

دور متغيرات السياسة المالية في استقرار أسواق الأوراق المالية وتحقيق التنمية الاقتصادية

د. سعاد بوشلوش *

الملخص:

تؤدي السياسة المالية بأدواتها المختلفة دوراً رئيسياً في تحقيق الأهداف الاقتصادية العامة للدولة، وأهمها الاستقرار الاقتصادي وزيادة معدلات النمو، وتعد الأسواق المالية أفضل القناة لتنفيذ السياسة المالية للدولة، حيث تعد هذه الأخيرة المرآة العاكسة للوضع الاقتصادي العام، كما أن استقرارها يعد مقياساً لمدى نجاح السياسات الاقتصادية المتبعة. وفي هذا الإطار، يمكن أن تساهم متغيرات السياسة المالية المتمثلة في الانفاق العام، الضرائب، تمويل عجز الميزانية وإدارة الدين العام في تطوير واستقرار أسواق الأوراق المالية وتحقيق التنمية الاقتصادية.

الكلمات المفتاحية: السياسة المالية، الأسواق المالية، أسواق الأوراق المالية، التنمية الاقتصادية، الانفاق العام، الضرائب، تمويل عجز الميزانية، إدارة الدين العام.

Abstract :

Financial policy, with its various tools, play a key role in achieving the state general economic objectives, and the most important ones are: economic stability and increasing growth rates, and financial markets are considered as the best channel for the implementation of the state financial policy, as this last is the reflective mirror of the overall economic situation, moreover its stability is a measuring scale of the extent of the success of the economic policies adopted. In this context, the financial policies variables, consisting in public spending, taxes, financing of the budget deficit and public debt management can contribute in development and stability of securities markets, and achieve economic development.

Key words: Financial policy, financial markets, securities markets, economic development, public spending, taxes, budget deficit financing, public debt management.

* أستاذة محاضرة - ب - جامعة محمد بوقرة - بومرداس.

تعتبر السياسة المالية على وسائل تمويل الإنفاق الحكومي من أجل تحقيق التوازن الاقتصادي والاجتماعي، وتعد الأسواق المالية أفضل القناة لتنفيذ السياسة المالية للدولة، إذ تعمل على توفير السيولة اللازمة لتسيير عملية النمو الاقتصادي وزيادة معدلاته، وكذلك توفير الموارد المالية اللازمة لتمويل الإنفاق الحكومي المتزايد والذي يعمل بدوره على تسهيل وإدامة عملية التنمية الاقتصادية. وفي هذا الإطار، تمارس متغيرات السياسة المالية المتمثلة في الإنفاق العام، الضرائب، تمويل عجز الميزانية وإدارة الدين العام تأثيرات متعددة ومتباينة ومختلفة الاتجاهات على أسواق الأوراق المالية، والتي يمكن أن تساهم في تثبيتها واستقرارها. وعليه، يمثل هدف هذه الورقة البحثية في توضيح الدور الذي يمكن أن تؤديه متغيرات السياسة المالية في استقرار سوق الأوراق المالية من خلال تطويرها وتنميتها، بالإضافة إلى توضيح أثر ذلك على عملية التنمية الاقتصادية، وذلك من خلال المحاور الآتية: السياسة المالية والتنمية الاقتصادية، استقرار سوق الأوراق المالية وعلاقته بالتنمية الاقتصادية، دور السياسة المالية في تنمية سوق الأوراق المالية.

المحور الأول: السياسة المالية والتنمية الاقتصادية

تعتبر السياسة المالية من الوسائل الهامة للتدخل في النشاط الاقتصادي، إذ تستطيع الدولة من خلالها تكييف مستويات الإنفاق العام والإيرادات العامة، والتأثير في التنمية الاقتصادية وتحقيق الرفاهية الاقتصادية والعدالة الاجتماعية.

1- آلية عمل السياسة المالية

تعد السياسة المالية وسيلة من الوسائل الرئيسية الهامة لتحقيق التوازن والاستقرار الاقتصادي، ويمكن للحكومة معالجة الفجوة الركودية والفجوة التضخمية عن طريق استخدام أدوات السياسة المالية كما يلي:

1-1 حالة الكساد (حالة وجود فجوة ركودية)

الكساد هو ظاهرة اقتصادية يكون فيها مستوى الطلب الكلي منخفضاً عن مستوى العرض الكلي، فتبدو في الاقتصاد المظاهر الموالية¹:

- انخفاض حجم الطلب الكلي في الاقتصاد الوطني.

- انخفاض حجم الاستثمار الحكومي والاستثمار الخاص نتيجة انخفاض مستوى الكفاية الحدية لرأس المال.

1- كنعان علي، المالية العامة والإصلاح المالي في سورية، دار الرضا للنشر والتوزيع، دمشق، 2003، ص: 207.

- ازدياد معدل نمو البطالة وانخفاض دخول العمل وهجرة رؤوس الأموال إلى الخارج بحثاً عن فرص عمل أو استثمار أفضل
- انخفاض المستوى العام للأسعار وارتفاع القيمة الحقيقية للعملة الوطنية.
- هذه المظاهر السابقة تتطلب قيام الحكومة بالبدء بسياسة مالية توسعية تعمل على تلافي تعمق الركود، والبدء بحركة توسعية تعمل على رفع مستوى الطلب الكلي ومنها¹:
- زيادة حجم الإنفاق العام الاستهلاكي والاستثماري الذي يؤدي إلى زيادة حجم الإنفاق الكلي.
- تشجيع الاستثمار الخاص إما بتقديم إعفاءات ضريبية أو إعانات للمنتجين لزيادة فرص التشغيل وتخفيض البطالة.
- تقديم إعانات للمصدرين لزيادة حجم التصدير، وزيادة حجم التشغيل في عناصر الإنتاج.
- زيادة حجم القروض العامة بهدف تمويل المشاريع العامة والخدمات الاجتماعية.

1-2 حالة التضخم (حالة وجود فجوة تضخمية)

- التضخم هو الزيادة عرض النقود بالقياس إلى قيمة السلع والخدمات المعروضة في السوق، وهو أيضاً الزيادة في المستوى العام للأسعار والتي تستمر لفترة معينة في أحد الاقتصاديات²، ومن ثم، فالتضخم هو ارتفاع مستوى الطلب الكلي عن مستوى العرض الكلي، مما يؤدي إلى ارتفاع المستوى العام للأسعار، وبوجود التضخم يجب أن تقوم الحكومة بإتباع سياسة مالية انكماشية تسعى من خلالها إلى تخفيض حجم الطلب الكلي وكبح ارتفاع الأسعار وذلك عن طريق³:
- تخفيض الإنفاق العام وترشيده: وتعتبر هذه الطريقة مباشرة، فتخفيض الإنفاق العام سيؤدي إلى انخفاض الطلب الاستهلاكي وذلك بوجود أثر المضاعف، وبالتالي انخفاض الطلب الكلي وهذا ما يكبح ارتفاع المستوى العام للأسعار.

1- مجيد ضياء، النظرية الاقتصادية، التحليل الاقتصادي الكلي، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية، 1999، ص ص: 149-150.

2- شحود عزيز، زنبوع محمود، المشكلات الاقتصادية المعاصرة، كلية الاقتصاد، منشورات جامعة تشرين، سورية، 1997، ص: 49.

3 <http://www.dcci.gov.ae/content/Currency/The-effects-of-establishing-a-monetary-union-on-monetary-and-financial-policies.doc>

- زيادة حصيلة الدولة من الضرائب وتعبئة أكبر قدر ممكن من المدخرات بغية القضاء أولاً على عجز الميزانية العامة، وثانياً التخفيض في دخول الأفراد وبالتالي التخفيض في الإنفاق الخاص، وهذا ما يؤدي إلى تخفيض الطلب الكلي، فتم كبح ارتفاع المستوى العام للأسعار (وهي الطريقة غير المباشرة لتخفيض حجم الطلب الكلي).

2- دور السياسة المالية في تحقيق التنمية الاقتصادية

تطوي التنمية الاقتصادية على تغير في هيكل توزيع الدخل، وتغير في هيكل الإنتاج وفي نوعية السلع والخدمات المقدمة للأفراد، إلى جانب التغير في كمية السلع والخدمات التي يحصل عليها الفرد في المتوسط، وبالتالي التنمية الاقتصادية لا تركز على التغير الكمي فقط، بل تمتد لتشمل التغير النوعي والهيكل¹. وتهدف السياسة المالية في الدول النامية بشكل أساسي توفير الحاجيات الأساسية لأفراد المجتمع، وزيادة الدخل الحقيقي المتوسط للفرد عن طريق زيادة كفاءة استخدام الموارد الطبيعية والبشرية والمعدات الرأسمالية الإنتاجية والكفاءات التنظيمية، مما يؤدي إلى زيادة موارد المجتمع، أي زيادة دخله الحقيقي، وبالتالي زيادة نصيب الفرد من الدخل الحقيقي، ومنه تستخدم السياسة المالية في اقتصاديات الدول النامية كجزء مكمل لخطط التنمية مع إمكانية القيام بالتعديلات التركيبية المناسبة في الاقتصاد².

وتعتمد الدول النامية على السياسة المالية أكثر من اعتمادها على السياسة النقدية وذلك لافتقارها إلى أسواق رأسمالية حقيقية، مما يجعل أدوات السياسة النقدية غير قادرة على تحقيق أهداف السياسة الاقتصادية. وبالتالي فالسياسة المالية لها دور كبير في تحريك عجلة الاقتصاد في الدول النامية، وتميز السياسة المالية باتساع وتنوع مجالات تأثيرها في الدول النامية؛ وبالتالي يمكن عن طريق السياسة المالية التأثير على³:

- حجم الاستثمار بصورة عامة والاستثمار في السلع الرأسمالية بصورة خاصة، وذلك عن طريق زيادة الإنفاق الحكومي والإعفاءات أو الامتيازات الضريبية التي تمنح للاستثمارات في مجالات معينة دون غيرها؛

- مدى وفرة كفاءات المؤسسات الخدمية التي تزود المواطنين بما يحتاجون من خدمات مختلفة، وبالتالي فإنها تؤدي دوراً هاماً في تحديد مستوى الرفاه الاقتصادي

1- هيفاء غدير غدير، السياسة المالية والنقدية ودورها التنموي في الاقتصاد السوري، منشورات الهيئة العامة السورية للكتاب، وزارة الثقافة، دمشق، 2010، ص: 94.

2- غازي عبد الرزاق النقاش، المالية العامة (تحليل أسس الاقتصاديات المالية)، دار وائل للطباعة والنشر والتوزيع، عمان، الأردن، ص: 37.

3- محمود حسين الوادي، زكريا أحمد عزام، المالية العامة والنظام المالي في الإسلام، ط 1، دار المسيرة للنشر والتوزيع، عمان، 2000، ص: 18.

والاجتماعي في الدولة.

- مدى وفرة فرص العمل للمواطنين وتأمين حصولهم على حد أدنى من الدخل يحقق لهم مستوى معيشي مناسب¹.

- التأثير على تنوع مصادر الدخل الوطني بتنوع مجالات استثمار الفوائض المالية المحققة وعدم الاعتماد على مصدر واحد

وتؤدي السياسة المالية دورا هاما في تحقيق الاستقرار الاقتصادي سواء في فترات الكساد أو في فترات الراج، نظرا لتأثيرها في كل من مستوى التشغيل ومستوى الأسعار ومستوى الدخل الوطني، ويمكن إرجاع أسباب ومصادر الإختلالات والتقلبات الاقتصادية التي تعصف بالاستقرار الاقتصادي في أي مجتمع من المجتمعات إلى نوعين من الأسباب، مع أسباب أخرى خاصة باقتصاديات الدول المتخلفة²:

- ظهور زيادة أو عجز في الطلب الكلي في الاقتصاد الوطني؛

- وجود قوى احتكارية تخرج على قواعد المنافسة وتمتع بقدرة كبيرة على تحديد الأسعار والأجور في المجتمع مع انخفاض درجة مرونة بعض عوامل الإنتاج.

المحور الثاني: استقرار سوق الأوراق المالية وعلاقته بالتنمية الاقتصادية

تمثل سوق الأوراق المالية مركزا مهما في النظم الاقتصادية الحديثة، إذ تعتمد على نشاط القطاعين العام والخاص في تجميع رؤوس الأموال بهدف تمويل خطط التنمية الاقتصادية، وتدعيم أهداف السياسة المالية والنقدية. كما يعمل استقرارها على تسهيل وإدامة عملية التنمية الاقتصادية.

1- العوامل الاقتصادية المؤثرة على استقرار سوق الأوراق المالية

في ضوء التطورات التي يعرفها الاقتصاد العالمي، وفي ظل الانفتاح المتزايد لاقتصاديات العالم على بعضها البعض وظهور العولمة والتجارة الالكترونية وغيرها، نشأت حالة عدم الاستقرار في الأسواق المالية، وتمثل أهم المتغيرات الاقتصادية المؤثرة على استقرار سوق الأوراق المالية في الآتي³:

1 - نفس المرجع السابق، ص: 190 .

2 - طارق الحاج، المالية العامة، الطبعة الأولى، دار الصفاء للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2009، ص: 206.

3- فريد النجار، الاستثمار بالنظم الالكترونية والاقتصاد الرقمي، مؤسسة شباب الجامعة، الاسكندرية، 2004 ص: 59.

1-1 الناتج المحلي الإجمالي: فالتنبؤات المتعلقة به في السنوات المقبلة تعكس الوضع الاقتصادي مستقبلا، والذي بدوره ينعكس على حركة الأسعار في سوق الأوراق المالية. فإذا ما عرف أن الاقتصاد مقبل على حالة انتعاش، فذلك يعتبر مشجعا لشراء الأسهم واقتنائها، بسبب زيادة أرباح المنشآت، وبالتالي ارتفاع أسعار الأصول المالية.

2-1 عرض النقود: إذا زاد عرض النقود عن حاجة النشاط الاقتصادي (ارتفاع في السيولة)، فإنه يؤدي إلى ارتفاع أسعار الأسهم، إلا أنه قد يظهر أثر سلبي لهذه الزيادة في عرض النقود بعد أن يذهب جزء منها على شكل إصدارات جديدة من الأسهم والسندات، مما يعني امتصاص السيولة وانخفاض أسعار الأسهم.

3-1 تغيرات سعر صرف العملة: فارتفاع سعر الصرف الأجنبي من ناحية، يدفع الأفراد للتخلص من مدخراتهم العالية واستبدالها بالأسهم، مما يزيد الطلب عليها ومن ثم ارتفاع أسعارها، ومن ناحية أخرى، قد يستبدل المستثمر العملة الوطنية بالأجنبية من خلال الاستغناء عن مقتنياته من الأوراق المالية بيعها، مما يؤدي إلى انخفاض أسعارها.

4-1 عجز الميزانية: يحدث عجز الميزانية عندما تفوق النفقات العامة الإيرادات العامة، وتساعد نفقات الحكومة على تنشيط الاقتصاد وزيادة الطلب، ولكن قد يؤدي عجز الميزانية إلى التضخم وزيادة معدل العجز مستقبلا، كما أن خفض الإنفاق الحكومي قد يؤدي إلى نقص العرض من النقود وانخفاض الطلب على السلع والخدمات، وفي كل الأحوال، تمارس السياسة الانفاقية زيادة أو نقصا في الإنفاق، مما يترتب عليه آثارا مباشرة وغير مباشرة في أسعار الأوراق المالية.

5-1 مؤشرات اقتصادية أخرى، في البلدان الصناعية المتقدمة هناك عدد من المؤشرات التي تمكن المستثمر من الرجوع إليها، والتي يمكن تفسيرها لمعرفة الاتجاه الذي يسير عليه الاقتصاد، ولعل من أهم هذه المؤشرات الاتاجية المخزونة من البضائع، ونسبة البطالة، ومعدلات التضخم، وتطور مؤشر أسعار المستهلكين... الخ.

2- أثر استقرار سوق الأوراق المالية على التنمية الاقتصادية

تتأثر سوق الأوراق المالية بختلف العوامل والأحداث، يكون للبعض منها تأثير سلبي على أدائها، الأمر الذي يسبب عدة تقلبات في مؤشراتنا وبالتالي عدم استقرارها، إذ يؤثر استقرار ونمو الأسواق المالية بصفة عامة وأسواق الأوراق المالية بصفة خاصة على الصورة العامة للدولة من حيث قدرتها على جذب الاستثمارات وزيادة الاستقرار المالي ودعم النمو والتنمية الاقتصادية، إذ تنعكس حالة عدم استقرار أسواق الأوراق المالية المتمثلة في ازدياد مخاطر تقلبات أسعار الأوراق المالية بطريقة مباشرة في نتائج

أعمال الشركات، وبطريقة غير مباشرة في أداء تلك الأسواق واستثماراتها¹. وتشكل سوق الأوراق المالية أحد الدعائم المهمة لاقتصاد السوق. وتبرز أهمية هاته السوق في عملية التنمية الاقتصادية باعتبارها إحدى الآليات الهامة لتعبئة المدخرات وتوجيهها نحو قنوات الاستثمار المتنوعة، رغم أن العلاقة بين أسواق الأوراق المالية والنمو الاقتصادي طويل الأجل مازالت خاضعة للدراسة والتحقيق وتباين الآراء.

وتنبع أهمية سوق الأوراق المالية في تطوير خطط التنمية الاقتصادية وتمويلها من خلال الآتي²:

- تعد الوسيلة الأساسية التي تمكن المدخرين من توجيه مدخراتهم إلى الاستثمار في القطاعات الاقتصادية المختلفة.

- يساعد وجود سوق الأوراق المالية على تلافي الآثار التضخمية، من خلال تمويل المشروعات دون الإفراط في خلق النقد، كما يساعد وجودها على منح القروض بتكلفة مناسبة مقارنة بالاقتراض الخارجي.

- تؤدي دورا حيويا في تطوير منشآت الأعمال ونموها، كونها تمثل قناة تدفق الأموال التي تمثل الأسهم بأنواعها وأدوات المديونية طويلة الأجل في هذه السوق.

- التعامل بالعملة القابلة للتحويل يسمح لسوق الأوراق المالية بالتحول من سوق إقليمية إلى سوق دولية، مما يؤدي إلى نمو الحركة الاقتصادية.

وقد أكدت العديد من الدراسات التطبيقية الحديثة عن العلاقة الوطيدة التي تربط تطور أسواق الأوراق المالية بمعدلات النمو الاقتصادي. حيث يساعد سوق الأوراق المالية في تعبئة المدخرات، وتخصيص الموارد، وتوزيع المخاطر، والرقابة على أداء الشركات، وبذلك يمكن أن يسهم تحسين أداء أسواق الأوراق المالية ونوعية الخدمات التي تقدمها في دفع عملية التنمية الاقتصادية والنمو الاقتصادي، وذلك من خلال عدة قنوات أهمها³:

- تمثل سوق الأوراق المالية أداة هامة لحشد المدخرات وتخصيصها نحو

1 - www.alyaum.com/article/ consulté le 18-5-2015 .

2- إبراهيم محمد إبراهيم الشبلي وطارق الشبلي، مقدمة في الأسواق المالية والتقديرة، الطبعة الأولى، عمان، 2000، ص:32.

3- عاطف وليم اندراوس، السياسة المالية وأسواق الأوراق المالية خلال فترة التحول لاقتصاد السوق، مؤسسة شباب الجامعة، الاسكندرية، 2005، ص: 112-113

الاستثمارات المنتجة، وتكتسب تلك الوظيفة أهمية خاصة في الدول النامية عند التحول لاقتصاد السوق، حيث برامج الخصوصية وإعطاء دور أكبر للقطاع الخاص.

- تؤثر أسواق الأوراق المالية على النمو الاقتصادي من خلال خلق السيولة، إذ تحتاج العديد من الاستثمارات المربحة إلى التزام طويل الأجل بتوفير رأس المال، كما تجعل أسواق الأوراق المالية الاستثمار أقل خطرا وأكثر جاذبية، لأنها تسمح للمدخرين بالحصول على أصول مالية مع إمكانية بيعها بسهولة إذا احتاجوا إلى استرداد مدخراتهم أو تغيير محافظهم.

- توفر أسواق الأوراق المالية السيولة وتحسن من تخصيص رأس المال وتعزز من آفاق النمو الاقتصادي في الأجل الطويل، وإلى جانب ما تقدم، يمكن للسيولة التي توفرها أسواق الأوراق المالية أن تؤدي إلى رفع مستويات الإدخار والاستثمار.

- تمكن أسواق الأوراق المالية المستثمرين من تنويع الثروة بين مجموعة من الأصول، ويؤدي التنويع إلى تخفيض المخاطر التي يتحملها المستثمرين ومن ثم تخفيض علاوة الخطر المطلوبة، الأمر الذي يؤدي إلى خفض تكلفة رأس المال بالنسبة للشركات، ومع بقاء العوامل الأخرى على حالها يؤدي ما سبق إلى تعزيز النمو الاقتصادي.

- يمكن لسوق الأوراق المالية من خلال التغيرات المستمرة التي تتعكس على أسعار الأوراق المالية أن تسهم في الرقابة على أداء مديري الشركات التي تتداول أوراقها المالية في السوق، الأمر الذي يؤدي إلى تحسين إدارة وتوجيه تلك الشركات، وتزايد أهمية الدور الرقابي مع تزايد عدد الشركات المتداول أسهمها في السوق، وتزايد الاستثمارات الأجنبية.

- تعكس أسواق الأوراق المالية الكفاءة بشكل سريع التغيرات في القيم الحقيقية للأوراق المالية، الأمر الذي يتيح فرص الاختيار من خلال توضيح السوق لأكثر الاستثمارات ربحية.

وطالما أن هذه الأسواق تعد المرآة العاكسة للوضع الاقتصادي العام، فإن استقرارها يعد مقياسا لمدى نجاح السياسات الاقتصادية في بلوغ أهدافها، ومن أهمها تحقيق النمو الاقتصادي والتنمية الاقتصادية من خلال حشد وتعبئة الموارد المالية وتوجيهها نحو الاستثمارات المنتجة بشكل يحقق الكفاءة الاقتصادية في تخصيص الموارد الاقتصادية. بالإضافة إلى خلق السيولة للأدوات المالية وإمكانية توفير وسائل تمويل الاستثمارات الطويلة الأجل إلى أصول سائلة.

المحور الثالث: دور السياسة المالية في تنمية أسواق الأوراق المالية

يعد استقرار الأسواق المالية مقياً ساهمها مدى نجاح السياسات الاقتصادية المتبعة. وتتمارس أدوات السياسة المالية تأثيرات متعددة ومتباينة على أسواق الأوراق المالية، ويمكن لهذه التأثيرات أن تساهم في تنمية واستقرار أسواق الأوراق المالية.

1- السياسة المالية والسوق المالية

تعتبر الأسواق المالية أفضل قناة لتطبيق السياسة المالية الكلية، إذ تستطيع الحكومة أن تحقق آثاراً مرغوبة أو مطلوبة في حجم النشاط الاقتصادي عن طريق الاستخدام الملائم لأدوات السياسة المالية.

1-1 حالة العجز في الميزانية (سياسة العجز الموازي)

في حالة وجود العجز، تلجأ الحكومة إلى الاقتراض من البنك المركزي والمؤسسات المالية والمصرفية والأفراد لتمويل عجز الميزانية، وذلك من خلال إصدار السندات الحكومية بمختلف أنواعها وطرحها في السوق المالية للتداول، الأمر الذي يترتب عليه وجود علاقة قوية ما بين سياسة العجز الحكومي والسوق المالية، إذ تعد هذه السوق أحد المنافذ الرئيسية لتمويل النفقات الحكومية، ولا سيما حينما تعجز الإيرادات العامة عن تغطية تلك النفقات¹. وتترك سياسة العجز المالي آثاراً بالغة الأهمية في الاقتصاد، إذ أصبحت من أبرز الوسائل التي تستخدمها السلطة المالية لاستعادة التوازن الاقتصادي ورفع معدلات النمو الاقتصادي، وتتمارس هذه السياسة تأثيرها في السوق المالية عن طريق زيادة عرض السندات الحكومية أو عن طريق التأثير في هيكل أسعار الفائدة².

1-1-1 زيادة عرض السندات الحكومية

يعد إصدار السندات الحكومية وسيلة لتمويل العجز بالاكتتاب من خلال السوق المالية، الأمر الذي يؤدي إلى زيادة عرض السندات الحكومية ومن ثم انخفاض أسعارها، والذي بدوره يشكل حافزاً للمستثمرين والمضاربين لاقتنائها، حيث أن هذا النوع من الاستثمار يكون أقل مخاطرة في رأي المستثمر، ويطلق عليه في أحيان كثيرة سندات معدومة المخاطرة.

1- عبد المنعم السيد علي و نزار سعد العيسى، النقود والمصارف والأسواق المالية، دار الحامد، عمان، 2003، ص: 388.

2- منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في الاستثمار، الطبعة الثانية، دار المعارف للنشر والتوزيع، الاسكندرية، 2004، ص: 44-45.

1-1-2 التأثير في هيكل أسعار الفائدة

وفيما يتعلق باتباع سياسة العجز من خلال هيكل أسعار الفائدة، فاستمرار الحكومة بوضوح كميات كبيرة من السندات الحكومية سينعكس على انخفاض أسعارها، وبما أن العلاقة ما بين سعر السند وسعر الفائدة علاقة عكسية، فهذا سيؤدي إلى ارتفاع الفائدة في السوق، والذي بدوره يمارس تأثيره في أسعار الأوراق المالية وحجم التداول، ويمكن أن ينتقل أثر التغيير هذا إلى كلفة وحجم الائتمان المصرفي، وكذلك إلى عملية تكثيف المحفظة الاستثمارية وعملية إعادة توزيعها.

1-2 حالة الفائض في الميزانية

أما في حالة وجود فائض في الميزانية الناجم عن الفائض الضريبي، فإن أثر ذلك يعتمد في جزء منه على كيفية استعمال هذا الفائض، وبما أن الضرائب تفوق النفقات، فإن تحويل الفائض ينطوي في العادة على إطفاء جزء من الدين الحكومي العام من خلال دخول الحكومة كمشتري لسندات في السوق المالية. وتجدر الإشارة أيضا إلى أن العلاقة ما بين سياسة العجز أو الفائض في الميزانية لا تسير في اتجاه واحد، وإنما في اتجاهين، بمعنى أن هناك علاقة قوية تبادلية بينهما، فالسوق المالية تعمل على تيسير عمل السلطة المالية في تطبيق سياستها المالية من خلال ما توفره هذه السوق من إمكانية وسهولة في عملية الإقراض والإقراض لتمويل الميزانية الحكومية¹.

2- أثر متغيرات السياسة المالية على أسواق الأوراق المالية

تمارس السياسة المالية تأثيرها على أسواق الأوراق المالية من خلال أربعة عناصر هي: سياسة الإنفاق العام، السياسة الضريبية، سياسة تمويل عجز الميزانية، سياسة إدارة الدين العام.

1-2 سياسة الإنفاق العام

يمكن أن تسهم سياسة الإنفاق العام في تنمية أسواق الأوراق المالية من خلال تخفيض حجم ونطاق القطاع العام من خلال تخلي الحكومة عن دورها كمنافس للقطاع الخاص، وذلك باستخدام آلية الخصخصة التي تستهدف توسيع رقعة الملكية الخاصة بالاقتصاد الوطني، ويتحقق ذلك من خلال طرح المشروعات التي تمتلكها الدولة، وكذلك مساهمتها في المشروعات المشتركة للبيع للقطاع الخاص، ومؤدى ما سبق زيادة

1- عباس كاظم الدعيمي، السياسات النقدية والمالية وأداء سوق الأوراق المالية، دار صفاء للنشر والتوزيع، عمان، 2010، ص: 110.

عرض الأوراق المالية، الأمر الذي يؤدي إلى توسيع نطاق سوق الأوراق المالية¹. كما أن تركيز جهود الحكومة في توفير وتطوير خدمات البنية الاقتصادية بصورة كفئة قد يخفض من التكاليف التي تتحملها المشروعات ومن ثم تزيد ربحيتها. فإذا ما قررت الحكومة تخفيض الإنفاق على مشروعات البنية الأساسية، فإن هذا قد يحمل في طياته انخفاضا في إيرادات وأرباح بعض الصناعات مثل صناعة المقاولات والإسمنت، ونظرا لأن ربحية المنشأة هي المحدد الأساسي للسعر الذي يباع به السهم في السوق، فإنه يصبح لزاما حصر الصناعات التي تأثرت منشاها بقرار تخفيض الإنفاق حتى يتسنى التركيز عليها في مرحلة تحليل ظروف الصناعة².

فضلا عن ذلك، فإن زيادة الإنفاق الحكومي (الجاري أو الاستثماري) من شأنه أن يؤثر في الدخل سواء تعلق ذلك بمستوى الدخل الوطني أو حجم الدخل الفردية المعدة للإنفاق، إذ تستطيع الحكومة التأثير بشكل مباشر في مستوى الدخل الوطني من خلال التغيرات في حجم الإنفاق الحكومي، سواء أكان ذلك الإنفاق ناتج عن قيام الحكومة بشراء السلع والخدمات التي هي من مكونات الإنفاق على الإنتاج، أو ناتج عن بعض المدفوعات الحكومية كبرامج الضمان الاجتماعي، وهذه الأخيرة ليست جزءا مباشرا من الإنفاق على الإنتاج، إلا أنها تزيد من الدخل الفردية المعدة للإنفاق.

بالإضافة إلى ما سبق، تستطيع الحكومة من خلال التغيرات في حجم الإنفاق التأثير في كل من دالة الاستهلاك والاستثمار معا من خلال التأثير في حجم الدخل الوطني، وبالتالي فإن زيادة الإنفاق الكلي نتيجة زيادة الإنفاق الحكومي (بوصفه جزء من مكونات الإنفاق الكلي) سينعكس على حجم الدخل الكلي، ويؤدي بدوره إلى زيادة أرباح الشركات، وهذا يعني وجود علاقة ايجابية ما بين الإنفاق العام ومؤشرات أداء سوق الأوراق المالية³.

2-2 السياسة الضريبية

يمكن تبيان كيفية تأثير السياسة الضريبية على أسواق الأوراق المالية من خلال دراسة آثار تخفيض معدل الضريبة، فإذا ما لجأت الحكومة إلى تخفيض معدل الضريبة على أرباح كافة المنشآت، فإن هذا من شأنه أن يترك أثرا ايجابيا على أرباحها

1- عاطف وليم أندراوس، مرجع سبق ذكره، ص: 152.

2- منير ابراهيم هندي، أساسيات الاستثمار في الاوراق المالية، منشأة المعارف، الاسكندرية، 1999، ص: 162.

3- عباس كاظم الدعيمي، مرجع سبق ذكره، ص ص: 353-354.

الصافية، وهو ما يترتب عليه بالتبعية ارتفاع أسعار الأسهم بصفة عامة، غير أن لتخفيض معدل الضريبة آثاره السلبية التي تتمثل في تقلص موارد ميزانية الدولة، مما قد يضطر الحكومة إلى اللجوء إلى التمويل بالعجز، أي إصدار المزيد من سندات الخزينة وهو ما يتسبب عادة في حدوث التضخم.

وتأمل الحكومة أن يكون التأثير الايجابي لتخفيض الضريبة والمتمثل في زيادة أرباح المنشآت أكبر من التأثير السلبي المتمثل في انخفاض القيمة الحقيقية لتلك الأرباح والناجم عن حدوث التضخم، وإذا ما حدث ذلك تكون النتيجة المتوقعة اتجاه صعودي في حركة أسعار الأسهم، أما إذا حدث العكس وكانت الآثار السلبية لتخفيض معدل الضريبة أكبر من تأثيرها الايجابي، حينئذ يتوقع أن تنحى الأسعار نحو الهبوط¹.

ولا يعد تخفيض معدل الضريبة الأداة الوحيدة لتشجيع الاستثمار، فهناك كذلك الإعفاءات الضريبية التي تستفيد منها بعض المنشآت، وفي هذا الصدد يوجد نوعين من الإعفاءات، النوع الأول تحصل عليه المنشآت الجديدة التي تعمل في مناطق جغرافية معينة أو المنشآت التي تنتمي لصناعات معينة، أما النوع الثاني فهو إعفاء تحصل عليه كافة المنشآت التي توجه المزيد من مواردها المتاحة إلى إنفاق استثماري يترتب عليه زيادة في طاقتها الانتاجية، أو التي تنجح في تصدير نسبة معينة من حجم إنتاجها².

بناء على ما سبق، يمكن تفسير العلاقة العكسية التي تربط الإيرادات الضريبية بمؤشرات أداء سوق الأوراق المالية، إذ ينعكس خفض معدلات الضريبة على مؤشر الدخل، فالأثر الأول لخفض الضريبة هو زيادة الدخل الخاص كنسبة من أي مستوى للدخل الكلي، وارتفاع الدخل الخاص يعني قوة شرائية أكبر بين أيدي الأفراد والشركات، ورغم عدم القدرة على التنبؤ بالنمط الفعلي لتوزيع الزيادة في القوة الشرائية، فإن هذه الزيادة سوف تسلك ثلاثة سبل، زيادة الطلب على السلع والخدمات تعني زيادة الانتاج ومن ثم زيادة أرباح الشركات، وزيادة الطلب على السندات، وزيادة الطلب على النقود.

فضلا عن ذلك، فإن خفض معدل الضريبة ينشئ حوافز لبذل جهد إضافي في العمل والاستثمار، ومن ثم تحدث زيادة في الانتاج وزيادة في الأرباح، مما يؤدي بدوره إلى زيادة الدخل الوطني وتحقيق زيادات في الأنواع الثلاثة للطلب، وفي كل الأحوال، فإن ذلك سيعمل على زيادة الطلب على الأسهم في سوق الأوراق المالية،

1- منير إبراهيم هندي، أساسيات الاستثمار في الاوراق المالية، مرجع سبق ذكره، ص: 161.

2- نفس المرجع السابق، ص: 161.

وهكذا يمكن تفسير العلاقة العكسية ما بين الإيرادات الضريبية ومؤشرات أداء سوق الأوراق المالية¹.

2-3 سياسة العجز المالي

يعتبر عجز الميزانية العامة مسألة هامة بالنسبة للقطاع المالي، فإذا تم تمويل هذا العجز من قبل البنك المركزي عبر إصدار العملة، فإن ذلك سيؤدي إلى التضخم، أما إذا تم تمويل هذا العجز عبر إصدار سندات الخزينة، فإن زيادة الإستدانة عبر تلك الإصدارات سيؤدي إلى رفع معدلات الفائدة².

وهناك علاقة قوية ما بين سياسة العجز المالي (الحكومي) وبين مؤشرات سوق الأوراق المالية (طالما أن عملية إصدار السندات الحكومية تعد السبيل الأمثل لتمويل العجز الحكومي)، فإصدار الحكومة للسندات سينعكس على عرض تلك السندات ومن ثم انخفاض أسعارها، وهذا سيكون حافزا للمستثمرين والمضاربين لاقتنائها بدلا من الأوراق المالية الأخرى (كالأسهم)، ومن ثم سينخفض الطلب على الأسهم، خصوصا وأن الاستثمار في مثل هذا النوع (السندات) يكون أقل مخاطرة في رأي المستثمر.

من جهة أخرى، يمكن توضيح أثر سياسة تمويل عجز الميزانية على تنمية سوق الأوراق المالية، حيث أن تطوير أساليب الحكومة لتمويل عجز الميزانية باستخدام أدوات غير تضخمية، والاتجاه نحو إعادة جدولة الديون الحكومية، من

خلال استبدال الديون قصيرة الأجل والديون غير المتداولة (بسوق الأوراق المالية) بأخرى طويلة الأجل، يمكن أن تسهم في تنمية وتنشيط سوق الأوراق المالية بصفة عامة، وسوق السندات بصفة خاصة، ومن ناحية أخرى، تسهم تغطية عجز الميزانية العامة من خلال التمويل المحلي المصرفي وغير المصرفي في ارتفاع معدلات التضخم وأسعار الفائدة، حيث يمارسان تأثيرات غير مباشرة على العوائد الذسبية للأصول المالية، الأمر الذي ينعكس أيضا على سوق الأوراق المالية³.

1- عباس كاظم الدعيمي، مرجع سبق ذكره، ص: 354.

2 - Stroup, Richard L.; Sobel, Russell S.; MacPherson, David; and Gwartney, James D. Economics: Private and Public Choice 12th Ed., South-Western Cengage Learning, Australia. 2008.

3- عاطف وليم أندراوس، مرجع سبق ذكره، ص: 156.

4-2 سياسة إدارة الدين العام

يشير مفهوم إدارة الدين العام إلى عملية وضع وتطبيق استراتيجية لإدارة الدين الحكومي، بحيث يتم توفير مزيد من مصادر تمويل ذلك الدين، وتحقيق أهداف الحكومة المتعلقة بالمخاطر والتكلفة، بالإضافة إلى أية أهداف عامة أخرى تكون الحكومة قد حددتها في إطار إدارة الدين العام، مثل إقامة سوق كفاء لتداول الأوراق المالية الحكومية¹.

من أبرز آثار زيادة عجز الميزانية هو ارتفاع معدل الفائدة ومزاحمة القطاع الخاص، فاللجوء إلى أدوات الدين العام المحلي وما تتضمنه من أدوات الخزانة والسندات الحكومية لسد العجز في الموازنة العامة يحتاج إلى توفر بعض الشروط لضمان نجاحها وفعاليتها، مثل توفر الثقة في الحكومة وتوفر معدل فائدة حقيقي موجب ومرتفع نسبياً، بالإضافة إلى توفر سوق نشطة للأوراق المالية. ولهذا تعتمد البلدان المتقدمة على هذه السياسة لسد العجز فيها، لأن تأثيرها محدود على عرض النقد وعلى المستوى العام للأسعار وبالتالي ليس لها أثر تضخمي، ولكن في الدول النامية التي تلجأ إلى هذه الطريقة لسد العجز ولكن لا تتوفر فيها تلك الشروط، فتواجهها مشكلة ارتفاع معدل التضخم وسلبية معدل الفائدة الحقيقي².

وعليه يرتبط الدين العام بعلاقة قوية مع العجز المالي الحكومي (يمثل ناتج العجزات المالية الحكومية المتراكمة)³. إن سياسة إدارة الدين العام يمكنها أن تؤثر على أسعار الفائدة التي تؤثر بدورها على العوائد النسبية للأصول المالية وكذا على المكاسب النسبية للمؤسسات المالية، ومن شأن ذلك أن يؤثر في أسعار الأوراق المالية وهيكل الطلب عليها، كما أن تأثير تلك السياسة على هامش الوساطة المالية يمكن أن يؤثر على عمليات تداول الأوراق المالية في سوق الأوراق المالية.

ومما سبق، فالعلاقة ما بين سياسة العجز الحكومي وأداء أسواق الأوراق المالية علاقة إيجابية، وبما أن العلاقة ما بين سياسة العجز الحكومي والدين المحلي العام علاقة قوية، فإن التوسع في العجز الحكومي يعني التوسع في حجم الدين (الذي يمثل اقتراض

1 - The Staffs of the World Bank and the International Monetary Fund, "Guidelines for Public Debt Management: Accompanying Documents and Selected Case Studies", 2003, p. 11.

2- إبراهيم صالح العمر، محمد عبد الهادي العلاوين وديانا بولس الحصري، أثر عجز الموازنة العامة على معدل الفائدة في الأردن (1996-2008)، مجلة دراسات العلوم الإدارية، المجلد 40، العدد 1، الجامعة الأردنية، 2013، ص: 5.

3- عماد محمد علي عبد اللطيف، الدين الحكومي الداخلي وأثره في السياسة النقدية (العراق حالة دراسية)، مجلة المستنصرية للدراسات العربية والدولية، العدد 39، جامعة المستنصرية، 2012، ص: 8.

الحكومة من الأفراد والمؤسسات المالية والبنك المركزي)، وهكذا فإن العلاقة ما بين حجم الدين المحلي العام مع مؤشرات أداء سوق الأوراق المالية هي ذاتها مع سياسة العجز الحكومي¹.⁽⁵⁾ وانطلاقاً مما سبق، يمكن أن تؤثر سياسة إدارة الدين العام على سوق الأوراق المالية من خلال التأثير على معدلات العائد المطلوبة، ومن ثم أسعار الأوراق المالية من جهة، وكذلك من خلال التأثير على المكاسب النسبية للمؤسسات المالية من جهة أخرى.

خاتمة:

استهدفت هذه المقالة تبيان طبيعة السياسة المالية والدور الذي يمكن أن تعكسه على استقرار أسواق الأوراق المالية وتحقيق التنمية الاقتصادية، باستخدام أدواتها المتمثلة أساساً في النفقات العامة والإيرادات العامة، وفي هذا السياق، تعد أسواق الأوراق المالية مجالاً وآلية لا تتقال آثار السياسات المالية إلى الاقتصاد، فهي تعد أفضل قناة لتنفيذ السياسة المالية للدولة، حيث تعمل على توفير السيولة اللازمة لتسيير عملية النمو الاقتصادي وزيادة معدلاته وتدعيم التنمية الاقتصادية، وكذلك توفير الموارد المالية اللازمة لتمويل الانفاق الحكومي المتزايد، من جهة أخرى، ونظراً لأن السياسة المالية متعددة العناصر والمحاور، فإن تأثيراتها على أسواق الأوراق المالية متعددة ومتباينة ومختلفة الاتجاهات، وهو الأمر الذي يصعب معه تحديد الأثر النهائي للسياسة المالية في الإطار النظري. لذلك، يقتضي قياس تأثيرات متغيرات السياسة المالية على أسواق الأوراق المالية دراسة عملية تتطلب توافر بيانات كمية عن كافة المتغيرات المالية والاقتصادية، وكذلك المتغيرات المتعلقة بسوق الأوراق المالية كراس المال السوقي، ومعدلات الدوران ونسب التداول ومعدلات العائد وغيرها.

المراجع:

أولاً: باللغة العربية

I- الكتب:

- 1- إبراهيم محمد إبراهيم الشبلي وطارق الشبلي، مقدمة في الأسواق المالية والنقدية، الطبعة الأولى، دار وائل للطباعة والنشر والتوزيع، عمان، 2000.
- 2- كنعان علي، المالية العامة والإصلاح المالي في سورية، دار الرضا للنشر والتوزيع، دمشق، 2003.
- 3- طارق الحاج، المالية العامة، الطبعة الأولى، دار الصفاء للنشر والتوزيع، عمان،

1- عباس كاظم الدعيمي، مرجع سبق ذكره، ص: 355.

- 4- عاطف وليم اندراوس، السياسة المالية وأسواق الأوراق المالية خلال فترة التحول لاقتصاد السوق، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية، 2005.
- 5- عباس كاظم الدعيمي، السياسات النقدية والمالية وأداء سوق الأوراق المالية، دار صفاء للنشر والتوزيع، عمان، 2010.
- 6- عبد المنعم السيد علي ونزار سعد العيسى، النقود والمصارف والأسواق المالية، دار الحامد، عمان، 2003.
- 7- غازي عبد الرزاق النقاش، المالية العامة (تحليل أسس الاقتصاديات المالية)، دار وائل للطباعة والنشر والتوزيع، عمان، 2003.
- 8- فريد الذجار، الاستثمار بالنظم الالكترونية والاقتصاد الرقمي، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية، 2004.
- 9- مجيد ضياء، النظرية الاقتصادية، التحليل الاقتصادي الكلي، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية، 1999.
- 10- محمود حسين الوادي، زكريا أحمد عزام، المالية العامة والنظام المالي في الإسلام، ط 1، دار المسيرة للنشر والتوزيع، عمان، 2000.
- 11- منير ابراهيم هندي، الفكر الحديث في الاستثمار، الطبعة الثانية، دار المعارف للنشر والتوزيع، الإسكندرية، 2004.
- 12- منير ابراهيم هندي، أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية، مذشة المعارف، الإسكندرية، 1999.
- 13- هيفاء غدير غدير، السياسة المالية والنقدية ودورها التنموي في الاقتصاد السوري، منشورات الهيئة العامة السورية للكتاب، وزارة الثقافة، دمشق، 2010.

II- المجالات والدوريات العلمية:

- 1- إبراهيم صالح العمر، محمد عبد الهادي العلاوين وديانا بولس الحصري، أثر عجز الموازنة العامة على معدل الفائدة في الأردن (1996-2008)، مجلة دراسات العلوم الإدارية، المجلد 40، العدد 1، الجامعة الأردنية، عمان، 2013.
- 2- شحود عزيز، زنبوعة محمود، المشكلات الاقتصادية المعاصرة، كلية الاقتصاد، منشورات جامعة تشرين، اللاذقية، 1997.
- 3- عماد محمد علي عبد اللطيف، الدين الحكومي الداخلي وأثره في السياسة النقدية (العراق حالة دراسية)، مجلة المستنصرية للدراسات العربية والدولية، العدد 39، جامعة المستنصرية، 2012.

ثانياً: باللغة الأجنبية

- 1- Shaun Ic . Roache & Mathew D. Merrih , **Currency Risk Premiain Global Stock markets** , IMF, Working Paper, 2006.
- 2- Stroup, Richard L.; Sobel, Russell S.; MacPherson, David; and Gwartney, James D. **Economics: Private and Public Choice** ; 12th Ed., *South-Western Cengage Learning*, Australia. 2008.
- 3- The Staffs of the World Bank and the International Monetary Fund, **“Guidelines for Public Debt Management: Accompanying Documents and Selected Case Studies”**, 2003 .
- 4- <http://www.dcci.gov.ae/content/Currency/The-effects-of-establishing-a-monetary-union-on-monetary-and-financial-policies.doc>.
- 5- [http:// www.alyaum.com/article/](http://www.alyaum.com/article/)