

وزارة التعليم العالي والبحث العلمي  
جامعة محمد الصديق بن يحيى - جيجل-



كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير  
قسم العلوم الاقتصادية

## العنوان

# دراسة تحليلية لأثر الأزمات المالية على التحرير المالي حالة الأزمة المالية العالمية لسنة 2008

مذكرة مقدمة استكمالاً لمتطلبات نيل شهادة ماستر أكاديمي في العلوم الاقتصادية

تخصص : اقتصاد نقدي وبنكي

تحت إشراف الأستاذ:

- عبد الحميد بوشرمة

إعداد الطالبتين:

- آسيا بوشلاغم

- نجاة زراولية

نوقشت علنا أمام اللجنة المكونة من:

الأستاذ	عمار صايحي	جامعة جيجل	رئيسا
الأستاذ	عبد الحميد بوشرمة	جامعة جيجل	مشرفا ومقررا
الأستاذ	سالم مكرودي	جامعة جيجل	مناقشا

السنة الجامعية: 2020/2019

بِسْمِ اللَّهِ الرَّحْمَنِ الرَّحِيمِ

# شكر وتقدير

الشكر والحمد لله أولا الذي وهبنا التوفيق والسداد في إنجاز هذه العمل المتواضع وأعاننا على إتمامه

ونسأله أن يجعله نافعا لنا ولغيرنا.

وعرفةنا بالمساعدات التي تلقيناها، لا يسعنا إلا التقدم بجزيل الشكر والتقدير إلى كل من:

الأستاذ المشرف الفاضل "عبد الحميد بوشرمة" الذي لم يبخل علينا بتوجيهاته القيمة ونصائحه السديدة،

جزاه الله عنا كل الخير.

الأساتذة الأفاضل أعضاء لجنة التقييم والمناقشة لما خصصوه من وقت وجهد في مراجعة وتقييم هذا العمل.

كل من أمد لنا يد العون والمساعدة في إنجاز هذا العمل المتواضع ونخص بالذكر "فنيح رياض"

و "بوشلاغم حمزة" و "عمور موسى".

كل من شجعنا ورفع من معنوياتنا ولو بكلمة طيبة أو دعاء في ظهر الغيب.

كل من الأسرتين الكريمتين لصبرهم معنا طوال مدة إنجاز هذا العمل.

كل أساتذة كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير بجامعة جيجل ونخص بالذكر أساتذة قسم

العلوم الاقتصادية، تخصص "اقتصاد نقدي وبنكي".

شكرا للجميع ووفقكم الله لما يحبه ويرضاه

فهرس

المحتويات

الصفحة	المحتوى
I	الشكر
II	فهرس المحتويات
IV	قائمة الجداول والأشكال
أ-ج	مقدمة عامة
<b>الفصل الأول: مدخل نظري حول الأزمات المالية العالمية</b>	
07	تمهيد
08	المبحث الأول: الإطار المفاهيمي حول الأزمات المالية العالمية
08	المطلب الأول: ماهية الأزمات المالية العالمية
11	المطلب الثاني: أسباب الأزمات المالية
13	المطلب الثالث: مؤشرات الأزمة المالية وقنوات انتقالها
17	المبحث الثاني: نماذج من الأزمات المالية العالمية
17	المطلب الأول: أزمة جنوب شرق آسيا 1997
22	المطلب الثاني: أزمات أمريكا اللاتينية
27	المبحث الثالث: الأزمة المالية العالمية لسنة 2008
27	المطلب الأول: نشأة الأزمة المالية العالمية لسنة 2008 وتطورها
30	المطلب الثاني: مظاهر الأزمة المالية العالمية لسنة 2008 وأسبابها
35	المطلب الثالث: الدروس المستفادة من الأزمة المالية العالمية لسنة 2008
39	خلاصة
<b>الفصل الثاني: أساسيات حول سياسة التحرير المالي</b>	
41	تمهيد
42	المبحث الأول: ماهية سياسة التحرير المالي
42	المطلب الأول: السياق التاريخي للتحرير المالي
45	المطلب الثاني: مفهوم التحرير المالي
49	المطلب الثالث: مظاهر ومؤشرات تقييم التحرير المالي
51	المبحث الثاني: أعمال ماكينون وشاو والانتقادات الموجهة لها
51	المطلب الأول: أعمال ماكينون وشاو حول التحرير المالي

57	المطلب الثاني: أوجه الاختلاف بين تحليل ماكينون وشاو والانتقادات الموجهة لأعمالهما
58	المطلب الثالث: إيجابيات وسلبيات التحرير المالي
60	<b>المبحث الثالث: متطلبات نجاح سياسة التحرير المالي والنهج الأمثل له</b>
60	المطلب الأول: متطلبات نجاح سياسة التحرير المالي
63	المطلب الثاني: أشكال التحرير المالي ونهجه الأمثل
65	المطلب الثالث: تجارب بعض الدول في تطبيق سياسة التحرير المالي
68	خلاصة
<b>الفصل الثالث: أثر الأزمة المالية العالمية لسنة 2008 على سياسة التحرير المالي</b>	
70	تمهيد
71	<b>المبحث الأول: أثر الأزمة المالية العالمية لسنة 2008 على السياسات النقدية والمالية للدول</b>
71	المطلب الأول: السياسة النقدية غير التقليدية
75	المطلب الثاني: أثر الأزمة المالية العالمية لسنة 2008 على السياسة المالية
78	المطلب الثالث: تداعيات إتباع السياسة النقدية غير التقليدية
79	<b>المبحث الثاني: أثر الأزمة المالية العالمية لسنة 2008 على حجم وتوزيع الاستثمار الأجنبي المباشر</b>
80	المطلب الأول: أثر الأزمة المالية العالمية لسنة 2008 على حجم تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر
85	المطلب الثاني: أثر الأزمة المالية العالمية لسنة 2008 على التوزيع الجغرافي للاستثمار الأجنبي المباشر
90	<b>المبحث الثالث: أثر الأزمة المالية العالمية لسنة 2008 على التنظيم المالي العالمي</b>
90	المطلب الأول: اتفاقية بازل 3
96	المطلب الثاني: السياسة الاحترازية الكلية
100	المطلب الثالث: قانون الإصلاح المالي وحماية المستهلك (قانون دود فرانك - DOOD-FRANK)
106	خلاصة
107	الخاتمة
111	قائمة المراجع
120	الملخص

قائمة الجداول

والأشكال

قائمة الجداول

الصفحة	عنوان الجدول	رقم الجدول
35	أسباب فشل المؤسسات	1-1
44	بدايات تطبيق سياسات التحرير المالي في عدد من دول العالم	1-2
64	خطوات التحرير المالي	2-2
72	أسعار الفائدة المطبقة في مجموعة من الدول المتقدمة في أعقاب الأزمة المالية العالمية 2008	1-3
82	حجم ومعدل النمو السنوي لتدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر الواردة خلال الفترة (2003-2015)	2-3
84	حجم ومعدل النمو السنوي لتدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر الصادرة خلال الفترة (2003-2015)	3-3
85	توزيع الاستثمار الأجنبي المباشر الوارد على الفئات الرئيسية في العالم خلال الفترة (2003-2015)	4-3
88	توزيع الاستثمار الأجنبي المباشر الصادر على الفئات الرئيسية في العالم خلال الفترة (2003-2015)	5-3
91	متطلبات رأس المال ورأس مال التحوط حسب اتفاقية بازل 3	6-3
94	الترتيبات الانتقالية للتطبيق الكامل لاتفاقية بازل 3 في البنوك	7-3



قائمة الأشكال

الصفحة	عنوان الشكل	رقم الشكل
16	قنوات انتشار الأزمات المالية	1-1
20	ملخص لأسباب أزمة جنوب شرق آسيا 1997	2-1
32	العلاقة بين الأزمة المالية والإفراط في نمو الائتمان	3-1
54	تأثير العائد الحقيقي للنقود على الاستثمار الممول ذاتيا	1-2
55	أثر رفع معدل الفائدة الحقيقي على الادخار، الاستثمار والنمو	2-2
80	التدفقات العالمية للاستثمار الأجنبي المباشر الواردة خلال الفترة (1995-2014) بمليارات الدولارات	1-3
81	تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر العالمية وحسب المجموعة الاقتصادية 2007-2018 ( بمليارات الدولارات وبالنسبة المئوية)	2-3
86	أكبر عشرين دولة مستقطبة للاستثمار الأجنبي المباشر بمليارات الدولارات (مقارنة فترة ما قبل الأزمة وفترة ما بعد الأزمة)	3-3
89	أكبر عشرين دولة مصدرة للاستثمار الأجنبي المباشر بمليارات الدولارات (مقارنة فترة ما قبل الأزمة وفترة ما بعد الأزمة)	4-3

مقدمة

عامّة

## 1- توطئة:

لقد ألقى الإنسان معاصرة الأزمات على جميع الأصعدة وفي كل العصور، وتأتي الأزمات المالية في مكانة متميزة من بؤرة اهتماماته بين غيرها من الأزمات، لما لها من أثر مباشر على مختلف أوجه حياته الاقتصادية والاجتماعية. وزاد اهتمامه بها في القرن العشرين، بعد أن أصبح الأمر أكثر إثارة للقلق نتيجة لتعدد وتكرار الأزمات المالية، وزيادة أثارها السلبية التي هددت الاستقرار الاقتصادي والاجتماعي والسياسي للدول، بالإضافة إلى سرعة انتشار عدوى هذه الأزمات المالية لتشمل دولاً أخرى نتيجة للانفتاح الاقتصادي وسياسات التحرير المالي التي شهدتها أغلب دول العالم منذ ثمانينات القرن الماضي، حيث تحولت هذه الأزمات من أزمات إقليمية إلى أزمات عالمية يصعب علاجها.

ولم تكن الولايات المتحدة الأمريكية أقوى الاقتصاديات العالمية وأكثرها تحملاً، في منأى عن مثل هذه الأزمات حيث شهدت في سنة 2008 أزمة مالية غير مسبوقة اعتبرت أقوى الأزمات من حيث عمقها ومدى انتشارها. انطلقت شرارتها الأولى بسوق الرهون العقارية، ثم انتشرت لتشمل الكثير من الشركات والمؤسسات المالية المرتبطة بشكل مباشر أو غير مباشر بقطاع العقار، ثم انتقلت بعدها إلى قطاعات واسعة في الاقتصاد الأمريكي، وتسارعت خطاها بدرجة كبيرة لتشمل العديد من الأسواق المالية العالمية نتيجة لترابط الأسواق المالية فيما بينها.

تركت الأزمة المالية العالمية لسنة 2008 آثاراً كبيرة على النظام المالي العالمي تمثلت أساساً في إفلاس العديد من البنوك والمؤسسات المالية، وتراجع البورصات العالمية وقيم العملات الرئيسية في العالم، وكشفت أيضاً عن هشاشة الأنظمة الاقتصادية والمالية للدول في احتواء الأزمات ومعاناتها من مواطن ضعف صارخة، كما كشفت عن قلة التنظيم المالي وعجز السياسات النقدية والمالية التقليدية في التعامل مع التطور الذي شهده القطاع المالي نتيجة الابتكارات الخاصة بأدوات التمويل والمعاملات الدولية.

ولإنقاذ الاقتصاد العالمي من الركود الذي لحق به ومواجهة هذه الأزمة تكاثفت الجهود الدولية لأجل احتواء هذه الأخيرة والتخفيف من آثارها عبر خطط إنقاذ محلية ودولية، حيث لعب تدخل الحكومات والبنوك المركزية في الاقتصاد دوراً كبيراً لأجل إنقاذ القطاع البنكي والمالي للدول من الانهيار ومحاولة إنعاش اقتصادياتها، وذلك بعد فترة طويلة من التحرير المالي وتقليص دور الدولة في الحياة الاقتصادية. ولأجل تعزيز الاستقرار المالي وتجنب الأزمات المالية مستقبلاً عملت الدول وعلى رأسها الولايات المتحدة الأمريكية على إعادة النظر في النظام النقدي والمالي الدولي الحالي وذلك عن طريق القيام بإصلاحات هيكلية عميقة وسن قوانين وتنظيمات جديدة تنظم عمل البنوك والمؤسسات المالية وتهدف إلى تعزيز مائة القطاع المالي وكبح جماح آليات السوق المنتهجة في السابق.

## 2- إشكالية الدراسة:

بناءً على ما سبق يمكن طرح التساؤل الرئيسي التالي:

ما مدى تأثير الأزمة المالية العالمية لسنة 2008 على سياسات التحرير المالي؟

## 3- التساؤلات الفرعية:

على ضوء التساؤل الرئيسي يمكن طرح الأسئلة الفرعية التالية:

- هل يمكن اعتبار التحرير المالي غير المتدرج سبباً مباشراً في انتشار الأزمات المالية؟

- هل أدت الأزمة المالية العالمية لسنة 2008 إلى بروز وتصاعد سياسات الكبح المالي؟

- هل كانت سياسات الكبح المالي المنتهجة بعد الأزمة المالية العالمية لسنة 2008 مجرد ردود أفعال قصيرة الأجل أم أنها تترجم اتجاهات جديدة تعبر عن بداية التخلي عن سياسات التحرير المالي؟  
4- فرضيات الدراسة:

لغرض الإجابة على الأسئلة السابقة المطروحة، نضع الفرضيات التالية:

- الفرضية الأولى: يعتبر التحرير المالي غير المتدرج سببا مباشرا في انتشار الأزمات المالية؛
  - الفرضية الثانية: لقد أدت الأزمة المالية العالمية لسنة 2008 إلى بروز وتصاعد سياسات الكبح المالي المنتهجة من طرف الدول؛
  - الفرضية الثالثة: إن سياسات الكبح المالي المنتهجة بعد الأزمة المالية العالمية لسنة 2008 تترجم اتجاهات جديدة تعبر عن بداية التخلي عن سياسات التحرير المالي.
- 5- أسباب اختيار موضوع الدراسة:

تتمثل أهم أسباب اختيار موضوع الدراسة فيما يلي:

- الحدائة النسبية لهذا الموضوع؛
  - دورية الأزمات المالية وتدايعاتها الكبيرة على الاقتصاد العالمي؛
  - يندرج موضوع الدراسة في إطار المواضيع المتجددة التي تدور حولها نقاشات باستمرار؛
  - تلاءم الموضوع مع اختصاص الدراسة.
- 6- أهمية الدراسة:

تستمد هذه الدراسة أهميتها من خلال:

- الاهتمام المتزايد للمجتمع الدولي بموضوع الأزمات المالية، التي أثارَت مع ما يترتب عنها من آثار سلبية قدرا كبيرا من النقاش حول أسباب حدوثها والإجراءات الواجب اتخاذها للوقاية منها؛
  - التغيرات والتطورات التي تشهدها الساحة العالمية من خلال توجه الدول لتطبيق نظام اقتصاد السوق وتحرير اقتصادياتها؛
  - قوة وعمق تأثير الأزمة المالية العالمية لسنة 2008 على الاقتصاد العالمي، حيث تعتبر هذه الأزمة الأخطر في تاريخ الأزمات المالية، وتتأتى خطورتها في كونها عصفت بالمنظومة المالية والبنكية الأمريكية التي تعتبر القلب النابض للاقتصاد العالمي، حيث أفلست من جرائها العديد من البنوك الأمريكية، ثم انتقلت شرارتها لباقي الأسواق المالية العالمية نتيجة الترابط الموجود بينها، ونتج عن ذلك ركود عالمي كبير.
- 7- أهداف الدراسة:

يمكن بلورة أهداف الدراسة في النقاط التالية:

- إبراز وتحليل علاقة التحرير المالي غير المتدرج بالأزمات المالية؛
- إبراز وتحليل دور الأزمة المالية العالمية لسنة 2008 في تراجع سياسات التحرير المالي في مقابل بروز وتصاعد سياسات الكبح المالي المنتهجة من طرف الدول؛
- تقييم وتحليل سياسات الكبح المالي المنتهجة بعد الأزمة المالية العالمية لسنة 2008 من حيث أنها يمكن اعتبارها مجرد ردود أفعال قصيرة الأجل أم أنها تترجم اتجاهات جديدة تعبر عن بداية التخلي عن سياسات التحرير المالي.

## 8- مناهج الدراسة:

من أجل معالجة الموضوع والإجابة على الإشكالية المطروحة واختبار صحة الفرضيات، تم الاعتماد وبشكل متكامل على المناهج التالية:

- **المنهج التاريخي:** تم الاعتماد على هذا المنهج من خلال التطرق إلى نشأة الأزمة المالية العالمية وتسلسل أحداثها، إضافة إلى نشأة التحرير المالي في الدول؛
- **المنهج الوصفي:** وهو المنهج المناسب لوصف واستعراض الإطار النظري للفصلين الأول والثاني؛
- **المنهج التحليلي:** تم الاعتماد عليه في تحليل أثر الأزمة المالية العالمية لسنة 2008 على السياسات النقدية والمالية للدول، إضافة لتبيان أثرها على تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر والتوزيع الجغرافي له، وكذا تبيان أثرها على التنظيم المالي العالمي.

## 9- حدود الدراسة:

تتمثل حدود الدراسة فيما يلي:

- **الإطار المكاني:** تتمركز الحدود المكانية لهذه الدراسة في الولايات المتحدة الأمريكية منشأ الأزمة المالية، إضافة لباقي دول العالم التي امتدت إليها هذا الأزمة؛
- **الإطار الزمني:** يتضمن الفترة التي سبقت الأزمة المالية العالمية لسنة 2008، وفترة تفاقم الأزمة وفترة الخروج من الأزمة.

## 10- صعوبات الدراسة:

تتمثل صعوبات الدراسة فيما يلي:

- ندرة المراجع وخاصة الكتب نتيجة لغلق الجامعات والمكتبات بسبب الحجر الصحي الذي فرضته الدولة الناتج عن تفشي فيروس كورونا كوفيد 19؛
- حداثة الموضوع وقلة الدراسات التي عالجت أثر الأزمة المالية العالمية لسنة 2008 على التحرير المالي؛
- تباين وتضارب بعض الإحصاءات الخاصة بالاستثمار الأجنبي المباشر ما صعب من عملية جمع الإحصائيات الدقيقة؛
- صعوبة التواصل والنقاش نتيجة الحجر المنزلي وتذبذب الاتصال عبر شبكة الإنترنت.

## 11- الدراسات السابقة:

نظرا لأهمية موضوع الدراسة، فقد وردت العديد من البحوث والدراسات التي تناولت موضوع الأزمة المالية العالمية لسنة 2008 وانعكاساتها، وكذا موضوع التحرير المالي، ومن بين هذه الدراسات ما يلي:

- **دراسة عبد القادر بريش، ومحمد طرشي بعنوان: التحرير المالي وعدوى الأزمات المالية- أزمة الرهن العقاري،** ورقة مقدمة ضمن الملتقى الدولي الثاني حول الأزمة المالية الراهنة والبدائل المالية والمصرفية- النظام المصرفي الإسلامي نموذجاً، المركز الجامعي خميس مليانة، عين الدفلى، الجزائر، يومي 5 و6 ماي 2009، وقد تناولت هذه الدراسة ماهية التحرير المالي، كما تطرقت للأزمات المالية وإدارة المخاطر المصرفية، بالإضافة لتعريف الأزمات المالية وأسباب حدوثها، ولخصت أهم أسباب وتداعيات الأزمة المالية العالمية لسنة 2008، وخلصت هذه الدراسة إلى نتائج أهمها: ضرورة المحافظة على معايير الائتمان في كل الأوقات وبصفة خاصة في أوقات وفرة السيولة والنمو الاقتصادي، إضافة لأهمية تطبيق مبادئ الشفافية وذلك من أجل تدعيم وتفعيل الرقابة المصرفية وانضباط السوق، وكذا التركيز على الاستقرار الاقتصادي قبل التحرير المالي.

- دراسة عبد الغني حريري بعنوان: دور التحرير المالي في الأزمات والتعثر المصرفي، مداخلة في الملتقى العلمي الدولي حول الأزمة المالية والاقتصادية الدولية والحوكمة العالمية، جامعة فرحات عباس، سطيف، الجزائر، أيام 20 و 21 أكتوبر 2009، وقد تناولت هذه الدراسة مفهوم وإجراءات التحرير المالي ومخاطره، إضافة لمفهوم الأزمة المصرفية والتعثر المصرفي وأسبابهما، كما تناولت تجارب دولية في الأزمات المصرفية والتعثر المصرفي والإجراءات المتخذة لعلاج أزمة البنوك والتعثر المصرفي، وخلصت الدراسة إلى نتائج أهمها: أن التحرير المالي يؤدي إلى تدويل وانتقال الأزمات المالية، إضافة إلى أن تراكم الديون المتعثرة من الأسباب الرئيسية للأزمات المصرفية.

- دراسة فطيمة لبعل بعنوان: انعكاسات الأزمة المالية العالمية لسنة 2008 على الصادرات النفطية للدول العربية، أطروحة دكتوراه غير منشورة، جامعة محمد خيضر، بسكرة، الجزائر 2017، حيث تناولت هذه الدراسة الجانب النظري وعرض تحليلي للأزمة المالية العالمية لسنة 2008 وانعكاساتها على الصادرات النفطية العربية، وأهم النتائج التي توصلت إليها هذه الدراسة: أن أغلب وأهم أسباب الأزمات المالية تتمحور حول كثرة المضاربات، وتوجه الدول نحو نظام السوق الحر والتحرير المالي، إضافة للفساد الاقتصادي المتواجد بالمؤسسات المالية في ظل غياب الشفافية والإفصاح عن المعلومات، وأن من أهم تداعيات الأزمة المالية العالمية لسنة 2008 على اقتصاديات أغلب الدول العربية المصدرة للنفط تتمثل في انخفاض أسعار النفط التي أدت إلى تراجع صادراتها النفطية وتراجع إيراداتها وهذا ما أثر بدوره على موازنتها العامة ووضعيتها موازين مدفوعاتها.

- دراسة نورة زيان بعنوان: أثر سياسة التحرير المالي على النمو الاقتصادي في الجزائر- دراسة تحليلية قياسية ومقارنة مع بعض الدول النامية خلال الفترة 1980-2015، أطروحة دكتوراه غير منشورة، جامعة زيان عاشور، الجلفة، الجزائر، 2019، حيث تناولت هذه الدراسة الأسس النظرية لسياسة التحرير المالي، ثم دراسة النمو الاقتصادي وربطه بسياسة التحرير المالي، ليتم بعدها تقديم دراسة تحليلية لأثر تطبيق سياسة التحرير المالي على النمو الاقتصادي في الجزائر وعينة من الدول النامية، وأهم النتائج التي توصلت إليها هذه الدراسة هي: إن سياسة التحرير المالي المطبقة في الجزائر سمحت بتحرير معدلات الفائدة وإنشاء عدد من البنوك والمؤسسات المالية الخاصة الوطنية والأجنبية، لكن انتشار الفساد والظروف الأمنية قلل من دور التحرير المالي في تحقيق النمو الاقتصادي، أما بالنسبة لدول جنوب شرق آسيا وأمريكا اللاتينية فكشفت الأزمات التي ضربتها الجوانب السلبية لسياسة التحرير المالي، حيث أصبحت هذه الأخيرة مصدرا للاضطرابات والأزمات المالية بدلا من أن تكون مصدرا لتحقيق النمو الاقتصادي، وبينت الدراسة القياسية تباين أثر مؤشرات التحرير المالي على النمو الاقتصادي في المدى القصير والبعيد، كما تم التوصل من خلال هذه الدراسة إلى أن نجاح تطبيق سياسة التحرير المالي في الدول النامية يجب أن يسبقه تعزيز مستوى التطور المالي وتحقيق الاستقرار على مستوى الاقتصاد الكلي.

## 12- هيكل الدراسة:

من أجل الإلمام بجوانب موضوع الدراسة تم تقسيم هذه الأخيرة إلى ثلاث فصول، بالإضافة إلى المقدمة والخاتمة، وذلك على النحو التالي:

- الفصل الأول: بعنوان مدخل نظري حول الأزمات المالية العالمية، سيتم من خلاله إظهار الإطار المفاهيمي حول الأزمات المالية العالمية، مروراً ببعض الأزمات التي شهدتها الاقتصاد العالمي، مع التركيز في آخر الفصل على الأزمة المالية العالمية لسنة 2008 والدروس المستفادة منها؛

- **الفصل الثاني:** بعنوان أساسيات حول سياسة التحرير المالي، نحاول فيه تسليط الضوء على ماهية التحرير المالي، إضافة للتطرق لأولى الدراسات التي عالجت موضوع التحرير المالي وهي أعمال ماكينون وشاو والانتقادات التي وجهت لها، وكذا إبراز متطلبات التحرير المالي والنهج الأمثل له؛
- **الفصل الثالث:** بعنوان أثر الأزمة المالية العالمية لسنة 2008 على سياسة التحرير المالي، حيث سنبرز فيه أثر الأزمة المالية العالمية لسنة 2008 على السياسة النقدية والمالية للدول، بالإضافة لأثرها على تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر والتوزيع الجغرافي له، وكذا أثرها على التنظيم المالي العالمي.

## الفصل الأول

# مدخل نظري حول الأزمات المالية العالمية

◆ المبحث الأول: الإطار المفاهيمي حول الأزمات  
المالية العالمية

◆ المبحث الثاني: نماذج من الأزمات المالية العالمية

◆ المبحث الثالث: الأزمة المالية العالمية لسنة 2008



**تمهيد:**

إن تكرار الأزمات المالية يعد ظاهرة مثيرة للقلق والاهتمام، خاصة بعد ارتفاع وتيرة وحدة هذه الأزمات في العقود الثلاثة الماضية وما ترتب عليها في كل مرة من آثار سلبية مست مختلف الجوانب: الاقتصادية الاجتماعية، السياسية، وحتى النفسية. كما أصبحت هذه الأزمات تنتقل من دولة إلى أخرى مما أعطى لها طابع الشمولية والعالمية.

وقد شهد العالم في خريف سنة 2008 أزمة مالية حادة، تحولت إلى أزمة اقتصادية هي الأكثر حدة منذ أزمة الكساد الكبير في ثلاثينيات القرن الماضي، حيث ضربت هذه الأزمة اقتصاد الولايات المتحدة الأمريكية، أقوى اقتصاد في العالم ثم امتدت إلى بقية اقتصاديات العالم، بحيث لم تقتصر على دولة معينة دون الأخرى، ولم تستثني الدول المتقدمة ولا الدول النامية، فكانت بحق أزمة عالمية.

وعليه سيتم التعرض في هذا الفصل إلى أهم ما يحيط بالأزمات المالية، ولذلك تم تقسيمه إلى المباحث التالية:

**المبحث الأول:** الإطار المفاهيمي حول الأزمات المالية العالمية؛

**المبحث الثاني:** نماذج من الأزمات المالية العالمية؛

**المبحث الثالث:** الأزمة المالية العالمية لسنة 2008.

## المبحث الأول: الإطار المفاهيمي حول الأزمات المالية العالمية

يعتبر موضوع الأزمات المالية العالمية من المواضيع الاقتصادية الأكثر تداولاً نظراً لكونها ذات طبيعة دورية، ولما لها من انعكاسات سلبية تهدد الاستقرار الاقتصادي للدول المعنية. وهذا ما يستدعي ضرورة الإحاطة بهذا الموضوع من خلال توضيح ماهية الأزمات المالية العالمية وأسبابها وكذلك مؤشرات الأزمات وقنوات انتقالها.

### المطلب الأول: ماهية الأزمات المالية العالمية

لقد تعددت التعاريف التي قدمها المختصون للأزمة المالية، وفي هذا المطلب سنتناول مجموعة من التعاريف التي تغطي الجوانب المختلفة للأزمة المالية، كما سنتطرق إلى خصائص الأزمة المالية وأنواعها.

### أولاً: مفهوم الأزمة والأزمة المالية

الأزمة في الإطار اللغوي لها مفهوم يختلف عن مفهوم الأزمة المالية في الإطار الاقتصادي، وهذا ما سيتم توضيحه.

#### 1- مفهوم الأزمة

"تعني الأزمة في اللغة العربية: الشدة والقحط، وأزم عن الشيء: أمسك عنه، وأزم على الشيء أزماً: عض بالفم كله عضاً شديداً، وتأزم: أصابته أزمة. وفي اللغة الإنجليزية يعرفها قاموس ويسترن Crisis بأنها نقطة تحول إلى الأحسن أو إلى الأسوأ، في مرض خطير أو خلل في الوظائف، أو تغيير جذري في حالة الإنسان وفي أوضاع غير مستقرة. وعرفها قاموس أمريكان هيرتيج بأنها وقت أو قرار حاسم، أو حالة غير مستقرة تشمل تغييراً حاسماً، متوقفاً كما في الشؤون السياسية. أما قاموس أكسفورد، فعرفها بأنها نقطة تحول، أو لحظة حاسمة في مجرى حياة الإنسان، كالأزمة المالية أو السياسية. وكذلك عرف قاموس جامعة أكسفورد الأزمة، بأنها نقطة التحول في تطور المرض، أو تطور الحياة، أو تطور التاريخ، ونقطة التحول هذه، هي وقت يتسم بالصعوبة والخطر والقلق من المستقبل، ووجوب اتخاذ قرار محدد وحاسم في فترة زمنية محددة"<sup>1</sup>.

"الأزمة بمعناها العام هي خلل نتيجة لأوضاع غير مستقرة، يترتب عليها تطورات غير متوقعة نتيجة عدم القدرة على احتوائها من قبل الأطراف المعنية وغالباً ما تكون بفعل الإنسان"<sup>2</sup>.

#### 2- مفهوم الأزمة المالية

"ظهرت لأول مرة عبارة "أزمة مالية" (Crise financière) عند الكاتب الكونت دي لاس كاز (Comte de las cases) (1766-1842) في عام 1823 م"<sup>3</sup>.

تعددت مفاهيم الأزمة المالية ومن المفاهيم المبسطة للأزمة المالية ما يلي:

"هي انهيار النظام المالي برمته مصحوباً بفشل عدد كبير من المؤسسات المالية وغير المالية مع انكماش حاد في النشاط الاقتصادي"<sup>1</sup>.

<sup>1</sup> جواد كاظم البكري، فح الاقتصاد الأمريكي- الأزمة المالية 2008، الطبعة الأولى، مركز حمورابي للبحوث والدراسات الإستراتيجية، بغداد، العراق، 2011، ص 17

<sup>2</sup> عبد الله خبابية، الاقتصاد المصرفي، النقود، البنوك التجارية، البنوك الإسلامية، السياسة النقدية، الأسواق المالية، الأزمة المالية، الدار الجامعية الجديدة للنشر، الإسكندرية، مصر، 2013، ص 343

<sup>3</sup> إبراهيم أبو العلا وآخرون، الأزمة المالية العالمية، أسباب وحلول من منظور إسلامي، الطبعة الأولى، مركز النشر العلمي، جدة، المملكة العربية السعودية، 2009، ص 8

"هي تلك التذبذبات العميقة التي تؤثر كلياً أو جزئياً على مجمل المتغيرات المالية، وعلى حجم الإصدار وأسعار الأسهم والسندات وإجمالي القروض والودائع المصرفية وتعتبر عن الانهيار الشامل في النظام المالي والنقدي"<sup>2</sup>.

"الأزمة المالية عبارة عن اضطراب حاد ومفاجئ في بعض التوازنات الاقتصادية يتبعه انهيار في عدد من المؤسسات المالية تمتد آثاره إلى القطاعات الأخرى"<sup>3</sup>.

من خلال التعاريف السابقة يمكن القول أن الأزمة المالية هي عبارة عن اضطراب حاد ومفاجئ في بعض التوازنات الاقتصادية، ينتج عنها تأثير كلي أو جزئي في مجمل المتغيرات المالية، مما يؤدي إلى انهيار النظام المالي برمته وانكماش حاد في النظام الاقتصادي.

### ثانياً: خصائص الأزمة المالية

يمكن الوقوف على جملة من الخصائص التي تميز الأزمة المالية نوردتها فيما يلي:<sup>4</sup>

**الأزمة المالية حدث مفاجئ وغير متوقع يستقطب اهتمام الجميع:** تتميز الأزمة المالية بأنها تقع بشكل مفاجئ وهي تزداد قسوة بقدر عدم توقعها، مما يدفع بصاحب القرار إلى ضرورة اتخاذ قرار فوري وعاجل للحد من آثارها، وهو ما يصعب عليه الاختيار بين البدائل المطروحة أمامه، والأزمة المالية حدث مفاجئ في كل جوانبه أو في جانب من جوانبه الجوهرية، بمعنى أن هذه الأزمة لم تكن متوقعة إطلاقاً، أو أنها كانت متوقعة إلا أن المفاجئ فيها هو مدى تأثيرها، سرعة انتشارها، ضخامة الخسائر المترتبة عنها، توقيت وقوعها. كما أن عنصر المفاجئة يجعلها تستقطب الجميع من وسائل إعلام، أصحاب القرار، المؤسسات المالية، المستثمرين؛

**التعقيد والتشابك والتداخل في عواملها وأسبابها:** الأزمة المالية تتميز بتعقيد وتشابك وتداخل الأحداث المسببة لها، فهي ناتجة عن العديد من العوامل والأسباب ذات الأزمنة والأمكنة المختلفة، والتي تضافرت فيما بينها لإحداث هذه الأزمة؛

**ضيق الوقت المخصص لمواجهتها:** إن حدوث أزمة مالية يستدعي تدخل أصحاب القرار بشكل سريع من أجل احتواء آثارها والحد من انتشارها، وعند ذلك يجد أصحاب القرار أنفسهم أمام العديد من البدائل المطروحة للقيام بهذه المهمة غير أن ضيق الوقت يكون حائلاً بينهم وبين دراسة هذه البدائل من أجل اختيار البديل الأكثر ملائمة لمواجهتها وهو ما قد يدفع بهم إلى محاولة إطالة وقت هذه الأزمة حتى يتسنى لهم اختيار البديل الأنسب؛

**عدم وضوح الرؤية وسيادة حالة من الخوف:** أمام تسارع الأحداث ونقص المعلومات المتوفرة، يسود نوع من الغموض يمنع الرؤية بشكل واضح وهو ما يصعب من مهمة أصحاب القرار في اتخاذ التدابير الملائمة، كما تسود حالة من الخوف قد تصل إلى حد الرعب من آثار الأزمة وتداعياتها نتيجة الشك في نجاعة التدابير المتخذة والنتائج المترتبة عنها وانعكاس ذلك على أصحاب المصالح المتباينة.

<sup>1</sup> توفيق خير الدين خليفة خير الله، العولمة المالية ودورها في خلق الأزمات الاقتصادية- رؤية شرعية اقتصادية، الطبعة الأولى، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، مصر، 2015، ص 87

<sup>2</sup> عبد الكريم شنجار العيساوي، عبد المهدي رحيم العويدي، السيولة الدولية في ظل الأزمات الاقتصادية والمالية، الطبعة الأولى، دار الصفاء للنشر والتوزيع، عمان، 2014، ص 180

<sup>3</sup> جواد كاظم البكري، مرجع سبق ذكره، ص 31

<sup>4</sup> فارس بن رفرق، مواجهة الأزمة المالية العالمية بين تدابير صندوق النقد الدولي وخطة الإنقاذ الأمريكية، مذكرة ماجستير غير منشورة في العلوم الاقتصادية، جامعة سطيف 1، الجزائر، 2013، ص 6، 5

## ثالثاً: أنواع الأزمات المالية

تأخذ الأزمات المالية تصنيفات وأنواع متعددة ومن أهمها ما يلي:

1- **الأزمة المصرفية:** تظهر الأزمة المصرفية عندما يواجه بنك ما زيادة كبيرة ومفاجئة في طلبات سحب الودائع، فيما أن البنك يقوم بإقراض أو تشغيل معظم الودائع لديه ويحتفظ بنسبة بسيطة لمواجهة طلبات السحب اليومي، فلن يستطيع بطبيعة الحال الاستجابة لطلبات المودعين إذا ما تخطت تلك النسبة، وبالتالي يحدث ما يسمى أزمة سيولة لدى البنك. وإذا حدثت مشكلة من هذا النوع وامتدت إلى بنوك أخرى، فتسمى في تلك الحالة أزمة مصرفية. وعندما يحدث العكس، أي تتوافر الودائع لدى البنوك وترفض تلك البنوك منح القروض خوفاً من عدم قدرتها على الوفاء بطلبات السحب تحدث أزمة في الإقراض وهو ما يسمى بأزمة الائتمان<sup>1</sup>.

2- **أزمات العملة وأسعار الصرف:** تحدث عندما تتغير أسعار الصرف بسرعة بالغة بشكل يؤثر على قدرة العملة على أداء مهمتها كوسيط للتبادل ومخزن للقيمة، لذلك تسمى هذه الأزمة أيضاً أزمة ميزان المدفوعات، وتحدث تلك الأزمة لدى اتخاذ السلطات النقدية قرار بخفض سعر العملة نتيجة عمليات المضاربة وبالتالي تحدث أزمة قد تؤدي لانتهاء تلك العملة، وعلى الرغم من أن قرار تعويم أو خفض سعر الصرف للعملة الوطنية قد يبدو قراراً تطوعياً من السلطات النقدية، إلا أنه في أغلب الحالات قد يكون قراراً ضرورياً تتخذه في حالة وجود قصور في تدفقات رأس المال الأجنبي أو تزايد التدفقات الخارجية. بعض تلك الأزمات لها أثر محدود على القطاع غير المالي أما البعض الآخر فيلعب دوراً أساسياً في تباطؤ النمو الاقتصادي، وحدث الانكماش، بل قد تصل لدرجة الكساد<sup>2</sup>.

3- **أزمات الأسواق المالية:** تحدث أزمات أسواق المال نتيجة ما يعرف اقتصادياً بظاهرة "الفقاعات"، تتكون "الفقاعة" عندما يرتفع سعر الأصول بشكل يتجاوز قيمتها العادلة، على نحو ارتفاع غير مبرر، وهو ما يحدث عندما يكون الهدف من شراء الأصل هو الربح الناتج عن ارتفاع سعره وليس بسبب قدرة هذا الأصل على توليد الدخل، في هذه الحالة يصبح انهيار أسعار الأصل مسألة وقت عندما يكون هناك اتجاه قوي لبيعه، فيبدأ سعره بالهبوط ومن ثم تبدأ حالات الذعر في الظهور، فتنهار الأسعار، ويمتد هذا الأثر نحو أسعار الأصول الأخرى سواء في القطاع نفسه أو في القطاعات الأخرى<sup>3</sup>.

4- **أزمة الديون:** تحدث أزمة الديون عندما يتوقف المقرض عن السداد أو عندما يعتقد المقرضون أن التوقف عن السداد ممكن الحدوث، ومن ثم يتوقفون عن تقديم قروض جديدة، ويحاولون تصفية القروض القائمة. وقد ترتبط أزمة الديون بدين تجاري (خاص) أو بدين سيادي (عام)<sup>4</sup>.

كما يمكن القول أنها تنشأ عندما تعجز الدولة عن سداد قروضها والفوائد المترتبة عليها وتعتبر هذه الأزمة من أخطر الأزمات المالية لكونها تجعل الدول أكثر تبعية وأضعف موقفاً مالياً أمام العالم الخارجي وترتبط أزمة الديون عندما يتوقف القطاع العام عن سداد التزاماته مما يؤدي إلى هبوط حاد في تدفقات رؤوس

<sup>1</sup> نزهان محمد سهو، الأزمة المالية العالمية الراهنة المفهوم، الأسباب، التداعيات، مجلة الإدارة والاقتصاد، العدد 83، جامعة المستنصرية، العراق، 2010، ص 256، 255

<sup>2</sup> فطيمة لبعل، انعكاسات الأزمة المالية العالمية لسنة 2008 على الصادرات النفطية للدول العربية، أطروحة دكتوراه غير منشورة في العلوم الاقتصادية، جامعة محمد خيضر، بسكرة، الجزائر، 2017، ص 9

<sup>3</sup> حمزة ديار، انعكاسات الأزمة المالية العالمية على الأمن الغذائي في الوطن العربي- دراسة تحليلية وفق نموذج (swot)، مذكرة ماجستير غير منشورة في العلوم الاقتصادية، جامعة محمد خيضر، بسكرة، الجزائر، 2013، ص 6، 5

<sup>4</sup> نادية العقون، العولمة الاقتصادية والأزمات المالية "الوقاية والعلاج" دراسة لأزمة الرهن العقاري في الولايات المتحدة الأمريكية، أطروحة دكتوراه غير منشورة في العلوم الاقتصادية، جامعة الحاج لخضر، باتنة، الجزائر، 2013، ص 9

الأموال إلى الداخل، وقد يحصل تعثر في السداد لمجموعة من الأسباب أهمها الملاءة المالية المشكوك بها للمقترض وتساهل إدارة البنوك في منح الائتمان دون ضمانات كافية من المقترض<sup>1</sup>.

### المطلب الثاني: أسباب الأزمات المالية

توجد جملة من الأسباب والظروف التي تشابكت لإحداث معظم الأزمات المالية التي عرفها الاقتصاد العالمي، ويمكن حصر أهم هذه الأسباب فيما يلي:

#### أولاً: عدم استقرار الاقتصاد الكلي

إن أحد أهم مصادر الأزمات الخارجية هو التقلبات في شروط التبادل التجاري. فعندما تنخفض شروط التجارة يصعب على عملاء البنوك المشتغلين بنشاطات ذات العلاقة بالتصدير والاستيراد الوفاء بالتزاماتهم خصوصاً خدمة الديون. وتشير بيانات البنك الدولي إلى أن حوالي 75% من الدول النامية التي حدثت بها أزمة مالية، شهدت انخفاضاً في شروط التبادل التجاري بحوالي 10% قبل حدوث الأزمة. وشكل انخفاض شروط التجارة سبباً رئيسياً للأزمة المالية في حالة كل من فنزويلا والإكوادور، حيث الاعتماد الكبير على صادرات النفط الخام مع صغر حجم الاقتصاد وقلة تنوعه. وتعتبر التقلبات في أسعار الفائدة العالمية أحد المصادر الخارجية المسببة للأزمات المالية في الدول النامية. فالتغيرات الكبيرة في أسعار الفائدة عالمياً لا تؤثر فقط على تكلفة الاقتراض بل الأهم من ذلك أنها تؤثر على تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر إلى الدول النامية ودرجة جاذبيتها. ويقدر أن ما بين 50-67% من تدفقات رؤوس الأموال من وإلى الدول النامية خلال حقبة التسعينات كان سببها المباشر التقلبات في أسعار الفائدة عالمياً. كما تعتبر التقلبات في أسعار الصرف الحقيقية المصدر الثالث من مصادر الاضطرابات على مستوى الاقتصاد الكلي والتي كانت سبباً مباشراً أو غير مباشر لحدوث العديد من الأزمات المالية. وأكدت دراسات مختلفة على هذه الحقيقة، وأظهرت أن 22 دولة نامية في أمريكا الجنوبية قد عانت من اضطرابات في أسعار الفائدة الحقيقية بمعدل أعلى من أي إقليم في العالم بما في ذلك دول جنوب شرق آسيا. وذكرت الدراسة أنه عند وقوع الأزمات المالية حدث ارتفاع حاد في أسعار الصرف الحقيقية كأحد آثار ارتفاع الأرباح في قطاع التجارة الخارجية أو ارتفاع أسعار الفائدة المحلية<sup>2</sup>.

أما في الجانب المحلي، فهناك التقلبات في معدل التضخم التي تعتبر عنصراً حاسماً في مقدرة القطاع المصرفي على القيام بدور الوساطة المالية وخصوصاً منح الائتمان وتوفير السيولة. وقد اعتبر الركود الاقتصادي الناتج عن ارتفاع مستويات الأسعار سبباً مباشراً لحدوث الأزمات المالية في العديد من دول أمريكا الجنوبية ودول العالم النامي. كما أن هناك آثاراً سلبية أخرى على مستوى النمو في الناتج المحلي الإجمالي والتي كان لها دوراً هاماً في التهيئة لحدوث الأزمات المالية.

#### ثانياً: اضطرابات القطاع المالي

اضطرابات القطاع المالي نحددها في النقاط التالية:

1- **ضعف النظم المحاسبية والرقابية:** إن النظام المحاسبي والرقابي من أهم مقومات النظام المالي والمصرفي لأي دولة، فكلما كان هذا النظام يعمل بصورة جيدة ويتمتع بالشفافية والإفصاح كلما قلت الأزمات المالية، أما إذا كان ضعيفاً فإنه سوف ينعكس بشكل سيء على أداء المصارف، ويرى معظم المحللين أن ضعف النظم المحاسبية المتبعة وإجراءات الإفصاح المحاسبي يؤدي إلى تدهور معدلات الربحية ولا يستطيع المستثمر

<sup>1</sup> عبد الكريم شنجار العيساوي، عبد المهدي رحيم العويدي، مرجع سبق ذكره، ص 183

<sup>2</sup> ناجي التوني، الأزمات المالية، سلسلة دورية تعنى بقضايا التنمية في الأقطار العربية، العدد 29، الكويت، ماي 2004، ص 4

الخاص والمشفرون على رقابة البنوك من إدارة وتنظيم البنوك التي ترتكب أخطاء بدون توفر معلومات بالدقة والموضوعية والشمول حول ملاءة العملاء والمقترضين، كما يظهر للمتتبع التاريخي للأزمات المالية أن التنظيم والرقابة يأتیان دائماً بعد حدوث الأزمة، كما يظهر أن السلطات النقدية للدول التي تعرضت للأزمات المالية لم تتجح بالتنبؤ بحدوثها أو الوقاية منها<sup>1</sup>.

2- **عدم التلاؤم بين أصول وخصوم المصارف:** يؤدي التوسع في منح القروض إلى ظهور مشكلة عدم التلاؤم والمطابقة بين أصول وخصوم المصارف، خصوصاً من جانب عدم الاحتفاظ بقدر كاف من السيولة لمواجهة التزاماتها الحاضرة والعاجلة في فترات تكون فيها أسعار الفائدة العالمية مرتفعة أكثر جاذبية من أسعار الفائدة المحلية، أو عندما تكون أسعار الفائدة المحلية عالية وسعر الصرف ثابتاً ما يغري المصارف المحلية بالاقتراض من الخارج. ويتعرض زبائن المصارف كذلك إلى عدم التلاؤم بالنسبة للعملة الأجنبية والأمر نفسه بالنسبة لفترات الاستحقاق<sup>2</sup>.

3- **التحرر المالي غير الوقائي:** يعد التحرر المالي غير الوقائي أحد الأسباب للأزمة المالية، إذ أن تحرير رؤوس الأموال بعد مدة طويلة من الانغلاق مع تحرير أسعار الفائدة المحلية يجعل المصارف المحلية غير قادرة على حماية نفسها مما يجعل الأزمة المالية نتيجة لا مفر منها، كما حصل للدول النامية التي انتهجت سياسة الانفتاح الاقتصادي كالمكسيك ودول جنوب شرق آسيا. إذ يترافق التحرر المالي مع التوسع في منح الائتمان والذي يؤدي بدوره إلى ارتفاع أسعار الفائدة المحلية خاصة في القروض العقارية أو المخصصة للاستثمار في سوق الأوراق المالية هذا من ناحية، ومن ناحية أخرى فإن التحرر المالي يؤدي إلى استحداث مخاطر ائتمانية جديدة للمصارف والقطاع المالي، وقد لا يستطيع العاملون في المصارف تقييمها والتعامل معها بحذر ووقاية، إذ أن التحرر المالي يعني دخول مصارف أخرى في السوق المالية مما يزيد من الضغوط التنافسية على البنوك المحلية لاسيما في أنشطة ائتمانية غير مهياة لها وقبول أنواع جديدة من المخاطر قد لا يتحملها البنك<sup>3</sup>.

### ثالثاً: تشوه نظام الحوافز

دلت التجارب العالمية على أن الإدارات العليا في المصارف وقلة خبرتها، كانت من الأسباب الأساسية للأزمات المصرفية وأن عملية تعديل هيكل المصرف وتدوير المناصب الإدارية لم تتجح في تفادي حدوث الأزمات أو الحد من أثارها لأن نفس الفريق الإداري ظل في مواقع اتخاذ القرارات، بحيث لم يحدث تغير حقيقي في الإدارة وطريقة تقييمها وإدارتها لمخاطر الائتمان. ودلت التجارب كذلك على أن الإدارات العليا في حالات متعددة نجحت في أن تخفي الديون المعدومة للمصرف لسنوات، وذلك نتيجة لضعف الرقابة المصرفية من ناحية وضعف النظم والإجراءات المحاسبية من ناحية أخرى. وهذا الوضع جعل من الصعب التعرف على العلامات السابقة لحدوث الأزمات المالية والاستعداد الجيد لتفادي حدوثها والتخفيف من أثارها<sup>4</sup>.

### رابعاً: سياسات سعر الصرف

تلعب سياسات سعر الصرف دوراً مؤثراً في حدوث الأزمات المالية وخاصة في ظل أسعار الصرف الثابتة لعدم قدرة البنك المركزي أن يأخذ دوره بصفته الملاذ الأخير للإقراض بالعملة الأجنبية، لأن الأخير سوف يخسر حجماً كبيراً من احتياطياته النقدية الأجنبية، وإذا لم يمتلك البنك الاحتياطات اللازمة فسوف تحدث أزمة العملة كما حدث في المكسيك عام 1995 والأرجنتين عام 2004، وسوف ينعكس هذا في ظهور العجز في

<sup>1</sup> عبد الكريم شنجار العيساوي، عبد المهدي رحيم العويدي، مرجع سبق ذكره، ص 185

<sup>2</sup> عبد القادر بريش، محمد طرشي، التحرير المالي وعدوى الأزمات المالية، الملتقى الدولي حول الأزمة المالية الراهنة والبدائل المالية والمصرفية- النظام المصرفي الإسلامي نموذجاً، المركز الجامعي خميس مليانة، عين الدفلى، الجزائر، يومي 5-6 ماي 2009

<sup>3</sup> عبد الكريم شنجار العيساوي، عبد المهدي رحيم العويدي، مرجع سبق ذكره، ص 184

<sup>4</sup> عبد القادر بريش، محمد طرشي، مرجع سبق ذكره

ميزان المدفوعات ومن ثم نقص في عرض النقد وارتفاع أسعار الفائدة المحلية وتفاقم حدة الأزمات على القطاع المصرفي، وعندما تتبع سياسة سعر الصرف المرن فإن حدوث أزمة العملة تؤدي إلى تخفيض قيمتها وزيادة الأسعار المحلية مما يؤدي إلى تخفيض قيمة أصول وخصوم المصارف إلى مستوى أقل اتساقاً مع متطلبات الأمان المصرفي<sup>1</sup>.

#### خامساً: الفساد المستشري في المجال الاقتصادي، المالي والإداري

وذلك بتقديم أرقام وهمية عن أرباح خيالية تساهم في رفع أسعار أسهم هذه الشركات وتضليل المستثمرين، ليستفيد المديرون بتضخيم مكافآتهم السنوية دون مبالاة بخسائر حملة الأسهم وأصحاب المعاشات من جراء إفلاس الشركات أو هبوط أسعار الأسهم في البورصة. وقد أرجع الاقتصادي الأمريكي المعروف جوزيف ستيجلز "Joseph E. Stiglitz" الحائز على جائزة نوبل في علم الاقتصاد أن السبب الكامن وراء اتساع رقعة ممارسات الفساد والتدليس المالي في الاقتصاد الأمريكي إلى عاملين أساسيين:

- 1- تمتع رؤساء الشركات الأمريكية الكبرى بما يسمى (Stock options)، أي التمتع بالحصول على حوافز في شكل مجموعة من أسهم الشركات التي يعملون بها، وبالتالي تكون مصلحتهم في الحفاظ على مستوى أسعار مرتفعة لتلك الأسهم، لتتم تصفيتها في وقت الذروة، وجنيهم الأرباح الكبيرة من وراء ذلك.
- 2- قيام شركات المحاسبة والمراجعة في ظل النظام الأمريكي بأعمال الاستشارات جنباً إلى جنب مع أعمال المراجعة، وهو ما يؤدي إلى التلاعب بالحسابات والقوائم المالية، وفقاً لأهواء الإدارة، حتى لا تفقد تلك المكاتب الأتعاب الاستشارية الضخمة التي تفوق بكثير أتعاب المراجعة<sup>2</sup>.

#### سادساً: ضعف الانضباط المالي

يمثل الافتقار إلى الانضباط المالي أحد أهم الأسباب التي تؤدي إلى اندفاع الدول نحو الأزمات المالية والمصرفية، ويكون ذلك عندما لا تتوفر نفس المعلومات للجميع وحينها تنعدم الثقة بين تلك الأطراف (المقرض والمقترض). هذا ينتج عنه معلومات غير متماثلة وهي تعبر عن موقف يكون أحد الأطراف المتعاملين في النواحي المالية لديه معلومات أكثر من الآخرين، مما يترتب على ذلك أن الطرف الآخر لن يستطيع تقييم المخاطر بشكل سليم وينتج عنه اتخاذ قرارات خاطئة، كما يترتب عليه تزايد المخاطر المعنوية، في نفس الوقت تنشأ ظاهرة ما يسمى بالمستفيد المجاني حيث لا يستطيع من لديه معلومات منع الآخرين من الاستفادة منها<sup>3</sup>.

#### المطلب الثالث: مؤشرات الأزمة المالية وقنوات انتقالها

لا توجد مؤشرات واضحة للدلالة على حدوث الأزمات مستقبلاً بشكل يقيني، وإلا أمكن معالجة الموقف بمجرد ظهورها، ومن ثم إمكانية تجنب الأزمة، ففي الحقيقة هناك مجموعة من المؤشرات الدالة فقط على مواقف تتسم بتزايد مخاطر التعرض للأزمات، والمنهج الشائع للاستخدام هو بناء "نظام للإنذار المبكر"، يعني تحديد مجموعة من المتغيرات الاقتصادية التي يختلف سلوكها في الفترة التي تسبق الأزمة عن سلوكها المعتاد، فمن خلال مراقبة هذه المتغيرات، يمكننا التنبؤ بوقوع الأزمة<sup>4</sup>. هذه المؤشرات الدالة التي يمكن من خلالها التنبؤ بقرب حدوث أزمة مالية، منها ما يتصل بالسياسات الاقتصادية الكلية، ومنها ما يتعلق بالخصائص الهيكلية

<sup>1</sup> عبد الكريم شنجار العيساوي، عبد المهدي رحيم العويدي، مرجع سبق ذكره، ص 185  
<sup>2</sup> محمد عبد الوهاب العزاوي، عبد السلام محمد خميس، الأزمات المالية قديمها وحديثها أسبابها ونتائجها، والدروس المستفادة، الطبعة الأولى، دار إثراء للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2010، ص 85  
<sup>3</sup> عبد الغني حريري، دور التحرير المالي في الأزمات والتعثر المصرفي، الملتقى العلمي الدولي حول الأزمة المالية والاقتصادية الدولية والحوكمة العالمية، جامعة فرحات عباس، سطيف، الجزائر، أيام 20-21 أكتوبر 2009  
<sup>4</sup> خديجة لطروش، تحليل الأزمات المالية العالمية أي أثر على الاقتصاد الجزائري، مذكرة ماستر غير منشورة في العلوم الاقتصادية، جامعة عبد الحميد بن باديس، مستغانم، الجزائر، 2017، ص 12

للأسواق المالية والنقدية. كما توجد قنوات تنتقل عبرها الأزمات المالية وتنتشر في مختلف الدول التي ترتبط اقتصادياتها بعضها ببعض.

وقد أجمعت العديد من الدراسات على الأعراض المختلفة للأزمات المالية ويكفي وجود عدد منها كي يكون النظام المالي والمصرفي معرضاً لأزمة مالية، ومن أهمها:<sup>1</sup>

- قيام المصارف بالإفراط في الإقراض دون ضمانات كافية؛
- اتجاه رؤوس الأموال الأجنبية للهروب للخارج وتزداد خطورة عندما يكون جزء كبير من الائتمان موجهاً للقطاع الخاص؛
- تدفقات رأس المال الأجنبي حيث كلما كانت تلك التدفقات قصيرة الأجل تزايد ميل الاقتصاد لتعرضه لأزمة مصرفية؛
- انهيار العملة يؤدي إلى تدهور أوضاع المصارف وتزايد خسائرها وتعرضها للإعسار وتنشأ معها أزمات مصرفية؛
- قيام كل المستثمرين والمقرضين باتخاذ قرارات خاطئة أسوة بالآخرين (سلوك القطيع) مما يؤدي إلى تعميق الأزمة وزيادة الخسائر خصوصاً عندما يقوم المستثمرون بتسييل الأصول التي يملكونها.

#### أولاً: المؤشرات المتصلة بالسياسات الاقتصادية الكلية

يوجد العديد من المؤشرات الاقتصادية العامة التي يمكن التنبؤ من خلالها بإمكانية حدوث أزمة مالية وتتصل بالسياسات الاقتصادية الكلية في الدولة، وينجم عنها حالة من عدم الثقة لدى المستثمرين في قدرة الاقتصاد الكلي لهذه الدولة على تحقيق طموحاتهم الاستثمارية، حيث دائماً ما تتوجه هذه الاستثمارات إلى حيث تجد المناخ الملائم للنمو، ومن بين هذه المؤشرات:<sup>2</sup>

- ارتفاع معدل التضخم والمستوى العام للأسعار؛
- نمو سريع في التدفق النقدي؛
- انخفاض حقيقي لمعدل نمو الصادرات؛
- عجز مالي متزايد؛
- ارتفاع معدل التبادل بالنسبة للاتجاه السائد؛
- النمو السريع في الإعتمادات المالية المحلية كنسبة مئوية من الناتج القومي الإجمالي؛
- ارتفاع نسبة القروض غير المنتجة إلى إجمالي القروض؛
- ارتفاع نسبة العجز في الحسابات الجارية كنسبة مئوية من الناتج القومي الإجمالي؛
- نمو الديون الخارجية وزيادة الديون في العملات الأجنبية؛
- انخفاض قيمة الاحتياطي النقدي من العملات الحرة؛
- انخفاض النمو الاقتصادي الحقيقي بتراجع الناتج المحلي الإجمالي بعد ثبات استقراره؛
- ارتفاع معدل الأسعار والأرباح؛
- ارتفاع معدلات الفائدة المحلية على الودائع والقروض المحلية؛
- الارتفاع في معدل البطالة.

<sup>1</sup> نور محمد فواز العقاد، الأزمة المالية العالمية وأثرها في السيولة في المصارف- دراسة تطبيقية على المصرف التجاري السوري، مذكرة ماجستير في إدارة الأعمال، جامعة دمشق، سوريا، 2014، ص 20

<sup>2</sup> رقيقة صباغ، الأزمة المالية العالمية وأثرها على الدول النامية- دراسة تحليلية لأثر أزمة الرهن العقاري على اقتصاديات دول مجلس التعاون لدول الخليج العربي، أطروحة دكتوراه غير منشورة في العلوم الاقتصادية، جامعة أبو بكر بلقايد، تلمسان، الجزائر، 2014، ص 18



## ثانيا: المؤشرات المتصلة بالخصائص الهيكلية للأسواق المالية والنقدية

يمكن إجمال أهم المؤشرات التي تنبئ بقرب حدوث الأزمات المالية، وتتصل بالأسواق النقدية والمالية فيما يلي:<sup>1</sup>

- نظام جمود معدلات التبادل؛
- غلبة الأصول المالية عالية المخاطر كأصول العقارية على أسواق الائتمان؛
- تسرب الضعف إلى الجهاز الإداري المنوط به الإشراف على أسواق رأس المال وقطاعات البنوك؛
- غياب الشفافية والإفصاح اللتان يستلزمهما التطبيق السليم لمعايير المحاسبة الدولية عند عرض القوائم المالية للمؤسسات الاقتصادية، مما يحجب عن المستثمرين الظروف التي تساعد على تقييم أصول هذه المؤسسات، وبالتالي أسواق المال وقطاعات البنوك بصورتها الحقيقية؛
- ارتفاع معدل التغير للديون الخارجية؛
- ارتفاع حجم الدين الخارجي قصير الأجل؛
- تحرر سوق المال الحديث؛
- إطار ضعيف للإشراف على الأموال وتنظيمها؛
- أسواق الائتمان مضمونة بأصول مالية أو عقارية؛
- سيطرت بعض المؤسسات على سوق الأسهم؛
- سيطرت بعض الصناعات على سوق الأسهم؛
- الرقابة على دخول السوق والخروج منه.

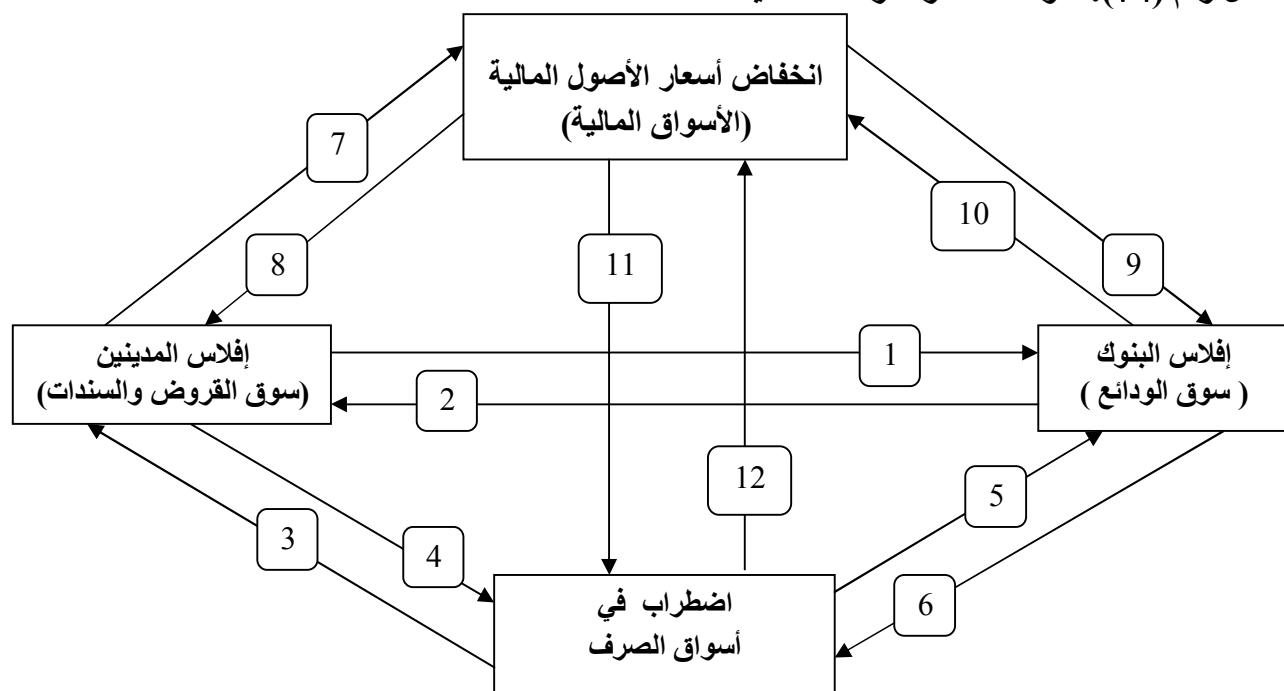
## ثالثا: قنوات انتقال الأزمة المالية

تعرف الأزمة المالية على أنها مجموعة من حلقات الإضراب المالي التي تقود إلى الأخطار، هذه الإضرابات تمس أحد الأسواق التالية: سوق الاستدانة (سوق القروض والسندات)، سوق الصرف، سوق الودائع وسوق الأموال الخاصة، لكنها سرعان ما تنتقل إلى الأسواق الأخرى عبر قنوات انتشار يمكن توضيحها في الشكل التالي:<sup>2</sup>

<sup>1</sup> المرجع السابق، ص19

<sup>2</sup> نور الدين جليد، تصميم نظام الإنذار المبكر وعدوى الأزمات المالية، مجلة علوم الاقتصاد والتسيير والتجارة، المجلد 01، العدد 28، جامعة الجزائر3، الجزائر، 2013، صص143،146

الشكل رقم (1-1): قنوات انتشار الأزمات المالية



المصدر : نور الدين جليد، المرجع السابق، ص 144.

**القناة الأولى:** تمثل انتقال أزمة المديونية من سوق القروض والسندات نحو الجهاز المصرفي فالانقطاع عن دفع خدمة الديون الخاصة من طرف بعض الدول قد يؤثر سلبا على البنوك ويزيد من احتمال إفلاسها.

**القناة الثانية:** تبين الحالة العكسية للقناة الأولى، حيث أن ظهور حالات إفلاس لدى البنوك سيؤدي إلى انخفاض تقديم القروض إلى المدينين وبالتالي احتمالات إفلاسهم كذلك.

**القناة الثالثة:** أزمة في سعر الصرف من شأنها أن تؤدي إلى اضطرابات في أسعار السندات نتيجة تخلي المستثمرين عنها والتحول إلى سندات بعملة أخرى.

**القناة الرابعة:** إفلاس المدينين من شأنه أن يحدث هلعاً لدى المستثمرين (الأجانب خاصة) فيقومون بالتخلي عن تلك السندات، فيحدث هناك اضطراب في سعر صرف عملتها نتيجة كميات البيع الكبيرة المعروضة.

**القناة الخامسة:** قد يؤدي تخفيض قيمة العملة أو مجرد توقعات بذلك إلى ظهور موجة من سحب الودائع لدى البنوك قصد تحويلها إلى عملات أجنبية لتفادي خسائر في رأس المال (خسائر الصرف) وهو ما سبب أزمة مصرفية لدى البنوك.

**القناة السادسة:** إذا تم إفلاس العديد من البنوك ذات الالتزامات مع الخارج خاصة، سيؤدي ذلك إلى تسجيل خسائر الصرف من طرف الأعوان الذين يقومون بعمليات مع الخارج.

**القناتين السابعة والثامنة:** تمثل القناتين الانتقال من الأزمة في أسواق الأسهم إلى أزمة في أسواق السندات، وهي غالبية الحدوث بالنظر إلى أن الاستثمار في السندات هو بديل عن الاستثمار في الأسهم. فنتيجة ارتفاع سعر الفائدة تصبح السندات قديمة الإصدار أقل مردودية من تلك الحديثة الإصدار بالإضافة إلى هذا تصبح الأسهم بدورها أقل مردودية من السندات الحديثة الإصدار وهذا ما يدفع بالمستثمرين إلى استبدال الأسهم مقابل السندات الجديدة الإصدار مما يعني حدوث أزمة في سوق الأموال الخاصة.

**القناتين التاسعة والعاشر:** تعبر عن انتقال الأزمة من أسواق الودائع إلى أسواق المال والعكس حيث أن عدد كبير من البنوك تعتبر كمتعاملين في السوق المالية، سواء كوسطاء ماليين أو تجار أوراق مالية، كما أن البنوك خاصة في الدول المتقدمة تمتلك حصة كبيرة من رسملة السوق المالي، فقد تضطر البنوك عند إفلاسها إلى بيع حصص أسهمها في السوق المالي مما يؤدي إلى انخفاض سعر الأسهم وبالتالي حدوث أزمة في سوق الأموال الخاصة ( الانتقال من أزمة بنكية إلى أزمة السوق المالي: القناة العاشرة ). كما أن الانخفاض الحاد في مؤشرات البورصة قد يؤدي إلى حدوث أزمة بنكية بإمكانية تعرض عدد كبير من البنوك للإفلاس باعتبارها متعامل في السوق المالي (القناة التاسعة).

**القناة الحادية عشر:** قد يؤدي انخفاض مؤشرات البورصة (أزمة سوق مالي) إلى طرح (بيع) الأصول المالية من قبل المتعاملين في السوق المالي وحصولهم على السيولة، مما يعني سحب العملة النقدية من السوق وبالتالي حدوث أزمة في سوق الصرف.

**القناة الثانية عشر:** يؤدي تخفيض قيمة العملة أو مجرد توقعات بذلك إلى حدوث هلع كبير لدى المستثمرين الأجانب فيقومون بالتخلي عن أصولهم المالية المقيمة بتلك العملة والذي ينجر عنه انخفاض لأسعار الأصول المالية في السوق المالي.

### المبحث الثاني: نماذج من الأزمات المالية العالمية

عرف القرنين العشرين والواحد والعشرين العديد من الأزمات المالية بمختلف أنواعها، وكثرت الأزمات بعد السبعينات من القرن العشرين مع ظهور سياسة التحرير المالي في العديد من دول العالم. ومن أبرز هذه الأزمات التي حدثت أزمة جنوب شرق آسيا وأزمات أمريكا اللاتينية.

#### المطلب الأول: أزمة جنوب شرق آسيا 1997

شهدت الأسواق المالية لدول جنوب شرق آسيا (النمور الآسيوية) انهيارا كبيرا منذ يوم الاثنين 1997/10/2 والذي أطلق عليه بيوم الاثنين المجنون، حيث ابتدأت الأزمة من تايلندا، ثم انتشرت بسرعة إلى بقية دول المنطقة حينما سجلت أسعار الأسهم فيها معدلات منخفضة بشكل حاد. إضافة إلى انخفاض مؤشرات بقية بورصات دول المنطقة، دون أن يكون متوقعا انهيار هذه الأسواق بهذه الدرجة والسرعة، نظرا لما تتمتع به اقتصاديات الدول المعنية من معدلات نمو مرتفعة في السنوات التي سبقت الأزمة، وتنوع قاعدتها التصديرية، واندماج اقتصادياتها في الأسواق العالمية.

#### أولا: انفجار أزمة جنوب شرق آسيا 1997

لقد أعطى نظام سعر الصرف الثابت في بلدان جنوب شرق آسيا ( تايلندا- إندونيسيا- الفلبين- كوريا) إحساسا زائفا بالأمن، مما شجع هذه البلدان على إبرام ديون ضخمة مقومة بالدولار، إضافة إلى هذا فإن صادرات هذه البلدان كانت ضعيفة في منتصف السبعينات بسبب ارتفاع قيمة الدولار الأمريكي مقابل الين الياباني وقيام الصين بخفض قيمة عملتها في عام 1994، وقد انعكست تدفقات رؤوس الأموال الضخمة إلى الداخل وضعف الصادرات في اتساع عجز الحساب الجاري إضافة إلى أن قسما كبيرا من التدفقات كان في صورة اقتراض قصير الأجل ما جعل هذه البلدان معرضة للصدمات الخارجية<sup>1</sup>.

<sup>1</sup> مصطفى يوسف كافي، الأزمة المالية الاقتصادية العالمية وحوكمة الشركات (جذورها-أسبابها-تداعياتها-آفاقها)، الطبعة الأولى، مكتبة المجتمع العربي للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2013، ص41

وبفعل عمليات المضاربة على سعر العملة وتدني الأرباح في أسواق الأسهم اضطرت السلطات النقدية في تلك الأسواق إلى رفع سعر الفائدة بهدف وقف التحويلات من العملة الوطنية إلى العملات الأجنبية خاصة الدولار الأمريكي، ومحاولة تشجيع مختلف المستثمرين الحائزين للدولار الأمريكي على تحويل المبالغ الموجودة لديهم إلى العملات الوطنية، وعليه فقد ارتفعت أسعار الفائدة إلى حد 25% في تايلاند، 35% في كوريا، وظلت عند هذا الحد لعدة أيام، مما اضطر بالمستثمرين في هذه الأسواق إلى التخلي عن الأوراق المالية وإيداع قيمتها في البنوك للاستفادة من سعر الفائدة المرتفع، مما نتج عنه زيادة المعروض من الأوراق المالية في السوق دون أن يقابله طلبات شراء وهذا ما أدى إلى انخفاض شديد في أسعار الأسهم وصل إلى 25% و 50% من الأسعار السائدة في السوق. وانفجرت الأزمة في تايلاند بعد الهجوم على عملتها (BAHT) التايلندي في جويلية 1997 من خلال قيام (6) أفراد من تجار العملة في بانكوك بالمضاربة على خفض سعر هذه العملة بعرض كميات كبيرة منها للبيع، أدت إلى انخفاض قيمتها بالنسبة للعملات الأخرى وتزامن هذا مع فشل الحكومة في الحفاظ على قيمة عملتها بعد تآكل الاحتياطي النقدي الأجنبي لديها، مما أدى بها إلى خفض رسمي في قيمة العملة تسبب وبصورة فورية في تراجع حاد لأسعار الأسهم بعد أن قرر الأجانب الانسحاب من السوق.

### ثانيا: أسباب أزمة جنوب شرق آسيا 1997

الأسباب والعوامل التي ساهمت في حدوث الأزمة المالية تشمل:<sup>1</sup>

1- الإقراض والاقتراض من البنوك: ظهرت المشاكل المالية في آسيا أساسا من عمليات الإقراض والاقتراض التي تقوم بها البنوك وشركات الأموال في الاقتصاديات الآسيوية المضطربة. حيث تنطوي عملية الاقتراض الدولي على نوعين من المخاطر:

1-1- المخاطرة الأولى: وتكمن في توزيع الحسابات التي تتعلق بالديون، فكثير من البنوك والشركات المالية في اقتصاديات آسيا المضطربة قد اقترضت قروضا قصيرة الأجل لإنشاء مشروعات طويلة الأجل. ويوجه رجال الاقتصاد اللوم إلى مثل هذه القروض باعتبارها أنها السبب في حدوث الأزمة الآسيوية.

1-2- المخاطرة الثانية: تتعلق بنوع الدين (خاص أم عام)، والتغير الهيكلي في طبيعة الاقتراض من جانب هذه الدول الآسيوية يتمثل في أن نوع الاقتراض قد تحول بعيدا عن الحكومة، وبدأت البنوك في الاقتراض من مؤسسات مالية عالمية مثل البنك الدولي. كما أخذ شكل تلقي مساعدات مالية للتنمية من خلال برامج المساعدات الأجنبية والذي تحول إلى اقتراض من جانب المؤسسات الخاصة؛

2- ثبات أسعار الصرف: العامل البنوي والذي ساعد مبدئيا على ظهور الأزمة هو تماشي أسعار الصرف لأغلب هذه العملات في خط مستقيم مع الدولار أو مجموعة العملات التي يهيمن عليها الدولار، وهذه القيم الثابتة في أسعار الصرف لم يسمح لها بأن تتحدد وبشكل منضبط بما يتواءم وتغير الظروف الاقتصادية، وقد سمحت الحكومات بحدوث تقلبات في معدلات التبادل النقدي في حدود ضيقة. على سبيل المثال فإن السلطات النقدية في تايلاند اتبعت سياسة استقرار عملتها باهت "BAHT" والتي حافظت على معدل عملتها الرسمية عند 25 باهت مقابل الدولار منذ سنة 1987. وبدأت المشاكل في الظهور في سنة 1996-1997 عندما حادت قيم هذه العملات عن قيمها السوقية السابق تحديدها، فإن بعض هذه الدول واجهت صعوبات في إحداث توازن في حساباتها العالمية، فصادرات هذه الدول أصبحت أثمانها باهضة بشكل محجف بالنسبة للمشتريين من دول لا تتعامل بالدولار مما

<sup>1</sup> عبد الحكيم مصطفى الشرفاء، العولمة المالية وإمكانيات التحكم-عدوى الأزمات المالية، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، مصر، 2003، ص ص 83-93

أدى إلى زيادة العجز في الميزان التجاري والحسابات الجارية، وبالتالي فرض ضغوط على أسعار الصرف والتي تطلبت المزيد من التدخل الحكومي لحمايتها؛

**3- النمو الاقتصادي:** أغلب الدول في آسيا التي واجهت مشاكل تتعلق بالعملة سجلت أعلى معدلات النمو الاقتصادي في القرن العشرين، ومعدلات النمو المرتفعة هذه تسببت في خلق مستويات معيشية مرتفعة ولكنها أيضا جلبت على الحكومة الكثير من المشاكل، وبدرجة أو أخرى فإن أغلب هذه الدول كانت تواجه مشاكل في ميزان مدفوعاتها وفي التوسع الكبير في طاقاتها الإنتاجية وارتفاع قيم العقارات وزيادة قيم الأسهم العادية وكذا زيادة عمليات الإقراض البنكية؛

**4- المضاربة:** لقد نوقش دور المضاربة على العملات في سنة 1997 خلال أزمة العملة الآسيوية، وكانت المناقشة حادة لدرجة كبيرة. فقد وجه رئيس وزراء ماليزيا (Mahathir) اللوم إلى صناديق الاستثمار الأجنبية الكبيرة، خاصة اللوم الموجه إلى مدير صندوق الاستثمار جورج سوروس (George Soros)، وذلك بسبب الهجمات التي تعرضت لها الأسواق المالية بهدف تحقيق أرباح لأنفسهم دون مراعاة لمصلحة الشعب الماليزي. وفي الاجتماع الخاص بصندوق النقد الدولي الذي عقد في هونج كونج في 20 سبتمبر 1997 أعلن (Mahathir) أن تجارة العملة هي تجارة غير أخلاقية ويجب العمل على وقفها. إن أسواق النقد الأجنبي قد تطورت أساسا ونمت كي تخدم المستوردين والمصدرين، فالأغلبية الكبيرة (95%) من العمليات الحالية أو الصفقات التي تمت في هذه الأسواق كانت في شكل عمليات رأسمالية، وهذه الصفقات قامت بها الشركات والمستثمرون ومدبرو الصناديق المالية والمضاربون وآخرون ممن يشتغلون في العملات الأجنبية لأسباب لا تتعلق مباشرة بالتجارة الدولية، وإنما هذه الصفقات تتحدد بالسياسات النقدية التي تم وضعها والتوقعات وفرص الاستثمار والقواعد والتنظيمات الحكومية.

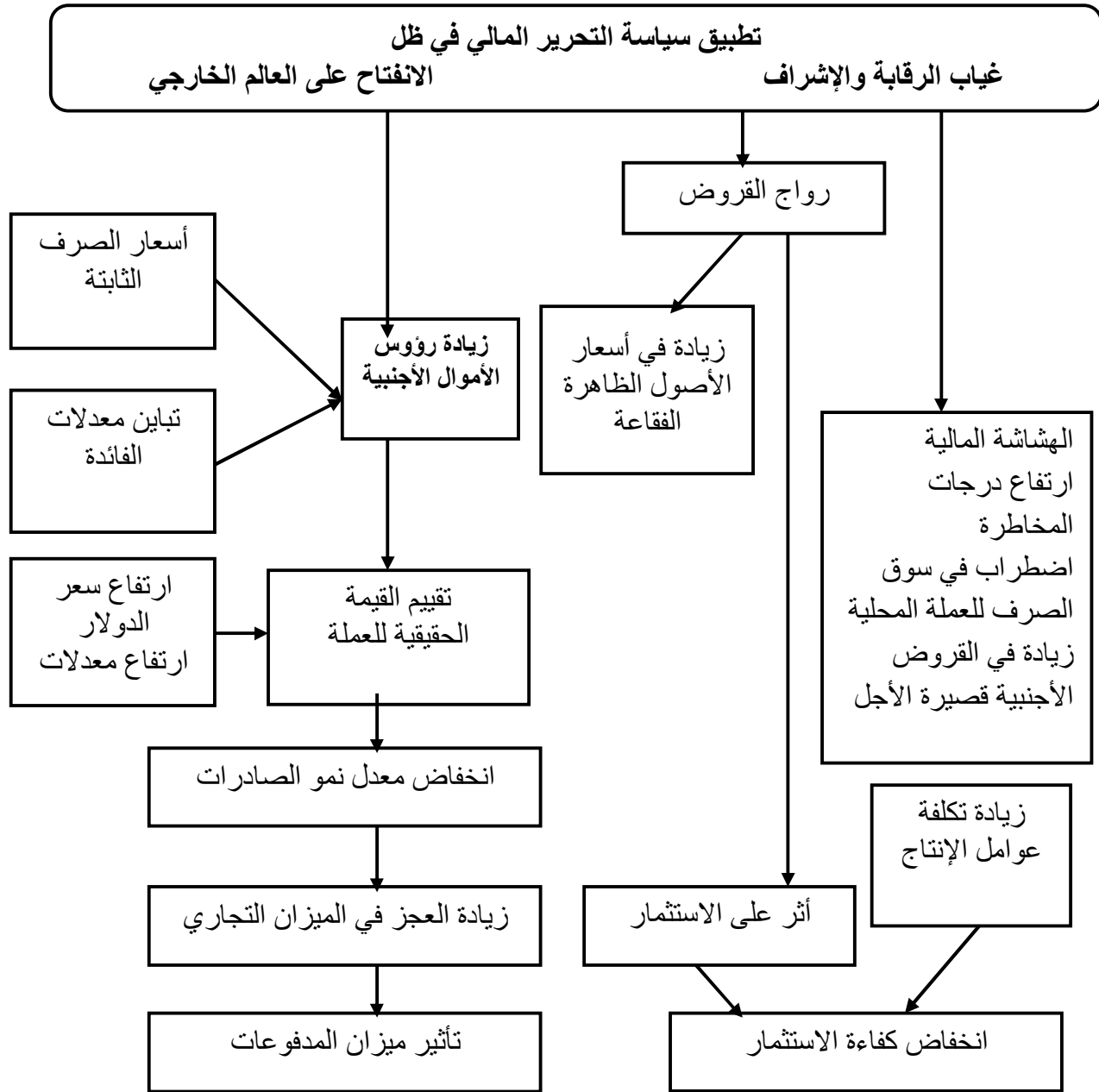
**5- التحرر المالي:** إذ أدى التحرر المالي ورفع القيود على حركة رؤوس الأموال إلى ارتفاع تدفقات رؤوس الأموال المضاربة الداخلة وخاصة قصيرة الأجل (الساخنة) أكثر مما تسمح لها الأساسيات الاقتصادية منذ عام 1990، إذ أصبحت هذه التدفقات أكبر من حجم الاحتياطات الدولية المتاحة<sup>1</sup>. كما لوحظ بأن تحرير القطاع المالي لم يكن متبوعا بنظام رقابة صارم وبسن قوانين تشريعية جديدة تتلاءم مع متطلبات التغيرات الاقتصادية. إضافة إلى ذلك، طبيعة الهيكلية المالية للمؤسسات الاقتصادية، قد ساهمت هي الأخرى في خلق عدة مشاكل لها علاقة بالإدارة والتسيير، منها تمركز رؤوس الأموال، ضعف في المنافسة في الأسواق المالية، ضعف في مراقبة التسيير وكذلك التدخلات المتكررة من طرف حكومات هذه الدول في إدارة الشؤون الاقتصادية.

وعليه يمكن القول بأن وجود قطاع مالي ضعيف وارتفاع كبير في تدفق رؤوس الأموال الأجنبية وكذلك التوسع في المعاملات الائتمانية الخاصة قد ساعد على بروز مجموعة من المشاكل تمثلت في: ضعف فعالية الاستثمارات وهشاشة الإدارة المالية للقطاع الاقتصادي نتيجة لارتفاع معدلات ديونه، بحيث أن نسبة الديون إلى رأس المال كانت مرتفعة جدا في سنة 1996، إذ كانت تشكل 200% في إندونيسيا، 640% في كوريا، 200% في ماليزيا، 170% في الفلبين و340% في تايلاند، بينما كان معدل العائد من الاستثمارات لنفس السنة يقدر بـ 4,7% في إندونيسيا، 0,4% في كوريا، 6% في ماليزيا، 4,7% في الفلبين و1% فقط في تايلاند. وبمقارنة نسبة الديون إلى رأس المال في بعض الدول الأخرى، نجد بأن هذه النسبة تساوي في المتوسط 80% في بريطانيا و100% في الولايات المتحدة و100% في اليابان<sup>2</sup>.

<sup>1</sup> عبد الكريم شنجار العيساوي، عبد المهدي رحيم العويدي، مرجع سبق ذكره، ص 200، 199

<sup>2</sup> عبد القادر بلطاس، تداعيات الأزمات المالية العالمية- أزمة Sub-prime، دار النشر الأسطورة، الجزائر، 2009، ص 108

الشكل رقم (1-2): ملخص لأسباب أزمة جنوب شرق آسيا 1997



Source: Pablo Bustelo, **Global and domestic factors of financial crises in emerging economies: Lessons from the East Asian episodes (1997-1999)**, paper, No16, November1999, p17

## ثالثاً: آثار أزمة جنوب شرق آسيا 1997

كان لهذه الأزمة آثار عديدة إقليمياً ودولياً، نوجزها فيما يلي:

## 1- آثار أزمة جنوب شرق آسيا على الدول المعنية بها

أدت الأزمة المالية لدول جنوب شرق آسيا إلى إلحاق العديد من الأضرار على اقتصادياتها وعلى مناخها السياسي والاجتماعي، ولعل من أهمها:<sup>1</sup>

- تضاعف الثقة بالأنظمة الاقتصادية (خاصة المالية منها) والسياسية القائمة؛
- الانسحاب المفاجئ لرؤوس الأموال الأجنبية في الوقت الذي ساهمت هذه الأموال في رفع معدلات النمو لهذه الدول خلال السنوات الأخيرة وخاصة في القطاعات الموجهة للتصدير؛
- ثم إن هذه التحويلات الرأسمالية للخارج ستسحب إلى خفض في الإنفاق العام والخاص وزيادة عجز الحساب وتفاقم في المديونية للخارج؛
- من المؤكد أن هذه الأزمة التي نشأت وتفاقت في ظل حرية تدفق رأس المال الأجنبي والاستثمار الأجنبي إلى دول الأزمة كنتيجة لاندماجها في السوق العالمية، قد شكلت قيوداً على نموها الاقتصادي وتعطيلاً للطاقت الإنتاجية، وبالتالي من الطبيعي أن تؤثر سلباً على تنميتها الاجتماعية برغم التفوق الذي حققته هذه الدول في ميدان التنمية الاقتصادية خلال العقدين المنصرمين.

## 2- آثار أزمة جنوب شرق آسيا على الصعيد العالمي

أما عن آثار هذه الأزمة خارج آسيا فقد أدت هذه الأزمة إلى فقدان الثقة في الاقتصاديات النامية من قبل المستثمرين من حيث قدرة هذه الاقتصاديات على التعافي ومواجهة الأزمات، وبالتالي امتنع المستثمرون الأجانب عن إقراض الدول النامية أو حتى توجيه استثماراتهم إليها بشكل كبير وهو الأمر الذي أدى إلى تباطؤ اقتصادي في دول العالم الثالث.

وتسببت الأزمة أيضاً في خفض أسعار المواد الأولية بشكل سلبي ومنها البترول وهو الأمر الذي أدى إلى حدوث أزمة للدول المصدرة للنفط ومنها روسيا والتي كانت متعثرة في ديونها الخارجية وهو الأمر الذي ساهم في أزمة روسيا عام 1998 والتي أدت بالتبعية لأزمة إدارة رأس المال الطويل الأجل بالولايات المتحدة الأمريكية.<sup>2</sup>

بشكل عام تشير التقارير إلى أن الأزمة المالية الآسيوية قد قللت من الإنتاج العالمي بما يقدر بـ (2) تريليون دولار خلال الفترة (1998-2000)، وعطلت الملايين من العمال وأحدثت انحساراً واضحاً في الخدمات الاجتماعية على الصعيد العالمي.

<sup>1</sup> مصطفى يوسف كافي، مرجع سبق ذكره، ص 45

<sup>2</sup> زينب صالح الأشوح، الأزمة الاقتصادية العالمية، هبة النيل العربية للنشر والتوزيع، مصر، 2010، ص 207

## رابعاً: الدروس المستخلصة من أزمة جنوب شرق آسيا:

تتطوي الأزمات المالية في دول جنوب شرق آسيا على العديد من الدروس المستفادة منها، سواء على الاقتصاد الكلي عموماً أو النظام المالي كجزء هام منه، وعلى وجه الخصوص الجهاز المصرفي والذي سنظهر عنه النقاط التالية في خضم الحديث عن التنبؤ بهذه الأزمات مستقبلاً وتفاديها، ونذكر من أهمها:<sup>1</sup>

- من الصعب الاستمرار في ثبات أسعار الصرف، إذا كان الاقتصاد الوطني يعاني من مشاكل اقتصادية حقيقية واختلالات هيكلية، فضلاً عن العجز المزمن في الميزان التجاري؛
- تطوير الأنظمة والسياسات التي تتماشى وأسلوب اقتصاد السوق وسرعة النمو الاقتصادي؛
- إن التخفيض في سعر العملة المحلية مخاطرة بالاحتياطات من العملات الأجنبية لدى البنك المركزي؛
- ضرورة تجديد الثقة لدى الجمهور في الأنظمة النقدية والمالية المحلية لدعم القطاع المالي والجهاز المصرفي؛
- توطيد العلاقة بين الاستقرار النقدي وحركة البورصات العالمية، ويتجلى ذلك في دور البنوك المركزية في التعامل بالأوراق المالية بيعاً وشراءً لضمان سلامة أسعار أسهمهم والسندات من التقلبات الناتجة من العملة المحلية، في ظل المؤسسات المالية صانعة السوق؛
- إن التوجه نحو عولمة الأسواق المالية، يسهل حركة انتقال السلع والمعلومات والتكنولوجيا ورؤوس الأموال إلا أن الأزمة الآسيوية أظهرت مخاطر العولمة المالية وخاصة عند التعامل مع الشركات متعددة الجنسيات.

## المطلب الثاني: أزمات أمريكا اللاتينية

لم تسلم دول أمريكا اللاتينية من الأزمات المالية نتيجة لأسباب عديدة، ومن الدول التي تعرضت لأزمات مالية المكسيك والبرازيل والأرجنتين.

## أولاً: أزمة المكسيك (1994-1995)

بعد تعرضها لأزمة الديون الخانقة عام 1982 أخذت المكسيك تخضع لشروط برنامج صندوق النقد الدولي الذي يدعى (تسهيل الاختلال الهيكلي)، وبموجبه فرض على الدول التي تريد الاستفادة منه إتباع سياسات اقتصادية تحقق الاستقرار السياسي بحسب الصندوق<sup>2</sup>، تمثلت في خصخصة المؤسسات، ورفع القيود على التجارة الخارجية، إضافة إلى إصلاحات أخرى في السياسة المالية. وقد أدى هذا الوضع إلى تهافت رؤوس الأموال الأجنبية لشراء العقارات، مما أدى إلى خلق عجز في ميزان المدفوعات المكسيكي، ونظراً لاستقرار العملة المكسيكية بسبب ارتباطها بعملة أخرى، توسع الائتمان المصرفي، مع تواصل العجز في ميزان المدفوعات المكسيكي حينها بدأ التوقع بحدوث أزمة مالية، ونتيجة لهذه المؤشرات اضطرت الحكومة إلى الرفع المتزايد لأسعار الفائدة من أجل دعم العملة، لكن وبمجرد تعويم العملة، انخفضت قيمة البيزو، وتباطأ التوسع الائتماني نتيجة لارتفاع أسعار الفائدة، هذه الأوضاع أدت إلى انفجار أزمة مالية لم يسبق لها مثيل في المكسيك<sup>3</sup>.

<sup>1</sup> ميمونة داودي، ظهور الأزمات المالية- دراسة أزمة الكساد الكبير (1929-1933) والأزمة المالية (2007-2008)، مذكرة ماجستير غير منشورة في العلوم الاقتصادية، جامعة وهران، الجزائر، 2014، ص ص 117، 118

<sup>2</sup> عبد الكريم شنجار العيسوي، عبد المهدي رحيم العويدي، مرجع سبق ذكره، ص 197

<sup>3</sup> ميمونة داودي، مرجع سبق ذكره، ص ص 110، 111



## 1- أسباب أزمة المكسيك

من أهم أسباب أزمة المكسيك ما يلي:<sup>1</sup>

- تقييم العملة المحلية بأعلى من قيمتها الحقيقية وإخفاء العجز في حساب العمليات الجارية؛
- إلغاء قيود تحويل العملة الوطنية وتطبيق نظام التعويم الكامل، وفتح أسواق المال على مصراعيها للاستثمار الأجنبي؛
- التوسع في استيراد السلع التي من المتوقع ارتفاع أسعارها، وهذا الإرتفاع ناجم عن المغالاة في تقييم عملتها البيزو؛
- ارتفاع أسعار الفائدة وإدارة الدين الحكومي قصير الأجل، والتوسع في منح الائتمان من قبل البنوك هي من أهم الأسباب المؤدية إلى أزمة المكسيك، والتي دعت الحكومة إلى انتهاج سياسة نقدية انكماشية للمحافظة على استقرار العملة.

## 2- نتائج أزمة المكسيك

من نتائج الأزمة المكسيكية ما يلي:<sup>2</sup>

- خسارة 2,4 مليون فرصة عمل خلال نصف عام، مما أدى إلى تضاعف البطالة؛
- إفلاس 60 ألف شركة بناء؛
- تقلص الناتج الإجمالي بما نسبته 10%؛
- ارتفاع معدل التضخم إلى 35%، في الوقت الذي تقلص فيه الاستهلاك الخاص بحوالي 12%؛
- انخفاض الرقابة على الصرف الأجنبي.

## 3- معالجة أزمة المكسيك

في إطار معالجة أزمة سعر الصرف المكسيكي، قامت الولايات المتحدة الأمريكية وصندوق النقد الدولي بتقديم قرض للحكومة المكسيكية قدره 40 مليار دولار لتمويل العجز في ميزان حسابها الجاري وميزان مدفوعاتها من جراء الانخفاض الشديد للبيزو.<sup>3</sup>

## 4- الدروس المستفادة من أزمة المكسيك

من أهم الدروس المستفادة من أزمة المكسيك ما يلي:<sup>4</sup>

- إن مخاطر اعتماد المكسيك المفرط على التدفق المتقلب لرأس المال قصير الأمد من أجل تمويل العجز المالي لا يمكن علاجه إذ لا يمكن أن يكون تدفق رأس المال الخاص بديلا عن المدخرات المحلية بل يجب أن يكون مكملا؛
- استطاعت المكسيك مواجهة سعر الصرف بفضل تدخل صندوق النقد الدولي بقوة مع الولايات المتحدة الأمريكية لأنها عضو في "النافتا"؛
- تسرعت المكسيك في إطلاق حرية تحويل العملات وفتح أسواق المال لجذب الاستثمار الأجنبي؛

<sup>1</sup> عبد الكريم شنجار، عبد المهدي رحيم العويدي، مرجع سبق ذكره، ص 197، 198

<sup>2</sup> حمزة ديار، مرجع سبق ذكره، ص 16

<sup>3</sup> ميمونة داودي، مرجع سبق ذكره، ص 111، 112

<sup>4</sup> زهية كواش، فتحية بن حاج جيلالي مغراوة، الأزمات المالية وعلاقتها بسعر الفائدة، الملتقى الدولي الثاني حول الأزمة المالية الراهنة والبدائل المالية والمصرفية- النظام المصرفي الإسلامي نموذجا، المركز الجامعي خميس مليانة، عين الدفلى، الجزائر، أيام 5-6 ماي 2009

- كانت نصائح الصندوق بإلغاء قيود تحويل العملة وتطبيق التعويم سببا في حدوث الأزمة؛
- قرار تخفيض سعر العملة الوطنية يعني زيادة المخاطرة بالاحتياطات من العملات الأجنبية لدى البنك المركزي؛
- في جو يسوده التحرير المالي وغياب الرقابة والإشراف من البنك المركزي على البنوك والسياسة النقدية، هذا يؤدي إلى إسراف البنوك في منح الائتمان للقطاع الخاص دون ضمانات أو دراسة كافية مما جعلها عرضة لخطر الائتمان والسيولة.

### ثانيا: أزمة البرازيل (1998-1999)

تعتبر البرازيل أكبر الاقتصاديات في أمريكا اللاتينية، ومن أبرز الأسواق الناشئة. وقد كانت الأوضاع في البرازيل مشابهة لما حدث في روسيا، من حيث مشاكل الميزانية ودور الدولة في مركز الضغوطات ومشابهة لبلدان جنوب شرق آسيا، من حيث نظام الصرف واشتداد المضاربات على العملات<sup>1</sup>.

ظهر العجز في الميزانية والميزان التجاري البرازيلي، ولتفادي ذلك قامت البرازيل بتثبيت عملتها الريال بالدولار، كما قامت بوضع قيود للحد من خروج رؤوس الأموال، وأعلنت عن تطبيق مخطط تطهير المالية العامة، وكانت مبادرة ناجحة إلا أنها لم تدم طويلا، وسارعت إلى وضع إجراءات تمثلت في رفع معدلات الفائدة، كما أعلنت عن تدابير صارمة في الميزانية إلا أنها غير كافية حيث استمر هروب رؤوس الأموال، الأمر الذي دفع المسؤولين البرازيليين إلى اللجوء للاقتراض من صندوق النقد الدولي مبلغ مالي قدره 5.41 مليار دولار خصص لدعم ميزان المدفوعات<sup>2</sup>.

بحلول يوم 15 يناير 1999 تخلت البرازيل عن الدفاع عن سعر الصرف المغالى فيه للريال البرازيلي المرتبط بالدولار الأمريكي بعد مرور ما يزيد على أربع سنوات ونصف من الدفاع المستمر عن سعر الصرف. وقد ترتب عن القرار الخاص بتعويم الريال البرازيلي دون أن يصاحب ذلك الالتزام بسياسة نقدية ومالية ملائمة إختلالات عديدة، وهي إختلالات مالية واقتصادية بدأت مع الأزمة الآسيوية وتصاعدت حداثها مع الأزمة الروسية<sup>3</sup>.

### 1- أسباب أزمة البرازيل

نشأت أزمة البرازيل نتيجة العديد من الأسباب المتداخلة منها:<sup>4</sup>

- تقادم عجز الموازنة وعدم قدرة الحكومة على الوفاء بالتزاماتها نظرا لارتفاع أعباء المديونية؛
- انخفاض الاحتياطات من النقد الأجنبي، بسبب حماية الريال البرازيلي عن طريق التدخل في سوق النقد؛
- انعدام التوازن في إدارة مالية الحكومة ممثلة في عجز كبير في الميزانية، وعدم وجود نظام ضريبي كفاء لتوفير الإيرادات المطلوبة، وهو ما أخل بقدرة الدولة على الوفاء بالتزاماتها، وأشاع الفوضى وعدم الثقة في النظام المالي السائد،
- التشكيك في قدرة البرازيل على تحمل أعباء المديونية التي اعتبرت أعلى نسبة دين في العالم (148 مليار دولار)،

<sup>1</sup> نادية العقون، مرجع سبق ذكره، ص 111

<sup>2</sup> سليم مجلخ، الأزمة المالية والإقتصادية العالمية لسنة 2008 وآثارها على الدول النامية- دراسة حالة الجزائر، الطبعة الأولى، دار الكتاب الجامعي، الإمارات العربية المتحدة، 2016، ص 72

<sup>3</sup> محي الدين عمرو، أزمة النور الآسيوية الجذور والآليات والدروس المستفادة، الطبعة الأولى، دار الشروق، مصر، 2000، ص 254

<sup>4</sup> نادية العقون، مرجع سبق ذكره، ص 112

- ارتفاع الواردات وتفاقم العجز في ميزان المدفوعات؛
- انخفاض الإنتاجية وارتفاع نسبة البطالة (أعلى نسبة بطالة وفق في العالم)؛
- هروب المستثمرين المفاجئ من سوق الأسهم البرازيلية، التي تعد أضخم سوق في أمريكا اللاتينية وثالث أكبر سوق أسهم ناشئة بعد تايوان وجنوب إفريقيا؛
- في أعقاب الأزمة الروسية، ولمنع تدفقات رأس المال الضخمة، ركز البنك المركزي على رفع أسعار الفائدة، ولكن نتج عن ذلك زيادة كبيرة في الديون.

## 2- معالجة أزمة البرازيل

لا شك في أن الأزمة المالية البرازيلية تمثل مشكلة كبيرة للمؤسسات الدولية وللعالم أجمع فالاقتصاد البرازيلي هو أكبر اقتصاد في أمريكا اللاتينية، وثامن أكبر اقتصاد عالمي، ولذلك تصافرت الجهود الدولية بقيادة صندوق النقد الدولي في نوفمبر عام 1998 بحزمة إنقاذ بلغت 41.5 بليون دولار أمريكي مشروطة بتطبيق عدد من السياسات المالية ضمن برنامج تقشف شديد، وقد بدأت البرازيل في تطبيقه، ويمكن القول إنه مع نهاية الربع الأول من عام 1999 وبداية الربع الثاني بدأت المؤشرات الكلية الأساسية تسير إلى تحسن ملحوظ<sup>1</sup>.

### ثالثاً: أزمة الأرجنتين (2001-2002)

تعرضت الأرجنتين إلى أزمة مالية كغيرها من الدول الأخرى في العالم التي طبقت سياسات الإصلاح الاقتصادي نتيجة لما يرافق عملية التحول إلى القطاع الخاص من حالات الفساد الإداري والمالي<sup>2</sup>.

كان لأزمة البيزو المكسيكي في أواخر 1994 وأوائل 1995 آثار ذات قيمة على أسواق الأرجنتين المالية في ظل نظام مالي ضعيف ومعدلات تبادل غير مرنة واعتماد كلي على تدفقات رأس المال الأجنبي قصير الأجل، أظهرت الأرجنتين الكثير من مؤشرات التعرض لأزمة مالية. فعلى الرغم من الأداء الاقتصادي القوي للأرجنتين في عام 1994 وبداية 1995، حيث بلغ معدل نمو الدخل القومي الإجمالي 7.7%، وانخفض معدل التضخم من 20.6% إلى 3.9% في سنة 1994 إلا أن الفلق كان يساور المستثمرين المحليين والأجانب بشأن استقرار سعر الصرف، فبدؤوا بسحب أموالهم من البنوك على إثر الانهيار الذي حدث في المكسيك، فتحوّلت طلبات السحب إلى حالة من الذعر الشديد، وأصبحت البنوك تعاني من نقص السيولة وعدم القدرة على الوفاء بالالتزامات، وعجزت الأرجنتين عن سداد ديونها الخارجية المقدرة بـ 145 مليار دولار، وبلغ معدل البطالة 20%، بالإضافة إلى تدهور قيمة العملة المحلية بحوالي 30% في أواخر 2001<sup>3</sup>.

ويمكن إيجاز أهم معالم الأزمة المالية في الأرجنتين فيما يلي<sup>4</sup>:

- العجز الضخم في ميزانية الدولة؛
- تدهور البنية المالية للمصارف نتيجة الركود الاقتصادي؛
- ضعف قدرة المقترضين على السداد؛
- تراكم القروض صعبة التحصيل والمعدومة؛

<sup>1</sup> محي الدين عمرو، مرجع سبق ذكره، ص 255

<sup>2</sup> عبد الكريم شنجار العيسلوي، عبد المهدي رحيم العويدي، مرجع سبق ذكره، ص 201

<sup>3</sup> مروة ساكري، تداعيات الأزمة المالية العالمية على الاقتصاديات العربية. دراسة حالة الجزائر والإمارات العربية المتحدة، مذكرة ماستر غير منشورة في العلوم الاقتصادية، جامعة محمد خيضر، بسكرة، الجزائر، 2013، ص 23

<sup>4</sup> إيمان محمود عبد اللطيف، الأزمة الاقتصادية والمالية العالمية والإستراتيجيات اللازمة لمواجهتها، أطروحة دكتوراه غير منشورة في الاقتصاد العام، جامعة سانت كليمنتس العالمية، العراق، 2011، ص 85

- سحب المستثمرين الأجانب لاستثماراتهم من المصارف المحلية؛
- تهاوي قيمة موجودات المصارف وتشمل القروض والسندات الحكومية؛
- ارتفاع أسعار الفائدة عام 1994 قبيل الأزمة المالية في المكسيك.

### 1- أسباب أزمة الأرجنتين

يمكن إيجاز أسباب أزمة الأرجنتين فيما يلي:<sup>1</sup>

- **الإعتماد على القروض:** إن البنوك في الأرجنتين كانت تعتمد في تحقيق أرباحها على القروض بشكل كبير دون تنوع ملحوظ في تركيبة محافظها الاستثمارية؛
  - **عجز في الميزانية:** فيما يخص السياسة المالية فقد كانت الأرجنتين تعاني من عجز في ميزانيتها نجم عن ضعف الموارد مقارنة مع الحاجة المتزايدة للإنفاق، وحاولت الدولة بتغطية هذا العجز بإجبار البنوك على شراء السندات الحكومية على نطاق واسع؛
  - **تمويل البنوك برأس مال أجنبي:** ما جعل المشكلة تتفاقم أكثر هي أن البنوك كانت ممولة برأس مال أجنبي إلى درجة كبيرة، فعندما أحس المستثمرون الأجانب أن الحكومة الأرجنتينية لن توفي بتعهداتها المالية اتجاه البنوك التي مولت ميزانيتها، دفع ذلك بهم إلى المسارعة في سحب استثماراتهم من هذه البنوك؛
  - **ارتفاع أسعار الفائدة:** إن ارتفاع أسعار الفائدة قبيل الأزمة المالية في الأرجنتين عام 1999، أمر أساسي أيضا تسبب في حدوث تدهور مالي للبنوك.
- إضافة إلى أسباب أخرى نذكر منها:<sup>2</sup>

- الارتباط الوثيق للعملة الوطنية الأرجنتينية بالبيزو المكسيكي؛
- ضعف النظام المالي والمصرفي الذي يحتوي على عدد كبير من البنوك الحكومية؛
- عدم مرونة معدلات التبادل في الأسواق الأرجنتينية؛
- يعتبر انفجار الأزمة المالية والاقتصادية الأرجنتينية محصلة طبيعية لانتشار الفساد، وهروب رؤوس الأموال بسبب السياسة النقدية غير الملائمة، ومحصلة أيضا للركود العميق الذي تعاني منه الأرجنتين.

### 2- الدروس المستفادة من الأزمة الأرجنتينية

أهم الدروس المستفادة من الأزمة الأرجنتينية تتمثل فيما يلي:<sup>3</sup>

- خطورة التقيد بنظام سعر الصرف الثابت على الرغم من تغير الظروف الاقتصادية الداخلية والخارجية، فيجب أن يتخذ القرار الخاص بتعديل سعر الصرف في الوقت المناسب، شرط أنه لا يؤثر هذا التغير بشكل سلبي على مصداقية النظام؛
- ضرورة العمل على رفع معدلات الادخار المحلي، وذلك بإعادة النظر في سياسات سعر الصرف وسعر الفائدة؛
- يجب أن تسبق عملية التحرير التجاري القدرة على رفع مستوى الأداء الحقيقي للاقتصاد الوطني وذلك يتطلب تنوع هيكل الإنتاج في إطار برامج الخصخصة لرفع كفاءة الإنتاج الوطني؛
- لا يجوز الاعتماد على تدفقات رأس المال الحافظة لسد عجز ميزان المدفوعات، حيث أن هذه التدفقات يمكن أن تهرب للخارج بشكل مفاجئ وسريع، ولا يكفي احتياطي النقد الأجنبي للدفاع عن العملة الوطنية؛

<sup>1</sup> زهية كواش، فتحية بن حاج جيلالي مغراوة، مرجع سبق ذكره، ص ص 6، 7

<sup>2</sup> ميمونة داودي، مرجع سبق ذكره، ص ص 112، 113

<sup>3</sup> مروة ساكري، مرجع سبق ذكره، ص 24

- ضرورة مراعاة أن يكون حجم الديون الخارجية في مستوى مقبول؛
- ضرورة الاهتمام بالبعد الاجتماعي عند وضع وتنفيذ برامج الإصلاح الاقتصادي.

### المبحث الثالث: الأزمة المالية العالمية لسنة 2008

لقد عرف العالم منذ سبتمبر 2008 أزمة مالية تعتبر الأخطر من نوعها كونها ضربت أكبر اقتصاد على المستوى الدولي. وفي هذا المبحث سنتطرق لهذه الأزمة بالدراسة، حيث سنسلط الضوء على مفهوم الأزمة المالية العالمية لسنة 2008 من خلال التعريف بها وكيفية نشأتها وتطورها، إضافة إلى مظاهرها والأسباب التي أدت إلى حدوثها وأخيرا الدروس المستفادة منها.

#### المطلب الأول : نشأة الأزمة المالية العالمية 2008 وتطورها

تعرضت الولايات المتحدة الأمريكية لأزمة مالية كبيرة في سنة 2008 عرفت بأزمة الرهن العقاري وكان لهذه الأزمة تداعيات كبيرة على المستوى المحلي والعالمي.

#### أولاً: تعريف الأزمة المالية العالمية 2008

الأزمة المالية العالمية لسنة 2008 هي أزمة مالية خطيرة ظهرت على السطح فجأة، واعتبرت الأسوأ من نوعها منذ أزمة الكساد الكبير سنة 1929، ابتدأت الأزمة أولا في الولايات المتحدة الأمريكية في سبتمبر 2008 مع إعلان مؤسسة مالية عملاقة هي ليمان برادرز (Lehman Brothers) عن إفلاسها الوقائي، حيث أن هذه المؤسسة العريقة كانت من الشركات القليلة التي نجت من أزمة الكساد الكبير، وتعتبر من أقدم المؤسسات المالية الأمريكية التي تأسست في القرن التاسع عشر، ثم امتدت الأزمة إلى دول العالم لتشمل الدول الأوروبية والدول الآسيوية والدول الخليجية والدول النامية التي يرتبط اقتصادها مباشرة بالاقتصاد الأمريكي<sup>1</sup>.

#### ثانياً: نشأة وتطور الأزمة المالية العالمية 2008

ما إن انفجرت فقاعة الإنترنت في عام 2000 حتى ظهرت فقاعة أخرى ترتبط بالقطاع العقاري ومنذ ذلك العام أخذت قيم العقارات وبالتالي أسهم الشركات العقارية المسجلة في البورصة بالارتفاع بصورة مستمرة في جميع أنحاء العالم خاصة في الولايات المتحدة، حتى بات شراء العقار أفضل أنواع الاستثمار، في حين أن الأنشطة الأخرى بما فيها التكنولوجيا الحديثة معرضة للخسارة.

وأقبل الأمريكيون أفرادا وشركات على شراء العقارات بهدف السكن أو الاستثمار الطويل الأجل أو المضاربة، واتسعت التسهيلات العقارية إلى درجة أن المصارف منحت قروضا حتى للأفراد غير القادرين على سداد ديونهم بسبب دخولهم الضعيفة<sup>2</sup>. والهدف هو تحقيق أكبر قدر ممكن من الأرباح لمؤسسات الإقراض، وقد بلغت تلك القروض نحو 1.3 تريليون دولار في مارس 2007. وذكرت بعض التقارير أن الحكومة الأمريكية كان لها دور كبير في التشجيع على الإقراض العقاري لكسب رضا مواطنيها. ثم توسعت المؤسسات المالية الكبرى في منح القروض للمؤسسات العقارية وشركات المقاولات بما يزيد عن سبعمائة مليار دولار<sup>3</sup>.

<sup>1</sup> هند مهداوي وآخرون، تحديات ورهانات المصارف الإسلامية في ظل الأزمة المالية، الملتقى الدولي الأول بعنوان الاقتصاد الإسلامي- الواقع ورهانات المستقبل، المركز الجامعي غرداية، الجزائر، يومي 23-24 فيفري 2010  
<sup>2</sup> كمال بن موسى، عبد الرحمان بن ساعد، الأزمة المالية العالمية وتداعياتها على البنوك الإسلامية، الملتقى الدولي حول الاقتصاد الإسلامي- واقع ورهانات المستقبل، المركز الجامعي غرداية، الجزائر، يومي 23-24 فبراير 2011  
<sup>3</sup> محمد صالح المنجد، الأزمة المالية، الطبعة الأولى، مجموعة زاد للنشر، المملكة العربية السعودية، 2009، ص7

ولكن البنوك لم تكثف بالتوسع في هذه القروض الأقل جودة، بل استخدمت "المشتقات المالية" لتوليد مصادر جديدة للتمويل، وبالتالي التوسع في الإقراض<sup>1</sup>، حيث قامت البنوك بتوريق القروض، أي جعلها أوراق مالية مشتقة من القروض، ويتم تداولها في الأسواق المالية، لتحقيق ذلك لجأت المصارف إلى بيع محفظة القروض إلى المصارف الاستثمارية التي نظمت عملية التوريق عبر تأمين قسم من المحفظة لدى شركات التأمين، أي بمعنى آخر قامت شركات التأمين بضمان القروض على أساس أن أسعار العقارات ترتفع بشكل معقول فتغطي قيمة القروض وأكثر. بعد ذلك أصدرت المصارف الاستثمارية أوراقا مالية مستندة إلى أصول مؤمنة (أي القروض المؤمنة) فحصلت بسبب ذلك التأمين على "تقييم إيجابي ممتاز" من قبل شركات تقييم الائتمان الكبيرة مثل ستاندرد آند بورز (Standard & Poor's) و موديز (Moody's). بعدها قامت تلك المصارف الاستثمارية ببيع الأوراق المالية إلى مختلف المؤسسات المالية التي اعتبرت تلك الأوراق مضمونة وصاحبة مردود عال<sup>2</sup>.

ومع ارتفاع أسعار الفائدة الأساسية فجأة من 1% في عام 2004 إلى 5% في عام 2007 بسبب القرار الذي اتخذته البنك الاحتياطي الفدرالي في الولايات المتحدة (FED) بسبب ارتفاع قيمة الدولار، عجز المقترضون عن دفع الأقساط المستحقة عليهم، فقامت البنوك بمصادرة وحداتهم السكنية وعرضتها للبيع ولكن لم يقبل الناس على شرائها فانخفضت أسعارها إلى أقل من سعر الكلفة. وتهاقت المودعون على المصارف لاسترجاع ودائعهم فعجزت هذه المصارف عن تلبيةها وأعلنت إفلاسها. وامتدت الأزمة إلى الأسواق المالية إذ أن المصارف كانت قد أصدرت أسهما بضمان هذه الوحدات السكنية وروجتها في الأسواق المالية، وأمام انتشار أنباء الأزمات التي بدأت تواجه البنوك انخفضت أسعار أسهمها، وشملت هذه الأزمة أيضا شركات التأمين التي أمنت على هذه الأسهم. وتعدى الأمر إلى انهيار بعض البنوك مثل بنك ليمان برادرز (Lehman Brothers) والذي يعد رابع أكبر بنك استثماري في الولايات المتحدة الأمريكية<sup>3</sup>.

### ثالثا: المراحل الكبرى للأزمة المالية العالمية لسنة 2008

لقد عرفت الأزمة المالية العالمية لسنة 2008 عدة أحداث قبل، أثناء، وبعد حدوثها أهمها مايلي<sup>4</sup>:

- فبراير 2007: الولايات المتحدة تشهد ارتفاعا كبيرا في عدم قدرة المقترضين على دفع مستحقات قروض الرهن العقاري، مما أدى إلى أولى عمليات إفلاس مؤسسات مصرفية متخصصة؛
- يونيو 2007: مصرف الاستثمار الأمريكي بير ستيرنز (Bear Stearns) هو أول بنك كبير يعاني من خسائر قروض الرهن العقاري؛
- أغسطس 2007: البنك المركزي الأوروبي يضخ 94.8 مليار يورو من السيولة، والخزينة الفدرالية الأمريكية تضخ من جانبها 24 مليار دولار؛
- سبتمبر 2007: بنك انجلترا يمنح قرضا إستعجاليا إلى مصرف (Nothern Rock) لتجنبه الإفلاس، وقد تم بعد ذلك تأمينه؛
- أكتوبر 2007: مصرف يو بي إس (UBS) السويسري يعلن عن انخفاض قيمة موجوداته ب 4 مليار فرنك؛

<sup>1</sup> كمال بن موسى، عبد الرحمان بن ساعد، مرجع سبق ذكره

<sup>2</sup> زياد حافظ، الأزمة المالية العالمية، الطبعة الأولى، مركز دراسات الوحدة العربية- السلسلة: أوراق عربية، بيروت، لبنان، 2012، ص ص 10، 11

<sup>3</sup> كمال بن موسى، عبد الرحمان بن ساعد، مرجع سبق ذكره

<sup>4</sup> عبد الرزاق سلام، القطاع المصرفي الجزائري في ظل العولمة تقييم الأداء ومتطلبات الإصلاح، أطروحة دكتوراه غير منشورة في علوم التسيير، جامعة الجزائر3، الجزائر، 2012، ص ص 73، 75

- يناير 2008: الخزينة الفدرالية الأمريكية تخفض نسبة الفائدة بثلاثة أرباع النقطة لتصل إلى 3.50% وهو إجراء وصفه الخبراء بأنه ذو بعد استثنائي؛
- مارس 2008: الخزينة الفدرالية الأمريكية تقول أنها مستعدة لتقديم مبلغ يصل إلى 200 مليار دولار إلى مجموعة محددة من البنوك الكبرى؛
- مارس 2008: العملاق المصرفي الأمريكي جي بي مورغان تشيس (JP Morgan Chase) يعلن عن شراء مصرف بير ستيرنز (Bear Stearns) الذي يعاني من صعوبات، وهي العملية التي حظيت بدعم مالي من طرف الخزينة الفدرالية الأمريكية؛
- يوليو 2008: الضغط يشتد على مؤسستي فريدي ماك (Freddie Mac) و فاني ماي (Fannie Mae) الأمريكيتين المتخصصةين في إعادة تمويل القروض العقارية، والخزينة الأمريكية تعلن عن خطة لإنقاذ القطاع العقاري؛
- سبتمبر 2008: وزارة الخزانة الأمريكية وضعت المجموعتين العملاقتين في مجال قروض الرهن العقاري فريدي ماك (Freddie Mac) و فاني ماي (Fannie Mae) تحت الوصاية طيلة الفترة التي تحتاجها لإعادة هيكلة ماليتهما، مع كفالة ديونهما حتى حدود 200 مليار دولار؛
- 15 سبتمبر 2008: اعتراف بنك الأعمال ليمن برادرز (Lehman Brothers) إفلاسه، بينما أعلن أحد أبرز المصارف الأمريكية وهو بنك أوف أميركا (Bank of America) شراء بنك آخر للأعمال في بورصة وول ستريت (WALL STREET) هو بنك ميريل لينش (Merrill Lynch)؛
- 16 سبتمبر 2008: الاحتياطي الاتحادي والحكومة الأمريكية تؤمنان بفعل الأمر الواقع أكبر مجموعة تأمين في العالم أي أي جي (AIG) المهددة بالإفلاس عبر منحها مساعدة بقيمة 85 مليار دولار مقابل امتلاك 9.79% من رأسمالها؛
- 17 سبتمبر 2008: البورصات العالمية واصلت تدهورها والقروض يضعف في النظام المالي. والمصارف المركزية كثفت من العمليات الرامية إلى تقديم السيولة للمؤسسات المالية؛
- 18 سبتمبر 2008: البنك البريطاني لويدز تي أس بي (Lloyds TSB) اشترى منافسه أتش بي أو أس (HBOS) المهدد بالإفلاس؛
- السلطات الأمريكية أعلنت أنها تعد خطة بقيمة 700 مليار دولار لتخليص المصارف من أصولها غير القابلة للبيع؛
- 19 سبتمبر 2008: الرئيس الأمريكي جورج بوش وجه نداء من أجل "التحرك فوراً" بشأن خطة إنقاذ المصارف لتفادي تفاقم الأزمة في الولايات المتحدة؛
- 23 سبتمبر 2008: الأزمة المالية طغت على المناقشات في الجمعية العام للأمم المتحدة في نيويورك؛
- الأسواق المالية ضاغت قلقها أمام المماثلة حيال الخطة الأمريكية للإنقاذ المالي،
- 26 سبتمبر 2008: انهيار سعر سهم المجموعة المصرفية والتأمين البلجيكية الهولندية فورتيس (FORTIS) في البورصة بسبب شكوك بشأن قدرتها على الوفاء بالتزاماتها، وفي الولايات المتحدة اشترى بنك جي بي مورغان (JP Morgan) منافسه واشنطن ميوتشوال (Washington Mutual) بمساعدة السلطات الفدرالية؛
- 28 سبتمبر 2008: خطة الإنقاذ الأمريكية موضع إتفاق في الكونغرس، بينما في أوروبا جرى تأمين فورتيس (FORTIS) من قبل سلطات بلجيكا وهولندا ولوكسمبورغ، وفي بريطانيا جرى تأمين بنك برادفورد أند بينغلي (Bradford & Bingley)؛

- 29 سبتمبر 2008: مجلس النواب الأمريكي رفض خطة الإنقاذ، وبورصة وول ستريت (WALL STREET) انهارت بعد ساعات قليلة من تراجع البورصات الأوروبية بشدة، في حين واصلت معدلات الفوائد بين المصارف ارتفاعها مانعة المصارف من إعادة تمويل ذاتها؛
- 1 نوفمبر 2008: مجلس الشيوخ الأمريكي أقر خطة الإنقاذ المالي المعدلة.

### المطلب الثاني: مظاهر الأزمة المالية العالمية لسنة 2008 وأسبابها

لم تكن الأزمة المالية العالمية في الولايات المتحدة الأمريكية وليدة الصدفة، بل كانت هناك أسباب كثيرة أدت إلى وقوعها، كما كانت لها مظاهر عديدة، سنتطرق لها في هذا المطلب.

#### أولاً: مظاهر الأزمة المالية العالمية لسنة 2008

من أبرز مظاهر الأزمة المالية العالمية لسنة 2008 ما يلي:<sup>1</sup>

- إفلاس متواصل لكثير من البنوك والمؤسسات العقارية، وشركات التأمين، وقد بلغ عدد البنوك المنتهية المفلسة 11 بنك، من بينها بنك إندي ماك (Indymac) الذي يستحوذ على 32 مليار دولار من الأصول، وودائع بقيمة 19 مليار دولار؛
- تدهور حاد في نشاط الأسواق المالية العالمية جراء تأثره بالقطاع المصرفي والمالي، وهو ما يفسر تقلب مستوى التداولات، ترتب عنها اضطراباً وخطراً في مؤشرات البورصة بتراجع القيمة السوقية لـ 08 مؤسسات مالية عالمية بحوالي 574 مليار دولار خلال العام؛
- ارتفاع نسبة الديون العقارية على نحو 6,6 تريليون دولار، بلغت ديون الشركات نسبة 18,4 تريليون دولار وبذلك فإن المجموع الكلي للديون يعادل 39 تريليون دولار أي ما يعادل 3 أضعاف الناتج المحلي الإجمالي، كما بلغت نسبة البطالة 5%، ومعدل التضخم 4%؛
- تراجع كبير في نسب نمو الدول الصناعية من 1,4% سنة 2008 إلى حدود 0,3% سنة 2009 مع توقع تقرير منظمة التعاون والتنمية الاقتصادية أن تصل نسب النمو عام 2009 في الولايات المتحدة إلى 0,9% مقابل 0,1% لليابان، و0,5% لأوروبا؛
- تراجع أسعار النفط بدول منظمة الدول المصدرة للبترول (OPEC) إلى ما دون 55 دولار للبرميل؛
- إعلان رسمي بدخول إيطاليا وألمانيا كأول وثالث اقتصاد أوروبي في مرحلة ركود اقتصادي؛
- التعثر والتوقف والتصفية وإفلاس العديد من البنوك؛
- انخفاض حاد في مبيعات السيارات وعلى رأسها أكبر المجموعات الأمريكية فورد (Ford)، جنرال موتورز (General Motors)، هذه الأخيرة التي هي على وشك الإفلاس وهو ما يهدد بمليوني عامل.

<sup>1</sup> فريد كورتل، كمال رزيق، الأزمة المالية- مفهومها، أسبابها وانعكاساتها على البلدان العربية، مجلة كلية بغداد للعلوم الاقتصادية الجامعة، المجلد 01، العدد 20، كلية بغداد للعلوم الاقتصادية الجامعة، العراق، 2009، ص ص 288، 289.



## ثانياً: أسباب الأزمة المالية العالمية لسنة 2008

ترجع أسباب الأزمة المالية العالمية 2008 إلى مجموعة من الأسباب لعل أهمها ما يلي:

السبب الأول : المبالغة في المديونية<sup>1</sup>

يتمثل السبب الأول والأساسي للأزمة المالية في تضخم حجم الأصول المالية للمديونية وخاصة لدى المؤسسات المالية، فقد عمدت هذه المؤسسات المالية إلى المبالغة في حجم أصول المديونية بالمقارنة بما تملكه من أصول ملكية وهو ما يعرف باسم الرافعة المالية. وهذه المديونية ليست مديونيات شخصية وإنما تأخذ عادة شكل مديونيات قابلة للتداول في الأسواق المالية وبالتالي تمثل جزء من الثروة المالية المتداولة.

وقد أكدت التجارب السابقة على ضرورة وضع حدود على التوسع في الإقراض، فالبانك لا يستطيع أن يقرض أكثر من نسبة محددة لما يملكه من رأس المال واحتياطي، وكذلك يمكن ملاحظة نفس النتيجة بمقارنة نمو قروض المصارف مع الودائع، فالتوسع في الإقراض بما يجاوز الودائع يعني زيادة كبيرة في دائنية البنوك يترتب عليها زيادة في المخاطر، إذا تعرض بعض المدينين لمشكلة في السداد كما حدث في أزمة العقارات، فقد ازدادت الأصول المصرفية للمصارف الأمريكية بمقدار 1914 مليار دولار خلال الفترة من يناير 2007 إلى نهاية سبتمبر 2008 مقابل زيادة بلغت 785 مليار دولار في الودائع المصرفية، أما في منطقة اليورو فقد ازدادت أصول المصارف الأوروبية خلال الفترة نفسها بمقدار 4639 مليار يورو مقابل زيادة فقط 2426 مليار يورو لودائع هذه المصارف، وتعكس هذه الأرقام بطبيعة الحال التوسع الكبير للإقراض لهذه المصارف.

## السبب الثاني : ازدهار الائتمان

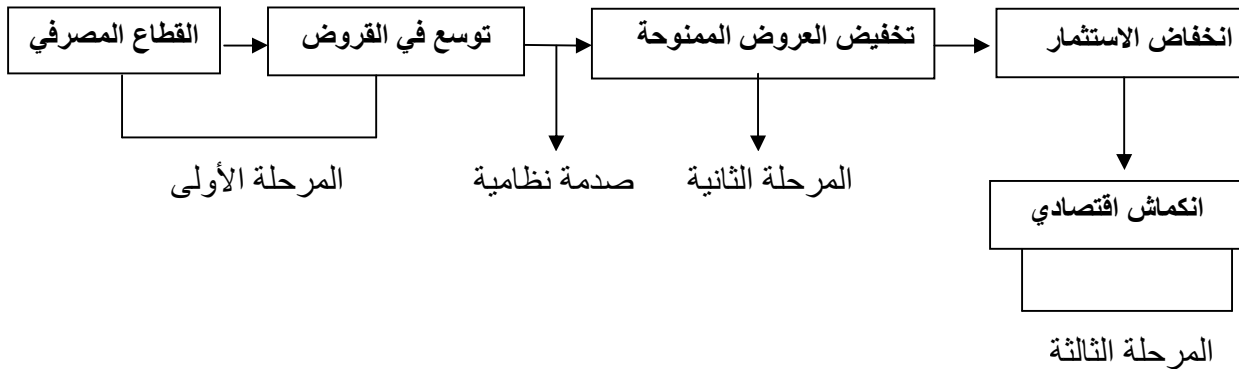
ازدهر الائتمان بشكل كبير في الولايات المتحدة الأمريكية وغيرها من الدول المتقدمة في السنوات التي سبقت الأزمة المالية العالمية لسنة 2008، إلا أنها تركزت في سوق الرهن العقاري، إذ أن حلقات النمو المطرد والسريع في الائتمان والذي تزامن مع التقلبات الكبيرة في النشاط الاقتصادي مع ارتفاع الناتج الحقيقي والاستهلاك والاستثمار غيرت طفرات الائتمان مع تطور هذه المتغيرات. ومع الزيادة في معدلات النمو في الائتمان المحلي الأمريكي ارتفعت ديون قطاع العائلات بسرعة بعد عام 2001، فازدادت الرهون العقارية غير المسددة على الرغم من انخفاض أسعار الفائدة المحلية، إذ أن التوسع الكبير في الائتمان لعب دوراً محورياً في تفجر الأزمة المالية العالمية 2008.<sup>2</sup>

ومن ملاحظة الشكل الموالي يتبين أن التوسع المفرط في الائتمان غالباً ما يؤدي إلى الانكماش في نهاية المطاف ويتم من خلال ثلاث مراحل وهي كالآتي:

<sup>1</sup> صندوق النقد العربي، الأزمة المالية العالمية وتداعياتها على الاقتصادات العربية، ديسمبر 2008، ص4

<sup>2</sup> عبد الكريم شنجار العيساوي، عبد المهدي رحيم العويدي، مرجع سبق ذكره، ص207

شكل رقم (1-3): العلاقة بين الأزمة المالية والإفراط في نمو الإئتمان



**المصدر:** سمير بوعافية، مصطفى قريد، التعامل بالمشتقات المالية كأحد عوامل ظهور الأزمة العالمية الحالية، الملتقى العلمي الدولي حول الأزمة المالية الاقتصادية الدولية والحكمة العالمية، جامعة فرحات عباس سطيف، الجزائر، أيام 20-21 أكتوبر 2009

**المرحلة الأولى:** كنتيجة لانتعاش الاقتصاد يزداد حجم القروض بزيادة المردودات المتوقعة، تزداد المنافسة بين البنوك مما يقلل من علاوات الخطر، والتساهل في شروط الإقراض يزيد من القروض الموزعة ويرتفع تبعاً لذلك حجم المخاطر التي يتحملها البنك.

**المرحلة الثانية:** حدوث صدمة اقتصادية كحالة الفقاعة في الأسهم أو العقارات فيحدث الخطر النظامي وتنقلص القروض وترتفع علاوات الخطر.

**المرحلة الثالثة:** مع انخفاض القروض التي تمنحها البنوك لأغراض الاستثمار والاستهلاك ينخفض حجم النشاط الاقتصادي فتحدث حالة الانكماش.

### السبب الثالث : أزمة الرهون العقارية

رغم أن الدرس الأول للتعامل مع المخاطر هو ضرورة توزيع وتنويع التوظيفات بين مختلف القطاعات فالملاحظ أن الأزمة المالية الأخيرة بدأت في قطاع محدد، وهو قطاع العقارات، فقد توسعت البنوك في الإقراض العقاري دون التأكد من توافر ضمانات كافية ومستقرة اعتماداً على رواج السوق العقارية. وقد ولدت الأزمة الأخيرة نتيجة لما أطلق عليه أزمة الرهون العقارية، فالعقارات في أمريكا من أهم مصادر الإقراض والاقتراض. فالحلم الأمريكي لكل مواطن هو أن يملك بيته، ولذلك فهو يشتري عقاره بالدين من البنك مقابل رهن هذا العقار. والأزمة بدأت فيما عرف بالرهون العقارية الأقل جودة (subprime) وبطبيعة الحال فإن سلامة هذه القروض تتوقف إلى حد بعيد على استمرار ارتفاع أسعار العقارات، وبالتالي فإنها تكون معرضة أكثر للمحاضر إذا انخفضت قيمة العقارات، أو ارتفعت أسعار الفائدة<sup>1</sup>.

<sup>1</sup> عبد الرزاق سلام، مرجع سبق ذكره، ص 76

## السبب الرابع: وكالات التصنيف الائتماني ودورها في الأزمة المالية العالمية لسنة 2008

إن مثل هذه الوكالات مسؤولة عن تقويم خطر إصدارات الدين المختلفة ومن ثم إعطائها تصنيفا ما<sup>1</sup> وكثيرا ما كانت تعطي تصنيفات بدرجة (AAA) لأعداد كبيرة من الإصدارات المعقدة، الأمر الذي أدى لزيادة الطلب عليها وولد إيرادات كبيرة لوكالات التصنيف الكبرى. حيث قامت وكالة موديز (Moody's) لوحدها بتصنيف ما قيمته 4700 مليار دولار من الأوراق المالية المدعومة بالرهون خلال الفترة ما بين عامي 2000 و2007 إضافة إلى قيامها بتصنيف ما قيمته 736 مليار دولار من التزامات الدين المضمون.

ونظرا لأن الديون العقارية للمدينين مرتفعي المخاطر اشترتها بنوك كبيرة وقوية مثل مورغان (JP Morgan)، ستانلي (Stanley) وليمان برادرز (Lehman Brothers)، فقد قامت وكالات التنقيط الائتماني بمنح السندات التي تضم حزمة الديون الخطرة والمشكوك فيها تصنيفا مرتفعا أمنا (AAA)، وبذلك ساهمت هذه الوكالات في انتشار الأزمة على نطاق واسع لأن ذلك التصنيف غير الدقيق جعل البنوك تتجاهل حجم المخاطر التي تتعرض لها، لذلك عندما ظهرت حالات عدم القدرة على السداد كانت أولى الجهات المتضررة هي الشركات العقارية التي قدمت القروض العقارية محتملة بذلك مخاطر الائتمان. بالمقابل فإن العديد من البنوك والمؤسسات المالية حول العالم سجلت خسائر كبيرة قدرت بمليارات الدولارات نتيجة لامتلاكها لتلك الأوراق المالية المدعومة بالعقار<sup>2</sup>.

## السبب الخامس: المشتقات المالية

ساهمت المشتقات المالية بشكل أساسي في تفاقم الأزمة المالية. ولقد أطلق عليها المستثمر وارن بافيت (Warren Buffett) اسم "أسلحة الدمار الشامل" المالية فيما امتدحها آخرون مثل رئيس نظام الاحتياطي الفدرالي السابق آلان غرينسبان (Alan Greenspan) بصفقتها عناصر مهمة تمتص الصدمة في النظام المالي، حيث كان الهدف من هذه المشتقات توزيع المخاطر وجعل النظام المالي أكثر مرونة<sup>3</sup>. فالمشتقات لا تتضمن المتاجرة بأصول حقيقية، وإنما هي عقود متعلقة بتحقيق شروط أو أحداث في المستقبل، وأحد أوضح صور تجارة المشتقات تتعلق بالمضاربة على اتجاه ارتفاع أو انخفاض البورصة. ونوع آخر يتعلق بعود البيع أو الشراء لسلمة أو أصل مالي في المستقبل عند سعر معين، ولا يشترط في البائع أو المشتري تملك السلمة أو الورقة المالية، ويكتفي فقط بتقديمه وعدا للبيع أو الشراء<sup>4</sup>. كما ساهمت عمليات توريق الدين العقاري الأصلي في توليد مشتقات مالية جديدة تعتمد على الورقة المالية الأصلية، وتعددت حلقات التوريق وتوليد أوراق مالية جديدة وبقيم جديدة تصل إلى حدود المضاعفة واعتمد ذلك على عمليات تزوير مكتملة الحلقات ومتصلة بشكل دقيق بإعادة تقدير العقار الأصلي ورفع سعره بمعدلات كبيرة وبشكل دائم ومتصل حتى يمكن أن يكون هناك سند واقعي ولو كان وهميا للأوراق المالية الوليدة بالقيم الإضافية الجديدة، حيث ارتفعت قيمة المشتقات الائتمانية من 100 مليار دولار فقط عام 2001 إلى 6,4 تريليون دولار عام 2004 أن تصل بها إلى 62 تريليون دولار أي عشرة أضعاف القيمة في أربع سنوات فقط، وتسارعت المشتقات المالية حتى وصلت لحظة الكارثة إلى 670 تريليون دولار بينما الناتج المحلي العالمي يقتصر على 48 تريليون دولار أي أقل من عشر الاقتصاد الورقي<sup>5</sup>.

<sup>1</sup> دافيد كانتاس، ترجمة جوان صفير فغالي، نهاية وول ستريت- معلومات عن أضخم أزمة مالية في التاريخ وسبل تخطيها، دار الكتاب العربي، بيروت، لبنان، 2010، ص51

<sup>2</sup> أمينة موسلي، عدوى الأزمات المالية، المجلة الجزائرية للعلوم و السياسات الاقتصادية، العدد5، جامعة الجزائر3، الجزائر، 2014، ص179

<sup>3</sup> دافيد كانتاس، مرجع سبق ذكره، ص45

<sup>4</sup> سمير بو عافية، مصطفى فريد، مرجع سبق ذكره

<sup>5</sup> عبد العزيز قاسم محارب، الأزمة المالية العالمية- الأسباب والعلاج، دار الجامعة الجديدة، الإسكندرية، مصر، 2011، صص80-81

## السبب السادس: توريق الديون العقارية

عمدت الشركات العقارية في الولايات المتحدة على الاقتراض من المؤسسات المالية لمنح قروض عقارية وذلك عن طريق أدوات الهندسة المالية الجديدة، فقد قامت ببيع الديون العقارية المرهونة بالعقار وغيرها من القروض المتعثرة الشبيهة على شكل سندات مرهونة بالعقار (Mortgage Collateralized Debt Obligation) لبنوك استثمار ومؤسسات مالية أخرى وأجنبية، فخلال الفترة 2001-2006 بلغت نسبة القروض عالية المخاطر التي تم تحويلها إلى سندات وبيعت لمستثمرين في الأسواق الرأسمالية حوالي 60-80% وكانت عملية التوريق بمثابة تأمين للشركات العقارية، بمعنى أن بنوك أخرى تشارك في تحمل مخاطر القروض العقارية التي منحت لأشخاص ذوي سجل ائتماني ضعيف أو غير معروف<sup>1</sup>.

السبب السابع: التمويل المهيكل<sup>2</sup>

يقتضي التمويل المهيكل عادة تجميع مخاطر أساسية معينة عن طريق تجميع الصكوك المعرضة لتلك المخاطر (السندات والقروض والأوراق المالية التي يدعمها رهن)، ثم تقسيم التدفقات النقدية الناجمة إلى "شرائح" أو أجزاء تدفع لحائزين مختلفين. ويتم سداد المدفوعات من المجمع لحائزي هذه الشرائح بنظام محدد يبدأ بالشرائح الممتازة (الأقل خطورة) ويتسلسل نازلاً من خلال مستويات مختلفة إلى شرائح أكثر خطورة. وفي نموذج بسيط من ثلاث شرائح، تكون للشريحة الأدنى مخاطر أو الشريحة الممتازة، الحق الأول في الحصول على المدفوعات من الرهونات العقارية المجمعة، وتحظى الشريحة الممتازة بأعلى تصنيف ائتماني قد يبلغ أحياناً فئة (AAA) وتحصل على سعر فائدة أدنى. وبعد تسديد الحقوق الممتازة، تتلقى الشريحة الوسطى أو الشريحة البيئية مدفوعاتها، وتمثل الشريحة البيئية مخاطر أكبر بكثير، وعادة ما تحظى بتصنيفات ائتمانية دون الدرجة الاستثمارية، ومعدل عائد أعلى. ولا تتلقى الشريحة الدنيا أو شريحة أسهم حق الملكية مدفوعات إلا إذا تم سداد مدفوعات الشرائح الممتازة والبيئية بالكامل، حيث أنه إذا لم يكن جزء من التدفقات النقدية المتوقع وفادتها إلى المجمع وشيك الحدوث (مثلاً بسبب التخلف عن سداد القروض)، فعندئذ يتعين على حائزي الشرائح الأكثر خطورة أن يتحملوا هم أولاً نقص المدفوعات، وذلك بعد استنفاد الاحتياطي من التدفقات النقدية.

لقد سمحت عملية توريق الديون المعدومة وتجميعها كمشتقات مالية، دون الإفصاح عن حقيقتها وإعادة بيعها بأسعار أعلى من قيمتها الحقيقية في البورصات العالمية، بزيادة حجم المضاربات شبه الوهمية بمبالغ تريليونية تفوق بكثير حجم الأصول الحقيقية.

وفي المناخ المالي المستقر ومع وفرة السيولة لم يشعر المستثمرون بأنهم مضطرون إلى أن يولوا كثيراً من الاهتمام لهذه المخاطر التي تنطوي عليها المنتجات المهيكلية التي اشتروها. وقد وثقوا بوكالات التصنيف الائتماني لتقييم المخاطر بصورة سليمة، دون الاهتمام بتوثيق المنتجات أو التحري المستقل عن الصكوك المعنية، ورغم أن وكالات التصنيف حاولت التأكيد بأنها لم تصنف سوى مخاطر الائتمان، فقد انطوت هذه المنتجات على مخاطر السيولة والسوق. كما أن هيكل الحوافز لدى وكالات التصنيف لعب أيضاً دوراً في انتشار منتجات الائتمان المهيكلية، وفي النهاية عانت هذه المنتجات المهيكلية من تدهور الضمانات (أساساً الرهن دون الممتاز).

<sup>1</sup> كمال بن موسى، عبد الرحمان بن ساعد، مرجع سبق ذكره

<sup>2</sup> نادية العفون، مرجع سبق ذكره، ص ص 166، 170

**السبب الثامن: نقص وانعدام الرقابة والإشراف على المؤسسات والأدوات المالية**

في ظل هذا التوسع الجامح للأصول المالية، فإن المؤسسات المالية التي تصدر أو تتعامل في هذه الأصول خضعت لقليل من الرقابة والإشراف وأحيانا دون إشراف من السلطات العامة، ونظرا لأن معظم هذه المؤسسات المالية تتمتع بدرجة عالية من الثقة من طرف الجمهور باعتبارها مؤسسات مالية صلبة تستند إلى دعائم مالية قوية وكافية، لذلك لم يكن غريبا أن يجذب جمهور المستثمرين والمقترضين بل والعديد من المؤسسات المالية للتعامل فيما يصدر عنها من أدوات مالية متعددة ومتنوعة، وبعضها بالغ التعقيد والتركيب بما يصعب على المستثمر العادي وأحيانا على الخبير المتخصص فهم أبعاد المخاطر التي تشوب هذه الأدوات، وقد استند الإقبال على هذه الأدوات إلى حد كبير إلى الأسماء الكبيرة للمؤسسات المصدرة لهذه الأدوات<sup>1</sup>.

**المطلب الثالث: الدروس المستفادة من الأزمة المالية العالمية لسنة 2008**

قد يتفق أو يختلف الخبراء في حجم الصدمة التي أحدثتها أزمة الرهن العقاري على الاقتصاد الأمريكي والدول المرتبطة بها اقتصاديا، ولكن مالا يختلف عليه الجميع أن هذه الأزمة كشفت عن مجموعة من الدروس المستفادة يمكن الخروج بها من أسباب وقوعها، وكيفية التعامل معها<sup>2</sup>:

- لقد بينت الأزمة الحالية أن الاقتصاد العالمي أصبح مرتبطا ومتشابكا إلى درجة أن أي حادثة في بلد ما تؤدي إلى انفعالات في كل دول العالم، ولعل تكنولوجيا الاتصال أسهمت في هذا التحول النوعي للاقتصاد المعولم من خلال نشر أخبار وصول الأزمة المالية بسرعة فائقة؛
- لقد كشفت الأزمة الحالية عن التطور الهائل للأسواق المالية من خلال عمليات التوريق التي تعني قيام البنوك بتحويل ضمانات القروض التي تقدمها إلى أوراق مالية تحصل بها على قروض جديدة، وهذه القروض الجديدة تقوم بنوك أو مؤسسات مالية أخرى بتحويل جانب منها إلى أوراق مالية تحصل بها على قروض جديدة وهكذا وبالنتيجة يكون هناك بناء مالي من عدة طوابق يمكن أن ينهار إذا انهار طابق منه؛
- لقد أدت الأزمة المالية إلى الاعتراف بدور الدولة وتأميم بعض فروع الاقتصاد لأن قوى السوق لا تكفي وحدها لضمان التوازن الآلي لأسواق المال والاقتصاد، والحكومات مطالبة بوضع إستراتيجية بديلة لحماية الاقتصاد المحلي، واغتنام هذا التوجه العالمي نحو استعادة دور الدولة في إدارة الاقتصاد؛
- لقد بينت الأزمة الحالية أن السبب الرئيسي لإفلاس البنوك كان عدم كفاءة الإدارة والمتمثل في منح قروض دون ضمانات أو مقابل ضمانات غير كافية، وفيما يلي جدول يوضح نتائج دراسة لإحدى المؤسسات عن مسببات الفشل والأهمية النسبية لكل من هذه المسببات في فشل المؤسسات؛

جدول رقم (1-1): أسباب فشل المؤسسات	
السبب	الأهمية النسبية
عدم كفاءة الإدارة	93,1%
الإهمال	2%
التزوير	1,5%
الكوارث	0,9%
أسباب أخرى	2,5%

**المصدر:** عبد الحليم عمار غربي، مرجع سبق ذكره، ص 74

<sup>1</sup> صندوق النقد العربي، مرجع سبق ذكره، ص7

<sup>2</sup> عبد الحليم عمار غربي، الأزمات الاقتصادية والمالية والمصرفية: رؤى وحلول، مجلة الاقتصاد الإسلامي العالمية، العدد 58، دبي، الإمارات العربية

المتحدة، مارس 2017، ص ص 73، 76

- لقد بينت الأزمة الحالية ذلك الانفصام بين الاقتصاد الحقيقي والاقتصاد المالي، ففي الوقت الذي يبلغ حجم إنتاج العالم كله من السلع والخدمات 48.000 مليار دولار فقط، فإن حجم الأصول المتداولة في الأسواق المالية يبلغ 144.000 مليار دولار؛
- لقد كشفت الأزمة الحالية عن ضرورة التنسيق الجماعي والعمل المشترك على مواجهة الأزمات الاقتصادية العالمية؛
- عدم الاستهانة أبدا بأهمية التقسيم السلمي لدرجة المخاطرة، لأن أهم أسباب هذه الأزمة هو التورط في مشكلة قروض الرهن العقاري التي نتجت عن الاستخفاف بالمبادئ الأساسية في إدارة المخاطر، كتوخي الحذر والحرص على توفر الجدارة الائتمانية كشرط أساسي للإقراض وغيره؛
- عدم السماح بنسب عالية للمديونية في المراكز المالية والمؤسسات أو صناديق الاستثمار. إن المديونية أصبحت في الاقتصاد الأمريكي حسبما يبدو عملية إدمان سواء على مستوى الاقتصاد ككل أو على مستوى الأفراد والمؤسسات، التي وصلت المديونية لدى بعضها إلى 30 ضعفا؛
- ضرورة الحذر من المبالغة في التعامل بالمنتجات المالية المعقدة مثل المشتقات المالية وغيرها، لأن المشكلة التي نتجت عن هذا النوع من المنتجات ليس فقط لكون كثير من المتعاملين بها لا يفهمون ولا يقدرّون درجة خطورة هذه المنتجات، بل لكونها كذلك تصل في بعض الحالات إلى مستويات خارجة عن السيطرة وبالتالي يصعب التحكم في نتائجها؛
- الحاجة إلى مزيد من الإفصاح والشفافية، وقد كنا نعتقد أن نقص الشفافية هي من سمات الدول المتخلفة، وإذا بنا نكتشف من خلال هذه الأزمة بأن ضعف مستوى الشفافية هو أخطر لدى الاقتصاديات المتقدمة وهو ما يفسر غياب السلطات الرقابية وعدم إحاطتها بالتزامات ومديونيات المؤسسات المالية.
- ضرورة أن تعكس ميزانيات المؤسسات جميع التزاماتها، حيث أن تمويل حجم متزايد من أنشطة المؤسسات من خارج الميزانية من شأنه عدم كشف الحجم الحقيقي للمشاكل التي تتعرض لها المؤسسات الأمر الذي لا يسمح بالتحكم فيها أو معالجتها<sup>1</sup>؛
- إن الأزمة لم تكن أزمة بنوك ولكنها جاءت من مؤسسات مالية ليست بنكية، وهذه المؤسسات عادة لا تخضع لرقابة صارمة مثل البنوك بل أن ما يلاحظ هو انخفاض الرقابة أو انعدامها كليا على عمل هذه المؤسسات المالية؛
- أن الفقاعة تتكون وتتراكم ببطء على مرأى من الجميع، ورغم خروج تحذير هنا أو تنبيه هناك إلا أن السلطات المسؤولة لا تأخذها بعين الاعتبار، ولكن إذا انفجرت الفقاعة كان لها دوي كبير وتسارعت آثارها لتعم الجميع خلال ساعات معدودة فقط؛
- أن تركيز الثروة في قطاع واحد يشكل خطرا على الاقتصاد، فالأموال التي هجرت سوق الأسهم بعد فقاعة الحواسيب في عام 2000 توجهت للقطاع العقاري ادخارا وشراء ومضاربة، وهو ما جعل الأزمة تكبر وتتضخم حتى انفجرت الفقاعة؛
- عند إفلاس أو انهيار مؤسسة مالية بسبب وضعها السيئ فإن الذعر ينتقل للمودعين في المؤسسات المالية الأخرى فيلجأون لسحب ودائعهم مما يفاقم حالة المؤسسات الجيدة ويلحقها بالسيئة التي تحتاج لضمان ودعم؛

<sup>1</sup> عبد السلام زايد، مقران يزيد، انعكاسات الأزمة المالية على الاقتصاديات العربية (الجزائر، تونس، المغرب، ليبيا، مصر) متاح على الموقع:

- مازال الإجراء المتبع بعد أي أزمة مالية في السوق هو مزيد من الإجراءات الجديدة وفرض السياسات والأنظمة التي تمنع تكرار وقوع الفقاعة، ولكن لا يوجد حتى اليوم سياسة أو إجراء يمكن التعويل عليه فعليا لمنع فقاعات وأزمات الأسواق؛
- سقط كثير من وكالات التصنيف العالمية خلال الأزمة، حيث كانت بعضها تعطي البنوك والمؤسسات في أمريكا تقييمات جيدة رغم خطورة وتدهور وضعها فعليا؛
- غابت الأنظمة الصارمة التي تكبح طمع رؤساء البنوك والمؤسسات المالية والسماسرة مما دعاهم للتوسع في منح الائتمان واستخدام الرافعة المالية وتصكيك القروض السيئة طمعا في مزيد من الأرباح والمكاسب الآنية بغض النظر عن سلامة المؤسسات والبنوك التي يديرونها.
- فاقمت سياسة الفيدرالي في خفض الفائدة من 6 إلى 1% خلال سنتين ثم رفعها إلى 5,25% خلال أقل من سنتين الأزمة وكانت إحدى أسباب انفجارها، لأنها لم تأخذ في الحسبان تأثير العامة جراء التغيير السريع والكبير للفائدة<sup>1</sup>؛
- أن النظام المالي في العالم يدار بلا تنسيق ولا تعاون، فكل دولة وكل بنك مركزي يتصرف داخليا بما تمليه الظروف الاقتصادية والمالية داخليا، ولكن ليس هناك مؤسسات عالمية تدير النظام المالي العالمي واكتفى صندوق النقد بتوجيه التحذيرات فقط حتى انفجرت الفقاعة؛
- أن التخصيص لا يعفي الحكومة من مسؤوليتها تجاه رقابة الأسواق وضرورة التدخل لضمان الشركات الكبيرة ودعمها بالأموال حتى لا تسقط معها مؤسسات وبنوك وشركات أخرى مما قد يؤدي لانهايار الاقتصاد بشكل كامل؛
- أن تدخل الدولة على نطاق واسع جنب انهيار النظام المالي بل النظام الرأسمالي؛
- بينت الأزمة ضرورة مراجعة ميكانيزمات التحرير المالي؛
- أكدت الأزمة المالية العالمية 2008 عدم قدرة أو عجز آليات السوق (الانضباط السوقي) أو ما يسمى منهج اللمسة الخفيفة على التصحيح الذاتي للإختلالات التي ظهرت في الأسواق، وبالتالي أصبح تدخل الدولة هو الحل، بل ضروري لمنع انهيار النظام من جهة و للخروج من الأزمة من جهة ثانية؛
- الحاجة إلى مراجعة إجراءات العولمة بصفة عامة والتحرير المالي بصفة خاصة وليس التخلي عنها، عن طريق ترشيد وحوكمة ممارساتها لتعظيم منافعها والتقليل من أثارها السلبية؛
- لم تساير عملية إدارة المخاطر المصرفية، الإفصاح، التنظيم والإشراف سرعة الابتكار المالي، مما ترك مجالا واسعا أمام مزيد من الإفراط في تحمل المخاطرة وتضخيم أسعار الأصول؛
- رغم المزايا العديدة للتحرير المالي الذي يعمل على زيادة الكفاءة والمنافسة وتنوع المنتجات ونقل الخبرة الفنية والتكنولوجية، إلا أن الأزمة المالية العالمية 2008 بينت أنه يمكن أن يعرض النظام المالي بل الرأسمالي إلى خطر الانهيار وفي نفس الوقت يعرض البلدان لمخاطر وتحديات جديدة، مثل سرعة انتقال الآثار التي تحدثها الضغوط المالية في أجزاء أخرى من العالم على النظم المالية المحلية، بالإضافة إلى أنه يمكن أن تؤدي التدفقات المالية الداخلة إلى الإفراط في الإقدام على تحمل المخاطر وزيادة انكشاف المؤسسات المالية، الأسر والشركات

<sup>1</sup> عبد الله بن ربيعان، الأزمة المالية العالمية-الدروس المستفادة، متاح على الموقع:

المحلية أمام مخاطر الصرف الأخرى، وهذه المسائل لا تُنقص من مبررات التحرير المالي ولكنها بالتأكيد تدعو إلى زيادة الوعي وتصميم وتنسيق السياسات الاحترازية على المستويين المحلي والدولي لضمان أن يتخذ التحرير المالي أشكالاً وميكانيزمات تحد من المخاطر وتعمل على تعظيم المنافع لجميع البلدان.



## خلاصة:

نستخلص من هذا الفصل أن الاقتصاد العالمي عانى من مجموعة من الأزمات المتتالية، ويمكن إرجاع أهم أسباب حدوثها إلى اضطرابات أسعار الصرف وتدفقات رؤوس الأموال وتشوهات النظام المصرفي. وتعد أزمة الرهن العقاري من أشد الأزمات التي شهدتها الساحة الدولية وهي ذات طبيعة خاصة بحجمها وسرعة انتشارها، حيث بدأت بأسواق الولايات المتحدة الأمريكية لتمتد عدواها إلى الأسواق المالية في أوروبا ثم إلى العديد من البلدان الأخرى، كما أن هذه الأزمة لم تقتصر على النظام المالي، بل تعدتها إلى الاقتصاد الحقيقي.

انتقلت الأزمة من قلب الاقتصاد الرأسمالي الولايات المتحدة الأمريكية إلى العالم ككل وانتشارها لم يسلك القنوات التقليدية، بل ظهرت قنوات جديدة سمحت بانتقالها أفرزتها منتجات الهندسة المالية والمتمثلة في التوريق والمشتقات المالية.

## الفصل الثاني

### أساسيات حول سياسة التحرير المالي

- ◆ المبحث الأول: ماهية سياسة التحرير المالي
- ◆ المبحث الثاني: أعمال ماكينون وشاو والانتقادات الموجهة لها
- ◆ المبحث الثالث: متطلبات نجاح سياسة التحرير المالي والنهج الأمثل له

**تمهيد**

يهدف الاندماج في الاقتصاد العالمي عمدت العديد من الدول إلى تحرير اقتصادياتها، ما شكل أحد أهم ملامح النظام الاقتصادي العالمي الحر ومثل استكمالاً لمراحل التحرير الاقتصادي. فقد بدأ توجه الدول صوب تطبيق سياسة التحرير المالي عند انتهاجها لاقتصاد السوق، وذلك بعد سقوط نظام بروتن وودز وتخلى بعض الدول عن النهج الاشتراكي، الأمر الذي فرض عليها التخلي عن السياسة التي كانت مطبقة آنذاك وهي السياسة المعاكسة للتحرير المالي أو ما يعرف بسياسة الكبح المالي.

ويعد التحرير المالي من المواضيع الحديثة التي نالت اهتمام العديد من الباحثين تبعاً للدور الذي يلعبه في تطوير الأنظمة المالية والبنكية للدول، فمنهم من أيد سياسة التحرير المالي ويرى أنها تحقق آثاراً إيجابية على اقتصاد الدول، فيما عارض آخرون هذه السياسة لما لها من سلبيات عديدة خصوصاً على اقتصاديات الدول النامية. وعليه سيتم التعرض في هذا الفصل إلى أهم ما يحيط بالتحرير المالي من خلال المباحث التالية:

**المبحث الأول: ماهية سياسة التحرير المالي؛**

**المبحث الثاني: أعمال ماكينون وشاو والانتقادات الموجهة لها؛**

**المبحث الثالث: متطلبات نجاح سياسة التحرير المالي والنهج الأمثل له.**

## المبحث الأول: ماهية سياسة التحرير المالي

كان الفكر الكينزي الذي ينادي بتدخل الدولة في الحياة الاقتصادية السائد بعد أزمة 1929، ثم ظهرت بعده أفكار تحررية في النصف الثاني من القرن العشرين بعد انهيار نظام بريتن وودز، خاصة في المجالات النقدية والبنكية، والتي لقيت اهتماما واسعا من قبل الباحثين الاقتصاديين والمؤسسات الدولية لأهمية الدور المسند للتحرير الاقتصادي والمالي في النهوض باقتصاديات الدول وخصوصا النامية منها ومساعدتها في القضاء على مظاهر التخلف وتطوير الأنظمة المالية وتحقيق النمو الاقتصادي.

## المطلب الأول: السياق التاريخي للتحرير المالي

يعد التحرير المالي ظاهرة حديثة النشأة نسبيا، بدأت مع بداية عقد السبعينات في العديد من الدول المتقدمة ثم تلتها الدول النامية، بعدما كان تدخل الدولة في الحياة الاقتصادية هو المسيطر لسنوات طويلة.

## أولا: مرحلة ما قبل التحرير المالي

عرف موضوع تدخل الدولة في الحياة الاقتصادية جدلا واضحا بين الاقتصاديين بمر الزمن، فبعد أن كرس التجاريون مبدأ عدم تدخل الدولة في النشاط الاقتصادي، نادوا بضرورة تدخل الدولة في الحياة الاقتصادية بسبب النزاعات التجارية بداية القرن السابع عشر، وعلى الرغم من اختلاف مظاهر تدخل الدولة في الحياة الاقتصادية إلا أنه وفي الغالب طغى مفهوم الدولة الحارسة، وظل سائدا لفترة طويلة بسيادة الأفكار الكلاسيكية<sup>1</sup>.

وعند تخلي العالم عن قاعدة الذهب بسبب الحرب العالمية الأولى، واندفاع الحكومات لفرض قيود على رؤوس الأموال وعلى أنظمة الصرف والتجارة الدولية، تفككت روابط أسواق المال الدولية، ثم تم رفع هذه القيود تدريجيا مع انتهاء هذه الحرب، واستعادت قاعدة الذهب مكانتها لتعيد لرؤوس الأموال حريتها في الحركة عبر الحدود الوطنية ولتعود الروابط بين الأسواق المالية الدولية، لكن عودة قاعدة الذهب بعد الحرب العالمية الأولى كانت عودة متواضعة ولم تكن بنفس القوة لفترة ما قبل الحرب. وفي أزمة الكساد الكبير (1929-1931) فرضت العديد من الحكومات قيودا متعددة على حركات رؤوس الأموال كإحدى آليات تخفيف حدة الكساد، ولكبح حركة رؤوس الأموال ما بين الأسواق المالية الدولية<sup>2</sup>.

لقد عجزت اقتصاديات الدول في أزمة الكساد الكبير عن إعادة توازنها بطريقة آلية حسب الكلاسيك ومع ظهور الأفكار الكينزية التي أنفذت اقتصاديات العالم آنذاك، ظهر عصر جديد للاقتصاد العالمي، اتسم باحتكار الدولة للنشاطات الاقتصادية والمالية، حيث دعا كينز في نظرياته إلى ضرورة تدخل الدولة في النشاط الاقتصادي وزيادة الإنفاق الحكومي بالإضافة إلى فرض الرقابة على النظام المالي والجهاز المصرفي، وذلك بتخفيض معدلات الفائدة لتشجيع الاستثمار وبالتالي زيادة النمو الاقتصادي، وعرفت النظرية الكينزية تأييدا واسعا من كل الدول المتقدمة منها والنامية بعد الحرب العالمية الثانية؛

خلال الخمسينات والستينات من القرن الماضي حققت أوروبا الشرقية الموجهة مركزيا إنجازات اقتصادية شاملة، وعلى إثرها سارعت أغلب الدول النامية خاصة المستقلة حديثا إلى تبني النظام الاشتراكي والتدخل بصورة شاملة في اقتصادياتها، ففرضت العديد من القيود والضوابط ومختلف أشكال الرقابة للسيطرة

<sup>1</sup> نورة زيان، أثر سياسة التحرير المالي على النمو الاقتصادي في الجزائر دراسة تحليلية قياسية ومقارنة مع بعض الدول النامية خلال الفترة 1980-

2015، أطروحة دكتوراه غير منشورة في العلوم الاقتصادية، جامعة زيان عاشور، الجلفة، الجزائر، 2019، ص3

<sup>2</sup> خالدية بلعجين، قياس وتحليل مدى إدراك موظفو البنوك لأثر التحرير المالي والمصرفي على الجهاز المصرفي الجزائري، مذكرة ماجستير غير منشورة في العلوم الاقتصادية، جامعة وهران، الجزائر، 2010، ص10

على أنظمتها المالية وخاصة الأجهزة المصرفية، وهذا ما يندرج ضمن ما يدعى بسياسة الكبح المالي الذي ظل سائدا ومميزا لاقتصاديات الدول النامية لفترة طويلة من الزمن<sup>1</sup>.

### ثانيا: نشأة التحرير المالي

انبثق التحرير المالي الدولي الذي يعتبر عامل مصيري للعولمة المالية، غداة انهيار النظام النقدي الدولي المدعى بنظام بروتن وودز عام 1971م، وتعويم أسعار صرف العملات الرئيسية وبدأت عمليات التحرير المالي في الدول المتقدمة واكتملت بتوسيع التحرير ليشمل العديد من الدول النامية<sup>2</sup>. حيث شهدت فترة السبعينات انهيار هذا النظام (بريتن وودز)، وتزامن ذلك مع أزمة ارتفاع أسعار البترول التي أحدثت صدمة عالمية كبيرة وزادت حدة عجز ميزان المدفوعات لمختلف دول العالم، كما دخلت الدول الصناعية المتقدمة في أزمة هيكلية طويلة المدى كان أهم مظاهرها الركود التضخمي، وعليه شرعت العديد من الدول بإصلاحات جذرية على مستوى أنظمتها المالية والاقتصادية بالتخلي عن السياسات الكينزية، إضافة إلى ضرورة عدم تدخل الدولة في النشاط الاقتصادي، وبالتالي ظهر اتجاه عالمي نحو التحرير المالي<sup>3</sup>. ومع بداية الثمانينات ومن واقع إفلاس الكثير من المشاريع وضعت اقتصاديات الاستدانة البنوك في موضع شك نتيجة لتمويل الاقتصاد بواسطة الائتمان المصرفي وبالتالي بواسطة خلق النقود، وتعتبر هذه الأخيرة عاملا مهما في دعم التضخم ناهيك عن تصاعد المخاطر البنكية والتي قد تؤدي إلى إفلاس الكثير من البنوك. وهكذا بدأت تظهر اتجاهات جديدة في تمويل الاقتصاد تتجه أكثر نحو اقتصاد السوق، وتطورت نسبيا الأفكار الاقتصادية التي تنادي بالتحرير<sup>4</sup>.

تزامنت هذه المرحلة مع وصول " مارغريت تاتشر " إلى الحكم في بريطانيا وتولي " بول فولكر " رئاسة الاحتياطي الفدرالي الأمريكي، وهما معروفان بتشجيعهما لتحرير الحياة الاقتصادية والمالية على المستويين الوطني والعالمي، وامتدت هذه المرحلة من 1980 إلى 1985<sup>5</sup>.

لكن البداية الحقيقية لعملية التحرير المالي كانت في كل من الولايات المتحدة الأمريكية وألمانيا وكندا وسويسرا سنة 1971، حيث أصبحت بناء على ذلك أسعار الصرف تتحدد وفقا للآلية العرض والطلب بعد إعلان أمريكا وقف فاعلية تحويل الدولار إلى ذهب بسبب لجوء الدول الأوروبية إلى تحويل ما لديها من دولارات أمريكية إلى ذهب عندما تعرضت عملاتها إلى عدم الاستقرار إثر المضاربات التي كانت في أسواق النقد والتي تزامنت مع تفاقم العجز في ميزان المدفوعات الأمريكي، مما كان له الأثر في إحداث اضطرابات في أسواق المال واهتزاز الثقة بالدولار الأمريكي في دول القارة الأوروبية. أما بريطانيا فقد ألغت ما لديها من قيود على الأسواق المالية عام 1979 ثم لحقتها اليابان عام 1980 وباقي أعضاء صندوق النقد الدولي والمجموعة الأوروبية. هذا ولقد تزامن تحرير الأسواق المالية (التحرير المالي) في البلدان الصناعية مع ظهور الفوائض المالية الباحثة عن ربح أعلى خارج الحدود القومية بعد انخفاض معدلات الربح المتولدة من الاستثمار في إطار اتفاقية تحرير الأسواق المحلية التي كانت سببا جوهريا للدعوة إلى تحرير أسواق المال ورفع القيود على تصدير

<sup>1</sup> نورة زيان، مرجع سبق ذكره، ص3

<sup>2</sup> فضيلة زواوي، التحرير المالي وانعكاساته على المنظومة البنكية الجزائرية، أطروحة دكتوراه غير منشورة في علوم التسيير، جامعة امحمد بوقرة، بومرداس، الجزائر، 2016، ص 52

<sup>3</sup> زيان نورة، مرجع سبق ذكره، ص 17

<sup>4</sup> خديجة تافاسات، تحرير القطاع المالي وأثره على النمو الاقتصادي دراسة قياسية في الجزائر خلال الفترة 1990-2013، أطروحة دكتوراه غير منشورة في العلوم الاقتصادية، جامعة الحاج لخضر، باتنة، الجزائر، 2017، ص 28

<sup>5</sup> علي عليوة، التحرير المالي وأثره على نمو القطاع الصناعي في الدول العربية، مجلة نماء للاقتصاد والتجارة، العدد 2، جامعة محمد الصديق بن يحي، جيجل، الجزائر، ديسمبر 2017، ص170

رؤوس الأموال فضلا على أهمية تحرير الأسواق المالية على المستوى الدولي في إطار اتفاقية تحرير أسواق السلع. أما الدول النامية فقد كانت البداية الأولى لتحرير أسواقها المالية في النصف الثاني من ثمانينات القرن العشرين ضمن برامج شاملة للإصلاح الاقتصادي والمالي، بعد أن تبين لحكومات هذه البلدان أن سياسة التدخل في النشاط الاقتصادي بشكل عام وفي نشاط القطاع المالي على وجه الخصوص لم تؤدي إلى بلوغ الأهداف الاقتصادية والاجتماعية المنشودة في خطط التنمية. ومما كان من الدروس التي استفادت منها الدول النامية، أن مشكلة تمويل المشاريع الاقتصادية والاجتماعية لا يمكن حلها من خلال سياسة التدخل في إدارة النشاط الاقتصادي بشكل عام والنشاط المالي بوجه الخصوص، أو من خلال القروض الخارجية الرسمية، وإنما من خلال إيجاد بيئة اقتصادية ملائمة لجذب الاستثمارات الخاصة والأجنبية المباشرة والمالية، وأن سبيلها إلى ذلك هو التحرير المالي<sup>1</sup>.

ويشير الجدول التالي إلى السنوات التي بدأت فيها بعض الدول المتقدمة والنامية عمليات التحرير المالي بعد مرحلة كان يسودها التدخل الحكومي الواسع النطاق في الأسواق المالية.

#### الجدول رقم (2-1): بدايات تطبيق سياسات التحرير المالي في عدد من دول العالم

الدولة	سنة بداية التحرير	الدولة	سنة بداية التحرير
الشيلى	1974	الولايات المتحدة الأمريكية	1982
كوريا الجنوبية	1978	فرنسا	1984
ماليزيا	1978	تايلاند	1984
هونغ كونغ	1978	ألمانيا	1984
سنغافورة	1978	بنغلاديش	1988
اليابان	1979	الهند	1989
تايوان	1979	المكسيك	1989
جنوب إفريقيا	1980	البرازيل	1989
كندا	1980	فنزويلا	1991
إندونيسيا	1981	مصر	1991
الفلبين	1981	المغرب	1991
المملكة المتحدة	1981	البيرو	1991

المصدر: عبد الرزاق إبراهيم شبيب الفهداوي، تحليل أثر سياسات التحرير المالي في أداء الأسواق المالية لمجموعة من الدول النامية مع إشارة خاصة للعراق للمدة (2004-2017)، أطروحة دكتوراه غير منشورة في العلوم الاقتصادية، جامعة الأنبار، العراق، 2019، ص 14

المطلب الثاني: مفهوم التحرير المالي

تندرج سياسة التحرير المالي ضمن سياق التحرير الاقتصادي الذي يشتمل على مختلف عناصر التحرير المالي ويتضمنها. وفي هذا المطلب سنتطرق لتعريف التحرير المالي وأنواعه والآراء المؤيدة والمعارضة لسياسة التحرير المالي.

<sup>1</sup> فاطمة الزهراء سعدي، التحرير المالي المكاسب والمخاطر الناتجة عنه، مجلة الاقتصاد الجديد، المجلد 2، العدد 2، جامعة خميس مليانة، عين الدفلى، الجزائر، 2011، ص ص 206:208

## أولاً: تعريف التحرير المالي

وردت تعاريف كثيرة للتحرير المالي نذكر منها ما يلي:

- حسب R. Mackinnon و E. Shaw (1973) "التحرير المالي هو الحل الأمثل للخروج من سياسة الكبح المالي وهو وسيلة بسيطة وفعالة لتسريع وتيرة النمو الاقتصادي في البلدان النامية"<sup>1</sup>.
  - عرفه كل من AMABLE و CHATELAIN و DE BANDT (1997) على أنه: "تلك السياسة التي تقود إلى رفع الادخار، واستخدام أمثل للموارد المالية المتاحة للاستثمار"<sup>2</sup>.
  - هو "إلغاء القيود والترتيبات والضوابط المفروضة على حركات رؤوس الأموال القصيرة وطويلة الأجل عبر الحدود الوطنية، وإعطاء السوق فاعلية في عمليات ضمان توزيع وتخصيص الموارد المالية، وتحديد أسعار العمليات المالية وفقاً لقوى السوق"<sup>3</sup>.
  - هو "مجموعة القرارات والإجراءات المتخذة تهدف إلى جعل النظام أكثر استجابة لتغيرات قوى السوق وجعل السوق أكثر تنافسياً من خلال إعادة توزيع الموارد المالية"<sup>4</sup>.
  - يمكن تعريف التحرير المالي بالمعنى الضيق على أنه مجموعة من الإجراءات التي تسعى إلى خفض درجة القيود المفروضة على القطاع المالي والتقليل من احتكار الدولة له وفتحها أمام المنافسة"<sup>5</sup>.
- من خلال التعاريف السابقة نستنتج أن للتحرير المالي مفهومين أحدهما شامل والآخر ضيق، أما الشامل فيندرج تحت سياق الإجراءات التي تتخذها الدولة لإلغاء أو تخفيف القيود المفروضة على النظام المالي بهدف رفع كفاءته وإصلاحه، وأما المفهوم الضيق فيقصد به تحرير العمليات في السوق المالي وكذلك إلغاء مختلف القيود المفروضة على العمل المالي والتقليل من احتكار الدولة له وتعزيز تنافسية السوق المالي.

## ثانياً: مستويات التحرير المالي

من القضايا الرئيسية الكامنة خلف أي جهود للتحرير المالي التمييز بين التحرير المالي الخارجي والتحرير المالي الداخلي، وعادة ما يستطيع التحرير الخارجي فتح الأسواق المالية المحلية أمام التدفقات المالية الدولية وإلغاء ضوابط الصرف وإزالة الحواجز أمام دخول البنوك الأجنبية وما إلى ذلك، أما التحرير الداخلي فيشير إلى الإصلاحات المؤدية إلى أداء أكثر حرية للأسواق المالية المحلية ويشمل إلغاء ضوابط الائتمان المحلية المتعلقة بوضع حصص الائتمان وحدود قصوى لسعر الفائدة واشترطات احتياطي متميزة، وتشمل العناصر الأخرى للتحرير المالي الداخلي إلغاء الأساليب التمييزية واشترطات رأس المال التي تعرقل بشدة

<sup>1</sup> وفاء سبكي، كريم بوروشة، أثر التحرير المالي على النمو الاقتصادي دراسة قياسية لعينة من دول MENA باستخدام معطيات البنائيل خلال الفترة (1990-2015)، مجلة دفتاتر اقتصادية، المجلد 10، العدد 2، جامعة زيان عاشور، الجلفة، الجزائر، 2018، ص 412

<sup>2</sup> فاطمة الزهراء طلحاوي، أثر التحرير المالي على أداء القطاع البنكي الجزائري دراسة قياسية (2000-2016)، أطروحة دكتوراه غير منشورة في العلوم الاقتصادية، جامعة أحمد دراية، أدرار، الجزائر، 2018، ص 20

<sup>3</sup> خديجة تافاسست، مراد خروبي، القنوات الرئيسية لانتقال أثر التحرير المالي إلى النمو الاقتصادي، مجلة العلوم الإنسانية، المجلد 17، العدد 2، جامعة محمد خيضر، بسكرة، الجزائر، سبتمبر 2017، ص 551

<sup>4</sup> أحمد حسين بتال وآخرون، أثر التحرير المالي على رأس المال البشري في العراق دراسة قياسية للمدة 2005-2016، مجلة جامعة الأنبار للعلوم الاقتصادية والإدارية، المجلد 11، العدد 27، جامعة الأنبار، الرمادي، العراق، 2019، ص 81

<sup>5</sup> عبد الرحيم عامر، أهمية النظام المالي والاستثمار الأجنبي المباشر في التوجه الاقتصادي الجديد في سياسات التنمية- دراسة حالة الجزائر، أطروحة دكتوراه غير منشورة في علوم الاقتصادية، جامعة جيلالي ليايس، سيدي بلعباس، الجزائر، 2017، ص 82

دخول المشاركين المحليين على السوق المحلي. وكثيرا ما اشتملت التحليلات النظرية لسياسة التحرير المالي على مجموعة من الإجراءات يجب المرور بها وذلك من خلال تطبيق إجراءات التحرير على المستوى المحلي وإجراءات التحرير على المستوى الخارجي.

### 1- إجراءات التحرير على المستوى المحلي

وهو يتضمن في تحريره ثلاث متغيرات أساسية وهي أسعار الفائدة، الاعتمادات والاحتياطات الإلزامية والمنافسة المصرفية:<sup>1</sup>

**1-1- تحرير أسعار الفائدة:** يتضمن تحرير أسعار الفائدة إزالة الرقابة والتنشيط، وتحديد سقف عليا لأسعار الفائدة الدائنة والمدينة، وذلك بإعطاء حرية أوسع لتحديد أسعار الفائدة وتركها تتحدد في السوق المالية بالالتقاء بين عارضي الأموال والطلب عليها والاتجاه نحو تحديدها للاستثمار، عن طريق الملائمة بين الاستهلاك والإنفاق الاستثماري، وبالتالي زيادة النمو الاقتصادي ولا يمكن أن يحدث هذا ما لم تثبت الأسعار عند حد معين؛

**1-2- تحرير الاعتمادات والاحتياطات الإلزامية:** يتضمن الحد من الرقابة على توجيه الائتمان نحو قطاعات محددة والحد من الاعتمادات للقطاعات الأخرى والتخفيض أو حذف الاحتياطات الإلزامية المغالى فيها على البنوك والاعتماد على الأدوات غير المباشرة للسياسة النقدية خاصة عمليات السوق المفتوحة للتأثير على العرض النقدي. أي استخدام الأدوات الكمية غير المباشرة للسياسة النقدية بدلا من الأدوات النوعية المباشرة التي تكون عادة معيقة لإستراتيجيات التحرر، إذ يعد استخدام الأدوات النقدية غير المباشرة جزءا مهما من مجموعة أوسع من الإصلاحات لم تشمل تحرر القطاع المالي فحسب، بل تتناول أيضا تحرر الاقتصاد بوجه عام.

**1-3- تحرير المنافسة المصرفية:** ويتحقق بإلغاء وإزالة القيود والعراقيل التي تعيق إنشاء البنوك الخاصة برأس مال محلي أو أجنبي وبالتالي إعادة هيكلة المؤسسات المصرفية بنقل ملكية جزء منها للقطاع الخاص وإصلاح الجزء الآخر، وإلغاء القيود المتعلقة بتخصص البنوك وإنشاء البنوك الشاملة، وأيضا تشجيع البنوك على فتح فروع لها في مختلف الدول والسماح للأجنبية منها بالتواجد في الساحة الوطنية وحرية الدخول والخروج من السوق وتوسيع نطاق الأعمال أمام المؤسسات المالية وتحسين البنية الأساسية وتطوير الأسواق المالية مثل إنشاء شبكة للتعامل بين السماسرة والوسطاء وتطوير الأدوات المتعامل بها في الأسواق المالية، وهذا كله يزيد من حدة المنافسة التي تعتبر شرطا لتحقيق الكفاءة ولا يمكن أن تتحقق إلا برفع القيود عن دخول بنوك ومؤسسات مالية جديدة للسوق المحلي.<sup>2</sup>

### 2- إجراءات التحرير على المستوى الخارجي

يتضمن التحرير المالي على المستوى الخارجي إلغاء ضوابط الصرف، تحرير حساب رأس المال والأسواق المالية.

**1-2- إلغاء ضوابط الصرف:** وذلك باعتماد سعر صرف متغير يتحدد وفق تغيرات السوق إذ أن سعر صرف العملة المحلية يعكس المستويات الحقيقية لأسعار مختلف الموجودات المحلية.<sup>3</sup>

<sup>1</sup> عبد الغني حريري، مرجع سبق ذكره، ص3

<sup>2</sup> خديجة تافاسست، مرجع سبق ذكره، ص39

<sup>3</sup> مختار بوضياف، أثر التحرير المالي على السياسة النقدية في الجزائر للفترة (1990-2010)، مذكرة ماجستير غير منشورة في العلوم الاقتصادية، جامعة الدكتور يحيى فارس، المدينة، الجزائر، 2012، ص21



**2-2- تحرير حساب رأس المال:** إن جوهر عملية التحرير المالي هو تحرير حساب رأس المال، والمقصود بذلك هو إزالة القيود المفروضة على معاملات حساب رأس المال، وغيرها من العوائق ذات الصلة التي تحول دون تدفق رأس المال عبر الحدود<sup>1</sup>، أي تحرير تدفقات رؤوس الأموال من وإلى الاقتصاد، وحرية التعامل بمختلف أشكال رؤوس الأموال كالاستثمارات الأجنبية المباشرة واستثمارات المحافظ المالية كالأسهام والسندات، المعاملات المتعلقة بأصول الثروة العقارية، المعاملات المتعلقة بالثروات الشخصية، المعاملات المتعلقة بالديون كالقروض المصرفية والتسهيلات الائتمانية المقدمة من الدول المتقدمة إلى الدول النامية، والتعامل بالنقد الأجنبي. ويركز خبراء صندوق النقد الدولي في هذا الخصوص على أمرين هما:

- أنه من الأفضل البدء في تحرير التدفقات الطويلة الأجل قبل التدفقات القصيرة الأجل، وتحرير الاستثمار الأجنبي المباشر قبل تحرير الاستثمار في المحافظ المالية أو الاستثمار غير المباشر؛

- إن التحرير الشامل لمعاملات وتحويلات رأس المال لا يعني التخلي عن كل القواعد والنظم المطبقة على المعاملات بالعملة الأجنبية، إنما يتطلب ضبط الإجراءات المتعلقة بتحويلات العملة الأجنبية التي يجريها غير المقيمين<sup>2</sup>.

**2-3- تحرير الأسواق المالية:** وذلك بتخفيف القيود المفروضة على أسواق الأوراق المالية والتي من شأنها أن تعمل على زيادة كفاءة الأسواق المالية، وذلك من خلال إلغاء الحواجز أو تقليلها أمام انضمام المستثمرين والشركات المساهمة في السوق أو الانسحاب منها، الأمر الذي يعزز تشجيع الشركات المساهمة وإعطائها حرية أوسع في تحديد كيفية إصدار الأوراق المالية، والعمل على تحسين البنية الأساسية لتطوير الأسواق المالية، مثل إنشاء شبكة للتعامل مع السماسرة والوسطاء في السوق المالية، والسماح للشركات الأجنبية الدخول في السوق المالية وفسح المجال لها لإصدار الأوراق المالية المختلفة وذلك لتعزيز حالة المنافسة في القطاع المالي، أضف إلى ذلك فسح المجال أمام الشركات الأجنبية للوساطة المالية وأمام المضاربين والمتعاملين الأجانب للانضمام للسوق المالية<sup>3</sup>.

وقد ظهرت عدة جهات نظر حول ترتيب التسلسل بين التحرير الخارجي الذي يستلزم فتح الأسواق المالية المحلية أمام التدفقات المالية الدولية وإزالة الحواجز أمام البنوك الأجنبية وبين التحرير الداخلي الذي يشير إلى القيام بالإصلاحات التي تسمح بحرية أكبر للأسواق المالية المحلية، كإلغاء ضوابط الانتماء المحلية وإلغاء الأساليب التمييزية واشترطات رأس المال التي تعرقل دخول المشاركين المحليين إلى السوق المحلي، فوجهة النظر التقليدية تؤكد على أهمية تحقيق استقرار اقتصادي وتطوير المؤسسات المالية قبل عملية التحرير أو بمعنى آخر القيام بالتحرير الداخلي أولاً، أما وجهة النظر البديلة فتفضل تحرير حساب رأس المال المبكر الذي يمكن أن يكون عاملاً مساعداً لإصلاحات اقتصادية أوسع أي التحرير الخارجي أولاً، وترى وجهة نظر متوسطة أن التحرير يجب أن يكون جزءاً من أسلوب معالجة متزامن مع حركة الإصلاح الاقتصادي وذلك أن عمليتي التحرير الداخلية والخارجية عمليتان متكاملتان.

<sup>1</sup> Bumba Mukherjee, David Singer, **International Institutions and Domestic Compensation : The IMF and the Politics of Capital Account Liberalization**, American journal of Political Science, January 2010, Volume 54, N° 1, P46

<sup>2</sup> محمد مدياني، فاطمة الزهراء طلحاوي، أثر سياسات التحرير المالي على النمو الاقتصادي لدى دول منظمة التعاون الإسلامي، متاح على الموقع:

<http://dsr.alistiqlal.edu.ps/file/files/91.pdf>, le:01/06/2020, h 13:45

<sup>3</sup> وفاء سبكي، كريم بوروشة، مرجع سبق ذكره، ص 413

## ثالثاً: الآراء المناصرة والمنتقدة للتحرير المالي

ناقشت غالبية الدراسات الحديثة ديناميكية تحرير أسواق رأس المال في الاقتصاديات النامية، فيما يلي عرض وجيز لأبرز الدراسات حول العلاقة بين تحرير حساب رأس المال والنمو الاقتصادي. فلا يوجد إجماع بين الباحثين حول وجود مثل هذا الرابط المهم، كما سنرى فيما يلي:<sup>1</sup>

## 1- الآراء المناصرة للتحرير المالي

تعلمنا نماذج تسعير الأصول الدولية (International asset pricing models) بأن التحرير سيقود إلى انخفاض في تكاليف الأسهم والسندات وذلك عبر دمج الأسواق المجزأة (المنفصلة عن بعضها البعض). ويمكن القول بأنه قد تم تحقيق التكامل المالي (Financial integration) عندما تتساوى عوائد الأصول الدولية التي تواجه مخاطر متماثلة بغض النظر عن مكان تداولها.

يشير (Bekaert and Harvey, 1995) إلى أنه إذا انتهجت الدول المعزولة سياسة التحرير المالي، فإن تدفق رأس المال عبر الحدود سوف يعمل على معادلة سعر الخطر على مستوى كافة الأسواق، والقضاء على فارق الخطر. في ورقة أخرى نجد أن (Henry, 2004) يجادل بأنه إذا قام بلد نام بفتح سوقه المالي أمام المستثمرين الأجانب فإن حصة ربح السهم المجمعة (aggregate dividend yield) سوف تتراجع ب 240 نقطة أساس، في حين سوف يرتفع معدل نمو الناتج بمعدل 1.1% سنوياً، وأن معدل نمو حصة الفرد من الناتج سوف يرتفع بمعدل 2.3% سنوياً. في ورقة أخرى توصل (Levine and Zervos, 1996) إلى أن التحرير تحدثت زيادة في سيولة أسواق المال، هذه السيولة تؤدي إلى مزيد من تطوير الأسواق الكامنة بعد أن ضمن المستثمرون الدخول والخروج من مراكزهم دون مواجهة صعوبات. علاوة على ذلك أظهرت دراسة (Bekaert, Harvey, and Lundblad, 2005) بأن المستثمرين الأجانب يضغطون على المؤسسات المحلية حتى تلتزم بالمعايير الدولية، مما يحسن من نوعية حوكمة الشركات (corporate governance) المحلية ويقلص من التمييز بين التمويل الداخلي والخارجي. كما أن التحرير المالي بحسب الآراء المؤيدة له يعمل على تخفيض تكاليف رأس المال ورفع أسعار الفائدة الحقيقية وبالتالي زيادة معدلي الادخار والاستثمار؛

## 2- الآراء المنتقدة للتحرير المالي

يزعم منتقدو التحرير المالي بأنه يزيد من خطر التعرض للهجمات المضاربية ويرفع من تعرض البلد للصدمة الدولية ولهروب رأس المال (capital flight) بحسب (Gridlow, 2001) فإنه تم اقتياد البلدان النامية خلال سنوات 1980 وبداية 1990 إلى الإيمان بأن الاستثمار الأجنبي في صورة أسهم وسندات متداولة داخل الأسواق المالية المحلية يتميز في طبيعته بالاستقرار على المدى الطويل مقارنة بالقروض المصرفية الأجنبية التي اجتذبتها خلال سنوات 1970. ومع ذلك، فقد أدت حالات هروب رؤوس الأموال من الأسواق الناشئة في أواخر سنوات 1990 إلى تكذيب هذه الأسطورة. في ورقة أخرى لاحظ (Baldacci, De Mello, and Inchauste, 2002) زيادة في الأزمات المالية بعد انتهاج المكسيك سياسة التحرير. في دراسات مماثلة، توصل (Kaminsky and Schmuckler, 2001) و (Tornell et- al, 2004) إلى أن عملية التحرير قد تسببت في إحداث طفرات وانهيارات عميقة داخل الأسواق الناشئة. يقول (Stiglitz et-al, 1994) بأن عدم تماثل المعلومة (information asymmetries) والذي يعتبر سمة خاصة بالأسواق المالية والمعاملات في البلدان النامية، من شأنه

<sup>1</sup> محمد زكريا بن معزو، كمال حمادة، قياس العلاقة بين التحرير المالي والنمو الاقتصادي في الجزائر باستخدام مؤشر (KAOPEN) دراسة قياسية (1970-2010)، مجلة الباحث، المجلد 13، العدد 13، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، الجزائر، 2013، ص ص 21-22

أن يضر بعملية التحرير. ويعتبرون كذلك أنه مقارنة بنظيراتها المتقدمة، تجد الأسواق الناشئة نفسها عاجزة عن تجميع المعلومات ذات الصلة بالمعاملات المالية، وبالتالي لا يمكنها ضمان تدفق رأس المال إلى حيث تفوق إنتاجيته الحدية تكلفة الفرصة البديلة (opportunity cost)؛

### 3- المناصرون الحذرون

تتألف المجموعة الثالثة من المحافظين الداعين للتحرير، والذين يشيرون إلى أن هناك العديد من الشروط التي لم تتحقق حتى الآن في معظم البلاد النامية، والتي تعتبر ضرورية لضمان نجاح عملية التحرير. قام (Aghion, Bachetta, and Banerjee, 1999) ببناء نموذج اقتصادي قياسي لإظهار أن الاقتصاديات ذات المستوى المتوسط من التنمية المالية (Financial development) تعتبر أكثر عرضة للصدمات الاقتصادية الكلية. إن التحرير الكامل لهذه الاقتصاديات قد يقود نحو زعزعة التوازن، وتعرضها إلى فترات مزمنة من هروب رؤوس الأموال. يرى (Rodrik and velasco, 1999) بأن الانفتاح على تدفقات رأس المال يمكن أن يضر بالبلاد إذا لم يترافق بالضوابط المناسبة، وبيئة اقتصادية كلية وتنظيمية قوية. يقول (Johnston, 1997) بأنه ينبغي على الحكومات تطوير مؤسسات قوية للسياسة النقدية وإدارة أسعار الصرف قبل الشروع في عملية التحرير.

### المطلب الثالث: مظاهر ومؤشرات تقييم التحرير المالي

تتجلى مظاهر التحرير المالي في عدة عناصر أهمها تحرير أسعار الفائدة واستعمال أدوات مالية غير مباشرة في السياسة النقدية إضافة للتوجه لنظم الصرف المرنة وغيرها من العناصر، كما يمكن تقييم مدى تأثير التحرير المالي في دولة معينة في مؤشرات عدة، كل ذلك سيتم توضيحه في هذا المطلب.

### أولاً: مظاهر التحرير المالي

يعبر عن التحرير المالي العديد من المظاهر التي تتبناها حكومات الدول من أجل تحرير قطاعها المالي وتمثل أهمها في العناصر التالية:<sup>1</sup>

#### 1- تحرير أسعار الفائدة من القيود:

إن إزالة القيود المفروضة على أسعار الفائدة يستلزم تحديد إستراتيجية واضحة تشمل على مجموعة من الإصلاحات المتكاملة للقطاع المالي والقطاعات الاقتصادية الأخرى، على أن تصحب هذه الإصلاحات إرادة سياسية قوية وإعلان واضح من قبل الحكومة على تبني تحرير أسعار الفائدة بصفة رسمية والتركيز على التوقيت الملائم لتحريرها، وتعتبر أساس لفعالية السياسة النقدية التي تعتمد بالدرجة الأولى على مرونة أسعار الفائدة قصيرة الأجل. وقد يؤدي الرفع المبكر للقيود المفروضة على أسعار الفائدة والذي لا يتوافق ومستوى الإصلاحات الاقتصادية والنقدية والمالية من أجل التوجه نحو التحرير المالي إلى حالة عدم استقرار الاقتصاد الكلي، وهو ما حصل في تركيا سنة 1980 بسبب التقلبات الشديدة التي مست سوق رأس المال وأسعار الصرف ما عرض القطاع المالي والحقيقي لمخاطر كبيرة بسبب التحرير المبكر لأسعار الفائدة؛

#### 2- التوجه نحو الأدوات غير المباشرة للسياسة النقدية:

في ظل الإعلان عن تطبيق سياسة التحرير المالي على السلطات النقدية العمل على تحديد أهداف واضحة للسياسة النقدية تكون فيها الأدوات غير المباشرة الركيزة الأساسية لتحقيقها وهذا ما يدعم اتجاه التحرير المطبق. ولمعرفة مدى فعالية السياسة النقدية من الضروري أن يكون تقدير السلطات النقدية دقيق لأثر وتوقيت

<sup>1</sup> خديجة تافاسست، مرجع سبق ذكره، ص ص 36، 38

هذه السياسة على الاقتصاد وأن تفهم جيدا القوات التي من خلالها تؤثر السياسة النقدية على مختلف المتغيرات الاقتصادية. فدراسة آلية انتقال السياسة النقدية يعتبر من أهم العناصر الأساسية لفهم آلية التحول النقدي والتي تزداد أهميتها مع البدء في تحرير أسعار الفائدة، وذلك أن فهم كيفية تأثير السياسة النقدية على الناتج المحلي الإجمالي والتضخم يعتبر أمر ضروري لتقييم السياسة النقدية عند نقطة معينة في الوقت المناسب، ومن أجل اتخاذ القرارات الملائمة بشأن إعداد أدوات السياسة الاقتصادية العامة يجب أن يكون واضعي السياسة النقدية على دراية دقيقة لتوقيت وأثر القرارات النقدية على الاقتصاد. وهذا ما يتطلب تحليل وتفسير الآليات التي من خلالها تؤثر السياسة النقدية على إجمالي الناتج المحلي والتضخم خاصة مع التغيرات التي تحدث في عمل الأسواق المالية وتغير عمل السياسة النقدية نتيجة تسهيل انتقال رؤوس الأموال الدولية عبر تحرير سعر الفائدة؛

### 3- تطبيق نظم الصرف المرنة وتحرير حساب رأس المال:

على الدول أن تحدد التوقيت الأنسب لتحرير حركة رأس المال الناتجة من التجارة الدولية أو حركته الناتجة عن الاستثمارات الأجنبية المباشرة وغير المباشرة، وأن توازن بين ما إذا كان عليها تحرير حساب رأس المال قبل أو بعد التحول نحو نظم الصرف المرنة. وتوضح تجارب الدول السابقة المخاطر الناجمة عن تحرير حساب رأس المال قبل سعر الصرف ما دفع بالعديد من الدول إلى التخلي عن نظام ربط عملته بعد الانقلاب المفاجئ في اتجاه تدفقات رؤوس الأموال المحررة كما حصل في المكسيك سنة 1994 وتايلاند سنة 1997 والبرازيل سنة 1999، وبالتالي فإن تعويم سعر الصرف يجب تجنب الضغوط التضخمية في الاقتصاد كما حدث في الشيلي في التسعينات، وحتى في ظل الظروف المواتية من الممكن أن يؤدي تحرير حساب رأس المال قبل تعويم سعر الصرف إلى اختلالات على مستوى الاقتصاد الكلي ويزيد من حدة المضاربة. إن تحقيق مرونة سعر الصرف قبل فتح حساب رأس المال من الممكن أن يكون له تداعيات اقتصادية، فالدول التي تتحول إلى سعر الصرف العائم لا بد وأن تدعم ذلك بالإلغاء التدريجي لعدم التناسق الموجود في حركة رؤوس الأموال وتحديد السرعة التي من خلالها يتم التحول نحو هذا السعر؛

### 4- رفع أو تخفيف القيود المفروضة على الائتمان المصرفي:

الائتمان هو الشق الثاني الأساسي في البنوك التجارية الذي يسمح لها بأداء وظيفتها الأساسية لذلك تقوم إدارة البنك برسم سياسته الائتمانية التي تحقق له حسن وسلامة استخدام الأموال المتاحة مع تحقيق عائد مناسب مقابل ذلك. ويسمح رفع أو تخفيف ضوابط الائتمان الموجه للقطاع الخاص، كالاتعاد عن تخصيص الائتمان لقطاعات معينة داخل الاقتصاد الوطني وإزالة الإعانات الائتمانية وأسعار الفائدة التفضيلية للائتمان المصرفي بتأدية الدور الفعال المنوط به داخل الاقتصاد من خلال زيادة كفاءة التخصيص الأمثل للموارد المتاحة في مجال الاستهلاك والإنتاج، ففي المجال الاستهلاكي يسمح للأفراد بتوزيع إنفاقهم عبر الزمن بالطريقة التي تحقق لهم أقصى إشباع ممكن في استغلالهم الجيد لما تم الحصول من تسهيلات ائتمانية ويساهم في توسيع السوق الاستهلاكية ما يشجع على زيادة حجم الإنتاج والمزايا الناجمة عن ذلك، أما في المجال الإنتاجي فالاستغلال الأمثل للائتمان يمكن من تحويل الموارد الاقتصادية إلى الجهات الإنتاجية الأكثر كفاءة واستغلاله في زيادة الطاقات الإنتاجية، إضافة للدور الكبير للائتمان المصرفي في تحديد مستوى الدخل النقدي الوطني الذي من المتوقع ارتفاعه في حال كان معدل خلق النقد كبير؛

### 5- رفع الحواجز أمام مشاركة مؤسسات القطاع المالي الخاصة والأجنبية:

من بين بؤر تحول الدول نحو الاقتصاد الحر والتوجه نحو تطبيق سياسة التحرير المالي دخول بنوك ومؤسسات مالية أجنبية وخصوصة البعض منها، حيث يتم تشجيع القطاع الأجنبي والخاص على ممارسة نشاطات مصرفية ومالية وتهيئة الظروف الملائمة والبيئة التشريعية المنظمة لهذه الاستثمارات الخاصة ومشاركتها في ملكية البنوك والمؤسسات المالية العمومية. ففتح المجال المصرفي والمالي أمام الخواص يعتبر

من أهم الخطوات في مسار الإصلاحات المالية التي يجب على الدول القيام بها بهدف مواجهة التحديات أمام القطاع المالي في ظل العولمة المالية؛

6- تخفيف القيود على تعامل البنوك التجارية بالأوراق المالية، والسماح باستخدام أدوات مالية جديدة كالسندات الصفرية أو السندات الصادرة بعملات أجنبية أو أي أدوات أخرى مستحدثة.

### ثانياً: مؤشرات تقييم التحرير المالي

يمكن حصر أهم المؤشرات لمعرفة ما مدى تأثير التحرير المالي في:<sup>1</sup>

- 1- **درجة العمق المالي:** والتي تشير إلى درجة السيولة النقدية ( $M_2$ ) بالنسبة للنتائج المحلي الإجمالي (Gross Domestic Product)، تعتبر مؤشراً هاماً على مدى كفاءة النظام المالي كما تساعد ارتفاع درجة العمق المالي على تدفق الأموال القابلة للإقراض من المقرضين إلى المقترضين والتالي حسن تخصيص الموارد؛
- 2- **الهامش بين أسعار الفائدة على القروض وأسعار الفائدة على الودائع:** حيث أن الاعتماد على الأدوات غير المباشرة (سياسة السوق المفتوحة) في التأثير على السيولة النقدية، يؤدي إلى تقليص الهامش بين أسعار الفائدة المدينة والدادئة، ويعكس هذا الهامش حسن تدفق المعلومات وانخفاض تكلفة الوساطة المالية، كما يعتبر مؤشراً جيداً للحكم على مدى كفاءة الوساطة المالية فكلما ارتفعت الكفاءة وزادت المنافسة يعني هذا تقليص الهامش بين أسعار الفائدة على القروض والودائع والعكس؛
- 3- **زيادة حجم الائتمان المخصص للقطاع الخاص وزيادة حصته من حجم المدخرات:** إن أهم أهداف التحرير المالي حسن تخصيص الموارد وزيادة أهمية القطاع الخاص، وبالتالي فإن زيادة حجم الائتمان المخصص للقطاع الخاص وكذلك زيادة حصته من حجم المدخرات، يعني هذا زيادة الأهمية النسبية للقطاع الخاص؛
- 4- **سعر الخصم الحقيقي:** حيث يشير هذا المؤشر إلى أن تحرير المالي أدى إلى تحقيق أسعار فائدة حقيقية موجبة، ومن ثم زيادة المدخرات وبالتالي الاستثمار، الأمر الذي يعكس إيجاباً على معدل النمو الاقتصادي.
- 5- **تركز القطاع المصرفي:** القطاع العام والخاص، مثلاً في الجزائر يسيطر القطاع العام على السوق المصرفية؛ أو نسبة الأصول لأكبر 3 مصارف إلى إجمالي الأصول المصرفية. يدل ارتفاع هذا المؤشر على ضعف درجة المنافسة.

### المبحث الثاني: أعمال ماكينون وشاو وانتقادات الموجهة لها

بسبب الآثار السلبية الناجمة عن الكبح المالي جاء التيار المناصر لسياسة التحرير المالي، حيث اعتبر مناصرو هذه السياسة أن التحرير المالي أساس تحسين مستوى القطاع المالي في الدول النامية بهدف تعزيز النمو الاقتصادي، ولقد أيد هذه النظرية العديد من الباحثين، غير أن هذا لم يمنع من ظهور فريق آخر معارض للتحرير المالي، حيث قدم انتقادات عدة للافتراضات التي قامت عليها النظرية. وبالرغم من هذه الآراء المؤيدة والمعارضة تبقى لسياسة التحرير المالي إيجابيات وسلبيات على القطاع المالي والاقتصاد ككل.

#### المطلب الأول: أعمال ماكينون وشاو حول التحرير المالي

يعد كل من R.Mckinnon و E. shaw أهم رواد مدرسة التحرير المالي، وذلك ما يبرر عادة اقتران اسميهما معا عند التطرق إليها، غير أن لكل منهما إسهامه الخاص، الأمر الذي يدعو إلى الفصل بين أعمالهما بالرغم من أن لها نفس النتائج.

<sup>1</sup> بلال بوبلوط، أثر تحرير سعر الفائدة على الاقتصاد الجزائري الفترة 2000-2008، مذكرة ماجستير غير منشورة في العلوم الاقتصادية، جامعة الجزائر، 3، الجزائر، 2011، ص 73

## أولاً: أعمال Ronald Mckinnon

يمكن الاعتبار الأول لـ Mckinnon في تحليله لأهمية التحرير المالي في افتراض وجود علاقة إيجابية بين معدلات الفائدة والنمو الاقتصادي، حيث يؤثر معدل الفائدة الحقيقي في النمو الاقتصادي من خلال تأثيره على الادخار والاستثمار، ويقترح Mckinnon التخفيف من سياسة إحكام الرقابة المالية بإزالة الحد الأقصى لمعدل الفائدة والتخفيف من القيود التنظيمية التي تعرقل عمليات السوق<sup>1</sup>.

## 1- التحرير المالي في ظل اقتصاد مكبوح

إن المساهمة الرئيسية لماكينون تكمن في إعادة صياغة دالة الطلب على النقود بحيث تتلاءم مع وضعية اقتصاد الدول النامية الذي يتميز بضعف هيكله المالية وتخلف نظامه المصرفي وعدم تطور وتنوع الأدوات المالية فيه، وفي ظل هذه الوضعية فإن أهم مصدر لتمويل الاستثمار هي الودائع المتراكمة لدى الجهاز المصرفي والادخار من الدخل الجاري. ويرى ماكينون أن النقود باعتبارها وسيلة دفع فإنها تعتبر الأصل المالي الأكثر أهمية في الدول النامية، وبهذا تصبح النقود في هذه الدول قناة إلزامية لتراكم رأس المال<sup>2</sup>، أو ما أطلق عليه بتكاملية النقود ورأس المال في الدول النامية.

ولقد وضع ماكينون فرضيته المتعلقة بتكاملية النقود ورأس المال في الدول النامية انطلاقاً من انتقاده لنظرية المحفظة التي تعتبر أن النقود ورأس المال أصولاً بديلة، وهذا ما يفرض صياغة دالة الطلب على النقود التالية:

$$(M/P)^d = H(Y, r, d - P^*) \dots \dots \dots (1)$$

$Y$ : الدخل الحقيقي الإجمالي.

$r$ : العائد الحقيقي على رأس المال والأصول المالية الأخرى.

$d - P^*$ : معدل الفائدة الحقيقي على الودائع ويساوي الفرق بين معدل الفائدة الإسمي على الودائع ( $d$ ) ومعدل التضخم المتوقع ( $P^*$ )

$\partial H / \partial Y > 0$ ، كلما زاد الدخل يزيد الطلب على الأرصد الحقيقية (الادخار).

$\partial H / \partial r > 0$ ، وهذا يدل على وجود علاقة عكسية بين الطلب على الأرصد الحقيقية ومعدل العائد على رأس المال والأصول المالية ( $r$ )، أي عندما يرتفع العائد على رأس المال ينخفض الطلب على النقود (يقال الميل للادخار) لأن الأفراد يفضلون في هذه الحالة استثمار أموالهم في شكل أسهم أو سندات عوض الاحتفاظ بها في شكل ودائع بنكية، وهذا يدل على أن النقود ورأس المال تعتبر أصولاً بديلة ولا وجود لتكاملية بينهما.

$\partial H / \partial (d - P^*) > 0$  عندما يرتفع العائد الحقيقي على حيازة النقد يزيد الطلب على الأرصد الحقيقية (إيداعات بنكية).

وتقوم دالة الطلب على النقود في الدول النامية والتي وضعها Mckinnon على الفرضيات التالية<sup>3</sup>:

<sup>1</sup> نورة زيان، مرجع سبق ذكره، ص 28

<sup>2</sup> عبد القادر بربيش، محمد طرشي، مرجع سبق ذكره، ص 8

<sup>3</sup> سيدي محمد شكوري، التحرير المالي وأثره على النمو الاقتصادي دراسة حالة الجزائر، مذكرة ماجستير غير منشورة في العلوم الاقتصادية، جامعة أبي بكر بلقايد، تلمسان، الجزائر، 2006، ص 45، 47

- التمويل الخارجي غير ممكن، كل الوحدات الاقتصادية تعتمد على التمويل الذاتي، وليس هناك حاجة للتفريق بين المدخرين (العائلات) والمستثمرين (المؤسسات)، أي أنه لا توجد وساطة مالية، وأن البنوك تتلقى الودائع وتعطي فائدة لأصحابها، دون أن تقوم بعملية الإقراض؛

- عدم قابلية الاستثمار للتجزئة باعتبار أن حجم المؤسسات صغيرة، ويعتبر المنتجون الصغار أهم محرك للتنمية الاقتصادية في الدول النامية، وبالتالي فإنهم يعتمدون في تمويل استثماراتهم على مواردهم الذاتية فقط؛

- الدولة لا تساهم بطريقة مباشرة في تراكم رأس المال، والمداخيل من الضرائب لا تستعمل إلا في تمويل الاستهلاك الجاري للدولة، أي أن البنوك لا تمنح قروضا للدولة ويقتصر دور الدولة على تحديد معدلات الفائدة على الودائع وكذلك التحكم في عرض النقود.

حسب الفرضيات التي وضعها Mckinnon فإن نظرية المحفظة المالية لا يمكن أن تطبق على الدول النامية التي تتميز بضعف القطاعات المالية والمصرفية بها وعدم تنوع الأدوات المالية، فقام بصياغة الدالة الجديدة للطلب على النقود حيث تكون الأرصدة الحقيقية ورأس المال متكاملة، كما يلي:

$$(M/P)^d = L(Y, \frac{1}{y}, d - P^*)$$

$Y$ : الدخل الجاري.

$\frac{1}{Y}$ : الإستثمار بالنسبة للدخل الجاري.

$(d - P)^*$ : العائد الحقيقي على النقود، والذي يتمثل في معدل الفائدة الحقيقي على الودائع.

$\partial L / \partial (I/Y) > 0$ : الاشتقاق الجزئي يبين أن الطلب على الأرصدة النقدية الحقيقية هي دالة متزايدة في الاستثمار، الأمر الذي يدل على وجود تكاملية بين النقود ورأس المال. وهذا يعني أن تراكم الادخار يؤدي إلى تراكم رأس المال، وفي ظل افتراض عدم قابلية الاستثمار للتجزئة، فإن النقود تصبح قناة إلزامية لتراكم رأس المال، ويصبح الطلب على الاستثمار دافع جديد في حالة الطلب على النقود.

أما دالة الطلب على الاستثمار فتكتب على الشكل التالي:

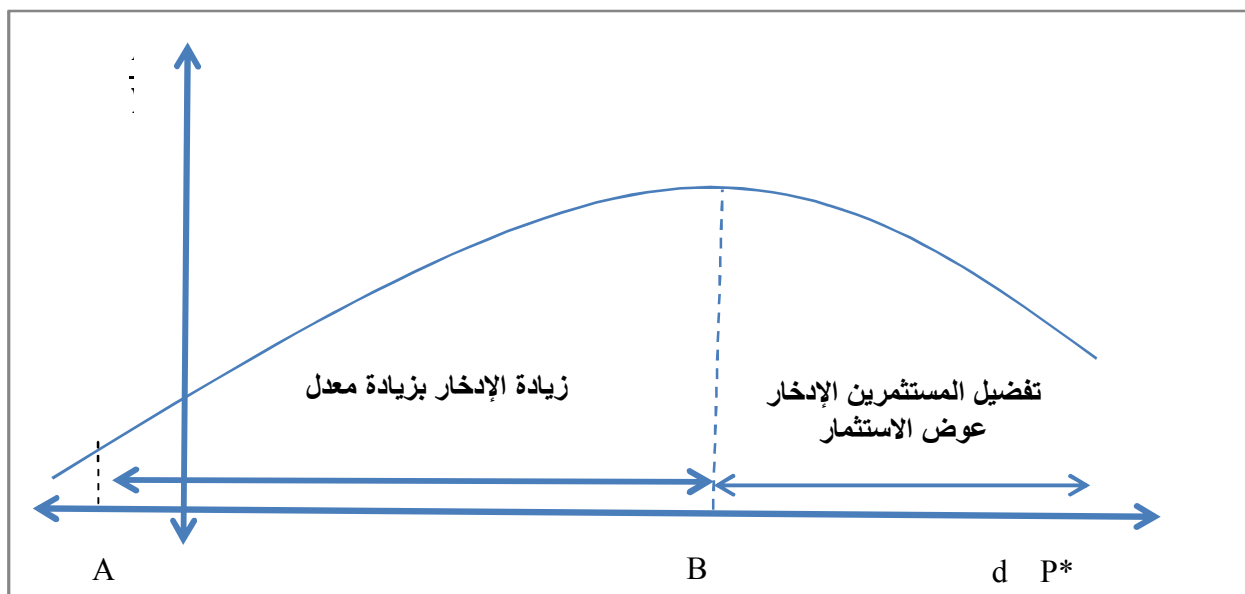
$$\frac{I}{Y} = F(\bar{r}, d - P^*)$$

مع:  $\frac{\partial F}{\partial \bar{r}} > 0$ ،  $\partial F / \partial (d - P^*) > 0$ ،  $\bar{r}$ : العائد المتوسط على رأس المال.

الاستثمار هو دالة متزايدة في كل من العائد الحقيقي على الودائع  $d - P^*$  والعائد المتوسط على رأس المال  $\bar{r}$ .

وفقا لهذا النموذج فإن أرادت أي دولة نامية زيادة تراكم الادخار اللازم لتمويل الاستثمار الجاري في الاقتصاد فإنه ينبغي عليها أن تركز على تشجيع زيادة الطلب الحقيقي على النقود في شكل ودائع مصرفية وهذا يرفع معدل العائد على النقود. والشكل الموالي يبين تأثير العائد الحقيقي للنقود على الاستثمار الممول ذاتيا

الشكل رقم (1-2): تأثير العائد الحقيقي للنقود على الاستثمار الممول ذاتيا



المصدر: زيان نورة، مرجع سبق ذكره، ص 32

وفقا للشكل أعلاه إذا كان العائد الأساسي على النقود ضعيف، فإن أي زيادة حدية في هذا العائد ستدفع الأعدان الاقتصاديين إلى زيادة أرصدهم الادخارية (الجزء [AB] من الشكل رقم (1-2))، مما يحفز على تراكم رأس المال ( $\frac{1}{Y}$ ) عند النقطة B يصبح العائد الحقيقي على النقود مرتفع جدا مما يدفع الأعدان الاقتصاديين إلى تفضيل الادخار بدل الاستثمار، وعلى هذا الأساس بين Mckinnon في تحليله أن معدل الفائدة الحقيقي على الودائع تعتبر الأداة الرئيسية لتعبئة الادخار اللازم لتمويل الاستثمار، فتدخل حكومات الدول النامية في تحديد معدلات الفائدة بنسب أقل من مستواها التوازني في السوق (وضعية الكبح المالي)، أدى إلى ضعف كفاءة وعدم فعالية الوساطة المالية في عملية تعبئة الادخار، وبالتالي انخفاض حجم الاستثمار الأمر الذي يعكس سلبا على التطور المالي والنمو الاقتصادي للدولة<sup>1</sup>.

## 2- التحرير المالي في ظل اقتصاد مفتوح

في الجزء الأخير من كتابه "النقود ورأس المال في التنمية الاقتصادية" سنة 1973 درس Mckinnon نتائج التحرير المالي في ظل اقتصاد مفتوح، وتوصل إلى نفس النتائج التي حصل عليها المرحلة الأولى، وهي أن معدل الفائدة يلعب دورا جوهريا في عملية تراكم رأس المال، وأنه على السلطات أن لا تتدخل في تحديده عند مستويات منخفضة، وإنما ينبغي تحريره.

وهذه السياسة سوف تؤدي إلى ارتفاع معدلات الفائدة الحقيقية مما قد يترتب عليه فارقا موجبا بين معدلات الفائدة المحلية ومعدلات الفائدة الخارجية، وفي حالة الاقتصاد مفتوح ولا توجد قيود على تدفقات رؤوس الأموال، فإن هذا الفارق الإيجابي لصالح معدلات الفائدة المحلية سوف يؤدي إلى تدفق كبير للادخار الأجنبي إلى الداخل، فترتفع احتياطات الصرف، مما يؤدي إلى نمو الكتلة النقدية، وفي هذه الوضعية فإن سياسة التحرير المالي قد تكون مصدرا لتضخم متزايد يأتي ليقوض الأثر الإيجابي لارتفاع معدلات الفائدة الاسمية.

<sup>1</sup> نورة زيان، مرجع سبق ذكره، ص ص 30، 32



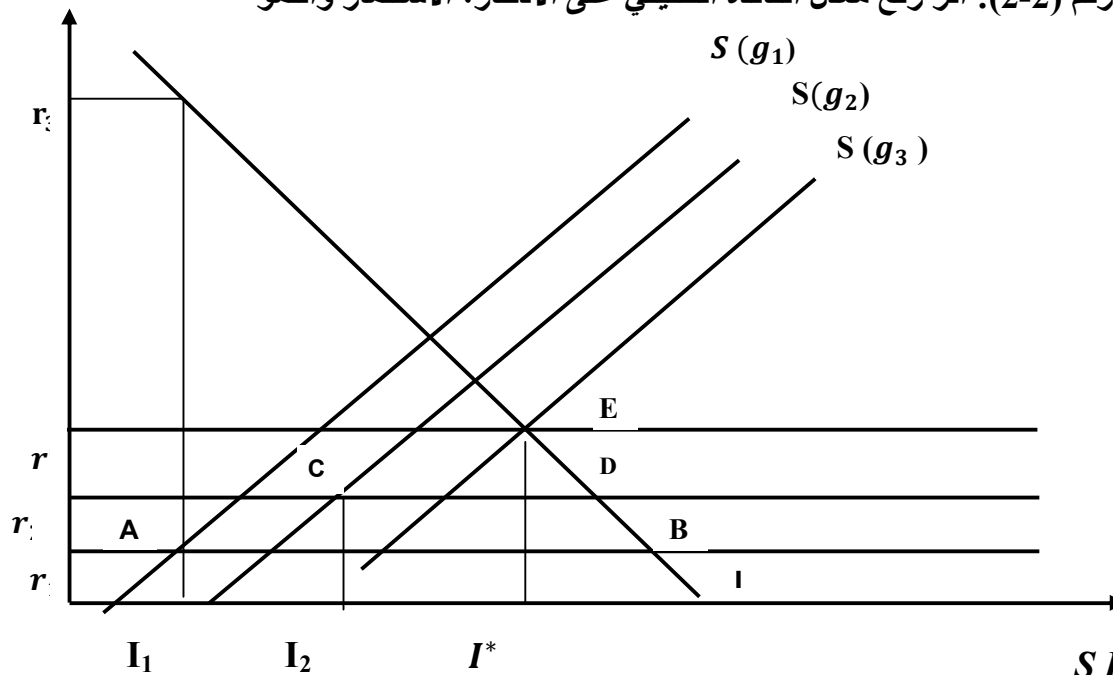
وحسب Mckinnon فإن حل هذه المشكلة يتمثل في ضرورة وجود تقارب بين معدلات الفائدة المحلية ومعدلات الفائدة الأجنبية بالشكل الذي لا يؤثر على قرارات المستثمرين المحليين والأجانب، وفي هذه الحالة فقط فإن تدفقات رؤوس الأموال الأجنبية لن تؤثر سلباً على النتائج الإيجابية المحققة من عملية تحرير القطاع المالي. ويمكن تحقيق هذا التقارب بين معدلات الفائدة المحلية والأجنبية عن طريق التخفيض التدريجي لسعر الصرف، وبتأباع هذه الطريقة فإن الأرباح التي يمكن أن يحققها المستثمر الذي يقترض من الخارج بمعدل فائدة ملائم (منخفض عن معدل الفائدة المحلي) سوف تعوض بالتكاليف المرتفعة المرتبطة بتخفيض العملة الوطنية والتي سوف يتحملها هذا المستثمر<sup>1</sup>.

### ثانياً: أعمال Edward S. Shaw

يعد كتاب "التعمق المالي في التنمية الاقتصادية" الذي نشره شاو (shaw) عام 1973 إسهاماً مكملًا لما قدمه Mckinnon حول التحرير المالي ودوره في دعم النمو الاقتصادي في الدول النامية. غير أن شاو ركز في كتابه على التعمق المالي وأشار إلى أنه ضروري في تحقيق النمو الاقتصادي، مع تفعيل دور الوساطة المالية لتحقيق الأثر الإيجابي للتحرير المالي شرط تحرير معدلات الفائدة الحقيقية، والتي يجب أن يخضع تحديدها إلى قوى السوق ويتوقف ذلك أساساً على عرض وطلب الموارد المالية بشكل يعكس الندرة النسبية للادخار، كما أشار إلى أن زيادة الادخار لن يتأتى إلا من معدلات فائدة حقيقية موجبة، بحيث تؤدي بطريقة غير مباشرة إلى تخصيص الأمتل للموارد المالية، فترتفع بذلك معدلات النمو الاقتصادي<sup>2</sup>.

ويمكن توضيح تصور shaw لتأثير معدلات الفائدة المرتفعة على الادخار، الاستثمار والنمو الاقتصادي في الشكل التالي:

الشكل رقم (2-2): أثر رفع معدل الفائدة الحقيقي على الادخار، الاستثمار والنمو



المصدر: شكوري سيدي محمد، مرجع سبق ذكره، ص 50

<sup>1</sup> سيدي محمد شكوري، مرجع سبق ذكره، ص 49

<sup>2</sup> فاطمة الزهراء طلحوي، مرجع سبق ذكره، ص 24

يفترض شاو أن المؤسسات المالية تتوسط بين المدخرين والمستثمرين، وترتبط مستويات الادخار بمعدلات النمو الاقتصادي. وكما هو الشأن بالنسبة للكلاسيك، shaw يعتبر أن الاستثمار (I) دالة متناقصة في معدل الفائدة الحقيقي (r)، والادخار (S) دالة متزايدة في معدل النمو الاقتصادي (g) ومعدل الفائدة الحقيقي (r).

معدلات النمو الاقتصادي مرتبة كما يلي:  $g_3 > g_2 > g_1$  أي أن معدل النمو الاقتصادي  $g_3$  أكبر من  $g_2$  و  $g_1$  وأكبر من  $g_1$ .

معدلات الفائدة  $r_2, r_1$  محددة من طرف السلطات وهي أدنى من المستوى التوازني في السوق.

معدل الفائدة الحقيقي التوازني في السوق هو  $r^*$  الذي يتساوى عنده الادخار والاستثمار أي:  $I^* = S^*$

معدل النمو الاقتصادي الابتدائي  $g_1$ ، عند  $r_1$  (معدل الفائدة الحقيقي على الودائع البنكية) المحدد من طرف الدولة، والذي يكون عنده مستوى الادخار مساويا ل  $I_1$  وما يلاحظ أنه عند هذا المستوى من  $r_1$  فإن كل من معدلات الادخار والاستثمار منخفضة، أما إذا كانت البنوك تستطيع أن تحدد معدل الفائدة على القروض، فإنه سوف يكون عند  $r_3$  (عند مستوى الاستثمار  $I_1$ )، فتحصل البنوك على هامش من الربح مساويا للفرق  $(r_1 - r_3)$ ، وبما أن القطاع المالي مقيدا فإن هذا الهامش من الربح يمكن للبنوك أن تستعمله في المنافسة غير السعرية، أو تقديم خدمات مصرفية جديدة.

إن تحديد معدلات الفائدة الحقيقية (المدينة والدائنة)  $r_1$  أدنى من مستواها التوازني في السوق يؤدي إلى انخفاض مستويات الادخار والاستثمار، ويجعل الادخار غير كافيا لتلبية كل طلبات الاستثمار، وهذا ما يظهر في المنحنى حيث أن الجزء [AB] من الطلب على الاستثمار لم يحصل على التمويل اللازم نظرا لعدم كفاية الادخار.

إن رفع سقف الفائدة الاسمية من  $r_1$  إلى  $r_2$  يؤدي إلى زيادة الادخار وبالتالي زيادة مستوى الاستثمار حجما ونوعا، لأنه حتى تقوم البنوك بتمويل استثمار ما، يجب أن تكون مردوديته أكبر من معدل الفائدة الحقيقي  $r_2$ ، وبهذا يتمتع المستثمرون عن تبني المشروعات التي يقل فيها عائد رأس المال عن  $r_2$ ، وهذا من شأنه أن يحسن من نوعية الاستثمار بخروج المشروعات الخاسرة ذات العائد المتدني على الاستثمار في السوق، وتبقى فيه المشروعات ذات نوعية الاستثمار المرتفعة، ومن ثم يرتفع معدل النمو الاقتصادي إلى معدل أعلى  $g_2$  الذي يرتبط به مستوى أفضل للادخار  $S(g_2)$  وبالتالي يزداد حجم الاستثمار من  $I_1$  إلى  $I_2$  (CD>AB)

وباستمرار رفع سقف الفائدة إلى الأعلى، حتى يتم إلغائه تماما نصل إلى المستوى التوازني  $r^*$  الذي تتقاطع عنده دالة الادخار  $S(g_3)$  مع منحنى الاستثمار  $I$  وهذا عند مستوى نمو اقتصادي مرتفع  $g_3$ ، وعندئذ يصل حجم الاستثمار إلى  $I^*$  وبهذا تتم تلبية كل الطلبات على الاستثمار وهذا عند معدل فائدة توازني  $r^*$ ، وهو الوضع الأمثل الذي تتحقق عنده معدلات أعلى للنمو الاقتصادي، وترتفع عنده أحجام الادخار والاستثمار وكذلك تتحسن نوعية هذا الأخير.

ويتضح من خلال تحليل shaw أنه من الآثار المترتبة على سياسة الكبح المالي هو تخفيض الادخار وتشجيع الاستهلاك، كما تؤدي سياسة توجيه الائتمان إلى التأثير السلبي على الاستثمارات المرتفعة المردودية وإلى تخفيض الإنتاج<sup>1</sup>.

<sup>1</sup> سيدي محمد شكوري، مرجع سبق ذكره، ص 51، 52

## المطلب الثاني: أوجه الاختلاف بين تحليل ماكينون وشاو والانتقادات الموجهة لأعمالهما

سواء من الجانب النظري أو التطبيقي لم يؤيد العديد من الباحثين فكرة التحرير المالي، وجاءت بعض الدراسات لتؤكد على الآثار السلبية لفكرة التحرير، حيث كانت تدور الانتقادات حول ثلاث محاور رئيسية متعلقة بمعدلات الفائدة ومدى كفاءة الأسواق المالية ودور القطاع المالي غير الرسمي.

## أولاً: أوجه الاختلاف بين تحليلي shaw و Mckinnon

على الرغم من اتفاق Edward S. Shaw و Ronald Mckinnon على أهمية الدور الذي يلعبه التحرير المالي في الرفع من وتيرة النمو الاقتصادي، والدور الفعال لمعدل الفائدة المرتفع في تحفيز الادخار، إلا أنه يوجد بعض الاختلافات بين التحليلين يمكن إبرازها في النقاط التالية:

- 1- بالنسبة لتحليل Mckinnon يتم في اقتصاد مجزأ أين كل الوحدات الاقتصادية تعتمد على التمويل الذاتي (نقود خارجية) بدون الحاجة إلى طلب قروض، بالإضافة إلى عدم وجود نشاط للوساطة المالية في الاقتصاد، حيث يقتصر دور البنوك على تلقي الودائع ومنح الفوائد عليها، وهذا ما يميز الدول النامية، فالاستثمارات تحتاج إلى تراكم مسبق للموارد المالية الخاصة.
- 2- أما تحليل Shaw يتم في ظل اقتصاديات متطورة تتميز بأنظمة مالية متطورة، أين تلعب الوساطة المالية (نقود داخلية) دوراً مهماً، أي إمكانية الاقتراض لتمويل المشاريع الاقتصادية، ف Shaw يعترف بوجود التمويل الذاتي لكن إلى جانب النشاط الائتماني للبنوك.
- 3- اختلف أيضاً Shaw و Mckinnon في تحليلهما حول أهمية وظيفة النقود، فبالنسبة ل Mckinnon فإن النقود تعتبر بديل مثالي عن رأس المال، أما Shaw فلا يعتبر النقود ثروة وإنما وسيلة للدفع ووسيط للتعامل بين القطاعات المنتجة وبالتالي لا تدخل كعامل في دالة الإنتاج.

رغم الاختلاف بين أعمال Shaw و Mckinnon حول طبيعة النقود، فقد اعتبر أن وجهتي نظريهما مكملتان لبعضهما، حيث أنه وفي إطار أي اقتصاد فإن هناك مشروعات تعتمد على التمويل الذاتي وهو ما ذهب إليه Mckinnon، ومشروعات أخرى تمول بالاقتراض المصرفي وهو ما افترضه Shaw، كما أن هناك مشروعات أخرى تعتمد على التمويل الذاتي والاقتراض المصرفي. على الرغم من هذا الاختلاف بين التحليلين إلا أنه لا ينبغي أن ينظر للفرضيتين أنهما غير متكاملتين، وهذا ما كرسته الأعمال المكلمة لمنهج التحرير المالي، وكذلك الأعمال التي انتقدته<sup>1</sup>.

## ثانياً: الانتقادات الموجهة لأعمال ماكينون وشاو

تعرض تحليل Mckinnon and Shaw في شكله الأول إلى العديد من الانتقادات، خاصة من طرف الكينزيون الجدد (The post-keynesians) وأنصار مدرسة الهيكليين الجدد (The new structuralists)، وذلك فيما يتعلق بالمبادئ التي يركز عليها هذا التحليل، وأهم هؤلاء الاقتصاديين: Stiglitz and Weiss (1981)، Taylor (1983)، Van Winjbergen (1983)، Sho (1986)، Fry (1988)، Burkett and Dutt (1991) وآخرون وانحصرت بعض الانتقادات التي تعرض لها تحليل Mckinnon and Shaw فيما يلي:

- انتقاد فرضية الأثر الإيجابي لارتفاع معدلات الفائدة على الادخار والاستثمار.
- عدم الأخذ بعين الاعتبار مشكل عدم كفاءة الأسواق المالية وعدم تناظر المعلومات في الدول النامية.

<sup>1</sup> نورة زيان، مرجع سبق ذكره، ص ص 34، 35

- إهمال دور القطاع المالي غير الرسمي<sup>1</sup>.

نوجز شرح هذا الانتقادات فيما يلي:<sup>2</sup>

### 1- افتراض الأثر الإيجابي لارتفاع معدلات الفائدة على الادخار والاستثمار:

لقد توصل كل من Dutt و Burkett سنة 1991 إلى أن ارتفاع معدلات الفائدة يؤثر سلبا على الاستثمار وهذا عكس ما توصلت إليه نظرية التحرير المالي، حيث أن مع ارتفاع معدلات الفائدة على الودائع ينخفض الطلب الفعال بسبب انخفاض معدل الربح، فينخفض كل من الاستثمار والإنتاج، وهذا الأثر السلبي يفوق الأثر الإيجابي لانخفاض معدلات الفائدة على القروض الناتجة عن ارتفاع الموارد القابلة للإقراض؛

### 2- غياب الأخذ بعين الاعتبار عدم كفاءة الأسواق المالية:

لقد اعتبر كل من ماكينون وشاو والتابعين لهم أن كبح القطاع المالي (تحديد معدلات فائدة حقيقية منخفضة) هو العامل الوحيد الذي يؤدي إلى وضعية تقييد الائتمان من طرف البنوك، إلا أنه بفضل أعمال Joseph stiglitz و Andrew weiss (1981) تمكنت النظرية الاقتصادية من التأكيد على إمكانية تواجدها لتقييد الائتمان حتى في أسواق تسودها المنافسة التامة، ووجود تقييد للائتمان يعتبر كنتيجة لعدم كفاءة الأسواق المالية وخاصة مشكلة عدم تناظر المعلومات بين المقرضين والمقترضين، ويرى stiglitz و weiss (1981) أنه كلما ارتفع معدل الفائدة الحقيقي الذي على المقرض دفعه للبنك، كلما كانت استثماراته أكثر خطورة، وزاد احتمال توقفه عن السداد، وارتفاع معدل الفائدة على القروض ترتفع معه المخاطرة المتوسطة للمقترضين وتتنخفض أرباح البنك المتوقعة؛

### 3- إهمال دور القطاع المالي غير الرسمي:

لقد دفع الاقتناع بكفاءة القطاع المالي غير الرسمي في الوساطة المالية العديد من الاقتصاديين أمثال Tylor (1983)، Van Winijbergen (1983) و Buffie (1984)، إلى انتقاد منهج التحرير المالي الذي أهمل دور القطاع غير الرسمي في تخصيص الموارد المالية، وقد ركزوا على الكفاءة النسبية للقطاع المالي غير الرسمي في تخصيص الموارد، باعتباره يقوم بوساطة تامة مقارنة بالبنوك التي تقوم بوساطة جزئية، وهذا بالإضافة إلى مجموعة من العوامل التي تحسن من كفاءة القطاع المالي غير الرسمي في الدول النامية مقارنة بالبنوك.

### المطلب الثالث: إيجابيات وسلبيات التحرير المالي

اختلفت وجهات النظر بين الباحثين حول تأثير التحرير المالي على اقتصاديات الدول، فهناك من يدعم ما جاءت به نظرية التحرير المالي ويرى أن له مزايا وإيجابيات كثيرة ترفع من معدلات النمو والتنمية الاقتصادية، في حين يرى آخرون أن للتحرير المالي سلبيات عديدة وخصوصا على اقتصاديات الدول النامية التي تبنته.

### أولا: إيجابيات التحرير المالي

يمكن أن يكون للتحرير المالي العديد من المنافع والإيجابيات التي تعود على الدول، أهمها:<sup>1</sup>

<sup>1</sup> بلقاسم بن علا، دور التطور المالي في نجاح سياسة التحرير المالي المطبقة في الدول النامية- دراسة قياسية لحالة النظام المالي والمصرفي الجزائري (2011/1990)، مجلة البحوث الاقتصادية والمالية، العدد 2، جامعة أم البواقي، الجزائر، ديسمبر 2014، ص ص 280، 281

<sup>2</sup> زكية محلوس، نظرية التحرير المالي- مفاهيم وأسس، مجلة الدراسات المالية والمحاسبية، المجلد 7، العدد 7، جامعة حمه لخضر، الوادي، الجزائر، 2016، ص ص 467، 468

- يتيح القطاع المالي المفتوح إتباع سياسات أفضل للاقتصاد الكلي والتنظيمات الحكومية، فعمليات التحرير تتطلب من الحكومة تبني سياسات مقبولة ومناسبة نقدية ومالية، ومتعلقة بأسعار الصرف؛
  - تحسين تخصيص الموارد المؤقتة المتبادلة دولياً، فالأسواق المالية المفتوحة تؤثر على المدخرات والاستثمارات وتؤدي إلى تحسين توزيع الموارد؛
  - يسمح التحرير المالي للبلدان المصدرة لرؤوس الأموال وهي في الغالب الدول الصناعية الكبرى، بخلق فرص استثمارية واسعة وأكثر ربحية، وتوفير ضمانات وتنويعها ضد المخاطر من خلال الآليات التي توفرها الأدوات المالية والتحكيم بين مختلف الأسواق المختلفة؛
  - يمكن التحرير المالي الدول النامية من الوصول إلى الأسواق المالية الدولية للحصول على ما تحتاجه من أموال لسد الفجوة التمويلية المحلية (أي قصور المدخرات المحلية عن تمويل الاستثمارات) مما سيؤدي إلى زيادة الاستثمار المحلي، وبالتالي زيادة معدل النمو الاقتصادي؛
  - تسمح حركة الاستثمارات الأجنبية المباشرة واستثمارات المحفظة المالية بالابتعاد عن القروض المصرفية التجارية، وبالتالي الحد من زيادة حجم الديون الخارجية؛
  - يؤدي التحرير المالي إلى تطوير وتحديث القطاع المالي، وخلق بيئة مشجعة لنشاط القطاع الخاص، وبالتالي الحد من ظاهرة هروب رؤوس الأموال إلى الخارج؛
  - تحسين نوعية الخدمات المالية المحلية عن طريق زيادة المنافسة، حيث أن المنافسة ترغم المؤسسات المالية والمصرفية على تخفيض تكاليفها وتحسين تسييرها وجودة خدماتها المقدمة؛
  - نقل التقنيات التكنولوجية وإدارة المخاطر من خلال ملكية الأجانب للبنوك.
- إضافة إلى ما سبق من إيجابيات نضيف مايلي:<sup>2</sup>

- يوفر فرص كثيرة ومتنوعة من المعاملات المالية تساهم في ترشيد القرارات التمويلية للمستثمرين؛
- يساهم الاستثمار الأجنبي المباشر باعتباره أحد مؤشرات التحرير المالي في نقل التكنولوجيا وتطوير اليد العاملة وزيادة الخبرات؛
- يسمح بتدفق رؤوس الأموال التي تؤدي إلى خفض أسعار الفائدة محلياً، فتشجع الاقتراض المحلي، رفع مستويات الاستثمار وزيادة المشاريع بالتالي ارتفاع معدلات النمو الاقتصادي.

### ثانياً: سلبيات التحرير المالي

- رغم المنافع والإيجابيات التي يمكن أن يحققها التحرير المالي، إلا أن لم سلبيات ومخاطر يمكن أن تؤثر على استقرار الدول، نذكر منها مايلي:
- التعرض لأزمات مالية إثر الخروج المفاجئ لرؤوس الأموال قصيرة الأجل أو انتقال عدوى الأزمات بسبب عملية التحرير<sup>3</sup>.
- يؤدي إلى خطر تراكم رؤوس الأموال في الدول المتقدمة أو لدى مؤسسات مالية أو أفراد معينين وهجرتها من الدول النامية وبالتالي التوزيع غير المتكافئ للأموال في العالم<sup>4</sup>.

<sup>1</sup> مختار بوضيف، مرجع سبق ذكره، ص 17، 18.

<sup>2</sup> إيمان طاهري، أثر التحرير المالي الخارجي على القيمة السوقية لسوق الأوراق المالية دراسة حالة مصر، لبنان وتونس (200-2017)، مجلة

الإستراتيجية والتنمية، المجلد 10، العدد 2، جامعة ابن باديس، مستغانم، الجزائر، 2020، ص 105

<sup>3</sup> مختار بوضيف، مرجع سبق ذكره، ص 18

<sup>4</sup> إيمان طاهري، مرجع سبق ذكره، ص 105، 106.

- اهتزاز استقرار الأوضاع الاقتصادية الكلية، إذ غالباً ما تفقد السلطة النقدية صلاحيتها الكاملة في صياغة السياسة المناسبة لها، خاصة فيما يتعلق بالسياسة النقدية والمالية وسياسة استقرار الأسعار وسياسة سعر الصرف؛
- زيادة ظاهرة غسل الأموال بسبب التوسع التكنولوجي وتنوع الأدوات المالية ما يؤدي إلى ارتفاع حجم الأنشطة الاقتصادية غير المشروعة والتي تمارس ضمن ما يسمى بالاقتصاد الخفي، وهذه الظاهرة تهدد النمو والاستقرار الاقتصادي من خلال انعكاساتها على جل النشاطات الاقتصادية والاجتماعية؛
- زيادة خطر التعرض لهجمات المضاربة والصدمات الدولية وهروب رؤوس الأموال؛
- قدرة البنوك الدولية على استخدام شبكاتها الدولية للتهرب الضريبي في الدول النامية<sup>1</sup>.
- مع التحرير المالي يمكن أن تحدث آثار سلبية، حيث أن البنوك ستلجأ إلى إقراض المشاريع ذات مردودية عالية وهذه الأخيرة تتميز بارتفاع نسبة المخاطرة، أيضاً القطاع البنكي عند بداية التحرير وفتح الأسواق لا يملك الخبرة للتعامل مع منافسة شرسة من هذا النوع. من جهة أخرى الأموال الأجنبية تتأثر بشدة بأي تغير في المردودية أو في نقص ثقة المستثمرين. أيضاً بنوك الدول النامية قد تعرف مشاكل خطيرة لعدم تناظر المعلومات، خاصة في تقدير أخطار القروض. هذا النوع من الخطر يظهر مع بداية التحرير المالي لنقص خبرة البنوك. فإذا لم يرافق هذا التحرير بإصلاحات قانونية، سيؤدي إلى إضعاف النظام البنكي<sup>2</sup>.

### المبحث الثالث: متطلبات نجاح سياسة التحرير المالي والنهج الأمثل له

انطلاقاً من أن التحرير المالي يتمثل في الإجراءات التي تتخذها الدولة لإلغاء أو تخفيف درجة القيود المفروضة على النظام المالي بهدف رفع كفاءته وإصلاحه، وهذا بمفهومه الواسع، وأما المفهوم الضيق فيقصد به تحرير العمليات في السوق المالي، وذلك بإلغاء مختلف القيود والضوابط المفروضة على العمل المالي والمصرفي، وعلى حركة مختلف أشكال رؤوس الأموال، من خلال إعطاء البنوك والمؤسسات المالية استقلالها أو التقليل من احتكار الدولة لها، وتحرير معدلات الفائدة استجابة لمتطلبات السوق وتعزيز تنافسية هذه الأخيرة.

سنحاول توضيح عناصر هذه المفاهيم من خلال الوقوف على متطلبات التحرير المالي، والنهج الأمثل له وصولاً إلى تجارب بعض الدول في تطبيق سياسة التحرير المالي.

#### المطلب الأول: متطلبات نجاح سياسة التحرير المالي

رغم أهمية تطبيق سياسة التحرير المالي، إلا أنها لا تزال تشهد صعوبات في تطبيقها في أغلب الدول وترجع هذه الصعوبات بالأساس لضعف الأنظمة المالية والأجهزة المصرفية وعدم جاهزيتها لمواجهة التحديات التي تفرزها سياسة التحرير المالي باعتبارها أكثر جوانب الإصلاح الاقتصادي إثارة للجدل سواء في مضمونها أو إجراءات تطبيقها، لذا فلا بد من تطبيق إصلاحات اقتصادية هيكلية قبل الشروع في إجراءات تحرير وإزالة القيود على النظام المالي والمصرفي، وهو ما ركز عليه ماكينون عندما أعاد بناء نموذج سنة 1991 أين بين أهمية استقرار الاقتصاد الكلي كشرط أساسي يجب توفره قبل بدء عملية التحرير مع تقوية نظام الإشراف على النظام المصرفي.

<sup>1</sup> خديجة تافاست، مرجع سبق ذكره، ص ص 56، 57.

<sup>2</sup> محمد رضا بوشخي، التحرير المالي عامل لهشاشة النظام البنكي في البلدان النامية، المجلة الجزائرية للاقتصاد والإدارة، المجلد 6، العدد 1، جامعة معسكر، الجزائر، 2015، ص 22.

ولكي يتحقق نجاح التحرير المالي ويؤدي دوره في التنمية الاقتصادية، لابد من توفر مجموعة من المتطلبات التي تهيئ البيئة المناسبة لهذه السياسة قبل الشروع في إجراءات إزالة القيود والتحرير المالي، لعل أهم هذه المتطلبات ما ذكره ماكينون سنة 1991 في كتابه "المنهج الأمثل لتحرير الاقتصاد"، ومن بين هذه الشروط نذكر:

### أولاً: الاستقرار الاقتصادي العام

من أهم ركائز الاستقرار الاقتصادي العام هو وجود معدل تضخم منخفض، لأن ارتفاعه يؤدي إلى انخفاض قيمة العملة وارتفاع سعر الفائدة، وبالتالي خسارة كبيرة في الاقتصاد، مما يعرقل النمو الاقتصادي ويساهم في إضعاف النظام المصرفي، والتأثير على التحرير المصرفي.

ومن أجل تحقيق الاستقرار الاقتصادي العام، يجب اتخاذ عدة إجراءات وقائية وعلاجية التي تمكن من التنسيق بين السياسات الاقتصادية وسياسة التحرير المصرفي، فارتفاع معدلات التضخم قد يفرض على التحرير رفع أسعار الفائدة الاسمية إلى مستويات مرتفعة جداً لتحقيق معدلات حقيقية موجبة، وقد يؤدي ذلك إلى أزمات مالية حيث أن ارتفاع أسعار الفائدة بشكل كبير قد يؤدي إلى زيادة تدفقات رأس المال إلى الداخل، يؤثر ارتفاع أسعار الفائدة إلى مستويات عالية بالسلب على سوق الأوراق المالية، إذ يعني ذلك ارتفاع علاوة المخاطر الخاصة بأسعار الفائدة، قد تفسر أسعار الفائدة المرتفعة جداً فوق معدلات التضخم المعلنة على أنها إشارة إلى أن معظم العناصر الاقتصادية تتوقع استمرار التضخم ومن ثم فشل برنامج الإصلاح المالي<sup>1</sup>.

فإن أمكن لعدد كاف من الشركات الاقتراض بمعدلات كبيرة وبأسعار فائدة اسمية مرتفعة جداً، فسوف يؤدي بمعدل التضخم للارتفاع مستقبلاً أمراً أكثر احتمالاً، ومن شأن ذلك أن يدعم التوقعات الخاصة بعدم هبوط التضخم. وأفضل ضمان لذلك يكون من خلال سياسة نقدية يمكن التنبؤ بها مع كونها موجهة نحو الثبات والاستقرار.

### ثانياً: التدرج في عملية التحرير المالي

يعتبر تحديد التدرج المناسب والأمثل للإصلاح المالي من بين أهم الشروط الضرورية لنجاح التحرير المالي، والتدرج يتمثل في تحديد الترتيب الأمثل في خطوات التحرير المالي، والذي يسمح بتكثيف النظام المالي مع حاجة الاقتصاد الحقيقي، ويهدف إلى التوجه بالاقتصاديات السائرة في طريق النمو من اقتصاد غير متوازن ومقيد إلى اقتصاد محرر وأكثر استقراراً. ويتكون التدرج الأمثل في تحرير القطاع المالي من ثلاثة مراحل متتابعة نوجز شرحها فيما يلي:

**1- المرحلة الأولى:** ينبغي أن يبدأ الإصلاح، أولاً بتحرير القطاع الحقيقي من خلال مجموعة من الإصلاحات الهيكلية في مختلف القطاعات الاقتصادية، كما أن السيطرة المالية يجب أن تسبق عملية التحرير المالي بالإضافة إلى تحقيق الاستقرار الاقتصادي الكلي.

**2- المرحلة الثانية:** الخطوة الثانية في منهج التحرير تتمثل في التحرير المالي الداخلي، وهذا من خلال التدرج في تحرير معدلات الفائدة على القروض والودائع، وزيادة المنافسة في القطاع البنكي، وفتح المجال أمام القطاع المصرفي الخاص.

<sup>1</sup> محمد بربري، محمد طرشي، التحرير المالي والمصرفي كألية لزيادة القدرة التنافسية للبنوك الجزائرية في الجزائر، المؤتمر العلمي الدولي الثاني حول إصلاح النظام المصرفي الجزائري في ظل التطورات الراهنة، جامعة ورقلة، الجزائر، أيام 11-12 مارس 2008، ص 8

**3- المرحلة الثالثة:** في الأخير، يأتي التحرير المالي الخارجي من خلال تشجيع الأجانب بالدخول في الأسواق المالية المحلية، من أجل زيادة المنافسة والكفاءة، وعند تحديد التسلسل في إلغاء القيود على الصرف الأجنبي ينبغي تحرير حساب العمليات الجارية أولاً، ثم تحرير رأس المال بعد ذلك.

وفي الأخير سيتكامل التحرير المالي الداخلي والخارجي بشكل يؤدي إلى فعالية أكثر لسياسة التحرير المالي، فيتحقق نمو كل من القطاع المالي والقطاع الحقيقي<sup>1</sup>.

#### ثالثاً: توفير بنية مؤسسية تنظيمية وقانونية ملائمة

يفضل قبل الشروع في إزالة القيود والانفتاح المالي أن تتوفر بنية مؤسسية وقانونية ملائمة، فعدم مراعاة ذلك يؤدي إلى أزمات مالية خطيرة، الأمر الذي يؤدي لانخفاض مستويات العمق المالي المفترض ارتفاعها في ظل التحرير المالي.

يعتبر توافر هيكل قانوني يحفظ حقوق الملكية، ونظام قضائي يفصل بعدالة وسرعة في الدعاوي وينفذ الأحكام بفعالية، وتوافر نظام تنظيمي ورقابي مناسب يحقق الشفافية في المعاملات ويمنع الغش والتواطؤ ويحد من المخاطر الأخلاقية جد ضرورية لنجاح عملية تطبيق سياسة التحرير المالي، كذلك يعتبر توفر قانون للإفلاس ليرتب إجراءات معيارية لعملية إعادة التعاقد بين الشركات ودائنيها، أو يرتب لإجراءات التصفية للشركة أو مكافحة المقترضين الانتهازيين شرطاً ضرورياً لنجاح تطبيق هذه السياسة في هذه الدول.

إن نجاح سياسة التحرير المالي يتطلب إشراف حكومي قوي من أجل منع الانحرافات المالية والمحافظة على انضباط السوق المالي والجهاز المصرفي، وتقادي وقوع الأزمات المصرفية، ويهدف الإشراف الحذر على المؤسسات المصرفية والمالية إلى الاهتمام بالهيكل التنظيمي والإداري للجهات الرقابية وتسهيل تدفق المعلومات والتنسيق بين أنشطة إصدار القرار ومتابعة تنفيذه، وإقامة هيئات رقابية وإشرافية تتمتع بالاستقلالية وعلى رأسها البنك المركزي، وهذا كله بهدف تحقيق استقرار النظام المالي<sup>2</sup>.

لا شك أن توفر بنية تحتية قانونية وإدارية من شأنه أن يعمل على توسيع نطاق التبادل في سوق رأس مال ويمكن الشركات من الحصول على تمويل مستقر قصير وطويل من خلال سوق رأس المال.

#### رابعاً: توافر المعلومات والتنسيق بينها

تختلف المعلومات عن السلع الاستهلاكية، فالأولى لا تستهلك بالاستعمال عكس الثانية، وكذلك الأولى لها فوائد عامة وللثانية فوائد خاصة.

تخص المعلومات تلك المتخصصة بسيولة المؤسسات المالية لصالح المودعين والمستثمرين، ومعلومات عن إدارة المؤسسات المالية التي تساعد على تحديد مخاطر الاستثمار والعائد المتوقع. ينطوي التنسيق بين المعلومات على تحديد العلاقة بين معدل الفائدة ودرجة المخاطرة من جهة، ومعدل الفائدة والأرباح المتوقعة من جهة أخرى، حيث يرى مؤيدو التحرير المالي أن المشروعات الأكبر مخاطرة في حالة زيادة معدل الفائدة هي الأكثر عائداً، والعكس صحيح، لأنها تعوض معدل الفائدة. كما ينطوي عدم التنسيق بين المعلومات، صعوبة تمييز المقترضين بين المشروعات الفاشلة والمشروعات الناجحة، ورفع تكلفة الحصول على المعلومات، ولهذا يرى منتقدو سياسة التحرير المالي ضرورة التدخل الحكومي، لإلزام الجهات المعنية على توفير المعلومات

<sup>1</sup> محمد بن بوزيان، سيدي محمد شكوري، التحرير المالي وأثره على النمو الاقتصادي- دراسة حالة الجزائر، متاح على الموقع:

<https://www.univ-tlemcen.dz>, le 26/08/2020, h 14:50

<sup>2</sup> نورة زيان، مرجع سبق ذكره، ص 46



بإصدار لوائح، أو فرض ضرائب، أو تقديم إعانات لتفادي ارتفاع تكلفة الحصول على المعلومات، التي تجعل الأسواق المالية عرضة للإخفاق المالي و بالتالي تحقيق المصلحة العامة<sup>1</sup>.

### خامسا: الانفتاح التجاري

بين العديد من الباحثين أن الانفتاح التجاري من أهم الشروط المسبقة الواجب توفرها قبل المباشرة في تحرير حساب رأس المال، بل اعتبروه كمرحلة من مراحل تحرير حركة رؤوس الأموال، باعتباره أيضا أحد القنوات التي يؤثر من خلالها تحرير حساب رأس المال على النمو الاقتصادي Carnignami (2008). وقد اختلفت آراء الباحثين حول توقيت التحرير التجاري بالنسبة لتحرير حساب رأس المال، فهناك من رأى أنه يجب أن يكونا في نفس الفترة Mickinnon (1993)، Saxena و Wong (1999) وآخرون رأوا أن تحرير المبادلات التجارية خطوة يجب أن تسبق تحرير حساب رأس المال Edwards (1999). أيضا توصلت دراسة Ito و Chinn (2006) إلى ضرورة تحرير الحساب الجاري قبل الشروع في تحرير حساب رأس المال، لكن العكس غير صحيح يعني أن تحرير الحساب الجاري لا يتطلب تحرير حساب رأس المال، ونفس النتائج توصل إليها torneil وآخرون (2004). ولو أخذنا مثلا عن دولة تتبع سياسة إحلال الواردات، وقامت بتحرير حساب رأس المال، يمكن أن يجذب هذا التحرير رؤوس أموال إلى القطاعات غير المستهدفة وغير منتجة مما يؤثر سلبا على النمو الاقتصادي<sup>2</sup>.

### المطلب الثاني: أشكال التحرير المالي ونهجه الأمثل

يعتبر تحديد النهج المناسب والأمثل للتحرير المالي من بين أهم الشروط الضرورية لنجاحه، ويتمثل في تحديد الترتيب الأمثل في خطوات التحرير المالي، بهدف التوجه بالاقتصاديات السائرة في النمو من اقتصاد غير متوازن ومقيد إلى اقتصاد محرر وأكثر استقرارا.

### أولا: أشكال التحرير المالي

يأخذ التحرير المالي في دول العالم شكلين هما التحرير الجزئي والتحرير الكلي، ويقصد بالتحرير الجزئي قيام الدولة بإزالة بعض القيود على القطاع المالي، بينما تحتفظ بقيود على بعضها الآخر، وهذا الشكل من التحرير يحمي الدولة من الأزمات والتقلبات الاقتصادية العالمية، لكنه يحرّمها في الوقت نفسه من المكاسب التي تنجم عن التحرير الكلي للقطاع المالي، وأما التحرير الكلي فيقصد به قيام الدولة بتحرير القطاع المالي من كافة القيود على كل من الائتمان المحلي، معدل الفائدة وحساب رأس المال، أما من حيث النهج فقد اتبعت الدول منهجين في عملية التحرير المالي الكلي هما، التحرير السريع والتحرير التدريجي.

### 1- منهج السرعة في التحرير المالي

نقصد بالسرعة في التحرير المالي، تحرير القطاع المالي الداخلي والقطاع المالي الخارجي في آن واحد أين تتم كافة إجراءات التحرير في وقت واحد، وقد أدى التطبيق الآني لكافة خطوات التحرير المالي إلى حدوث مشاكل مالية اقتصادية في الدول التي سلكت ذلك النهج، حيث تشير تجارب كل من الأرجنتين، الشيلي، ماليزيا الفلبين، تركيا والأوروغواي إلى التحرير السريع وذلك من خلال تحرير القطاع الداخلي والخارجي في آن واحد وأن جميع خطوات التحرير المالي من إزالة القيود على أسعار الفائدة وتخصيص الائتمان وحرية الدخول إلى

<sup>1</sup> محمد بربري، محمد طرشي، مرجع سبق ذكره، ص10

<sup>2</sup> كمال العقريب، نادية بلوكاريف، تحرير حركة رؤوس الأموال وأثره على النمو الاقتصادي في مجموعة من الدول الصاعدة: دراسة قياسية باستخدام معطيات البنائ خلال الفترة 1980-2014، مجلة الباحث، المجلد 19، العدد1، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، الجزائر، 2019، ص39

القطاع المصرفي والمالي، بالإضافة إلى قابلية التحويل الكامل للعملة تمت في نفس الوقت وقبل تحقيق الاستقرار المالي، أدت هذه الخطوات في البداية إلى ارتفاع العمق المالي، سمح بزيادة الاستثمار والأداء الاقتصادي، إلا أن هذه السياسة أفرزت بعد ذلك قيام البنوك برفع أسعار الفائدة بشدة، أدى لانتشار عمليات الإفلاس وبالتالي ضعف الاستثمار نتج عن ذلك مجموعة من الأزمات المالية أهمها:<sup>1</sup>

- تعرض البنوك والشركات في الأرجنتين وأوروغواي لمخاطر تخفيض العملة الوطنية، بسبب زيادة مشكلة الدولار نتيجة تحرير القطاع الداخلي والخارجي في نفس الوقت؛
  - زيادة نسب الرفع المالي للمؤسسات المحلية في الأرجنتين نتيجة التحرير المالي ومن ثمة زيادة المديونية قصيرة الأجل لتلك المؤسسات؛
  - أما تركيا فقد أدى التحرير المالي السريع إلى تقلبات شديدة في سوق رأس المال وأسعار الصرف، كما تعرض كل من القطاع المالي الحقيقي إلى مخاطر منتظمة كبيرة.
- إن النتائج غير المشجعة التي تحققت في بعض الدول النامية بالإضافة إلى التضخم المرتفع والبطالة المتزايدة أدت إلى العودة إلى الكبح المالي.

## 2- منهج التدرج في التحرير

على عكس منهج السرعة في التحرير، فإن هذا المنهج يستطيع أن يتخطى الآثار السابقة، ولعل أن هذه الدول مثل "إندونيسيا، كوريا الجنوبية، سنغافورة وتايوان" خير دليل، حيث قامت بتحقيق الاستقرار النسبي في البيئة الاقتصادية الكلية، أي وجود عجز ميزانية معتدل، ومعدلات بطيئة لنمو العرض النقدي، قبل تحرير أسعار الفائدة، الأمر الذي أمكنها من تجنب العديد من الأزمات المالية، كما أدى إلى زيادة العمق المالي<sup>2</sup>. ويمكن تلخيص خطوات التحرير المالي وفقا لمنهج التدرج في التحرير في الجدول التالي:

### جدول رقم (2-2): خطوات التحرير المالي

القطاع	الداخلي	الخارجي
الحقيقي	<b>الخطوة 1:</b> - الاستقرار. - تحرير الأسعار. - إزالة الرسوم، إعانات مالية.	<b>الخطوة 3:</b> - تحرير حساب العمليات الجارية. - تأسيس سوق الصرف وقابلية العملة للتحويل في الخارج.
المالي	<b>الخطوة 2:</b> - إعادة تنظيم وخصوصة النظام البنكي. - تأسيس أو تجديد نشاط السوق النقدي.	<b>الخطوة 4:</b> - إزالة الرقابة على حركة تنقل رؤوس الأموال - قابلية التحويل الكلي للعملة المحلية.

Source :Mohamed jaber chebbi, **Existe-t-il un lien entre la libéralisatio financière et les crises Bancaires dans les pays émergents?** Eurisco, Université paris Dauphine, cahier,n°-17, 2005, p7

<sup>1</sup> نورة زيان، مرجع سبق ذكره، ص ص 49، 50

<sup>2</sup> بلال ببولوط، مرجع سبق ذكره، ص 71

## ثانياً: النهج الأمثل للتحرير المالي

يتكون النهج الأمثل لسياسة التحرير المالي من ثلاث مراحل متتابعة نوجز شرحها فيما يلي:<sup>1</sup>

1- **المرحلة الأولى:** ينبغي أن يبدأ الإصلاح المالي، أولاً بتحرير القطاع الحقيقي من خلال مجموعة من الإصلاحات الهيكلية في مختلف القطاعات، كما أن السيطرة المالية يجب أن تسبق عملية التحرير المالي بالإضافة إلى تحقيق استقرار الاقتصاد الكلي؛

2- **المرحلة الثانية:** الخطوة الثانية تتمثل في التحرير المالي الداخلي، وهذا من خلال التدرج في تحرير أسعار الفائدة على القروض والودائع، زيادة المنافسة في القطاع البنكي، وفتح المجال أمام القطاع المصرفي الخاص؛

3- **المرحلة الثالثة:** في الأخير، يأتي التحرير المالي الخارجي من تشجيع الأجانب بالدخول في الأسواق المالية المحلية من أجل زيادة المنافسة والكفاءة، وعند تحديد التسلسل في إلغاء القيود على الصرف الأجنبي، يشير خبراء صندوق النقد الدولي في هذا الخصوص إلى قضيتين هامتين هما:

- **الأولى:** أنه من الأفضل البدء في تحرير التدفقات طويلة الأجل قبل التدفقات قصيرة الأجل، وتحرير الاستثمار الأجنبي المباشر قبل تحرير استثمار المحافظ المالية (الاستثمار الأجنبي غير المباشر)؛

- **الثانية:** إن التحرير الشامل لمعاملات وتحويلات رأس المال لا يعني التخلي عن كل القواعد والنظم المطبقة على معاملات العملة الأجنبية، بل ربما احتاج الأمر إلى تقوية القواعد والنظم التحويلية المتعلقة بتحويلات العملة الأجنبية التي يجريها غير المقيمين.

## المطلب الثالث: تجارب بعض الدول في تطبيق سياسة التحرير المالي

أدت تطورات المراحل الاقتصادية المتتابعة إلى اتخاذ البلدان خطوات نحو تطبيق التحرير المالي والتي تقوم على إزالة جميع القيود على حركة رؤوس الأموال ومحاولة توفير البيئة الاستثمارية والتوجه نحو الخصخصة والانضمام إلى منظمة التجارة العالمية واتفاقيات الشراكة وافتتاح المناطق الحرة والمناطق الإنتاجية المؤهلة تحت ظل العولمة المالية، حيث اعتمدت العديد من البلدان منذ عام 1970م على تحرير أنظمتها المالية عن طريق فتح حساب رأس المال وإزالة الكبح المالي والسياسات والقيود على الملكية الأجنبية وكذا إزالة الضوابط على سعر الفائدة ورفع القيود الأخرى.

وتعد دول جنوب شرق آسيا وبعض دول أمريكا اللاتينية من الناحية التاريخية السباقة لتحرير قطاعها المالي، وبالنظر إلى ما ترتب على إتباع هذه السياسات من آثار وما توالى من أحداث على اقتصاديات هذه البلدان فإنها تعتبر تجارب رائدة يمكن الاستشهاد بها في هذا المجال.

## أولاً: التحرير المالي في دول جنوب شرق آسيا

شكلت دول جنوب شرق آسيا أو ما عرف بالنمور الآسيوية تجربة مهمة أعجب فيها العالم بأسره، فقد استطاعت خلال فترة قصيرة لا تتجاوز 25 سنة أن تحقق نمواً هائلاً وتطوراً كبيراً، وأخذ المديح ينهال عليها من كل دول العالم وخاصة من قبل اقتصاديي البنك الدولي وصندوق النقد الدولي الذين رأوا فيها نموذجاً يجب على الدول النامية ودول العالم الثالث أن تستفيد منها وتحذو حذوها إذا أرادت الخلاص من التخلف.

ولقد تميزت اقتصاديات شرق آسيا ولفترة طويلة قبل الإصلاحات والتحرر المالي بنظم مالية مفيدة تتميز بما يلي :-<sup>1</sup>

<sup>1</sup> مختار بوضياف، مرجع سبق ذكره، ص 24، 25

- تحديد أسقف لمعدلات الفائدة الاسمية على القروض والودائع؛
- مراقبة الصرف، وفرض قيود على حركة رؤوس الأموال؛
- منح قروض بمعدلات فائدة تمييزية لقطاعات الأولوية، خاصة قطاع الصناعة والقطاعات المصدرة؛
- عدد كبير من البنوك العمومية وبنوك التنمية، تمول القروض الطويلة الأجل التي يستفيد منها القطاع الصناعي بالإضافة إلى مؤسسات مالية متخصصة تمول بدرجة كبيرة القطاع الفلاحي والمؤسسات الصغيرة والمتوسطة؛
- تقييد المنافسة في المجال المصرفي، ليس فقط أمام المؤسسات المالية الأجنبية، ولكن حتى في وجه البنوك المحلية .

وتعد كل من التجربة الكورية الجنوبية في التحرير المالي وتجربة إندونيسيا باعتبارهما من أوائل الدول التي طبقت هذا المنهج من الإصلاح في شرق آسيا.

### 1- التحرير المالي في كوريا الجنوبية

لقد كان النظام المالي في كوريا الجنوبية في مرحلة الستينات والسبعينات مقيدا بقواعد شديدة، وخاضعا لسيطرة الحكومة التي استعملته كأداة أساسية لتطبيق سياستها الصناعية في تلك الفترة حيث تم تحديد معدلات الفائدة عند مستويات منخفضة، بالإضافة لتطبيق الحكومة لسياسة توجيه القروض لتمويل بعض قطاعات الاقتصاد التي تعتبرها كقطاعات إستراتيجية للتنمية الاقتصادية.

ومع نهاية فترة السبعينات تعرض اقتصاد كوريا الجنوبية إلى أزمة اقتصادية أدت إلى عدم استقرار الاقتصاد الكلي، لتبدأ بعدها في منتصف الثمانينات بتطبيق برامج لإعادة الهيكلة وإصلاح النظام المالي، وهذا بالتخفيف من القيود والضوابط المفروضة على النظام المالي، والتحرير الجزئي لمعدلات الفائدة وفتح المجال المصرفي أمام المؤسسات المالية الخاصة والأجنبية من أجل تشجيع المنافسة ما بين البنوك وفي الأسواق المالية، كما تخلت الحكومة عن تطبيق برامج الائتمان الموجه، كما قامت بتحويل البنوك التجارية المملوكة للقطاع العام إلى ملكية القطاع الخاص، وألغت معدلات الفائدة التمييزية على القروض التي كانت موجهة لما يسمى بقطاعات الأولوية، كما تم السماح للبنوك ومؤسسات الوساطة المالية بتنويع خدماتها المالية الموجهة للأفراد وللمؤسسات الاقتصادية.

وبعد مرور بضع سنوات من تطبيقها لسياسة التحرير المالي تمكنت كوريا الجنوبية من تحقيق استقرار في اقتصادها الكلي نتيجة لتحسن القطاع المالي وصرامة السياسة النقدية المطبقة من طرق البنك المركزي حيث انخفض معدل التضخم المحلي خلال هذه الفترة كما استقرت معدلات الفائدة الحقيقية على القروض وكذا توسع النشاط البنكي والأسواق المالية<sup>2</sup>.

ورغم أن سياسة التحرير المالي في كوريا الجنوبية لم تحقق نجاحات كبيرة، إلا أنها لم تؤدي إلى أزمات مالية وإلى عدم الاستقرار الاقتصادي كما حدث في بعض الدول.

### 2- لمحة عن التحرير المالي في إندونيسيا

لقد حققت سياسة التحرير المالي نجاحا كبيرا في إندونيسيا حيث أنه بعدما كان القطاع المالي مقيدا وبعد إلحاح من البنك وصندوق النقد الدوليين، بدأت حكومة إندونيسيا في تطبيق مجموعة من الإصلاحات المالية في مرحلة الثمانينات، حيث تم البدء منذ 1983 في تحرير معدلات الفائدة وتخفيض القيود على نشاط الإقراض

<sup>1</sup> سيدي محمد شكوري، مرجع سبق ذكره، ص 86

<sup>2</sup> نفس المرجع، ص 87

وتخصيص الائتمان من طرف البنوك، كما تم التخفيف من الضوابط على توسع فروع البنوك، وتم السماح للبنوك الأجنبية بإقامة فروع لها داخل إندونيسيا.

وقد رافق إصلاحات التحرير في إندونيسيا، إدخال قواعد إشراف تحويطي صارمة من طرف البنك المركزي للحد من الأثر السلبي للإفراط في منح القروض عقب التحرر الكلي للقطاع المالي سنتي 1988 و1989.

وقد ترتب على هذه الإصلاحات المالية في إندونيسيا، ارتفاعا في معدلات الفائدة الحقيقية التي أصبحت موجبة من سنة 1983، كما أدت إلى تطور كبير في القطاع المالي، وازدهرت وتطورت الأسواق المالية، وزاد واتسع نشاط البنوك الخاصة التي أصبحت تمثل جزءا كبيرا من القطاع المصرفي المحلي، وتدل هذه النتائج المحققة من طرف إندونيسيا على أن إستراتيجية التحرر المالي التي تم تطبيقها كان لها الأثر الإيجابي على النمو الاقتصادي وعلى تطور القطاع المالي المحلي.

### ثانيا: التحرير المالي في بلدان أمريكا اللاتينية

مع منتصف 1970 تم تنفيذ ثلاثة من أكبر برامج التحرير المالي في كل من الأرجنتين، وأوروغواي والشيلي، وقد تمثلت هذه الإصلاحات في رفع القيود على معدلات الفائدة، وتحرير تدفقات رؤوس الأموال والتخلي على برامج الائتمان الموجه، وبيع البنوك العمومية إلى القطاع الخاص، ورفع القيود التي تحول دون دخول المجال المصرفي سواء للبنوك المحلية أو الأجنبية، وقد نفذ هذا الإصلاح المالي في هذه الدول بسرعة كبيرة، في مرحلة كانت تتميز بارتفاع معدلات التضخم، وعدم استقرار الاقتصاد الكلي، وقد واجهت هذه البلدان صعوبات خطيرة، بسبب الطريقة التي تمت بها إزالة القيود المالية وتحرير معدلات الفائدة.

حيث أدت سياسات التحرير المالي في دول أمريكا الجنوبية إلى استبدال أزمات حادة بالكبح المالي، كما أشار إلى ذلك Diaz Algendro (1985) في مقال عنوانه "وداعا للكبح المالي مرحبا بالانهيار المالي" والذي حل فيه آثار سياسة التحرير المالي المتبعة في الشيلي.

ويعود فشل سياسة التحرير المالي في كل من الأرجنتين والأوروغواي والشيلي إلى سببين رئيسيين وهما:<sup>1</sup>

1- إن هذه الدول كانت أكثر اندفاعا وسرعة في إزالة الرقابة المالية وأنها قامت بتحرير أنظمتها المالية بطريقة جذرية قبل أن تضع التضخم تحت السيطرة، وتحقق تعمقا ماليا ملموسا. وفي الواقع فإن هذه البلدان الثلاثة كانت تعاني من عدم استقرار الاقتصاد الكلي في الوقت الذي أزيلت فيه الحدود القصوى للفوائد على الودائع والقروض المصرفية، وأتيح للبنوك أن تتنافس بحرية في سوق رأس المال، وتم رفع القيود أمام رأس المال الأجنبي؛

2- إن سياسات التحرير المالي المطبقة في الأرجنتين والأوروغواي والشيلي اعتمدت على المخالفة الحرفية التامة لسياسة الكبح المالي، حيث قامت بالتحرير التام لمعدلات الفائدة على الودائع والقروض، ولحساب رأس المال وألغت كل القيود على النظام المصرفي، وحولت ملكية كل البنوك العمومية إلى القطاع الخاص، وقد أدت هذه الإجراءات المطبقة إلى نتائج مؤسفة وسلبية على اقتصاديات هذه الدول، ولدت حالة من عدم الاستقرار الاقتصادي والمالي، أدت إلى إفلاس عدد كبير من المؤسسات الإنتاجية، وقد كان من الأفضل لهذه الدول أن لا تتسرع في عملية التحرير المالي، وتعتمد على التدرج والتسلسل في مراحل التحرير، وأن تبقى على قدر من الرقابة على الجهاز المصرفي وعلى حركة رؤوس الأموال الأجنبية.

<sup>1</sup> نفس المرجع، ص ص 85، 86

## خلاصة:

لقد أدت الظروف التي عاشتها الأنظمة المالية في الدول بعد الحرب العالمية الثانية لتدخل الدولة في كافة الأنشطة الاقتصادية، بدافع إصلاح أنظمتها المالية عن طريق تمويل عجز الميزانية بتكاليف منخفضة، زيادة الإنفاق الحكومي، فرض رقابة الدولة على النظام المالي، وذلك بتخفيض معدلات الفائدة لتشجيع الإستثمار وبالتالي زيادة مستوى النمو الاقتصادي، لكن انعكس ذلك سلبا على الأنظمة المالية وفقا لما جاء به "ماكينون" و"شاو" بضرورة التخلي عن الكبح المالي، والانتقال إلى تطبيق سياسات التحرير المالي انطلاقا من الدور الذي يلعبه القطاع المالي في تعزيز النمو الاقتصادي واستدامته.

إن نموذج التحرير المالي لا يزال محل نقاش وجدل بين الخبراء الاقتصاديين، فمنهم من يرى في تطبيق نظرية ماكينون وشاو مسار نحو تطوير الأنظمة المالية للدول، وبالتالي دعم وتيرة النمو لديها شريطة تطبيقها تدريجيا، بينما يرى البعض الآخر عكس ذلك، مبررا طرحه بأن التحرير المالي هو أهم أسباب الاضطرابات الاقتصادية والأزمات المالية التي تعرفها هذه الدول.

وقد أكد الخبراء الاقتصاديون بأن نجاح سياسة التحرير المالي بنوعيه الداخلي والخارجي يتوقف على جملة من الشروط، من أهمها تحقيق استقرار في الاقتصاد الكلي، تطوير النظام المالي، وملائمة الأطر القانونية لمتطلبات التحرير، كما يجب تبني نهج للتحرير المالي يتوافق مع طبيعة اقتصاد كل دولة.

## الفصل الثالث

# أثر الأزمة العالمية لسنة 2008 على سياسة التحرير المالي

◆ المبحث الأول: أثر الأزمة المالية العالمية لسنة 2008 على  
السياسات النقدية والمالية للدول

◆ المبحث الثاني: أثر الأزمة المالية العالمية لسنة 2008 على حجم  
وتوزيع الاستثمار الأجنبي المباشر

◆ المبحث الثالث: أثر الأزمة المالية العالمية لسنة 2008 على  
التنظيم المالي العالمي

## تمهيد

لم تترك الأزمة المالية العالمية لسنة 2008 التي بدأت أحداثها بالولايات المتحدة الأمريكية أي دولة في العالم لم تنعكس عليها إما بشكل مباشر أو غير مباشر، حيث بدأت هذه الانعكاسات بالظهور سنة 2008 وتفاقت في سنة 2009، وقد انتقلت من القطاع المالي إلى القطاع الحقيقي محدثة حالة من عدم الاستقرار والتذبذب في الأسواق وكذا في المؤشرات الاقتصادية عامة، إضافة إلى التراجع في تدفقات الاستثمارات الأجنبية. حيث كان لسياسات التحرير المالي الدور الكبير في حدوث الأزمة وانتقال عدواها من الولايات المتحدة الأمريكية إلى باقي دول العالم، هذا ما دفع إلى الإسراع لإيجاد حلول مستعجلة من خلال إدخال إصلاحات شاملة وعميقة على السياسات النقدية والمالية للدول وكذا على التنظيم المالي العالمي، وهذا ما سنحاول إبرازه في هذا الفصل من خلال المباحث التالية:

**المبحث الأول:** أثر الأزمة المالية العالمية لسنة 2008 على السياسات النقدية والمالية للدول.

**المبحث الثاني:** أثر الأزمة المالية العالمية على حجم وتوزيع الاستثمار الأجنبي المباشر.

**المبحث الثالث:** أثر الأزمة المالية العالمية لسنة 2008 على التنظيم المالي العالمي.



## المبحث الأول: أثر الأزمة المالية العالمية لسنة 2008 على السياسات النقدية والمالية للدول

تطورت السياسة النقدية والمالية بعد أحداث الأزمة المالية العالمية لسنة 2008، التي تسببت في حالة من شبه التوقف مست القطاع المالي ثم انتقلت إلى الاقتصاد الحقيقي فأدت إلى حدوث ركود اقتصادي عالمي، مما دفع بالبنوك المركزية إلى اعتماد سياسة نقدية غير تقليدية استهدفت بالأساس تحفيز الاقتصاد لإعادة الاستقرار للقطاع المالي والحد من تداعيات الأزمة المالية العالمية.

### المطلب الأول: السياسة النقدية غير التقليدية

قامت العديد من البنوك المركزية خلال الأزمة المالية العالمية لسنة 2008 باستعمال أدوات جديدة في سياستها النقدية عوضت بها الأدوات التقليدية خاصة أداة معدل الفائدة التي بينت محدوديتها في معالجة الأزمة، وقد تمكنت البنوك المركزية عبر استخدامها أدوات غير تقليدية من التحكم في تطور معدل الفائدة طويل الأجل الذي له تأثيرا حاسما على تمويل مديونية الدول والقطاع الإنتاجي، كما سمحت الأدوات غير التقليدية بمخالفة كل التوقعات السلبية حول مستقبل الوضع الاقتصادي، حيث تمثلت أهم هذه الأدوات فيما يلي:

#### أولاً: استخدام الميزانيات العمومية للبنوك المركزية في توفير الائتمان لضمان استمرار أسواق الائتمان

إزاء الاضطرابات العميقة والمتنوعة في الأسواق المالية والاقتصاديات العينية، أطلق كثير من البنوك المركزية في الاقتصاديات المتقدمة برامج لتوفير السيولة، بما في ذلك برامج للإبقاء على الأسواق مفتوحة، وإنقاذ البنوك والمؤسسات المالية غير المصرفية، ولتوفير النقد الأجنبي اللازم، وأدت هذه السياسات أيضا إلى تضخم الميزانيات العمومية في البنوك المركزية إلى مستويات غير مسبوقة.

وقد توسع خلال الأزمة دور البنك المركزي في توفير السيولة لضمان الاستقرار المالي بشكل كبير، فلم تقم البنوك المركزية بمساعدة البنوك التجارية فحسب، بل أقرضت أيضا المؤسسات المالية غير المصرفية الكبرى، وأصبح عدد قليل من البنوك المركزية الكبرى أيضا (خاصة الاحتياطي الفيدرالي) هم صناع أسواق الملاذ الأخير بقبول أوراق مالية لا يمكن بيعها في السوق كضمان إضافي مقابل قروض من البنك المركزي، بل خروجها على المعتاد لمدى أبعد، وفر العديد من البنوك المركزية النقد الأجنبي لبنوك محلية تواجه صعوبات في تعبئة الأموال بالعملة الأجنبية، وأدت هذه التدابير في معظمها والرامية إلى مساعدة أسواق مالية مهمة والحفاظ على الاستقرار المالي إلى التخفيف من قيود السيولة ودعم أسعار الأصول<sup>1</sup>.

ومع انحسار الأزمة، بدأت البنوك المركزية في إلغاء العديد من عمليات ميزانيات العمومية غير التقليدية، بيد أن العديد من البنوك المركزية في اقتصاديات متعددة، وأهمها الاحتياطي الفيدرالي الأمريكي وبنك إنجلترا وبنك اليابان لا تزال محتفظة بميزانيات عمومية ضخمة.

وليس من المصادفة أن البنوك المركزية عالية المصداقية وحدها هي التي اعتمدت بدرجة كبيرة على هذه السياسات التي انطوت في أغلبها على زيادات ضخمة في الأصول السائلة المحلية، وحتى بالنسبة للبنوك المركزية عالية المصداقية لا ينبغي استخدام سياسات الميزانية العمومية إلا في ظروف خاصة مثلما في حالة مواجهة الاقتصاد مشكلات مالية حادة بدرجة كافية لإشاعة الاضطراب في القطاع العيني.

و المرجح أن سياسات الميزانيات العمومية غير التقليدية قامت بدور مهم في مساعدة الاقتصاديات على التعافي من أشد هبوط حاد منذ الكساد الكبير، وقد أظهرت البنوك المركزية إبداعا ودرجة كبيرة من الجراءة،

<sup>1</sup> مارك ستون وآخرون، سلوك غير تقليدي، مجلة التمويل والتنمية، المجلد 48، العدد 3، صندوق النقد الدولي، سبتمبر 2011، ص 41

وعلى الرغم من أن هذه المخاطر كانت على الأرجح جديرة بتحملها فإن هذه السياسات يجب ألا تستخدمها سوى أكثر البنوك المركزية مصداقية وفي حالات نادرة فحسب.

#### ثانياً: تخفيض معدلات الفائدة

قامت البنوك المركزية في الولايات المتحدة الأمريكية وأوروبا وآسيا بتخفيض معدلات الفائدة بنسب متفاوتة، هذه الخطوة لها أثران إيجابيان من الناحية المالية والحقيقية، فمن الناحية المالية تساعد معدلات الفائدة المنخفضة على تخفيض تكاليف الاقتراض حتى يقبل الناس على تسديد تلك القروض وبالتالي تتوفر السيولة لدى البنوك لتقابل سحبات المودعين التي تدفقت لضمان أرصدهم من التبخر، أما من الناحية الحقيقية يؤدي تخفيض معدلات الفائدة إلى تشجيع مستويات الاستهلاك والاستثمار ومن ثم رفع مستويات النشاط الاقتصادي. ففي الولايات المتحدة، من منتصف سنة 2007 إلى نهاية سنة 2008 تم تخفيض معدل الفائدة من 5,25% إلى 0,25%، وقرر البنك المركزي الأمريكي في 18 ديسمبر 2008 الحفاظ على معدل الفائدة في مجال يتراوح من 0 إلى 0,25% وهو مستوى لم يتم بلوغه من قبل، أما البنك المركزي الأوروبي فقد قام بسبع تخفيضات متتالية حملت معدلات الفائدة من 4,25% إلى 1%، حيث عندما قرر البنك المركزي الأوروبي في 5 مارس 2009 تخفيض معدل الفائدة من 2% إلى 1,5% كانت المرة الأولى في التاريخ التي ينزل فيها المعدل إلى أقل من 2%، كما قرر مجلس إدارة البنك المركزي الأوروبي وبنك إنجلترا في 06 أوت 2009 إبقاء سعر الفائدة الرئيسي كما هو، أي في حدود 1% في منطقة دول الاتحاد الأوروبي، و5,0% في بريطانيا<sup>1</sup>.

#### جدول رقم (3-1): أسعار الفائدة المطبقة في مجموعة من الدول المتقدمة في أعقاب الأزمة المالية العالمية 2008

2013	2012	2011	2010	2009		
0.4	0.7	0.5	0.5	1.1	الولايات المتحدة	سعر الفائدة قصير الأجل (%)
0.2	0.3	0.3	0.4	0.7	اليابان	
0.2	0.6	1.4	0.8	1.2	منطقة اليورو	
0.3	0.8	0.9	0.7	1.2	المملكة المتحدة	
1.2	1.2	1.2	0.8	0.7	كندا	
2.3	1.8	2.8	3.2	3.3	الولايات المتحدة	سعر الفائدة طويل الأجل (%)
0.7	0.8	1.1	1.1	1.3	اليابان	
3.0	3.9	4.4	3.6	3.7	منطقة اليورو	
2.4	1.9	3.1	3.6	3.6	المملكة المتحدة	
2.1	1.9	2.8	3.3	3.2	كندا	

المصدر: صاري علي، البنوك المركزية في الدول النامية وقدرتها على الممارسات غير التقليدية، مجلة الاقتصاد والمالية، المجلد 2، العدد 1، جامعة الشلف، الجزائر، 2016، ص 11.

<sup>1</sup> عبد الحق بوغتروس، محمد سبتي، السياسة النقدية والأزمة المالية الراهنة، الملتقى العلمي الدولي حول الأزمة المالية والاقتصادية الدولية، جامعة فرحات عباس سطيف، الجزائر، أيام 20-21 أكتوبر 2009

## ثالثاً: التيسير الكمي

تعني سياسة التيسير الكمي ضخ البنوك المركزية للأموال بشكل مباشر في الاقتصاد عبر شراء سندات الدين الحكومية وسندات الشركات المهمة للاقتصاد، حتى تخفف عليها الأعباء المالية المترتبة على جداولها الائتمانية، وبالتالي تتمكن الشركات من الاستثمار والنمو وتتمكن الدولة من الإنفاق في القطاعات الاقتصادية، وعادة ما يقوم البنك المركزي الذي اشترى السندات ببيعها لاحقاً بعد حدوث التحسن الاقتصادي، وربما يحقق أرباحاً عندما تعود دورة الاقتصاد للانتعاش الاقتصادي، مثلما جرى لبنك الاحتياط الفيدرالي الذي حقق أرباحاً ضخمة من مبيعات السندات التي اشتراها إبان الأزمة المالية من البنوك والشركات المتعثرة<sup>1</sup>.

قام البنك الفيدرالي الأمريكي بمجموعة من التدابير في إطار سياسته للتيسير الكمي نوردتها فيما يلي:<sup>2</sup>

- الخطة الأولى من سياسة التيسير الكمي (QE1)، التي بدأت في شهر نوفمبر 2008، حيث ركزت على شراء سندات الرهن العقاري والتي بلغت قيمتها 100 بليون دولار شهرياً، ومع انتهاء QE1 سنة 2010 كان البنك الفيدرالي يحتجز 1.25 تريليون دولار من سندات الرهن العقاري المسترجعة و 300 بليون دولار من السندات الحكومية و 175 بليون دولار من ديون الوكالات؛
- في نوفمبر 2010 بدأ بتطبيق الخطة الثانية من سياسة التيسير الكمي QE2، قام خلالها البنك الفيدرالي بشراء 85 بليون دولار من السندات الحكومية و تواصلت العملية حتى جوان 2011؛
- في سبتمبر 2012 قرر البنك الفيدرالي أتباع الخطة الثالثة من سياسة التيسير الكمي QE3، والتي طبقت حتى ديسمبر 2013، حيث تقرر التخفيض من السندات الحكومية المشتراة بـ 10 بليون دولار، فمن سبتمبر 2012 إلى ديسمبر 2013 قام البنك الفيدرالي بشراء 85 بليون دولار من السندات، منها 45 بليون دولار سندات حكومية و 40 بليون دولار سندات الرهن العقاري المسترجعة؛
- كما أن مجلس الاحتياطي الفيدرالي الأمريكي استخدم سياسة التيسير الكمي عدة مرات بعد الأزمة المالية العالمية لسنة 2008، بداية الخطة الأولى سنة 2008، وانتهاء بالخطة الأخيرة التي انتهت قبل شهرين من نهاية سنة 2014، وذلك بضخ نحو 4.4 تريليون دولار قبل إعلان المجلس نهاية 2014 وقف الخطة، ليبدأ التمهيد للعكس باتجاه السياسة التوسعية برفع سعر الفائدة.

## رابعاً: توسيع قائمة الأصول المقبولة كضمان

على إثر الأزمة المالية العالمية لسنة 2008 وضمن أهم الحلول المطبقة ضخ أموال عامة، وتدخل كبير من قبل الحكومات في النظام المالي المصرفي، حيث قامت البنوك المركزية بتوفير كميات هائلة من الأموال للمصارف. وعلى سبيل المثال، ضخ بنك الاحتياطي الفيدرالي في الولاية المتحدة منذ سبتمبر 2008 أكثر من تريليوني دولار في النظام المصرفي، أي ثلاثة أمثال مجموع أصوله، و في أوروبا، ضاعف المصرف المركزي الأوروبي أصوله إلى نحو 3 تريليون يورو. ورغم ذلك، أصاب الركود الائتمانات المصرفية المقدمة إلى القطاع الخاص في أوروبا، بينما تقلصت بنسبة 4 % في الولايات المتحدة في الفترة ما بين الربع الثالث من عام 2008 و نهاية عام 2011.<sup>3</sup>

وبعدما انهيار المصرف الأمريكي ليمان برادرز (Lehman Brothers) في سبتمبر 2008، قررت حكومة الولايات المتحدة وغيرها من الحكومات أن تنقذ المصارف من خلال تأميمها، أو عبر ضخ مبالغ طائلة

<sup>1</sup> عمر عبو، كمال قسول، دور السياسة النقدية غير التقليدية في تحفيز الاقتصاد- عرض تجارب دولية، مجلة الريادة لاقتصاديات الأعمال، المجلد 5، العدد 1، الجزائر، جانفي 2019، ص 54

<sup>2</sup> المرجع السابق، ص 57

<sup>3</sup> مؤتمر الأمم المتحدة للتجارة والتنمية، تقرير التجارة والتنمية 2012، الأمم المتحدة، نيويورك وجنيف، 2012، ص 27

لزيادة رأس المال فتمتع بالملاءة المالية من جديد. وقد أنطوى ذلك على ضخ رؤوس الأموال من خلال شراء الحصص و من خلال مد المصارف بقروض حكومية، بالإضافة إلى ضمانات حكومية عامة على القروض والودائع المصرفية، ومن خلال تأمين حجم أكبر من السيولة. وقد وصف صندوق النقد الدولي هذا التدخل بثقل غير مسبوق للمخاطر من القطاع الخاص إلى القطاع العام.

إلا أن الضمانات والإجراءات الخاصة بالسيولة بلغت 30 في المائة من إجمالي الناتج المحلي السنوي في البلدان المتقدمة، ولم تمول من خلال إنفاق حكومي مباشر بل عبر إنفاق مسبق من خلال ضخ الأموال في المصارف، أو شراء الحصص أو تمديد مهل تسديد القروض الحكومية أو قروض المركزي الأمريكي. وقد بلغت هذه العملية 5,5% من إجمالي الناتج المحلي للبلدان المرتفعة الدخل وتخطت المبالغ ذات الصلة 1,800 مليار دولار أمريكي<sup>1</sup>. أما الحصة من إجمالي الناتج المحلي فكانت الأكبر في المملكة المتحدة، حيث أنفقت الحكومة مبالغ توازي 20% من إجمالي الناتج المحلي من أجل دعم القطاع المالي وتجدر الإشارة إلى أن هذا المبلغ لا يساوي إلا نصف ما تدفعه المملكة المتحدة سنويا على الخدمات العامة<sup>2</sup>.

كما أضاف البنك المركزي الأوروبي إلى قائمة الضمانات المقبولة في عملية الائتمان العناصر التالية<sup>3</sup>:

- سندات الدين الصادرة عن مؤسسات الائتمان، وكذلك شهادات الإيداع التي يتم تداولها في بعض الأسواق غير المنظمة ولكن تقي بجميع معايير الأهلية المحددة من طرف البنك المركزي الأوروبي؛
- سندات الدين المحمية بضمانات مقبولة والتي تقي بجميع معايير الأهلية الأخرى.

هدف البنك المركزي الأوروبي من خلال توسيعه لقائمة الضمانات المقبولة هو توفير كميات إضافية من السيولة لصالح المؤسسات النقدية والمالية الناشطة داخل منطقة اليورو، وقد نجح إلى حد ما فقط في ذلك ولعل خير دليل على ذلك هو توسيعه لقائمة الضمانات المقبولة مرة أخرى في تاريخ 10 ماي 2010، حيث أقر بقبول الديون السيادية لدولة اليونان كضمان وهو ما تجسد في برنامج شراء السندات السيادية.

#### خامسا: شراء الأصول

أنشأ الكونغرس "برنامج انقاذ الديون المتعثرة" (TARP) في أكتوبر عام 2008، الذي استخدمت الخزانة الأمريكية جزءا منه لضخ رأس المال الذي كانت هناك حاجة ملحة إليه في بنوك البلاد.

فقد تضمنت التدابير الطارئة إنقاذ صناعتي الإسكان والسيارات في البلاد حيث أطلقت فقااعة الإسكان وركوده حلقة مفرغة من هبوط أسعار المساكن وتضاعف حالات حبس الرهن، التي يبدو أن صناع السياسة تصدوا لها بحشد من الجهود، بما في ذلك إجراءات بنك الاحتياطي الفيدرالي لتخفيض أسعار الفائدة على الرهون العقارية، ورفع الحدود المفروضة على حجم القروض التي تتفق مع المعايير الحكومية، والتوسع اللافت للنظر من الإقراض من إدارة الإسكان الفيدرالية وسلسلة من الخصوم الضريبية لمشتري البيوت واستخدام أموال برنامج انقاذ الأصول المتعثرة للتخفيف من حبس الرهون، وفي حين تعرضت شركتا صناعة السيارات جنرال موتورز وكرايزلر للإفلاس في نهاية الأمر، فإن أموال برنامج إنقاذ الأصول المتعثرة جعل العملية منظمة نسبيا وعادت أسهم شركة جنرال موتورز للتداول مرة ثانية<sup>4</sup>.

<sup>1</sup> دايفد هال، لماذا نحن بحاجة ماسة إلى الإنفاق العام، جامعة غرنتش، متاح على الموقع:

<http://www.world-psi.org/sites/default/files/documents/research/ar-psiuru>, le 07/09/2020, h15 :23

<sup>2</sup> المرجع السابق

<sup>3</sup> محمد الأمين وليد طالب، دور السياسة النقدية في معالجة الأزمات المالية "حالة البنك المركزي الأوروبي (BCE) والأزمة المالية 2007-2008"،

أطروحة دكتوراه غير منشورة في العلوم الاقتصادية، جامعة محمد خيضر، بسكرة، الجزائر، 2016، ص 334

<sup>4</sup> آلن بليندر، مارك زاندي، ثمار التنشيط، مجلة التمويل والتنمية، العدد 4، صندوق النقد الدولي، ديسمبر 2010، ص 15

وكان برنامج إنقاذ الأصول المتعثرة مثيرا للجدل منذ بدايته، فقد كان من الصعب على المواطنين والمشرعين قبول التكلفة المالية الباهظة للبرنامج التي بلغت 700 مليار دولار وهدفه المتمثل في إنقاذ المؤسسات المالية بما في ذلك بعض المؤسسات التي أدت إلى حدوث الذعر، وحتى الآن يعتقد كثيرون أن هذا البرنامج كان فشلا باهض التكلفة، بيد أن البرنامج حقق في واقع الأمر نجاحا كبيرا إذ ساعد في استعادة استقرار النظام المالي وإنهاء السقوط الحر في أسواق المساكن والسيارات بتكلفة نهائية يتحملها دافعوا الضرائب لا تمثل سوى جزء صغير من تكلفة البرنامج الباهظة والبالغة 700 مليار دولار<sup>1</sup>.

#### سادسا: الائتمان الموجه لمتعاملين محليين

في السنوات التي سبقت الأزمة المالية العالمية توسع إقراض البنوك الأجنبية للاقتصاديات الصاعدة بسرعة سواء مباشرة من المقرات الرئيسية للبنوك الأجنبية (عبر الحدود) أو من خلال فروع تابعة تعمل في البلدان المضيفة. وفي بلدان كثيرة، خاصة في أمريكا اللاتينية والبلدان الصاعدة في أوروبا، أصبح الإقراض من البنوك الأجنبية مصدرا كبيرا للتمويل للأسر المعيشية والشركات، وعلى الرغم من أنه كان له مزاياه وعيوبه فقد كان الاعتقاد السائد هو أن وجود البنوك المملوكة للأجانب قد شجع المنافسة وساعد على تحقيق الاستقرار المالي الكلي.

وبحلول الوقت التي تفجرت فيه الأزمة المالية كانت أوروبا الصاعدة أكثر تعرضا للمخاطر المالية من أمريكا اللاتينية، حيث استمر إقراض البنوك الأجنبية على مستوى أمريكا اللاتينية في النمو، وإن كان بوتيرة أكثر تواضعا، وبنهاية سبتمبر 2009 كان إجمالي المطالبات المستحقة للبنوك الأجنبية في أمريكا اللاتينية قد ارتفع بصورة طفيفة مقارنة بنهاية سبتمبر 2008، عندما انهارت مؤسسة ليمان براذرز الاستثمارية في سوق وول ستريت وأوقعت الفوضى في الأسواق المالية العالمية، ويتناقض هذا مع سلوك نمو إقراض البنوك الأجنبية لأوروبا الصاعدة الذي أنخفض بشكل حاد مع بداية ضائقة الائتمان العالمية في منتصف عام 2007 وتحولت إلى نمو سلبي بحلول أوائل عام 2009<sup>2</sup>.

ويمكن إرجاع استمرار التوسع في الائتمان المحلي في بلدان أمريكا اللاتينية حتى في خضم الاضطراب العالمي، إلى كون أن الفروع المحلية تمول أساسا من خلال ودائع محلية (التي كانت مستقرة نسبيا خلال الأزمة) وليس من خلال قروض أو تحويلات رأسمالية من البنوك الأم.

وقد بينت هذه التجربة عددا من الدروس غير النهائية للتخفيف من عدم الاستقرار، وهي تتعلق بمناقشات من السياسة الخاصة بتكاليف ومنافع فتح القطاع المصرفي المحلي أمام المنافسة الأجنبية والمرجح أن يكون إقراض البنوك الأجنبية الذي تموله إيداعات محلية والمقوم بالعملة المحلية أكثر مقاومة للصدمات المالية الخارجية، والواقع أنه عمل في أمريكا اللاتينية حائطا واقيا ضد انتقال الأزمة المالية العالمية.

#### المطلب الثاني: أثر الأزمة المالية العالمية لسنة 2008 على السياسة المالية

لقد اتجهت جل الدول عقب الأزمة المالية العالمية لتعزيز سياساتها المالية من خلال اتخاذ مجموعة إجراءات لدعم الطلب الكلي وإنهاء حالة الركود، وكان أهمها التوسع في الدين الحكومي وفرض ضرائب على القطاع المالي.

<sup>1</sup> المرجع السابق، نفس الصفحة

<sup>2</sup> هورهي إيفان كاناليس وآخرون، قصة منطقتين، مجلة التمويل والتنمية، العدد 1، صندوق النقد الدولي، مارس 2010، ص 35

أولاً: توسع الحكومات في الدين الحكومي: اتخذت الحكومات في الاقتصاديات المتقدمة خطوات كثيرة عقب الأزمة المالية العالمية لإيجاد الطلب على الدين العام أو تتميته للوصول مباشرة إلى المدخرات الخاصة، ومن بين هذه الحكومات:<sup>1</sup>

#### فرنسا 2010:

تم تحويل صندوق احتياطي المعاشات إلى مشتر حصري للديون الرسمية الفرنسية، وقامت الحكومة الفرنسية بتصفية صندوق الاحتياطي من أجل المتقاعدين المصمم لتوفير دعم مالي طويل الأجل لنظام المعاشات وحولت الصندوق الذي تبلغ قيمته 37 مليار يورو لدفع 2,1 مليار يورو سنويا للوكالة الحكومية المسماة صندوق استهلاك الدين الاجتماعي من عام 2011 إلى عام 2024. وفي عام 2024 سيتم تحويل كل الأصول الباقية في صندوق الاحتياطي من أجل المتقاعدين إلى صندوق استهلاك الدين الاجتماعي، وكان هذا يعني تحولا جذريا في تخصيص أصول صندوق الاحتياطي من أجل المتقاعدين من أدوات أطول أجلا إلى أدوات أقصر أجلا وجعل صندوق الاحتياطي لفترة أجله الزمني مشتريا حصريا لسندات الحكومة الفرنسية؛

#### ايرلندا 2010:

تم استخدام احتياطي المعاشات الوطنية لإعادة رسمة البنوك، ونتيجة لأزمة البنوك ربما كان من المتعين على الصندوق الوطني لاحتياطي المعاشات في ايرلندا أن يسهم بما يصل إلى 17,5 مليار يورو لإعادة رسمة بنوك ايرلندا، وقد أقيم الصندوق المذكور في عام 2001 للمساعدة في تمويل التكاليف طويلة الأجل لرفاهية الاجتماعية في ايرلندا ومعاشات الخدمة العامة بعد عام 2025. بيد أن قانونا صدر في عام 2010 وجه الصندوق نحو الاستثمار في الأوراق المالية للحكومة الايرلندية ومنح سلطة قانونية للحكومة الايرلندية لتمويل الإنفاق الرأسمالي من الصندوق الوطني لاحتياطي المعاشات خلال الفترة (2011، 2013)، كما اقترحت الحكومة الايرلندية تمويل برامج للوظائف من خلال ضريبة قدرها 0,5% على صناديق المعاشات الخاصة؛

#### اليابان 2010:

إلغاء خصخصة هيئة البريد في اليابان وزيادة سقف الودائع فألغت الحكومة الجديدة خطة عام 2007 لخصخصة هيئة البريد الياباني، وهو مكتب البريد الوطني الذي يدير أيضا نظاما هائلا للمدخرات هو أكبر مجمع مالي عالمي، بأصول تربو على 300 تريليون ين، كذلك ضاعف القانون الجديد المبلغ الذي يستطيع المودعون ادخاره في بنك البريد الياباني إلى 20 مليون ين ورفع حدود تغطية التأمين على الحياة في شركة التأمين اليابانية من 13 مليون ين إلى 25 مليون ين، ونظرا لأن بريد اليابان يخصص بصورة تقليدية نحو 75% من أصوله لسندات الحكومة اليابانية، ونظرا لأن المستهلكين يرجح أن يحولوا الودائع إلى شركة معينة للتمتع بضمانات حكومية، فإن إلغاء خصخصة هيئة بريد اليابان يزيد قدرة المستهلك الحصري لديون الحكومة اليابانية؛

#### البرتغال 2010:

إعادة صندوق معاشات التقاعد الخاص بشركة البرتغال للاتصالات السابق خصصته إلى الحكومة البرتغالية، واستطاعت الحكومة فورا أن تحقق 2,8 مليار يورو من الإيرادات الإضافية أي نحو 1,6% من إجمالي الناتج المحلي، ونتيجة لذلك ضيقت الحكومة البرتغالية فجوة عجز ميزانيتها في عام 2010 بما يكفي لكي تبدو مساهمة لأهداف تخفيض العجز في الاتحاد الأوروبي؛

<sup>1</sup> كارمن راينهارت وآخرون، الكبح المالي من جديد، مجلة التمويل والتنمية، المجلد 48، العدد 2، صندوق النقد الدولي، جوان 2011، ص 25

## إسبانيا 2010:

وضع سقف لأسعار الفائدة على الودائع، فطالبت وزارة المالية المؤسسات التي تقدم أسعار فائدة على الودائع تجد الوزارة أنها تزيد على أسعار السوق بمضاعفة إسهاماتها في صندوق ضمان الودائع؛

## المملكة المتحدة 2009:

زيادة الحيازات المطلوبة من سندات الحكومة، فطالبت هيئة الخدمات المالية بنوك المملكة المتحدة، وبنوك الاستثمار، والشركات التابعة للمؤسسات الأجنبية أو فروعها بحيازة مزيد من الأوراق المالية الحكومية عالية الجودة وتقليل الاعتماد على التمويل قصير الأجل بمقدار 20% في العام الأول وحده. وفي سنة 2011 خصصت البريد الملكي. من المتوقع أن تتلقى وزارة الخزانة بالمملكة المتحدة تحويلا قدره 23,5 مليار جنيه إسترليني من الأصول قبل الخصخصة و29,5 مليار جنيه إسترليني من الخصوم.

## ثانيا: فرض الضرائب على القطاع المالي

قام عدد كبير من البلدان بعد وقوع الأزمة المالية العالمية لسنة 2008 خاصة دول الإتحاد الأوروبي، باستحداث ضرائب على القطاع المالي بغية خفض تشوهات النظام الضريبي القائم، وكذا إرغام القطاع المالي على تحمل التكلفة الاجتماعية للسلوك المنطوي على المخاطر، ويمكن إجمال هذه الضرائب في أربعة أنواع رئيسية وهي:<sup>1</sup>

1- **ضريبة المساهمة في تحقيق الاستقرار المالي:** وهي ضريبة بسيطة تفرض على الميزانية العمومية للمؤسسات المالية (وبعض البنوك غير المدرجة في الميزانية العمومية) بهدف التأكد من أن المؤسسة تسدد حصة معقولة من التكاليف المباشرة المرتبطة بتسوية أوضاع المؤسسات المعتلة وهو ما قد يتضمن بيعها أو نقلها أو تصفيتها. وإضافة إلى أن هذه الضريبة ترفع الإيراد، فإنها تحدث أيضا تأثيرا على السلوك لأنها تتضمن عموما الجمع بين هيكل معدلات متدرجة ووعاء يعفي الأسهم والودائع. ويؤدي إتباع هذا المنهج ضمنا إلى معاقبة التمويل بالدين بالجملة، ولتغيير سلوك السوق الأساسي سيتعين أن تكون ضريبة المساهمة في تحقيق الاستقرار المالي دائمة؛

2- **ضريبة المعاملات المالية:** وتفرض هذه الضريبة على قيمة معاملات مالية محددة مثل تداول الأسهم، ويروج بشكل عام لهذه الضريبة باعتبارها أداة لرفع الإيراد تقوم في الوقت ذاته بالحد من المعاملات المالية التي يرتأى أنها غير مرغوبة اجتماعيا مثل المتاجرة بتواتر مرتفع، ومع ذلك فإن هذه الضريبة كغيرها من الضرائب على المعاملات تتضاعف من خلال سلسلة الإمدادات بطرق لا يمكن التنبؤ بها، مما يرفع تكلفة رأس المال على بعض المؤسسات بصورة أكبر مما يرفعه على مؤسسات أخرى وربما يشجع على إنهاء الوساطة المالية بالحد من حجم المعاملات المالية؛

3- **ضريبة النشاط المالي:** وتطبق هذه الضريبة على مجموع ما تحققه المؤسسة من أرباح وما تقدمه من مكافآت، وتعد ضريبة النشاط المالي بالأساس المعادل لضريبة القيمة المضافة على القطاع المالي التي غالبا ما يكون القطاع المالي معفى منها، ومن شأن فرض هذه الضريبة الحد من المعاملة الضريبية التفاضلية بين القطاع المالي وغيره من قطاعات الاقتصاد، ويمكن مواصلة تنقيح ضريبة النشاط المالي بحيث يكون لها آثار على السلوك مثل الحد من الحوافز التي تشجع على الإقدام المفرط على المخاطر بفرض ضرائب أعلى على العوائد المرتفعة؛

<sup>1</sup> جيف غوتليب وآخرون، فرض ضرائب على التمويل، مجلة التمويل والتنمية، المجلد 49، العدد 3، صندوق النقد الدولي، سبتمبر 2012، ص 45

4- إصلاح ضريبة دخل الشركات: وهو إجراء يمكن أن يساعد على خفض الرفع المالي الزائد في القطاع المالي، وفي معظم البلدان يسمح النظام الضريبي للشركات بما في ذلك شركات القطاع المالي باقتطاع مدفوعات الفائدة المؤداة إلى المقرضين وليس مدفوعات الأرباح الموزعة المؤداة إلى المستثمرين من الدخل الخاضع للضريبة، ويؤدي ذلك إلى حدوث تشوه ضريبي يدفع باتجاه التمويل بالدين الذي يزيد من حوافز الشركات المالية للإقدام المفرط على المخاطر، ويمكن خفض هذا التشوه أو القضاء عليه بعدة طرق ( فمن شأن تطبيق قاعدة للرسملة الضعيفة الحد من إمكانية اقتطاع الفائدة دون مستوى حدي معين يمكن أن يستند إلى حد أقصى لنسبة الدين إلى حصة رأس المال، ومن شأن فرض ضريبة شاملة على دخل الشركات عدم السماح بإمكانية اقتطاع أي فائدة، ومن شأن تحديد مخصص لحصص رأسمال الشركات إتاحة إمكانية اقتطاع فائدة وتحقيق عائد اسمي على حصة رأس المال)<sup>1</sup>.

وقد ذكر صندوق النقد الدولي في تقرير أعده إلى الاقتصاديات المتقدمة والصاعدة لمجموعة العشرين أن ضرائب القطاع المالي ينبغي أن تكفل قيام القطاع بتغطية التكلفة المباشرة التي تتحملها المليات العامة نتيجة أي دعم تقدمه الحكومات مستقبلاً، ويجعل حدوث الإخفاقات أقل احتمالاً وأقل إضراراً وينبغي أن يكون تطبيقها سهلاً نسبياً وأن تعالج التشوهات الضريبية القائمة التي يمكن أن تفاقم من المخاوف بشأن الاستقرار المالي.

#### المطلب الثالث: تداعيات اتباع السياسة النقدية غير التقليدية

كانت البنوك المركزية في الاقتصاديات المتقدمة الكبرى تبحر في السنوات بعد الأزمة المالية العالمية عبر منطقة مجهولة. وفي حين كان استخدامها لمجموعة غير تقليدية من أدوات السياسة النقدية مفيداً، فقد تسبب أيضاً في توليد قدر كبير من عدم اليقين، من دون أن يعمل على تثبيت استقرار الاقتصاد العالمي بشكل كامل. والآن حان وقت العودة نحو تضاريس السياسة الأكثر اعتياداً.

في أعقاب الأزمة المالية سنة 2008، خفض بنك الاحتياطي الفيدرالي الأمريكي سعر الفائدة إلى الصفر تقريباً واتباع ما يسمى التيسير الكمي، من خلال شراء الأوراق المالية الطويلة الأجل من القطاعين العام والخاص، وسرعان ما أطلقت البنوك المركزية في الاتحاد الأوروبي، واليابان، والمملكة المتحدة برامج غير تقليدية مماثلة، وكانت النتيجة ذلك الكم الهائل من السيولة الرخيصة التي ساعدت في تثبيت استقرار القطاع المالي، واستعادت أسعار الأسهم والعقارات، وزيادة الطلب المحلي، وقد ساعد كل هذا في الحد من تداعيات الأزمة المالية ودفع الاقتصاد العالمي نحو التعافي.

ولكن هذا النهج العدواني ليس بلا حدود، فبعد سنوات من الجهود بدأت فوائد السياسة النقدية غير التقليدية تتضاءل في حين تزايدت تكاليفها، ورغم هذا قرر البنك المركزي الأوروبي وبنك اليابان تمديد برنامج التيسير الكمي، وعلاوة على ذلك تبنى البنكان سياسة أسعار الفائدة السلبية والتي تنطوي على فرض رسوم على احتياطات البنوك لتنشيط الطلب الكاسد، ومن غير المستغرب أن تكون التأثيرات في التضخم والنتائج الحقيقية محدودة، ولكن خفض أسعار الفائدة إلى ما دون الصفر ألحق الضرر بميزانيات البنوك العمومية، الأمر الذي أدى إلى الحد من قدراتها على الإقراض. ونتيجة لهذا، فشلت في زيادة استثماراتها في الأعمال، وحتى أسعار الفائدة الإيجابية المنخفضة قد تؤدي إذا طال أمد فرضها إلى نتائج عكسية، فتغذي فقاعات الأصول وتسمح لديون الأسر والشركات بالنمو إلى مستويات لا يمكن تحملها<sup>2</sup>.

<sup>1</sup> المرجع السابق، ص 46

<sup>2</sup> لي جونج وا، طريق العودة للسياسة النقدية، متاح على الموقع :

<http://www.alkhaleej.ac/analyzesandopinions/page/980602b5-42e6-43d9-ae>, le 05/09/2020, h12 : 18



من ناحية أخرى، تسببت عملية شراء الأصول في تضخم الميزانيات العمومية للبنوك المركزية الكبرى إلى مستويات غير مسبوق، وسوف تكون إدارة التراجع المنظم المطلوب الآن مهمة بالغة الصعوبة، خلفت السياسات النقدية غير التقليدية تأثيرات جانبية بعيدة المدى، فقد أرسلت الاقتصاديات الناشئة وارتباطاتها المالية بالاقتصاديات المتقدمة إلى دوامة صاعدة هابطة من تدفقات رأس المال، حيث غمرت الاقتصاديات الناشئة بالسيولة المتدفقة من الاقتصاديات المتقدمة، وأدت تدفقات رؤوس الأموال الكبير إلى فرط النشاط والتضخم ونشوء فقاعات أسعار الأصول، وارتفاع قيمة العملات بسرعة. ثم أدى خفض بنك الاحتياطي الفيدرالي الأمريكي التدريجي لبرنامج التيسير الكمي إلى انسحاب مفاجئ لرأس المال، على النحو الذي تسبب في خلق مخاطر الانقطاع المالي وأزمات العملة، وناضلت السلطات النقدية في الاقتصاديات الناشئة للتغلب على هذه الصدمات باستخدام الأدوات المتاحة، بما في ذلك أسعار الفائدة، وأسعار الصرف، والقواعد التنظيمية التحوطية، وضوابط رأس المال.

ولكن بدلا من النظر إلى كل هذا باعتباره دافعا للتراجع عن السياسة النقدية غير التقليدية، يوصي بعض خبراء الاقتصاد البنك المركزي الأوروبي وبنك اليابان بمتابعة سياسة أكثر استثنائية أو ما يسمى "إنزال الأموال بالهليكوبتر"، وقد قدم الاقتصادي الحائز على جائزة نوبل في علوم الاقتصاد ميلتون فريدمان هذه الفكرة في عام 1969، وهي تقضي بتوزيع نقود مطبوعة حديثا بشكل مباشر على عامة الناس، مع تعهد البنك المركزي بعدم سحبها أبدا. وكما يشير رئيس بنك الاحتياطي الفيدرالي الأمريكي السابق بن برنانكي، فإن التمويل النقدي يعادل في الأساس خفض الضرائب على قاعدة واسعة، مع تعهد البنك المركزي بشراء ديون الحكومة.

من الممكن أن تؤدي مثل هذه السياسة إلى تفويض استقلالية البنوك المركزية في الأمد البعيد، ومن شأنها فضلا عن ذلك أن تعمل على تمكين الحكومات من تغطية العجز المالي نقدا من دون قيود، مع احتمال إساءة استغلال سلطة طباعة النقود لاعتبارات سياسية، بل وربما لا يعمل هذا النهج على النحو المرغوب، مع استفادة مجموعات بعينها فقط من المال، ونظرا لصعوبة استرداد السيادة المفقودة والمصادقية، فيتعين على البنوك المركزية أن تحرص على إبقاء هذا النهج كمالأخيراً<sup>1</sup>.

يتعين على البنوك المركزية في الدول المتقدمة الآن أن تعكف على تنفيذ سياسات نقدية تهدف إلى استعادة مصداقيتها، في حين تركز الحكومات على تنفيذ السياسات المالية والإصلاحات البنوية الفعالة، ومن الأهمية بمكان أن تعمل الاقتصاديات الناشئة على تنسيق سياساتها من أجل تعزيز الثقة والنمو، وهذا هو السبيل الوحيد للعودة إلى مسار الصحة الاقتصادية العالمية المستديمة، حيث أقر وزراء المالية ومحافظو البنوك المركزية في بلدان مجموعة العشرين بأوجه القصور التي تقيد الحوافز النقدية وتبنوا الاصطلاحات البنوية والاستثمار في البنية الأساسية والسياسة المالية كأدوات أساسية لتعزيز النمو في المستقبل<sup>2</sup>.

### المبحث الثاني: أثر الأزمة المالية العالمية على حجم وتوزيع الاستثمار الأجنبي المباشر

إن هبوط الأداء الاقتصادي العالمي، كان لابد أن يؤثر على حركة الاستثمار الأجنبي المباشر على المستوى العالمي، فقد كان للأزمة المالية العالمية لسنة 2008 تأثيرا سلبيا على الاستثمار الأجنبي المباشر، ويرجع ذلك بالأساس إلى فقدان الثقة المتزايد في أداء الاقتصاد العالمي ولجوء الدول إلى تقليص حجم استثماراتها خارجيا لدعم السيولة والاستثمارات المحلية التي كانت اقتصادياتها في أمس الحاجة إليها كما أُجبر القطاع الخاص على تقليص حجم الأموال المستثمرة في الخارج وتوجيه أمواله للاقتصادات المحلية، ووفقا

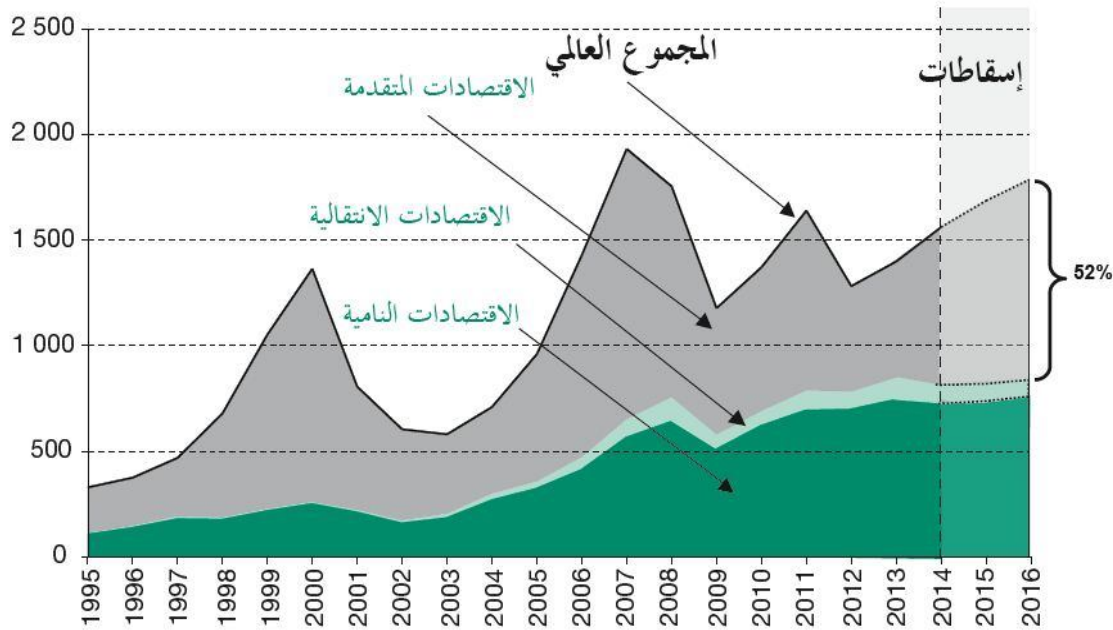
<sup>1</sup> المرجع السابق  
<sup>2</sup> المرجع السابق

لبيانات الأونكتاد فقد تراجع تدفق الاستثمار الأجنبي المباشر بنحو 14% في سنة 2008 مقارنة بسنة 2007، وهبطت التدفقات العالمية الواردة من الاستثمار الأجنبي المباشر من مبلغ مرتفع عالميا مقداره 1978,8 مليار دولار سنة 2007 إلى 1697,4 مليار دولار سنة 2008، واستمر هذا الانزلاق في سنة 2009<sup>1</sup>.

### المطلب الأول: أثر الأزمة المالية العالمية على حجم تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر

يظهر تتبع تطور حجم التدفقات الواردة للاستثمار الأجنبي المباشر اضطرابات حادة ارتفاعا وانخفاضا بعد الأزمة المالية لسنة 2008 كما يظهر في الشكل التالي:

الشكل رقم (1-3): التدفقات العالمية للاستثمار الأجنبي المباشر الواردة خلال الفترة (1995-2014) بمليارات الدولارات

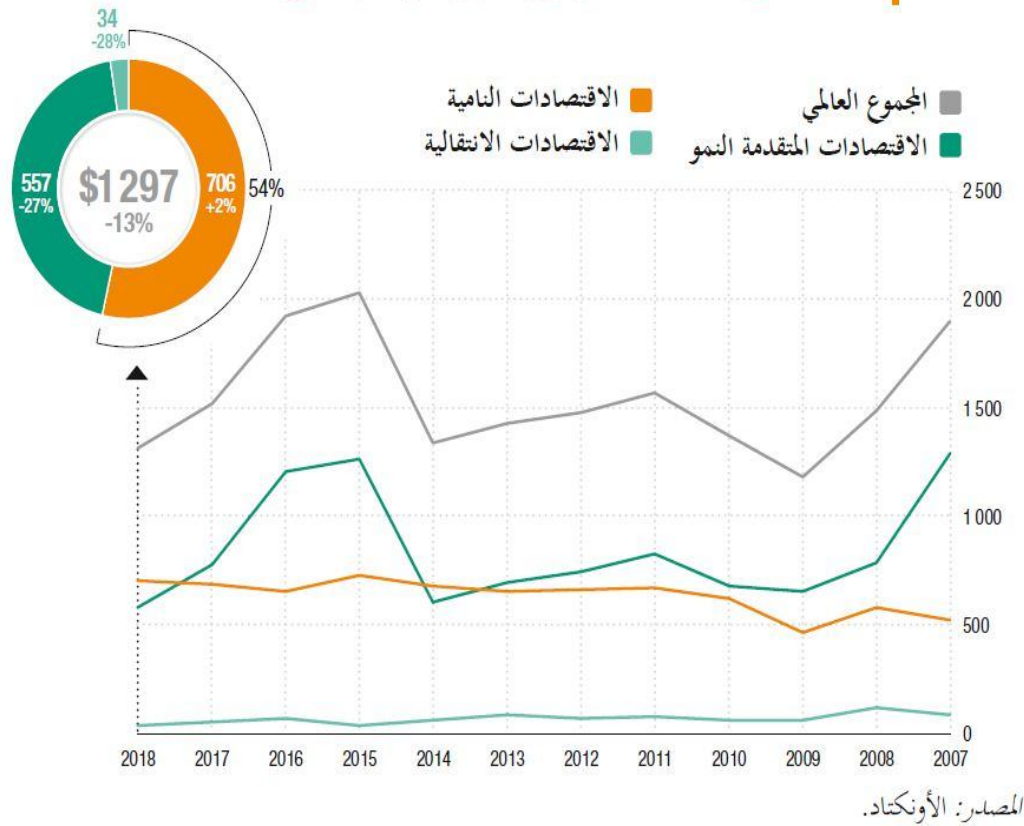


المصدر: الأونكتاد، تقرير الاستثمار العالمي لعام 2014.

المصدر: مؤتمر الأمم المتحدة للتجارة والتنمية، تقرير الاستثمار العالمي 2014 الاستثمار في أهداف التنمية المستدامة، الأمم المتحدة، نيويورك وجنيف، 2014، ص2

<sup>1</sup> مؤتمر الأمم المتحدة للتجارة والتنمية، تقرير الاستثمار العالمي 2009 الشركات عبر الوطنية و الإنتاج الزراعي والتنمية، الأمم المتحدة، نيويورك وجنيف، 2009، ص5

الشكل رقم (3-2): تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر العالمية وحسب المجموعة الاقتصادية 2007-2018 (بمليارات الدولارات وبالنسبة المئوية)



المصدر: الأونكتاد.

المصدر: مؤتمر الأمم المتحدة للتجارة والتنمية، تقرير الاستثمار العالمي 2019 المناطق الاقتصادية الخاصة، الأمم المتحدة، نيويورك وجنيف، 2019، ص 1

قبل بداية الأزمة المالية، حدثت تدفقات رأس مالية كبيرة من البلدان المتقدمة إلى الاقتصاديات الناشئة وقد توقفت هذه التدفقات بصورة مفاجئة في عام 2008، ولكن خلافا للأحداث التي وقعت في الماضي، لم يكن هذا التوقف المفاجئ ناجما لا عن حدوث زيادة في أسعار الفائدة في البلدان المتقدمة ولا عن تسجيل قدر مفرط من العجز في الحساب الجاري أو مشاكل في خدمة الديون في الاقتصاديات الناشئة، بل يبدو أنه كان ناتج عن حالة عدم اليقين من التداعيات المحتملة للأزمة المالية على هذه الاقتصاديات الأخيرة، ومحاولات المستثمرين الدوليين الرامية إلى التقليل إلى أدنى حد من المستوى الإجمالي لتعرضهم للمخاطر ولجوء الدول إلى تقليص حجم استثماراتها خارجيا لدعم السيولة والاستثمارات المحلية التي كانت اقتصادياتها في أمس الحاجة إليها كما أُجبر القطاع الخاص على تقليص حجم الأموال المستثمرة في الخارج وتوجيه أمواله للاقتصادات المحلية وعندما عادت التدفقات الرأسمالية الخاصة إلى أسواق الاقتصاديات الناشئة إلى الارتفاع في عامي 2010 و 2011، كان هذا أيضا تطورا غير عادي لأن حالات التوقف المفاجئ لتدفقات عادة ما تعقبها فترة ممتدة من ركود التدفقات عادة ما تعقبها فترة ممتدة من ركود التدفقات الواردة إلى هذه البلدان أو حتى التدفقات الخارجة منها. وفي مواجهة تراجع فرص تحقيق الربح في المراكز المالية الرئيسية، كان من الممكن توقع أن يجد المستثمرون ما يشجعهم في العودة السريعة إلى الاقتصاديات الناشئة، على اعتبار معدلات النمو الاقتصادي الجيد، بالإضافة إلى تصور أن النظم المالية لهذه الاقتصاديات تعتبر أكثر استقرارا من مثيلاتها في البلدان

المتقدمة، غير أن توقع ارتفاع مستوى المخاطر المتصلة بالديون السيادية لبعض هذه البلدان، عاد ليحد مرة أخرى من التدفقات الرأسمالية إلى الاقتصاديات الناشئة<sup>1</sup>.

#### أولاً: أثر الأزمة المالية العالمية على حجم تدفقات الاستثمار الأجنبي الوارد

عرفت بداية الألفية نمو معتبرا للتدفقات الدولية الواردة للاستثمار الأجنبي المباشر، فقد عرفت معدلات نمو سنوية هائلة وصلت إلى 50% سنة 2006 مقارنة بسنة 2005 وأكثر من 35% سنة 2007 مقارنة بسنة 2006، قبل أن تبدأ في التراجع حيث سجلت معدلات نمو سلبية في العامين الأولين للأزمة 2008 و2009، فقد تراجع تدفق الاستثمار الأجنبي بمعدلات كبيرة فاقت -14% و-30% سنويا.

عادت تدفقات الاستثمار الأجنبي الوارد للارتفاع وسجلت معدلات معتبرة في سنتي 2010 و 2011، لكن هذه الانتعاشة لم تستمر، لتعرف تراجعا سنة 2012 وسنة 2014، ويتراجع بذلك حجم التدفقات الدولية للاستثمارات الأجنبية المباشرة الوافدة إلى 1277 مليار دولار سنة 2014، بعدما كانت في ذروتها بـ1978,8 مليار دولار سنة 2007.

#### جدول رقم (2-3): حجم ومعدل النمو السنوي لتدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر الواردة خلال الفترة (2003-2015)

السنوات	تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر الواردة (مليار دولار)	معدل النمو السنوي
2003	565,2	
2004	734,9	30 %
2005	973,3	32,43 %
2006	1461,1	50 %
2007	1978,8	35,43 %
2008	1697,4	14,22-%
2009	1185	30,18-%
2010	1244	4,97 %
2011	1700	36,65 %
2012	1330	21,76-%
2013	1427	7,29 %
2014	1277	10,51-%
2015	1762	37,97 %

المصدر: من إعداد الطالبتان، بناء على تقارير الاستثمار العالمي، مؤتمر الأمم المتحدة للتجارة والتنمية (الأونكتاد)، الأمم المتحدة، نيويورك وجنيف، خلال الفترة 2003-2016

<sup>1</sup> مؤتمر الأمم المتحدة للتجارة والتنمية، تقرير التجارة والتنمية 2013، الأمم المتحدة، نيويورك وجنيف، 2013، ص27

الانخفاض الحاد في التدفقات الوافدة سنة 2012 يقلب انتعاش الاستثمار الأجنبي المباشر خلال الفترة 2010-2011 رأساً على عقب، فالتدفقات الوافدة هبطت في 23 من أصل 38 اقتصاداً متقدماً في عام 2012، ويعزى هذا الهبوط الحاد بنسبة 32% إلى تراجع بنسبة 41% مسجلاً في الاتحاد الأوروبي وتراجع بنسبة 26% مسجلاً في الولايات المتحدة، وانخفضت التدفقات الوافدة إلى أستراليا ونيوزيلندا على التوالي بنسبتي 13% و 33%. وعلى النقيض من ذلك سجلت التدفقات الوافدة إلى اليابان قيمة إيجابية بعد سنتين متتاليتين من الهروب الصافي للاستثمارات، كما شهدت المملكة المتحدة زيادة في التدفقات الوافدة<sup>1</sup>.

ويعزى الانخفاض العام إلى ضعف توقعات النمو و الريبة التي تطبع السياسات العامة، لا سيما في أوروبا، فضلاً عن فتور الاستثمار في الصناعات الإستخراجية. و علاوة على ذلك، فإن المعاملات الداخلية في الشركات مثل القروض الداخلية للشركات - التي تميل بطبيعتها إلى التقلب- أثرت في انخفاض التدفقات في عام 2012. كما أجبر القطاع الخاص على استثمار أمواله في الاقتصاديات المحلية لتجاوز حالات الركود، حيث احتفظت الاقتصادات المضيفة بما يقرب 500 بليون دولار من مجموع إيرادات الاستثمار الأجنبي المباشر العالمي فيما أعيد 01 تريليون دولار إلى الأوطان الأصلية أو إلى بلدان أخرى<sup>2</sup>، وأكبر حصة من إيرادات الاستثمار الأجنبي المباشر المستبقاة هي ما احتفظت به البلدان النامية والتي قاربت 40%، إضافة إلى هذا اعتمد ما لا يقل عن 53 بلداً في جميع أنحاء العالم 86 تدبيراً سياسياً أثر في الاستثمار<sup>3</sup>، بسبب المشاكل التي كانت تتخبط فيها جراء تضخم ميزانيات البنوك المركزية وشح السيولة، حيث استهدفت معظم هذه التدابير تشديد إجراءات التدقيق والرصد على تحرير الاستثمار وفحصت بعناية عمليات الدمج والتملك عبر الحدود وطبقت سياسات الاستثمار التقييدية على مختلف الصناعات الاستراتيجية.

سجل عام 2015 معدلات انتعاش عالية في الاستثمار الأجنبي المباشر، وارتفعت التدفقات الواردة العالمية بنسبة 37% ووصلت إلى 1700 مليار دولار وهو أعلى مستوى لها منذ الأزمة الاقتصادية والمالية العالمية التي شهدتها الفترة 2008-2009، وكان تصاعد عمليات الدمج والتملك العابرة للحدود التي بلغت قيمتها 721 بليون دولار مقابل 432 بليون دولار في عام 2014 هو العامل الرئيسي وراء ذلك الانتعاش العالمي، وظلت قيمة الاستثمارات التأسيسية المعلنة عالية حيث بلغت 766 بليون دولار<sup>4</sup>.

### ثانياً: أثر الأزمة المالية العالمية على حجم تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر الصادرة

يظهر الجدول التالي تطور حجم تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر الصادرة عالمياً ومعدل نموه السنوي:

<sup>1</sup> مؤتمر الأمم المتحدة للتجارة والتنمية، تقرير التجارة والتنمية 2013، مرجع سبق ذكره، ص28  
<sup>2</sup> مؤتمر الأمم المتحدة للتجارة والتنمية، تقرير الاستثمار العالمي 2013 سلاسل القيمة العالمية: الاستثمار و التجارة من أجل التنمية، الأمم المتحدة، نيويورك وجنيف، 2013، ص9  
<sup>3</sup> المرجع السابق، ص14  
<sup>4</sup> مؤتمر الأمم المتحدة للتجارة والتنمية، تقرير الاستثمار العالمي 2016 جنسية المستثمر: التحديات المتعلقة بالسياسات، الأمم المتحدة، نيويورك وجنيف، 2016، ص1

جدول رقم (3-3): حجم ومعدل النمو السنوي لتدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر الصادرة خلال الفترة (2003-2015)

السنوات	تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر الصادرة (مليار دولار)	معدل النمو السنوي
2003	563,4	
2004	929,6	64,99%
2005	879	5,44% -
2006	1396,9	58,91%
2007	2146,5	53,66%
2008	1857,7	13,45% -
2009	1171	36,96% -
2010	1323	12,98%
2011	1712	29,40%
2012	1347	21,32% -
2013	1311	2,67% -
2014	1318	0,53%
2015	1474	11,83%

المصدر: من إعداد الطالبان، بناء على تقارير الإستثمار العالمي، مؤتمر الأمم المتحدة للتجارة والتنمية (الأونكتاد)، الأمم المتحدة، نيويورك وجنيف، خلال الفترة 2003-2016

خلفت الأزمة المالية العالمية آثارا متباينة في عمليات الاستثمار الأجنبي المباشر الصادر، حيث سجلت حالات انخفاض لا يستهان بها في العناصر الثلاث لتدفقات الاستثمار الأجنبي وهي: الاستثمارات السهمية، ورؤوس الأموال الأخرى (بصفة رئيسية القروض داخل الشركات) والحصائل المعاد استثمارها، فقد هبطت الاستثمارات السهمية مع عمليات اندماج الشركات و حيازتها عبر الحدود، وعمل تدني أرباح الشركات الأجنبية المنتسبة على تدني الحصائل المعاد استثمارها ما أسهم في الهبوط بنسبة 36% الذي شهدته الاستثمارات الأجنبية المباشرة الصادرة خلال عام 2009.

لتعاود الانتعاش في السنوات التي تلت الأزمة، ولئن كانت تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر متقلبة، فإن مستوى الإنفاق الرأسمالي ظل مستقرا نسبيا، باستثناء سنة 2012 التي عرفت تراجعا بنسبة -21,32% حيث تراجعت التدفقات الصادرة عن البلدان المتقدمة بنسبة 23%، وسجل على الخصوص انخفاض في الاتحاد الأوروبي بنسبة 40% وفي الولايات المتحدة بنسبة 17%، و السبب الأساسي وراء ذلك هو تصفية الاستثمارات واستمرار الشركات المتعددة الجنسيات المملوكة للبلدان المتقدمة في إتباع نهج "التريث والترقب" ومع ذلك، فإن تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر الصادرة عن اليابان قد سجلت نموا بنسبة 14%<sup>1</sup>.

كما عادت تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر الصادرة إلى الارتفاع سنة 2015 بسبب ارتفاع قيمة عمليات الدمج والتملك العابرة للحدود بصورة استثنائية وسط الاقتصادات المتقدمة.

<sup>1</sup> مؤتمر الأمم المتحدة للتجارة والتنمية، تقرير الإستثمار العالمي 2013، مرجع سبق ذكره، ص12

المطلب الثاني: أثر الأزمة المالية العالمية على التوزيع الجغرافي للاستثمار الأجنبي المباشر

الانخفاض المسجل عالميا في عام 2008، كان متباينا فيما بين الفئات الاقتصادية الرئيسية الثلاثة (البلدان المتقدمة و البلدان النامية والاقتصاديات الانتقالية في جنوب شرق أوروبا ورابطة الدول المستقلة) ما ينم عن إحداث الأزمة المالية العالمية أثرا أوليا متباينا، ففي البلدان المتقدمة منشأ الأزمة انخفضت الاستثمارات الأجنبية الوافدة في عام 2008، بينما واصلت هذه الاستثمارات زيادتها في البلدان النامية الاقتصادية الانتقالية وانخفضت الاستثمارات الأجنبية المباشرة الوافدة إلى البلدان المتقدمة في عام 2008 بنسبة 29%، ويعزى معظم هذا الانخفاض إلى تراجع قيمة عمليات الاندماج و الحيازة عبر الحدود للشركات متعددة الجنسيات بنسبة 39% بعد فترة خمسة سنوات من الارتفاع انتهت سنة 2007، ففي أوروبا هبطت صفقات اندماج الشركات وحيازتها عبر الحدود بنسبة 56% و في اليابان بنسبة 43%، و الصفقات الكبرى في جميع أنحاء العالم (أي تلك التي تتجاوز قيمة معاملتها المليار دولار) كانت هي الأشد تضررا بالأزمة<sup>1</sup>.

أولاً: تأثير الأزمة المالية العالمية على التوزيع الجغرافي للتدفقات الواردة للاستثمار الأجنبي المباشر

ويظهر الجدول التالي المقارنة بين التوزيع الجغرافي لحركة الاستثمارات الأجنبية الواردة على الفئات الرئيسية في العام قبل وبعد الأزمة المالية العالمية.

الجدول رقم (3-4): توزيع الاستثمار الأجنبي المباشر الوارد على الفئات الرئيسية في العالم خلال الفترة (2003-2015)

السنوات	الدول المتقدمة			الدول النامية			الدول الإنتقالية		
	حجم التدفقات الواردة (مليار دولار)	النسبة من التدفقات العالمية	معدل النمو السنوي	حجم التدفقات الواردة (مليار دولار)	النسبة من التدفقات العالمية	معدل النمو السنوي	حجم التدفقات الواردة (مليار دولار)	النسبة من التدفقات العالمية	معدل النمو السنوي
2003	361,2	64%		178,8	31,7%		19,9	3,5%	
2004	418,9	56,4%	15,97%	283	38,1%	58,27%	30,3	4,1%	52,26%
2005	590,3	62,4%	40,91%	314,3	33,2%	11,06%	30,9	3,2%	1,98%
2006	962,8	66,6%	63,10%	379,1	29%	20,61%	54,5	3,7%	76,37%
2007	1358,6	68,7%	41,10%	569,3	26,8%	50,17%	90,9	4,6%	66,78%
2008	962,3	56,7%	29,16%	658	36,6%	15,58%	114,4	6,7%	25,85%
2009	603	50,9%	37,33%	511	43,1%	22,34%	72,4	6%	36,71%
2010	602	48,4%	0,16%	574	46,1%	12,32%	73,8	5,6%	1,93%
2011	880	51,8%	46,17%	725	42,6%	26,30%	95	6%	28,72%
2012	517	38,8%	41,25%	729	54,8%	0,55%	84	3,6%	11,57%
2013	680	47,7%	31,52%	662	46,4%	9,19%	85	5,9%	1,19%
2014	522	40,9%	23,23%	698	54,7%	5,43%	56	4,4%	34,11%
2015	962	54,6%	84,29%	765	43,4%	9,59%	35	2%	37,5%

المصدر: من إعداد الطالبان، بناء على تقارير الإستثمار العالمي، مؤتمر الأمم المتحدة للتجارة والتنمية(الأونكتاد)، الأمم المتحدة، نيويورك وجنيف، خلال الفترة 2003-2016

<sup>1</sup> مؤتمر الأمم المتحدة للتجارة و التنمية، تقرير الإستثمار العالمي 2009، مرجع سبق ذكره، ص5

يظهر من خلال الجدول أعلاه كيف انقلبت الموازين بخصوص استقطاب الاستثمارات الأجنبية المباشرة، فبعدما كانت الدول المتقدمة تستقطب النسبة الأكبر من الاستثمارات الأجنبية المباشرة التي لا تقل عن 60% قبل الأزمة المالية، بدأت هذه النسبة في التراجع بداية من سنة 2008، بالتزامن مع ذلك ارتفعت حصة الدول النامية لتقترب من نظيراتها الدول المتقدمة، قبل أن تتجاوزها سنة 2012، حيث استقطبت الدول النامية نسبة 54% من تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر العالمي، ويعزى ذلك إلى أن الانخفاض الكبير في تدفقات الاستثمار الأجنبي الوافدة العالمية الناتج عن الأزمة المالية سجل في البلدان المتقدمة.

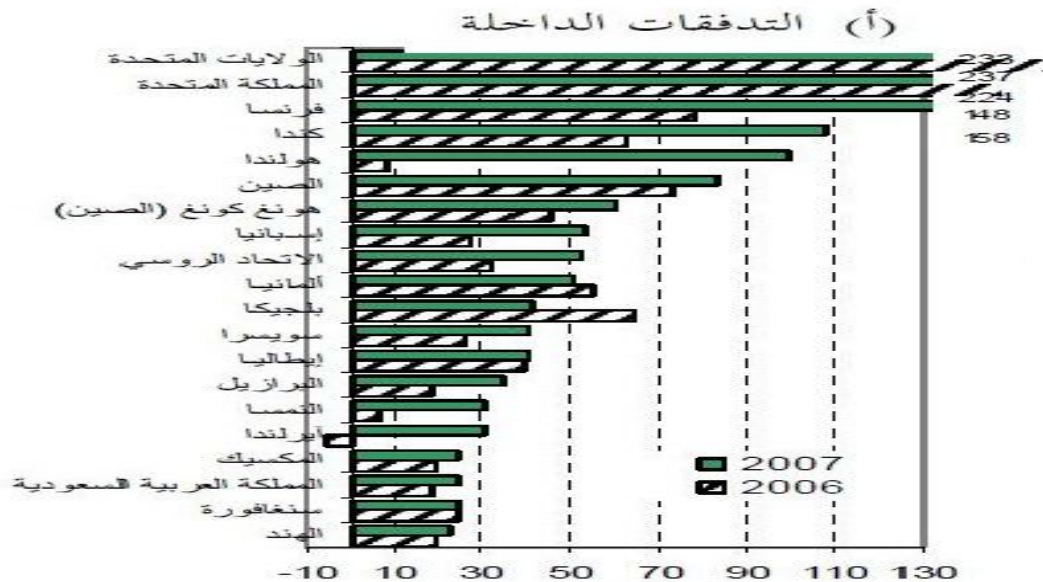
تشير معدلات النمو السنوية في تدفقات الاستثمارات الأجنبية الوافدة إلى الدول المتقدمة إلى تسجيل معدلات نمو سالبة خاصة في فترة اشتداد الأزمة، حيث وصلت نسبة التراجع إلى -29% سنة 2008 و-37% سنة 2009، ويرجع هذا الانخفاض الشديد خلال عام 2009 إلى الأزمة المالية التي أدت إلى انخفاض السيولة وتراجع قيمة الأصول مما دفع بالشركات إلى إلغاء خطط الاستثمار في الدول الأجنبية. قبل أن تنتعش وتسجل معدل نمو ايجابي سنة 2011 لتعاود التراجع في سنتي 2012 و2014 وتسجل معدلات نمو سالبة، في حين عرفت سنة 2015 نموا معتبرا وصل إلى 84%.

في المقابل لم يظهر أثر كبير للأزمة المالية العالمية على تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر الوافدة إلى الدول النامية باستثناء سنة 2009 حيث سجلت معدل نمو سالب بلغ -22%. واستفادت الدول الانتقالية من تراجع الاستثمار الأجنبي المتدفق في أنحاء أخرى من العالم جراء الأزمة المالية العالمية، وحقت مستويات قياسية من تدفق الاستثمار إليها، حيث انتقل حجم هذه التدفقات من 90,9 مليار دولار سنة 2007 إلى 114,4 مليار دولار سنة 2008، قبل أن تتراجع في السنوات الموالية للأزمة، ويعزى ذلك إلى مزيج من انخفاض أسعار السلع الأساسية وضعف الأسواق المحلية وتأثير التدابير التقييدية وتوترات الساحة السياسية.

تعد أوروبا تاريخيا أكبر منطقة متلقية للاستثمار الأجنبي المباشر و عرف تدفق الاستثمار الأجنبي المباشر إلى هذه المنطقة تطورا مستمرا لفترة ما قبل الأزمة المالية العالمية، لتحقق رقما قياسيا سنة 2007 حيث بلغ 879,69 مليار دولار قبل أن تتراجع تحت تأثير الأزمة المالية العالمية مفسحة المجال لدخول دول نامية ترتيب أكبر الاقتصادات المتلقية للاستثمار الأجنبي المباشر، كما يظهر في الشكل التالي:

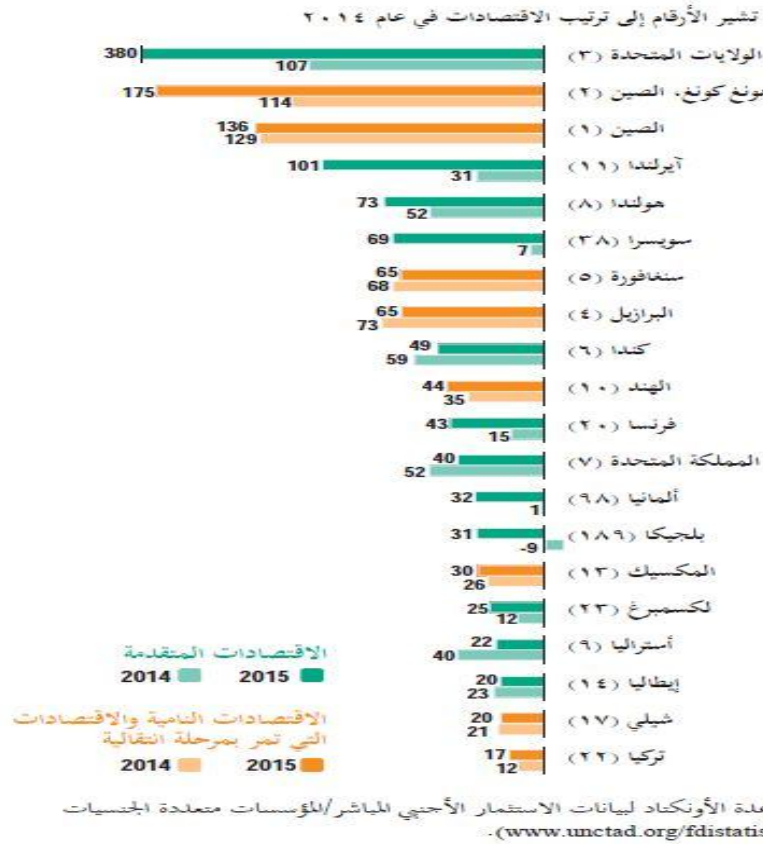
الشكل رقم (3-3): أكبر عشرين دولة مستقطبة للاستثمار الأجنبي المباشر بمليارات الدولارات (مقارنة فترة ما قبل الأزمة وفترة ما بعد الأزمة)

2007-2006





2015-2014



**المصدر:** مؤتمر الأمم المتحدة للتجارة و التنمية، تقرير الإستثمار العالمي 2008 الشركات عبر الوطنية وتحديات البنية التحتية، الأمم المتحدة، نيويورك وجنيف، 2008، ص3 و مؤتمر الأمم المتحدة للتجارة والتنمية، تقرير الإستثمار العالمي 2016، مرجع سبق ذكره، ص4

يتبين من خلال الشكل السابق أن الولايات المتحدة الأمريكية حافظت على صدارتها كأحد أكبر الدول إستقطابا للاستثمار الأجنبي المباشر، بالرغم من أنها منشأ الأزمة المالية و أكبر الدول تضررا منها. في حين كان تراجع ملحوظا في مكانة المملكة المتحدة فبعدها كانت تحتل المرتبة الثانية كأكبر دولة استقطاب للاستثمار الأجنبي المباشر بـ 237 مليار دولار سنة 2007، تراجعت إلى المرتبة الثانية عشر عالميا وانخفض الاستثمار الأجنبي المباشر الوافد للمملكة المتحدة حيث لم يتعد 40 مليار دولار سنة 2015.

كما عرفت هذه الفترة كذلك تراجع ملحوظ في نصيب الدول الأوروبية من الاستثمار الأجنبي المباشر الوارد كفرنسا وهولندا وإيطاليا، فبعد أن كانت فرنسا تحتل المرتبة الثالثة عالميا سنة 2007 تراجعت إلى المرتبة الحادية عشر بمبلغ 15 مليار دولار سنة 2014. في المقابل تحسنت حصص الدول النامية المنتمة لأمريكا اللاتينية كالبرازيل و الشيلي.

### ثانيا: تأثير الأزمة المالية العالمية على التوزيع الجغرافي للتدفقات الصادرة للاستثمار الأجنبي المباشر

تستأثر الدول المتقدمة تاريخيا بالنسب الأهم من تصدير الاستثمار الأجنبي المباشر، ومع ظهور بعض الشركات متعددة الجنسيات في الدول النامية تقوم هي الأخرى بتصدير الاستثمار الأجنبي، ويبين الجدول الموالي الأثر الكبير للأزمة المالية العالمية على حجم الاستثمار الأجنبي المباشر الصادر.

الجدول رقم (3-5): توزيع الاستثمار الأجنبي المباشر الصادر على الفئات الرئيسية في العالم خلال الفترة (2003-2015)

الدول الانتقالية			الدول النامية			الدول المتقدمة			السنوات
معدل النمو السنوي	النسبة من التدفقات العالمية	حجم التدفقات الصادرة (مليار دولار)	معدل النمو السنوي	النسبة من التدفقات العالمية	حجم التدفقات الصادرة (مليار دولار)	معدل النمو السنوي	النسبة من التدفقات العالمية	حجم التدفقات الصادرة (مليار دولار)	
	1,9%	10,7		8,1%	45,4		90%	504	2003
31,77%	1,5%	14,1	158,37%	13,4%	117,3	48,01%	85%	746	2004
1,41%	1,6%	14,3	1,19%	13,8%	115,9	5,26%	84,4%	706,7	2005
65,73%	1,7%	23,7	85,76%	15,4%	215,3	63,84%	82,9%	1157,9	2006
117,29%	2,4%	51,5	27,96%	13,3%	275,5	56,27%	84,3%	1809,5	2007
13,59%	3,1%	58,5	6,24%	15,8%	292,7	11,27%	81,1%	1605,5	2008
16,58%	4,2%	48,8	7,41%	23,1%	271	46,99%	72,7%	851	2009
26,22%	4,2%	61,6	21,03%	24,8%	328	9,87%	70,7%	935	2010
18,66%	4,3%	73,1	28,96%	24,7%	423	30,05%	71%	1216	2011
22,02%	4%	57	4,01%	32,7%	440	29,85%	63,3%	853	2012
33,33%	5,8%	76	7,04%	31,2%	409	3,16%	63%	826	2013
5,26%	5,5%	72	9,04%	33,8%	446	3,02%	60,7%	801	2014
56,94%	2,1%	31	15,24%	25,6%	378	31,83%	72,3%	1056	2015

المصدر: من إعداد الطالبان، بناء على تقارير الإستثمار العالمي، مؤتمر الأمم المتحدة للتجارة والتنمية (الأونكتاد)، الأمم المتحدة، نيويورك وجنيف، خلال الفترة 2003-2016

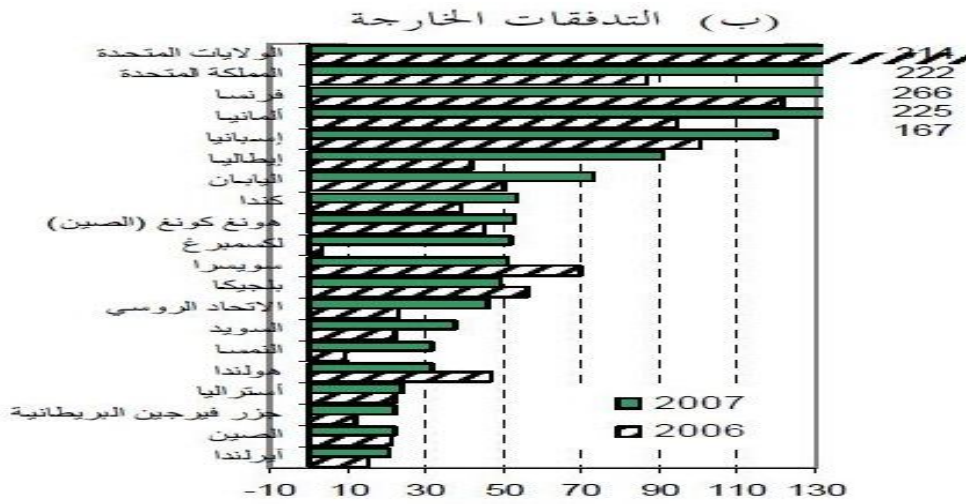
تراجع الاستثمار الأجنبي المباشر الصادر في العالم بصفة عامة، لكن الدول المتقدمة كانت أكثر تأثر بالأزمة المالية العالمية فقد بلغت نسبة التراجع -11,27% بين سنتي 2007 و2008 و -46,99% بين سنتي 2008 و2009، بينما لم يظهر أثر بنفس الحدة على الاستثمار الأجنبي المباشر الصادر عن الدول النامية فباستثناء سنوات 2009 و2012 و2015 التي عرفت معدلات نمو سنوية سلبية، فإن الاستثمار الأجنبي المباشر الصادر عن الدول النامية حافظ على نفس المستوى تقريبا.

حيث بلغت قيمة الاستثمار الأجنبي المباشر الصادر في البلدان النامية 446 مليار دولار سنة 2014 وهو رقم قياسي، فهي تستأثر مع الاقتصاديات الانتقالية بنسبة 39% من مجموع تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر الخارجة، مقارنة بنسبتها التي لم تتعدى 11% في مستهل الألفية، بسبب تراجع فرص الوصول إلى أسواق رأس المال الدولية.

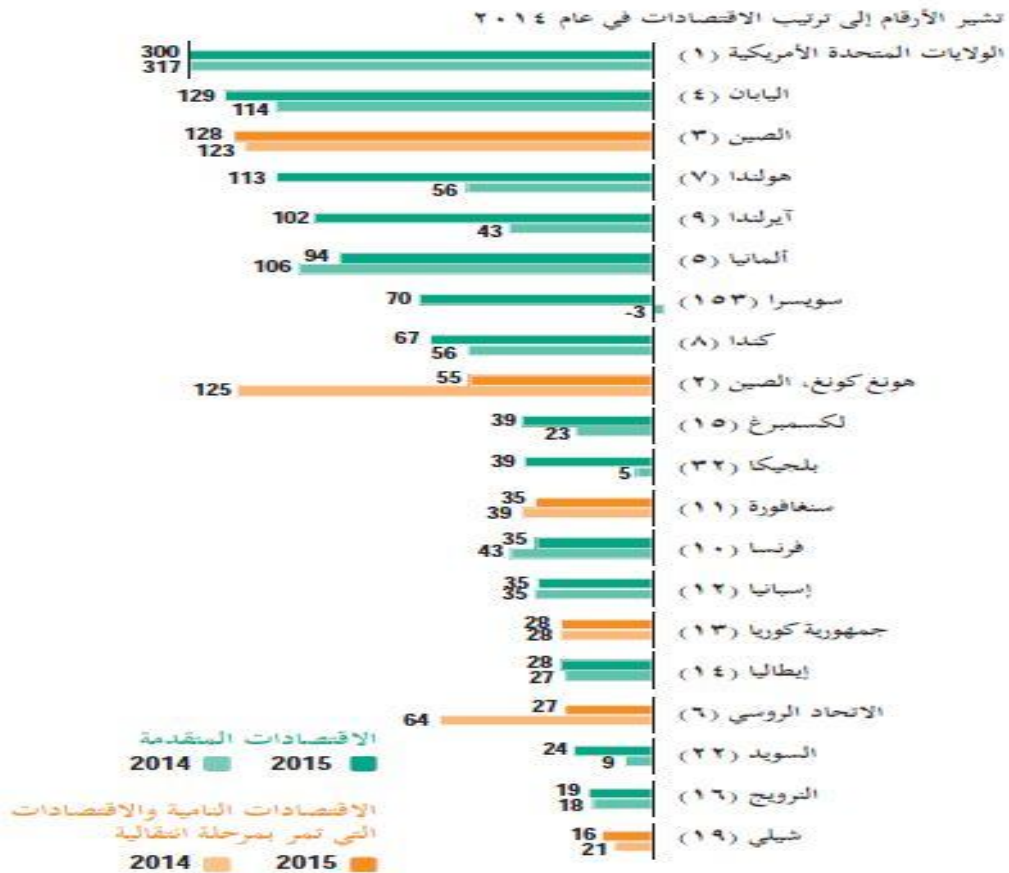
حدثت خلال سنوات الأزمة تغييرات كبيرة في أنماط الاستثمار الأجنبي، ما أحدث تغييرات في الترتيب الإجمالي لأكبر البلدان المصدرة للاستثمارات الأجنبية المباشرة:

الشكل رقم (3-4): أكبر عشرين دولة مصدرة للاستثمار الأجنبي المباشر بمليارات الدولارات (مقارنة فترة ما قبل الأزمة وفترة ما بعد الأزمة)

2007-2006



2015-2014



المصدر: © قاعدة بيانات الأونكتاد للاستثمار الأجنبي المباشر/المؤسسات متعددة الجنسيات (www.unctad.org/fdistatistics).

المصدر: مؤتمر الأمم المتحدة للتجارة والتنمية، تقرير الإستثمار العالمي 2008، مرجع سبق ذكره، ص3 ومؤتمر الأمم المتحدة للتجارة والتنمية، تقرير الإستثمار العالمي 2016، مرجع سبق ذكره، ص6

فبينما حافظت الولايات المتحدة الأمريكية على مركزها بوصفها أكبر البلدان المصدرة للاستثمار الأجنبي المباشر نجد بلدانا أخرى وخاصة الأوروبية قد فقدت مركزها، وخاصة المملكة المتحدة بوصفها أكبر البلدان المصدرة للاستثمار الأجنبي المباشر من الدول الأوروبية لتحتفي من قائمة العشرين دولة المصدرة للاستثمار الأجنبي، لتتقدمها هولندا التي استثمرت ما قيمته 3,7 تريليون دولار في اقتصادات أخرى في نهاية عام 2009<sup>1</sup>، لتصبح أكبر مصدر للاستثمار الأجنبي المباشر.

### المبحث الثالث: أثر الأزمة المالية العالمية لسنة 2008 على التنظيم المالي العالمي

كان ضعف التنظيم المالي في الاقتصاديات المتقدمة أحد العناصر المساهمة بقدر كبير في وقوع أسوأ أزمة اقتصادية عالمية منذ الكساد الكبير، فكان تصميم التنظيم المالي مشوبا بالضعف وغير عملي، وافقر للاتساق عبر المؤسسات وقطاعات السوق، ناهيك عن عدم اتساقه عبر مستوى البلدان. فقد كان هناك تراخي كبير في التنظيم المالي، حيث تلبى السلطات الحكومية متطلبات القطاع الخاص بصورة مفرطة للحد من التكاليف الباهظة التي تترتب عن الالتزام بالقواعد، وهو ما ساهم في وقوع الأزمة المالية العالمية لسنة 2008. لهذا بدء التركيز على إصلاح التنظيم المالي منذ عام 2009 من قبل قادة مجموعة العشرين، وكان من أهم الإصلاحات ما جاءت به اتفاقية بازل 3 الصادرة في 2010، إضافة للسياسات الاحترازية الكلية، هذا على المستوى الدولي، وإصلاحات قانون دود فرانك على المستوى المحلي في الولايات المتحدة الأمريكية.

#### المطلب الأول: اتفاقية بازل 3

نظرا للاضطرابات المالية التي خلفتها الأزمة المالية العالمية لسنة 2008 في الأسواق المالية العالمية وإفلاس العديد من البنوك، قامت لجنة بازل بإجراء تعديلات واسعة وجوهرية على الدعامات الثلاث لاتفاقية بازل 2، تمثلت بإصدار قواعد ومعايير جديدة، شكلت معا ما سمي باتفاقية بازل 3، حيث تلزم هذه الأخيرة البنوك بتحسين أنفسها جيدا ضد الأزمات المالية في المستقبل وبالتغلب بمفردها على الاضطرابات المالية التي من الممكن أن تتعرض لها دون مساعدة أو تدخل البنك المركزي أو الحكومة قدر ما أمكن، وذلك من خلال التشديد عليها بزيادة متطلبات رأس المال وتعزيز جودته حتى يتسنى للبنوك تحمل الخسائر خلال فترات التقلبات الدورية.

#### أولا: الجوانب الأساسية لاتفاقية بازل 3

لقد جاءت اتفاقية بازل 3 لسد الثغرات المالية في حال حدوث أزمة مالية أو شح في النقد، حيث تضمنت اتفاقية بازل 3 خمس محاور نذكر منها:

- 1- تحسين كمية ونوعية رأس المال  
يمكن توضيح ذلك من خلال الجدول التالي:

<sup>1</sup> تاديوس غالوينز، أين تذهب الاستثمارات، مجلة التمويل والتنمية، المجلد 48، العدد 3، صندوق النقد الدولي، سبتمبر 2011، ص 57

الجدول رقم (3-6): متطلبات رأس المال ورأس مال التحوط حسب اتفاقية بازل 3

البيان	حقوق الملكية	الشريحة الأولى من رأس المال	إجمالي رأس المال
الحد الأدنى	4.5%	6%	8%
احتياطي الحفاظ على رأس المال	2.5%		
الحد الأدنى + رأس مال التحوط	7%	8.5%	10.5%
رأس المال المعاكس للدورة الاقتصادية	2.5%		
اتفاقية بازل 2	2%	4%	8%

المصدر: وسام شيلي، عبد المجيد قدي، تجربة القطاع المصرفي اللبناني في تطبيق اتفاقية بازل 3، مجلة الإستراتيجية والتنمية، المجلد 08، العدد 15 مكرر، جامعة عبد الحميد بن باديس، مستغانم، الجزائر، ديسمبر 2018، ص 212

من خلال الجدول رقم (3-6) يمكن ملاحظة مايلي:

- إلزام البنوك برفع الحد الأدنى لحقوق الملكية (الأسهم العادية) وهو الشكل الأعلى من رأس المال القادر على استيعاب الخسائر حال حدوثها مقارنة مع المكونات الأخرى من 2% من الأصول المرجحة بمخاطرها وفق اتفاقية بازل 2 إلى 4.5% من الأصول المرجحة بمخاطرها وفق اتفاقية بازل 3.
- إلزام البنوك برفع الحد الأدنى لرأس المال الأساسي أو الشريحة الأولى (Tier<sub>1</sub>) من 4% من الأصول المرجحة بمخاطرها وفق اتفاقية بازل 2 إلى 6% من الأصول المرجحة بمخاطرها وفق اتفاقية بازل 3.
- بقاء نسبة كفاية رأس المال التنظيمي عند 8% من الأصول المرجحة بمخاطرها كما جاء في اتفاقية بازل 2.
- تكوين احتياطي جديد هو "احتياطي الحفاظ على رأس المال" يعادل 2.5% من الأصول المرجحة بمخاطرها، ويقطع من رأس المال الأساسي للأسهم العادية بعد الخصومات، وهو مصمم لتشجيع البنوك على الاحتفاظ بنسب رأس المال أعلى من المتطلبات التنظيمية، ويتم استخدامه خلال فترات الضغوط في استيعاب وامتصاص الخسائر المتزايدة وتجنب الوصول إلى الحدود الدنيا لرأس المال التنظيمي، من خلال الحد من قدرة البنوك على توزيع الأرباح وبالتالي قدرتها على تخفيض احتياطي الحفاظ. وفي حالة انخفاض احتياطي الحفاظ على رأس المال عن الحد الأدنى المقرر له في أي وقت، يجب على البنوك أن تعيد بناءه فوراً وإلا ستخضع لقيود على توزيعات الأرباح أو ضخ رأس مال جديد<sup>1</sup>.
- ارتفاع الحد الأدنى لرأس المال التنظيمي (إجمالي رأس المال) من 8% وفق اتفاقية بازل 2 إلى 10.5% وفق اتفاقية بازل 3 وذلك بعد إضافة رأس مال الحماية (احتياطي الحفاظ على رأس المال) المقدر نسبته ب 2.5% من إجمالي الأصول المرجحة بمخاطرها، والتركيز على جودة رأس المال بتوفير قدر أكبر من رأس المال المكون من حقوق الساهمين في إجمالي رأس مال البنك. وبالتالي يصبح معدل كفاية رأس المال حسب اتفاقية بازل 3 يحسب كما يلي :

<sup>1</sup> عبد الحميد بوشرمة، مقررات اتفاقية بازل 3 ومدى تطبيقها في الأنظمة المصرفية للدول العربية- دراسة حالة الجزائر والأردن، مجلة الإدارة والتنمية للبحوث والدراسات، العدد 13، جامعة لونيبيسي علي- البليدة02، الجزائر، جوان 2018، ص 110

$$\text{نسبة كفاية رأس المال} = \frac{\text{الشريحة الأولى (رأس المال الأساسي + رأس المال المساند) + الشريحة الثانية}}{\text{مخاطر الائتمان + مخاطر السوق + مخاطر التشغيل}} \leq 10.5\%$$

- إضافة احتياطي جديد سمي بالاحتياطي المعاكس للدورة الاقتصادية، حيث يتم بناءه في أوقات الرواج الاقتصادي استعدادا لاستخدامه في أوقات الضغوط، ويقتطع من رأس المال الأساسي للأسهم العادية، تتراوح نسبته من 0% إلى 2.5% من الأصول المرجحة بمخاطرها. وهذا الاحتياطي لم يكن موجود في مقررات اتفاقية بازل 2، والهدف منه المساعدة في ضمان بقاء الائتمان متاح أثناء فترات الضغط، وأيضا التخفيف من النمو المفرط للائتمان عندما يكون بوتيرة سريعة، بالإضافة إلى حماية القطاع المصرفي من الخسائر الناجمة عن فترات النمو المفرط للائتمان متبوعة بفترات ضغط. وفي حالة انخفاض هذا الاحتياطي عن الحد الأدنى المقرر من طرف السلطات الرقابية فيجب على البنوك إعادة بناءه، وإلا فستخضع لقيود على توزيعات الأرباح<sup>1</sup>.

إضافة إلى ذلك تم:<sup>2</sup>

- تخفيض الحد الأدنى لرأس المال المساند ( $Tier_2$ ) إلى 2% من الأصول المرجحة بمخاطرها وفق اتفاقية بازل 3، بعدما كان 4% وفق اتفاقية بازل 2؛

- إلغاء الشريحة الثالثة ( $Tier_3$ ) من رأس المال؛

- فرض احتياطي آخر جديد على البنوك المهمة نظاميا، تتراوح نسبته بين 1% و 3.5% من الأصول المرجحة بمخاطرها، اعتمادا على الأهمية النظامية للبنك، ويقتطع من رأس المال الأساسي للأسهم العادية. وهذا الاحتياطي لم يكن موجود في مقررات اتفاقية بازل 2 وإنما فرضته الأزمة المالية العالمية لسنة 2008 وما كان من ورائها من جراء فشل البنوك المهمة نظاميا من ضغوط على النظام المالي.

## 2- تعزيز معايير إدارة السيولة

جاءت اتفاقية بازل 3 بمعايير جديدة خاصة بإدارة مخاطر السيولة، وتتمثل في النسبتين التاليتين:

### 1-2- معيار نسبة تغطية السيولة (LCR)

هذا المعيار يهدف إلى ضمان أن لدى البنوك مخزون كاف من الأصول السائلة عالية الجودة على أن تتكون من النقد أو الأصول التي يمكن تحويلها إلى نقد إما بخسارة قليلة أو بدون خسارة في الأسواق الخاصة، لتغطية احتياجات السيولة خلال فترة 30 يوم في ظل سيناريو ضغط محدد للسيولة، بما يمكن البنك من الاستمرار في مزاولته نشاطه حتى اليوم الثلاثين وفقا للسيناريو المحدد، وذلك بغية تعزيز صمود البنوك في مواجهة مخاطر احتمال انخفاض السيولة في المدى القصير، وتمكين البنوك من التنبه إلى فجوات السيولة الناتجة عن عدم انسجام استحقاق التدفقات الداخلية مع التدفقات الخارجية لديها، إلى جانب تمكين السلطات الرقابية من اتخاذ أي إجراءات تصحيحية. ويتم احتساب هذه النسبة كما يلي:

$$\text{نسبة تغطية السيولة} = \frac{\text{الأصول السائلة عالية الجودة (HQLA)}}{\text{صافي التدفقات النقدية الخارجية خلال 30 يوم}} \leq 100\%$$

<sup>1</sup> المرجع السابق، نفس الصفحة

<sup>2</sup> المرجع السابق، ص 110، 111

ويجب أن لا تقل هذه النسبة عن 100% في جميع الأحوال<sup>1</sup>.

## 2-2- معيار نسبة صافي التمويل المستقر (NSFR)

ويهدف هذا المعيار لتعزيز قدرة البنوك على تمويل أصولها أو توظيفاتها من مصادر تمويل مستقرة تمتد لسنة كاملة. ولهذا وضعت لجنة بازل معيار نسبة صافي التمويل المستقر (NSFR) لمواجهة عدم توافق هيكل التمويل طويل الأجل وعدم انسجام هيكل تواريخ استحقاق الموجودات والمطلوبات، من خلال حث البنوك على استخدام مصادر أموال مستقرة طويلة الأجل لفترة تمتد لمدة سنة على الأقل، وذلك لتغطية التوظيفات في الأصول وأي مطالبات تمويلية تنتج عن الالتزامات خارج الميزانية، مما يمنع البنوك من الإفراط في الاعتماد على مصادر تمويل السيولة قصيرة الأجل لتمويل الأصول طويلة الأجل، ويساعدها على هيكلة مصادر الأموال لديها. ويتم احتساب هذه النسبة كما يلي:

$$\text{نسبة صافي التمويل المستقر (NSFR)} = \frac{\text{نسبة التمويل المستقر المتاح (ASF)}}{\text{نسبة التمويل المستقر المطلوب (RSF)}} \leq 100\%$$

وتمثل هذه النسبة العلاقة بين التمويل المستقر المتاح والتمويل المستقر المطلوب، بحيث لا يجب أن تقل هذه النسبة عن 100% بصفة دائمة<sup>2</sup>.

## 3- نسبة الرافعة المالية:

كان التوسع في منح الائتمان قبل الأزمة المالية العالمية لسنة 2008 الأثر الكبير في إفلاس البنوك بسبب عدم كفاية الأموال الخاصة لامتنصاص الخسائر، حيث عمدت البنوك إلى تتبع أسلوب التقييم الداخلي للمخاطر إلى منح أوزان ترجيحية صغيرة لتوظيفاتها من أجل زيادة أثر الرفع المالي، ولهذا عملت اتفاقية بازل 3 على إدخال ما سمي بالرافعة المالية لكبح التوسع في القروض البنكية، حيث تم فرض نسبة اختيارية قدرها 3% من الشريحة الأولى لرأس المال، على أن يتم حسابها من أصول الميزانية وخارج الميزانية دون أوزان ترجيحية بما يتناسب مع الأموال الخاصة<sup>3</sup>. ويتم احتساب هذه النسبة كما يلي:

$$\text{الرافعة المالية} = \frac{\text{(مقياس رأس المال) رأسمال الشريحة الأولى (Tier1)}}{\text{(مقياس التعرض) التعرضات خارج وداخل الميزانية}} \leq 3\%$$

وتهدف هذه النسبة إلى تحقيق مايلي<sup>4</sup>:

- تقييد تراكم الرافعة المالية في القطاع المصرفي؛
- تعزيز المتطلبات القائمة على المخاطر (نسبة كفاية رأس المال)، بإجراء مساند بسيط غير قائم على المخاطر (الرافعة المالية)؛

<sup>1</sup> سعيد بعزیز، طارق مخلوفي، إرساء معايير اتفاقية بازل 3 في النظم المصرفية كسبيل للإحتراز من الأزمات المالية – دراسة حالة الجزائر، مجلة المنهل الإقتصادي، المجلد 02، العدد 01، جامعة حمه لخضر، الوادي، الجزائر، 2019، ص 83

<sup>2</sup> المرجع السابق، نفس الصفحة

<sup>3</sup> نبيل بهوري، مقترحات إتفاقية بازل 3 للوقاية من الأزمات البنكية لتعزيز استقرار النظام المالي في ظل الإطار العولمي الجديد، مجلة اقتصاد المال والأعمال، العدد 7، المركز الجامعي عبد الحفيظ بالصوف، ميلة، الجزائر، سبتمبر 2018، ص 211

<sup>4</sup> عبد الحميد بوشرمة، مرجع سبق ذكره، ص 111

- وضع حدود على قدرة القطاع المصرفي في خلق الأصول، اعتمادا على الرافعة المالية.

ثانيا: الترتيبات الانتقالية لتطبيق اتفاقية بازل 3

وضعت لجنة بازل ترتيبات انتقالية لتطبيق اتفاقية بازل 3 في البنوك تمتد من سنة 2013 إلى غاية سنة 2019، وهي موضحة في الجدول أدناه.

الجدول رقم (3-7): الترتيبات الانتقالية للتطبيق الكامل لاتفاقية بازل3 في البنوك

الوحدة: %

2019	2018	2017	2016	2015	2014	2013		
	الإنتقال إلى الدعامة الأولى	تشغيل موازي (1 جانفي 2013-1 جانفي 2017) بدأ الإفصاح في 1 جانفي 2015						نسبة الرافعة المالية
4.5	4.5	4.5	4.5	4.5	4	3.5	نسبة الحد الأدنى لحقوق الملكية العادية	
2.5	1.875	1.25	0.625				احتياطي الحفاظ على رأس المال	
7	6.375	5.75	5.125	4.5	4	3.5	الحد الأدنى لحقوق الملكية للأسهم العادية + احتياطي الحفاظ على رأس المال	
100	100	80	60	40	20		رأس المال تطبيق الاقتطاعات من الشريحة الأولى لحقوق الملكية للأسهم العادية (بما في ذلك المبالغ التي تتعدى حد الأصول الضريبية المؤجلة خدمة الرهون العقارية والمالية)	
6	6	6	6	6	5.5	4.5	الحد الأدنى للشريحة الأولى لرأس المال	
8	8	8	8	8	8	8	الحد الأدنى لإجمالي رأس المال	
10.5	9.875	9.25	8.625	8	8	8	الحد الأدنى لإجمالي رأس المال + احتياطي الحفاظ على رأس المال	
تلغى خلال أفق 10 سنوات بدأ من عام 2013								أدوات رأس المال التي تعد مصنفة كشريحة أولى أو ثانية غير أساسية لرأس المال
100	90	80	70	إدخال معيار الحد الأدنى 60			نسبة تغطية السيولة	
	إدخال معيار الحد الأدنى	بدء فترة التشغيل الموازية (1 جانفي 2013-1 جانفي 2017) بدأ الإفصاح على مستوى البنوك في 1 جانفي 2015						نسبة صافي التمويل المستقر

المصدر: موسى رحمانى، مريم زايدى، اتفاقية بازل 3 كمدخل علمي لتطوير نموذج لاحتساب كفاية رأس المال في المصارف الإسلامية، مجلة دفاتر اقتصادية، العدد 01، جامعة زيان عاشور، الجلفة، الجزائر، 2016،



- وفقا للجدول رقم (3-7) يتم الانتقال للمتطلبات الجديدة بطريقة تدريجية من عام 2013 إلى غاية 2019، أين يتوجب على البنوك الالتزام بما يلي:
- **الرافعة المالية:** يتم اختبار نسبتها خلال فترة التشغيل الموازية 2013-2017، لتصبح ابتداء من جانفي 2018 أحد متطلبات رأس المال الأساسي.
  - **نسبة الحد الأدنى لحقوق الملكية:** ستتم عملية الزيادة تدريجيا ابتداء من جانفي 2013 بنسبة 3.5%، جانفي 2014 بنسبة 4%، لتبلغ 4.5% ابتداء من جانفي 2015.
  - **احتياطي الحفاظ على رأس المال:** يتم تطبيقه تدريجيا ابتداء من جانفي لسنة 2016، ليرتفع بنفس النسبة كل سنة موائية إلى أن يصل إلى 2.5% من الأصول المرجحة بمخاطرها سنة 2019.
  - **الحد الأدنى لحقوق الملكية للأسهم العادية + احتياطي الحفاظ على رأس المال:** يرتفع تدريجيا ابتداء من سنة 2013 بنسبة 3.5%، 2014 بنسبة 4%، 2015 بنسبة 4.5%، 2016 بنسبة 5.125%، 2017 بنسبة 5.75%، 2018 بنسبة 6.375%، ليصل في سنة 2019 لنسبة 7%.
  - **تطبيق الاقتطاعات من الشريحة الأولى لحقوق الملكية للأسهم العادية:** يبدأ من سنة 2014 بنسبة 20%، ليرتفع بنفس النسبة كل سنة موائية إلى أن يصل إلى 100% في سنة 2018.
  - **الحد الأدنى للشريحة الأولى لرأس المال:** يتم تطبيقها تدريجيا ابتداء من جانفي لسنة 2013 بنسبة 4.5%، ثم 5.5% في جانفي لسنة 2014، لتصل إلى 6% بحلول جانفي لسنة 2015.
  - **الحد الأدنى لإجمالي رأس المال + احتياطي الحفاظ على رأس المال:** يتم اقتطاعه تدريجيا بنسبة 8% في السنوات 2013 و2014 و2015، ثم بنسبة 8.625% في سنة 2016، و 9.25% في سنة 2017، ليصل الاقتطاع في سنة 2018 إلى 9.875%، وبحلول سنة 2019 يصل الاقتطاع إلى 10.5%.
  - **أدوات رأس المال التي تعد مصنفة كشريحة أولى أو ثانية غير أساسية لرأس المال:** يتم إلغاؤها خلال أجل عشر سنوات ابتداء من سنة 2013، بمعنى بحلول سنة 2023 يكون قد تم إلغاؤها نهائيا.
  - **نسبة تغطية السيولة:** يتم تطبيقها ابتداء من جانفي سنة 2015 بنسبة 60%، على أن ترتفع النسبة كل سنة موائية ب 10% لتصل بحلول جانفي 2019 إلى 100%.
  - **نسبة صافي التمويل المستقر:** بدء فترة التشغيل الموازية من 2013 إلى 2017، على أن يتم إدخال الحد الأدنى لها ابتداء من جانفي لسنة 2018.
- ثالثا: تقييم دور اتفاقية بازل 3 في تحقيق الاستقرار المصرفي وتشديد المعايير الرقابية على البنوك والمؤسسات المالية**

إن الأهداف الأساسية من الإصلاحات التي جاءت بها اتفاقية بازل 3 بعد الأزمة المالية العالمية لسنة 2008 تمثلت في زيادة متطلبات رأس المال وتعزيز جودته حتى يتسنى للبنوك تحمل الخسائر في أوقات الأزمات المالية، والعمل على تدعيم السلامة المالية لها ومنعها من الانهيار والإفلاس من خلال زيادة قدرتها على امتصاص الصدمات عبر اختبارات الضغط المجبرة على تنفيذها دوريا، بالإضافة لتعزيز سيولة البنوك بإدخال متطلبات جديدة للسيولة في الأجل القصير لأجل ضمان أن لدى البنوك مخزون كاف من الأصول السائلة عالية الجودة لتغطية احتياجات السيولة خلال فترة لا تتعدى 30 يوم، ومتطلبات سيولة في الأجل الطويل بهدف تعزيز قدرة البنوك على تمويل أصولها أو توظيفاتها من مصادر تمويل مستقرة تمتد لسنة كاملة، كما عملت بازل 3 على توسيع تغطية المخاطر كمخاطر المشتقات والتوريق والمخاطر النظامية بتخصيص جزء من

متطلبات رأس مال البنوك لتغطيتها، وكذلك وضعت حدا للتوسع في منح القروض من خلال معيار جديد سمي بالرافعة المالية. كل هذه الأهداف لكي يتم تحقيقها يتطلب رقابة وتشديد كبير على البنوك للالتزام بها. ورغم أن هدف اتفاقية بازل 3 هو تحسين البنوك ضد الأزمات في المستقبل، حيث منحت لها مدة طويلة لتكييف أنظمتها مع هاته القوانين الجديدة وتوفير هذه المتطلبات، إلا أن ذلك لا يمنع القول أن هذه المتطلبات الجديدة من رأس المال ومعايير السيولة المفروضة على البنوك ستشكل تكاليف بالنسبة لها، مما سيضطرها أو يجبرها على تقليص نشاطاتها لاسيما تلك المتعلقة بمنح الائتمان مع احتمال تداعيات ذلك على الاقتصاد ككل، أي أن هذه المعايير الجديدة المتشددة ستعمل على كبح عمليات البنوك بشكل أكبر والحد من نشاطها كالسابق.

### المطلب الثاني: السياسة الاحترازية الكلية

في ظل الإدراك المتزايد لما سمح به التنظيم الاحترازي الجزئي من نمو مواطن الضعف المالي دون ضابط مما أسهم في وقوع الأزمة المالية العالمية لسنة 2008، عملت السلطات الرقابية في كثير من البلدان على إنشاء وابتكار منهج جديد للتنظيم المالي يتسم بتغطية نظامية أوسع، يطلق عليه اسم السياسة الاحترازية الكلية أو التنظيم الاحترازي الكلي.

### أولاً: تعريف السياسة الاحترازية الكلية

إن السياسة الاحترازية الكلية هي مقاربة جديدة ازداد الاهتمام بها بعد الأزمة المالية العالمية لسنة 2008، ويمكن تعريفها على أنها تلك السياسات التي تبنى على مستوى الجهاز المصرفي ككل، وتهدف إلى تحديد المخاطر النظامية التي تهدد الاستقرار النظامي وتخفيفها وإبقائها تحت السيطرة. وهذه المخاطر النظامية يمكن أن تنشأ من الضعف العام أو الكلي في القطاع المالي، أو من إخفاق ما يسمى بالمؤسسات المنفردة المؤثرة على النظام المالي ( وهي مؤسسات كبيرة تربطها علاقات مالية بكثير من المؤسسات الأخرى)، وينشأ الضعف العام أو الكلي حينما يصبح القطاع المالي ككل معرضاً بشكل مفرط لنفس المخاطر. كما يمكن أن تنشأ المخاطر النظامية بسبب فشل مؤسسة منفردة وتداعياتها على باقي المؤسسات الأخرى، حيث تضعف قدرة هذه المؤسسات على الاستمرار في تقديم الخدمات المالية للاقتصاد، ويسفر إخفاقها عن تهديد الاستقرار النظامي.

### ثانياً: أدوات السياسة الاحترازية الكلية

لكي يتسنى للسياسة الاحترازية الكلية الحد من التكلفة المتوقعة من الضعف العام أو الكلي والاضطراب الناجم عن إخفاق المؤسسات المنفردة المؤثرة نظمياً يجب عليها أن تنتشر مجموعة من الأدوات أهمها مايلي:

#### 1- أدوات السياسة الاحترازية الكلية الموجهة لمعالجة الضعف العام أو الكلي:

هناك مجموعة من الأدوات يمكن استخدامها لتحقيق هذا الغرض أهمها:

**1-1- الاحتياطي المعاكس للدورة الاقتصادية:** الهدف من هذا الاحتياطي هو الحد من التقلبات الدورية التي تطبع نشاط البنوك والمرتبطة بالدورات الاقتصادية للاقتصاديات الوطنية، حيث نجد أن البنوك تتوسع في منح القروض خلال فترات الرواج الاقتصادي، غير أن ذلك التوسع يتم في بعض الأحيان بشكل أكبر من اللازم، مما يؤدي إلى زيادة المعروض منها وبالتالي زيادة المنافسة بين البنوك، وهذا يؤدي بدوره إلى تراجع جودة القروض الممنوحة، والذي ينتج عنه زيادة المخاطر التي تتعرض لها تلك البنوك وبالتالي النظام المصرفي ككل. وعند حصول أي حالة كساد في الاقتصاد فإن ذلك يمكن أن يتسبب في حدوث أزمات مالية، مما قد يزيد من مخاوف البنوك وبالتالي تقوم بتخفيض حجم القروض الممنوحة للاقتصاد، وهذا قد يؤدي إلى زيادة حدة الكساد الذي يتعرض لهذا الأخير. ولهذا طلبت لجنة بازل من الجهات المشرفة على الصناعة المصرفية ضرورة العمل على فرض هامش إضافي على رأس المال قد يصل إلى 2.5% من إجمالي الأصول المرجحة بمخاطرها، وهذا

من أجل الحد من قدرة البنوك على التوسع في منح القروض خلال فترات الرواج الاقتصادي مما يمكن أن يحد من المخاطر التي تتعرض لها البنوك<sup>1</sup>.

**1-2- تغيير أوزان المخاطر القطاعية:** وهي مصممة بحيث تكون أقل حدة من رؤوس الأموال الوقائية الديناميكية، وتفرض على المؤسسات زيادة رأس المال لتغطية القروض الجديدة في القطاعات التي تشهد ارتفاعا في المخاطر المفرطة. على سبيل المثال، عمدت تركيا مؤخرا إلى زيادة شروط منح قروض جديدة للأسر المعيشية لوقف النمو الكبير للقروض في هذه الشريحة<sup>2</sup>.

**1-3- المخصصات الديناميكية:** تدفع البنوك إلى تجنب أموال لتغطية خسائر القروض في أوقات اليسر، حينما تكون خسائر الائتمان منخفضة نسبيا حتى تستعد الميزانيات العمومية للبنوك على نحو أفضل لاستيعاب الخسائر التي تتراكم في فترات هبوط النشاط. ووضعت إسبانيا في عام 2000 نظاما ديناميكيا لمخصصات الخسائر، ثم وضعته في وقت أقرب كل من شيلي وكولومبيا وبيرو وأوروغواي<sup>3</sup>.

**1-4- نسب القروض إلى القيمة:** تزايد تطبيق الحد الأقصى لنسب القروض إلى القيمة في سنة 2012 للحد من المخاطر النظامية الناجمة عن فترات الانتعاش والكساد في أسواق العقارات. وتساعد نسب القروض إلى القيمة في الحد من الرفع المالي للأسر المعيشية من خلال تقليل حجم القرض إلى أقل بكثير من قيمة العقار، ويمكنها أيضا كبح الزيادات في أسعار المساكن، والحد من اضطراب الأسر المعيشية الحاصلة على قروض مغرقة إلى التوقف عن سداد قروضها عند تحول دورة أسعار المساكن. وتكمل هذه النسب في الغالب نسب الدين إلى الدخل التي تهدف إلى تقليص الجزء الذي تنفقه الأسر المعيشية من دخلها على خدمة الدين<sup>4</sup>.

**1-5- التدابير التي تستهدف الإقراض بعملة أجنبية:** إذ حصل المقترضون على قروض بعملة أجنبية، فقدرتهم على السداد يمكن أن تتأثر بقدر كبير في حالة ارتفاع قيمة العملة الأجنبية، وإذا لم يتمكنوا من حماية أنفسهم من هذا التقلب، فتؤدي تهديدات ارتفاع قيمة العملة الأجنبية إلى زيادة مخاطر الائتمان التي يتعرض لها المقرضون نظرا لارتفاع تكاليف السداد التي يتحملها المقترضون. وتشمل التدابير الاحترازية الكلية لتقليص هذه المخاطر وضع حدود لحافطة الإقراض بعملة أجنبية وقيود أخرى موجهة بدقة، كاشتراط زيادة رأس المال، وتشديد نسب القرض إلى القيمة والدين إلى الدخل في حالة القروض بعملة أجنبية. واعتمد هذا المنهج في عدد من البلدان الصاعدة في أوروبا الوسطى والشرقية منذ سنوات 2011-2012<sup>5</sup>.

**1-6- معايير السيولة:** اقترحت بازل 3 مؤشرات جديدة لسلامة البنك وخصوصا التي تعكس سيولته، أي قدرته على تدبيرها في وقت قصير، ويعني ذلك أن وظيفة الوساطة المالية التي تضطلع بها البنوك وهي تحويل مدخرات المودعين إلى ائتمان يقدم للمقترضين سيتضرر بشكل أقل، لأن الودائع التقليدية تمثل مصدرا للتمويل أكثر استقرارا من الأموال التي يتم الحصول عليها عن طريق الاقتراض من السوق، فأموال الجاملة يمكن أن تتبخر بسرعة عندما تخضع الأسواق للضغوط ويتوقف المقرضون عن تقديم قروض جديدة أو يرفضون تجديد القروض القديمة. وهذا ما حدث في الأزمة المالية لسنة 2008، حيث كانت البنوك تعتمد بصورة متزايدة على التمويل بالجاملة، ومن ثم أصبحت معرضة بصورة متزايدة لأخطار حدوث ارتفاع مفاجئ في التكاليف أو في

<sup>1</sup> محمد رضا بوسنة، الأزمة المالية العالمية وغيار بازل 3، مجلة أبحاث اقتصادية وإدارية، العدد 13، جامعة محمد خيضر، بسكرة، الجزائر، جوان 2013، ص 142

<sup>2</sup> لويس جاكوميه، إرلند نير، حماية الكل، مجلة التمويل والتنمية، المجلد 49، العدد 1، صندوق النقد الدولي، مارس 2012، ص 32

<sup>3</sup> المرجع السابق، نفس الصفحة

<sup>4</sup> المرجع السابق، نفس الصفحة

<sup>5</sup> المرجع السابق، نفس الصفحة

توافر التمويل. ولتجنب أزمات السيولة والتوترات بين المؤسسات المالية اقترحت بازل 3 اعتماد نسبتين في الوفاء بمتطلبات السيولة<sup>1</sup>، وهما:

**1-6-1- نسبة تغطية السيولة:** وتمثل نسبة الأصول ذات السيولة المرتفعة التي يحتفظ بها البنك إلى حجم 30 يوما من التدفقات النقدية لديه، ويجب أن لا تقل هذه النسبة عن 100% وذلك لمواجهة احتياجاته من السيولة ذاتيا<sup>2</sup>، ويتم حسابها كما يلي:

$$\text{نسبة تغطية السيولة} = \frac{\text{الأصول السائلة عالية الجودة (HQLA)}}{\text{صافي التدفقات النقدية الخارجية خلال 30 يوم}} \leq 100\%$$

**1-6-2- نسبة التمويل المستقر الصافي:** يعمل هذا المقترح على تشجيع احتفاظ البنك بالمزيد من الأصول متوسطة وطويلة الأجل لتمويل أنشطته المصرفية، بحيث يحدد الحد الأدنى من التمويل المستقر القائم على خصائص السيولة للأصول وأنشطة البنك على مدى أفق سنة واحدة. وتم تصميم هذا المعيار لتوفير بنية النضج المستدام للموجودات والمطلوبات، وتشجيع تقييم أفضل لمخاطر السيولة على جميع بنود الميزانية، وإضفاء بعض المرونة على حساب نسب السيولة من طرف البنك وتعزيز الصمود على المدى الطويل بوضع حوافز إضافية، وذلك لأجل تمكين البنك من تمويل عملياته بتوفير مصادر هيكلية أكثر استقرارا لتغطية التزاماته<sup>3</sup>. ويتم حساب هذه النسبة كما يلي:

$$\text{نسبة التمويل المستقر الصافي} = \frac{\text{نسبة التمويل المستقر المتاح (ASF)}}{\text{نسبة التمويل المستقر المطلوب (RSF)}} \leq 100\%$$

للإشارة فإن هذين المعيارين لا يساهمان في إدارة المخاطر النظامية (بالضبط مخاطر السيولة النظامية) بشكل مباشر ولكن بشكل غير مباشر، لأنهما موجّهتين لإدارة السيولة على مستوى البنوك فرادى ومن ثم إدارة أحسن للسيولة على مستوى النظام المصرفي.

**1-7- جعل التوريق أكثر توافقا مع الحوافز:** خلال الأزمة كان بمقدور مصدري القروض (خاصة القروض العقارية) أن ينقلوها إلى آخرين دون أن يتعين عليهم الاحتفاظ بمخاطر القروض لأنفسهم، وحيث أنهم لا يحتفظون بأي مخاطر فقد كان حافزهم قليلا في فحص قدرة المقترض على السداد، مما ساهم في تراكم قدر هائل من المخاطر. وفي هذا الإطار يجب أن تحتفظ الجهة المنشأة لهذه المنتجات بعدد أكبر منها (بمعنى ستكون لديها مصلحة أكبر تحرص عليها)، مما يضطرها إلى توخي مزيد من الحذر في فحص مستوى المخاطر في القروض الأساسية، وفي هذا الإطار تضع القواعد المحاسبية الدولية الجديدة حدا لقدرة المؤسسات المالية على حيازة الأصول المورقة خارج ميزانياتها العمومية نظرا لاحتمال عدم حيازة قدر كاف من رأس المال في المقابل<sup>4</sup>.

<sup>1</sup> نيل بهوري، مرجع سبق ذكره، ص 211

<sup>2</sup> خير الدين بوزرب وآخرون، تكييف الأنظمة المصرفية وفق معايير اتفاقية بازل 3- حالة الولايات المتحدة الأمريكية، مجلة الدراسات المالية والمحاسبية والإدارية، المجلد 5، العدد 1، جامعة العربي بن مهيدي، أم البواقي، الجزائر، جوان 2018، ص 35

<sup>3</sup> عمار عريس، مجدوب بحوصي، تعديلات مقررات لجنة بازل وتحقيق الاستقرار المصرفي، مجلة البشائر الاقتصادية، المجلد 3، العدد 1، جامعة طاهري

محمد، بشار، الجزائر، مارس 2017، ص 107

<sup>4</sup> لورا كودريس، أديتيا نارايين، إصلاح عيوب النظام، مجلة التمويل والتنمية، المجلد 49، العدد 2، صندوق النقد الدولي، جوان 2012، ص 15

**8-1- فرض ضرائب على القطاع المالي:** لقد تسبب الجمع بين الإقدام المفرط على المخاطر وارتفاع نسب الرفع المالي وشدة الاعتماد على التمويل بالجملة قصير الأجل، في وقوع خسائر جسيمة لعدد كبير من المؤسسات المالية المهمة في الاقتصاديات المتقدمة خلال الأزمة المالية العالمية لسنة 2008، فقامت الحكومات بإفناق كبير من إجمالي الناتج المحلي لدعم القطاع المالي وتجنب انهيار النظم المالية. ونتيجة للتكاليف الكبيرة التي تحملتها الدول قامت هذه الأخيرة باستحداث ضرائب على القطاع المالي لاستعادة التكلفة التي تحملتها المليات العامة في عمليات الإنقاذ، هذه الضرائب يمكن أن تكون أداة تصحيحية تقلل من احتمال حدوث أزمات مستقبلية، كما يمكن أن تضيف للحزائن الحكومية الموارد اللازمة لتغطية تكاليف الأزمات، إضافة لذلك فهي تعتبر مكملة لتنظيم المؤسسات المالية لأنه يمكن تركيزها على المخاطر التي يواجهها النظام المالي ككل وليس البنوك فرادى، حيث أن هذه الضرائب يمكن أن توفر الموارد التي تحتاج إليها الحكومات للتدخل على نطاق النظام، كما تسمح بزيادة كفاءة توزيع الخسائر، إضافة إلى أنها تستخدم في القضاء على تشوهات النظام الضريبي وترغم القطاع المالي على تحمل التكلفة الاجتماعية للسلوك المنطوي على مخاطر. من الضرائب المفروضة على القطاع المالي نذكر ضريبة المساهمة في تحقيق الاستقرار المالي وضريبة المعاملات المالية، وكذلك ضريبة النشاط المالي، إضافة لإصلاح ضريبة دخل الشركات<sup>1</sup>.

## 2- أدوات السياسة الاحترازية الكلية الموجهة لمنع فشل المؤسسات المؤثرة نظميا:

وهي تلك الأدوات المصممة للحد من احتمالات فشل المؤسسات المؤثرة نظميا (المؤسسات الأهم من أن تفشل)، وتتمثل فيما يلي:

**1-2- احتياطي المخاطر النظامية:** إن فشل أحد أو مجموعة من المؤسسات المؤثرة نظميا قد يحدث تأثيرا عميقا على الاقتصاد الحقيقي أو يؤدي إلى فقدان الثقة في النظام المالي أو كليهما، مما ينتج عنه تراكم المخاطر النظامية (Systemic Risks). لهذا أقرت اتفاقية بازل 3 احتياطي إضافي آخر يفرض على البنوك ذات الأهمية النظامية أي المؤثرة نظميا حتى يكون لها القدرة على امتصاص الخسائر ما وراء المعايير التنظيمية المعلن عنها، أي أن قدرتها على استيعاب الخسائر تكون أكثر من المعايير الأخرى المفروضة على البنوك غير المؤثرة نظميا. حيث يجب على هذه البنوك فضلا عن المعايير الأخرى الواجب استيفائها بشكل متماثل مع البنوك غير المؤثرة نظميا أن تكون لديها متطلبات أعلى لاستيعاب الخسائر، تتراوح بين 1% و3.5% من رأس المال الأساسي للأسهم العادية حسب الأهمية النظامية للبنك<sup>2</sup>.

**2-2- الإشراف الموحد:** إن البنوك الكبيرة المؤثرة نظميا عادة ما تنهك في العديد من النشاطات (الأعمال المصرفية، الأوراق المالية، التأمين وإدارة الأصول، التوريق وغيرها) في البنك نفسه وفي فروعها، وفي الشركات الشقيقة في ظل الشركة القابضة الأم. ويركز الإشراف الموحد على تقييم ملامح المخاطر في مستوى المجموعة أو الشركة القابضة، وليس على مستوى الفروع فرادى. لكن المشكل الذي يطرح هو أن الأنشطة الأخرى تخضع لإشراف وكالات منفصلة، وبالتالي ينبغي إنشاء إطار عمل قانوني واضح وبقواعد تنظيمية تمكن من أسباب القوة ومنهجيات للإشراف تدعمه، وقدرة فنية مناسبة لتقييم ملامح المخاطر الموحدة للبنوك المؤثرة على النظام المالي لتتولى أعمال الإشراف المالي<sup>3</sup>.

**3-2- تعزيز الحوكمة:** من الأسباب الأساسية للأزمة المالية لسنة 2008 عدم كفاية إشراف مجالس الإدارة على البنوك المؤثرة في النظام المالي، وكان السبب في ضعف إشراف مجالس الإدارة هو الافتقار إلى الخبرة

<sup>1</sup> جيف غوتليب وآخرون، مرجع سبق ذكره، ص ص 44، 45

<sup>2</sup> Basel Committee on Banking Supervision, **Global Systemically Important Banks- Updated Assessment Methodology and the Higher Loss Absorbency Requirements**, July 2013, p 12

<sup>3</sup> سيد ربحان زامل، أكبر مما يمكن تجاهله- يجب إعادة تقييم البنوك المؤثرة في النظام المالي، مجلة التمويل والتنمية، المجلد 46، العدد 4، صندوق النقد الدولي، ديسمبر 2009، ص 43

الفنية المناسبة ووضع المجالس التي تعمل بطبيعتها على أساس عدم التفرغ، مما جعل من الصعب الإشراف على ملامح المخاطر في البنك المؤثر في النظام المالي. إضافة لذلك من أسباب الأزمة ممارسات البنوك في التعويض التي تشجع الإفراط في تحمل المخاطر وتكافئ الأرباح قصيرة الأجل على حساب القدرة على البقاء الأطول أجلاً. لذلك فإن السلطات التنظيمية يجب أن تضع معايير أكثر تشدداً (مناسبة وصحيحة) لمجالس إدارات البنوك المؤثرة في النظام المالي، ويجب أن تشترط السلطات أن يعمل كل مديري هذه البنوك على أساس التفرغ، وأن تتوافر لأغليتهم الخبرة الفنية المطلوبة لفهم طبيعة المؤسسات الضخمة والمعقدة والإشراف عليها. إضافة لذلك تحديد معايير حريصة لبرامج البنك للتعويض، وأن تتبناها مجالس الإدارة، وأن يتم دفع جزء كبير من المكافآت المقررة في شكل أسهم، وربط المكافآت بأهداف الأداء والتفويض بمبادئ الحرص، وعدم السماح بالمكافآت إلا إذا رأى المشرفون أن نسب رأس مال البنك كافية، وينبغي أن تستند المكافآت المقدمة للتجار على مكاسب تحققت وليس إلى مكاسب لم تتحقق من سوق لسوق، ويتعين أن يكون تقييم برامج البنك للتعويض جزءاً من مسؤوليات الإشراف المستمرة على البنوك فرادى<sup>1</sup>.

**ثالثاً: تقييم دور السياسة الاحترازية الكلية في تحقيق الاستقرار المصرفي وتشديد المعايير الرقابية على البنوك والمؤسسات المالية**

إن السياسة الاحترازية الكلية كأى سياسة عامة لا تخلو من التكاليف بل قد تنشأ الحاجة إلى القيام بمفاضلات بين الاستقرار المالي وكفاءة النظم المالية. على سبيل المثال حينما يشترط على المؤسسات المالية الحفاظ بمستوى عال من رأس المال والسيولة قد يعزز بذلك صناع السياسات الاستقرار المالي، ولكن هذه التدابير تزيد من تكلفة الائتمان وربما تؤدي إلى الحد من النمو الاقتصادي. إذن فهذه السياسة بكل أدواتها بالرغم من أنها تستهدف الاستقرار النظامي ككل، إلا أنها تعتبر تكاليف إضافية على البنوك والنظام المصرفي ككل، حيث ستعمل على كبح العديد من السلوكيات والنشاطات المصرفية التي قد تسبب في تغذية منحنى المخاطر النظامية.

### **المطلب الثالث: قانون الإصلاح المالي وحماية المستهلك (قانون دود فرانك / Dodd-Frank Act)**

لم تقتصر إصلاحات النظام المصرفي بعد الأزمة المالية العالمية لسنة 2008 على اتفاقيات بازل للعمل المصرفي فقط، بل بدأت الأصوات تطالب بعملية إصلاح شاملة للنظام التشريعي الخاص بأسواق المال في الولايات المتحدة الأمريكية، خاصة بعدما كشفت الأزمة المالية لسنة 2008 عن وجود قصور في الإطار التنظيمي والإشرافي، كما أثبتت فشل مقولة أن السوق المالية تستطيع ضبط آليات وآثار أنشطتها المالية بنفسها وبدون تدخل خارجي. لهذا قامت السلطات الرسمية في الولايات المتحدة الأمريكية بتكثيف دراسة الأسباب والمبررات التي أدت إلى انهيار القطاع المالي، ومحاولة إيجاد حلول كفيلة بتجنيب الولايات المتحدة الأمريكية بالدرجة الأولى من أسباب انهيار القطاع المالي في المستقبل والحد من آثاره والسيطرة عليها، وتم التوصل لسن قانون الإصلاح المالي وحماية المستهلك المعروف بقانون دود- فرانك (Dodd-Frank Act) في يوليو 2010.

#### **أولاً: إصدار قانون دود فرانك (Dodd-Frank Act)**

من بين نتائج الأزمة المالية العالمية لسنة 2008 هو إعادة هندسة الجوانب التنظيمية والإشرافية على الأسواق المالية والمصرفية محلياً ودولياً. فعلى المستوى المحلي سُجل قيام الولايات المتحدة الأمريكية بإدخال إصلاحات عميقة على التنظيم المالي، تعتبر الأعمق منذ إصلاحات العهد الجديد (New Deal) التي كانت سنة 1933، هاته الإصلاحات توجت بإصدار قانون دود فرانك (Dodd-Frank Act)، حيث تم اقتراح هذا القانون بتاريخ 2 ديسمبر سنة 2009 من طرف برني فرانك (Barney Frank) رئيس لجنة الخدمات المالية في مجلس النواب، كما

<sup>1</sup> المرجع السابق، نفس الصفحة

قام السيناتور كريس دود (Chris j.Dodd) رئيس اللجنة المصرفية بمجلس الشيوخ بتقديم مشروع مماثل للجنة التي يترأسها، وفي 30 جوان 2010 صوت مجلس النواب على مشروع القانون بالأغلبية، وفي 15 جويلية 2010 أقر كذلك مجلس الشيوخ وبالأغلبية مشروع القانون، ليتم إضفاء القانون من طرف الرئيس الأمريكي بتاريخ 21 جويلية سنة 2010<sup>1</sup>. ويعمل هذا القانون على توجيه المؤسسات المالية صراحة لتحمل مسؤولياتها بدلا من ترقب إنقاذ الحكومة، مع توفير أسس المراقبة التنظيمية التي تضمن حماية المستهلك من الممارسات المالية والمصرفية والتأمينية الخاطئة.

### ثانيا: أهم الإصلاحات التي جاء بها قانون دود فرانك

جاء قانون دود فرانك بإصلاحات عديدة مست عدة قطاعات، منها الإصلاح المؤسسي وإصلاحات أخرى للبنوك والأسواق المالية وأطراف أخرى.

#### 1- الإصلاح المؤسسي:

عمل قانون دود فرانك على تعديل الأطر المؤسسية والمهام المنوط بها قصد تعزيز عمليات الرقابة والإشراف انطلاقا من النقاط التالية:<sup>2</sup>

**1-1- إنشاء مجلس الاستقرار المالي:** الذي أوكلت له مهمة تحديد المخاطر النظامية، وله سلطة على البنوك والشركات المالية غير المصرفية. حيث يعمل هذا المجلس على تحديد البنوك والشركات المالية التي تشكل خطرا نظاميا كي تخضع لرقابة أكثر صرامة من جانب البنك الاحتياطي الفدرالي، بما في ذلك فرض قيود على الديون قصيرة الأجل ومتطلبات رأس المال على أساس المخاطر التي تشمل الأنشطة خارج الميزانية وإخضاعها لاختبارات التحمل السنوية والحد من الرافعة المالية. كما أن هذه الشركات مطالبة بتقديم تقارير عن المخططات وخطط الائتمان الخاصة بها حتى يتم حلها بشكل منظم في حالة ضائقة مالية وتجنب الفوضى واستنزاف الأموال التي حدثت خلال الأزمة المالية لسنة 2008؛

**1-2- تعديل صلاحيات البنك المركزي (الاحتياطي الفدرالي الأمريكي):** الإصلاح المالي في سنة 2010 عدل القانون الذي يحظر على مجلس الاحتياطي الفدرالي تقديم مساعدات طارئة لكيانات غير مصرفية، مثل عملاق التأمين الأمريكي مجموعة أميركان إنترناشيونال "AIG" التي حصلت على مليارات من الدولارات. كما أن مجلس الاحتياطي الفدرالي أصبح الآن بحاجة إلى موافقة من وزير الخزانة في توجيه مساعداته، فضلا عن كونه لا يمكنه توجيه هذا الدعم إلى شركة واحدة؛

**1-3- توسيع صلاحيات مؤسسة تأمين الودائع الفدرالية:** مؤسسة تأمين الودائع الفدرالية هي المصفي لمعظم المؤسسات المالية والبنوك الفاشلة وفي اتخاذ إجراءات تحت هذا العنوان، تقوم مؤسسة تأمين الودائع الفدرالية بالامتثال لمتطلبات مختلفة منها:

- تحديد أن هذا الإجراء ضروري لأغراض الاستقرار المالي للولايات المتحدة وليس لغرض الحفاظ على شركة مالية بعينها وبتغطيتها.

- التأكد من أن مساهمي شركة مالية مغطاة لا يحصلون على أي تعويض إلا بعد أن يتم دفع جميع الخصوم الأخرى.

- ضمان تحمل الدائنين غير المضمونين للخسائر وفقا لأحكام أولوية المطالبة.

<sup>1</sup> Sanjay Anand, *Essentials of the Dodd-Frank Act*, John Wiley & Sons, Inc, New Jersey, United States of America, 2011, p

<sup>2</sup> خير الدين بوزرب، تقييم دور الولايات المتحدة الأمريكية في إصلاح النظام المالي العالمي بعد الأزمة المالية العالمية دراسة باستخدام نظرية الاستقرار بالهيمنة، مجلة العلوم الإنسانية، المجلد 26، العدد 4، جامعة قسنطينة 1، الجزائر، 2015، ص ص 127، 128

- ضمان أن يتم تسريح أعضاء مجلس الإدارة المسؤولين عن حالة فشل الشركة المالية المغطاة.  
- أن لا تأخذ مصلحة في الأسهم أو أن تصبح مساهما في أي شركة مالية مغطاة أو أي شركة تابعة تغطيتها؛  
**1-4- إنشاء مكتب الحماية المالية للمستهلك:** كلف مكتب الحماية المالية للمستهلك (CFPB) بمنع رهن القروض العقارية وتحسين وضوح أوراق الرهن العقاري للمستهلكين وخفض الحوافز لسماسة الرهن العقاري في دفع مشتري المنازل لقروض أكثر تكلفة. كما أن (CFPB) غيرت أيضا من طريقة كشف شركات بطاقات الائتمان والبنوك الاستهلاكية الأخرى لشروطهم للمستهلكين. فهي تشترط أن تكون شروط القرض التي ستقدم في شكل جديد سهلة القراءة والفهم؛

**1-5- إنشاء مكتب فيدرالي للتأمينات داخل الخزانة:** يعمل على جمع المعلومات عن هذا القطاع ويبقي تنظيمه على مستوى الدولة.

**2- إصلاح البنوك والمؤسسات المالية:** تتمثل هذه الإصلاحات فيما يلي:

**1-2 قاعدة فولكر:** هي القاعدة التي عدت من أهم مفاصل الرقابة المصرفية في مواجهة انخراط المصارف في الأنشطة الاستثمارية التضاربية والتي تسببت في الأزمة المالية العالمية في عام 2008. إذ تحرم قاعدة فولكر (والتي تنسب إلى بول فولكر رئيس البنك الاحتياطي الفدرالي الأسبق) قيام المصارف الأمريكية من الانغماس في نشاطات استثمارية ذات صفة تضاربية واستخدامها لحساباتها للاستثمار في صناديق التحوط وصناديق التملك الخاصة وغيرها من صناديق التغطية، إضافة إلى أن القاعدة المذكورة تحظر جميع أصناف المتاجرة في الأوراق المالية ولاسيما القصيرة الأجل منها، وكذلك تحرم على المصارف المضاربة في أدوات الهندسة المالية كالمشتقات والمستقبليات ذات الصلة بخيارات السلع. ويقوم هذا الحظر على مبدأ رئيس هو أن المضاربة لا تخدم زبائن المصرف بقدر ما تحقق الربح للمصرف نفسه على حساب استقرار النظام المالي. يلحظ أنه منذ سريان تطبيق قاعدة فولكر في جويلية 2015، أخذت المصارف الأجنبية العاملة في السوق الأمريكية تواجه مصاعب الامتثال للقاعدة آنفا وابتدأت حقا في إيقاف نشاطاتها تجنباً للعقوبات التي تفرضها دوائر الرقابة المصرفية الفيدرالية عليها<sup>1</sup>.

**2-2- يجب على أن البنوك أن تحتفظ بنسبة 5% من القروض المورقة في ميزانياتها في غضون خمس سنوات، ويجب على البنوك الكبرى تحديد أكثر صرامة لأموالها الخاصة، والبنوك المحددة من قبل مجلس رقابة الاستقرار المالي كمتمثلة لمخاطر نظامية يجب أن تقوم بالحد من نفوذها ب 15 مرة.**

**2-3- لن يطلب من دافعي الضرائب إنقاذ المؤسسات المالية في حالة العسر أو دفع تكلفة الحل، أي عدم خلق ضريبة مصرفية خاصة.**

**2-4- يجب على المؤسسات المالية الكبيرة نفسها أن تقدم إلى المنظمين دليلا ينص على الكيفية التي يتم من خلالها حلها والتخلص منها في حالة الطوارئ.**

**3- إصلاح الأسواق المالية:** كان انعدام الشفافية في تداول هذه العقود وأيضا التداول خارج البورصة من أسباب الأزمة المالية العالمية لسنة 2008، لذلك نص قانون دود فرانك على تغيير كيفية تداول هذه المشتقات. لهذا عملت القواعد التنظيمية على معالجة الاختلال الوظيفي في الأسواق المالية ككل. وتتضمن جهود نقل عملية تسوية عقود المشتقات المتداولة على مستوى ثنائي خارج المقصورة إلى أطراف مقابلة مركزية، فعندما تتم تسوية قدر كاف من هذه العقود عن طريق طرف مقابل مركزي بدلا من تسويتها مباشرة بين طرفي التداول، تتراجع المخاطر لأن في وسع الطرف المقابل المركزي موازنة التدفقات النقدية من العقود المتعددة إلى البائعين

<sup>1</sup> محمد صالح مظهر، دروس في الأزمة المالية الدولية- قاعدة فولكر، متاح على الموقع:

<https://www.google.com/url?sa=t&source=web&rct=j&url=https://m.ahewar.org/s.asp%3Faid%3D621940%26r%3D0&ved=2ahUKEwizu5zwoGfAhVJhRoKHdZUAnMQFjADegQIAxAB&usq=AOvVaw2RQwLONAWUuCYaPXhSLmNN&cshid=1601130628844>, le15/09/2020, h 20:15



والمشترين<sup>1</sup>. إضافة لذلك يجب أن يتم نقل التداول خارج البورصة في كثير من المشتقات إلى البورصات أو منصات التداول الإلكتروني، وبالنسبة للعقود التي لا تطبق عليها المقاصة المركزية يجب عليها زيادة رأس المال المصرفي الإلزامي<sup>2</sup>.

#### 4- إصلاح أطراف أخرى: من بينها

**4-1- إصلاح هيئات التصنيف الائتماني:** نص قانون دود فرانك على تعزيز الأشراف على هيئات التصنيف الائتماني، وتشديد شروط الإفصاح عن المعلومات ومعالجة تضارب المصالح المرتبط بنموذج " المستعمل يدفع"، ونص القانون أيضا على ضرورة بحث الأجهزة التنظيمية عن مناهج تقلل الاعتماد على هيئات التصنيف الائتماني والإعداد لإجراء مراجعات تنظيمية<sup>3</sup>.

تضمن قانون دود فرانك عددا من اللوائح الجديدة الموجهة إلى وكالات التصنيف الائتماني تتمثل فيما يلي:<sup>4</sup>

**4-1-1-1- حوكمة الشركات:** يتطلب قانون دود فرانك أن يكون لكل وكالة تصنيف ائتماني مجلس إدارة نصفه على الأقل مستقل، حيث أن مجلس الإدارة هذا مسؤول عن الإشراف عن تنفيذ وكالة التصنيف الائتماني للرقابة الداخلية فيما يتعلق بالسياسات وإجراءات تحديد التصنيفات إضافة للتعويضات والترقيات داخل الوكالة، ومجلس الإدارة مسؤول أيضا عن الإشراف على إدارة تضارب المصالح من خلال تنفيذ السياسات والإجراءات المناسبة؛

**4-1-2- الرقابة الداخلية:** كل وكالة تصنيف ائتماني يطلب منها الحفاظ على نظام فعال وموثق للرقابة الداخلية وتحديد التصنيفات، يتم تكليف هيئة الأوراق المالية والبورصة بمطالبة كل وكالة تصنيف ائتماني بإعداد تقرير سنوي بشأن الرقابة الداخلية بها، ويجب أن يتضمن التقرير شهادة من الرئيس التنفيذي تصف مسؤولية الإدارة عن إنشاء وصيانة نظام الرقابة الداخلية لتحديد التصنيفات؛

**4-1-3- موظف لمراقبة الامتثال:** كل وكالة تصنيف ائتماني مطالبة بتعيين موظف لمراقبة الامتثال الذي هو مستقل من الناحية التنظيمية، والمطلوب من موظف الامتثال إعداد تقرير سنوي يتناول التغيرات في إجراءات الامتثال الداخلية وأيضا قواعد الأخلاقيات في الوكالة، كما يجب أن يتضمن التقرير أيضا الامتثال لقوانين الأوراق المالية وسياسات وإجراءات الوكالة.

في عام 2014 اعتمدت لجنة الأوراق المالية والبورصة قواعد جديدة نفذت متطلبات قانون دود فرانك، هذه القواعد التي اعتمدت كانت لأجل:<sup>5</sup>

- تعزيز حوكمة وكالات التصنيف الائتماني؛

- الحماية من تضارب المصالح؛

- زيادة الشفافية لتحسين جودة التصنيفات الائتمانية؛

- زيادة المسائلة في التصنيف الائتماني.

<sup>1</sup> لورا كودريس، أديتيا نارين، مرجع سبق ذكره، ص ص 15، 16

<sup>2</sup> جون كيف، إصلاح تعوقه العراقيل، مجلة التمويل والتنمية، المجلد 52، العدد 2، صندوق النقد الدولي، جوان 2015، ص 41

<sup>3</sup> بانايوتيس غافراس، لعبة التصنيف، مجلة التمويل والتنمية، المجلد 49، العدد 1، صندوق النقد الدولي، مارس 2012، ص 37

<sup>4</sup> أحمد سمير، شرح شهادة ال CMA ، متاح على الموقع:

[https://www.mediafire.com/file/nfrqy19s6o7u9t1/CMA - Section B.3 %282%29 - part 2 Lecture No.21 - Ahmed\\_Samir.pdf/file](https://www.mediafire.com/file/nfrqy19s6o7u9t1/CMA - Section B.3 %282%29 - part 2 Lecture No.21 - Ahmed_Samir.pdf/file) , le 26/10/2020, h 17:36

<sup>5</sup> المرجع السابق

يعتبر قانون دود - فرانك نقلة نوعية في التنظيم المالي الأمريكي ومحاولة جادة لإصلاحه، نظرا لما حمله من تصد مباشر للإختلالات التي تميز بها القطاع المالي الأمريكي، وعمله على ضمان أكبر قدر من الكفاءة، لأنه تناول في بوتقة واحدة كل السلطات الفيدرالية الخاصة بالمجلس الاحتياطي الفيدرالي وهيئة مراقبة أسواق المال وهيئة مراقبة التأمين وهيئة حماية المستهلك وهيئة ضمان الودائع وغيرها من الهيئات الفيدرالية المنظمة لقطاعات المال والاقتصاد والاستثمار، حيث كان كل منها يعمل بمفرده في طريقه المحدد ورؤيته المحددة ودون تنسيق مع بقية الهيئات، كما تضمن العديد من الإصلاحات والإجراءات الصارمة على عديد المستويات، والتي من خلالها تمت زيادة درجة الرقابة والإشراف على النظام المالي من قبل الحكومة، والحد من حرية الأسواق المالية التي أدت إلى حدوث الأزمة المالية العالمية لسنة 2008، بالإضافة إلى أحكام هامة تحد من سلطات الشركات المالية الكبرى. هذه الأحكام قد تؤدي لانخفاض المعاملات في الأسواق نتيجة للتشدد في القوانين التي تسيروها والتعقيد الكبير الذي يسودها مما يتسبب بدوره في ترك نسبة مهمة من سوق مشتقات العملات الأجنبية لسوق الولايات المتحدة الأمريكية، كما أن قواعد القانون المتعلقة بتداول الملكية ستؤثر على البنوك الأمريكية على المستوى العالمي، إذ أن منافسة المكاتب الأمريكية للمؤسسات الأجنبية يمكن أن تحول عملية الملكية على الفور إلى البنوك الأوروبية والآسيوية، بمعنى أن الأحكام التي جاء بها قانون دود فرانك تعتبر تشديد كبير وكبح مالي يقلص من حرية البنوك والمؤسسات المالية غير المصرفية.

**4-1-4- مكتب تصنيف الائتمان:** أنشأ قانون دود فرانك مكتبا جديدا في هيئة الأوراق المالية والبورصة وهو مكتب تصنيف الائتمان، تم تكليف هذا الأخير بإدارة قواعد هيئة الأوراق المالية والبورصة الجديدة وإجراء فحص سنوي لكل وكالة تصنيف ائتماني وإصدار تقرير عام<sup>1</sup>.

بالإضافة لذلك طلب قانون دود فرانك من كل وكالة مراجعة اللوائح الحالية الجديدة لتحديد الجدارة الائتمانية لأداة الأوراق المالية والجدارة الائتمانية لأداة سوق المال. كما تم توجيه الوكالات لإزالة أي شرط للاعتماد على التصنيفات الائتمانية والاستعاضة عنها بمعايير الجدارة الائتمانية التي تحددها الوكالة، ثم توجيه الوكالات لوضع معايير موجدة للجدارة الائتمانية لاستخدامها مع مراعاة الكيانات التي تنظمها الوكالة والأغراض التي تعتمد عليها الكيانات على معايير الجدارة الائتمانية هذه.

**ثالثا: تقييم دور قانون الإصلاح المالي وحماية المستهلك (قانون دود- فرانك) في تحقيق الاستقرار المصرفي وتشديد المعايير الرقابية على البنوك والمؤسسات المالية**

يعتبر قانون دود - فرانك نقلة نوعية في التنظيم المالي الأمريكي ومحاولة جادة لإصلاحه، نظرا لما حمله من تصد مباشر للإختلالات التي تميز بها القطاع المالي الأمريكي، وعمله على ضمان أكبر قدر من الكفاءة، لأنه تناول في بوتقة واحدة كل السلطات الفيدرالية الخاصة بالمجلس الاحتياطي الفيدرالي وهيئة مراقبة أسواق المال وهيئة مراقبة التأمين وهيئة حماية المستهلك وهيئة ضمان الودائع وغيرها من الهيئات الفيدرالية المنظمة لقطاعات المال والاقتصاد والاستثمار، حيث كان كل منها يعمل بمفرده في طريقه المحدد ورؤيته المحددة ودون تنسيق مع بقية الهيئات، كما تضمن العديد من الإصلاحات والإجراءات الصارمة على عديد المستويات، والتي من خلالها تمت زيادة درجة الرقابة والإشراف على النظام المالي من قبل الحكومة، والحد من حرية الأسواق المالية التي أدت إلى حدوث الأزمة المالية العالمية لسنة 2008، بالإضافة إلى أحكام هامة تحد من سلطات الشركات المالية الكبرى. هذه الأحكام قد تؤدي لانخفاض المعاملات في الأسواق نتيجة للتشدد في القوانين التي تسيروها والتعقيد الكبير الذي يسودها مما يتسبب بدوره في ترك نسبة مهمة من سوق مشتقات

<sup>7</sup> المرجع السابق

العملات الأجنبية لسوق الولايات المتحدة الأمريكية، كما أن قواعد القانون المتعلقة بتداول الملكية ستؤثر على البنوك الأمريكية على المستوى العالمي، إذ أن منافسة المكاتب الأمريكية للمؤسسات الأجنبية يمكن أن تحول عملية الملكية على الفور إلى البنوك الأوروبية والآسيوية، بمعنى أن الأحكام التي جاء بها قانون دود فرانك تعتبر تشديد كبير وكبح مالي يقلص من حرية البنوك والمؤسسات المالية غير المصرفية.

## خلاصة

في ظل الأزمة المالية العالمية لسنة 2008 برزت وبشكل جلي الاختلالات العميقة التي يعاني منها النظام المالي العالمي، الأمر الذي استدعى ضرورة إعادة بناء هيكل هذا النظام كأولوية للخروج من هذه الأزمة، حيث وجد صانعو القرار في الدول الليبرالية أنفسهم مضطرين لتطبيق سياسات اقتصادية للحكومة الدور الرئيسي في إدارة الاقتصاد والرقابة عليه، من خلال تبني أدوات استثنائية لسياسة نقدية جديدة عرفت بالسياسة النقدية غير التقليدية، التي حظيت بتطبيق واسع النطاق في اقتصاديات دول العالم.

كما أدت الأزمة المالية العالمية لسنة 2008 التي كانت تداعياتها متفاوتة على مختلف مناطق العالم، إلى إعادة توزيع ولو جزئي للقوة الاقتصادية في العالم ويظهر ذلك من خلال التغيرات الجوهرية في اتجاهات تدفقات رؤوس الأموال الدولية خاصة الاستثمار الأجنبي المباشر.

إضافة لذلك كان لأزمة المالية العالمية لسنة 2008 الأثر الكبير في إعادة صياغة التنظيم المالي العالمي وتعزيز البنين الدولي من خلال إصلاحات مالية شاملة جاءت بها اتفاقية بازل 3 التي فرضت قيود جديدة ومتشددة على البنوك تمثلت في ضرورة احتفاظ هذه الأخيرة باحتياطات رأس مال أعلى ومخصصات جديدة للسيولة وكل هذا من أجل تدعيم قدرة البنوك على مجابهة الأزمات في المستقبل وتجنب الإفلاس، كما كان للسياسات الاحترازية الكلية الدور الكبير في معالجة المخاطر النظامية التي كانت من أسباب حدوث الأزمة المالية العالمية لسنة 2008، هذا على المستوى الكلي، أما على مستوى الولايات المتحدة الأمريكية فقد كان لقانون دود فرانك الدور الكبير في إصلاح عمل البنوك والأسواق المالية الأمريكية وتنظيم عملها من خلال فرض قيود وقوانين متشددة وخلق مؤسسات جديدة للرقابة، وهذا كله لأجل تجنب الوقوع بأزمات مالية في المستقبل.

الختمة

وصفقت الأزمة المالية التي انفجرت في سنة 2008 بالأخطر والأعنف والأشمل، وقد تحولت إلى أزمة اقتصادية طالت كل الدول بدون استثناء، حيث كانت الشرارة الأولى لهذه الأزمة هي انفجار فقاعة القروض الرهنية الثانوية ذات الجدارة الائتمانية المنخفضة في الولايات المتحدة الأمريكية، وعلى غير المتوقع سرعان ما انتشرت هذه الأزمة بسبب تراجع أسعار العقار وامتد أثرها لتلحق أضراراً بالغة بالأسواق والمؤسسات المالية في النظام المالي المرتبطة بشكل مباشر أو غير مباشر بالاقتصاد الأمريكي، ومنه إلى بقية الاقتصاديات في العالم نتيجة الترابط والتحرير المالي السريع غير الوقائي مما فاقم من النتائج السلبية للأزمة المالية على الدول، وكرد فعل قامت أغلب دول العالم وعلى رأسها الولايات المتحدة الأمريكية بانتهاج سياسات نقدية ومالية جديدة وسن قوانين وتشريعات صارمة تنظم عمل البنوك والمؤسسات المالية بهدف التخفيف من تداعيات هذه الأزمة ومحاولة تجنب وقوع أزمات مستقبلية، هذه السياسات والتشريعات قوضت بشكل كبير من عمل البنوك والمؤسسات المالية.

## 1- النتائج:

من خلال معالجة هذا الموضوع تم التوصل إلى النتائج التالية:

### 1-1- النتائج النظرية:

- تشير الأزمات المتكررة إلى بعض الأسباب الرئيسية لوقوعها والتي من أهمها المضاربات الوهمية، والممارسات غير الأخلاقية وغير القانونية، والفشل في تنظيم السوق، وضعف الإفصاح والشفافية. كما أن توجه العالم نحو الانفتاح والتحرير المالي ومع زيادة الترابط بين الأسواق المالية الناشئة والأسواق المالية في البلدان المتقدمة زاد من حدة هذه الأزمات؛

- تركت الأزمة المالية العالمية لسنة 2008 آثاراً كبيرة على النظام المالي العالمي تمثلت أساساً في إفلاس العديد من البنوك والمؤسسات المالية، وتراجع البورصات العالمية وقيم العملات الرئيسية في العالم، كما أبرزت هذه الأزمة فشل النظام المالي في احتواء الأزمات المالية العالمية والاختلالات الكبيرة التي يعاني منها؛

- كشفت هذه الأزمة عن العديد من الاختلالات والضعف في النظام المالي الأمريكي أبرزها أن أنظمة وتشريعات الرقابة على احتياطات البنوك كانت هزيلة وغير فعالة، وكشفت أيضاً عن مدى أهمية توافر المعلومات في استقرار النظام المالي في وقت الأزمة، والتي يصعب الحصول عليها في ظل غياب المؤسسة التي تختص بتقديمها، كما كشفت هذه الأزمة عن ضرورة وجود جهة إقراض أو تمويل كملاذ أخير وذلك لدعم المؤسسات المالية التي تواجه مشكلة مؤقتة في السيولة؛

- رغم المزايا العديدة للتحرير المالي الذي يعمل على زيادة الكفاءة والمنافسة وتنوع المنتجات ونقل الخبرة الفنية والتكنولوجية، إلا أن الأزمة المالية العالمية لسنة 2008 بينت أنه يمكن أن يعرض النظام المالي بل الرأسمالي إلى خطر الانهيار وفي نفس الوقت يعرض البلدان لمخاطر وتحديات جديدة، مثل سرعة انتقال الآثار التي تحدثها الضغوط المالية في أجزاء أخرى من العالم على النظم المالية المحلية، بالإضافة إلى أنه يمكن أن تؤدي التدفقات المالية الداخلة إلى الإفراط في الإقدام على تحمل المخاطر وزيادة انكشاف المؤسسات المالية والأسر والشركات المحلية أمام مخاطر الصرف الأخرى، وهذه المسائل لا تُنقص من مبررات التحرير المالي ولكنها بالتأكيد تدعو إلى زيادة الوعي وتصميم وتنسيق السياسات الاحترازية على المستويين المحلي والدولي لضمان أن يتخذ التحرير المالي أشكالاً وميكانيزمات تحد من المخاطر وتعمل على تعظيم المنافع لجميع البلدان؛

### 1-2- النتائج التطبيقية:

- لقد أثبتت الأزمة المالية العالمية لسنة 2008 بأن السياسة النقدية والمالية التي كانت تطبقها البنوك المركزية سياسات ضعيفة وغير كفأة لتحقيق الاستقرار المالي في الظروف غير المتوقعة، لذلك قامت البنوك المركزية بتكثيف سياساتها والتي أصبحت أكثر تعقيداً من حيث الأهداف والأدوات أطلق عليها السياسة النقدية غير

التقليدية، هذه الأخيرة التي كان من آثارها زيادة كبيرة في الميزانيات العمومية للبنوك المركزية خاصة في الاقتصاديات الكبرى؛

- انخفاض تدفقات الاستثمارات الأجنبية المباشرة من وإلى الدول، ويرجع ذلك بالأساس إلى فقدان الثقة المتزايد في أداء الاقتصاد العالمي ولجوء الدول إلى تقليص حجم استثماراتها خارجيا لدعم السيولة والاستثمارات المحلية التي كانت اقتصادياتها في أمس الحاجة إليها، كما أُجبر القطاع الخاص على تقليص حجم الأموال المستثمرة في الخارج وتوجيه أمواله للاقتصاديات المحلية؛

- لقد أدت الأزمة إلى ثورة في إصلاح اللوائح المالية، حيث تمحورت هذه الإصلاحات في ثلاث مجالات رئيسية هي: تعزيز تنظيم السياسة الاحترازية الجزئية، تطوير تنظيم السياسة الاحترازية الكلية وكذا تكثيف التنظيم المالي، مما وفر استعدادات أفضل لأزمات مالية محتملة، لكن التحدي الأساسي يتمثل في إتمام تنفيذ هذه الإصلاحات ومراقبة تأثيرها على القطاع المالي؛

- لقد أدت تداعيات الأزمة المالية العالمية لسنة 2008 إلى إعادة النظر في الفلسفة التشريعية التجارية القائمة على مبدأ الحرية الاقتصادية، وذلك بإجراء العديد من الإصلاحات التشريعية التي أتاحت الفرصة للدولة بالتدخل لتنظيم الأسواق، هذه الإجراءات والسياسات تعتبر كبح مالي غير مسبوق قامت به الدول، وهي لا تمثل نهاية لمسار التحرير المالي بل هي إجراءات استثنائية فرضتها الضرورة لاستعادة الاستقرار المالي العالمي بعد الأزمة؛

- يعتبر قانون دود- فرانك ومقررات بازل 3 نقلة نوعية في التنظيم المالي الأمريكي والعالمي ومحاولة جادة لإصلاحه، حيث تضمننا العديد من الإصلاحات والإجراءات الصارمة على مختلف المستويات، والتي من خلالها تمت زيادة درجة الرقابة والإشراف على النظام المالي من قبل الحكومات، والحد من حرية الأسواق المالية التي أدت إلى حدوث الأزمة المالية العالمية لسنة 2008، إلا أن الحكم على نجاحهما في تحقيق الاستقرار المالي والمصرفي من عدمه لا يزال مبكرا لأنهما لا يزالان قيد التطبيق.

## 2- اختبار الفرضيات:

- تعددت الأسباب وراء تفاقم وانتشار الأزمات المالية، وتتمثل أهم تلك الأسباب في التحرير المالي غير المتدرج والسريع الذي ساهم بشكل كبير في سرعة انتقال هذه الأزمات عبر الأسواق المالية العالمية نتيجة الانفتاح والترابط بينها، وهذا ما يثبت صحة الفرضية الأولى؛

- نتيجة للآثار السلبية المتعددة التي خلفتها الأزمة المالية العالمية لسنة 2008، قامت مختلف الدول والحكومات باتخاذ إجراءات جديدة تمثلت في سن قوانين ولوائح تنظيمية محلية ودولية صارمة على عمل القطاع المالي والمصرفي أدت إلى كبح أنظمتها المالية بشكل كبير، وهذا ما يثبت صحة الفرضية الثانية؛

- إن إجراءات وسياسات الكبح المالي غير المسبوقة التي اتخذتها الدول كما الحكومات لا تمثل نهاية لمسار التحرير المالي بل هي إجراءات استثنائية فرضتها مصلحة استعادة الاستقرار المالي والاقتصادي كما أنها تدل على بداية تشكل نسخة جديدة للتحرير المالي أكثر استقرارا، وهذا ما ينفي صحة الفرضية الثالثة.

## 3- الاقتراحات:

بناء على ما سبق، وعلى ضوء النتائج المتوصل إليها من خلال هذه الدراسة، يمكن تقديم جملة من الاقتراحات من أجل الاستفادة:

- إعادة النظر في النظام المالي والمصرفي فكريا وممارسة حتى يتم ربط النشاط المالي بالقطاع الحقيقي من الاقتصاد؛

- إعادة النظر في طبيعة الأدوات المالية المستحدثة في البورصات حتى يتم إنشاء نظام معلومات للإنذار المبكر في الأسواق المالية وأسواق سعر الصرف للتنبؤ بالمشكلات قبل وقوعها؛

- إعادة النظر في السياسات المصرفية المتعلقة بإدارة السيولة والعائد، ومخاطر الائتمان، وكفاية رأس المال، حتى يتم التنفيذ الفعال والمستمر للقوانين والمعايير المحلية والدولية؛
  - الاستعداد والتحضير الكافي لحالات الانتكاس في الأسواق المالية والرواج المتزايد في منح الائتمان المصرفي، وذلك عن طريق استخدام السياسات المالية والنقدية التي تستطيع أن تتعامل مع تلك المشاكل من جهة، وتصميم نظام رقابة مصرفية يقوم بتعديل وتقليل درجة التقلبات وتركيز المخاطرة في منح الائتمان من جهة أخرى؛
  - لا بد من تحديث السياسة النقدية التقليدية من أجل تطبيقها بشكل كفاء مع تدقيق وتحليل تأثيراتها؛
  - الاستعداد الجيد والتهيئة الكاملة قبل تحرير السوق المالي والعمل على تحقيق الاستقرار في المتغيرات الاقتصادية الكلية؛
  - ضرورة الاستفادة من تجارب بعض الدول الناجحة في مجال التحرير المالي كالأرجنتين والشيلي والبلدان الآسيوية؛
  - ضرورة الحذر من المبالغة في التعامل بالمنتجات المالية المعقدة؛
  - يجب على صناع القرار التركيز على التنظيم الذي يكفل تكريس موارد كافية للإشراف والرقابة وإدارة المخاطر للتخفيف من المخاطر الناجمة عن الابتكارات المالية نتيجة تحرير الأسواق المالية؛
  - ضرورة إشراف الدولة على الاقتصاديات الوطنية، وإعادة النظر في الفرضيات الليبرالية التي تنادي بعدم تدخل الدولة في الاقتصاد؛
  - من الضروري أن يكون هناك تشريعات جيدة تقلل من فرص حدوث الأزمات، كما يجب أن تمتلك الحكومات بمؤسساتها القدرة على تطبيق هذه القوانين الجيدة تطبيقاً صحيحاً؛
  - لا بد من تنسيق الجهود الدولية لتنظيم اللوائح والقوانين والحد من الآثار السلبية للتحرير المالي.
- 4- آفاق الدراسة:

- من خلال دراستنا لهذا الموضوع وبناء على تأثيرات الأزمات المالية على سياسة التحرير المالي يمكن دراسة مواضيع أخرى ذات صلة بهذا البحث مثل:
- التصدي للأزمات المالية في ظل سياسات التحرير المالي والعولمة المالية؛
- فعالية السياسات النقدية والمالية في علاج الأزمات المالية.



قائمة

المراجع

## أولاً: المراجع باللغة العربية

## 1. الكتب:

- 1- إبراهيم أبو العلا وآخرون، الأزمة المالية العالمية، أسباب وحلول من منظور إسلامي، الطبعة الأولى، مركز النشر العلمي، جدة، المملكة العربية السعودية، 2009.
- 2- توفيق خير الدين خليفة خير الله، العولمة المالية ودورها في خلق الأزمات الاقتصادية- رؤية شرعية اقتصادية، الطبعة الأولى، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، مصر، 2015.
- 3- جواد كاظم البكري، فح الاقتصاد الأمريكي- الأزمة المالية 2008، الطبعة الأولى، مركز حمورابي للبحوث والدراسات الإستراتيجية، بغداد، العراق، 2011.
- 04- دايف كانساس، ترجمة جوان صفير فغالي، نهاية وول ستريت- معلومات عن أضخم أزمة مالية في التاريخ وسبل تخطيها، دار الكتاب العربي، بيروت، لبنان، 2010.
- 05- زياد حافظ، الأزمة المالية العالمية، الطبعة الأولى، مركز دراسات الوحدة العربية- السلسلة: أوراق عربية، بيروت، لبنان، 2012.
- 06- زينب صالح الأشوح، الأزمة الاقتصادية العالمية، هبة النيل العربية للنشر والتوزيع، مصر، 2010.
- 07- سليم مجلخ، الأزمة المالية والاقتصادية العالمية لسنة 2008 وآثارها على الدول النامية- دراسة حالة الجزائر، الطبعة الأولى، دار الكتاب الجامعي، الإمارات العربية المتحدة، 2016.
- 08- عبد الحكيم مصطفى الشرقاوي، العولمة المالية وإمكانات التحكم- عدوى الأزمات المالية، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، مصر، 2003.
- 09- عبد العزيز قاسم محارب، الأزمة المالية العالمية- الأسباب والعلاج، دار الجامعة الجديدة، الإسكندرية، مصر، 2011.
- 10- عبد القادر بلطاس، تداعيات الأزمات المالية العالمية- أزمة Sub-prime، دار النشر الأسطورة، الجزائر، 2009.
- 11- عبد الكريم شنجار العيساوي، عبد المهدي رحيم العويدي، السيولة الدولية في ظل الأزمات الاقتصادية والمالية، الطبعة الأولى، دار الصفاء للنشر والتوزيع، عمان، 2014.
- 12- عبد الله خبايا، الاقتصاد المصرفي، النقود، البنوك التجارية، البنوك الإسلامية، السياسة النقدية، الأسواق المالية، الأزمة المالية، الدار الجامعية الجديدة للنشر، الإسكندرية، مصر، 2013.
- 13- محمد صالح المنجد، الأزمة المالية، الطبعة الأولى، مجموعة زاد للنشر، المملكة العربية السعودية، 2009.
- 14- محمد عبد الوهاب العزاوي، عبد السلام محمد خميس، الأزمات المالية قديمها وحديثها أسبابها ونتائجها والدروس المستفادة، الطبعة الأولى، دار إثراء للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2010.
- 15- محي الدين عمرو، أزمة النمر الآسيوية الجذور والآليات والدروس المستفادة، الطبعة الأولى، دار الشروق، مصر، 2000.
- 16- مصطفى يوسف كافي، الأزمة المالية الاقتصادية العالمية وحوكمة الشركات (جذورها-أسبابها-تداعياتها-آفاقها)، الطبعة الأولى، مكتبة المجتمع العربي للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2013.

## 2- المقالات والمجلات والدوريات:

- 01- أحمد حسين بتال وآخرون، أثر التحرير المالي على رأس المال البشري في العراق دراسة قياسية للمدة 2005-2016، مجلة جامعة الأنبار للعلوم الاقتصادية والإدارية، المجلد 11، العدد 27، جامعة الأنبار، الرمادي، العراق، 2019.
- 02- آلن بليندر، مارك زاندي، ثمار التنشيط، مجلة التمويل والتنمية، العدد 4، صندوق النقد الدولي، ديسمبر 2010.
- 03- أمينة موسلي، عدوى الأزمات المالية، المجلة الجزائرية للعلوم والسياسات الاقتصادية، العدد 5، جامعة الجزائر 3، الجزائر، 2014.
- 04- إيمان طاهري، أثر التحرير المالي الخارجي على القيمة السوقية لسوق الأوراق المالية دراسة حالة مصر، لبنان وتونس (200-2017)، مجلة الإستراتيجية والتنمية، المجلد 10، العدد 2، جامعة ابن باديس، مستغانم، الجزائر، 2020.
- 05- بانايوتيس غافراس، لعبة التصنيف، مجلة التمويل والتنمية، المجلد 49، العدد 1، صندوق النقد الدولي، مارس 2012.
- 06- بلقاسم بن علال، دور التطور المالي في نجاح سياسة التحرير المالي المطبقة في الدول النامية- دراسة قياسية لحالة النظام المالي والمصرفي الجزائري (1990/2011)، مجلة البحوث الاقتصادية والمالية، العدد 2، جامعة أم البواقي، الجزائر، ديسمبر 2014.
- 07- تاديوس غالوينز، أين تذهب الاستثمارات، مجلة التمويل والتنمية، المجلد 48، العدد 3، صندوق النقد الدولي، سبتمبر 2011.
- 08- جون كيف، إصلاح تعوقه العراقيل، مجلة التمويل والتنمية، المجلد 52، العدد 2، صندوق النقد الدولي، جوان 2015.
- 09- جيف غوتليب وآخرون، فرض ضرائب على التمويل، مجلة التمويل والتنمية، المجلد 49، العدد 3، صندوق النقد الدولي، سبتمبر 2012.
- 10- خديجة تافاسست، مراد خروبي، الفترات الرئيسية لانتقال أثر التحرير المالي إلى النمو الاقتصادي، مجلة العلوم الإنسانية، المجلد 17، العدد 2، جامعة محمد خيضر، بسكرة، الجزائر، سبتمبر 2017.
- 11- خير الدين بوزرب وآخرون، تكييف الأنظمة المصرفية وفق معايير اتفاقية بازل 3- حالة الولايات المتحدة الأمريكية، مجلة الدراسات المالية والمحاسبية والإدارية، المجلد 5، العدد 1، جامعة العربي بن مهيدي، أم البواقي، الجزائر، جوان 2018.
- 12- خير الدين بوزرب، تقييم دور الولايات المتحدة الأمريكية في إصلاح النظام المالي العالمي بعد الأزمة المالية العالمية دراسة باستخدام نظرية الاستقرار بالهيمنة، مجلة العلوم الإنسانية، المجلد 26، العدد 4، جامعة قسنطينة 1، الجزائر، 2015.
- 13- زكية محلوس، نظرية التحرير المالي- مفاهيم وأسس، مجلة الدراسات المالية والمحاسبية، المجلد 7، العدد 7، جامعة حمة لخضر، الوادي، الجزائر، 2016.

- 14- سعيد بعزیز، طارق مخلوفي، إرساء معايير اتفاقية بازل 3 في النظم المصرفية كسبيل للاحتراز من الأزمات المالية – دراسة حالة الجزائر، مجلة المنهل الاقتصادي، المجلد 02، العدد 01، جامعة حمة لخضر، الوادي، الجزائر، 2019.
- 15- سيد ریحان زامل، أكبر مما يمكن تجاهله- يجب إعادة تقييم البنوك المؤثرة في النظام المالي، مجلة التمويل والتنمية، المجلد 46، العدد 4، صندوق النقد الدولي، ديسمبر 2009.
- 16- صاري علي، البنوك المركزية في الدول النامية وقدرتها على الممارسات غير التقليدية، مجلة الاقتصاد والمالية، المجلد 2، العدد 1، جامعة الشلف، الجزائر، 2016.
- 17- عبد الحليم عمار غربي، الأزمات الاقتصادية والمالية والمصرفية- رؤى وحلول، مجلة الاقتصاد الإسلامي العالمية، العدد 58، دبي، الإمارات العربية المتحدة، مارس 2017.
- 18- عبد الحميد بوشرمة، مقررات اتفاقية بازل 3 ومدى تطبيقها في الأنظمة المصرفية للدول العربية- دراسة حالة الجزائر والأردن، مجلة الإدارة والتنمية للبحوث والدراسات، العدد 13، جامعة لونيبي علي البليلة 02، الجزائر، جوان 2018.
- 19- علي عليوة، التحرير المالي وأثره على نمو القطاع الصناعي في الدول العربية، مجلة نماء للاقتصاد والتجارة، العدد 2، جامعة محمد الصديق بن يحيى، جيجل، الجزائر، ديسمبر 2017.
- 20- عمار عريس، مجدوب بحوصي، تعديلات مقررات لجنة بازل وتحقيق الإستقرار المصرفي، مجلة البشائر الاقتصادية، المجلد 3، العدد 1، جامعة طاهري محمد، بشار، الجزائر، مارس 2017.
- 21- عمر عبو، كمال قسول، دور السياسة النقدية غير التقليدية في تحفيز الاقتصاد- عرض تجارب دولية، مجلة الريادة لاقتصاديات الأعمال، المجلد 5، العدد 1، الجزائر، جانفي 2019.
- 22- فاطمة الزهراء سعدي، التحرير المالي المكاسب والمخاطر الناتجة عنه، مجلة الاقتصاد الجديد، المجلد 2، العدد 2، جامعة خميس مليانة، عين الدفلى، الجزائر، 2011.
- 23- فريد كورتل، كمال رزيق، الأزمة المالية- مفهومها، أسبابها وانعكاساتها على البلدان العربية، مجلة كلية بغداد للعلوم الاقتصادية الجامعة، المجلد 01، العدد 20، كلية بغداد للعلوم الاقتصادية الجامعة، العراق، 2009.
- 24- كارمن راينهارت وآخرون، الكبح المالي من جديد، مجلة التمويل والتنمية، المجلد 48، العدد 2، صندوق النقد الدولي، جوان 2011.
- 25- كمال العقريب، نادية بلوكاريف، تحرير حركة رؤوس الأموال وأثره على النمو الاقتصادي في مجموعة من الدول الصاعدة: دراسة قياسية باستخدام معطيات البائل خلال الفترة 1980-2014، مجلة الباحث، المجلد 19، العدد 1، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، الجزائر، 2019.
- 26- لورا كودريس، أديتيا نارين، إصلاح عيوب النظام، مجلة التمويل والتنمية، المجلد 49، العدد 2، صندوق النقد الدولي، جوان 2012.
- 27- لويس جاكوميه، إرنلد نير، حماية الكل، مجلة التمويل والتنمية، المجلد 49، العدد 1، صندوق النقد الدولي، مارس 2012.
- 28- مارك ستون وآخرون، سلوك غير تقليدي، مجلة التمويل والتنمية، المجلد 48، العدد 3، صندوق النقد الدولي، سبتمبر 2011.

- 29- محمد رضا بوسنة، الأزمة المالية العالمية و عيار بازل 3، مجلة أبحاث اقتصادية وإدارية، العدد 13، جامعة محمد خيضر، بسكرة، الجزائر، جوان 2013.
- 30- محمد رضا بوشياخي، التحرير المالي عامل لهشاشة النظام البنكي في البلدان النامية، المجلة الجزائرية للاقتصاد والإدارة، المجلد 6، العدد 1، جامعة معسكر، الجزائر، 2015.
- 31- محمد زكريا بن معزو، كمال حمانة، قياس العلاقة بين التحرير المالي والنمو الاقتصادي في الجزائر باستخدام مؤشر (KAOPEN) دراسة قياسية (1970-2010)، مجلة الباحث، المجلد 13، العدد 13، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، الجزائر، 2013.
- 32- موسى رحماني، مريم زايدي، اتفاقية بازل 3 كمدخل علمي لتطوير نموذج لاحتساب كفاية رأس المال في المصارف الإسلامية، مجلة دفاتر اقتصادية، العدد 01، جامعة زيان عاشور، الجلفة، الجزائر، 2016.
- 33- ناجي التوني، الأزمات المالية، سلسلة دورية تعنى بقضايا التنمية في الأقطار العربية، العدد 29، الكويت، ماي 2004.
- 34- نبيل بهوري، مقترحات إتفاقية بازل 3 للوقاية من الأزمات البنكية لتعزيز استقرار النظام المالي في ظل الإطار العولمي الجديد، مجلة اقتصاد المال والأعمال، العدد 7، المركز الجامعي عبد الحفيظ بوالصوف، ميله، الجزائر، سبتمبر 2018.
- 35- نزهان محمد سهو، الأزمة المالية العالمية الراهنة المفهوم، الأسباب، التداعيات، مجلة الإدارة والاقتصاد، العدد 83، جامعة المستنصرية، العراق، 2010.
- 36- نور الدين جليد، تصميم نظام الإنذار المبكر و عدوى الأزمات المالية، مجلة علوم الاقتصاد والتسيير والتجارة، المجلد 1، العدد 28، جامعة الجزائر 3، الجزائر، 2013.
- 37- هورهيه إيفان كاناليس وآخرون، قصة منطقتين، مجلة التمويل والتنمية، العدد 1، صندوق النقد الدولي، مارس 2010.
- 38- وسام شيلي، عبد المجيد قدي، تجربة القطاع المصرفي اللبناني في تطبيق اتفاقية بازل 3، مجلة الإستراتيجية والتنمية، المجلد 08، العدد 15 مكرر، جامعة عبد الحميد بن باديس، مستغانم، الجزائر، ديسمبر 2018.
- 39- وفاء سبكي، كريم بوروشة، أثر التحرير المالي على النمو الاقتصادي دراسة قياسية لعينة من دول MENA باستخدام معطيات البائل خلال الفترة (1990-2015)، مجلة دفاتر اقتصادية، المجلد 10، العدد 2، جامعة زيان عاشور، الجلفة، الجزائر، 2018.
2. الرسائل الجامعية:
- 1- إيمان محمود عبد اللطيف، الأزمة الاقتصادية والمالية العالمية والإستراتيجيات اللازمة لمواجهتها، أطروحة دكتوراه غير منشورة في الاقتصاد العام، جامعة سانت كليمينتس العالمية، العراق، 2011.
- 2- بلال بوبلوطه، أثر تحرير سعر الفائدة على الاقتصاد الجزائري الفترة 2000-2008، مذكرة ماجستير غير منشورة في العلوم الاقتصادية، جامعة الجزائر 3، الجزائر، 2011.

- 3- حمزة دبار، انعكاسات الأزمة المالية العالمية على الأمن الغذائي في الوطن العربي- دراسة تحليلية وفق نموذج (swot)، مذكرة ماجستير غير منشورة في العلوم الاقتصادية، جامعة محمد خيضر، بسكرة، الجزائر، 2013.
- 4- خالدية بلعجين، قياس وتحليل مدى إدراك موظفو البنوك لأثر التحرير المالي والمصرفي على الجهاز المصرفي الجزائري، مذكرة ماجستير غير منشورة في العلوم الاقتصادية، جامعة وهران، الجزائر، 2010.
- 5- خديجة تافساست، تحرير القطاع المالي وأثره على النمو الاقتصادي دراسة قياسية في الجزائر خلال الفترة 1990-2013، أطروحة دكتوراه غير منشورة في العلوم الاقتصادية، جامعة الحاج لخضر، باتنة، الجزائر، 2017.
- 6- خديجة لطروش، تحليل الأزمات المالية العالمية أي أثر على الاقتصاد الجزائري، مذكرة ماستر غير منشورة في العلوم الاقتصادية، جامعة عبد الحميد بن باديس، مستغانم، الجزائر، 2017.
- 7- رفيقة صباغ، الأزمة المالية العالمية وأثرها على الدول النامية- دراسة تحليلية لأثر أزمة الرهن العقاري على اقتصاديات دول مجلس التعاون لدول الخليج العربي، أطروحة دكتوراه غير منشورة في العلوم الاقتصادية، جامعة أبو بكر بلقايد، تلمسان، الجزائر، 2014.
- 8- سيدي محمد شكوري، التحرير المالي وأثره على النمو الاقتصادي دراسة حالة الجزائر، مذكرة ماجستير غير منشورة في العلوم الاقتصادية، جامعة أبي بكر بلقايد، تلمسان، الجزائر، 2006.
- 9- عبد الرحيم عامر، أهمية النظام المالي والاستثمار الأجنبي المباشر في التوجه الاقتصادي الجديد في سياسات التنمية- دراسة حالة الجزائر، أطروحة دكتوراه غير منشورة في علوم الاقتصادية، جامعة جيلالي ليايس، سيدي بلعباس، الجزائر، 2017.
- 10- عبد الرزاق إبراهيم شبيب الفهداوي، تحليل أثر سياسات التحرير المالي في أداء الأسواق المالية لمجموعة من الدول النامية مع إشارة خاصة للعراق للمدة (2004-2017)، أطروحة دكتوراه غير منشورة في العلوم الاقتصادية، جامعة الأنبار، العراق، 2019.
- 11- عبد الرزاق سلام، القطاع المصرفي الجزائري في ظل العولمة تقييم الأداء ومتطلبات الإصلاح، أطروحة دكتوراه غير منشورة في علوم التسيير، جامعة الجزائر3، الجزائر، 2012.
- 12- فارس بن رقرق، مواجهة الأزمة المالية العالمية بين تدابير صندوق النقد الدولي وخطة الإنقاذ الأمريكية، مذكرة ماجستير غير منشورة في العلوم الاقتصادية، جامعة سطيف1، الجزائر، 2013.
- 13- فاطمة الزهراء طلحاوي، أثر التحرير المالي على أداء القطاع البنكي الجزائري دراسة قياسية (2000-2016)، أطروحة دكتوراه غير منشورة في العلوم الاقتصادية، جامعة أحمد دراية، أدرار، الجزائر، 2018.
- 14- فضيلة زواوي، التحرير المالي وانعكاساته على المنظومة البنكية الجزائرية، أطروحة دكتوراه غير منشورة في علوم التسيير، جامعة امحمد بوقرة، بومرداس، الجزائر، 2016.
- 15- فطيمة لبعل، انعكاسات الأزمة المالية العالمية لسنة 2008 على الصادرات النفطية للدول العربية، أطروحة دكتوراه غير منشورة في العلوم الاقتصادية، جامعة محمد خيضر، بسكرة، الجزائر، 2017.

16- محمد الأمين وليد طالب، دور السياسة النقدية في معالجة الأزمات المالية " حالة البنك المركزي الأوروبي (BCE) والأزمة المالية 2007-2008"، أطروحة دكتوراه غير منشورة في العلوم الاقتصادية، جامعة محمد خيضر، بسكرة، الجزائر، 2016.

17- مختار بوضياف، أثر التحرير المالي على السياسة النقدية في الجزائر للفترة (1990-2010)، مذكرة ماجستير غير منشورة في العلوم الاقتصادية، جامعة الدكتور يحي فارس، المدية، الجزائر، 2012.

18- مروة ساكري، تداعيات الأزمة المالية العالمية على الاقتصاديات العربية- دراسة حالة الجزائر والإمارات العربية المتحدة، مذكرة ماستر غير منشورة في العلوم الاقتصادية، جامعة محمد خيضر، بسكرة، الجزائر، 2013.

19- ميمونة داودي، ظهور الأزمات المالية- دراسة أزمة الكساد الكبير(1929-1933) والأزمة المالية (2007-2008)، مذكرة ماجستير غير منشورة في العلوم الاقتصادية، جامعة وهران، الجزائر، 2014.

20- نادية العقون، العولمة الاقتصادية والأزمات المالية "الوقاية والعلاج" دراسة لأزمة الرهن العقاري في الولايات المتحدة الأمريكية، أطروحة دكتوراه غير منشورة في العلوم الاقتصادية، جامعة الحاج لخضر، باتنة، الجزائر، 2013.

21- نور محمد فواز العقاد، الأزمة المالية العالمية وأثرها في السيولة في المصارف- دراسة تطبيقية على المصرف التجاري السوري، مذكرة ماجستير غير منشورة في إدارة الأعمال، جامعة دمشق، سوريا، 2014.

22- نورة زيان، أثر سياسة التحرير المالي على النمو الاقتصادي في الجزائر دراسة تحليلية قياسية ومقارنة مع بعض الدول النامية خلال الفترة 1980-2015، أطروحة دكتوراه غير منشورة في العلوم الاقتصادية، جامعة زيان عاشور، الجلفة، الجزائر، 2019.

### 3. الملتقيات والمؤتمرات والندوات:

01- زهية كواش، فتحية بن حاج جيلالي مغراوة، الأزمات المالية وعلاقتها بسعر الفائدة، الملتقى الدولي الثاني حول الأزمة المالية الراهنة والبدائل المالية والمصرفية- النظام المصرفي الإسلامي نموذجاً، المركز الجامعي خميس مليانة، عين الدفلى، الجزائر، أيام 5-6 ماي 2009.

02- سمير بوعافية، مصطفى قريد، التعامل بالمشتقات المالية كأحد عوامل ظهور الأزمة العالمية الحالية، الملتقى العلمي الدولي حول الأزمة المالية الإقتصادية الدولية والحوكمة العالمية، جامعة فرحات عباس، سطيف، الجزائر، أيام 20-21 أكتوبر 2009.

03- عبد الحق بوعتروس، محمد سبتي، السياسة النقدية والأزمة المالية الراهنة، الملتقى العلمي الدولي حول الأزمة المالية والاقتصادية الدولية، جامعة فرحات عباس، سطيف، الجزائر، أيام 20-21 أكتوبر 2009.

04- عبد الغني حريري، دور التحرير المالي في الأزمات والتعثر المصرفي، الملتقى العلمي الدولي حول الأزمة المالية والاقتصادية الدولية والحوكمة العالمية، جامعة فرحات عباس، سطيف، الجزائر، أيام 20-21 أكتوبر 2009.

05- عبد القادر بربيش، محمد طرشي، التحرير المالي وعدوى الأزمات المالية، الملتقى الدولي الثاني حول الأزمة المالية الراهنة والبدائل المالية والمصرفية- النظام المصرفي الإسلامي نموذجاً، المركز الجامعي خميس مليانة، عين الدفلى، الجزائر، يومي 5-6 ماي 2009.

06- كمال بن موسى، عبد الرحمان بن ساعد، الأزمة المالية العالمية وتداعياتها على البنوك الإسلامية، الملتقى الدولي حول الاقتصاد الإسلامي- واقع ورهانات المستقبل، المركز الجامعي غرداية، الجزائر، يومي 23- 24 فبراير 2011.

07- محمد بربري، محمد طرشي، التحرير المالي والمصرفي كألية لزيادة القدرة التنافسية للبنوك الجزائرية في الجزائر، المؤتمر العلمي الدولي الثاني حول إصلاح النظام المصرفي الجزائري في ظل التطورات الراهنة، جامعة ورقلة، الجزائر، أيام 11-12 مارس 2008.

08- هند مهداوي وآخرون، تحديات ورهانات المصارف الإسلامية في ظل الأزمة المالية، الملتقى الدولي الأول بعنوان الاقتصاد الإسلامي- الواقع ورهانات المستقبل، المركز الجامعي غرداية، الجزائر، يومي 23-24 فيفري 2010.

#### 4. التقارير:

01- مؤتمر الأمم المتحدة للتجارة والتنمية، تقرير الإستثمار العالمي، الأمم المتحدة، السنوات: 2003، 2004، 2005، 2006، 2007، 2008، 2009، 2010، 2011، 2012، 2013، 2014، 2015، 2016، 2019.

02- صندوق النقد العربي، الأزمة المالية العالمية وتداعياتها على الإقتصادات العربية، ديسمبر 2008.

03- مؤتمر الأمم المتحدة للتجارة والتنمية، تقرير التجارة والتنمية 2012، الأمم المتحدة، نيويورك وجنيف، 2012.

04- مؤتمر الأمم المتحدة للتجارة والتنمية، تقرير التجارة والتنمية 2013، الأمم المتحدة، نيويورك وجنيف، 2013.

#### 5. المواقع الإلكترونية:

01- أحمد سمير، شرح شهادة ال CMA ، متاح على الموقع:

[https://www.mediafire.com/file/nfrqy19s6o7u9t1/CMA - Section B.3\\_%282%29 - part 2 Lecture No.21 - Ahmed Samir.pdf/file](https://www.mediafire.com/file/nfrqy19s6o7u9t1/CMA_-_Section_B.3_%282%29_-_part_2_Lecture_No.21_-_Ahmed_Samir.pdf/file) , le 26/10/2020, h17:36.

02- حمد مدياني، فاطمة الزهراء طلحاوي، أثر سياسات التحرير المالي على النمو الاقتصادي لدى دول منظمة التعاون الاسلامي، متاح على الموقع:

<http://dsr.alistiqlal.edu.ps/file/files/91.pdf>, le 01/06/2020, h 13:45

03- دايفد هال، لماذا نحن بحاجة ماسة إلى الإنفاق العام، جامعة غرنتش، متاح على الموقع:

<http://www.world-psi.org/sites/default/files/documents/research/ar-psiru>, le 07/09/2020, h 15:23

04- عبد السلام زايدي، مقران يزيد، انعكاسات الأزمة المالية على الاقتصاديات العربية (الجزائر، تونس، المغرب، ليبيا، مصر)، متاح على الموقع:

[http://liefpedia.com/arab/wp-content/uploads/2009/12 !, le 30/05/2020](http://liefpedia.com/arab/wp-content/uploads/2009/12!/le_30/05/2020), h 14:35

05- عبد الله بن ربيعان، الأزمة المالية العالمية- الدروس المستفادة، متاح على الموقع:

<http://www.maaal.com/archives/20170901/96079> , le 30/05/2020 , h 17:12

06- لي جونج وا، طريق العودة للسياسة النقدية، متاح على الموقع :

<http://www.alkhaleej.ae/analyzesandopinions/page/980602b5-42e6-43d9-ae>, le 05/09/2020,

h12 :18.

07- محمد صالح مظهر، دروس في الأزمة المالية الدولية- قاعدة فولكر، متاح على الموقع:



<https://www.google.com/url?sa=t&source=web&rct=j&url=https://m.ahewar.org/s.asp%3Faid%3D621940%26r%3D0&ved=2ahUKEwjzu5zwgofsAhVJhRoKHdZUAnMQFjADegQIAxAB&usg=AOvVaw2RQwLONAWUuCyaPXhSLmNN&csid=1601130628844>, le 15/09/2020, h20:15.

08- حمد بن بوزيان، سيدي محمد شكوري، التحرير المالي وأثره على النمو الاقتصادي – دراسة حالة الجزائر، متاح على الموقع:

<https://www.univ-tlemcen.dz>, le 26/08/2020, h 14:50

#### ثانيا: المراجع باللغة الأجنبية

- 01- Pablo Bustelo, **Global and domestic factors of financial crises in emerging economies: Lessons from the East Asian episodes (1997-1999)** paper No16 , November 1999.
- 02- Bumba Mukherjee, David Singer ,**International Institutions and Domestic Compensation: The IMF and the Politics of Capital Account Liberalization**, American journal of Political Science, Volume54, N°1, January2010.
- 03- Mohamed jaber chebbi, **Existe-t-il un lien entre la libéralisatio financière et les crises Bancaires dans les pays émergents?** Eurisco, Université paris Dauphine, cahier,n°-17, 2005.
- 04- Basel Committee on Banking Supervision, **Global Systelically Important Banks- Updated Assessment Methodology and the Higher Loss Absorbency Requirement s**, July 2013.
- 05- Sanjay Anand, **Essentials of the Dodd-Frank Act**, John Wiley & Sons, Inc, New Jersey, United States of America, 2011.

المُلخَص

## المُلخَص بِاللُغَةِ الْعَرَبِيَّةِ

لقد حاولنا من خلال هذه الدراسة معالجة موضوع في غاية الأهمية، والمتعلق بأثر الأزمات المالية على التحرير المالي، حيث اقتصرنا على تحليل أثر الأزمة المالية العالمية لسنة 2008 على التحرير المالي، وللإلمام بهذا الموضوع أكثر تم طرح الإشكالية التالية: ما مدى تأثير الأزمة المالية العالمية لسنة 2008 على سياسة التحرير المالي؟ وذلك بهدف:

- إبراز وتحليل علاقة التحرير المالي غير المتدرج بالأزمات المالية؛
- إبراز وتحليل دور الأزمة المالية العالمية لسنة 2008 في تراجع سياسات التحرير المالي في مقابل بروز وتصاعد سياسات الكبح المالي المنتهجة من طرف الدول؛
- تقييم وتحليل سياسات الكبح المالي المنتهجة بعد الأزمة المالية العالمية لسنة 2008 من حيث أنها يمكن اعتبارها مجرد ردود أفعال قصيرة الأجل أم أنها تترجم اتجاهات جديدة تعبر عن بداية التخلي عن سياسات التحرير المالي.

وقد تم التوصل إلى النتائج التالية:

- رغم المزايا العديدة للتحرير المالي إذ يقوم بتسهيل انتقال رؤوس الأموال ما يجذب الاستثمارات الأجنبية ويساهم في النمو الاقتصادي للدول، إلا أنه يمكن اعتبار التحرير المالي خصوصا غير المتدرج منه سببا مباشرا في سرعة انتقال الأزمات عبر الأسواق المالية العالمية نتيجة الانفتاح والترابط الموجود بينها؛
- قيام مختلف الدول والحكومات نتيجة للأثار السلبية المتعددة التي خلفتها الأزمة المالية العالمية لسنة 2008، باتخاذ إجراءات جديدة تمثلت في سن قوانين ولوائح تنظيمية محلية ودولية صارمة على عمل القطاع المالي والمصرفي تمثلت أهمها في مقررات بازل 3 والسياسات الاحترازية الكلية وقانون دود-فرانك، أدت هذه اللوائح والقوانين إلى كبح الأنظمة المالية للدول بشكل كبير؛
- إن إجراءات وسياسات الكبح المالي غير المسبوقة التي اتخذتها الدول لا تمثل نهاية لمسار التحرير المالي بل هي إجراءات استثنائية فرضتها مصلحة استعادة الاستقرار المالي والاقتصادي.
- الكلمات المفتاحية:** الأزمات المالية، الأزمة المالية العالمية لسنة 2008، التحرير المالي، الكبح المالي، بازل 3، قانون دود-فرانك، الاستثمار الأجنبي، السياسة النقدية والمالية، التنظيم المالي.

**Abstract :**

In this study, we tried to discuss a very important topic that is concerned within the effect of financial crises on financial liberalization, our study focused on the analysis of the effect of international financial crisis 2008 on financial liberalization, we supposed the following hypothesis to be an interesting topic : what is the extent of the impact of international financial crisis 2008 on the financial liberalization policy ?

It aims to :

- Show and analyse the relationship of financial liberalization which is not concerned with financial crises ;
- Show and analyse the role of international financial crisis 2008 on the fallback or decrease of financial liberalization instead of show and decrease of financial restraint policies that are followed from countries ;
- To evaluate and analyse financial restraint policies which are followed after international financial crisis 2008 in which we may consider it only a reactions of short-term actions or it may translate a new directions which represent the beginning of stop the financial liberalization policies.

In this study, we arrived at the following results :

- Although many benefits of financial liberalization in which it facilitates the movement of capital that provides foreign investments and helps in economic development to the countries, it may consider financial liberalization especially which is not constraint a direct reason in fastness of the movement of crises around the international financial markets as a result of the open and interrelation between them ;
- Many countries and governments have taken many executions as a result of many negative impacts that the international financial crisis 2008 have caused. These executions were represented in making laws and local organizing lists and strictive international ones on the work of financial and banking sector, the most important ones represent Bazel 3 decisions, and the whole guarding policies, Dodd Frank law, these lists and laws led to control financial systems of countries much ;
- These executions and financial constraint policies which have taken by some countries do not represent the end of financial liberalization trail but they are exceptional decisions have posed the benefits of getting back the financial and economic stability.

**Key words :** financial crises, international financial crisis 2008, financial liberalization, financial constraint, Bazel 3, Dodd Frank law, foreign investment, monetary and financial policy, financial organization.