

مقدمة

في

اقتصاديات التمويل و الاستثمار

أ.د عطية عبد الحليم صقر

الأستاذ في

جامعة الأزهر بمصر

الجامعة الإسلامية بالمدينة المنورة

جامعة أم القرى بمكة المكرمة

١٤٣٣-١٤٣٤ هـ

فهرس الموضوعات

١	تعريف التمويل و أنواعه
٤	دور التمويل على مستوى الاقتصاد العام
٧	دور التمويل على مستوى الوحدات الاقتصادية الخاصة
٧	مصادر تمويل العجز في ميزانية الدولة
١٠	التمويل بالاقتراض المباشر
١١	أذون الخزانة
١٢	إشعارات و سندات الخزينة
١٢	القروض العامة بين النظريتين الكلاسيكية والحديثة
١٤	مصادر الاقتراض
١٥	أسباب الاقتراض
١٦	التنظيم الفني للقروض العامة
١٦	أنواع القروض العامة
٢٠	إصدار القرض العام
٢١	نظام الإصدار
٢٥	طرق الاكتتاب في القرض العام
٢٧	خدمة القروض العامة

اقتصاديات التمويل والاستثمار

الفصل الأول

المفاهيم والمبادئ الأساسية للتمويل وأشكاله

المبحث الأول : تعريف التمويل وأنواعه :

تثور مشكلة التمويل عندما نكون بصدد استثمار فردي مباشر، أو بصدد استثمار بالمشاركة، يكتنفه نقص في السيولة اللازمة لإقامة المشروع أو لتشغيله أو للتوسع فيه أو لعمليات الإحلال والتجديد له.

* **تعريف التمويل⁽¹⁾** : وضع صاحب الفائض المالي مبالغ نقدية أو أموال اقتصادية تحت تصرف وإدارة صاحب العجز المالي (المستثمر) لقاء عائد يتم الاتفاق عليه مقدماً، أو لقاء نسبة من أرباح المشروع الاستثماري الذي يتم تمويله.

* **أنواع التمويل** : بناء على التعريف السابق يتنوع التمويل إلى :-

1) تمويل مالي وسيط لأغراض البناء أو التشغيل أو الإنتاج يستهدف تحقيق عائد يتم الاتفاق عليه مقدماً بين صاحب الفائض المالي وصاحب العجز المالي وفيه تظل ملكية المشروع وإدارته واتخاذ القرارات الاستثمارية بشأته بيد صاحب العجز المالي، وليس لصاحب الفائض المالي من حقوق على المشروع سوى استرداد المبالغ التي أقرضها له مع العائد المتفق عليه، سواء حقق المشروع أرباحاً أو خسائر.

2) تمويل تجاري تظهر فيه نية المشاركة بين صاحب الفائض المالي وصاحب العجز المالي وذلك بما يقتضي تحملهما معا مخاطر المشروع الاستثماري، وتقاسمهما لأرباح المشروع إن وجدت بحسب ما يتفقان عليه، وعليه :

(1) راجع مؤلفنا : الاستثمار في أسواق المال وأحكامه الشرعية، ص 46 - 2013 .

فإن معيار التفرقة بين التمويل المالي والتمويل التجاري هو : أن التمويل المالي عبارة عن تقديم مال ليكون قرضاً متعلقاً بذمة المقترض إلى حين الوفاء بأصل الدين والفوائد أو العوائد المترتبة عليه، أما التمويل التجاري فإنه تقدم مال ليكون حصة مشاركة في أصول المشروع وفي مخاطره وأرباحه.

(3) تمويل داخلي : وهو الذي يتم من خلال مدخرات المواطنين من الأفراد والأسر والشركات، فإنه من الحقائق الاقتصادية المهمة، أنه يوجد في كل مجتمع أفراد لا ينفقون كل ما يتحصلون عليه من دخل، بل يدخرون⁽¹⁾ جزءاً منه: كما ينهض بهذه المهمة كذلك بعض الأسر والشركات، التي يفرغها حافز الاستثمار على استقطاع جزء من أرباحها والاحتفاظ به لأغراض من الاستثمار، أو لأغراض أخرى منها⁽²⁾:-

1- أن الفرد أو الأسرة قد يدخر جزءاً من دخله لفرض الإنفاق في المستقبل على الزواج منه أو شراء منزل أو سيارة أو أثاث منزله.

2- وقد يدخر الفرد أو الأسرة كنوع من الاحتياط والتأمين ضد عاديات الأيام.

3- وقد يدخل لإشباع غريزة كثر المال لديه.

4- وقد يدخر لأنه بطبيعته يميل إلى التوسط في الإنفاق.

المهم أن الادخار يشكل في ذاته وأيا كانت دوافعه، أهم مصادر التمويل الداخلي.

(4) تمويل خارجي : وهو من أهم أنواع التمويل لعمليات التنمية في الدول النامية والأقل نمواً، والتي تنقسم بضعف المدخرات الوطنية لديها، ولا جدال في أن هذا النوع من التمويل كان له

(1) الادخار : هو الفرق بين الدخل الجاري والإنفاق الجاري للفرد أو للأسرة أو للمشروع، وكلما زاد الميل الحدي للاستهلاك عند مصادر الادخار كلما تناقص الادخار المحلي، والعكس في ذلك صحيح، ويحدث ذلك نتيجة للموازنة بين المنفعة الحدية للاستهلاك والمنفعة الحدية للادخار، ويحكم الميل الحدي لكل من الاستهلاك والادخار مجموعة من العوامل الشخصية والموضوعية سبقت الإشارة إليها تعرف بمحددات الادخار، وهي ترجع في مجموعها إما إلى خصائص الطبيعة الإنسانية، أو إلى الظروف الموضوعية المحيطة بالدخل مثل حجمه وتكلفة الحصول عليه، والادخار في حد ذاته لا يؤدي تلقائياً إلى التنمية، إذ لابد من تعبئة وتوجيه المدخرات لأغراض التنمية.

(2) أ.د/ حسين عمر - الاستثمار والعولمة، دار الكتاب الحديث بالقاهرة، 2000م ص 13 .

أبلغ الأثر في نجاح عمليات التنمية في كل من الصين واليابان وكوريا الجنوبية وتايوان وهونج كونج وماليزيا وغيرها من الاقتصاديات المتطلعة إلى النمو والتي كانت تعاني مشكلات في تدبير الموارد التمويلية الداخلية اللازمة لتكوين التراكمات الرأسمالية اللازمة لتحقيق أهداف ومتطلبات عمليات التنمية فيها.

ويتخذ التمويل الخارجي أساليب متعددة منها : المنح والهبات والقروض طويلة الأجل، كما قد يتخذ شكل الاستثمارات الأجنبية المباشرة، كما أنه قد يتم تقديمه من دولة إلى دولة أخرى صديقة، وقد يتم تقديمه من جانب المؤسسات المالية (صندوق النقد الدولي، والبنك الدولي للإنشاء والتعمير) إما في صورة قروض ميسرة وإما في صورة إعانات.

وحصول الدولة النامية على التمويل الخارجي ليس بالمسألة السهلة، إذ هو في غالبه مشروط بشروط سياسية، قد تهدد الاستقلال السياسي والاقتصادي والمالي للدول الطالبة له، وقد تهدد الاستقرار الاجتماعي بداخلها، وشروط صندوق النقد الدولي لإقراض اليونان ومصر مؤخرا خير مثال على ذلك.

كما تعتبر المخاطر السياسية المحيطة بمجتمع الدولة المقترضة، إحدى السلبيات الهامة المانعة من انتقال رؤوس الأموال الأجنبية إليها ⁽¹⁾، ومن ثم اعتمادها على التمويل الخارجي لعمليات التنمية فيها.

وبالإضافة إلى ذلك فإن رأس المال الأجنبي عندما يتوجه للاستثمار في دولة ما، فإنه يركز على المجالات الأكثر ربحية له، وليس على متطلبات النمو الحقيقية في الدولة المضيفة له.

وعلى وجه العموم فإن القروض الأجنبية، تحمل ميزانية الدولة المقترضة بأعباء مالية ثقيلة، يقع على عاتق الأجيال الحاضرة والقادمة عبء الوفاء بها، بصرف النظر عن مدى إفادة الدولة من أصول هذه القروض أو عدم إفادتها منها.

(1) أ.د/ محمد زكي شافعي - التنمية الاقتصادية - الكتاب الثاني - دار النهضة العربية بالقاهرة 1970 ص 52 .

والخلاصة: أن التمويل الخارجي تكتنفه الكثير من السلبيات السياسية والاقتصادية والاجتماعية، وهي تقتضي الحد منه، واعتباره حلا مرحليا، لا يتم اللجوء إليه إلا في الحالات الاستثنائية، مع لزوم الاستعاضة عنه سريعا بالمدخرات المحلية والاعتماد على الذات في توفير التمويل الداخلي⁽²⁾. وذلك من خلال تشجيع القطاع العائلي على الادخار، واستحداث قنوات لتجميع مدخراته، واستحداث صيغ استثمار جديدة تتناسب مع المدخرات الصغيرة، وأيضا من خلال تشجيع المشروعات والشركات على زيادة مدخراتها وزيادة نسبة الأرباح غير الموزعة لديها، إما عن طريق تخفيض الضرائب على أرباحها، أو تقديم الطاقة لها بأسعار مدعمة، أو أية أساليب أخرى تساعد على تكوين التراكبات الرأسمالية اللازمة لاستثماراتها الجديدة.

* المبحث الثاني : دور التمويل وأشكاله :

يؤدي التمويل دورين أساسيين، على مستويين مختلفين على النحو التالي:

أولا : دور التمويل على مستوى الاقتصاد العام : يؤدي التمويل على مستوى الاقتصاد العام، أي على مستوى ميزانية الدولة، دورا مهما في سد عجز الميزانية العامة للدولة، ويأخذ التمويل في هذا المستوى أحد الأشكال التالية، أو جميعها :-

- 1- التمويل بالعجز في الميزانية (الإصدار النقدي الجديد).
- 2- التمويل بالاقتراض المباشر من المؤسسات المالية الداخلية (أذون الخزانة، إشعارات الخزانة، سندات الخزانة).
- 3- التمويل بالاقتراض الخارجي المباشر من الدول الأخرى والمؤسسات المالية الدولية.

(2) أ.د/ عبد الحميد الغزالي - التخطيط الاقتصادي في ظل فائض استثماري - دار النهضة العربية بالقاهرة 1977 ط1 ص62 وما بعدها بتصرف .

4- التمويل بالودائع النقدية الأجنبية لدى البنك المركزي للدولة المتعثرة ماليا.

5- التمويل بالمنح والمساعدات الأجنبية.

ثانيا : دور التمويل على مستوى الوحدات الاقتصادية الخاصة (الشركات) : وهو يؤدي دوره

على مستوى الشركات (شركات الإنتاج والأعمال) في :-

1- توفير الأموال اللازمة لشراء مستلزمات الإنتاج من الأصول الثابتة ⁽¹⁾ (الأرض، المباني، الآلات، الطاقة وغيرها).

2- توفير الأموال اللازمة لشراء مستلزمات الإنتاج من الأصول المتداولة مثل (المواد الخام، العدد، قطع الغيار، النقدية اللازمة للتشغيل والصيانة، وغيرها).

3- توفير الأموال اللازمة لتمويل إنتاج المبيعات الآجلة إلى أن يتم تحصيل أثمانها.

4- توفير الأموال اللازمة لمساندة وظائف الإنتاج والتشغيل في الشركة.

5- توفير الأموال اللازمة لمساندة وظائف تسويق الإنتاج والمبيعات الآجلة.

وعادة يأخذ التمويل على مستوى الوحدات الاقتصادية الخاصة كل أو بعض الأشكال التالية:-

أ) الاقتراض المباشر من البنوك والمؤسسات المالية المحلية.

ب) إصدار الأسهم بأنواعها.

ج) إصدار السندات بأنواعها.

وفيما يلي شرح موجز لدور التمويل وأشكاله على المستويين المشار إليهما سابقا :

(1) أ.د/ فريد النجار - البورصات والهندسة المالية ط2 - 1996 بدون ناشر - ص16 .

أولاً : دور التمويل على مستوى الاقتصاد العام :

يعتبر تعبير الاقتصاد العام مرادفاً لتعبير مالية الدولة بعنصريها الرئيسيين (إيرادات الدولة ونفقاتها العامة) في حالة توجيههما لخدمة أغراض اقتصادية كلية مثل تشجيع الاستثمار أو الحد من التضخم أو من الانكماش أو من البطالة أو غير ذلك من مقاصد الاقتصاد الكلي.

والأصل في ميزانية الدولة باعتبارها تقدير مفصل ومبوب ومقوّم نقدياً بالعملة الوطنية ومعتمد من سلطات الدولة المختصة، لنفقات الدولة وإيراداتها للسنة المالية القادمة، وأداة لتحقيق أهداف الدولة الاقتصادية والمالية من الرفاهية والنمو الاقتصادي والعدالة الاجتماعية⁽¹⁾ الأصل فيها التوازن الكمي أو الحسابي، أو التوازن العام بحسب الأحوال.

ويقصد بالتوازن الكمي أو الحسابي: أن تكون أرقام نفقات الدولة معادلة تقريباً لأرقام إيراداتها العامة، وذلك بما لا يلاحظ معه اختلال أو عجز واضح في الميزانية، أو وجود فائض واضح فيها.

أما التوازن العام فيقصد به⁽²⁾: عدم الممانعة من إحداث عجز منظم ومقصود في الميزانية العامة للدولة، إذا كان ذلك من أجل التشغيل الكامل لعناصر الإنتاج المتاحة في المجتمع الغير قادرة على التشغيل إلا بتدخل الدولة، إذ في هذه الحالة يمكن التضحية مؤقتاً بمبدأ التوازن الكمي أو الحسابي في الميزانية، والذي سوف يعود تلقائياً عند الوصول إلى العمالة الكاملة أو التشغيل الكامل لعناصر الإنتاج، والمثال الذي نسوقه على ذلك:

(1) راجع مؤلفنا : مبادئ علم المالية العامة والتشريع المالي - 1416 هـ توزيع دار النهضة العربية بالقاهرة ص 214 .

(2) المرجع السابق نفسه ص 223 .

إذا كانت الدولة تمر بحالة ركود (كساد أو انكماش) اقتصادي فإن ميزانية الدولة توضع بما يحقق الزيادة في الطلب الكلي الفعال⁽¹⁾ بشقيه الإنتاجي والاستهلاكي وذلك عن طريقين هما: خفض الضرائب، وزيادة حجم الإنفاق العام.

ومقتضى هذين الطريقتين هو: زيادة نفقات الدولة العامة على إيراداتها العامة، أي إحداث عجز في الميزانية، وحتى يمكن للدولة أن تواجه عجز الميزانية العامة فلا بد لها من البحث عن مصادر تمويل لتغطية العجز في ميزانيتها العامة، وهو ما سنبحثه فيما يلي:

* مصادر تمويل العجز في الميزانية العامة للدولة: من أبرز هذه المصادر ما يلي :

1) العجز المنظم في الميزانية : وهو إحدى أدوات السياسة المالية للدولة، ويقصد به: العجز المؤقت والمدار بمعرفة السلطات المالية لإعادة التوازن إلى الاقتصاد القومي والوصول بعناصر الإنتاج المتاحة فيه إلى مرحلة التشغيل الكامل.

فإن المطلوب من الدولة لمعالجة ما تمر به من حالة الكساد أو الانكماش والركود الاقتصادي الناتج عن نقص السيولة في الأسواق، أن تخفض معدلات الاستقطاع الضريبي من دخول وثروات الأفراد إلى أدنى حد ممكن، وأن تقدم الإعانات للأفراد والمشروعات وأن ترفع من معدلات الطلب الحكومي على سلع وخدمات الإنتاج والاستهلاك، إذ من المعلوم أن خفض معدل الاستقطاع الضريبي من دخول وثروات الأفراد ومنحهم إعانات، سوف يؤدي إلى زيادة السيولة بأيديهم، ورفع الميل الحدي للاستهلاك لديهم، ومن ثم زيادة الطلب الفردي على سلع وخدمات الاستهلاك مما سيدفع بالمشروعات الإنتاجية إلى التشغيل الكامل لعناصر الإنتاج المتاحة لديها من أجل زيادة عرض السلع والخدمات الاستهلاكية التي زاد طلب الأفراد عليها، وهذا بدوره يؤدي إلى زيادة طلب هذه المشروعات على سلع وخدمات الإنتاج اللازمة لتشغيلها، مما سيدفع المنتجون لسلع وخدمات الإنتاج إلى التشغيل

(1) الطلب الكلي الفعال: تعبير يقصد به مجموع الطلب الحكومي والطلب الفردي على سلع وخدمات الإنتاج (السلع والخدمات الوسيطة) وعلى سلع وخدمات الاستهلاك (السلع والخدمات النهائية القابلة للإشباع المباشر لحاجات الحكومة والأفراد).

الكامل لعناصر الإنتاج المتاحة لهم، لمواجهة زيادة الطلب على سلع وخدمات الإنتاج، فإذا أضفنا الطلب الحكومي (مشتريات الحكومة) الذي سوف تعمل الدولة على زيادته خلال مرحلة الكساد، إلى الطلب الفردي على سلع وخدمات الإنتاج والاستهلاك فسوف ينشأ عندما ما يعرف بالطلب الكلي الفعال، هذا الطلب الكلي الفعال على نحو ما رأينا سوف يؤدي تلقائياً إلى التشغيل الكامل لعناصر الإنتاج المتاحة في الدولة، ومن ثم إلى إعادة التوازن إلى الاقتصاد الوطني والخروج من حالة الكساد أو الانكماش التي يمر بها.

وحتى يمكن للدولة تمويل العجز في ميزانيتها الناشئ عن خفض الضرائب وزيادة المنح والإعانات الحكومية للأفراد والمشاريع، وزيادة الطلب الحكومي على سلع وخدمات الإنتاج والاستهلاك، فإنها تلجأ لتمويل هذا العجز إلى ما يعرف بالإصدار النقدي الجديد، أي التمويل بالتضخم.

ويعرف الإصدار النقدي الجديد بين علماء الاقتصاد والمالية العامة بالتمويل التضخمي بالنظر إلى أن أي إصدار نقدي جديد، يلزم أن يكون في مقابلة زيادة مماثلة في الناتج القومي من السلع والخدمات، حتى تظل الأسعار عند حالة التوازن بين العرض النقدي الكلي في الأسواق، والمعرض الكلي من السلع والخدمات في الأسواق، كان مؤداه زيادة الأسعار، لوجود فائض في السيولة في أيدي الأفراد لا يقابله معروض إضافي من السلع والخدمات، وهذا سبب لظهور التضخم.

والأصل أن يكون العجز المنظم في الميزانية إجراءً وقتياً لمواجهة، العجز في الموارد العادية عن حجم الإنفاق العام المطلوب إجراؤه، والأصل أن تتكفل عودة الاقتصاد الوطني إلى حالة التشغيل الكامل لعناصر الإنتاج المتاحة بالقضاء على هذا النوع من العجز، إذ المفترض أن يزيد الناتج الوطني من السلع والخدمات بما يعادل أو يفوق حجم الإصدار النقدي،

وإذ المفترض كذلك أن الدولة سوف تعتمد إلى زيادة الضرائب، وإلى ترشيد إنفاقها العام، أي أنها سوف تزيل مسببات العجز في ميزانيتها العامة.

لكنه وخروجا على هذا الأصل قد تستمرئ (تستسهل) الدولة عملية الإصدار النقدي، كلما واجهت خزانتها العامة مشكلات تمويلية، وفي هذه الحالة يخرج عجز الميزانية العامة عن كونه عزا منظما مؤقتا، إلى حالة مرضية مزمنة تعصف بالقوة الشرائية للنقود وتغرق الاقتصاد الوطني في موجات تضخمية غير محمودة الآثار خصوصا على الطبقة الوسطى والطبقة محدودة الدخل من المواطنين.

ولذلك قيل بأن أسلوب العجز المنظم في الميزانية لا ينبغي الأخذ به إلا في الدول التي تمتلك جهازا إنتاجيا مرنا، ذا موارد طبيعية متعددة ومعدة للاستغلال وتعاني من مشكلات البطالة في الأيدي العاملة الفنية وفي فائض رأس المال الفني لديها، ومن انخفاض مستوى الطلب الفعلي عن الحد اللازم للتشغيل الكامل لعناصر الإنتاج المتاحة لديها، ومن ثم :

فإن أي زيادة في الطلب الكلي الفعال، تؤدي إلى زيادة مماثلة في الناتج الوطني من السلع والخدمات، حيث مرونة الجهاز الإنتاجي تجعله قادرا على الاستجابة المباشرة لزيادة الطلب، بزيادة إنتاج مماثلة.

أما في الدول النامية التي تعاني في الأساس من ضعف جهازها الإنتاجي وانعدام مرونته، والتي لديها نقص في بعض عوامل الإنتاج في قطاعاتها الاقتصادية، فإن جهازها الإنتاجي لا يتفاعل ولا يستجيب بالقدر اللازم للزيادة في الطلب الكلي على سلع وخدمات الاستهلاك، بزيادة مماثلة في إنتاج هذه السلع والخدمات، ومن ثم ينحصر أثر الزيادة في الطلب الكلي الناشئة عن العجز في ميزانية الدولة على نحو ما قدمنا، على زيادة العرض النقدي الكلي في المجتمع، دون زيادة مماثلة في الإنتاج، فينزل الاقتصاد الوطني بذلك إلى موجات تضخمية.

2) المصدر الثاني لتمويل العجز في الميزانية العامة للدولة: التمويل بالاقتراض المباشر من المؤسسات المالية الداخلية (البنوك، شركات التأمين، هيئة التأمين والمعاشات)، ويتخذ هذا التمويل في الوقت الحاضر أشكالا ثلاثة رئيسة هي:-

أ) طرح البنك المركزي لأذون خزانة.

ب) طرح البنك المركزي لإشعارات خزينة.

ج) طرح البنك المركزي لسندات خزينة. وفيما يلي تفصيل موجز لهذه الأدوات:

أ) أذون الخزانة⁽¹⁾: إذن الخزانة: ورقة مالية قصيرة الأجل، تعد في حقيقتها سند بدين قصير الأجل تتراوح مدته بين تسعين يوما إلى مائة وثمانين يوما، إلى ثلاثمائة وستين يوما بحسب نوع الأذن، تصدرها الحكومة عن طريق البنك المركزي لتغطية عجز موسمي في إيراداتها العامة، ويتم الاكتتاب فيها من جانب المكتتبين المحددين في نشرة الإصدار، بسعر سوقي (سعر بيع) أقل من سعرها الاسمي، وتسترد في تاريخ استحقاقها وفقا لسعرها الاسمي.

ولضمان استمرارية وجود هذه الأذونات في السوق المالي، تخرض الحكومات المصدرة لها على إصدارها دوريا وعلى فترات متقاربة، ولا يحصل المستثمر (المكتتب) على الأذن ذاته، وإنما يحصل على إيصال يفيد شراؤه⁽¹⁾، وتتميز أذونات الخزانة بسهولة التصرف فيها، دون أن يتعرض حاملها لخسائر رأسمالية، حيث يباع الأذن عادة بسعر أقل من سعره الاسمي، مع التزام الحكومة بدفع السعر الاسمي في تاريخ الاستحقاق، ويمثل الفرق مقدار العائد الذي يجنيه المستثمر، فإذا ما قرر المستثمر بيعه قبل تاريخ استحقاقه فإنه يضمن على الأقل استرداد القيمة التي سبق دفعها لشرائه.

(1) راجع مؤلفنا: الاستثمار المالي في أسواق المال وأحكامه الشرعية ص 74 .
(1) أ.د/ منير إبراهيم هندي - أدوات الاستثمار في أسواق رأس المال - المكتب العربي الحديث بالإسكندرية 2008م ص 67 .

ب) إشعارات الخزينة : وهي سندات تصدرها الحكومة يتراوح أجل استحقاقها من سنة إلى عشر سنوات، وهي عبارة عن صكوك قابلة للتداول في السوق المالي، وغير قابلة للتجزئة، تمثل قرضا على الحكومة أما المقرض بمقدار قيمة كل سند، والفوائد المقررة عليه لمدة السند، بنسبة مئوية من القيمة الاسمية للسند، وعادة يتم دفع الفائدة (الكوبون) دوريا طوال فترة أجل السند، ويتحول معدل الفائدة على السند تبعا لمعدلات الفائدة السائدة في السوق ومدى درجة وجودة ائتمان الجهة المصدرة له.

ج) سندات الخزينة : وهي سندات تصدرها الحكومة يتراوح أجل استحقاقها من عشر سنوات إلى ثلاثين سنة، وهي تشكل نوع الاستثمار متوسط وطويل الأجل.

الفصل الثاني

الإيرادات غير العادية

نظرية القروض العامة

تواجه الدولة نفقاتها العامة في الظروف والأحوال العادية بمواردها العامة العادية من ضرائب ورسوم وثمان عام، ولكن قد تعترض النشاط الاقتصادي والاجتماعي للدولة ظروف غير عادية لا تكفى الإيرادات العادية لمواجهتها، كما لو واجهت الدولة مثلاً حرباً دفاعية أو كارثة طبيعية أو أرادت الخروج من دائر الفقر والتخلف وهي في كل ذلك لا تستطيع بمواردها العادية المحدودة التي سبق لها الارتباط عليها لوجوه الإنفاق العادية، مواجهة ظروف الإنفاق غير العادية وقد لا يكون أمامها من سبيل في هذه الحالة إلا اللجوء إلى مصادر التمويل غير العادية (القروض العامة والإصدار النقدي).

موقف النظريتين الكلاسيكية والحديثة من القروض العامة: لقد تباينت وجهتي نظر النظريتين الكلاسيكية والحديثة إلى القروض العامة، فأما النظرية الكلاسيكية التي نشأت وترعرعت في ظل المالية العامة التقليدية أو الكلاسيكية فقد اتخذت موقف العداء إزاء إمكانية لجوء الدولة إلى القروض العامة لتغطية بعض وجوه إنفاقها العام، ويكن إجمال أسباب ذلك في:-

- 1- ضرورة الحد من تدخل الدولة في المجالات الاقتصادية والاجتماعية لإحداث تغييرات متعمدة تحد من مبدأ الحرية الاقتصادية أو تؤثر على التوازن التلقائي لاقتصاد السوق.
- 2- تؤثر القروض العامة سلباً على الاستثمار، بما تؤدي إليه من اقتطاع من رؤوس الأموال والدخول النقدية للأفراد التي يوجهونها أساساً إلى الاستثمار في حين أن الدولة توجه

حصيلتها غالبا لتمويل نفقات استهلاكية، فالدولة في الحقيقة تقتطع من أموال الاستثمار لتمويل أغراض الاستهلاك عن طريق القروض.

3- تعتبر القروض العامة في حقيقتها ضرائب مؤجلة يستفيد بها الجيل الحاضر، ويقع عبء خدمتها واستهلاكها على الأجيال المقبلة في صورة استقطاعات ضريبية من دخولهم ورؤوس أموالهم.

وتجدر الإشارة إلى أن النظرية الكلاسيكية لم تقف هذا الموقف العدائي للقروض العامة تجاه جميع أنواع القروض، وإنما تجاه القروض التي يتم إصدارها لتغطية نفقات استهلاكية غير منتجة، أما القروض التي تعقدتها الدولة لتمويل المشروعات الاستثمارية المنتجة أو تلك التي تواجه بها نفقات استثنائية طارئة فقد سمحت بها النظرية الكلاسيكية.

أما النظرية الاقتصادية الحديثة فقد ذهبت إلى عكس ذلك حيث اعتبرت القروض العامة مصدرا حقيقيا للإيرادات العامة، ولم تقف منها نفس الموقف العدائي كالنظرية الكلاسيكية للاعتبارات الآتية:-

1- إمكانية استخدامها كأداة من أدوات السياسة المالية لتحقيق التوازن الاقتصادي في دورتي التضخم والانكماش، حيث تعمل في حالة التضخم على امتصاص السيولة النقدية الزائدة لدى الأفراد، ويختص إحداث هذا الأثر بالقروض الداخلية، كما أن القروض الخارجية تعمل على تنشيط الطلب الكلي الفعال وبالتالي إعادة التوازن إلى الاقتصاد القومي في أوقات الكساد.

2- أن القروض العامة لا تضر بالاستثمار تبعا لما ذهبت إليه النظرية الكلاسيكية إلا إذا تحقق شرطان هما: توجيه حصيلتها وبالكامل إلى الاستهلاك من جانب الدولة، وافترض أن الأفراد كانوا سيوجهون نفس الحصيلة وبالكامل نحو الاستثمار. لكن الواقع خلاف ذلك في الشرطين معا، إذ أن مدخرات الأفراد خاصة في فترات الكساد لا توجه بالكامل نحو

الاستثمار لعدم وجود فروض كافية له، وقد يتسبب ذلك في نقص الطلب الخاص على عناصر الإنتاج وهو أحد شقي الطلب الكلي الفعال مما يتسبب في ازدياد حدة الكساد، ومن جانب آخر فإن الدولة لا توجه كل حصيلة القروض نحو الاستهلاك، وعلى فرض حدوث ذلك في أوقات الكساد فقد يكون الهدف منه تنشيط الطلب الفعلي.

3- إن القول بأن القروض العامة لا تعتبر مصدرا للإيرادات العامة ليس صحيحا على إطلاقه، كما أن القول بأن القروض تعتبر في حقيقتها ضرائب مؤجلة تتحملها الأجيال المقبلة لصالح الجيل ليس صحيحا هو الآخر على إطلاقه إلا إذا استخدمت الحصيلة وبالكامل في أغراض استهلاكية، أما إذا استخدمت في تكوين وإنشاء أصول رأسمالية واستثمارات، فلا تعتبر ضرائب مؤجلة وإنما هي لما تحدثه من زيادة في الأصول الرأسمالية والاستثمارات وفي حجم المقدرة المالية القومية مستقبلا تعتبر إيرادات حقيقية، ومن جهة أخرى فإنها بما تحدثه من اقتطاع من ذمة المقرضين المالية الحاليين وقت إصدار القروض واستخدام لكل الحصيلة أو لجزء منها في خلق استثمارات جديدة لصالح الجيل الحاضر والأجيال المقبلة ومن اقتطاع على ذمة الأجيال المقبلة المالية لغرض استهلاكها في صورة ضرائب تفرض عليهم، إنما يعتبر في الحقيقة توزيعا للعبء المالي بين الأجيال الحاضرة والمقبلة.

مصادر الإقراض:

تنوع مصادر الإقراض بحسب نوع القرض، ففي القروض الداخلية تقترض الدولة من المواطنين أو من البنوك الوطنية والشركات والمؤسسات المالية الوطنية، وقد تقترض من الاقتصاد الوطني إذا اعتبرنا أن الإصدار النقدي الجديد أو التمويل التضخمي نوعا من القروض الداخلية. أما في القروض الخارجية فإن مصادر الإقراض يمكن أن تكون الأفراد الأجانب أو البنوك والمؤسسات المالية الأجنبية، كما يمكن أن يكون مصدر القروض الخارجي

إحدى الدول الأجنبية أو إحدى المؤسسات الدولية المتخصصة في منح الائتمان لأعضائها كصندوق النقد الدولي والبنك الدولي للإنشاء والتعمير.

أسباب الاقتراض:

إن الدولة في سبيل حصولها على موارد مالية عن طريق القروض قد تكون مضطرة إلى الاقتراض إما لتمويل حرب فرضت عليها أو لتمويل زيادة مفاجئة في النفقات العادية بسبب كارثة طبيعية حلت بها وتعجز مواردها العادية عن مواجهتها، وقد تكون الدولة في حالة اختيار عند إصدارها للقروض العام بحيث إن مواردها العادية تكفي (تغطي) نفقاتها العادية لكنها تهدف من وراء عملية الاقتراض إلى الإسراع مثلاً بخطى التنمية الاقتصادية والاجتماعية أو إلى زيادة تدخلها في الحياتين الاقتصادية والاجتماعية للمجتمع بغرض إحداث تغييرات متعمدة عليهما نظراً لاعتناقها للمبادئ الاشتراكية، وعلى أية حال فإنه يمكن إجمال أسباب تزايد التجاء الدول إلى القروض العامة بأنواعها في:-

- 1- تمويل نفقات عامة غير عادية (حروب أو كوارث طبيعية).
- 2- تمويل عمليات التنمية، وهو سبب يخص غالباً الدول النامية.
- 3- زيادة نطاق دور الدولة وتدخلها.
- 4- سهولة الاقتراض وتعدد مصادره الداخلية والخارجية واعتبار البعض أن شراء سندات القروض العامة يعتبر صورة من صور الاستثمار المضمون.
- 5- التقدم الحضاري في كافة المجتمعات الذي صاحبه تغير أنماط وحجم الاستهلاك العام والخاص وتزايد الحاجات العامة التي يتعين على الدولة إشباعها للمواطنين.

التنظيم الفني للقروض العامة

(أنواعها - إصدارها - استهلاكها)

أولاً: أنواع القروض العامة:

هناك ثلاثة تقسيمات رئيسة للقروض العامة يبنى كل تقسيم منها على معيار من معايير التفرقة على النحو التالي:-

- 1- فهي تنقسم وفقاً لمعاري جنسية المكتتبين فيها ونوع العملة التي يتم بها الاكتتاب، أي وفقاً لمصدرها إلى نوعين هما: قروض داخلية وقروض خارجية.
- 2- وهي تنقسم وفقاً لمعيار طريقة عقدتها إلى نوعين هما: اختيارية وإجبارية.
- 3- وهي تنقسم وفقاً لمعيار مواعيد استهلاكها إلى أربعة أنواع هي: مؤبدة، وطويلة ومتوسطة وقصيرة الأجل، وهذا تعريف موجز بكل نوع منها:

1- القروض الداخلية والخارجية:

يقصد بالقروض الداخلية: القروض التي تعقد بين الدولة وبين مواطنيها، أي من تربطهم بها إحدى علاقات التبعية الثلاث: الجنسية أو المواطنة، والإقامة، وكون الدولة مصدراً للإيراد، وعلى ذلك فإن القرض الداخلي: يعقد بين الدولة وبين الأفراد أو الشركات والمؤسسات المالية الوطنية أو التي تزاوّل نشاطها اقتصادياً في أراضيها، كما أنه يعقد غالباً بالعملة الوطنية، فالطبع المميز للقروض الداخلية هو مكان إصدارها الذي يتحدد بالسوق الوطنية، ونوع العملة التي يتم بها الاكتتاب فيه وهي العملة الوطنية، ولا يغير من طبيعته هذه أن يكتب فيه أجانب مقيمون في الدولة أولهم مصدر إيراد منها، وقد يكون الغرض من القرض الداخلي هو: امتصاص جزء من القوة الشرائية الزائدة في أيدي مواطنيها أي التقليل من العرض النقدي الكلي في المجتمع، أو زيادة هذا العرض، ويتحقق الغرض الأخير فيما لو

اقتضت الدولة من بنك الإصدار، أو من البنوك التجارية العامة فيها، حيث يقوم الأول بإصدار جديد لنقود القرض، كما يكون في مكتبة البنوك التجارية التوسع في الائتمان أي خلق نقود مصرفية معادلة لمبلغ القروض، وفي ذلك يعتبر القرض أداة من أدوات السياسة المالية لمعالجة كل من التضخم والانكماش.

أما القرض الخارجي فهو الذي تصدره الدولة في أسواق المال الدولية، أي خارج أراضيها، ويمكن أن يكتب فيه الأفراد الأجانب أو البنوك والمؤسسات المالية الدولية أو جهات الإقراض العالمية أو يعقد بين دولتين، أو بين دولة ومجموعة دول، وطبيعي أن يتم بالعملية الأجنبية. ولا مانع أن يكتب فيه الوطنيون المقيمون في الخارج، وتعمل القروض الخارجية عند الاكتتاب فيها إلى نقل كمية من النقود الأجنبية من الخارج إلى داخل دولة الإصدار، ثم إلى نزوح قدر أكبر من نفس هذه النقود من داخل البلاد إلى خارجها عند سداد القرض وهي بذلك تشكل عبئا حقيقيا على الاقتصاد القومي، وهذه مقابلة بين نوعي القرض الداخلي والخارجي:

القرض الداخلي	القرض الخارجي
- يصدر داخل إقليم الدولة.	- يصدر خارج إقليم الدولة.
- يكتب فيه المواطنون والمقيمون على أرض الدولة.	- يكتب فيه الأجانب والمواطنون المقيمون في الخارج.
- يتم الاكتتاب فيه بالعملة الوطنية.	- يكتب فيه بالعملة الأجنبية.
- قد يكون علاجاً للتضخم عندما يتم من خلاله اقتطاع جزء من القوة الشرائية من الأفراد، وقد يكون تضخمياً عندما يكتب فيه بنك الإصدار أو البنوك التجارية الأخرى.	- لا يكون إلا تضخمياً.
- لا يشكل عند استهلاكه عبئاً حقيقياً على الاقتصاد القومي.	- يشكل عند استهلاكه عبئاً حقيقياً على الاقتصاد القومي.
- يؤدي عند إصداره واستهلاكه إلى نوع من إعادة توزيع الدخل والثروة القوميين.	- يمكن اعتباره إذا لم يخلق أصولاً رأسمالية جديدة، أو استثمارات جديدة ضرائب مؤجلة يتحملها الجيل القادم لصالح الجيل الحاضر.

2- القروض الاختيارية والإجبارية:

الأصل في القروض العامة أن تكون اختيارية، بمعنى أن تترك دولة الإصدار لمواطنيها حرية الاكتتاب في القروض التي تصدرها. ولكن خروجاً على هذا الأصل فإن الدولة قد تجبر المواطنين على شراء سندات بعض القروض التي تصدرها، أو على إقراضها تحت مسميات أخرى غير القرض كالادخار الإجباري مثلاً، وهو في حقيقته نوع من إقراض الدولة يتم في صورة اقتطاع جزء من رواتب الموظفين أو دخول غيرهم تحت مسمى الادخار الإجباري، وعلى ذلك فإن الإجبار قد يأخذ شكلاً مباشراً وقد يكون غير مباشر.

وهنا التقسيم لا يثور إلى في القروض الداخلية أما القروض الخارجية حيث لا يكون للدولة سلطة إجبار جهات الإقراض العالمية على إقراضها فإن القروض الخارجية لا يتصور إلا أن تكون اختيارية.

وعنصر الإجبار في القروض الداخلية يقر بها (خاصة إذا كانت مؤبدة) إلى حد كبير من الضرائب، من حيث كونهما مبالغ نقدية تدفع جبراً إلى الدولة ولكن يبقى لدينا معيار للتفرقة بينهما هو أن الضرائب تدفع بصفة نهائية بينما تلتزم الدولة برد قيمة القروض وفوائدها عند حلول أجل الدفع، فهو لا يدفع إليها بصفة نهائية بل بصفة مؤقتة.

3- القروض القصيرة والمتوسطة والطويلة الأجل والمؤبدة:

تنقسم القروض تبعاً لمعيار مدتها إلى الأنواع الأربعة المتقدمة، ويعتبر القرض مؤبداً إذا لم تنص دولة الإصدار في سندات القرض على تاريخ محدد للوفاء به، بل يكون القرض إلى حين ميسرة. وإذا لم تقم الدولة بإلغاء ديونها المترتبة بالقرض المؤبد وظلت ملتزمة به فإن سدادها لا يكون له تاريخ محدد، إذ قد تستهلكه الدولة وقت أن يتيسر لها ذلك، وطبيعي أن القرض المؤبد لا يتصور وجوده إلا في نوع القروض الداخلية، حيث تتمتع الدولة بسلطة إجبار مواطنيها على الاكتتاب في القروض المؤبدة.

أما القرض قصير الأجل فإن مدته لا تتجاوز السنة، وتستهدف الدولة من وراء إصداره تغطية عجز موسمي في الإيرادات العادية لديها، حيث يصاحب هذا العجز نقص في كمية النقود السائلة لدى الخزنة العامة، في فترات موسمية من السنة المالية، وحتى لا تضطر الخزنة العامة إلى التوقف عن دفع النفقات العامة العادية إلى أن تتحصل لديها إيرادات، فإن الدولة تصدر هذا النوع من القروض التي تعرف سنداته بأذون الخزنة، وعادة ما تطرح سندات الخزنة للبيع أمام الجمهور والبنوك والمؤسسات المالية في الدولة فإذا اكتتب فيها البنك المركزي كان ذلك أساس يتخذه لإصدار نقدي جديد تكون فيه هذه السندات غطاء له، وإذا اكتتبت فيها البنوك التجارية تزايدت قدرتها على خلق الائتمان، والنتيجة في الحالتين واحدة وهي أنه يترتب على إصدار سندات الخزنة زيادة حجم العرض النقدي الكلي لدولة الإصدار، وكما تغطي سندات الخزنة العجز الموسمي في الإيرادات فإنها قد تغطي كذلك العجز الحقيقي وغير الموسمي في الإيرادات العادية عن النفقات العامة الحقيقية، وتصدر سندات الخزنة لمدة تتراوح بين ثلاثة شهور أو ستة شهور أو أقل من السنة الميلادية ببضعة أيام قليلة، بمبالغ اسمية معينة وبسعر فائدة أعلى قليلاً مما تمنحه البنوك على الودائع لديها.

أما القرض متوسط الأجل فإن مدته تتراوح بين سنة واحدة وعشر سنوات وتلجأ إليه الدولة حين وجود عجز مالي في ميزانيتها (في الإيرادات العامة العادية) لا يمكن تفاديه خلال سنة الموازنة، أي أنه عجز دائم قد ينشأ عن تمويل حرب أو إعادة تعمير ما خربته الحرب، أو إحداث تنمية اقتصادية وخلق أصول رأسمالية جديدة، أو نتيجة لزيادة تدخل الدولة في نواحي الحياة في المجتمع.

ويتطابق القرض الطويل الأجل مع القرض القصير الأجل في أسبابه ومبرراته إلا أنهما يختلفان من حيث أجل السداد في كل، فالقرض طويل الأجل تتراوح مدة انعقاده بين عشر سنوات قد تصل إلى ثلاثين سنة، وهناك وجه آخر للاختلاف بينهما يتمثل في المزايا الممنوحة لكل منهما والضمانات اللازمة لكليهما فلا شك أن القرض الطويل الأجل أعلى

فائدة وأكثر ضمانات حتى يمكن إغراء مصادر الاكتتاب فيه. ويطلق الفقهاء عادة على القروض القصيرة الأجل اسم الدين السائر أو العائم، كما يطلقون على القروض المتوسطة والطويلة الأجل اسم الدين المثبت.

ثانياً: إصدار القرض العام:

يقصد بإصدار القروض العامة: عقدها فيما بين الدولة المقترضة وبين جهات الإقراض وفقاً لنظام معين تحدده الدولة المقترضة أو يتم الاتفاق عليه بينها وبين جهات الإقراض.

والأصل أن تتقاسم السلطان التنفيذية والتشريعية في الدولة المقترضة إجراءات الإصدار، حيث تختص السلطة التنفيذية بوضع نظام الإصدار، أي التفاوض بشأن القرض (الخارجي) وتحديد مبلغه ونوع سندات وسعر الفائدة والمزايا الأخرى وموعد السداد وطريقة الاكتتاب والاستهلاك، ثم تحيل مشروع القرض إلى السلطة التشريعية التي تختص بالتصديق، أي بالموافقة عليه، ولكل من نوعي الاختصاص المتقدمين ما يبرره، فدور الحكومة في إصدار القرض العام يبرره أنها الأعلام والأقدر على تحديد حجم الموارد غير العادية التي تحتاج إليها لتغطية النفقات العامة الحقيقية أو المزمعة، باعتبارها الجهة التي تتولى عمليات تحصيل وصرف الإيرادات والنفقات، أما دور البرلمان في اعتماد إصدار القروض العامة فيبرره ضرورة وقوف ممثلو الشعب على مزايا وعيوب ما تعقده الحكومة من قروض، وإكسابها مزيداً من ثقة الأفراد الراغبين في الاكتتاب مما يساعد على إتمامها ونجاحها، ثم إن اعتماد البرلمان للقروض العامة مستمد من حقه في تقرير الضرائب، حيث إن استهلاك القرض عند حلول أجله سوف يتم من خلال ما تقرضه الحكومة على الموظفين من ضرائب جديدة أو رفع لأسعار الضرائب القائمة، واعتماد البرلمان للقرض العام يتم من خلال قانون شكلي يعرف بقانون الإصدار يحدد البيانات اللازمة لنظام الإصدار.

نظام الإصدار:

ويقصد به البيانات المحددة لمقدار القرض، ونوعية سندات ومزاياه وكيفية الاكتتاب فيه وطريقة استهلاكه، وفيما يلي كلمة موجزة عن بيانات نظام الإصدار.

أ- مقدار القرض: إن مقدار القرض أي مبلغه قد يحدد مسبقا من جانب الحكومة وقت التفاوض على شروطه مع جهات الإقراض ثم يعتمد هذا التحديد من البرلمان وذلك بالنسبة للقروض الخارجية، أما القروض الداخلية فإن لتحديد مقدار القرض طريقتين بحسب ثقة المقرضين في قدرة الحكومة ووفائها بالتزاماتها، إذ في حالة توفر هذه الثقة في إن الحكومة تحدد المبلغ المطلوب ثم تدعو الأفراد إلى الاكتتاب العام في القرض، وبمجرد حصولها على المبلغ المحدد للقرض تغلق باب الاكتتاب فيه، أما في حالة عدم توفر هذه الثقة، فإن الحكومة لا تحدد مقدار القرض وإنما تدعو الأفراد إلى الاكتتاب العام فيه وتحدد أجلا معيناً لنهاية هذا الاكتتاب وعند نهاية هذا الأجل يتحدد مقدار القرض بما تم به الاكتتاب الفعلي خلال هذه المدة، وتستطيع الحكومة إلا لم تحصل على المبلغ اللازم في الاكتتاب الأول أن تمد أجل الاكتتاب أو تطرح قرضا جديدا بشروط أثر مزايا.

ب- أنواع سندات القرض: عندما يأخذ القرض العام شكل سندات تطرحها الدولة للبيع أي للاكتتاب العام، فمن الضروري أن يحدد نظام الإصدار ما إذا كانت هذه السندات اسمية أم لحاملها أم مختلطة، إذ يختلف النوعان في طريقة نقل الملكية، وفي شخص المستفيد بمزايا القرض، فالسند الاسمي يدون عليه اسم صاحبه، ولا تنتقل ملكيته إلا بتغيير بياناته في السجل المعد لذلك بجهة الإصدار، كما لا يحصل على مزايا القرض إلا شخص صاحبه، أما السند لحامله فهو على خلاف ذلك سواء في نقل الملكية أو في استحقاق مزاياه، حيث يكون حائزه هو المالك والمستفيد في نفس الوقت، أما إذا كانت سندات القرض مختلطة كأن كانت اسمية فيما يتعلق بتدوين اسم المقرض على وجهها وفي السجل المعد لذلك بوزارة

المالية، أما فيما يتعلق بتحصيل فوائدھا فإنھا تكون سندات لحاملھا بحيث لا يشترط الدفع لشخص المالك (المقرض) وإنما يصح الدفع لمن يتقدم بالكوبون المرفق فإن السند المختلط حينئذ يجمع بين مزايا نوعي السندات ولحاملھا.

ج- **سعر الفائدة والمزايا الأخرى:** يعتبر سعر الفائدة من أهم المزايا التي تقدمھا الدولة المقرضة لإغراء جهات الإقراض على الاكتتاب في قروضها العامة، كما يعتبر كذلك من أهم البيانات التي يجب أن يحتوي عليها نظام الإصدار، ويتحدد سعر الفائدة تبعاً لعدد من العوامل منها: ظروف السوق المالية، وقيمة القرض ومدته وحالة أو مركز ائتمان الدولة، ومقدار المزايا الأخرى التي تقدمھا الدولة للمقرضين علاوة على سعر الفائدة وعادة ما يدفع سعر الفائدة على أقساط سنوية أو نصف سنوية، ويمكن تعريف سعر الفائدة بأنه: المبلغ المنسوب إلى القيمة الاسمية للسند الذي يحدد نظام الإصدار دفعه بصفة دورية خلال حياة القروض علاوة على أصل الدين بحيث لم يكن القرض لينعقد بين طرفيه بدونه.

أما المزايا الأخرى للقرض فإنھا مجموعة من الامتيازات التشجيعية التي تقدمھا الدولة لأغراض جهات الإقراض على الاكتتاب في القروض التي تصدرھا والتي يتحدد نطاقھا تبعاً لحالة الائتمان في الدولة وثقة الأفراد فيها، ومن أهم هذه المزايا:

1- **مكافأة أو جائزة السداد:** أي الاكتتاب في القرض وسداد المقرض لقيمة السند إلى الدولة، وتتمثل في الفرق بين القيمة الاسمية للسند التي تلتزم الدولة بردها للمقرض عند حلول الوفاء، والقيمة الفعلية التي دفعھا المقرض للدولة عند الاكتتاب، ذلك لأن الدولة قد تصدر سندات القرض بأقل من سعر التكافؤ، حيث تكون القيمة الاسمية للسند مثلاً مائة جنية، بينما تبيعھ الدولة للمكاتب بقيمة فعلية أقل ولتكن مثلاً ثمانين جنيهاً، فهذا الفرق يمثل مكافأة أو جائزة السداد.

- 2- **جوائز اليانصيب:** وهو نوع آخر من إغراء أو تشجيع الدولة للجهات الإقراض على الاكتتاب في سندات القرض العام الذي تصدره، حيث تقرر الدولة إجراء سحب دوري أو لمرة واحدة على أرقام سندات القرض لمنح السندات التي يخرج عليها السحب أو القرعة. جوائز مالية ضخمة، فتضمن بذلك إقبال المقامرين من المقرضين على الاكتتاب في القرض.
- 3- **الإعفاء من الضرائب:** قد تقرر الدولة كنوع من الإغراء على الاكتتاب في القروض التي تصدرها إعفاء المكتتبين من بعض الضرائب على السندات أو على فوائدها أو عليهما معا وذلك مثل ضرائب الدخل وضرائب التركات والأيلولة، كما قد تقرر الدولة كذلك إمكانية سداد المكتتب للضرائب المستحقة عليه من سندات القرض عن طريق إجراء مقاصة بينهما.
- 4- وأخيرا قد تقرر الدولة من سندات القرض مميزات قانونية مثل عدم جواز مصادرتها أو الحجز عليها سدادا لدين على المقرض أو قبول هذه السندات في الاكتتاب في قروض مقبلة أكثر امتياز للمقرض.
- 5- إلا أن أهم ميزة قد تمنحها الدولة للمقرضين لإغرائهم على الاكتتاب في القروض التي تصدرها هي ضمان المحافظة على القيمة الحقيقية لرأس المال المقرض ضد مخاطر انخفاضها، وذلك لأن التضخم الذي يمثل الارتفاع في الأسعار أ، الانخفاض في القوة الشرائية للنقود قد يعرض المقرضين لخسارة حقيقية في النقود التي يقترضونها للدولة حيث لا تستطيع هذه النقود أن تشتري من ألوان السلع والخدمات وقت وفاء الدولة بالقرض ما كانت تستطيع شراؤه من هذه السلع والخدمات وقت اقتراض الدولة لها، مما يجعل أصحاب رؤوس الأموال يحجمون عن إقراض الدولة، وحتى تتغلب الدولة على ذلك فإنها قد تلجأ إلى بعض هذه الطرق:
- أ- تقرير سعر فائدة مرتفع جدا يعوض ما قد يطرأ على النقود من انخفاض في قوتها الشرائية ولكن هذا الطريق بسبب مشاكل مالية تتعلق بخدمة الدين العام، كما يتضمن اعترافا من الدولة بإمكانية انخفاض قيمة نقدتها مما يقلل الثقة في أوضاعها المالية والاقتصادية.

ب- ربط القيمة الحقيقية للقرض بالذهب، باعتبار أن الذهب سلعة أو مالا عينيا ترتفع قيمته هو الآخر بارتفاع المستوى العام للأسعار.

ج- ربط القيمة الحقيقية للقرض الذي يتم بعملة وطنية بقيمة عملة أجنبية تتمتع بالثبات النسبي في قيمتها.

د- ربط قيمة القرض بالمستوى العام للأسعار، بحيث ترتفع قيمة القرض الاسمية بنفس الارتفاع في المستوى العام للأسعار، وبحيث تلتزم الدولة عند استهلاك القرض الوفاء بقيمته يوم انعقاده ذهباً أو عملة أجنبية سبق تحديدها على أساس سعر صرفها يوم الانعقاد، أو القيمة الحالية لما كان يمكن لمبلغ القرض أن يشتري بها من كميات السلع التي تدخل في تكوين الأرقام القياسية للأسعار.

ولما كان ربط القرض بالذهب أو بالعملات الأجنبية ينطوي على اعتراف من الدولة بعدم الثقة في عملتها الوطنية، كما أنه قد يؤدي إلى عواقب وخيمة على اقتصاد الدولة عند ارتفاع قيمة الذهب أو العملة الأجنبية المختارة أساساً للربط. لذلك فإن اختيار المستوى العام للأسعار يعد حالياً من أفضل الوسائل لربط القرض به نظراً لكونه معياراً واقعياً يحيط باتجاه مستوى الأسعار خلال مدة القرض، فإذا اتجهت الأسعار إلى الارتفاع فإن الدولة ترد القرض على أساس مدى التغير الذي طرأ على أسعار السلع التي تدخل في الاعتبار عند قياس اتجاه الأسعار بصفة عامة.

طرق الاكتتاب في القرض العام:

يقصد بالاكتتاب في القرض العام شراء السندات المثبتة للقرض، ويتم ذلك باتباع إحدى الطرق الثلاث الآتية:-

1- الاكتتاب العام المباشر:

وفي هذا الطريق تتولى الدولة بنفسها طرح سندات القرض العام للبيع لكل من يرغب من الأشخاص الآدميين والاعتباريين، محددة في ذلك موعد بدء ونهاية الاكتتاب وشروط القرض ومزاياه وأجل الوفاء به، والجهات التي يتم فيها الاكتتاب (البنك المركزي، بنوك القطاع العام، وزارة المالية، مكاتب البريد) وتعتبر هذه الطريقة من أكثر طرق الاكتتاب شيوعاً لمزاياها الآتية:

أ- أنها توفر على الدولة مبلغ العمولة التي يمكن أن تتقاضاها البنوك التجارية فيما لو تم الاكتتاب من خلالها.

ب- أنها تمكن الدولة من مراقبة عملية الإصدار والسيطرة عليها، وتمكنها بالتالي من منع أ محاولة للمضاربة بسندات القرض.

ولكن يعيب هذه الطريقة في نفس الوقت أنها قد تعرض ثقة المقرضين في مالية الدولة للخطر إذا لم يتم الاكتتاب في سندات القرض بالكامل، وقد يكون ذلك راجع إلى نقص دراية الدولة بأحوال السوق المالي والنقدي، لا إلى قدرتها على الوفاء.

2- الاكتتاب عن طريق البنوك:

الدولة في هذا الطريق إما أن تبيع سندات القرض بالكامل لمجموعة البنوك التجارية العاملة فيها، وتتقاضى مبلغ القرض مقدماً، ثم تتولى هذه البنوك التصرف في هذه السندات بالاحتفاظ بها أو بإعادة بيعها للجمهور لقاء عمولة تحصل عليها من الدولة ومن الجمهور أو

من أحدهما وإما أن تطرح الدولة سندات القرض للبيع لجمهور المكتتبين من خلال البنوك التجارية، وما تبيعه هذه البنوك من سندات توردها قيمته أولاً بأول إلى الخزنة العامة لقاء عمولة تحصل عليها من الدولة ويكون دور البنوك في هذه الحالة قاصراً على عملية عرض السندات على عملائها، ويؤخذ على هذه الطريقة أنها تحمل الخزنة العامة بخسارة ما قد تتقاضاه البنوك من عمولة قد تكون مرتفعة إذا كانت ثقة الأفراد في الدولة ضعيفة.

3- الاكتتاب عن طريق المزاد:

حيث تجري الدولة على سندات القرض العام مزادة أمام الجمهور والبنوك والمؤسسات المالية العامة والخاصة، بحيث يتم إرساء المزادة على من يقدم أكثر الأسعار قرباً من السعر الاسمي للسند حتى تتم تغطية مبلغ القرض بالكامل، ويعيب هذه الطريقة أن الدولة قد تضطر إلى بيع سندات القرض بأقل من سعرها الاسمي أي سعر التكافؤ أو التعادل الذي تلتزم بالوفاء به عند حلول موعد سداد القرض.

4- الاكتتاب عن طريق البورصة (سوق الأوراق المالية):

وتلجأ الدولة إلى هذا الطريق عن طريق مندوبين لها في البورصة يعرضون سندات القرض للبيع بسعر اليوم شأن المشروعات الخاصة، وتلجأ الدولة إلى هذه الطريقة عندما ترغب في إخفاء إصدارها لقرض جديد، وتمتاز هذه الطريقة بأن الدولة تستطيع تحين الفرصة المواتية في البورصة لتحقيق أعلى سعر لسنداتهما، إلا أنه يعيبها أن الدولة لا تستطيع من خلالها طرح كميات كبيرة من السندات في يوم واحد نظراً لتأثر السعر حينئذ بالعرض الكبير، ولذلك فإنه يشترط لنجاح هذه الطريقة أن يكون عرض سندات القرض موروداً، وألا تكون الدولة في حاجة سريعة إلى المال.

خدمة القروض العامة:

يقصد بخدمة القرض العام قيام الحكومة بتنفيذ تعهدها والتزاماتها الواردة بنظام الإصدار أي دفع فوائد القرض ومزاياه طيلة حياته ثم رد أصل الدين عند حلول أجل الوفاء، والأصل أن تدفع الدولة الفوائد المتفق عليها حتى ولو انخفض سعر الفائدة السائد في السوق، ولكن الدولة تسعى عند انخفاض سعر الفائدة السائد في السوق عن سعر الفائدة السائد في السوق عن سعر الفائدة السابق لها تقريره على القروض التي أصدرتها إلى التخفيف من عبء الدين، وهي قد تسلك في سبيل ذلك أحد طريقين: إما الوفاء بالدين أو تخفيض سعر الفائدة. وهي لا تستطيع بإرادتها المنفردة أو قرارها الإداري تخفيض سعر الفائدة، وحتى تصل إلى هذا الهدف فإنها تعمل على تبديل الدين، وسوف نقوم هنا بإعطاء فكرة موجزة عن:-

1- تبديل الدين باعتباره طريقاً لتخفيض سعر الفائدة.

2- استهلاك الدين باعتباره طريقاً للوفاء بأصل الدين (القرض).

1- تبديل الدين: يقصد بتبديل الدين: إحلال دين (قرض) جديد بفائدة منخفضة محل الدين (القرض) القديم ذو الفائدة المرتفعة، ويتم ذلك من خلال عمليتين تقوم بهما الدولة هما: إصدار قرض جديد بسعر الفائدة المنخفض السائد في السوق بنفس مبلغ القرض القديم ذو الفائدة المرتفعة، ثم استخدام حصيلة القرض الجديد في الوفاء بالقرض القديم، وللمكاتب في القرض القديم أن يختار بين الحصول على أمواله أو استبدال سندات القديمة بسندات جديدة. وقد ثار الخلاف بين الفقهاء في مدى حق الدولة في سداد القرض القديم قبل حلول أجله لغرض تخفيض سعر الفائدة، والرأي الراجح هو: تغليب المصلحة العامة على الخاصة.

وقد تخفض الدولة سعر الفائدة على القروض العامة بطريق آخر غير مباشر بأن تفرض ضريبة عليها فتخفض بها سعر الفائدة الحقيقي.

شروط التبديل: يشترط لنجاح تبديل الدين على النحو السابق شروطاً هي:

أ- انخفاض سعر الفائدة السائد في السوق، ومساواة سعر فائدة القرض الجديد لسعر الفائدة السائد على الأقل، وإلا فضل المقرضون استرداد أموالهم.

ت- ألا تكون القيمة السوقية لسندات القرض القديم قد انخفضت عن قيمتها الاسمية التي تلزم الدولة بردها، وإلا فضل المقرضون استرداد أموالهم بالقيمة الاسمية للسندات.

ج- ألا يتم التبديل في أوقات الأزمات والاضطرابات التي يقل فيها الثقة في ائتمان الدولة، حتى لا تضطر الدولة إلى منح المزيد من المزايا على قرضها الجديد لإغراء المقرضين في القرض القديم على عدم استرداد أموالهم فلا يتحقق الهدف من التبديل.

2- استهلاك القرض: يقصد باستهلاك الدين أو القرض: السداد أو الوفاء بالدين، أي بأصل القرض عند حلول أجل الوفاء إلى المقرضين. أي انقضاء الدين وأياً كان الخلاف بين فقهاء علم المالية العامة حول أهمية وجدوى وفاء الدولة بقروضها الداخلية، حيث يرى فريق من الفقهاء أن وفاء الدولة بدينها يقوى من ائتمائها، ويرفع من ثقة الأفراد لإعادة الاكتتاب في قروضها القادمة، وفي نفس الوقت يخفف من أعبائها ويضع الحكام أمام مسؤولياتهم في استخدام المال العام ويرى فريق آخر من الفقهاء أن بقاء ديون الدولة الداخلية لا يشكل خطراً عليها لأنها تستهلك جزئياً بطبيعتها على مدار السنين، بفعل تناقص القوة الشرائية للنقود، وحيز قد يؤدي ذلك إلى إعاقه الاستثمار الذي يجب أن يتناسب مع التزامه المستمر للسكان حين يتم توزيع الدخل القومي والثروة لصالح المقرضين على حساب إنقاص

الذمة المالية للدولة. وأيا كان هذا الخلاف المتقدم فإن استهلاك القرض العام من جانب الدولة قد يكون إجباريا، حيث يجب على الدولة الوفاء بديونها عند حلول أجل سدادها، إذا كان ذلك لا يرهق ميزانيتها عند وفائها بديونها دفعة واحدة.

لكن هذه الطريقة قد لا تلائم الظروف المالية التي تمر بها كثير من الدول. لذلك تفضل غالبية الدول استهلاك قروضها العامة تدريجيا، قبل أن تصل إلى مرحلة تجدد نفسها وفقا لشروط الإصدار مضطرة أو بحيرة على الوفاء، ويتم الاستهلاك التدريجي للقروض العامة وفقا لثلاث طرق رئيسة هي:-

أ- الاستهلاك على أقساط سنوية محددة: حيث تقوم الدولة عند دفع الفائدة السنوية على القرض بدفع قسط استهلاك سنوي لجميع سندات القرض بحيث يحصل كل دائن علاوة على الفوائد المستحقة له على جزء من رأس ماله، ويتكرر ذلك حتى يستهلك القرض بأكمله وينقضي الدين المترتب على الدولة بموجبه، وتتطلب هذه الطريقة توفر عدد من الشروط منها: أن يكون نظام إصدار القرض قد نص عليها، وأن يتم الاستهلاك على أقساط متساوية، ولكن يعيب هذه الطريقة أنها قد تؤدي إلى تبديد مدخرات صغار المقرضين للدولة، حيث يصعب عليهم إعادة تجمع مدخراتهم مرة ثانية.

ب- الاستهلاك بطريق القرعة أو السحب السنوي: حيث تجري الدولة قرعة سنوية على سندات القرض العام، ثم تقوم بالوفاء بكامل قيمة السندات التي تخرج عليها القرعة، فالوفاء هنا ينصب على بعض سندات القرض وليس على جزء من القيمة الاسمية لكل سندات القرض كما هو الشأن في الطريقة السابقة، وهذه الطريقة تحقق للدولة مزية استهلاك الدين على التدرج وليس دفعة واحدة مرهقة لميزانيتها، كما تحقق للمقرضين الذي تخرج قرعة السداد على سنداتهم مزية الحصول على رؤوس أموالهم دفعة واحدة، فيتمكنون من الانتفاع بها مرة ثانية، خاصة إذا كانت القيمة السوقية للسند وقت خروج قرعة السداد عليها أقل من

قيمتها الاسمية، غير أن هذه الطريقة قد تضر بالمقرضين من جانب آخر، حيث قد يجبر بعضهم على قبول الوفاء بدينه في وقت غير مناسب لإعادة استثمار رأس ماله، أو في وقت قد تكون فيه القيمة السوقية للسند أعلى من قيمته الاسمية.

ج- الاستهلاك عن طريق الشراء من البورصة: وبموجب هذه الطريقة تتدخل الدولة مشترية من سوق الأوراق المالية لسندات قروضها التي انخفضت قيمتها السوقية عن قيمتها الاسمية، فتحقق كسبا ماليا نتيجة لاستهلاكها للقروض بأقل من قيمتها الاسمية.