرز بدائل التمويل المتمثلة بإصدار أدوات الدين العام (الأوراق المالية الحكومية) والاستفادة من التجربة التركية الناجحة، فقد تم البحث في التدابير المتخذة في سورية في سبيل التوجه نحو بدائل التمويل المتاحة وإحداث سوق أدوات الدين من حيث إصدار الأطر التشريعية والجهات الناظمة، ومدى تفعيل استخدام تلك الأدوات والاستفادة منها، وفقاً لما يلي:

ثالثاً: الإطار الناظم لإصدار الأوراق المالية الحكومية في سورية

إن إنشاء سوق محلي للأوراق المالية الحكومية في سورية يعد إحدى الخطوات الأساسية والأولية لتطوير القطاع المالي، وقد أدركت الحكومة حاجتها لتطوير إدارة فعالة للدين العام من خلال وضع الإطار القانوني لإصدار أوراق مالية حكومية بالمرسوم التشريعي رقم 60 لعام 2007، بعد الارتفاع المتواصل لنسبة الدين الداخلي إلى الناتج المحلي الإجمالي. وذلك نتيجة لتمويل العجز من خلال المصرف المركزي والمصارف العامة عن طريق سندات غير قابلة للتداول ومن دون تغطية، الأمر الذي أثر سلباً في القطاع المالي في سورية وعلى معدلات التضخم. كما أدركت الحكومة أن وجود سوق مالي متطور، سيسهم بشكل رئيسي في تحسين المناخ الاقتصادي، وتحقيق معدلات نمو حقيقية[3].

[1] نجم الدين، رنا، (2013)، مرجع سبق ذكره ، ص80.
شحرور، إيمان، (2013)، مرجع سبق ذكره، ص ص 105-106.
[2] اسمندر، محسن، (2020)، مرجع سبق ذكره، ص281.
[3] اسمندر، محسن، (2020)، المرجع السابق ، ص 283.

فقد أُصدر المرسوم التشريعي رقم 60 لعام 2007 الخاص بإدارة وتنظيم عملية إصدار الأوراق المالية الحكومية لتمويل الموازنة العامة للدولة والذي نص على[1]:

- ألا يتم الاقتراض الداخلي للحكومة إلا بواسطة الأوراق المالية الحكومية ويستثنى من ذلك الاقتراض لأغراض إدارة السيولة الحكومية قصيرة الأجل وفق أسس وضوابط تضعها اللجنة[2].
- أن يقتصر الاقتراض الحكومي بواسطة الأوراق المالية الحكومية على الأغراض التالية[3]:
  أ. تمويل عجز الموازنة العامة.
  ب. تمويل المشاريع ذات الأولوية الوطنية المدرجة في الخطط العامة للدولة.
  ج. توفير التمويل اللازم لمواجهة الكوارث وحالات الطوارئ.
  د. تسديد ديون مستحقة على الحكومة بما فيها استبدال الدين العام القائم بأوراق مالية حكومية قابلة للتداول وذلك بشكل تدريجي.
  هـ. إدارة السيولة الحكومية قصيرة الأجل.

- وضع سقف للدين العام، بحيث[4]:

أ. لا يجوز أن يزيد الرصيد القائم للدين العام الداخلي في أي وقت من الأوقات على 60% من الناتج المحلي الإجمالي بالأسعار الجارية للسنة الأخيرة التي تتوافر عنها البيانات.
ب. لا يجوز أن يزيد الرصيد القائم للدين العام الخارجي في أي وقت من الأوقات على 60% من الناتج المحلي الإجمالي بالأسعار الجارية للسنة الأخيرة التي تتوافر عنها البيانات.
ج. خلافاً لأي نص نافذ لا يجوز أن يزيد الرصيد القائم للدين العام في أي وقت من الأوقات على 80% من الناتج المحلي بالأسعار الجارية للسنة الأخيرة التي تتوافر عنها البيانات.

- أجاز المرسوم تداول جميع الأوراق المالية الحكومية في سوق الأوراق المالية وخارج السوق بعد موافقة مسبقة من اللجنة [5].

---

[1] المرسوم التشريعي رقم /60/ لعام 2007، " قانون الأوراق المالية الحكومية".
[2] اللجنة: لجنة إدارة الأوراق المالية.
المادة رقم /8/، البند /أ/، من المرسوم التشريعي رقم /60/ لعام 2007، " قانون الأوراق المالية الحكومية".
[3] المادة رقم /10/، من المرسوم التشريعي رقم /60/ لعام 2007، " قانون الأوراق المالية الحكومية".
[4] المادة رقم /11/، من المرسوم التشريعي رقم /60/ لعام 2007، " قانون الأوراق المالية الحكومية".
[5] المادة رقم /16/، من المرسوم التشريعي رقم /60/ لعام 2007، " قانون الأوراق المالية الحكومية".

- يمثل الدين العام التزاماً مطلقاً وغير مشروطاً على الحكومة ولهذا تكون للأوراق المالية الحكومية والفوائد المترتبة عليها أولوية الالتزام بتسديدها عند الاستحقاق[1].
- لا يجوز للوزارة تسديد أي عجوزات جديدة مهما كان نوعها أو سببها لاحقة لتاريخ سريان هذا المرسوم التشريعي بقروض جديدة من المصرف.
- لا يجوز أن تتجاوز مديونية الحكومة تجاه المصرف بعد سريان أحكام هذا المرسوم التشريعي الرصيد القائم لهذه المديونية بتاريخ سريانه[2].

ولكن بالرغم من أهمية المرسوم التشريعي وأهدافه، لم يُتقيد به ولم توضع ضوابط وسقوف محددة وصارمة تمنع الحكومة من القيام بعمليات الاقتراض العام، فقد اعتُمد في تمويل عجز الموازنة على التمويل بالعجز بشكل أساسي، وذلك استثناءً من المرسوم رقم 60 لعام 2007، باستثناء التجربة البسيطة في بعض المزادات في عام 2010 مع انقطاع دام لسنوات، ثم العودة بخطوات جديدة مؤخراً في سبيل تفعيل تلك الأدوات، وفيما يلي تفاصيل تجربة المزادات في سورية.

رابعاً: تجربة المزادات في سورية

تأخر تنفيذ المرسوم /60/ لعام 2007 وبدأت تجربة وزارة المالية في إصدارات الأوراق المالية الحكومية عام 2010 إذ أُجري في حينه سبعة إصدارات للأوراق المالية الحكومية، استناداً إلى المرسوم 60 لعام 2007 الناظم لإصدار الأوراق المالية الحكومية في سورية[3]، فقد أعلن من مصرف سورية المركزي عن 8 مزادات منها 5 مزادات لعام 2010 (2 لأذونات الخزينة، 3 سندات متوسطة الأجل)، و3 مزادات في عام 2011 (1 لأذونات الخزينة، 2 لسندات الخزينة)، وقد تم إلغاء المزاد رقم 2011/3 بناء على قرار وزارة المالية بكتابها رقم 133س/57/2 بتاريخ 2011/3/14، أما نتائج المزادات فيبينها الجدول التالي:

[1] المادة رقم /17/، من المرسوم التشريعي رقم /60/ لعام 2007، " قانون الأوراق المالية الحكومية".
[2] المادة رقم /18/، من المرسوم التشريعي رقم /60/ لعام 2007، " قانون الأوراق المالية الحكومية".
[3] الموقع الرسمي لرئاسة مجلس الوزراء http://www.pministry.gov.sy

رقم الإصدار	إجمالي القيمة الاسمية للسندات المخصصة (ل.س)	إجمالي حجم العروض المقبولة (ل.س)	نسبة تغطية العروض المخصصة من الحجم المستهدف	معدل العائد المرجح	تاريخ الاستحقاق	أجل السند
الإصدار 2010/1	1,000,000,000	2,800,000,000	%280	%0.40	17/3/2011	91 يوماً
الإصدار 2010/2	1,000,000,000	2,100,000,000	%210	%0.60	16/6/2011	182 يوماً
الإصدار 2010/3	1,000,000,000	2,200,000,000	%220	%1.44	23/12/2011	سنة
الإصدار 2010/4	800,000,000	1,600,000,000	%200	%1.94	23/12/2013	3 سنوات
الإصدار 2010/5	800,000,000	1,600,000,000	%200	%2.84	23/12/2015	5 سنوات
الإصدار 2011/1	1,000,000,000	2,500,000,000	%250	% 1	18/8/2011	182 يوماً
الإصدار 2011/2	1,700,000,000	2,500,000,000	%147	%2.72	17/2/2014	3 سنوات
الإصدار 2020/1	148,500,000,000	147,015,000,000	% 99	%6.70	2022/02/06	سنتان
الإصدار 2020/2	150,002,000,000	159,452,126,000	%106.3	%6.17	2022/08/13	سنتان
الإصدار 2022/1	148,500,000,000	110,261,250,000	%74.25	%6.76	03/02/2027	5 سنوات
الإصدار 2022/2	227,600,000,000	172,657,360,000	%75.86	%8.41	13/08/2024	سنتان
الإصدار 2022/3	72,500,000,000	60,175,000,000	%83	%8.98	16/10/2024	سنتان

المصدر: إعداد الباحثة بالاعتماد على بيانات مصرف سورية المركزي[1] والبيانات الواردة في المرجعين (نجم الدين،2013[2])، و(اسمندر، 2020[3]).

[1] الموقع الرسمي لمصرف سورية المركزي https://www.cb.gov.sy/
[2] نجم الدين، رنا، (2013)، مرجع سبق ذكره، ص97.
[3] اسمندر، محسن، (2020)، مرجع سبق ذكره، ص284.

إلا أنه تم إيقاف المزيد من الإصدارات منذ بداية الأزمة في عام 2011، ولم يتم العمل بالمرسوم التشريعي وتفاقم الاعتماد على التمويل بالعجز بخلاف نص المرسوم الذي يقضي بعدم جوازه.

وقد تم إعادة طرح فكرة اصدار الأوراق المالية الحكومية منذ عام 2016، ودُرس الموضوع بصورة مكثفة عام 2019[1]، لتقوم الحكومة وبشكل فعلي بإجراء إصدارين جديدين لسندات الخزينة في عام 2020[2].

إذ وجهت تلك الإصدارات للمصارف العامة والخاصة في سورية، وقد بررت الحكومة توجيه السندات للمصارف فقط كونها تستحوذ على الحصة الأكبر من السيولة في السوق[3].

وقد قام مصرف سورية المركزي بإيفاء كافة الالتزامات المترتبة عن المزادين السابقين وسداد القيمة الاسمية للسندات المستحقة مع كافة الكوبونات المستحقة في تواريخ استحقاقها[4].

كما أعلنت وزارة االمالية مؤخراً عن 4 مزادات سندات خزينة بقيمة 600 مليار ليرة بـ 2022 لتمويل مشاريع القطاع العام، تم تنفيذ 3 مزادات منها حتى تاريخ الدراسة[5].

وعليه فإن تلك الإصدارات تغطي نسبة ضئيلة جداً من حجم عجز الموازنة العامة المقدر والمبينة فيما يلي:

عام الإصدار	إجمالي حجم العروض المقبولة (ل.س)	قيمة عجز الموازنة المقدر (ل.س)	نسبة التمويل /العجز
2010	10,300,000,000	176,413,828,000	5.8%
2011	5,000,000,000	186,340,503,000	2.7%
2020	306,467,126,000	1,455,380,934,000	21.1%
*2022 المنفذ حتى تاريخ الدراسة	343,093,610,000	2,483,777,881,000	13.8%
**2022 إجمالي الإصدارات المعلن عنها	600,000,000,000		24.2%

المصدر: إعداد الباحثة بالاعتماد على بيانات الجدول السابق ومشروع الموازنة العامة السنوي الصادر عن وزارة المالية السورية.

[1] اسمندر، محسن، (2020)، مرجع سابق، ص285.
[2] الموقع الرسمي لرئاسة مجلس الوزراء http://www.pministry.gov.sy
[3] اسمندر، محسن، (2020)، مرجع سبق ذكره، ص285.
[4] الموقع الرسمي لمصرف سورية المركزي https://www.cb.gov.sy/
لفتت الوزارة إلى أن الإصدار الثاني هو الأول من نوعه في سورية الذي يسمح للأوراق المالية الحكومية بالتداول في سوق الأوراق المالية ما يسهم في منحها ميزة التسييل دون الحاجة للانتظار حتى تاريخ استحقاقها.
[5] الموقع الرسمي لوزارة المالية https://www.syrianfinance.gov.sy

وقد أنهت الوزارة بالتعاون مع سوق دمشق للأوراق المالية وبالتنسيق مع هيئة الأوراق والأسواق المالية السورية ومصرف سورية المركزي الإجراءات اللازمة لتداول سندات الخزينة في سوق دمشق للأوراق المالية والتي كان آخرها إصدار نظام تسجيل وايداع وتداول سندات الخزينة في سوق دمشق للأوراق المالية رقم 1622 لعام 2022.[1]

إذ كان الإصدارين الثاني والثالث لعام 2022 في إطار التحديثات التي قامت بها مؤخراً وزارة المالية، إذ سمحت لسندات الخزينة بالتداول في سوق دمشق للأوراق المالية[2]، كما سمحت لشركات الوساطة المالية بالمشاركة في المزادات، وللأفراد الطبيعيين والاعتبارين بالمشاركة في الاكتتاب على هذه السندات[3].

وعليه ترى الباحثة بأن الحكومة السورية قد بدأت باتخاذ أولى الخطوات والتدابير التنظيمية والتشريعية الأساسية في سبيل إنشاء سوق أدوات الدين العام، إلا أن تلك التجربة لا تزال بسيطة حديثة العهد، ولكنها في غاية الأهمية للإصلاح الاقتصادي في ظل تردي المؤشرات الاقتصادية في سورية، ومقارنةً بأساليب التمويل التقليدية المعتمدة وآثارها السلبية، علاوة عن كون التمويل بالتشاركية بين القطاعين العام والخاص لم يقلع بعد، وأن الاعتماد على التعاون الدولي غير متاح بشكل كافٍ بسبب العقوبات الاقتصادية القسرية أحادية الجانب. بيد أن نجاح تجربة سورية بتفعيل أدوات الدين العام ينطوي على العديد من الاعتبارات والمحددات، لذلك لا بد من الاستفادة من التجارب الناجحة للبلدان الأخرى في هذا المجال، والعمل على تلافي المخاطر المحتملة من جهة، وتعظيم الاستفادة من إيجابيات تلك الأدوات. وفي ذلك السياق قامت الباحثة بدراسة التجربة التركية المميزة في هذا المجال واستخلاص الدروس المستفادة لعكسها على سبل الإصلاح الاقتصاد السوري.

[1] الموقع الرسمي لوكالة سانا https://www.sana.sy/?p=1707716

[2] لفتت الوزارة إلى أن الإصدار الثاني هو الأول من نوعه في سورية الذي يسمح للأوراق المالية الحكومية بالتداول في سوق الأوراق المالية ما يسهم في منحها ميزة التسييل دون الحاجة للانتظار حتى تاريخ استحقاقها.

[3] الموقع الرسمي لوزارة المالية https://www.syrianfinance.gov.sy

النتائج

- **أولاً– من الناحية النظرية:** السبب الرئيسي للعجز هو أن بعض مكونات الإنفاق الحكومي لديها مضاعف نمو داخلي أعلى بكثير من معدل نمو الإيرادات الحكومية ولا سيما الضريبية منها.

1. أبرز أسباب عجز الموازنة العامة

1.1. من جانب الإنفاق: عدم الانضباط المالي والدعم الحكومي.

1.2. من جانب الإنفاق الاستثنائي: حالات الطوارئ والكوارث، التحفيز المالي في حالات الركود الاقتصادي، ارتفاع أسعار الصرف، أعباء الدين القائم، وتراكم الدين العام.

1.3. من جانب الإيرادات: فجوة الطلب الانكماشية، وانخفاض كفاءة الأجهزة الضريبية.

1.4. من جانب العوامل المؤثرة الأخرى: البيئة غير التنافسية (احتكار القلة)، وجود اقتصادات الظل، الفساد في الأجهزة الحكومية، العولمة، البيروقراطية، العجز التجاري.

2. أبرز الآثار الأساسية المحتملة لعجز الموازنة على الاقتصاد الكلي:

3.1. في الأجل القصير: يرتبط التأثير بجانب الطلب الكلي: تراجع الاستثمار الخاص (مزاحمة القطاع العامCrowding–out)، الشروط الصارمة على البلد المقترض، يقلل من صافي الصادرات، التوسع في العرض النقدي قصير الأجل على حساب العرض النقدي المستقبلي، زيادة تكلفة الاقتراض، التأثير التحفيزي قصير الأجل.

3.2. في الأجل الطويل: يرتبط التأثير بجانب العرض الكلي: تأثير على النمو الاقتصادي، يشكل عبء تتوارثه الأجيال، زيادة في المستوى الحالي للموارد المتاحة وانخفاضها في المستقبل، تراكم الدين العام وعجوز الموازنة، الدين الحكومي غير المستدام.

4. إن التمويل التضخمي يتم في شكلين هما إصدار نقدي جديد، والاقتراض من الجهاز المصرفي، والهدف الأساسي منهما هو الإسراع بالتنمية فارضاً تضحيات عاجلة من أجل رفاهية آجلة. فإذا تم الاعتماد على هذا النوع من التمويل عن طريق الإصدار النقدي أو التوسع في منح الائتمان يؤدي إلى إعاقة التنمية. لذلك لا بد من اعتبار التمويل التضخمي وسيلة استثنائية وليست أساسية في إحداث

التنمية مع وجود رقابة دقيقة على حجمه وتفاعلاته واتجاهاته حتى لا يخرج عن السيطرة، مع اعتبار أن البلاد النامية لا تتوفر فيها البيئة التي تتوافق مع هذا النوع من التمويل.

5. هناك علاقة ثنائية الحد بين عجز الموازنة والدين العام، إذ يؤدي عجز الموازنة إلى زيادة مستويات الدين العام، التي تؤدي بدورها إلى زيادة العجز في المستقبل بسبب الحاجة إلى خدمة الدين من خلال مدفوعات الفائدة المرتفعة. وتختلف طبيعة العلاقة بين العجز والدين باختلاف مصدر الدين.

6. أبرز سبل علاج عجز الموازنة العامة:

6.1. السياسة النقدية الانكماشية: عن طريق ترشيد الائتمان، وضبط معدلات التوسع النقدي

6.2. السياسة المالية التقشفية: (بتخفيض الإنفاق العام/ زيادة الموارد المالية للدولة)

6.3. تعزيز كفاءة الإنفاق العام.

6.4. تعزيز النمو الاقتصادي.

6.5. تطبيق معدلات الضرائب المنخفضة وتوسيع القواعد الضريبية من خلال تقليل الإعفاءات والتخفيضات الضريبية، وذلك بصدد تشجيع الاستثمار.

6.6. الاهتمام في قطاع التعليم العالي والبحث العلمي.

- **<u>ثانياً- مايتعلق بالتجربة التركية</u>:**

1. تميزت التجربة في إنشاء سوق تداول لأدوات الدين العام، والتحول من بلد يعاني من أزمة مالية حادة، إلى اقتصاد ذو معدلات نمو مرتفعة وأسواق مالية متطورة تعد من أهم الأسواق في العالم، حيث تمكنت في أقل من عقد من الزمان في خفض الدين العام إلى النصف عن طريق زيادة النمو الاقتصادي، خفض عجز الموازنة العامة، وتعديل الليرة التركية، وتخفيض أسعار الفائدة.
2. استطاعت الحكومة التركية إنعاش الاقتصاد التركي وجعله نموذجاً للعديد من دول الشرق الأوسط من خلال الإصلاحات الاقتصادية ودعم النمو الاقتصادي لاسيما:

2.2. مشاريع البنية التحتية التي حسنت مناخ الاستثمار.

2.3. تحرير الاقتصاد، والاتجاه نحو الليبرالية والانفتاح الاقتصادي على الأسواق العالمية.

2.4. زيادة الصادرات، ولا سيما أن تراجع قيمة الليرة التركية مقابل الدولار منح تركيا ميزة تنافسية من الناحية الاقتصادية وساهم في زيادة الصادرات.

2.5. إصلاح النظام الضريبي.

2.6. زيادة الاستثمار الأجنبي المباشر، ولا سيما في ظل سياسات تشجيع الاستثمار الأجنبي ورفع القيود عن المستثمرين الأجانب.

2.7. تنوع القطاعات الاقتصادية، والنمو الصناعي على وجه الخصوص نمواً كبيراً، وكذلك مساهمة قطاع السياحة، وقطاع البناء بشكل كبير.

3. على الرغم من النمو الاقتصادي بمعدلات إيجابية عالية، يعاني الاقتصاد التركي من معدلات تضخم عالية خلال السنوات الأخيرة نتيجة السياسات النقدية التوسعية وتخفيض أسعار الفائدة بشكل كبير، علاوة عن العديد من العوامل الداخلية والخارجية الأخرى التي انعكست سلباً على التضخم:

3.1. الاعتبارات الاقتصادية، والأزمات المالية وجائحة كورونا.

3.2. الظروف السياسية الداخلية والخارجية.

3.3. تراجع قيمة الليرة التركية.

3.4. ارتفاع أسعار النفط العالمية.

4. يسهم الدين العام في تركيا في تمويل عجز الموازنة العامة بنسبة 89%. مع الإشارة إلى أن الحكومة التركية تعتمد بشكل كبير على إيرادات الخصخصة في تمويل عجز الموازنة.

5. يتكون هيكل الدين العام في تركيا من أدوات متنوعة من حيث المصدر، ونمط الأدوات وآجال الاستحقاق ونمط كلفة أداة الدين. ويستحوذ الدين المحلي على النسبة الأكبر من ملف الدين العام التركي معظم فترة الدراسة، وإن كل من الدين المحلي والخارجي في اتجاه متزايد على طول الفترة، ولكن أدى تراجع قيمة العملة الوطنية لا سيما منذ 2018 إلى ارتفاع تكلفة خدمة الدين الخارجي وبالتالي تفاقم رصيده وحصته من إجمالي الدين العام.

6. تسهم أذون الخزينة بشكل قليل جداً في الدين العام مقارنة مع الأدوات الأخرى، بينما تحتل السندات الحكومية المحلية الحصة الأكبر في الدين العام، تليها السندات السيادية بالدرجة الثانية، وأخيراً القروض الخارجية.

7. تحتل سندات الدخل الثابت أعلى نسبة في مصادر الدين العام خلال مدّة الدراسة، تليها سندات الفائدة المتغيرة، ثم السندات المعدلة بالتضخم، ومن الملاحظ تزايد الأهمية النسبية للسندات المعدلة للتضخم اعتباراً من عام 2008 نظراً لتزايد معدلات التضخم المتزامنة مع التداعيات السياسية والاقتصادية المتلاحقة.
8. تمثلت التطورات الراهنة في سياسة الدين العام على العديد من الاعتبارات حيث تم التركيز على:
   8.1. الاقتراض بشكل أساسي بالليرة التركية، وتخفيض الاقتراض المحلي بالعملة الأجنبية.
   8.2. الاحتفاظ بمستوى جيد من الاحتياطي النقدي لتقليل مخاطر السيولة المرتبطة بإدارة النقد والديون.
   8.3. زيادة آجال استحقاق الاقتراض المحلي.
9. أكدت الدراسة الإحصائية وجود علاقة سببية ثنائية الاتجاه بين الدين العام وعجز الموازنة. وعليه إضافة لكون العجز يسبب الدين العام، فإن تمويل الموازنة بالدين العام ذو أثر في نشوء عجز جديد في الموازنة في الأجل الطويل نتيجة تراكم أعباء الدين.

كما أكدت الدراسة الإحصائية وجود علاقة توازنية طردية بين المستقل (الدين العام) والتابع (عجز الموازنة) في الأجلين القصير والطويل. وعليه تم إثبات فرضية وجود دور للدين العام في تمويل عجز الموازنة.

10. يعد تمويل الموازنة العامة للدولة عن طريق إصدار أدوات الدين العام أسلوباً جيداً، وأقل مخاطرة على الجوانب المالية والنقدية والاستثمار، فهو يسهم في تأمين الإيرادات المالية اللازمة لتمويل المشاريع الاستثمارية الهامة في عملية التنمية الاقتصادية.
11. عدم استقلالية البنك المركزي التركي، والتخبط أحياناً في السياسات النقدية والتخفيضات الكبيرة في أسعار الفائدة التي تؤثر سلباً على معدلات التضخم.

➢ **ثالثاً– مايتعلق بسورية:**

1. يعاني الاقتصاد السوري من مشكلة عجز في الموازنة العامة وتفاقم في الدين العام، علاوة عن تردي المؤشرات الاقتصادية في سورية لاسيما نتيجة أساليب تمويل عجز الموازنة التقليدية التضخمية المتمثلة بشكل أساسي بالتمويل بالعجز.
2. يعزى تراجع إيرادات الموازنة العامة في سورية إلى فقدان عائدات النفط، وتراجع الأنشطة الاقتصادية والتجارة الدولية، وتنامي الاقتصاد غير الرسمي، وتمثلت أبرز الإيرادات المضمونة بحصة الحكومة من مشغلي الاتصالات. وبالمقابل تركزت نفقات الموازنة على القطاع العام والجيش وواردات السلع الأساسية إضافة إلى دعم الموارد الغذائية والوقود والمياه والكهرباء، مما أدى بدوره إلى ارتفاع في حجم الدين العام.
3. أن أساليب تمويل عجز الموازنة العامة في سورية مرتكزة على الدين المحلي التضخمي ذو الآثار الاقتصادية السلبية، والذي يؤدي بدوره إلى حرمان الاقتصاد السوري من الموارد التراكمية المختلفة وليس فقط من الادخار المحلي حيث إن جل النشاط المالي السوري يوظف في تمويل عجز الموازنة العامة، الأمر الذي يستدعي ضرورة التحول إلى أساليب تمويل جديدة قائمة على أسس حقيقية غير تضخمية تدعم كفاءة إدارة الدين العام وتعزز من التنسيق بين السياستين النقدية والمالية، كما تحد من الآثار السلبية للأساليب التقليدية المعتمدة.
4. بدأت الحكومة السورية باتخاذ أولى الخطوات والتدابير التنظيمية والتشريعية الأساسية في سبيل إنشاء سوق أدوات الدين العام، إلا أن تلك التجربة لا تزال بسيطة حديثة العهد، ولكنها في غاية الأهمية للإصلاح الاقتصادي في ظل تردي المؤشرات الاقتصادية في سورية، ومقارنةً بأساليب التمويل التقليدية المعتمدة وآثارها السلبية، علاوة عن كون التمويل بالتشاركية بين القطاعين العام والخاص لم يقلع بعد، وأن الاعتماد على التعاون الدولي غير متاح بشكل كافٍ بسبب العقوبات الاقتصادية القسرية أحادية الجانب. بيد أن نجاح تجربة سورية بتفعيل أدوات الدين العام ينطوي على العديد من الاعتبارات والمحددات، لذلك لا بد من الاستفادة من التجارب الناجحة للبلدان الأخرى في هذا المجال، والعمل على تلافي المخاطر المحتملة من جهة، وتعظيم الاستفادة من إيجابيات تلك الأدوات.

التوصيات

-أفق الاستفادة من التجربة التركية في سورية-

- **البدء بالإصلاحات الاقتصادية:** وذلك من خلال عمليات الإصلاح والتطوير وتعزيز النمو الاقتصادي، والتي تنطوي على العديد من الإجراءات الاقتصادية وفقاً لما يلي:
  - **استهداف التضخم أولاً:** عن طريق ضبط معدل نمو الكتلة النقدية ووضع ضوابط حازمة للحد من عملية الإصدار النقدي، وسحب السيولة النقدية الفائضة من خلال الأدوات المالية الحكومية في عمليات السوق المفتوحة.
  - **تحرير الاقتصاد:** تخفيف اللوائح والقيود الحكومية على استثمارات القطاع الخاص.
  - تعزيز الانفتاح الاقتصادي على الأسواق العالمية، إضافة إلى دعم الاستثمار الأجنبي ورفع القيود عن المستثمرين الأجانب ولا سيما عند رفع العقوبات الاقتصادية بشكل نهائي.
  - دعم القطاع الصناعي والتجاري على وجه الخصوص لتعزيز معدلات النمو الاقتصادي.
  - الإصلاح الضريبي.
- التوجه نحو عمليات الخصخصة، للاستفادة من مزاياها وانعكاساتها الإيجابية على الاقتصاد من جهة، والاستفادة من إيراداتها في عملية تمويل الموازنة من جهة أخرى.
- التنسيق بين السياستين النقدية والمالية، وتفعيل أدوات الدين العام، لتعزيز كفاءة إدارة الدين العام.
  - تنويع أدوات الدين العام:

أ. إصدار أذون خزينة، وسندات حكومية، بالتركيز على السندات الحكومية متوسطة وطويلة الأجل بالشكل الأكبر.

ب. تشجيع التعامل باتفاقيات إعادة الشراء وإعادة الشراء العكسي REPO في السوق باستخدام السندات الحكومية.

ج. الأخذ بالحسبان مخاطر التضخم وإصدار أدوات الدين المعدلة بالتضخم CPI Indexed Bonds لكسب ثقة المستثمرين وحماية حقوقهم.

د. إصدار شهادات تقاسم الإيراد، وسندات الدخل المفهرسة.

هـ. إصدار سندات سيادية في مراحل لاحقة بعد تطوير السوق المحلي من جهة، وتحسن المؤشرات الاقتصادية من جهة أخرى التي تمكن من رفع التصنيف الائتماني للبلد وإمكانية الوصول للأسواق المالية الدولية.

- الاعتماد على أدوات الدين العام المحلي بالعملة المحلية في تمويل عجز الموازنة.
- عدم تمويل النفقات العامة الجارية بأدوات دين طويلة الأجل، لتجنب الوقوع في خلل هيكلي في الموازنة العامة وتفاقم مشكلة الدين بمرور الوقت.
- عدم الإفراط بإصدار أدوات الدين العام، تجنباً لمزاحمة القطاع الخاص على الموارد الوطنية المتاحة، الأمر الذي ينعكس سلباً على النمو الاقتصادي، ومن جهة أخرى لتلافي تفاقم مشكلة الدين العام في الأجل الطويل نتيجةً لتراكم أعباء خدمة الدين العام والتي قد تؤدي إلى دين غير مستدام.
- إصدار أدوات دين طويلة الأجل لدعم عملية التنمية وتمويل المشاريع الاستثمارية ومشاريع البنية التحتية وفق دراسات جدوى اقتصادية وخطط تنموية مدروسة، لدعم النمو الاقتصادي والمناخ الاستثماري، وزيادة مصادر الإيرادات العامة للحد من مشكلة عجز الموازنة العامة وتخفيض الدين العام، ولكن ذلك يتطلب تعديل في السياسة المالية الحالية التي تنص على مبدأ الموازنة العامة "عدم تخصيص الإيرادات"، وذلك لتجنب استخدام الموارد المالية من السندات الحكومية في تمويل النفقات الجارية في ظل الاحتياجات التمويلية المتزايدة.
- تقديم المزايا والإعفاءات الضريبية للاستثمار بأدوات الدين العام طويلة الأجل.

- السعي لاستخدام أنظمة الكترونية متكاملة لتداول أدوات الدين العام.
- تطوير أنظمة مقاصة وتسوية الكترونية مرتبطة بأدوات الدين العام، ويشمل نظام موثوق للحفظ المركزي يلغي التعاملات الورقية.
- ضمان استقلالية البنك المركزي وعزل تأثير الحكومة من خلال عدم إصدار التشريعات التي تلزمه بالتمويل بالعجز.

الملحق رقم /1/ – تحديد النموذج الأمثل

Model Selection Criteria Table

Dependent Variable: DEF

Model	LogL	AIC*	BIC	HQ	Adj. R-sq	Specification
14	35.56039	-0.68132	0.475126	-0.30434	0.962446	ARDL(11, 12)
1	36.13046	-0.65358	0.549121	-0.26153	0.956562	ARDL(12, 12)
2	34.93932	-0.64125	0.515195	-0.26428	0.960911	ARDL(12, 11)
27	27.74833	-0.24183	0.868356	0.120065	0.946716	ARDL(10, 12)
3	26.89153	-0.18655	0.923634	0.175342	0.943688	ARDL(12, 10)
88	13.13779	-0.13792	0.370912	0.027945	0.952133	ARDL(6, 3)
124	13.02318	-0.13053	0.378306	0.03534	0.951778	ARDL(3, 6)
15	25.98059	-0.12778	0.982404	0.234112	0.940279	ARDL(11, 11)
91	9.855065	-0.11968	0.25038	0.000949	0.948558	ARDL(6, 0)
78	10.63368	-0.1054	0.31092	0.030311	0.948854	ARDL(7, 0)
75	13.47871	-0.0954	0.459691	0.085545	0.95071	ARDL(7, 3)
123	13.3773	-0.08886	0.466234	0.092088	0.950386	ARDL(3, 7)
90	10.32445	-0.08545	0.33087	0.050261	0.947824	ARDL(6, 1)
137	11.24128	-0.08008	0.382494	0.070706	0.948479	ARDL(2, 6)
89	11.19786	-0.07728	0.385296	0.073507	0.948334	ARDL(6, 2)
65	11.15174	-0.07431	0.388271	0.076483	0.94818	ARDL(8, 0)
87	13.14558	-0.07391	0.481184	0.107038	0.949639	ARDL(6, 4)
111	13.14342	-0.07377	0.481323	0.107177	0.949632	ARDL(4, 6)
156	3.887613	-0.05727	0.081508	-0.01203	0.9379	ARDL(1, 0)
150	9.801225	-0.05169	0.364627	0.084018	0.946032	ARDL(1, 6)
77	10.67677	-0.04366	0.418914	0.107126	0.946568	ARDL(7, 1)
62	13.64901	-0.04187	0.559478	0.154153	0.94854	ARDL(8, 3)
155	4.61733	-0.03983	0.145203	0.020488	0.938562	ARDL(1, 1)
136	11.56349	-0.03635	0.47248	0.129513	0.947016	ARDL(2, 7)
76	11.53631	-0.0346	0.474233	0.131266	0.946923	ARDL(7, 2)
74	13.49555	-0.03197	0.569379	0.164054	0.948028	ARDL(7, 4)
122	13.48059	-0.03101	0.570344	0.165019	0.947978	ARDL(3, 8)
141	6.429688	-0.02772	0.249824	0.062751	0.940969	ARDL(2, 2)
110	13.3899	-0.02516	0.576194	0.17087	0.947672	ARDL(4, 7)
52	11.36995	-0.02387	0.484966	0.142	0.94635	ARDL(9, 0)
64	11.35155	-0.02268	0.486154	0.143187	0.946286	ARDL(8, 1)
143	4.30145	-0.01945	0.165582	0.040867	0.937297	ARDL(2, 0)
98	13.18549	-0.01197	0.589382	0.184058	0.946978	ARDL(5, 6)
86	13.14918	-0.00962	0.591725	0.1864	0.946853	ARDL(6, 5)
148	11.04425	-0.00286	0.505979	0.163013	0.945211	ARDL(1, 8)
149	9.937274	0.004047	0.466623	0.154835	0.943957	ARDL(1, 7)

135	11.81314	0.012056	0.567147	0.193002	0.945118	ARDL(2, 8)
63	11.74252	0.016612	0.571704	0.197558	0.944867	ARDL(8, 2)
142	4.734525	0.017127	0.248416	0.092522	0.936679	ARDL(2, 1)
16	22.72355	0.017835	1.081761	0.364649	0.935524	ARDL(11, 10)
49	13.70708	0.018898	0.666505	0.230002	0.945716	ARDL(9, 3)
61	13.68057	0.020608	0.668215	0.231712	0.945624	ARDL(8, 4)
154	4.658804	0.022013	0.253301	0.097407	0.936369	ARDL(1, 2)
140	6.559603	0.028413	0.352216	0.133965	0.939022	ARDL(2, 3)
29	21.55819	0.028504	1.046172	0.360238	0.938213	ARDL(10, 10)
127	7.54477	0.02937	0.399431	0.15	0.940289	ARDL(3, 3)
51	11.52267	0.030796	0.585887	0.211742	0.94408	ARDL(9, 1)
73	13.49801	0.032387	0.679994	0.24349	0.944979	ARDL(7, 5)
109	13.48791	0.033038	0.680645	0.244142	0.944943	ARDL(4, 8)
121	13.48444	0.033262	0.680869	0.244366	0.944931	ARDL(3, 9)
97	13.45769	0.034988	0.682595	0.246091	0.944836	ARDL(5, 7)
128	6.43045	0.036745	0.360549	0.142297	0.938512	ARDL(3, 2)
147	11.38819	0.039472	0.594564	0.220418	0.943593	ARDL(1, 9)
39	11.38661	0.039573	0.594665	0.22052	0.943587	ARDL(10, 0)
28	22.36411	0.041025	1.104951	0.387839	0.934012	ARDL(10, 11)
130	4.339261	0.042628	0.273917	0.118023	0.935044	ARDL(3, 0)
85	13.19806	0.051738	0.699345	0.262842	0.943904	ARDL(6, 6)
134	12.04608	0.061544	0.662893	0.257568	0.942933	ARDL(2, 9)
153	5.029283	0.062627	0.340173	0.1531	0.935387	ARDL(1, 3)
117	4.891983	0.071485	0.349031	0.161958	0.934812	ARDL(4, 0)
129	4.891116	0.071541	0.349087	0.162014	0.934808	ARDL(3, 1)
36	13.88986	0.071622	0.765487	0.297805	0.943	ARDL(10, 3)
50	11.84715	0.074378	0.675727	0.270403	0.942196	ARDL(9, 2)
139	6.795195	0.077729	0.447791	0.19836	0.937331	ARDL(2, 4)
48	13.76307	0.079802	0.773667	0.305984	0.942532	ARDL(9, 4)
115	6.746925	0.080844	0.450905	0.201474	0.937135	ARDL(4, 2)
60	13.68918	0.084569	0.778434	0.310752	0.942257	ARDL(8, 5)
26	11.67793	0.085295	0.686644	0.28132	0.941561	ARDL(11, 0)
96	13.6581	0.086574	0.780439	0.312757	0.942141	ARDL(5, 8)
126	7.616994	0.089226	0.505545	0.224936	0.937866	ARDL(3, 4)
114	7.591283	0.090885	0.507204	0.226595	0.937762	ARDL(4, 3)
120	13.57892	0.091683	0.785547	0.317865	0.941845	ARDL(3, 10)
38	11.53376	0.094596	0.695946	0.290621	0.941015	ARDL(10, 1)
72	13.5167	0.095697	0.789562	0.321879	0.941611	ARDL(7, 6)
108	13.48959	0.097446	0.79131	0.323628	0.941509	ARDL(4, 9)
84	13.47433	0.098431	0.792295	0.324613	0.941451	ARDL(6, 7)
116	5.414145	0.102313	0.426117	0.207865	0.934345	ARDL(4, 1)
146	11.41094	0.10252	0.70387	0.298545	0.940546	ARDL(1, 10)
23	14.28469	0.110665	0.850788	0.351927	0.940729	ARDL(11, 3)

152	5.174524	0.117773	0.441576	0.223325	0.933322	ARDL(1, 4)
133	12.04839	0.125911	0.773518	0.337014	0.939585	ARDL(2, 10)
119	13.9603	0.131593	0.871716	0.372855	0.939476	ARDL(3, 11)
35	13.94242	0.132747	0.87287	0.374009	0.939406	ARDL(10, 4)
104	4.895122	0.135799	0.459602	0.24135	0.93211	ARDL(5, 0)
13	11.86919	0.137471	0.785079	0.348575	0.938883	ARDL(12, 0)
138	6.860082	0.138059	0.554378	0.273769	0.934756	ARDL(2, 5)
37	11.84936	0.138751	0.786358	0.349855	0.938804	ARDL(10, 2)
40	20.83264	0.13983	1.203756	0.486643	0.927159	ARDL(9, 12)
10	14.77915	0.143281	0.929661	0.399621	0.938489	ARDL(12, 3)
47	13.77521	0.143535	0.883657	0.384796	0.938748	ARDL(9, 5)
25	11.75748	0.144679	0.792286	0.355783	0.938441	ARDL(11, 1)
118	14.75001	0.14516	0.931541	0.401501	0.938374	ARDL(3, 12)
102	6.748835	0.145236	0.561555	0.280946	0.934286	ARDL(5, 2)
113	7.714837	0.14743	0.610006	0.298218	0.935316	ARDL(4, 4)
59	13.70897	0.147808	0.887931	0.38907	0.938486	ARDL(8, 6)
83	13.68641	0.149264	0.889387	0.390526	0.938397	ARDL(6, 8)
125	7.672239	0.150178	0.612755	0.300967	0.935138	ARDL(3, 5)
95	13.6612	0.150891	0.891013	0.392152	0.938296	ARDL(5, 9)
101	7.641597	0.152155	0.614732	0.302943	0.93501	ARDL(5, 3)
145	11.61775	0.153694	0.801301	0.364797	0.937883	ARDL(1, 11)
107	13.58451	0.155838	0.89596	0.397099	0.93799	ARDL(4, 10)
71	13.55344	0.157842	0.897965	0.399104	0.937866	ARDL(7, 7)
132	12.42084	0.166397	0.860262	0.39258	0.937333	ARDL(2, 11)
103	5.414297	0.16682	0.536881	0.28745	0.931491	ARDL(5, 1)
22	14.29934	0.174236	0.960616	0.430576	0.936555	ARDL(11, 4)
151	5.1799	0.181942	0.552003	0.302573	0.930448	ARDL(1, 5)
24	12.14372	0.184276	0.878141	0.410459	0.936203	ARDL(11, 2)
106	14.00239	0.193394	0.979775	0.449735	0.935328	ARDL(4, 11)
34	13.94308	0.19722	0.983601	0.453561	0.93508	ARDL(10, 5)
12	11.90034	0.199978	0.893843	0.426161	0.935193	ARDL(12, 1)
144	11.88851	0.200742	0.894606	0.426924	0.935144	ARDL(1, 12)
131	12.85292	0.203037	0.94316	0.444299	0.934993	ARDL(2, 12)
105	14.80299	0.206259	1.038896	0.477678	0.933859	ARDL(4, 12)
9	14.80273	0.206275	1.038913	0.477694	0.933858	ARDL(12, 4)
70	13.79681	0.206658	0.993038	0.462998	0.934465	ARDL(7, 8)
100	7.776173	0.207989	0.716823	0.373856	0.93235	ARDL(5, 4)
46	13.77601	0.208	0.99438	0.46434	0.934377	ARDL(9, 6)
112	7.764466	0.208744	0.717578	0.374611	0.932299	ARDL(4, 5)
58	13.7497	0.209697	0.996077	0.466037	0.934265	ARDL(8, 7)
94	13.70756	0.212415	0.998795	0.468756	0.934086	ARDL(5, 10)
82	13.70558	0.212543	0.998923	0.468883	0.934078	ARDL(6, 9)
11	12.36105	0.234771	0.974894	0.476033	0.932897	ARDL(12, 2)

21	14.30956	0.238093	1.07073	0.509512	0.93172	ARDL(11, 5)
92	15.25305	0.241739	1.120634	0.528237	0.930398	ARDL(5, 12)
93	14.19156	0.245706	1.078344	0.517125	0.931198	ARDL(5, 11)
4	18.99203	0.258579	1.322505	0.605392	0.917975	ARDL(12, 9)
33	13.94437	0.261653	1.094291	0.533073	0.930092	ARDL(10, 6)
57	13.88425	0.265532	1.09817	0.536951	0.929821	ARDL(8, 8)
8	14.85061	0.267702	1.146598	0.5542	0.928568	ARDL(12, 5)
45	13.81036	0.2703	1.102937	0.541719	0.929485	ARDL(9, 7)
69	13.80709	0.27051	1.103148	0.54193	0.92947	ARDL(7, 9)
99	7.803145	0.270765	0.825857	0.451711	0.928914	ARDL(5, 5)
81	13.7541	0.273929	1.106567	0.545349	0.929229	ARDL(6, 10)
43	15.37294	0.29852	1.223673	0.600097	0.924656	ARDL(9, 9)
80	14.33077	0.301241	1.180136	0.587739	0.926131	ARDL(6, 11)
20	14.3126	0.302413	1.181308	0.588911	0.926045	ARDL(11, 6)
79	15.31095	0.302519	1.227672	0.604096	0.924354	ARDL(6, 12)
32	14.06557	0.31835	1.197246	0.604848	0.924856	ARDL(10, 7)
68	13.93788	0.326589	1.205484	0.613087	0.924235	ARDL(7, 10)
44	13.92964	0.32712	1.206016	0.613618	0.924195	ARDL(9, 8)
56	13.88632	0.329915	1.20881	0.616413	0.923982	ARDL(8, 9)
7	14.85121	0.33218	1.257333	0.633757	0.922077	ARDL(12, 6)
66	15.66351	0.344289	1.3157	0.660945	0.918661	ARDL(7, 12)
30	15.59411	0.348767	1.320178	0.665423	0.918296	ARDL(10, 9)
67	14.50237	0.354686	1.279839	0.656263	0.920303	ARDL(7, 11)
42	15.41548	0.360292	1.331702	0.676947	0.917349	ARDL(9, 10)
19	14.40136	0.361203	1.286356	0.662779	0.919782	ARDL(11, 7)
17	16.25851	0.370419	1.388087	0.702153	0.913027	ARDL(11, 9)
41	16.18376	0.375241	1.39291	0.706976	0.912606	ARDL(9, 11)
31	14.15755	0.376932	1.302085	0.678509	0.91851	ARDL(10, 8)
53	16.00943	0.386488	1.404157	0.718223	0.911618	ARDL(8, 12)
55	13.99055	0.387706	1.312859	0.689283	0.917628	ARDL(8, 10)
6	14.97451	0.388741	1.360152	0.705397	0.914964	ARDL(12, 7)
54	14.82956	0.398093	1.369503	0.714748	0.914165	ARDL(8, 11)
18	14.70049	0.40642	1.377831	0.723076	0.913447	ARDL(11, 8)
5	15.21371	0.437825	1.455493	0.76956	0.906962	ARDL(12, 8)

قائمة المراجع

المراجع باللغة العربية

- **الكتب**

1. عوض الله، زينب، (1998)، "الاقتصاد الدولي: نظرة عامة على بعض القضايا"، الدار الجامعية للطباعة والنشر، بيروت.
2. كنعان، علي، (2003)، "المالية العامة والإصلاح المالي في سورية"، ط1، دار الرضا للنشر، دمشق، سورية.
3. غنيم، حسين عطا، (2005)، "دراسات في التمويل: التحليل المالي ودراسة صافي رأس المال، أساسيات الاستثمار وتكوين وإدارة محافظ الأوراق المالية"، ط1، المكتبة الأكاديمية، القاهرة، مصر.
4. كوين، برايان، (2006)، "السندات الحكومية"، كتاب مترجم عن الانكليزية، ط1، دار الفاروق للنشر والتوزيع، مصر.
5. الزهاوي، سيروان، (2008)، "الرقابة المالية على تنفيذ الموازنة العامة في القانون العراقي"، ط1، الدائرة الإعلامية في مجلس النواب، العراق.
6. كنعان، علي، (2008)، "الأسواق المالية"، ط 2008–2009، منشورات كلية الاقتصاد، جامعة دمشق، سورية.
7. كنعان، علي، (2009)، "الاقتصاد المالي"، ط 2008–2009، منشورات كلية الاقتصاد، جامعة دمشق، سورية.

- **الدوريات والبحوث**

8. حساني، عبد الرزّاق، (1993)، "الوضع الراهن لاقتصادنا النقدي والمهمات الرئيسية للسياسة النقدية في الجمهورية العربية السورية"، رسالة ماجستير، كلية الاقتصاد، جامعة دمشق، سورية.
9. لعمارة، جمال، (2001)، "تطور فكرة ومفهوم الموازنة العامة للدولة"، مجلة العلوم الإنسانية، المجلد/1/، العدد /1/، الجزائر.
10. حساني، عبد الرزاق، (2002)، "النظرية والسياسة النقدية والتوازن الاقتصادي: واقع السياسة النقدية وآفاقها في سورية"، أطروحة دكتوراه، كلية الاقتصاد، جامعة دمشق، سورية.
11. الأسرج، حسين عبد المطلب، (2002)، " دور سوق الأوراق المالية في تنمية الادخار في مصر"، رسالة ماجستير، كلية الاقتصاد، جامعة الزقازيق – فرع بنها، مصر.
12. العباس، بلقاسم، (2003)، "سياسات أسعار الصرف"، المعهد العربي للتخطيط بالكويت، سلسلة جسر التنمية لقضايا التنمية في الأقطار العربية، العدد /23./
13. دراوسي، مسعود، (2006)، "السياسة المالية ودورها في تحقيق التوازن الاقتصادي"، أطروحة دكتوراه، جامعة الجزائر.
14. المهايني، محمد خالد، وَسلوم، حسن، (2007)، "الموازنة العامة للدولة بين لإعداد والتنفيذ والرقابة – دراسة ميدانية للموازنة العراقية"، مجلة الإدارة والاقتصاد، العدد (64)، بغداد، العراق.
15. الحاج، حسن، (2007)، " عجز الموازنة: المشكلات والحلول"، سلسلة دورية تعنى بقضايا التنمية في الدول العربية، العدد (63)، السنة (6)، المعهد العربي للتخطيط، الكويت.
16. الزويني، خديجة، (2008)، "الفساد وأثره في الموازنة العامة للدولة"، مجلة الإدارة والاقتصاد، الجامعة المستنصرية، المجلد(31)، العدد (73)، بغداد، العراق.
17. الجليلاتي، محمد، (2009)، "أسواق رأس المال والأزمة المالية العالمية وتداعياتها على الإقتصاد السوري"، محاضرة من منشورات سوق دمشق للأوراق المالية.
18. الإنتوساي، (2010)، "مؤشرات الدين العام"، فيينا، النمسا.

19. آل فواز، مبارك، (2010)، "الأسواق المالية"، ط 1، مركز النشر العلمي، مركز أبحاث الاقتصاد الإسلامي، جامعة الملك عبد العزيز، جدة، المملكة العربية السعودية.
20. الكراسنة، إبراهيم، (2010)، "إرشادات عملية في تقييم الأسهم والسندات "، صندوق النقد العربي– معهد السياسات الاقتصادية، أبو ظبي.
21. شاني، سلام، (2011)، " تحليل العلاقة بين الموازنة العامة و الناتج المحلي الإجمالي في العراق 1988–2009"، رسالة ماجستير، جامعة كربلاء، العراق .
22. بن الضيف، محمد عدنان، وَ ربيع، مسعود (2011)، " أدوات الدين وبدائلها الشرعية في الأسواق المالية الإسلامية" ورقة بحثية مقدمة إلى الملتقى الدولي الأول لمعهد العلوم الاقتصادية،التجارية وعلوم التسيير بعنوان الاقتصاد الإسلامي: الواقع، ورهانات المستقبل، الجزائر.
23. دنان، راضية، (2012)، " عجز الموازنة العامة في الجزائر (أسباب و حلول)"، مجلة الاقتصاد والإحصاءات التطبيقية (Revue d'économie et de statistique appliquée)، المجلد (9)، العدد (2)، الجزائر،.
24. زنبوعه، زياد، وَ فرحات، منى خالد، (2012)، "بدائل تمويل عملية التنمية في سورية"، مجلة جامعة دمشق للعلوم الاقتصادية والقانونية – المجلد 28 – العدد (2)، دمشق، سورية.
25. شاهين، محمد، (2012)، " أثر الديون الخارجية على النمو الاقتصادي"، رسالة ماجستير، جامعة الأزهر، فلسطين، ص34.
26. نجم الدين، رنا، (2013)، "دور عمليات السوق المفتوحة في تأسيس السوق النقدية في سورية"، رسالة ماجستير، جامعة دمشق، سورية.
27. شحرور، إيمان، (2013)، " عجز الموازنة العامة في سورية وآثاره الاقتصادية"، بحوث اقتصادية عربية، العددان /64/63/، مركز دراسات الوحدة العربية، بيروت، لبنان.
28. الجوزي، فتيحة، (2014)، "الإستفادة من الاتجاهات العالمية في مجال الميزانية العامة للدولة في إصلاح النظام الموازني بالجزائر"، أطروحة دكتوراه، جامعة الجزائر.
29. آل طعمة، حيدر حسين، (2014)، "الأسواق المالية: النشأة والمفهوم والأدوات"، منشورات مركز الدراسات الاستراتيجية، جامعة كربلاء، العراق.
30. الزبيدي، عبد الباسط، (2015)، "المالية العامة والموازنة العامة للدولة والرقابة على تنفيذها – دراسة مقارنة–، ط1، المكتب الجامعي الحديث، عمان، الأردن.
31. سليمان، فرات، (2015): "سياسة الإنفاق العام وأثره على النمو الاقتصادي في سورية". رسالة ماجستير، كلية الاقتصاد، جامعة دمشق، سورية.
32. سعد، مروي، (2015)، " العوامل المؤثرة في عجز الموازنة العامة في السودان 1992 – 2014– نموذج قياسي"، رسالة ماجستير، جامعة السودان للعلوم والتكنولوجيا، السودان.
33. ابراهيم، نيفين، (2015)، "أثر عجز الموازنة العامة في مصر في الدين الخارجي باستخدام التكامل المشترك والسببية"، مجلة بحوث اقتصادية وعربية، المجلدد (22)، العدد (71)، مصر.
34. عبيد، محمد عبد الله (2015)، "أثر الدين العام على الإنفاق الحكومي: دراسة تطبيقية على الدين العام للسلطة الفلسطينية "، رسالة ماجستير، الجامعة الإسلامية – غزة، فلسطين.
35. حمدان، مأمون، (2015)، "دور سوق دمشق للأوراق المالية في دعم وتشجيع الاستثمار"، محاضرة في مؤتمر ومعرض المصارف والتمويل الصغير، منشورات سوق دمشق للأوراق المالية.

36. بن عيسى، سارة، (2015)، "دور السوق النقدية في تمويل الاقتصاد– دراسة حالة الجزائر فترة 1990–2014"، رسالة ماجستير، جامعة محمد خيضر – بسكرة، الجزائر.
37. عبد الزهرة، سهيلة، (2016)، "تحليل عجز الموازنة العامة في العراق في ظل التحديات القائمة للمدة 2004–2013"، المجلة العراقية للعلوم الاقتصادية، المجلد (14)، العدد (50)، العراق .
38. الأفندي، حمد، (2016)، "عجز الموازنة والدين العام والحجم الأمثل للدين العام – دراسة نظرية تقييمية للأدبيات المعاصرة"، مجلة الدراسات الاجتماعية، ، العدد (50)، صنعاء، اليمن.
39. حسن، يسرى مهدي، وَ عبّاس، زهرة خضير، (2016)، "السندات الحكومية ودورها في تمويل الموازنة الاتحادية"، مجلة دراسات دولية – مركز الدراسات الاستراتيجية والدولية، العدد /67/، جامعة بغداد، العراق.
40. الغالبي، عبد الحسين، وَ توماس، حقي، (2017)، "العلاقة بين سعر الصرف الأجنبي وعجز الموازنة العامة – مصر"، مجلة كلية التربية للبنات للعلوم الإنسانية، المجلد (11)، العدد (21)، مصر،.
41. ياغي، كنان، (2017)، "الآثار الاقتصادية لإصدار أذون وسندات الخزينة"، دراسات اقتصادية، مركز دمشق للأبحاث والدراسات "مداد"، دمشق، سورية.
42. بن عمرة، عبد الرزاق، (2018)، " تطبيق منهجية ARDL باستخدام برنامج"Eviews ، دليل إجرائي من منشورات جامعة فرحات عباس سطيف1، الجزائر..
43. قرود، علي، وكزيز، نسرين، (2018)، " آليات تمويل عجز الموازنة في الجزائر بين التمويل التقليدي والتمويل غير تقليدي"، مجلة شعاع للدراسات الاقتصادية، العدد (4)، الجزائر.
44. ملوكي، سارة، وَ مقدم، يمينة، (2018)، "دور الإيرادات غير العادية في تمويل عجز الموازنة العامة للدولة– حالة الجزائر 2011– 2017"، رسالة ماجستير، جامعة أحمد دراية أدرار، الجزائر.
45. مسعود، ضياء حسين، (2018)، "تحليل العلاقة بين الدين الحكومي الداخلي وعجز الموازنة في العراق للمدة (1990–2016"، مجلة كلية المأمون، العدد (31)، العراق.
46. العكام، محمد خير، (2018)، "المالية العامة"، منشورات الجامعة الافتراضية السورية، سورية.
47. حليمي، حكيمة، وَ باهي، نوال، (2018)، "عجز الموازنة العامة في الجزائر وخيارات التمويل بعد الأزمة البترولية"، مجلة البحوث الاقتصادية المتقدمة، المجلد (3)، العدد (1)، الجزائر.
48. الدباش، عبدالله، وَالناصر، ميسون، (2018)، " دراسة اقتصادية لبعض العوامل المؤثرة على العجز المالي في الموازنة العراقية"، مجلة جامعة جيهان أربيل العلمية، إصدار خاص، العدد (2)، الجزء(C) ، كردستان العراق.
49. بن جميل، هناء، (2018)، " التمويل التضخمي كوسيلة لضبط عجز الموازنة العامة"، المجلة الجزائرية للأبحاث الإقتصادية، العدد (1)، الجزائر.
50. كردوي، صبرينة، وآخرون، (2018)، "أساليب تمويل الموازنة العامة والآثار المترتبة عليها"، مجلة نور للدراسات الاقتصادية، المجلد (4)، العدد (7)، الجزائر.
51. خوري، طارق، (2018)، " دور صندوق النقد الدولي في التأثير على القرارات السياسية والاقتصادية للدولة 1989– دراسة حالة الأردن". رسالة ماجستير، جامعة الشرق الأوسط، عمّان، الأردن.
52. بنتور، مصطفى، (2018)، "حدود الدين العام القابل للاستمرار والنمو الاقتصادي بين النظرية والواقع– اسقاطات على حالة من الدول العربية"، دراسات اقتصادية، صندوق النقد العربي، أبوظبي، الإمارات العربية المتحدة.
53. هيئة السوق المالية السعودية، (2018)، "عمليات الأوراق المالية"، مادة تحضيرية لاختبار الشهادة العامة للتعامل في الأوراق المالية، ط2، الرياض.

54. بوخرص، عبد الحفيظ، والحواس، زواق، (2018)، " دراسة تحليلية لتجربة الإصلاح الاقتصادي في تركيا"، مجلة الدراسات الاقتصادية المعاصرة، العدد رقم /5/.
55. حناشي، كنزة، (2019)، " أثر اعتماد التمويل غير التقليدي كآلية لتخفيض عجز الموازنة العامة للجزائر – دراسة تحليلية للفترة (1986– 2018)"، رسالة ماجستير، جامعة العربي بن مهيدي، أم البواقي، الجزائر.
56. يوسف، نوران، (2019)، " استراتيجيات إدارة الدين العام وتنمية أسواق الدين في الدول العربية"، أمانة مجلس وزراء المالية العرب وصندوق النقد العربي، أبوظبي – دولة الإمارات العربية المتحدة.
57. العبداني، أروى، والغامدي، منال، (2020)، "أثر الدين العام على بعض المتغيرات الاقتصادية الكلية في المملكة العربية السعودية"، منشورات مؤسسة النقد العربي السعودي.
58. محمد، منال، (2020)، " أثر الدين الخارجي علي النمو الاقتصادي في مصر– دراسة قياسية"، مجلة السياسة والاقتصاد، المقالة /6/، المجلد /9/، العدد /8/، مصر.
59. يونس، إيهاب، (2020)، "الإدارة الفعّالة للدين العام– حالة مصر"، مجلة كلية الاقتصاد والعلوم السياسية ،المجلد /21/، العدد /1/، مصر.
60. الإنتوساي، (2020)، "الرقابة على إدراة الدين العام"، الإصدار الأول، تشرين الثاني/2020.
61. موعش، امحمد، (2020)، "منهجية احتساب مؤشر الاستدامة المالية– حالة تطبيقية لبعض الدول العربية"، دراسات اقتصادية، صندوق النقد العربي، أبوظبي، الامارات العربية المتحدة.
62. قروف، محمد، والعمراوي، سليم، (2020)، "قياس أثر مؤشرات الاستدامة المالية على النمو الاقتصادي في الجزائر للفترة 1990– 2018"، مجلة مجاميع المعرفة، المجلد /6/، العدد /2/، الجزائر.
63. اسمندر، محسن، (2020)، "تمويل الموازنة العامة للدولة في سورية من خلال إصدار أوراق مالية حكومية"، بحث منشور في مجلة جامعة حماة، المجلد/3/، العدد/8/، سورية.
64. مرسي، منال، (2021)، " العلاقة التبادلية بين عجز الموازنة العامة المصرية ومعدل التضخم"، المجلة العلمية للاقتصاد والتجارة، المجلد (51)، العدد (1)، مصر،.
65. قرياقوس، سعد، (2021): " التعادل الريكاردي– تأثير زيادة الإنفاق الحكومي في الطلب الكلّي والإنتاج". صحيفة مال الاقتصادية الالكترونية، المملكة العربية السعودية، . https://maaal.com/2021/01/169739–2/
66. النويران، ثامر علي، (2021)، " تحليل استدامة الدين العام في الأردن للفترة من 2000–2020"، مجلة اقتصاديات شمال إفريقيا، المجلد /17/، العدد /26/، الجزائر .
67. البرماوي، أدهم، (2021)، " أثر الدين العام المحلي والخارجي على النمو الاقتصادي باستخدام نموذج انحدار العتبة"TR ، مجلة البحوث المالية والتجارية، المجلد /22/، العدد/2/، مصر.
68. المتولي، أحمد، وآخرون، (2021)، " المديونية الخارجية وأثرها علي النمو الاقتصادي"، دراسة بحثية، المركز الديمقراطي العربي للدراسات الاستراتيجية– الاقتصادية والسياسية، مصر https://democraticac.de/?p=77228#_Toc74428034 .
69. قندور، عبد الكريم، (2021)، " الأسواق المالية"، سلسلة كتيبات تعريفية، العدد/21/، صندوق النقد العربي، أبوظبي، الإمارات العربية المتحدة.
70. سلامة، ماهر، (2022)، "سندات مضمونة بأصول عامّة (ABS): خصخصة الإيرادات لتغطية خسائر المصارف"، تقرير في النشرة الالكترونية لجريدة "الأخبار" اللبنانية، العدد 4555. https://al–akhbar.com/Issues/329753

- **التشريعات**

71. المرسوم التشريعي رقم /54/ لعام /2006/، "القانون المالي الأساسي"، الجمهورية العربية السورية.
72. المرسوم التشريعي رقم /60/ لعام 2007، " قانون الأوراق المالية الحكومية".

- **المواقع الالكترونية**

73. الموقع الرسمي لرئاسة مجلس الوزراء http://www.pministry.gov.sy
74. الموقع الرسمي لمصرف سورية المركزي https://www.cb.gov.sy/
75. الموقع الرسمي لوزارة المالية https://www.syrianfinance.gov.sy
76. الموقع الرسمي لوكالة سانا https://www.sana.sy/?p=1707716
77. الموقع الرسمي للمكتب المركزي للإحصاء http://cbssyr.sy/
78. الموقع الرسمي لهيئة السوق المالية السعودية، ""المنشآت ذات الأغراض الخاصة""، متوفر على الرابط التالي : https://cma.org.sa/AboutCMA/Pages/AboutCMA.aspx.

المراجع باللغة الأجنبية

- **Books**

1. Pettis M., (2000), "The Risk Management Benefits of Bonds" Chapter No.4 of "Building Local Bond Markets: An Asian Perspective" Ed by Alison Harwood, International Finance Corporation (IFC), Washington. Available on: https://books.google.com/books?id=CRB6tQEACAAJ&printsec=frontcover&hl=ar#v=onepage&q&f=true
2. The World Bank & International Monetary Fund, (2001), "Developing Government Bond Market", A Handbook, Washington.
3. Valle C., (2003), "Developing Bond Markets: A comprehensive view- Chapter 10 of Focus on Capital: New Approaches to Developing Latin American Capital Markets", Ed. By Dowers K., & Masci P., Inter- American Development Bank, Washington.
4. HOOVER H., (2010), "Budget Deficits in the Short and Long Run", ECONOMICS Principles and Policy, Eleventh Edition .
5. Rittenberg L., & Tregarthen T., (2012), "Recessionary and Inflationary Gaps and Long-Run Macroeconomic Equilibrium". section 7.3 from the book Macroeconomics Principles, v. 1.0, licensed under a Creative Commons.

- **Researchs, Journals & Reports**

1. Easterly W., (1993), "Fiscal Deficits And Macroeconomic Performance In Developing Countries", The World Bank Researcb Observer, vol. 8, No. 2.

2. Alesina A., & Perotti R., (1995). "Fiscal expansions and adjustments in OECD countries" Economic Policy, Vol. 10, No. 21.
3. Bernheim , D., (1998), "Tax Policy and the Economy - Budget Deficits and the Balance of Trade-", the National Bureau of Economic Research, Vol. 2.
4. Kim Y.H., (2001), "Government Bond Market Development in Asia," Asian Development Bank (ADB), Philippines.
5. Özmen, E., & Tekin-Koru, A., (2003), "Budget Deficits, Money Growth and Inflation: The Turkish Evidence", Article in Applied Economics Jornal, Vol.35, Issue.5, Turkey.
6. Fabella R., Madhur S., (2003), "Bond Market Development in East Asia: Issues and Challenges", Asian Development Bank (ADB), ERD Working Paper Series NO. 35, Economics and Research Department, Philippines.
7. IFC Technical Working Group On Securitisation In Russia, (2004), "Securitization: Key Legal and Regulatory Issues", World Bank Group.
8. Boariu, A., & Bilan, I., (2007), "Inflationary Effects of Budget Deficit Financing In Contemporary Economies", Scientific Annals of "Alexandru Ioan Cuza" University of IAŞI - Economic Sciences, Romania.
9. Larch M., & Turrini A., (2008). "Received Wisdom and Beyond: Lessons from Fiscal Consolidation in the EU," European Commission, Directorate-General Economic and Financial Affairs, Economic Papers 320.
10. Reserve Bank of India, (2008), "A Primer on Government Securities Market", Mumbai, India.
11. Shymanovich, G., et al., (2009), "Perspectives for Fiscal Policy and Budget Deficit Financing in Belarus", German Economic Team & IPM Research Center, Policy Paper Series, Berlin/ Minsk - Belarus.
12. Abdullatif .E, (2009), "Development of Government Bond Market in Iraq- Application of Japan's Experiences to Iraq), Institute of Developing Economic, Japan External Trade Organization, V.R.F Series, No.447.
13. Republic of Turkey Ministry of Treasury and Finance, (2009), "Consumer Price Index (CPI) Indexed Government Bonds ", Investors' Guide.
14. Reinhart, M., Rogoff, S., (2010), "Growth in a time of debt", American Economic Review, vol. 100 (2).
15. Caner, M., et al, (2010), "Finding the tipping point when sovereign debt turns bad", World Bank Policy Research Working Paper 5391.
16. Jadhav A., & Neelankavil J., (2011), "Deficit Financing – Causes, Consequences and Potential Cures", Journal of Applied Business and Economics, vol. 12, No. 6.

17. Abd Rahman N. H., (2012): "The Relationship between Budget Deficit and Economic Growth from Malaysia's Perspective: An ARDL Approach". International Conference on Economics, Business Innovation, IPEDR, Vol.38, Singapore.
18. Reinhart, M., Reinhart, R., Rogoff, S., (2012), "Public debt overhangs: Advanced economy episodes since 1800", Journal of Economic Perspectives, vol. 26 (3).
19. Baglan, D. & Yoldas, E., (2013), "Government debt and macroeconomic activity: a predictive analysis for advanced economies", Finance and Economics Discussion Series, No.05, Federal Reserve Board.
20. Jarosiewicz. A., (2013), "Turkey's economy: a story of success with an uncertain future", OSW COMMENTARY, Centre for Eastern Studies, No. 120.
21. Fleckenstein M., et al., (2014): "The TIPS-Treasury Bond Puzzle". The Journal Of Finance, Vol. 69, No.5, USA, P2156./
22. Abu Bakarr T., (2014), "Fiscal Deficits and Current Account Imbalances: Evidence from Sierra Leone", International Journal of Business and Social Science, Vol. 5, No. 8/1.
23. TANG, T., (2014), "Fiscal Deficit, Trade Deficit, and Financial Account Deficit: Triple Deficits Hypothesis with the U.S. Experience", Discussion paper 06/14, Monash University, Malaysia.
24. Lin, T., (2014), "High dimensional threshold quantile regression with an application to debt overhang and economic growth", Job market paper, University of Wisconsin.
25. Pescatori, A., et al, (2014), "Debt and growth: Is there a magic threshold?", working paper 14-34, International Monetary Fund.
26. Osi, A., (2015), "Financial Market Development and Fiscal Deficit Financing In Nigeria", A paper presented at the Biennial Conference of the Economic Society of South Africa, University of Cape Town, South Africa.
27. Eberhardt, M. & Presbitero, F., (2015), "Public debt and growth: Heterogeneity and nonlinearity", Journal of International Economics, vol. 97 (1).
28. Bicaba Z., et al,(2015), "Capital Account Policies, IMF Programs and Growth in Developing Regions", Working Paper Series, African Development Bank.
29. Balikcioglu, E., & Iyidogan, P., (2016), "The Analysis of Domestic Debt Asymmetry in Turkey by Regime Switching Models", Procedia Economics and Finance Jornal, Vol. 38, pp 98 – 105, Turkey.
30. Massó, M., (2016), "The Effects of Government Debt Market Financialization on Debt Sustainability in an Economic Uncertainty Context: The Case of Spain", Competition & Change, Vol. 20(3), pp 166-186, University of Coruña, Spain.
31. Nkrumah K., et al., (2016): "Exploring the budget deficit-economic growth nexus: new evidence from Ghana". Journal for the Advancement of Developing Economies, Vol. 5, No. 1, Nebraska-Lincoln, USA.

32. Balikcioglu, Eda, & Iyidogan, Pelin Varol (2016), The Analysis of Domestic Debt Asymmetry in Turkey by Regime Switching Models, Procedia Economics and Finance Jornal, Vol. 38 ,2016 , Turkey.
33. Kurantin N., (2017), "The Effects of Budget Deficit on Economic Growth and Development: The Experience of Ghana (1994 – 2014), European Scientific Journal, Vol.13, No.4.
34. Chudik, A., et al, (2017), "Is there a debt-threshold effect on output growth?", Review of Economics and Statistics, vol. 99, (1).
35. Szybowski D., (2018), "CAUSES OF PUBLIC DEBT AND BUDGET DEFICIT", International Journal of New Economics and Social Sciences, Vol. 8, No. 2.
36. Noveski M., (2018): "Macroeconomic effects of the budget deficit in the Republic of Macedonia". Croatian Review of Economic, Business and Social Statistics, Vol. 4, No. 2.
37. Al-Bouza. F., Sharaf. S., (2018), "the relationship between budget deficit and inflation in Syria for the Period (1990-2010)", International Journal of Advanced Research (IJAR), Vo.6, No.9.
38. Guler, A., (2019), "Interaction of Monetary and Fiscal Policies in Turkey: A Dynamic Time Series Data Analysis", Business and Economics Research Journal Vol.10, No.5, pp. 1039-1049, Turkey.
39. Congressional Research service, (2019), "Deficits, Debt, and the Economy: An Introduction", CRS Report, Prepared for members and committees of Congress.
40. UNDP, (2019), "Human Development Report".
41. UNDP, (2020), "Human Development Report".
42. European Commission, (2020),"Turkey 2020 Report", Republic Of Turkey Ministry Of Forging Affairs Directorate of EU Affairs, https://www.ab.gov.tr/regular-progress-reports_46224_en.html.
43. World Bank Group, (2020), "Doing Business 2020".
44. SIFMA, (2021), "Fixed Income Issuance and Trading 2Q21", Research Quarterly- July.
45. International Monetary Fund, (2021), "2021 Article IV Consultation—Press Release; Staff Report; And Statement By The Executive Director For Turkey ", Country Report No. 21/110.
46. Borsa Istanbul, (2021), "Annual Integrated Report".
47. Republic of Turkey Ministry of Treasury and Finance, (2021), "Public Debt Management Report".
48. Çakmaklı. C., et al., (2021), "An Evaluation of the Turkish Economy during COVID-19", Centre for Applied Turkey Studies (CATS) | WP No. 01.
49. The World Federation of Exchanges (WFE), (2021), "WFE Annual Statistics Guide", v2, Available on: https://statistics.world-exchanges.org/
50. Republic of Turkey Ministry of Treasury and Finance, (2021), "Public Finance Report 2021- II | Sep 2021".
51. UNDP, (2022), "Human Development Report 2021/2022 ".
52. Bertelsmann Stiftung's Transformation Index (BTI), (2022), "BTI 2022 Country Report". Available on: https://bti-project.org/en/reports/country-report/TUR

53. International Monetary Fund, (2022), "World Economic Outlook Report April-2022".
54. Central Bank Of The Republic Of Turkey, (2022), "Financial Stability Report- May /2022", Volume: 34.
55. Yilmazkuday. H., (2022), "Drivers of Turkish Inflation", Working Paper 2204, Florida International University, USA.
56. Borsa Istanbul, (2022), "Investing in Borsa Istanbul Markets", Electronic guide, published on official website: https://www.borsaistanbul.com/en/sayfa/6511/investing-in-borsa-istanbul-markets.
57. Central Bank of the Republic of Turkey, (2022), "Inflation Report July-2022".

➢ **Websites**

58. Mühleisen M., & Flanagan M., (2019), "Three Steps to Avert a Debt Crisis", IMFBlog, 18 Jan 2019, available on: https://blogs.imf.org/2019/01/18/three-steps-to-avert-a-debt-crisis.
59. Chen J., (2021): "Treasury Inflation-Protected Securities (TIPS)". Investopedia website, available on: https://www.investopedia.com/terms/t/tips.asp
60. Halton C., (2021), "GDP Gap". Investopedia website, https://www.investopedia.com/terms/g/gdpgap.asp.
61. Dhand, A., (2021), "Government Bonds", Scripbox Advisors Private Limited: https://scripbox.com/saving-schemes/government-bonds/.
62. The World Bank, (2022), "Recent Economic Developments-Turkey", Published on official website: https://www.worldbank.org/en/country/turkey/overview#3.
63. TCMB, (2022), "Summary of the Monetary Policy Committee Meeting- Inflation Developments", https://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/EN/TCMB%20EN/Main%20Menu/Announcements/Press%20Releases/2022/ANO2022-40
64. Lagarde, Ch., "France: On the move". Minister for Economics, Finance and Industry, OECD official Website: https://www.oecd.org/germany/budgetdeficitswhatgovernmentsaredoing.htm (Visit on 1th of Feb 2022).
65. Jeung-Hyun Y., "Korea: Striking a balance". Minister of Strategy and Finance, OECD official Website: https://www.oecd.org/germany/budgetdeficitswhatgovernmentsaredoing.htm (Visit on 1th of Feb 2022).
66. https://www.investopedia.com/terms/c/capitalaccount.asp
67. Republic Of Turkey Ministry Of Treasury And Finance official website https://en.hmb.gov.tr/.
68. Central Bank of the Republic of Turkey website: https://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/en/tcmb+en.
69. Turkish Statistical Institute TURKSTAT official website: https://www.tuik.gov.tr/Home/Index

70. Borsa Istanbul official website, available on: https://www.borsaistanbul.com/en/sayfa/24/milestones-in-borsa-istanbul-history.

71. The Grand National Assembly of Turkey official website: https://global.tbmm.gov.tr/index.php/EN/yd/icerik/30.

Absract

The aim of this research is to analyze the current reality of the public budget deficit in Turkey and the role of public debt in financing it. The research studies the Turkish experience in istablishing the public debt market and its role in financing the general budget deficit, to reach the prospects of benefiting from the Turkish experience in Syria.

The research relied on the descriptive and analytical approach, to describe the reality of the Turkish experience and its related economic developments, and study the role of public debt in puplic budget deficit financing based on an Autoregressive distributed lag modelling approach to cointegration analysis (ARDL).

The research includes four chapters as the following:

Chapter I: The public budget deficit between theory and reality.
Chapter II: Public debt and budget deficit financing.
Chapter III: Features of the Turkish Experience.
Chapter IV: The public budget deficit in Syria.

The research reached many results, as the existanse of a relationship between public debt and the puplic budget deficit in the short and long term. Public debt in Turkey contributes to financing the puplic budget deficit by 89% of the budget financing sources in 2021.

The Syrian economy is also suffering from a deficit in the puplic budget and a worsening of the public debt, in addition to the deterioration of economic indicators in Syria, especially as a result of the traditional inflationary budget deficit financing methods. The Syrian experience of establishing the public debt instruments market is still simple and limited to some auctions. The study recommended the importance of benefiting from the Turkish experience in order to achieve economic development in Syria.

Keywords: Puplic Budget, Puplic Budget Deficit, Public Debt, Public Debt Instruments.

Syrian Arab Republic

Ministry of Higher Education and Scientific Research

Damascus University

Faculty of Economic

Banking and Insurance Department

The Role of Debt Market Instruments in Financing Public Budget Deficit (Turkish Case study) And its implication on Syria

A dissertation submitted in partial fulfillment of the requirements for the degree of master in Financial Markets

By

Roulan Fouad Naal

Supervisor

Prof. Nawar Hashem

1444/2023