

وزارة التعليم العالي و البحث العلمي

Ministère de l'Enseignement Supérieur et de la Recherche Scientifique

Université Mohamed Boudiaf - M'SILA  
Faculté des Sciences Économiques  
Commerciales et des Sciences de Gestion  
Département Sciences Économiques



جامعة محمد بوضياف بالمسيلة  
كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير  
قسم العلوم الاقتصادية

مطبوعة موجهة لطلبة السنة الثانية ليسانس LMD

محاضرات في:

# مقياس الاقتصاد النقدي

من إعداد الدكتورة: بنابي فتيحة

السنة الجامعية 2016/2017

الفهرس

04.....	قائمة الأشكال والجداول
05.....	المقدمة العامة
07.....	أولا. ماهية النظام النقدي والنظام المالي
07.....	1. مفهوم النظام النقدي
08.....	2. مفهوم الاقتصاد المالي
09.....	3. مفهوم النظام المالي
13.....	ثانيا: ماهية النقود
13.....	1. تعريف النقود
14.....	2. نشأة النقود
15.....	3. خصائص النقود
15.....	4. أنواع النقود
18.....	5. وظائف النقود
19.....	6. القيمة الزمنية للنقود
20.....	ثالثا. المجمعات النقدية
20.....	1. مفهوم القاعدة النقدية
23.....	2. مفهوم الكتلة النقدية
25.....	3. مقابلات الكتلة النقدية
26.....	رابعا. الأنظمة النقدية
26.....	1. النظام النقدي المعدني
27.....	2. نظام قاعدة الذهب
29.....	3. نظام بروتن وودز
32.....	4. النظام النقدي الحر
34.....	خامسا: النظريات النقدية
34.....	1. النظرية النقدية التقليدية (الكلاسيكية)
38.....	2. النظرية النقدية الكنزية
48.....	3. النظرية النقدية المعاصرة لميلتون فريدمان
55.....	4. التحليل النقدي النيوكنزي

64.....	5. النظرية النقدية في المدرسة الكلاسيكية الجديدة (NEC)
68.....	6. النقود عند مدرسة الدورة الاقتصادية ( <i>Real Business Cycle</i> (RBC))
<b>69</b> .....	<b>سادسا: السياسات النقدية</b>
69.....	1. تعريف السياسة النقدية.
69.....	2. مراحل تطور السياسة النقدية.
71.....	3. أهداف السياسة النقدية.
74.....	4. أدوات السياسة النقدية.
80.....	5. فعالية السياسة النقدية.
82.....	6. السياسة النقدية في الجزائر.
<b>87</b> .....	<b>سابعا. الوساطة المالية</b>
87.....	1. تعريف الوساطة المالية.
87.....	2. أنواع الوساطة المالية.
89.....	3. أهمية الوساطة المالية.
90.....	4. حساب معدل الوساطة المالية.
90.....	5. فعالية الوساطة المالية.
<b>91</b> .....	<b>ثامنا. الجهاز المصرفي الجزائري</b>
91.....	1. مميزات الجهاز المصرفي الجزائري.
91.....	2. الجهاز المصرفي الجزائري قبل سنة 1990.
93.....	3. الجهاز المصرفي الجزائري ما بعد سنة 1990 (قانون النقد والقرض).
<b>97</b> .....	<b>تاسعا. السوق النقدي</b>
97.....	1. تعريف السوق النقدي.
97.....	2. أهمية السوق النقدي.
98.....	3. خصائص السوق النقدي.
98.....	4. المتدخلون في السوق النقدي.
99.....	5. عمليات السوق النقدي.
102.....	6. معدل الفائدة في السوق النقدي.
103.....	7. السوق النقدي في الجزائر.
<b>104</b> .....	<b>عاشرا. سوق رأس المال</b>

104.....	1. تعريف سوق رأس المال.
104.....	2. أهمية سوق رأس المال.
104.....	3. المتطلبات الأساسية لسوق رأس المال.
105.....	4. تقسيمات سوق رأس المال.
<b>115</b> .....	<b>إحدى عشر. الأسواق الآجلة (المشتقات المالية).</b>
115.....	1. تعريف الأسواق الآجلة.
115.....	2. تعريف المشتقات المالية.
116.....	3. أنواع المشتقات المالية.
<b>224</b> .....	<b>إثني عشر. سوق رؤوس الأموال الدولية (الأورو-عملة).</b>
224.....	1. سوق العملات الأوربية.
126.....	2. سوق سندات الأورو-دولار.
<b>127</b> .....	<b>خاتمة عامة</b>
<b>129</b> .....	<b>قائمة المراجع</b>

## قائمة الأشكال والجداول:

## 1. قائمة الأشكال

الصفحة	عنوان الشكل	رقم الشكل
11	هيكل النظام المالي.	01
36	التمثيل البياني لمعادلة فيشر.	02
41	عرض النقود في التحليل الكنزري.	03
43	الطلب على النقود لدافعي الاحتياط والمبادلات بدلالة الدخل.	04
43	منحنى الطلب على النقود بدافع المعاملات والاحتياط بدلالة معدل الفائدة	05
44	الطلب على النقود بدافع المضاربة	06
45	التمثيل البياني للطلب الكلي على النقود عند كينز.	07
46	تحديد معدل الفائدة في النظرية الكنزرية.	08
53	منحنى فيليبس الأصلي	09
53	منحنى فيليبس ذو التوقعات المتصاعدة.	10
56	منحنى الطلب على النقود لأغراض المعاملات والاحتياط <i>Важно!</i>	11
66	منحنى فيليبس عند الكلاسيكيين الجدد	12
80	فعالية السياسة النقدية	13
88	مثلث الوساطة المالية	14
89	أطراف الوساطة المالية	15
96	هيكل النظام المصرفي والمالي الجزائري بعد قانون 90-10	16
121	أنواع الخيارات	17

## 2. قائمة الجداول:

الصفحة	عنوان الجدول	رقم الجدول
21	العوامل المؤثرة في الكتلة النقدية	01

## المقدمة العامة:

يعتبر الاقتصاد النقدي في الوقت الحالي أحد أهم فروع الاقتصاد بشكل عام، ومحورا هاما حظي باهتمام مختلف المدارس الاقتصادية منذ القديم ولا يزال لحد الآن، حيث استمد هذه الأهمية من التطور الذي عرفه النقد من حيث الشكل القيمة والأنواع، ومن حيث التأثير والتأثر بمختلف المتغيرات الاقتصادية النقدية والحقيقية. فقد تطورت أنواع النقد من السلعي إلى المعدني إلى الورقي إلى الإلكتروني، وتعددت وظائفه من الوظائف التقليدية المتمثلة أساسا في اعتباره كأداة للمبادلات ومقياس للقيمة ومخزن لها، إلى الوظائف الحديثة ودوره في تحديد المستوى العام للأسعار وتخصيص الموارد وتوزيع الدخل والثروة.

بناء على ذلك كان تطور النظرية النقدية التي اهتمت بالدور الذي يؤديه في الاقتصاد، وكيفية تأثيره على المتغيرات الاقتصادية، كالاستثمار، الادخار، الدخل، التضخم، سعر الفائدة، ميزان المدفوعات وغيرها من المؤشرات الاقتصادية التي تؤدي دورا هاما في مدى تطور الاقتصاد، وتحقيق أهداف السياسات الاقتصادية الكلية. فبدأت من النظرية الكلاسيكية التي ركزت أساسا على دور النقود في التحكم في المستوى العام للأسعار، إلى النظرية النقدية الكنزية التي اعتبرته عنصرا فعالا في تفعيل الطلب، والنظرية النقدية التي اعتبرته محركا أساسيا في الاقتصاد، وإلى النظريات المعاصرة النيوكنزية والنيوكلاسيكية وغيرها، والتي درست بشكل عام مصادر العرض النقدي والطلب على النقود.

كانت النظريات السابقة الذكر كأساس لوضع السياسات النقدية المتبعة من طرف مختلف البنوك المركزية في العالم، من خلال تحديد الأهداف الاقتصادية وأولوياتها، إلى تحديد الأدوات المختلفة الكمية منها والنوعية، وذلك لحل مختلف المشاكل الاقتصادية من تضخم وكساد وانكماش خاصة في أوقات الأزمات، هذه الأخيرة التي أصبحت تحدث وتنتقل من خلال العديد من القنوات أهمها الأسواق المالية بشقيها النقدية وأسواق رأس المال، وكذا من خلال الأدوات المستخدمة فيها خاصة المشتقات المالية بأنواعها (المستقبليات، الخيارات، المبادلات...)، التي أدت إلى تضخيم الاقتصاد المالي مقارنة بالاقتصاد الحقيقي، وأصبحت محلا للمضاربات بهدف تحقيق العوائد اللامحدودة، لكن رغم ذلك تبقى الأسواق المالية من أهم الساحات التي توفر التمويل للاقتصاد المعاصر، من خلال الجمع بين أصحاب الفائض المالي والعجز المالي.

تهدف هذه المطبوعة إلى التعريف بالاقتصاد النقدي ومختلف جوانبه، من مختلف المفاهيم المتعلقة بالنقود وتطوراتها، وكذا مختلف النظريات النقدية واهتماماتها وأفكارها فيما يتعلق بدور النقود في الاقتصاد، وكيفية استخدامها لحل المشاكل الاقتصادية، والمفاهيم المتعلقة بالسياسات النقدية وتطبيقاتها، والتعريف بالأنظمة النقدية التي عرفها النظام النقدي الدولي والمحلي لحد الآن، بالإضافة للتعريف بالأسواق المالية والنقدية وعملياتها، ومختلف الأدوات المتداولة فيها. ومن أجل ذلك تم تقسيم هذه المطبوعة إلى المحاور التالية:

أولا: ماهية النظام النقدي والنظام المالي.

- ثانيا: ماهية النقود.
- ثالثا: المجمعات النقدية.
- رابعا: الأنظمة النقدية.
- خامسا: النظريات النقدية.
- سادسا: السياسات النقدية.
- سابعاً: الوساطة المالية.
- ثامنا: الجهاز المصرفي الجزائري.
- تاسعا: السوق النقدي.
- عاشرا: سوق رأس المال.
- إحدى عشر: الأسواق الآجلة.
- إثني عشر: سوق الأورو-عملة.

### أولاً: ماهية النظام النقدي والنظام المالي

يعتبر الاقتصاد النقدي فرع من فروع الاقتصاد يستند بشكل كبير على الاقتصاد الكلي ونظرياته، يوفر الاقتصاد النقدي تحليلات حول النقود ووظائفها كوسيط للتبادل ومخزن للقيمة ووحدة للحساب، بالإضافة لتحليل حول الطلب على النقود وعرضها والتي تستند على النظريات النقدية، وتأثير النقود على مختلف المؤشرات الاقتصادية، وكذا الأنظمة النقدية المتبعة قديماً وحديثاً.

**1. مفهوم النظام النقدي:** من خلال هذا العنصر سنتطرق لتعريف النظام النقدي المحلي والنظام النقدي الدولي، بالإضافة للعناصر المكونة للنظامين.

**1.1 تعريف النظام النقدي المحلي والدولي :** يختلف تعريف النظام النقدي المحلي عن النظام النقدي الدولي حيث:

**يعرف النظام النقدي المحلي على أنه:** مجموع السياسات والقواعد والمؤسسات المنظمة لشؤون النقد في بلد ما، بما في ذلك تحديد أنواع النقود المتبادلة والقاعدة المتبعة والقواعد المنظمة لإصدار النقد والسعر القانوني الذي تحدده الدولة على مختلف أدوات الوفاء.

**أما النظام النقدي الدولي فيعرف أنه:** مجموعة القواعد والآليات والتنظيمات التي تتكفل بتسوية المدفوعات الدولية، وتصريف أمور العلاقات النقدية بين الدول على نحو يدفع فعالية التجارة الخارجية متعددة الأطراف.

**2.1 عناصر النظام النقدي:** يتكون النظام النقدي من مجموعة من العناصر تتمثل في:

-النقود المتداولة في الاقتصاد بمختلف أنواعها، وتتمثل في النقود الورقية ونقود الودائع لدى البنوك التجارية.  
-المؤسسات النقدية والمصرفية والمتمثلة في السلطة النقدية (البنك المركزي) ومختلف البنوك التجارية.  
-التشريعات والقوانين المنظمة لإدارة النقود والائتمان في الاقتصاد بما يحقق الأهداف الاقتصادية المسطرة.

### 3.1 عناصر النظام النقدي والمالي الدولي:

-الإدارة النقدية والدولية المتمثلة في صندوق النقد الدولي والبنك العالمي والذي يقوم بعملية تنظيم وتوجيه النظام النقدي والمالي الدولي لتحقيق الاستقرار النقدي والمالي الدولي.

-السياسات والاتفاقيات النقدية والمالية الدولية مثل وجود إجراءات تنظيمية لتسهيل التمويل الدولي من طرف البنك العالمي وصندوق النقد الدولي.

-آليات المدفوعات الدولية والمتمثلة في وسائل الدفع الدولية كالعملات الدولية والأوراق المالية والتجارية.

- المجتمع النقدي الدولي والمتمثل في كافة المتعاملين في النظام النقدي والمالي الدولي (تكتلات اقتصادية، دول، مؤسسات مالية نقدية وغير نقدية، الأفراد و الأسواق النقدية والمالية).

#### 4.1. أهداف النظام النقدي والمالي الدولي: يمكن حصر هذه الأهداف فيما يلي<sup>1</sup>:

- توفير السيولة الدولية لتسهيل المبادلات الدولية المختلفة بالاعتماد على قاعدة نقدية مقبولة لتسوية الالتزامات الدولية بمعدل نمو يتناسب مع نمو التجارة الدولية.
- استقرار أسعار صرف العملات لتفادي الاضطرابات في المعاملات النقدية الدولية.
- إمكانية تحويل العملات فيما بينها لتنمية العلاقات الاقتصادية الدولية.
- إدارة الأزمات المالية الدولية.

2. مفهوم الاقتصاد المالي: يعتبر الاقتصاد المالي مصدر تمويل الاقتصاد الحقيقي عن طريق مختلف القنوات والمؤسسات والأسواق، لذلك فإن وجود نظام مالي ونقدي قادر على تعبئة وتخصيص الموارد المالية لتحقيق أهداف السياسة الاقتصادية العامة من المتطلبات الأساسية لأي اقتصاد، من خلال بناء مجموعة المؤسسات المالية وتنظيم الأسواق المالية التي تؤدي دور الوساطة المالية للجمع بين أصحاب الفوائض وأصحاب العجز المالي.

ينقسم الاقتصاد بشكل عام إلى اقتصاد حقيقي واقتصاد مالي:

#### 1.2. تعريف الاقتصاد الحقيقي: هو الاقتصاد القائم على قطاعات منتجة كالزراعة، الصناعة، التجارة

والخدمات، ويدرس متغيرات حقيقية كالإنتاج، الاستثمار، الادخار، التشغيل وغيرها.

#### 2.2. تعريف الاقتصاد المالي: يعتبر الاقتصاد المالي أحد فروع علم الاقتصاد، الذي يركز على دراسة العلاقة

بين مختلف المتغيرات المالية فيما بينها مثل السعر الأسهم ومعدل الفائدة، وكذلك دراسة العلاقة بين متغيرات الاقتصاد الحقيقي والمتغيرات المالية<sup>2</sup>.

ويمكن حصر النقاط التي يدرسها الاقتصاد المالي في<sup>3</sup>:

- التثمين وتقرير السعر العادل للأصول، وتحديد سعر الخصم المناسب.

- الأسواق المالية والأدوات المالية كالأسهم والسندات.

- المؤسسات والأنظمة المالية.

#### 3.2. أهمية الاقتصاد المالي: تتمثل أهمية الاقتصاد المالي في:

- المساهمة في التنمية الاقتصادية من خلال الاستجابة للمتطلبات التمويلية للاقتصاد الحقيقي، حيث يؤثر

النظام المالي الجيد إيجاباً على النمو الاقتصادي بتوفير التمويل للمؤسسات الإنتاجية وتمويل الابتكار

والتوسع.

<sup>1</sup> - بوحفص رواني، النظام النقدي والمالي الدولي، جامعة الأغواط، الجزائر، ص 01.

<sup>2</sup> - هايل عبد المولى طشطوش، دور الاقتصاد المالي الافتراضي في خلق الأزمات الاقتصادية تقدير اقتصادي إسلامي، الملتقى الدولي الخامس حول الاقتصاد الافتراضي وانعكاساته على الاقتصاديات الدولية، جامعة اليرموك، الأردن، دت، ص 06.

<sup>3</sup> - المرجع السابق، ص 06.

- تخفيض الفجوة بين الفقراء والأغنياء، حيث أن التحسينات في العقود التمويلية والأسواق والوساطة المالية توسع من نطاق الفرص الاستثمارية وتخفض من عدم المساواة وتحسن توزيع المداخيل.  
- زيادة الطلب على العمل ورفع مستويات الدخل.

**4.2. تقسيمات الاقتصاد المالي:** ظهر في الوقت الحالي تقسيمين للاقتصاد المالي وهما الاقتصاد المالي المرتبط بالاقتصاد الحقيقي والاقتصاد المالي الافتراضي:

**1.4.2. الاقتصاد المالي المرتبط بالاقتصاد الحقيقي:** وهو الاقتصاد الذي له علاقة فعلية مع الاقتصاد الحقيقي من خلال القيام بدوره الذي وجد لأجله وهو تمويل الاقتصاد الحقيقي ( تمويل عمليات إنتاج السلع والخدمات).

**2.4.2. الاقتصاد المالي الافتراضي:** وهو الاقتصاد القائم على أسواق الأسهم والسندات والعقود الآجلة للسلع والعملات وسوق القروض والمنتجات البنكية، هذه المعاملات ليس لها مقابل على مستوى الاقتصاد الحقيقي، فالاقتصاد المالي الافتراضي يتعامل مع مال ليس موجودا على أرض الواقع. فهو عبارة عن مضاربات وهمية تتم في أسواق المال وعبر شبكة الانترنت، لا يتعامل سوى بأرقام تتناقلها شاشات عبر العالم بسرعة أجزاء من الثانية، وتحولها من حساب إلى حساب.

ويتميز الاقتصاد المالي الافتراضي بتذبذب كبير في أسعار الأوراق المالية للسوق المالي، فقد يمثل السهم في لحظة معينة ثروة، وفي لحظة تداول أخرى قد يصبح لا يساوي شيئا، وذلك من خلال النمو الوهمي السريع في قيمة بعض الأصول، كما حدث لقيمة الأصول العقارية في الوم أ عام 2007.

### 3. مفهوم النظام المالي:

**1.3. تعريفه:** النظام المالي هو ضمان انتقال الأموال بين القطاعات الاقتصادية (قطاعات الادخار وقطاعات الاستثمار) بما يحقق تعظيم المنفعة للطرفين وللاقتصاد ككل. ويتكون النظام المالي من مجموعة من المؤسسات المالية ( البنوك، شركات التأمين، صناديق الاستثمار، صناديق التقاعد...) وكذلك الأسواق المالية التي يتم فيها تداول عدة أنواع من الأدوات المالية (ودائع مصرفية، أسهم، سندات...) التي تسهل تحويل النقود واقتراض الأموال وإقراضها.

من التعريف السابق يمكن استنتاج النقاط التالية:

-النظام المالي هو شبكة من الأسواق والمؤسسات.

-النظام المالي يسهل التمويل والاستفادة من المدخرات والفوائض المالية من خلال عمليات الإقراض والاقتراض.

-من خلال النظام المالي تظهر الأطر التشريعية لعمل المؤسسات العاملة فيه والمكونة له.

**2.3. تعريف النظام المالي الدولي:** هو مجموعة القواعد والآليات والمؤسسات المرتبطة بتنظيم الأوضاع المالية المختلفة بما يكفل تمويل حركة التجارة الدولية متعددة الأطراف وتحقيق نمو الاقتصاد العالمي والاستقرار في العلاقات الاقتصادية الدولية.

**ويعرف النظام المالي الكفو بأنه:** ذلك النظام الذي يحقق تمويلا للنظام التجاري الدولي واستقرارا للنظام النقدي، والتنسيق بين هذه الأنظمة يؤدي إلى تعظيم الرفاهية الاقتصادية والاجتماعية وتحقيق النمو في معظم بلدان العالم<sup>1</sup>.

**3.3. مكونات وعناصر النظام المالي:** يتألف النظام المالي من العناصر التالية:

**1.3.3. المتعاملون:** يتمثل المتعاملون في النظام المالي من المستثمرين (المقرضون)، المقترضون والمشاركون.

– **المستثمرون:** وهم الأفراد والمؤسسات العامة والخاصة وحكومات الدول والمنظمات والهيئات الدولية والإقليمية، الذين يقومون بالاستثمار والتوظيف المالي لأموالهم في الأوراق المالية كالأسهم والسندات وغيرها من أدوات الاستثمار المالي التي تدر عائدا ماليا لصاحبها.

– **المقترضون:** وهم الأفراد والمؤسسات العامة والخاصة وحكومات الدول والمنظمات والهيئات الدولية والإقليمية، الذين يحصلون على القروض من أسواق المال المحلية والعالمية، من خلال طرح سنداتهم وأسهمهم للبيع في الأسواق المالية، أو بالاقتراض المباشر من البنوك والمنظمات والحكومات المختلفة.

– **المشاركون:** هم السماسرة والوسطاء الذين يتعاملون في الأسواق لحسابهم الخاص أو لحساب عملائهم، مثل البنوك ومؤسسات الادخار والاقتراض وشركات التمويل والصناديق المشتركة لسوق النقد، وشركات التأمين وشركات الضمان الاجتماعي والشركات المتعددة الجنسيات، حيث يقومون باستثمار الأموال الفائضة لتحقيق عوائد أو الحصول على قروض.

**2.3.3. الأسواق:** وتنقسم إلى:

– **السوق النقدي:** وهو السوق الذي يتم فيه إصدار وتداول الأوراق المالية قصيرة الأجل.

– **أسواق رأس المال:** وهو السوق الذي يتم فيه تداول الأوراق المالية متوسطة وطويلة الأجل، والتي تتمثل بشكل خاص في الأسهم والسندات، وتنقسم هذه السوق سوقين: السوق الأولية أو سوق الإصدار وهي السوق التي يتم فيها إصدار الأوراق المالية، والسوق الثانوي (البورصة) وهي السوق التي يتم فيها تداول الأوراق المالية المصدرة في السوق الثانوي.

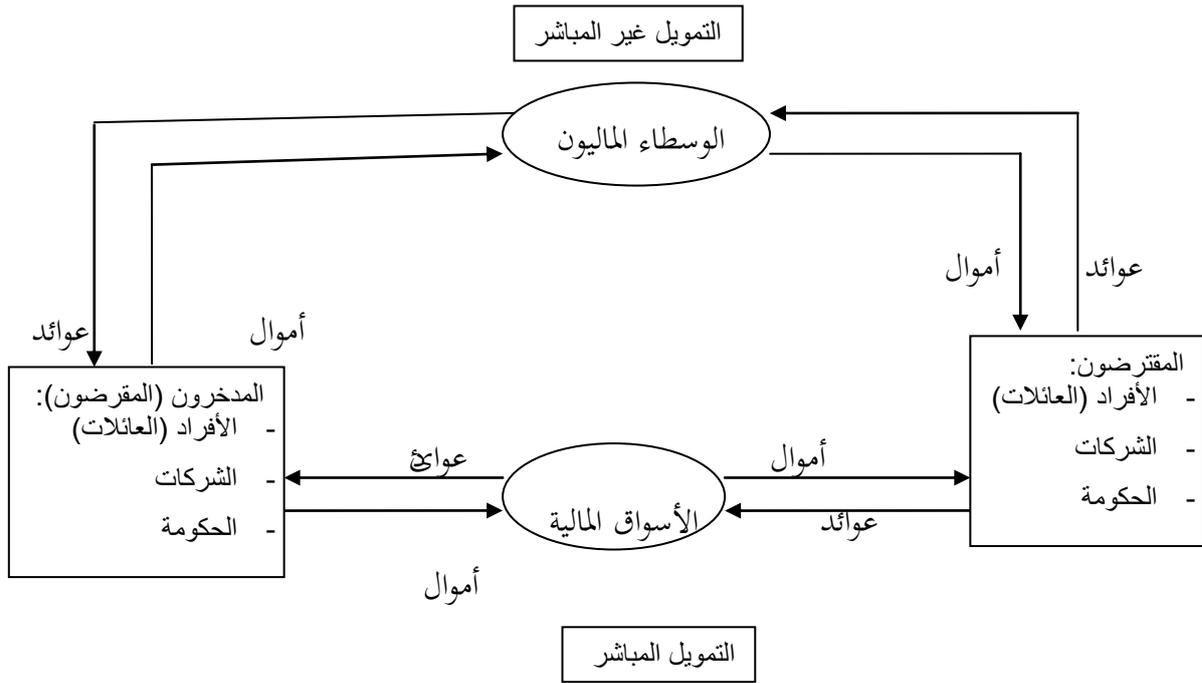
– **أسواق العملات:** وهو السوق الذي يتم فيه بيع وشراء مختلف العملات (الدولار، الأورو، الين...).

– **أسواق المشتقات المالية:** وهي الأسواق التي يتم في تداول المشتقات المالية بمختلف أنواعها، كالخيارات، المستقبلات، المبادلات وغيرها.

<sup>1</sup> - صالح مفتاح، المالية الدولية، جامعة بسكرة، الجزائر، 2006، ص06.

**3.3.3. الأدوات:** تختلف الأدوات المستخدمة في النظام المالي من سوق لآخر. ففي السوق النقدي نجد مجموعة من الأدوات قصيرة الأجل كأذونات الخزينة، الأوراق التجارية، شهادات الإيداع القابلة للتداول والقبالات المصرفية. أما في السوق المالي فنجد الأسهم والسندات بمختلف أنواعها. ويمكن توضيح النظام المالي من خلال المخطط المبسط التالي:

**الشكل رقم (01):** هيكل النظام المالي.



وتختلف تركيبة النظام المالي المحلي من دولة لأخرى، ويمكن توضيح هيكل المؤسسات المالية لاقتصاد نموذجي حسب صندوق النقد الدولي كما يلي:

- البنك المركزي.
- مؤسسات الودائع الأخرى.
- شركات التأمين (التأمين على الحياة، التأمين على المخاطر، شركات وبورصات إعادة التأمين) وصناديق التقاعد.
- الوسطاء الماليون الآخرون وهم شركات التمويل ومؤسسات القروض، شركات قرض الإيجار، صناديق التوظيف المشتركة، المؤسسات المالية المتخصصة وأخرى.
- المساعدون الماليون وهم: البورصات والأسواق العامة للقيم المنقولة، شركات السمسرة والضمان، مؤسسات ومكاتب الصرف، شركات مختصة في عقود الأدوات المشتقة.

**4.3. أنواع الأنظمة المالية:** تنقسم الأنظمة المالية إلى أنظمة مالية متجهة نحو البنوك وأنظمة مالية متجهة نحو الأسواق المالية.

- أنظمة مالية متجهة نحو البنوك (اقتصاديات الاستدانة): تتميز هذه الأنظمة بأن البنوك هي التي تقوم بعملية تمويل الاقتصاد (نظام التمويل غير المباشر)، ومن بين أهم خصائص هذه الاقتصاديات والأنظمة:
  - كثرة القروض وسيطرتها على النظام المالي وتمويل المشاريع دون دراسة المخاطر والعائد.
  - قيام البنك المركزي بإعادة تمويل البنوك التجارية.
  - تتحدد سعر الفائدة بشكل إداري من طرف الدولة.
- أنظمة مالية متجهة نحو الأسواق المالية: وتسمى اقتصاديات الأسواق المالية، وتعتمد على نظام التمويل المباشر من خلال قيام أصحاب العجز المالي بإصدار أوراق مالية لبيعها لأصحاب الفائض المالي بشكل مباشر في السوق المالي.

**5.3. متطلبات النظام المالي الفعال:** يتطلب النظام المالي الفعال توفر العناصر التالية<sup>1</sup>:

- توافر نظام نقدي: ويقصد به توفر وحدة قياس مقبولة من الجميع يتم على أساسها قياس الأسعار وتبادل السلع والخدمات، ويعمل النظام النقدي بطريقة تتناسب مع احتياجات المنشآت المختلفة في الاقتصاد الوطني، بما يتيح من أدوات ويضعه من إجراءات تتماشى مع طبيعة واحتياجات المنشآت الموجودة بالدولة، لذا يجب مراقبة النقود وإدارتها باعتبارها وسيط هام لتبادل السلع والخدمات، مع مراعاة أسعار الصرف في حالة التبادل الدولي للسلع، وإيجاد وسائل دفع مقبولة للوفاء بالديون والالتزامات في ظل شروط متفق عليها.
- توافر التسهيلات اللازمة لتجميع المدخرات اللازمة لتمويل الاستثمار، وذلك من خلال إيجاد السبل ووضع إجراءات تسمح بتدفق الادخار إلى الاستثمار عبر قنوات مالية منظمة، بطريقة تسهل ذلك وفق ضوابط معينة وفي أشكال مختلفة، مثل صناديق الاستثمار، شهادات الإيداع، الأسهم والسندات، عن طريق المؤسسات المالية المصرفية أو غير المصرفية.
- أسواق مالية كفأة، حيث تؤدي الأسواق المالية دورا هاما في تداول الأدوات المالية بطريقة سهلة، في ظل نظام يعمل على حماية البائعين والمشتريين لهذه الأصول، وتوفير ظروف تحويلها السهلة بأقل تكلفة ممكنة وفي وقت قليل نسبيا.

<sup>1</sup> - عبد اللطيف مصيطفي، محمد بن بوزيان، أساسيات النظام المالي واقتصاديات الأسواق المالية، مكتبة حسن العصرية للطباعة والنشر والتوزيع، لبنان، 2015، ص14.

## ثانيا: ماهية النقود

تعتبر النقود في الوقت الحالي أساس الاقتصاد، فهي تعتبر كأداة ووسيلة للمبادلات وكمقياس للقيم، حيث تطورت وتنوعت من مرحلة إلى أخرى مواكبة التطورات التي حدثت في النشاط الاقتصادي، وفي التكنولوجيات ووسائل الاتصال، فمن النقود السلعية إلى المعدنية إلى الورقية إلى الإلكترونية، كانت النقود محور الأنظمة والنظريات والسياسات النقدية، التي أعطت لها أهمية كبيرة، وبينت دورها المحوري التقليدي والحديث في الاقتصاد، من خلال تأثيرها على مختلف المؤشرات الاقتصادية.

**1. تعريف النقود:** يمكن تعريف النقود من الناحية اللغوية ومن الناحية الاصطلاحية كما يلي:

**1.1. النقد لغة:** هو خلاف النسيئة، والنقد والتنفاد تعني تمييز الدراهم وإخراج الزيف منها، وتنفدها ونقده إياها نقدا: أعطاه، فانتهدها أي قبضها<sup>1</sup>.

فالنقد يحتمل المعاني اللغوية التالية<sup>2</sup>:

- النقد: بمعنى الوزن الجيد وهو وصف لها.

- النقد: بمعنى الإعطاء والقبض وهو المناولة.

- النقد: بمعنى تمييز الدراهم وهو إخراج الزيف منها.

- النقد: بمعنى الإعطاء المعجل وهو خلاف النسيئة.

**2.1. تعريف النقود اصطلاحا:** لقد أعطيت العديد من التعاريف الاصطلاحية للنقود، فمنها من انطلق في

تعريفه من ماهيته كأصل أو كسلعة، وهناك من انطلق في تعريفه من ميزاته المستمدة من وظائفه.

**التعريف الأول:** عرّفت النقود على أنها مجموعة الأصول المقبولة من الجميع في زمان ومكان معين ، لتسوية

الديون الناشئة عن المبادلات ومختلف أوجه النشاط الاقتصادي الأخرى. وقد تكون هذه الأصول عبارة عن

سلع مادية مميزة عن باقي السلع أو مجموعة من الرموز والإشارات المادية وغير المادية التي تؤدي وظائف

النقود. فالنقود إذا من الناحية النظرية هي وسيلة أو واسطة وليست هدفا في حد ذاتها، وعليه فإنها تطلب لما

يمكن أن تحققه من منافع.

**التعريف الثاني:** النقود هي حق اتفق الجميع على قبوله واعتباره عاما، يمكن لحائزه مهما كان منشأ حياته

له أن يبادل ما يعادل قيمته بجميع البضائع والخدمات والحقوق المعروضة في السوق، وأن يستخدم كمنحزن

للقيم كأداة لإنشاء الديون والقروض وإعادة تسديدها وكوحدة لقياس الأسعار والالتزامات المالية.

**التعريف الثالث:** النقد هو أي واسطة للتبادل تكون مقبولة بصورة واسعة في دفع أثمان البضائع والخدمات

وفي تسوية الديون بدون الإشارة إلى وضع الشخص الذي يقدمها.

<sup>1</sup> - جمال بن دعاس، السياسة النقدية في النظامين الإسلامي والوضعي دراسة مقارنة، دار الخلدونية، الجزائر، 2007، ص14.

<sup>2</sup> - المرجع السابق، ص15.

**والنقود بالمفهوم المعاصر هي:** مطلوبات على البنك المركزي وبنوك ومؤسسات مالية أخرى تقوم بدور الوساطة أو قبول الودائع. ومن تلك المطلوبات العملة في التداول والودائع الجارية للمستهلكين ومؤسسات الأعمال.

**3.1. النقود وأشباه النقود:** تتكون النقود في المجتمعات الحديثة من العملة الورقية المتداولة في أيدي الأفراد وكذا العملة المساعدة والودائع الجارية بالبنوك التجارية، حيث يطلق على هذه الأنواع لفظ " وسائل الدفع"، التي هي وسائل نقدية تؤثر تأثيرا مباشرا على النشاط الاقتصادي في المجتمع. وهناك أيضا ما يسمى بأشباه النقود والتي تشمل الودائع الآجلة بالبنوك وغيرها من المدخرات النقدية، حيث تسمى أشباه النقود مع غيرها من الأصول الأكثر سيولة بـ" العوامل المؤثرة في وسائل الدفع"، لأنها تتحول إلى نقود وتؤثر في كمية النقود في الاقتصاد، حيث أن وسائل الدفع مضافا لها العوامل المؤثرة فيها تعبر عن مقدار السيولة في الاقتصاد.

**2. نشأة النقود:** نشأت النقود وتطورت من خلال مرورها بعدة مراحل، بداية من مرحلة المقايضة ووصولاً لمرحلة النقود الإلكترونية والرقمية.

**1.2. مرحلة ما قبل المقايضة:** كان إنسان العصر البدائي ينتج بقدر حاجته من المأكل والملبس، ولذلك لم يكن هناك تبادل بسبب عدم وجود فائض من الإنتاج يسمح بذلك. ومع تطور وتنوع الإنتاج في المجتمعات البدائية زادت إنتاجية الإنسان عن حاجته وأصبح من الصعب على الفرد أن ينتج كل ما يحتاج إليه من سلع وخدمات بنفسه، وبالتالي اكتفى الفرد بالتخصص في إنتاج واحد، وتبادل بقية السلع مع منتجين آخرين.

**2.2. مرحلة المقايضة:** المقايضة هي نظام لتبادل السلع والخدمات بين أفراد الجماعة بطريقة مباشرة بدون استخدام أي نوع من النقود كوسيط لإتمام هذه المبادلات. حيث أصبح الإنسان ينتج ما تحتاجه الجماعة ويحصل على ما يحتاجه من سلع وخدمات، بشكل عيني وبدون وسيط. لكن نظام المقايضة كانت تشوبه الكثير من العيوب منها:

- صعوبة تحقيق التوافق المزدوج للطلبات.
- عدم قابلية بعض السلع للتجزئة.
- عدم توافر وسيلة مناسبة لاختزان القيمة.
- وعدم توافر وسيلة للدفع الآجل.

**3.2. مرحلة ظهور النقود:** نظرا للعيوب السابقة الذكر للمقايضة كان لابد من إيجاد وسيلة لتلافي هذه العيوب وتسهيل عملية المبادلة، فكانت النقود هي الوسيلة المناسبة لذلك إذا لاقت قبولا عاما من الجميع، وبذلك ظهرت النقود بمختلف أنواعها.

3. **خصائص النقود:** هناك مجموعة من الخصائص تتميز بها النقود يمكن تلخيصها فيما يلي:
- 1.3 **القبول العام:** أي أن السلعة المختارة كنقود يجب أن يكون كل أفراد المجتمع على استعداد لقبولها كوسيلة لتسديد الديون أو تسديد قيمة سلعة أخرى.
- 2.3 **تجانس وحداتها:** يجب أن تكون كل وحدة من وحداتها بديلا تاما للأخر ولا يكون لدى الفرد تفضيل لوحدة على الأخرى. أي عندما يقرض شخص مبلغا من النقود لشخص آخر لا يشترط عليه ردها بعينها ولكن يقبل ردها بالمثل.
- 3.3 **صعوبة التلف:** أي عدم قابلية النقود للتلف بسهولة، حيث تكون معمرة نسبيا، لأن النقود تتداولها أيادي كثيرة.
- 4.3 **القابلية للتجزئة:** يجب أن تكون النقود قابلة للتجزئة إلى وحدات ملائمة في القيمة لتسهيل المعاملات الصغيرة. لذا فإن مختلف العملات تنقسم إلى أجزاء ولها أيضا أضعاف.
- 5.3 **سهولة الحمل:** حيث يستطيع الشخص حمل القدر الكافي لشراء سلع ذات قيمة مرتفعة نسبيا، ولذلك نجد فئات مختلفة من النقود، أو ما يعرف بأضعاف العملة ( 5 دج، 10 دج،...100 دج).
- 6.3 **الاستقرار النسبي في قيمتها:** أي أن النقود يجب أن تكون ذات ثبات نسبي في قيمتها وقوتها الشرائية.
- 7.3 **خاصية الندرة:** أي أنه لا يكون في مقدور الأفراد الحصول عليها إلا وفق سبل محددة يعترف بها المجتمع.
4. **أنواع النقود:** لقد تطورت أشكال النقود مع تطور المجتمعات وحجم المعاملات وكذلك مع تطور الحياة الاقتصادية للإنسان، ومرت بعدة مراحل أولها مرحلة النقود السلعية وأخرها النقود المصرفية والإلكترونية.
- 1.4 **النقود السلعية:** إن نظام التبادل القائم على المقايضة كانت تكتنفه مجموعة من الصعوبات فرضت قيودا على نطاق المعاملات التجارية. الرغبة في التغلب على هذه الصعوبات حفزت الإنسان على اختيار سلعة من السلع الرئيسية لكي تؤدي دور النقود، هذه السلع التي تم اختيارها للقيام بوظيفة النقود تختلف من بيئة لأخرى، حسب الظروف الاقتصادية والاجتماعية التي تسمح بالحصول على هذه السلعة بكميات كافية وتكون أكثر تمثيلا للثروات المعروفة في تلك الفترة.
- وقد استخدمت المجتمعات القديمة سلعا مختلفة كنقود منها: الملح، الجلود، الماشية، التبغ، الحديد، الشاي، الأرز وغيرها من السلع التي تتمتع بالقبول العام من طرف المجتمع. وتتميز هذه النقود بكونها تستمد قيمتها من صفاتها الذاتية والرغبة في حيازتها وليس فقط لاستبدالها بالسلع والخدمات الأخرى، ولا تختلف قيمتها كنقود عن قيمتها كسلعة، أي أن قيمتها لا تتغير سواء استعملت كنقود أو استعملت لأغراض أخرى.

**2.4. النقود المعدنية:** عند اكتشاف المعادن عرفت النقود السلعية تطورا جديدا يتمثل في النقود المعدنية، حيث كانت البداية باستخدام المعادن الرخيصة ( النحاس، البرونز، الألمنيوم)، والتي اعتبرت أول أنواع النقود المعدنية التي شاع استعمالها، لكن مع اتساع نطاق المعاملات والتي أصبحت تتناول الأشياء المرتفعة القيمة والمقادير الكبيرة، فعجزت هذه المعادن الرخيصة عن أداء الوظائف الأساسية للنقود، لذلك أصبح استعمال المعادن النفيسة كنقود، فدخل الذهب والفضة في التعامل، وأصبحا يمثلان أساس النظام النقدي بدلا عن النحاس والبرونز وذلك نظرا لتمييزهما بالخصائص التالية:

. القابلية للتجزئة دون فقدان أي قدر من قيمتها.

. سهولة الحمل والتخزين.

. التجانس وسهولة التصنيف.

. الندرة النسبية واستقرار المعروض منها نسبيا الأمر الذي ينعكس في ارتفاع قيمتها واستقرارها.

. الصلابة وعدم القابلية للتآكل والتلف.

وقد أخذت النقود المعدنية أشكال سبائك ومسكوكات ذهبية وفضية، غير أنه لا يمكن أن تختلف السبيكة عن المسكوكة إلا إذا اختلف الوزن أو العيار أو كلاهما، ويمكن استعمال النقود الذهبية والفضية في أن واحد، وقد لا تتوفر الشروط لحدوث هذا التداول في نفس الوقت وبالتالي تصبح إحدى العملتين هي المتداولة، وتختفي العملة الأخرى، وكما يقول غريشهام: "النقود الرديئة تطرد النقود الجيدة".

**3.4. النقود الورقية:** هي عبارة عن وثائق أو شهادات تصدر لحاملها عادة من طرف البنوك المركزية، أي الهيئة المسؤولة في البلد الذي تتداول فيه هذه الوثائق، وهي قابلة للتظهير لأكثر من مرة. وقد بدأ استخدام النقود الورقية نيابة عن استخدام النقود المعدنية، حيث تستمد قيمتها من قيمة المعدن الذي تحمله، وبالتالي فهي قابلة للصراف بالنقود الذهبية والفضية. ونظرا لتطور استخدام النقود الورقية، انفصلت قيمتها عن قيمة أي معدن وأصبحت لها قيمة قانونية يمنحها أياها المشرع ويفرض قبولها في التعامل وإبراء الديون بحكم القانون.

وهناك ثلاث أنواع من النقود الورقية:

- **النقود الورقية النائبة:** هي عبارة عن أوراق تعادل كمية محددة من النقود المعدنية ( ذهبية أو فضية )، قابلة للاستبدال بما تمثله من هذه المعادن بمجرد الطلب. وقد سمحت هذه النقود بعدم تداول النقود الفعلية إذ يمكن تداول غيرها من شهادات الإيداع وأوامر السحب بين الناس بالتظهير لعدة مرات قبل أن يطلب من البنك دفع قيمتها بالنقود الفعلية، وأشهرها الذهب شهادات والفضة التي كانت تصدرها حكومة الو.م.أ.

- **النقود الورقية القابلة للصرف**: هذه النقود تصدرها عادة البنوك المركزية، حيث تكون غير ملزمة بالتغطية الكلية للذهب والفضة. لما أصدرته من هذه النقود، وإنما تكتفي بالتغطية النسبية لها فقط. فبعض البنوك المركزية كانت تحتفظ باحتياطي ذهبي يعادل 35 أو 40 % من قيمة هذه الأوراق.

- **نقود ورقية إلزامية**: هي عبارة عن قصاصات من الورق أو قطع معدنية تحمل أشكال وأوصاف متنوعة ومتعددة، محددة من طرف السلطات النقدية ومعروفة لدى جميع أفراد المجتمع، ليس لها قيمة ذاتية، وإنما تستمد قيمتها من اعتبارين أساسيين هما:

- ✓ إلزام السلطة النقدية جميع الأفراد قبولها في التعامل بوصفها نقود رسمية.
  - ✓ إمكانية استعمالها من طرف الفرد أو الجماعة في إشباع جميع حاجاته باستبدالها بسلع وخدمات أخرى.
- فهي النقود التي يمكن للمدين بواسطة القانون أو بفرضها عند التسديد على زبونه، مهما كانت أهمية المبلغ المسدد، ولها قوة إبراء غير محدودة. هذه النقود يصدرها البنك المركزي بدون احتياطي معدني كامل أو نسبي ويفترض قبولها وقيمتها في التعامل بقوة القانون.

### 4.3. **النقود المصرفية**: هي عبارة عن ودائع جارية للأفراد والمؤسسات والإدارات والهيئات لدى البنوك

التجارية، حيث تتعهد هذه الأخيرة ( البنوك ) بدفع قيمة هذه الودائع عند الطلب، وتسمى أيضا نقود الودائع، حيث تنتقل ملكية الودائع بواسطة الشيك.

أهم مزايا هذه النقود أنها تعد أقل أنواع النقود تعرضا للسرقة والضياع، وهي أسهل أنواع النقود في التعامل. هذا النوع من النقود ليس له كيان مادي ملموس، فالنقود الورقية تعني أن مديونية البنك قد دونت في ورقة يتم تداولها بين الناس، أما النقود المصرفية فتعني أن مديونية البنك سجلت في سجلاته وتنتقل من حساب لآخر من خلال أمر كتابي ( شيك ) من المودع إلى البنك.

كذلك ورقة النقد تعتبر حق عام يمكن تداوله بين الناس على عكس الودائع فهي حق ثابت لا يمكن تداوله إلا بأمر من صاحبها عن طريق الشيك، كما أن القانون لا يعترف بها بصفة قانونية في التداول ( يمكن رفضها كوسيلة دفع من طرف الأفراد ).

### 5.4. **النقود الإلكترونية**: عرف البنك المركزي الأوروبي النقود الإلكترونية بأنها: " مخزون إلكتروني لقيمة

نقدية على وسيلة تقنية تستخدم بصورة شائعة للقيام بمدفوعات لمتعهدين غير من أصدرها، غير مرتبطة بحساب بنكي وتستخدم كأداة للدفع لتحقيق أغراض مختلفة".

أي أن أهم عناصر النقود الإلكترونية ما يلي:

- ✓ قيمة نقدية.
- ✓ مخزنة على وسيلة إلكترونية (بطاقات بلاستيكية، القرص الصلب للكمبيوتر الشخصي للمستهلك).

✓ غير مرتبطة بحساب بنكي.

✓ تحظى بقبول واسع من غير من قام بإصدارها.

فالنقود الإلكترونية تختلف عن وسائل الدفع الإلكترونية (بطاقات الائتمان، بطاقات الخصم...) في أن الأولى غير مرتبطة بحساب بنكي.

إذا النقود الإلكترونية تتشابه مع الشيكات السياحية التي هي عبارة عن استحقاق حر أو عائم. وهناك معيارين لتمييز صور النقود الإلكترونية: معيار القيمة النقدية ومعيار الوسيلة التكنولوجية المستخدمة في التخزين.

● **معيار القيمة النقدية:** ويمكن التمييز بين شكلين من النقود الإلكترونية:

- بطاقات ذات قيمة نقدية ضعيفة.

-بطاقات ذات قيمة نقدية متوسطة لا تتجاوز 100 دولار.

● **معيار الوسيلة:**

- البطاقة المسبقة الدفع: يتم تخزين القيمة النقدية على شريحة إلكترونية مثبتة على بطاقة بلاستيكية، مثل البطاقة الذكية وبطاقة دامونت السابقة الدفع.

- القرص الصلب: حيث يتم تخزين النقود على القرص الصلب للكمبيوتر الشخصي ليقوم الشخص باستخدامها من خلال شبكة الأنترنت (النقود الشبكية).

-الوسيلة المختلطة: هي خليط بين الطريقتين السابقتين حيث يتم شحن القيمة النقدية الموجودة على بطاقة إلكترونية سابقة الدفع على ذاكرة الحاسب الآلي، الذي يقوم بقراءتها وبثها على شبكة الأنترنت إلى الكمبيوتر الشخصي لبائع السلع والخدمات.

**7. وظائف النقود:** لقد جاءت النقود بالدرجة الأولى لتسهيل عملية التبادل والتغلب على صعوبات المقايضة،

حيث أن النقود ليست هدفا في حد ذاتها بل هي وسيلة لأداء عدة وظائف تقليدية منها ومعاصرة.

**1.7. الوظائف التقليدية:** تتمثل الوظائف التقليدية للنقود في ثلاثة وظائف أساسية هي النقود كوسيط

للتبادل، النقود كمقياس للقيمة والنقود كمستودع للقيمة.

- **النقود كوسيط للتبادل:** ارتبطت هذه الوظيفة التاريخية بإتقاء نظام المقايضة، ونجاحها يتوقف على خاصية

العمومية أو القبول العام، فأي عملية تبادلية سواء كانت شراء أو بيع أو تقديم خدمة أو الحصول عليها،

تفترض دائما تنازلا يتلوه مقابل أو عائد، وبين مرحلة التنازل والحصول نجد وسيطا يتمثل في النقود. وهذا

ما ساعد على التغلب على صعوبات المقايضة من عدم تجانس الرغبات وعدم قابلية التخزين لبعض

السلع.

- **النقود كمقياس للقيمة:** نعني بها استخدام النقود لقياس السلع والخدمات، أي أن النقود وحدة للمحاسبة، فعدد الوحدات النقدية الناجمة عن الحصول عن السلعة أو التي تستبدل بها السلعة ثمناً أو قيمة لهذه السلعة وما دامت هذه النقود تتمتع بالقبول العام في التعامل، فمن الطبيعي أن تكون هي كمقياس المشترك الذي يمكن بواسطته تقدير أو تحديد قيم مختلف السلع والخدمات وبالتالي اعتبارها كوحدة لقياس قيم السلع والخدمات.
- وحتى تتمتع هذه الوظيفة بميزة القبول العام لجميع أفراد المجتمع فإنها تواجه مشكلة تتمثل في مدى ثبات قيمة هذه النقود، بمعنى مدى ثبات قيمة هذه النقود، بمعنى مدى ثبات هذا المقياس بحيث أن نفس الوحدة النقدية يمكنها أن نشترك في الكمية أو المجموعة من السلع والخدمات خلال فترتين زمنيتين مختلفتين، غير أن الواقع يثبت عكس ذلك خاصة فترات التضخم أو الانكماش الاقتصادي.
- **النقود كمستودع للقيمة:** عندما يحصل الفرد على أرصدة نقدية نتيجة عمليات بيع أو تأجير، فقد يستعمل هذه الأرصدة مباشرة أي في الحال بشراء سلع وخدمات لكنه عادة يرى من الضروري ادخار جزء من هذه المبالغ النقدية، أي بدلاً من إنفاقها على سلع وخدمات حاضرة (أنية) يحتزنها بغرض استخدامها في المستقبل، هذا يعني أن النقود تقوم بقيمة المخزن أو المستودع للقيمة.
- ومثل هذه الوظيفة لا يمكن لأية سلعة أخرى أن تؤديها بنفس الكفاية التي تؤديها بها النقود في ادخار القيمة خاصة إذا حافظت النقود على قيمتها مع الزمن.
- 2.7. الوظائف الحديثة للنقود:** تتمثل هذه الوظائف في:
- **تحديد المستوى العام للأسعار:** إذا زادت كمية النقود المتداولة في الاقتصاد وبقيت كمية السلع والخدمات المعروضة على حالها، وبافتراض بقاء العوامل الأخرى على حالها، هذا يؤدي إلى ارتفاع الأسعار، وهذا ما يؤدي انخفاض القيمة الحقيقية (القوة الشرائية) لوحدة النقد.
- **تخصيص الموارد:** فحسب النظرية الكنزوية فإن زيادة العرض النقدي تؤدي إلى خلق قوة شرائية جديدة، أي زيادة الطلب على السلع والخدمات من طرف الأفراد، مما يؤدي إلى زيادة العمالة وزيادة مستوى الإنتاج وزيادة مستوى الأرباح، ويستمر ذلك حتى يصل الاقتصاد إلى حالة التشغيل الكامل، بعد ذلك تصبح أي زيادة في العرض النقدي تنعكس كزيادة في مستوى الأسعار فقط.
- **توزيع الدخل والثروة:** تستطيع الدولة من خلال تغيير كمية النقود وقيمتها، تغيير توزيع الثروة والدخل الحقيقي في المجتمع لصالح بعض الطبقات الاجتماعية وعلى حساب طبقات أخرى، من خلال التأثير على سعر الفائدة والادخار والرسوم والضرائب وغيرها.

8. القيمة الزمنية للنقود *Time valut of Money*

عَرّف مصطلح القيمة الزمنية للنقود بأنها: قيمة مبلغ معين من النقود والتي تتوقف على توقيت الحصول عليه، أي أن قيمة أي مبلغ من النقود نستلمه اليوم أكبر من قيمة مبلغ مماثل نستلمه في المستقبل. فإذا كان للفرد الخيار بين الحصول على مقيمة معين من النقود أنيا وبين تأجيل ذلك لتاريخ لاحق (سنة مثلا)، فمن المتوقع اختيار الحصول عليه أنيا<sup>1</sup>، وذلك لسببين رئيسيين هما:

الأول: يتمثل في أنه يمكن للفرد استثمار هذا المبلغ أنيا، وبالتالي يكون قد حقق مبلغا إضافيا في نهاية السنة. والسبب الثاني: عدم تحمل مخاطرة تأجيل التحصيل والنتائج عن حالة عدم التأكد من المستقبل، حيث يمكن حدوث مخاطر مستقبلية تكلفها عدم الحصول على أي مبلغ.

وهناك عدة مبررات لاستخدام القيمة الزمنية للنقود أهمها التفضيل الزمني للنقود، حيث يفضل الأفراد التدفقات النقدية الآتية عن تلك التدفقات التي يتحصلون عليها في المستقبل، ويعود السبب في ذلك إلى فرص استثمار هذه التدفقات النقدية، التي تمكنهم من الحصول على عوائد وبالتالي على تدفقات أكبر في المستقبل، ويعبر عن التفضيل الزمني للنقود بمصطلح معدل الخصم أو معدل العائد، ويختلف هذا المعدل من مؤسسة لأخرى ومن استثمار لآخر حسب توقعات هذا العائد. وتحسب القيمة الزمنية للنقود يتم استعمال أسلوبين هما: الفوائد المركبة ومعدل الخصم.

## ثالثا. المجمعات النقدية

في الاقتصاديات المعاصرة يعتبر البنك المركزي هو المسؤول الوحيد على الإصدار النقدي في أي بلد، فهو يقوم بإصدار النقود القانونية (النقد المركزي)، والمتمثل في:

- النقود الورقية (أوراق البنكنوت *Banknotes*)، وهي أكثر أنواع النقود شيوعا في جميع الدول.
- النقود المساعدة وهي عبارة عن قطع معدنية، تصدر في بعض الدول من طرف الخزينة العمومية وتوضع في التداول من طرف البنك المركزي.

وبالتالي فإن البنك المركزي هو المؤثر الأساسي على العرض النقدي، ولكن هذا لا ينفي تأثير القطاع المصرفي على العرض النقدي، من خلال عمليات خلق النقود أو ما يسمى بنقود الودائع.

1. مفهوم القاعدة النقدية: تعتبر القاعدة النقدية أساس عملية إنشاء النقود، وتعتبر جزء هام من عرض النقود، لأن الزيادة فيها تؤدي إلى زيادة مضاعفة في المعروض النقدي.

$$\text{القاعدة النقدية (B)} = \text{العملة في التداول (C)} + \text{احتياطات البنوك (R)}$$

حيث تتكون احتياطات البنوك الإلزامية والفائضة من:

<sup>1</sup> - محمد سعيد عبد الهادي، الإدارة المالية الاستثمار-التحليل المالي والأسواق المالية الدولية، دار الحامد، 2008، ص45.

- ودائع تحتفظ بها البنوك في البنك المركزي.  
 - وعملة تحتفظ بها في خزائنها لمواجهة طلبات زبائنها.  
 وعليه<sup>1</sup>:

النقود الورقية المصدرة (البنكوت المتداول) + ودائع البنوك في شكل احتياطات

=

$$\left( \begin{array}{l} \text{ودائع الخزانة العامة + ودائع} \\ \text{أجنبية وودائع أخرى +} \\ \text{نقدية و عناصر لم تحصل بعد + رأس} \\ \text{مال وخصوم أخرى للبنك المركزي} \end{array} \right) - \left( \begin{array}{l} \text{الذهب والمخفوق السحب الخاصة + عملات قابلة للتحويل} \\ \text{أوراق التغطية الحكومية + القروض} \\ \text{+ عملة الخزانة المساعدة + العناصر النقدية تحت} \\ \text{+ أصول أخرى للبنك المركزي.} \end{array} \right)$$

وبالتالي فالعوامل العشرة المؤثرة في القاعدة النقدية هي:

الجدول رقم (01): العوامل المؤثرة في القاعدة النقدية.

عوامل تقلل القاعدة النقدية	عوامل تزيد القاعدة النقدية
-ودائع الخزانة العامة لدى البنك المركزي. -ودائع أجنبية وودائع أخرى لدى البنك المركزي. -رأس المال وخصوم أخرى.	-الذهب وحقوق السحب الخاصة. -عملات قابلة للتحويل. -الأوراق المالية الحكومية. -القروض المخصصة. -عملة الخزانة المساعدة. -عناصر نقدية تحت التحصيل. -أصول أخرى للبنك المركزي.

المصدر: المرجع نفسه، ص 174.

كل زيادة في القاعدة النقدية (B) تؤدي إلى تأثير مضاعف على كمية النقود (M)، وهو ما يسمى مضاعف النقود Money Multiplier (m)، ويحسب بالعلاقة التالية<sup>2</sup>:

$$m = \frac{M}{B} \text{ أي: } \frac{\text{كمية النقود}}{\text{القاعدة}}$$

حيث أن: السيولة الإجمالية (M) = العملة في التداول (C) + الودائع الجارية (D).

القاعدة النقدية (B) = العملة في التداول (C) + احتياطات البنوك (R).

<sup>1</sup> - عبد المطلب عبد الحميد، اقتصاديات البنوك من الأساسيات إلى المستحدثات منهج متكامل، الدار الجامعية، مصر، 2015، ص 173.

<sup>2</sup> - أحمد ابراهيم علي، الاقتصاد النقدي وقائع ونظريات وسياسات، دار الكتب، العراق، 2015، ص 25-27.

بتعويض  $B$  و  $M$  بما يساويهما في معادلة المضاعف النقدي، وقسمة البسط والمقام على الودائع الجارية  $D$ ، يمكن التعبير عن المضاعف النقدي بدلالة النسب بالمساواة:

$$m = \frac{(C+D)}{C+R}$$

حيث:  $C_r$ : هي نسبة العملة في التداول إلى الودائع الجارية أي:  $C_r = \frac{C}{D}$ .

$r_r$ : هي نسبة الاحتياطيات إلى الودائع الجارية أي:  $r_r = \frac{R}{D}$ .

والعرض النقدي  $M$  هو: عبارة عن حاصل ضرب الأساس النقدي في المضاعف النقدي أي:  $m = \frac{M}{B}$

حيث:  $M = m \times B$

$$M = B \times \frac{(C_r+1)}{C_r+r_r}$$

وحسب المعادلة الأخيرة فإن استقرار المضاعف النقدي يعتمد على نسبة العملة في التداول إلى الودائع الجارية  $C_r$ ، ونسبة احتياطيات البنوك إلى الودائع الجارية  $r_r$ ، الأمر الذي يعتبر صعب التحقيق، وبالتالي صعوبة تحكم البنك المركزي في عرض النقود، باعتبار هذا الأخير أي العرض النقدي مرتبط باستقرار المضاعف النقدي. كما تساهم البنوك في زيادة العرض النقدي من خلال تقليص السيولة الفائضة المحتفظ بها وتوسيع الائتمان، مما يزيد من عرض النقود لأن القروض تصنع الودائع، أو ما يسمى بخلق النقود، ويمكن التعبير عن ذلك من خلال

$$D = \frac{L}{[1-e-k]} \text{ أي: } D = L + eD + kD \text{ المعادلة}$$

حيث:  $D$  الودائع،  $L$ : القروض،  $e$ : نسبة الاحتياطيات الفائضة من الودائع،  $k$ : نسبة الاحتياطيات الإلزامية من الودائع. وبالتالي فإن القروض تؤدي إلى مضاعفة الودائع لأن المقام  $1 > [1 - e - k]$  أي:  $1 > [1 - e - k]$ . ويتأثر المعروض النقدي بعدة عوامل تتمثل في:

-القاعدة النقدية.

-مدى تفضيل الأفراد لحيازة النقود (في شكل عملة أو ودائع)، ويتوقف ذلك على درجة الوعي المصرفي وسعر الفائدة وانتشار فروع للبنوك.

-نسبة الاحتياطي القانوني على الودائع بمختلف أنواعها.

-نسبة الاحتياطي الإضافي الذي تفضل البنوك التجارية الاحتفاظ به، والذي يتأثر بعدة عوامل أهمها فرض البنك المركزي علاوة على هذا الاحتياطي، وسقوف ائتمانية تحد من الائتمان وغير ذلك.

## 2. مفهوم الكتلة النقدية:

1.2. تعريفها: تعرف الكتلة النقدية بالمعنى الضيق أنها: "مجموع خصوم الودائع تحت الطلب في البنوك التجارية، وحيازات العملة لدى الجمهور"<sup>1</sup>.

وتعرف الكتلة النقدية بالمعنى الواسع أنها: "مجموع الأموال الجاهزة النقدية وشبه النقدية، التي تتم إدارتها بواسطة النظام المصرفي والخزينة العامة"<sup>2</sup>.

أي بإدخال الودائع لأجل، التي يرى فريدمان أنها: "مخزون مؤقت للقوة الشرائية"، ويدرجها ضمن المقياس النقدي الواسع، ويرى بعض الباحثين أن الكتلة النقدية أوسع من ذلك، من خلال إدخال عناصر أخرى كالودائع في شركات الادخار والإقراض، وودائع بنوك الادخار المشترك، والمستحقات على الوسطاء الماليين الآخرين. كما تعرف الكتلة النقدية بأنها: "مجموع وسائل الدفع والتسوية المتداولة التي هي في متناول الأفراد والمتعاملين الاقتصاديين المقيمين، وتتألف هذه الوسائل من الأصول المالية التي يمكن تحويلها بسهولة وسرعة إلى وسائل دفع نهائية، فهي عبارة عن كمية الأصول النقدية وشبه النقدية المتداولة في السوق"<sup>3</sup>.

2.2. خصائص الكتلة النقدية: تتميز مكونات الكتلة النقدية بمجموعة من الخصائص والمميزات تتمثل في<sup>4</sup>:

- مكونات الكتلة النقدية هي عبارة عن أصول نقدية أو شبه نقدية.
- الأصول المالية التي لا يمكن تحويلها بسهولة وسرعة إلى وسائل دفع نهائية، كالأسهم والسندات والأصول الحقيقية لا تعتبر من مكونات الكتلة النقدية.
- يجب أن تكون الأصول النقدية أو شبه النقدية متداولة في السوق، وإلا لا يمكن إدراجها ضمن مكونات الكتلة النقدية.
- يجب أن تكون الأصول النقدية أو شبه النقدية ملكاً لأفراد ومتعاملين مقيمين في الدولة، فغالباً ما تكون الودائع المصرفية بالعملة الأجنبية للأشخاص غير المقيمين عبارة عن عملية استثمار في المحفظة، ليس لها أي تأثير على النشاط الاقتصادي للبلد.

3.2. مكونات الكتلة النقدية: تتكون الكتلة النقدية من المكونات التالية:

أ. السيولة النقدية: وهي الأموال الجاهزة النقدية، ويرمز لها بالجمع النقدي  $M_1$ ، وتعرف بعرض النقد بالمعنى الضيق والتي تتكون من:

- النقود الائتمانية: وهي النقود المتداولة، والتي يتولى إصدارها البنك المركزي أو الخزينة العمومية، وتتميز بقوة إبراء قانونية يمنحها إياها القانون، وتتكون من:

<sup>1</sup> - محمود حميدات، مدخل للتحليل النقدي، ديوان المطبوعات الجامعية، 2014، ص44.

<sup>2</sup> - العلواني عديلة، الميسر في الاقتصاد النقدي، دار الخلدونية، الجزائر، 2014، ص49.

<sup>3</sup> - حمزة شوار، علاقة البنوك الإسلامية بالبنوك المركزية في ظل نظم الرقابة النقدية التقليدية، الوراق للنشر والتوزيع، الأردن، 2014، ص50.

<sup>4</sup> - المرجع السابق، ص51.

- الأوراق النقدية قيد التداول (نقود البنكنوت) المصدرة من طرف البنك المركزي.
  - النقود المعدنية (المساعدة) قيد التداول مصدرة من البنك المركزي أو الخزينة العمومية.
  - **النقود الكتابية:** وهي الودائع تحت الطلب (النقود الكتابية) لدى البنوك وباقي مؤسسات الإقراض، والحسابات الجارية لدى البريد والخزينة العامة.
- وبالتالي فإن:

$$M_1 = \frac{\text{النقود الورقية} + \text{الودائع الجارية لدى البنوك}}{\text{النقود الائتمانية} + \text{النقود الكتابية}}$$

حيث تختلف نسبة كل مكون إلى الكمية الإجمالية لوسائل الدفع من بلد إلى آخر، لكن يمكن القول أن نسبة الودائع الجارية تزيد مع ازدياد وتنوع المؤسسات المالية النقدية وغير النقدية، وتقدم مستوى الوعي المصرفي لدى الأفراد من حيث التعامل مع البنوك فيما يتعلق بالإيداع والاقتراض والاستثمار المالي.

ب. **عرض النقد بالمعنى الواسع (المجموع  $M_2$ ):** أدى التطور المصرفي إلى ظهور أصور وأنواع أخرى من التعاملات سميت بأشبه النقود نظرا لانخفاض سيولتها مقارنة بالنقود السائلة والودائع تحت الطلب، وتمثل أساسا في الودائع الآجلة وودائع التوفير، مما أدى إلى توسع مفهوم عرض النقد إلى  $M_2$ ، وتتكون من الودائع لأجل والودائع الادخارية، بالإضافة إلى  $M_1$ ، حيث:

$$M_2 = M_1 + \text{الودائع لأجل} + \text{ودائع التوفير}$$

ويتأثر حجم المجموع  $M_2$  بعدة عوامل منها إصدار العملة وخلق النقود من الجهاز المصرفي، وكذا طبيعة الهيكل المالي والنقدي في الدولة، وبالتالي فإن مكوناته قد تتجاوز أحيانا الإطار الذي تحدده أدبيات النظرية النقدية. فنجد مثلا  $M_2$  في الولايات المتحدة يتكون من<sup>1</sup>:

$M_2 = M_1 + \text{الودائع قصيرة الأجل} + \text{حسابات الادخار لدى مؤسسات الإيداع} + \text{أسهم صناديق النقد المشتركة} + \text{موازين صناديق سوق رأس المال} + \text{حسابات ودائع سوق المال} + \text{ودائع الدولار الأوربي العاجلة المملوكة من طرف المقيمين الأمريكيين} + \text{اتفاقات إعادة الشراء العاجلة لدى البنوك.}$

ج. **المجموع  $M_3$ :** تعود أسباب ظهور هذا المفهوم إلى تطور النظام المالي للاقتصاديات الصناعية وزيادة عدد المؤسسات الوسيطة وتوسع دائرة الخدمات المالية والمصرفية، حيث ظهرت مجموعة من المؤسسات غير المصرفية إلى جانب البنوك التجارية، والتي تعرض على الجمهور أنواع من الأصول المالية الجديدة، فامتد عرض النقد ليشمل بند جديدة تعرف بـ  $M_3$  حيث:

$$M_3 = M_2 + \text{ودائع الادخار لدى المؤسسات الادخارية (خارج البنوك)}$$

<sup>1</sup> - طاهر فاضل البياتي، ميرال روجي سمارة، النقود والبنوك والمتغيرات الاقتصادية المعاصرة، دار وائل للنشر والتوزيع، الأردن، 2013، ص70.

د. المجمع  $M_4$ : يعرف بالسيولة العامة للاقتصاد، ويشمل بالإضافة لـ  $M_3$  ما يلي:

$$M_3 = M_4 + \text{الأصول المملوكة من طرف الوحدات الاقتصادية غير المصرفية من الأوراق والسندات المتمثلة في القروض المصدرة من طرف الحكومة أو المشروعات الخاصة أو شركات الاستثمار المتخصصة.}$$

والمشكل الذي يبقى مطروحا هو عن أي المجمعات النقدية التي يمكن ضبطها بسهولة وبدون غموض أو تعقيد، لكن الملاحظ أن المجمع النقدي الواسع  $M_2$  هو الذي أصبح يجذب البنوك المركزية في كلا من الدول المتقدمة والنامية.

3. مقابلات الكتلة النقدية: هي مجموع الأصول المالية والحقيقية التي يحتفظ بها البنك المركزي لتغطية حجم الإصدار من النقود. وتتكون هذه المقابلات من الأصول التالية:

3.1. الذهب وحقوق السحب الخاصة: حقوق السحب الخاصة هي حسابات دفترية لها وجود محاسبي وليس لها وجود مادي، تتولد عن قيود دائنة ومدينة في وقت واحد، مسجلة في حسابات البنوك المركزية التي تتلقاها وكذلك في حسابات الصندوق الذي يقوم بإصدارها. حلت محل الذهب في المعاملات الدولية. وعند حصول الخزانة على الذهب أو على حقوق السحب الخاصة تصدر شهادات للبنك المركزي تمثل حقوقا للذهب وحقوق السحب الخاصة، وهي عبارة عن دين على أرصدة الودائع لدى البنك المركزي.

3.2. العملات الأجنبية: وهي عبارة عن احتياطات من النقد الأجنبي، يحتفظ به البنك المركزي كغطاء للعملة ضمن الأصول، كما يستخدم جزء منها لسداد المعاملات الاقتصادية للبلد.

3.3. قروض للدولة (للخزانة العامة): وهي القروض التي يمنحها البنك المركزي للخزينة العمومية عندما تحتاج لذلك، ويكون ذلك وفق القوانين واللوائح المعمول بها.

3.4. القروض المقدمة للاقتصاد: وهي القروض التي يمنحها البنك المركزي للبنوك باعتباره ملجأها الأخير للإقراض عند حاجتها لذلك (لسد عجز في السيولة أو التوسع في الإقراض)، وذلك من خلال القروض المباشرة أو بخصم أوراقها التجارية، أو منح قروض مقابل سند إذني تلتزم في البنوك بدفع المبلغ وفوائده عند تاريخ الاستحقاق.

## رابعاً: الأنظمة النقدية

الأنظمة النقدية هي عبارة عن مجموعة القواعد والتنظيمات والسياسات النقدية التي تتبعها الدولة في المجال النقدي، بما في ذلك من تنظيمات وقوانين خاصة بالإصدار النقدي، وكذا السياسات النقدية الواجب اتباعها خلال فترة زمنية معينة<sup>1</sup>. وقد شهد النظام النقدي الدولي مراحل وتطورات كثيرة، من خلال الانتقال من نظام إلى نظام حسب ما تمليه التطورات السياسية والاقتصادية للدول، فبداية من النظام النقدي المعدني إلى نظام قاعدة الذهب، نظام بروتن وودز والنظام الحر، كان لكل نظام ميزاته الخاصة، وإيجابيته بالإضافة لسلبياته.

**1. نظام النقد المعدني:** يقصد بنظام النقد المعدني النظام الذي يتم في التعامل بالمعادن النفيسة كنقود، وتمثل هذه المعادن أساساً في الذهب والفضة، حيث عرف هذا النظام شقين، الشق الأول هو نظام المعدنين (الذهب والفضة)، أما الشق الثاني فهو نظام المعدن الواحد (نظام الذهب).

**1.1 نظام المعدنين:** طبق هذا النظام في القرن الثامن عشر في أوروبا، ويقصد به تحديد نسبة قانونية بين عيار الفضة وعيار الذهب، حيث يوجد في هذا النظام نقود من المسكوكات الذهبية وكذا نقود من المسكوكات الفضية، مع وجود نسبة قانونية تحددها الدولة بين الذهب والفضة<sup>2</sup>.  
وتتمثل أهم شروط قيام نظام المعدنين في<sup>3</sup>:

- تعيين معدل قانوني ثابت بين الذهب والفضة، حيث تكون حيث تكون كل من النقود الفضية والذهبية ذات وزن وعيار معينين، ويتم التبادل بينهما على أساس المعدن الصافي في كل منهما، وذلك حسب النسبة القانونية المحددة.

- حرية تحويل سبائك الذهب والفضة إلى قطع نقدية مجانا من السلطات النقدية.

- حرية صهر المسكوكات وتحويلها إلى سبائك حتى لا تصبح القيمة السلعية أكبر من القيمة الاسمية.

- حرية استيراد وتصدير الذهب والفضة للمحافظة على استقرار أسعار الصرف الدولية.

**2.1 نظام المعدن الواحد:** فوفقاً لهذا النظام تتحدد الوحدة النقدية على أساس معدن واحد هو الذهب أو الفضة، حيث يتضمن هذا النظام قاعدة نقدية تربط بين القيمة الاقتصادية للنقود بالقيمة الاقتصادية لمعدن واحد (ذهبا كان أو فضة)، ذو قبول عام وقوة إبراء قانونية لا محدودة، وتكون هناك علاقة ثابتة بين وزن المعدن المستخدم كقاعدة للنقد وبين قيمة وحدة النقد، أي سعر ثابت يربط بينهما<sup>4</sup>.

<sup>1</sup> - أحمد فريد مصطفى، الاقتصاد النقدي والدولي، مؤسسة شباب الجامعة، مصر، 2009، ص 247.

<sup>2</sup> - مجيد ضياء، الاقتصاد النقدي المؤسسات النقدية-البنوك-البنوك المركزية، مؤسسة شباب الجامعة، 2002، ص 48.

<sup>3</sup> - المرجع السابق، ص 49.

<sup>4</sup> - ميراندا زغلول رزق، النقود والبنوك، جامعة بنها، مصر، 2009، ص 84.

2. **نظام قاعدة الذهب:** لقد كانت بداية الانتشار لقاعدة الذهب في الثلث الأول من القرن التاسع، وذلك من خلال قانون صدر في بريطانيا عام 1816 لاتخاذها قاعدة نقدية، حيث بدأ تطبيقها الفعلي عام 1821<sup>1</sup>.

وتعني قاعدة الذهب جعل القوة الشرائية لوحدة النقد (الباوند أو الدولار...) مساوية للقوة الشرائية لوزن معين من الذهب. فمثلا كان الباوند الاسترليني الذهبي المتداول قبل الحرب العالمية الأولى (1914)، يحتوي على 11 جزءا من الذهب وجزء واحد من معدن آخر، وكان سعر الباوند يساوي تماما قيمة الذهب الموجودة فيه، وحدد سعر الذهب عالميا بـ 5.175 باوند للأونصة<sup>2</sup>.

وقد كانت قاعدة الذهب متبعة في العديد من الدول وعلى رأسها بريطانيا قبل الحرب العالمية الأولى، قبل أن يبدأ التخلي عنها تدريجيا أثناء الحرب وبعدها، نظرا لعدم مرونتها وحاجة الدول المشاركة في الحرب للتمويل الذي لم يكن كافيا في ظل هذه القاعدة.

وتتلخص أهم النقاط التي تميز نظام قاعدة الذهب في<sup>3</sup>:

- تحديد وزن وعيار الوحدة النقدية.
- حرية تحويل السبائك الذهبية إلى قطع نقدية ذهبية، دون أن يتحمل حامل السبيكة نفقات التحويل، لتحقيق عدم اختلاف القيمة الاسمية عن القيمة السلعية لوحدة النقد الذهبية.
- ترتبط كمية النقود المصدرة في الدولة بكمية الذهب الموجودة بها وفقا للوزن المعياري المحدد سلفا.
- ضمان حرية تصدير واستيراد الذهب، للمحافظة على ثبات أسعار الصرف، والتي تتعلق في ظل هذه القاعدة على كمية الذهب الصافي الموجود في هذه العملات.
- وقد اتخذت قاعدة الذهب عدة أشكال، تتمثل أساسا في ثلاثة أشكال أساسية هي: نظام المسكوكات الذهبية، نظام السبائك الذهبية ونظام النقود الورقية القابلة للصرف ذهبا، ويمكن توضيح هذه الأشكال فيما يلي<sup>4</sup>:

1.2 **نظام المسكوكات الذهبية:** في ظل هذا النظام أخذت النقود الذهبية شكل المسكوكات، وكان يتم تداولها في السوق الداخلية والخارجية، ومن أهم شروط هذا النظام هو حرية السك والصهر، حيث يمكن لحامل الذهب السلعي تحويله إلى ذهب نقدي في شكل عملات وقطع ذهبية تستخدم في التداول النقدي طبقا للوزن المحدد من طرف السلطات النقدية بالنسبة لوحدة النقد المتداولة.

<sup>1</sup> - محمد دويدار، أسامة الفولي، مبادئ الاقتصاد النقدي، دار الجامعة الجديدة، 2003، ص 137.

<sup>2</sup> - ضياء مجيد الموسوي، أسس علم الاقتصاد، الجزء الثاني، ديوان المطبوعات الجامعية، 2011، ص 196.

<sup>3</sup> - المرجع السابق، ص 197.

<sup>4</sup> - محب خلة توفيق، الاقتصاد النقدي والمصرفي دراسة تحليلية للمؤسسات والنظريات، دار الفكر الجامعي، مصر، ص 46-49.

**2.2. نظام السبائك الذهبية ( 1925-1936):** نظرا للتطورات التي عرفتتها مختلف الاقتصاديات فيما يخص زيادة حجم المعاملات وزيادة الحاجة إلى النقود، ظهرت ما يسمى بالنقود الورقية النائبة، أي النقود الورقية القابلة للتحويل إلى ذهب، حيث حلت محل المسكوكات الذهبية في التداول. فأصبح الذهب يوضع في شكل سبائك ضخمة في خزانة البنك المركزي، ويقوم هذا الأخير بإصدار أوراق بنكنوت كأوراق نقدية متداولة بدلا من تداول المسكوكات الذهبية، مع الإبقاء على إمكانية تحويل هذه النقود الورقية إلى ذهب. وفي ظل هذا النظام (ليس كنظام السبائك الذي كان فيه رصيد المجتمع من الذهب يساوي قيمة النقود المتداولة) لم يكن الرصيد الذهبي لدى البنك المركزي مساويا لقيمة الأوراق النقدية المتداولة، نظرا لزيادة التوسع النقدي لتلبية متطلبات الحرب من التمويل ونفقات إعمار الدول المتضررة من الحرب، أي استبدال نظام الغطاء الكامل بالذهب إلى نظام الغطاء النسبي.

وتتمثل أهم الشروط التي سادت في ظل نظام السبائك الذهبية في:

- تحديد سعر ثابت للذهب بالعملة المحلية، أو تحديد وزن معين من الذهب لوحدة النقد المحلية.
- تعهد السلطات النقدية بقابلية التحويل لبيع وشراء السبائك الذهبية التي لا يقل وزنها عن حد معين بالسعر الثابت الذي فرضه القانون، وبالتالي فقد تم تقييد حرية التحويل.
- استمرار مبدأ حرية تصدير الذهب واستيراده.

لكن نظرا للزيادة الكبيرة في التوسع النقدي لتلبية نفقات الحرب، بشكل فاق قيمة السبائك الذهبية الموجودة في خزائن البنوك المركزية، تناقصت الأرصدة الذهبية، وهو ما أثر على قدرتها على الوفاء بمتطلبات التحويل، مما أدى إلى إقرار إيقاف حرية التحويل، وهو ما أسس للنهاية الفعلية لهذا النظام.

**3.2. نظام الأوراق النقدية القابلة للصرف ذهبيا:** لقد ظهر هذا النظام إبان الحرب العالمية الثانية، وذلك لعدة

أسباب أهمها احتفاظ بعض الدول بأرصدها من الذهب في شكل ودائع لدى البنوك الأجنبية، على أن تكون هذه الودائع بعملة قابلة للتحويل إلى ذهب، وبالتالي تصبح هذه الأصول العاطلة ذات عائد، وبالتالي أصبح احتفاظ الدول بالذهب منخفض جدا ويستعمل لمقابلة بعض المدفوعات الدولية. وهناك سبب آخر يتمثل في الوصول إلى حقيقة أن قيمة العملة وقوتها لا تتحدد بأرصدة الذهب المحتفظ بها، بل بالقوة الإنتاجية للمجتمع. ويختلف هذا النظام عن نظام السبائك، في كون نظام الأوراق النقدية القابلة للصرف ذهبيا يسمح بتحويل الأوراق النقدية إلى ذهب بأسلوب غير مباشر من خلال الاعتماد على العملات الأخرى، كما أن الغطاء النقدي في ظل هذا النظام لديه عائد من خلال توظيف في البنوك الأجنبية، في حين كان عطلا في نظام السبائك.

**4.2. تقييم نظام الذهب:** لقد كان لتطبيق نظام الذهب العديد من المزايا كما كان له العديد من العيوب التي أدت إلى زواله، والمتمثلة في<sup>1</sup>:

**1.4.2. مزايا نظام الذهب:** تتمثل أهم المزايا التي يتميز بها نظام الذهب في:

- يعتبر الذهب ذو قيمة ذاتية كسلعة ذات استخدام غير نقدي، وبالتالي فاستخدامه كقاعدة نقدية يدعم ثقة الجمهور في النظام النقدي.
- يتميز نظام الذهب بتقييد الإصدار النقدي، باعتباره مرتبط بكمية الذهب الموجودة لدى المجتمع والتي تعتبر في غالب الأحيان نادرة.
- تحقيق استقرار الأسعار، في حالة كون مصدر التضخم نقدي، أي سببه زيادة في الإصدار النقدي والذي هو مقيد في ظل هذه القاعدة بالذهب النادر نسبياً.
- تطبيق هذا النظام حقق استقرار أسعار الصرف ودعم حرية التجارة وساعد على زيادة التبادل الدولي وتحركات رؤوس الأموال.

**2.4.2. عيوب وانتقادات نظام الذهب:** هناك لنظام الذهب مجموعة من العيوب يمكن تلخيصها في النقاط التالية:

- لهذا النظام آثار اقتصادية ضارة تتمثل في كونه نظام ذو تكلفة اجتماعية مرتفعة، في كون استخدام الذهب كنفد يعني حيسا لجزء من الموارد الإنتاجية للمجتمع في الذهب الذي يستخدم لأغراض نقدية.
  - عدم مرونة الإصدار النقدي من طرف السلطات النقدية، وهو ما قد يتسبب في عدم الاستقرار الاقتصادي، ودفع الاقتصاد نحو الانكماش.
  - يرى معارضو هذا النظام ان الأخطاء التي يرتكبها المسؤولون عن إدارة نظام نقدي مستقل عن الذهب أقل بكثير من الأخطاء التي تصيب النشاط الاقتصادي المحلي في ظل نظام الذهب.
  - يرى كينز أن ادعاء تحقيق استقرار الأسعار في ظل هذا النظام هو ادعاء غير واقعي، لأن الذهب لا يتميز بمرونة موروثة تجعل عرضه يتجاوب تلقائيا مع الطلب عليه.
  - يرى الاقتصادي *R. Triffin* أن نجاح الاستقرار في أسعار الصرف في ظل هذا النظام تحققت فقط في الدول الأكثر تقدما والتي كانت تمثل المركز الأساسي لهذا النظام، في الوقت الذي تعرضت فيه أسعار صرف عملات لدول أمريكا اللاتينية لتقلبات كبيرة خلال فترة تطبيق هذا النظام.
- 3. نظام بروتن وودز:** لقد عرفت الفترة ما بين الحربين العالميتين الأولى والثانية ما سمي بقاعدة اللقاعدة، حيث كان هنا تذبذب في النظام النقدي المتبع خلال هذه الفترة، فبعد انهيار نظام قاعدة الذهب لعدة أسباب أهمها

<sup>1</sup> - سيد أحمد سيد يعقوب السيد يوسف الرفاعي، التطور التاريخي لاستخدام النقود دراسة اقتصادية تحليلية ونقدية، دار طلاس، سوريا، 2014، ص 599-601.

عدم مرونته وقدرته على تمويل نفقات الحرب، وكذا ندرة الذهب كمعدن نفيس، وتخلي العديد من الدول عنه تدريجياً، كانت الحاجة إلى ظهور نظام نقدي جديد ينظم الأمور النقدية الدولية، فكان نظام بروتن وودز كحل لتلك الفوضى التي سادت خلال هذه الفترة.

### 3.1. مفهوم نظام بروتن وودز: هو النظام النقدي الذي كان سائداً خلال الفترة ما بعد الحرب العالمية الثانية

لغاية بداية سبعينيات القرن العشرين، والذي كان نتيجة لانعقاد مؤتمر بروتن وودز في الولايات المتحدة الأمريكية في جويلية عام 1944، ضم هذا المؤتمر العديد من رجال الأعمال والسياسة لدراسة إمكانية الوصول لنظام نقدي جديد يتم تطبيقه بعد الحرب العالمية الثانية. وقد حضر هذا المؤتمر 44 دولة، تمخض عنه اتفاقية عرفت ببروتن وودز، وقد كان من أهم نتائج هذا المؤتمر إنشاء صندوق النقد الدولي والبنك العالمي.

### 3.2. مضمون اتفاقية بروتن وودز: لقد تم طرح ضمن هذا المؤتمر مشروعين أساسيين، الأول كان للاقتصادي

الإنجليزي كينز والثاني كان للاقتصادي الأمريكي هاري هويت، حيث يتضمن مشروع كينز تأسيس مؤسسة دولية تقوم بإصدار عملة خاصة سماها بالانكور، كما اقترح فرض عقوبات على الدول الأعضاء التي تتمتع بفوائض في ميزان مدفوعاتها، وكذلك على الدول التي تعاني من عجز في ميزان مدفوعاتها، وإنشاء اتحاد مقاصدة دولي، في حين اقترح هويت تأسيس مؤسستين ماليتين دوليتين هما صندوق النقد الدولي والبنك العالمي، واعتبار الدولار كعملة تبادل دولية يمكن تحويلها إلى ذهب في أي وقت.

وبشكل عام استند نظام بروتن وودز على دعامتين أساسيتين هما<sup>1</sup>:

أ. نظام الصرف بالذهب: ويشمل هذا النظام النقاط التالية:

-قابلية تحويل الدولار إلى ذهب، وتثبيت قيمته عند 35 دولار للأوقية.

-تحديد أسعار صرف رسمية لعملات الدول الأعضاء في صندوق النقد الدولي على أساس كل من

الذهب والدولار.

-أصبحت احتياطات الدول من الصرف الأجنبي تتكون من الذهب والدولار والعملات الأجنبية

القابلة للتحويل إلى الدولار.

ب. مركز نقدي دولي: ويتمثل في إنشاء صندوق النقد الدولي، الذي يتولى الإشراف والعمل على تحقيق

أهداف النظام النقدي الدولي، والمتمثلة في:

-الحفاظ على استقرار أسعار الصرف المعلنة، وعدم ارتفاعها أو انخفاضها عن مستوى 1% من

أسعار الصرف الرسمية.

<sup>1</sup> - طاهر فاضل البياتي، ميرال روجي سمارة، النقود والبنوك والمتغيرات الاقتصادية المعاصرة، دار وائل للنشر، 2013، ص ص 55، 56.

-ضبط تغيير أسعار صرف العملات الوطنية لمواجهة العجز في موازين المدفوعات، من خلال الموافقة التلقائية على تخفيض قيم هذه العملات في حدود 10%، وذلك لتجنب التخفيض التنافسي في أسعار العملات، والذي كان سببا في خلق فوضى نقدية خلال الفترة ما بين الحربين.

-إتاحة قدر من السيولة الدولية تحت شروط معينة، للدول الأعضاء لمواجهة العجز المؤقت في موازين مدفوعاتها.

ولقد مر نظام بروتن وودز بمرحلتين أساسيتين هما:

#### المرحلة الأولى: مرحلة الاستقرار النسبي

لقد امتدت هذه المرحلة من عام 1946 إلى غاية نهاية الخمسينيات، حيث عرفت استقرارا نسبيا للدولار نتيجة الاستقرار في الظروف الاقتصادية خاصة بالنسبة للاقتصاد الأمريكي، والمتعلق أساسا بتراكم الذهب لدى الولايات المتحدة الأمريكية، التي أصبحت تملك أكثر من 75% من احتياطي الذهب الرسمي العالمي، وهو ما ساعدها على تلبية كل طلبات تحويل الدولار إلى ذهب عند سعر تبادل ثابت خلال تلك الفترة، بالإضافة للطاقة الإنتاجية التي كان يتميز بها الاقتصاد الأمريكي، وقدرته على إمداد مختلف دول العالم بما تحتاجه من سلع وخدمات.

#### المرحلة الثانية: مرحلة التدهور والانهايار (1960-1971)

امتدت هذه الفترة من بداية الستينيات إلى غاية بداية السبعينيات، والتي بدأ خلالها تراجع المخزون الأمريكي من الذهب، وبداية عجزها عن تلبية طلبات تحويل الدولار إلى ذهب، فكان يفترض على الولايات المتحدة تخفيض إصدار الدولار ورفع معدلات الفائدة، وتخفيض استخدام الدولار في مبادلاتها مع الدول وتخفيض العجز في ميزان مدفوعاتها، وهو ما لم تقم به الولايات المتحدة. بالإضافة لظهور منافسين للولايات المتحدة في السوق الدولي كألمانيا واليابان، وظهور الين والمارك كعملتين منافستين للدولار الأمريكي<sup>1</sup>. كما تفاقم العجز في ميزان المدفوعات الأمريكي نتيجة تزايد الإنفاق الأمريكي في الخارج في حرب فيتنام، وتزايد الاستثمارات الأمريكية في الخارج، وزيادة أرصدة البنوك من الدولار، وهو ما أدى إلى تزايد العجز في تلبية طلبات التحويل للدولار لذهب، فأخذت أزمة الثقة الدولار في الاشتداد، وتزايدت الرغبة في تحويله إلى ذهب، فأخذت أسعار الذهب ترتفع في الأسواق الدولية. وهو ما دفع بعض الدول التي تحتفظ بكميات كبيرة من الدولارات بإنشاء ما سمي بمجمع الذهب، للمحافظة على ثبات سعر الدولار مقابل الذهب، وذلك من خلال بيع الذهب في سوق لندن بالسعر الرسمي (35 دولار للأوقية)، لمقابلة الطلب المتزايد عليه، بهدف المحافظة على تعادل السعر السوقي مع السعر الرسمي.

<sup>1</sup> - صالح مفتاح، مرجع سابق، ص 19.

لكن مع استمرار دهور المخزون الأمريكي من الذهب بدأت الدول بتحويل أرصدها من الدولار إلى ذهب، واستمرار تفاقم العجز في ميزان المدفوعات الأمريكي، وتزايد ارتفاع سعر الذهب وتراجع قيمة الدولار، وإلغاء مجمع الذهب عام 1968، فأصبح للذهب سعران، سعر رسمي محدد ( 35 دولار للأوقية)، وسعر سوق يتحدد تبعاً لقوى العرض والطلب عليه، ومع كل هذه المشاكل في النظام النقدي الدولي، قررت حكومة الرئيس الأمريكي نيكسون إيقاف تحويل الدولار إلى ذهب أوت 1971، مع إجراءات اقتصادية أخرى بهدف ضبط التضخم وتخفيض العجز في ميزان المدفوعات الأمريكي، وهو ما يعني انتهاء العمل بقاعدة الصرف بالذهب التي قام عليها نظام بروتن وودز<sup>1</sup>.

**4.3. أهم أسباب انهيار نظام بروتن وودز:** يمكن تلخيص أهم الأسباب التي أدت إلى انهيار نظام بروتن وودز في النقاط التالية<sup>2</sup>:

لم يسمح هذا النظام بأي نوع من أنواع التصحيح التلقائي للاختلال في موازين المدفوعات الدولية، حيث أن الولايات المتحدة الأمريكية لم تقم بتعديل قيمة الدولار بعد إعلان عدم قابليته للتحويل إلى ذهب، بل بقيت تصر على أن الدول الأخرى هي التي يتعين عليها أن ترفع قيم عملاتها بالنسبة للدولار، وكانت تهدف من وراء ذلك إلى تحقيق مغام تجارية، فرفع قيمة العملات الأخرى يجعل أسعار الصادرات الأمريكية في وضع تنافسي أفضل (أسعار الصادرات الأمريكية أقل من أسعار سلع الدول الأخرى).

- سيطرة الدولار الأمريكي على النظام النقدي الدولي، فاستقرار النظام كان يرتبط ارتباطاً وثيقاً باستقرار قيمة الدولار، وهو ما سرع باختياره مع تدهور قيمة الدولار.
- عجز الصندوق عن القيام بدور المركز النقدي في إدارة النظام النقدي الدولي، حيث كان يتخذ موقفاً سلبياً محايياً في تطبيق بعض مواد الاتفاق، فوجد مثلاً الدول ذات الفائض الكبير في موازين مدفوعاتها لم تحاول اتخاذ إجراءات لتعديل أسعار صرف عملاتها، ومن حق الصندوق أن يعلن نص الاتفاقية (أن عملة الدولة التي لديها فائض كبير في ميزان مدفوعاتها عملة نادرة)، ومن ثم يتوقف الصندوق عن تقديمها للدول المقترضة، وهكذا يؤدي إلى انخفاض الطلب الخارجي عليها مما يساعد على تسوية الاختلال في ميزان مدفوعات هذه الدولة، لكن الصندوق لم يقم بهذا الحق.

### 3. النظام النقدي الإلزامي الحر

**1.3. تعريفه:** النظام النقدي الإلزامي الحر هو النظام الذي لا تعرف في ظلّه وحدة التحاسب النقدية بالنسبة لسلعة معينة ولكن تعرف بنفسها، وبالتالي لا يصبح النقد الأساسي سلعة ذات قيمة تجارية، بل أصبح النقد

<sup>1</sup> - طاهر فاضل البياتي، ميرال روجي سمارة، مرجع سابق، ص 59.

<sup>2</sup> - صالح مفتاح، مرجع سابق، ص 21.

الورقي الاختياري إلزاميا أي غير قابل للتحويل إلى ذهب أو إلى أي معدن آخر، وأصبح معه نقود الودائع النوع الوحيد للنقد الاختياري المتداول، ويعتبر هذا النظام هو السائد في العالم في الوقت الحالي. وعرض النقد بالنسبة لهذا النظام لا يعتمد على الغطاء الذهبي فقط، بل هناك مجموعة من الأصول المالية والحقيقية تعتمد كغطاء للإصدار النقدي، والمتمثلة أساسا في الذهب والعملات الأجنبية وحقوق السحب الخاصة، والسندات الحكومية المحلية والأجنبية، وذلك لتجنب الإفراط النقدي.

**2.3. خصائص النظام النقدي الإلزامي الحر:** يتميز النظام النقدي الإلزامي الحر بمجموعة من الخصائص تميزه عن الأنظمة السابقة له والمتمثلة في<sup>1</sup>:

- هو نظام غير مقيد الإصدار، حيث يرتبط فيه الإصدار النقدي بحاجة الاقتصاد للنقود وليس بحجم ما تملكه الدولة من ذهب أو من معادن نفيسة.
- إلزامية التعامل بالأوراق النقدية المصدرة من طرف البنك المركزي، والتي تتميز بقوة إبراء قانونية تستمدتها من القانون.
- توحيد أو مركزة الجهة التي تقوم بعملية الإصدار النقدي وهي البنك المركزي لا غير.
- الأوراق النقدية تتميز بأنها ليس لها قيمة ذاتية كما في النقود المعدنية، بل تستمد قيمتها من قوة القانون.
- القوة الشرائية للنقود الورقية تعتبر غير ثابتة، بل ترتبط بالتغيرات في حجم النقد المصدر.
- تتمتع النقود الورقية في ظل هذا النظام بمرونة عالية تمكنها من مقابلة الاحتياجات من النقود لمقابلة المعاملات.
- تتم المعاملات الداخلية على مستوى الدولة بالنقود الوطنية، وتتسم بالقبول العام ولديها قوة إبراء غير محدودة للوفاء بالالتزامات والديون، أما بالنسبة للمعاملات الخارجية فإن الدولة هي التي تقوم بتحديد أسعار الصرف الأجنبي ممثلة في البنك المركزي، وذلك لتحويل العملة الوطنية إلى عملات أجنبية.

<sup>1</sup> - سيد أحمد سيد يعقوب السيد يوسف الرفاعي، مرجع سابق، ص 609.

## خامسا. النظريات النقدية

النظرية النقدية هي محاولة شرح الدور الذي يمكن أن تؤديه النقود في تحديد مستوى النشاط الاقتصادي في بلد ما، وتبحث تحديدا في أثر عرض النقود والطلب عليها على الأسعار ومعدلات الفائدة والإنتاج والتشغيل.

## 1. النظرية النقدية التقليدية (الكلاسيكية)

كانت بدايات ظهور فكرة هذه النظرية في القرن الخامس عشر من طرف المفكرين *Copernic* و *Davanzati*، ثم اهتم بها الاقتصادي *J. Baudin*، الذي حاول تفسير أسباب ارتفاع الأسعار بعد تزايد حجم النقود المعدنية في القارة الأمريكية، ورأى أنه عندما تزيد كمية النقود فإن قيمتها تنخفض بذات نسبة زيادة كميتها، حيث أنه عندما تزيد كمية النقود المتداولة ضعفين أو ثلاثة أضعاف ترتفع الأسعار بالنسبة نفسها<sup>1</sup>. تطورت النظرية الكمية النقدية الكلاسيكية في القرن التاسع عشر، على يد الاقتصاديين الكلاسيك منهم ريشارد كانتيلون (1680، 1734) ودافيد هيوم (1711، 1776)، ويقوم التحليل الكلاسيكي على افتراض أن التوازن النقدي لا يمكن أن يكون إلا إذا كان الاقتصاد الوطني قد وصل إلى مستوى التشغيل التام. و سميت نظرية الطلب على النقود لأنها تخبرنا عن كمية النقود التي تتم حيازتها عند مستوى دخل معين. وقد مرت هذه النظرية بمرحلتين:

**المرحلة الأولى:** تتمثل في معادلة فيشر وتفسيراتها، وهي عبارة عن مساواة بين سرعة دوران النقود وكمية النقود المعروضة من جهة وحجم المبادلات والمستوى العام للأسعار من جهة أخرى، والتي تقوم على مجموعة من الفرضيات.

**المرحلة الثانية:** تتمثل في مدخل كامبرج، وهو مدخل يعتمد على معادلة فيشر مع بعض التعديلات تتعلق استبدال العرض النقدي بالكمية المطلوبة من النقود، وإضافة وظيفة جديدة للنقود كمستودع للقيمة.

## 1.1 الفرضيات التي تقوم عليها النظرية النقدية التقليدية

قامت النظرية الكمية الكلاسيكية للنقود على الفرضيات التالية، والتي على أساسها تم بناء معادلة التبادل لفischer تتمثل فيما يلي:

- ثبات حجم المعاملات، أي أن حجم المعاملات ومستوى النشاط الاقتصادي، يتم تحديده بعوامل موضوعية وأن النقود ليس لها أي تأثير في تحقيق التوازن الاقتصادي، فهي وسيط للمبادلة فقط ودورها محايد في الاقتصاد.
- وجود علاقة سببية بين التغير في المستوى العام للأسعار كمتغير تابع والتغير في كمية النقود كمتغير مستقل.

<sup>1</sup> - سلمان بوذياب، اقتصاديات النقود والبنوك، المؤسسة الجامعية للدراسات والنشر والتوزيع، ص 195.

- ثبات سرعة دوران النقود على الأقل في المدى القصير، لأنها تحدد بعوامل بطيئة التغير ومستقلة عن كمية النقود منها: درجة كثافة السكان، تطور عادات التعاملات المصرفية وغيرها.
- التغير في كمية النقود تسبب تغير في المستوى العام للأسعار بالنسبة نفسها والاتجاه نفسه.

### 2.1. معادلة التبادل لفيشر (1911):

يعتبر فيشر رائد النظرية الكمية في النقود، والذي أعطى لهذه النظرية صياغتها الحديثة الأكثر اكتمالا من خلال معادلتها المشهورة بمعادلة التبادل، والفكرة الرئيسية لهذه المعادلة هي تفسير العلاقة بين كمية النقود وبين المستوى العام للأسعار، من خلال الجمع بين مختلف المتغيرات التي لها علاقة في تحديد المستوى العام للأسعار. وصياغة هذه المعادلة رياضيا كانت كما يلي:

$$MV = TP$$

حيث:

$P$ : المستوى العام للأسعار وهو متغير تابع.

$M$ : كمية النقود وهو متغير مستقل.

$T$ : حجم المبادلات (ثابت).

$V$ : سرعة دوران النقود (ثابت).

تشير هذه المعادلة إلى أن كمية النقود مضروبة في سرعة دورانها تساوي حجم المبادلات مضروبة في المستوى العام للأسعار خلال فترة زمنية معينة.

وتشتمل كمية النقود على النقود الحكومية أو أوراق البنكنوت أو نقود الودائع، أما المبادلات الاقتصادية فتشمل جميع أنواع التبادل التي يقوم بها الأفراد والمشروعات داخل اقتصاد معين خلال فترة زمنية معينة، مثل تبادل السلع والخدمات والأصول المالية والعقارات وغيرها<sup>1</sup>.

كما تعبر سرعة تداول النقود عن متوسط عدد المرات التي تنتقل فيها وحدة النقد من يد إلى يد بهدف تسوية المبادلات الاقتصادية خلال فترة زمنية معينة، أما المستوى العام للأسعار فيقصد به المرجح لأسعار جميع السلع والخدمات والعقارات والأصول المالية غيرها، ويتم حسابه من خلال الأسعار التجميعية لجميع هذه المتغيرات التي يتم مبادلتها<sup>2</sup>.

من المعادلة السابقة نستنتج أنه كلما تغيرت كمية النقود تغير المستوى العام للأسعار بنفس الاتجاه، طبعاً مع شرط ثبات كل من كمية المبادلات وسرعة دوران النقود، حيث:

$$P = M \cdot V / T$$

<sup>1</sup> - عقيل جاسم عبد الله، النقود والمصارف، الجامعة المفتوحة، 1994، ص76.

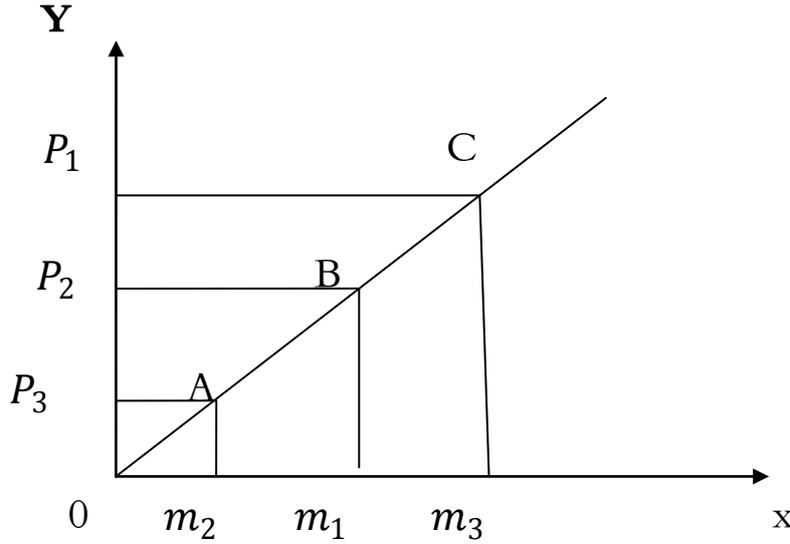
<sup>2</sup> - المرجع السابق، ص76.

من هذه المعادلة نستنتج أن:

- يعتبر المستوى العام للأسعار متغير تابع يأخذ قيما متغيرة تبعا للتغير في قيم المتغيرات الأخرى خاصة  $M$ .
- كمية النقود  $M$  يعتبر م تغير مستقل، وتغيرها يتوقف على السياسة النقدية المقررة من طرف البنك المركزي.

ويمكن تمثيل المعادلة السابقة من خلال الشكل التالي:

الشكل رقم (02): التمثيل البياني لمعادلة فيشر.



**المصدر:** ضياء مجيد الموسوي، أسس علم الاقتصاد، الجزء الأول، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، ص329.  
ونخلص إلى أن التغيرات التي تحدث في كمية النقود والتي تؤثر في مستوى الأسعار ناتجة عن التغيرات في النقود المعروضة للتداول، ويتحقق التغير في كمية النقود بسهولة ومرونة حيث يمكن قياسه بالاعتماد على كمية الإصدار النقدي وحجم الودائع في البنوك التجارية.

### 3.1. معادلة الأرصدة النقدية لمدرسة كامبرج

إن الانتقادات التي وجهت إلى صياغة فيشر لنظرية كمية النقود أدت إلى إدخال بعض التعديلات عليها من طرف ألفريد مارشال وأعضاء مدرسة كامبرج في مطلع القرن العشرين، حيث يرى هؤلاء أنه إلى جانب كون النقود كوسيط للتبادل، فإنها تؤدي وظيفة ثانية كمخزن للقيمة، أي كأداة للمدفوعات الآجلة وبالتالي أدخل عنصرًا جديدًا في تفسير قيمة النقود هي سرعة تداول النقود الذي كان عنصرًا ثابتًا في معادلة التبادل لفيلدر. فمعادلة التبادل لفيلدر تفسر التغير في كمية النقود من جانب العرض دون الطلب، بينما يفسر أعضاء مدرسة كامبرج هذا التغير في كمية النقود من جانب الطلب عليها.

ويرجع مارشال الطلب على النقود (التفضيل النقدي) إلى الدخل وحجم الإنتاج بدلا من حجم المعاملات التي كانت في معادلة فيشر، فبتعويض حجم المبادلات ( $T$ ) بالإنتاج أو الدخل ( $Y$ ) تصبح معادلة الأرصدة النقدية:

$$MV = PY$$

حيث:  $MV$  تمثل مجموع الإنفاق على السلع والخدمات النهائية في فترة محددة.  
 $PY$  : القيمة الإسمية للناتج الوطني، أي ما ينتج خلال السنة من سلع وخدمات نهائية.  
 وبقسمة طرفي المعادلة على  $V$  نحصل على:

$$M = \frac{1}{V} \times PY$$

وعندما يكون سوق النقد في حالة توازن فإن الكمية المعروضة من النقد تساوي الكمية المطلوبة، بالتالي نستطيع استبدال  $M$  بـ  $M_d$  و  $K = \frac{1}{V}$  فتصبح المعادلة:

$$M_d = K \cdot PY$$

حيث:

$K$  هي نسبة التفضيل النقدي. وبما أن  $K$  ثابتة (لأن سرعة التبادل ثابتة)، فإن مستوى المبادلات التي هي نسبة ثابتة من الدخل الاسمي تتحدد بكمية النقود التي يطلبها الأفراد للاحتفاظ بها، ويتوقف على العوامل التالية:

- تحديد قيمة  $K$  .

- توقعات الأفراد، فكلما كانت توقعاتهم متفائلة كانت قيمة  $K$  أقل.

- ثروة الأفراد، فكلما زادت قلت  $K$ .

- مستويات الأسعار.

من المعادلات السابقة نجد:

$$K = \frac{M}{PY}, V = \frac{P \cdot Y}{M}$$

ونلاحظ أن:  $K$  مقلوب  $V$ .

وهذا يعني أنه كلما زادت الأرصدة النقدية التي يرغب الأفراد الاحتفاظ بها قلت سرعة تداول النقود والعكس صحيح.

#### 4.1. تقييم النظرية النقدية الكلاسيكية

تعتبر النظرية النقدية الكلاسيكية خطوة مهمة في التحليل النقدي، نظرا للأفكار الهامة التي جاءت بها، كالتنبؤ إلى خطورة الدور الذي يؤديه الإفراط النقدي في خلق الموجات التضخمية والارتفاع الكبير في الأسعار، إلى جانب تبيان أهم أسباب التفضيل النقدي وأثره على الاقتصاد. لكن لم تسلم هذه النظرية من الانتقادات الموجهة لها من طرف الاقتصاديين بسبب عدم واقعية بعض فرضياتها، ومن أهم هذه الانتقادات نذكر ما يلي:

- تفترض هذه النظرية أن المستوى العام للأسعار هو متغير تابع للتغير في كمية النقود، ولا يمكن مستوى الأسعار أن يتغير نتيجة لعوامل أخرى وهذا غير صحيح، حيث أنه يمكن لمستوى الأسعار أن يتغير نتيجة لفشل موسم زراعي أو ارتفاع الأسعار وبالتالي ارتفاع تكاليف الإنتاج، وهذا ما يؤدي إلى ارتفاع

- الأسعار، فالتضخم لا يكون تضخم نقدي أو تضخم بالطلب فحسب وإنما يمكن أن يكون تضخم بالتكاليف أو تضخم مستورد، عندما ينخفض معدل تبادل العملة المحلية بالنسبة للعملة الأخرى.
- كما ترى هذه النظرية أنه لا يمكن أن يكون التأثير عكسياً، أي لا يمكن أن يؤثر المستوى العام للأسعار على كمية النقود، وهذا لا يتفق مع الواقع الاقتصادي، إذ يمكن أن تؤثر الأسعار على كمية النقود، فالارتفاع الكبير والمتواصل للأسعار قد يؤدي إلى خلق المزيد من النقود عن طريق الائتمان المصرفي. وربما زيادة العرض النقدي من البنك المركزي.
- عدم صحة افتراض ثبات سرعة دوران النقود لعدم واقعيته، حيث دلت البيانات المتاحة عن الاقتصاد الأمريكي أن سرعة دوران النقود تتقلب في الأجل القصير بدرجة غير ثابتة، فهي تزداد مع زيادة كمية النقود وارتفاع الأسعار. فمثلاً: توقع الأفراد استمرار ارتفاع الأسعار وبالتالي تدهور قيمة النقود يؤدي إلى زيادة حجم إنفاقهم النقدي، ويترتب على ذلك مضاعفة أثر زيادة كمية النقود على مستوى الأسعار والعكس يحدث في حالة انخفاض كمية النقود وانخفاض الأسعار حيث تنخفض سرعة تداول النقود.
- عدم واقعية افتراض ثبات الحجم الحقيقي للإنتاج الذي يستند إلى افتراض حالة التوظيف الكامل، حيث أن الأزمة العالمية الكبرى (1929-1932)، أثبتت أن حجم الإنتاج والتشغيل لا يستقر بصفة دائمة عند مستوى التشغيل الكامل، ولا توجد قوى تلقائية تحقق التوازن التلقائي للاقتصاد، وفي حالة إذا كان الاقتصاد دون التشغيل الكامل فإن الزيادة في كمية النقود لا يؤثرى على الأسعار، بل يؤدي إلى زيادة حجم الإنتاج والتشغيل بهدف الحصول إلى حالة التشغيل الكامل.

## 2. النظرية النقدية الكنزوية

رغم الدور الكبير الذي كان للنظرية النقدية الكلاسيكية في تفسير الطلب على النقود لفترة معينة، إلا أن أزمة الكساد الكبير الذي أصاب الاقتصاد العالمي في سنوات الثلاثينيات من القرن العشرين كانت بداية لنهاية مصداقية الفكر الكلاسيكي في هذا المجال، نظراً لعجز هذه النظرية في معالجة هذه الأزمة (والتي من أهم مظاهرها توقف المؤسسات عن الإنتاج نتيجة انخفاض الطلب على السلع والخدمات، أي حدوث اختلال بين العرض والطلب)، وخاصة بعد ظهور النظرية العامة للتوظيف والفائدة والنقود التي جاء بها الاقتصادي الإنجليزي جون ماينارد كينز عام 1936. لقد انتقد هذا الأخير الكثير من الأفكار الكلاسيكية، خاصة افتراض حالة التشغيل الكامل وثبات حجم الإنتاج الحقيقي، وكذا الافتراض الخاص بثبات سرعة دوران النقود، وطور نظرية الطلب على النقود، بإدخال معدل الفائدة كمتغير هام يؤثر في الطلب على النقود، كما اعتمد في تفسيره لقيمة النقود على الطلب الفعال<sup>1</sup> كجزء من الطلب الكلي المتوقع، وباعتباره المتغير المستقل الذي يحدد مستويات العمالة، الناتج والدخل القومي.

<sup>1</sup> - الطلب الفعال يعني أن كل إنفاق يتولد عن دخل، وإذا زاد الإنفاق زاد الدخل، والطلب الفعال لا يعني فقط الرغبة في الإنفاق لكن يجب أن تقترن بالقدرة على الإنفاق

## 1.2. فرضيات التحليل النقدي الكينزي

تقوم النظرية النقدية الكينزية أو كما تعرف بنظرية تفضيل السيولة على عدة فرضيات أهمها:

- رفض كينز فرضية حياد النقود للمدرسة الكلاسيكية، تدعي أن ليس للنقود أي دور في الاقتصاد سوى على المستوى العام للأسعار واعتبر أن النقود سلعة يمكن أن تطلب لذاتها ويتم المتاجرة بها في السوق كباقي السلع الأخرى كما تستعمل كمستودع للقيمة تحتفظ بها الأفراد كأصول سائلة في محافظهم دون استخدامها ودون ان تحقق لهم عائدا كباقي الأصول الأخرى وبالأخص السندات<sup>1</sup>
- انتقد النظرية الكلاسيكية فيما يخص فصلها بين نظرية القيمة التي تقوم على تفاعل قوى العرض والطلب، وبين الظواهر النقدية، ودعا إلى إدخال العوامل الحقيقية للعرض والطلب في بحث الظواهر النقدية كالربط بين الدائرة النقدية والدائرة الحقيقية للاقتصاد، وذلك من خلال قناة تتمثل في سعر الفائدة.
- يرى كينز أن يوجد نوعين من الأصول التي يستخدمها الأفراد للاحتياط والادخار، حيث يتم المقاضلة بينهما حسب العائد والمخاطرة المتوقعة من هاذين الأصلين. فإما أن يحتفظ الأفراد بالنقود بشكلها السائل أو كودائع جارية، وبذلك لا يحصلون على عائد عليها في شكل فائدة، وهنا يكون سعر الفائدة كتكلفة فرصة بديلة للنقود. أو استخدامها في شراء أصول تدر عائدا والتي حصرها كينز في<sup>2</sup> السندات
- الطلب على النقود يكون لثلاث دوافع تتمثل في المعاملات، الاحتياط والمضاربة.
- سعر الفائدة بالنسبة لكينز هو ظاهرة نقدية يتحدد في السوق النقدي، الذي يحدد الطلب على السيولة وعرضها من خلال منحنى العرض والطلب على النقود.
- أكد كينز أن سعر الفائدة هو ثمن التخلي عن تفضيل السيولة من طرف الأفراد.
- عند مستوى معدل فائدة منخفض يزيد الطلب على النقود أي تزيد نسبة تفضيل الأفراد للسيولة ، ومستوى الدخل الوطني هو الذي يحدد الأموال القابلة للاقتراض.

## 2.2. تقسيمات النقود عند كينز

قسم كينز إلى أربعة أنواع تتمثل في<sup>3</sup>:

- **النقود السلعية:** حيث تعادل قيمة هذه النقود قيمتها كسلعة، كالنقود السلعية التي كانت مستخدمة في الماضي كالأرز والملح والجلود وغيرها، وكذا العملات المسكوكة من المعادن كالذهب والفضة.
- **النقود الإلزامية:** وتتمثل في النقود المعدنية المساعدة وكذا النقود الورقية الإلزامية، حيث تعتبر هذه النقود إلزامية أو قانونية لأنها تستمد قيمتها من قوة القانون، وبالتالي فلها قوة إبراء قانوني.

<sup>1</sup> - عبد الله الطاهر، موفق علي الخليل، النقود والمؤسسات المالية، الأردن، 2004، ص 100.

<sup>2</sup> - المرجع السابق، ص 100.

<sup>3</sup> - مجيد ضياء، اقتصاديات النقود والبنوك، مؤسسة شباب الجامعة، مصر، 2010، ص ص 34، 35.

- **النقود المدارة:** وهي نقود تشبه النقود الإلزامية، باستثناء واحد يتمثل في تحديد الدولة قيمة ثابتة لها بدلالة سلعة أخرى كالذهب مثلاً.

وبشكل عام يطلق على هذه الأنواع الثلاث اسم النقود الحكومية لتمييزها عن النقود المصرفية.

- **النقود المصرفية:** ويقسمها كينز إلى ثلاثة أقسام تتمثل في:

- **الودائع الدخلية:** وهي ودائع الأفراد لدى البنوك التجارية، وكذا مسحوباتهم لغرض المعاملات والاحتياط.

- **الودائع التجارية:** وهي ودائع رجال الأعمال لدى البنوك التجارية ومسحوباتهم لأغراض المعاملات والاحتياط.

يطلق كينز على هاذين النوعين من الودائع (الودائع الدخلية والودائع التجارية) اسم الودائع الحاضرة، فهو يعتبرها كأرصدة نقدية جاهزة يمكن الاستفادة منها حالاً.

- **الودائع الادخارية:** وهي احتفاظ المودعين برصيد نقدي لغرض المضاربة.

### 3.2. عرض النقود عند كينز

يقصد بعرض النقود تلك الكمية من النقود المتوافرة في فترة زمنية معينة، والتي تحددها عادة السلطات النقدية، أو هي الكمية النقدية المتمثلة في وسائل الدفع بجميع أنواعها<sup>1</sup>. وفي نظر كينز هناك أربعة مصادر لعرض النقود وهي<sup>2</sup>:

- الائتمان المصرفي الذي ينشئه النظام المصرفي والمتمثل في النقود الائتمانية.

- مدخرات أصحاب المداحيل، والتي تكون موجهة للعرض في السوق النقدي.

- المكتنزات النقدية، وهي الأرصدة النقدية العاطلة، المستقطعة من الدخل للفترة السابقة، والتي تكون موجهة للعرض في السوق النقدي.

- الادخار الذي يزيد عن الاستثمار المرغوب فيه في فترة سابقة (فائض الادخار).

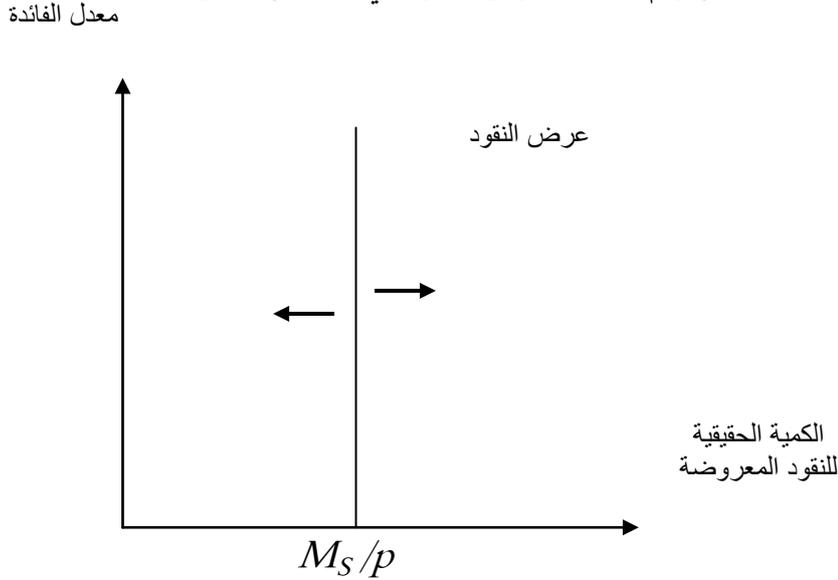
يتحدد سعر فائدة التوازن في التحليل الكنزي في السوق النقدي، من خلال تلاقي منحنيي العرض والطلب على النقود، حيث أن العرض هنا يشمل كمية السندات ( $B_S$ ) وكمية النقود ( $M_S$ ). ومثلما هو في التحليل الكلاسيكي فإن عرض النقود<sup>3</sup> الكلي ( $M_S$ ) عند كينز يكون محددًا خارجيًا من طرف السلطات النقدية، ويعتمد حجمه على السياسة النقدية للبنك المركزي هل هي توسعية أم انكماشية، وحاجة الاقتصاد والنشاط الاقتصادي للنقود، فإذا رأى البنك المركزي أن الاقتصاد يحتاج إلى المزيد من الكتلة النقدية لتنشيطه فإنه يزيد من العرض النقدي، والعكس في حالة عدم حاجة الاقتصاد للمزيد من العرض النقدي، أو وجود كتلة نقدية إضافية على مستوى الاقتصاد، ففي هذه الحالة يثبت العرض النقدي أو يسعى لتخفيضه باستخدام أدوات السياسة النقدية المختلفة،

<sup>1</sup>- بلعوز بن علي، محاضرات في النظريات والسياسات النقدية، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2004، ص49.  
<sup>2</sup>- حسين عمر، تطور الفكر الاقتصادي قديماً وحديثاً ومعاصراً، الجزء الثاني، دار الفكر العربي، مصر، 1994، ص895.

الكمية منها والنقدي. وبالتالي فإن كينز يرى أن كما أن عرض الأرصدة الحقيقية ( $M_S/p$ ) يكون مستقل تماماً عن معدل الفائدة، أي أن أي تغيير في معدلات الفائدة لا يؤثر بأي شكل من الأشكال في كمية العرض النقدي في الاقتصاد.

ويمكن بيان عرض النقود عند كينز من خلال المنحنى البياني التالي:

### الشكل رقم (03): عرض النقود في التحليل الكنزي.



*Source. François combe, Thieng tacheix, l'essentiel de la monnaie, gualino édition, paris, 2001, P101.*

يفسر المنحنى أن كل زيادة في عرض الأرصدة النقدية الحقيقية يترجم بانتقال موازي نحو اليمين لمنحنى عرض النقود، وبالمقابل كل انخفاض في هذا العرض يؤدي إلى انتقال المنحنى نحو الشمال. في كلتا الحالتين لا يتأثر عرض النقود بتغيرات سعر الفائدة.

### 4.2. الطلب على النقود عند كينز

يمكن تعريف الطلب على النقود عند كينز بأنه كمية النقود المحتفظ بها في شكل سائل أو في شكل ودائع جارية لدى الأفراد، بهدف استخدامها في المعاملات أو/و الاحتياط أو/و المضاربة. و يمكن معرفة الكميات المطلوبة من النقود عند أسعار الفائدة المختلفة، وكذا الدوافع المختلفة للأفراد في الطلب على النقود. وما أشرنا سابقاً فإن كينز يرى أن هناك ثلاثة دوافع للاحتفاظ بالنقود لدى الأفراد تتمثل في دافع المعاملات، الاحتياط ودافع المضاربة.

● **دافع المعاملات:** وتعني رغبة الأفراد في الاحتفاظ بالنقود بهدف إنفاقها على السلع والخدمات، وبالتالي تحقيق وظيفة النقود كوسيلة للتبادل<sup>1</sup>، أي أن أن دافع المعاملات يرجع طلب النقود إلى الحاجة للنقود

<sup>1</sup> - نزار سعد الدين العيسى، إبراهيم سليمان قطف، الاقتصاد الكلي مبادئ وتطبيقات، دار الحامد، الأردن، 2006، ص286.

الحاضرة للمعاملات الجارية لكل من الأفراد والمؤسسات، ويعود هذا الدافع إلى الفاصل الزمني الذي يقع بين استلام الدخل وإنفاقه.

ويلاحظ أن نظرية كينز لهذا الدافع لا تختلف عن نظرية الكلاسيك، فكلاهما يؤكدان على تأثير الدخل على الطلب على النقد لغرض المعاملات، واستبعاد معدل الفائدة واعتبار تأثيره ضعيفا وثانويا<sup>1</sup>. وبالتالي فإن حجم الأرصدة النقدية السائلة المطلوبة لغرض المعاملات يتوقف على حجم الدخل، ويمكن التعبير على هذه العلاقة بالمعادلة التالية:

$$L_t = F(Y)$$

حيث:  $Y$  مستوى الدخل.  $L_t$  : حجم النقود المطلوبة للمعاملات.

هذه المعادلة توضح أن حجم الأرصدة النقدية المطلوبة بدافع المعاملات يتحدد بمستوى الدخل والعلاقة بينها علاقة طردية، فكلما زاد الدخل وزادت الحاجة للإنفاق، زاد الطلب على النقود، أي أن طلب النقود بدافع المعاملات سوف ينتقل إلى أعلى أو أسفل في حالة حدوث تغيرات في توقعات المجتمع فيما يخص مستوى الدخل، حجم الدخل المتاح وغيرها.

● **دافع الاحتياط:** يقصد بالطلب على النقود بدافع الاحتياط الرغبة في الاحتفاظ بالأرصدة النقدية الحاضرة، لمواجهة أحداث المستقبل غير المتوقعة كالمرض، البطالة وغيرها، أي استخدام السيولة لمواجهة النفقات غير المتوقعة، ويرتبط دافع الاحتياط أساسا بالعامل النفسي والشخصي للأفراد، حيث نجد أن الشخص المتشائم يلجأ دائما للاحتفاظ بالنقود للاحتياط ومواجهة الطوارئ<sup>2</sup>. كما يختلف مقدار النقود اللازمة لإشباع هذا الدافع حسب الأفراد والمؤسسات من حيث الدخل، طبيعة النشاط، مدى توافر السوق الآجل وغيرها. وبالتالي تتوقف كمية النقود بدافع الاحتياط على حالة الاقتصاد من انتعاش أو كساد، ففي حالة الانتعاش والرواج يقل الطلب على النقود لغرض الاحتياط، في حين يزيد هذا الطلب في حالة الكساد<sup>3</sup>، أي أن كمية النقود بدافع الاحتياط تتوقف على مستوى الدخل، الذي يزيد في حالة الرواج وينخفض في حالة الكساد، والعلاقة بينهما طردية، ويعبر عن هذه العلاقة بالمعادلة:

$$L_p = F(Y)$$

حيث:  $L_p$  حجم الطلب على النقود بدافع الاحتياط،  $Y$  : مستوى الدخل.

وبما أن كل من دافع المعاملات ودافع الاحتياط يتوقفان على مستوى الدخل، يرى كينز أنه يمكن جمعها في

$$L_1 = L_t + L_p = F(Y)$$

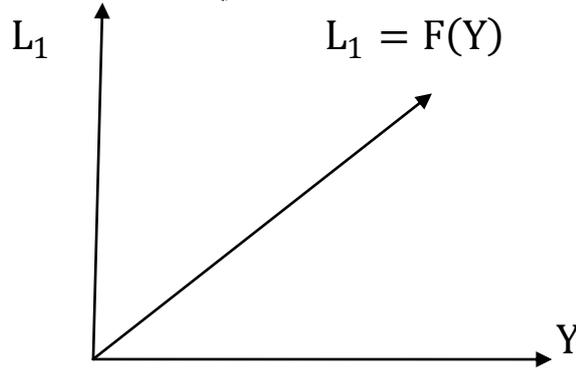
ومعادلة واحدة كالآتي: ويمكن توضيح المعادلة السابقة من خلال الشكل البياني التالي:

<sup>1</sup> - محب خلة توفيق، الاقتصاد النقدي والمصرفي دراسة تحليلية للمؤسسات والنظريات، دار الفكر الجامعي، مصر، ص 119.

<sup>2</sup> - عبد الحميد عبد المطلب، اقتصاديات النقود والبنوك، دار الجامعية، مصر، 2007، ص 303.

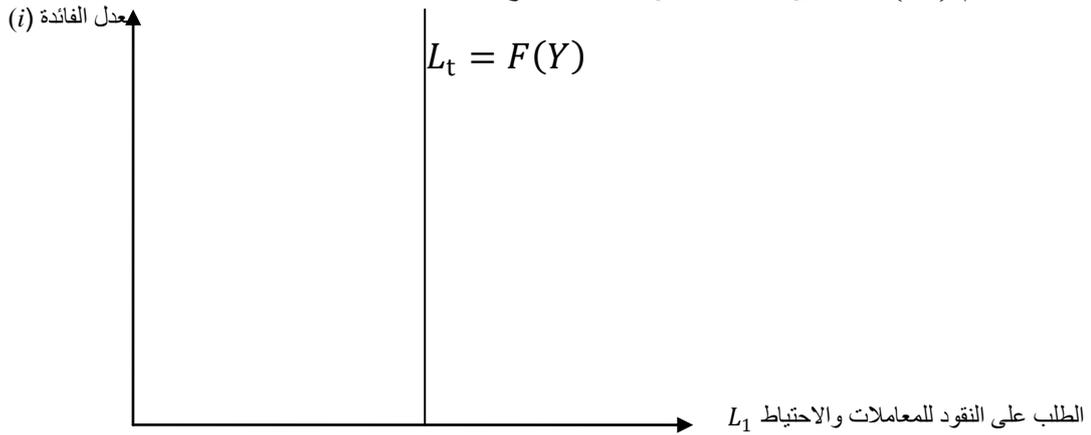
<sup>3</sup> - المرجع السابق، 303.

الشكل رقم (04): الطلب على النقود لدافعي الاحتياط والمبادلات بدلالة الدخل.



ويتصف الطلب على النقود بدافع المعاملات والاحتياط عند كينز بأنه لا يتأثر بتغيرات معدل الفائدة ، أي أن أي انخفاض أو ارتفاع في معدل الفائدة لا يؤثر على كمية الطلب على النقود للمعاملات والاحتياط.

الشكل رقم (05): منحنى الطلب على النقود بدافع المعاملات والاحتياط بدلالة معدل الفائدة



● **الطلب على النقود بدافع المضاربة:** يعتبر هذا الدافع إضافة جديدة عن النظرية الكلاسيكية في الطلب على النقود، ويعود الاحتفاظ بالنقود بدافع المضاربة إلى وظيفة النقود كمخزن للقيمة ، وذلك بغرض الاستفادة من تقلبات السوق، أي بغرض الاستفادة من تقلبات السوق للحصول على أرباح من التغيرات السعرية في الأسواق، وبالخصوص سوق السندات التي اعتبرها كينز أهم بديل للنقود<sup>1</sup>. أي أن دافع المضاربة يرجع إلى رغبة الأفراد الاحتفاظ بالأرصدة النقدية للاستفادة من تحركات السوق، من خلال تحقيق أرباح بالمضاربة في السندات (أي بيع وشراء السندات)، وكذا من خلال التغيرات في سعر الفائدة المتوقعة.

وانطلق كينز من تقسيم الأصول المستخدمة كمخزن للقيمة إلى نوعين النقود والسندات، فالنقود هي أصل سائل ليس له عائد، أي أن عائدته يساوي صفر، وهذا بافتراض الثبات النسبي للأسعار، أما العائد على السندات فيتكون من المكسب الرأسمالي المحتمل للسند من خلال الفرق بين سعر الشراء وسعر البيع، إضافة إلى الفائدة على

<sup>1</sup> - محب خلة توفيق، مرجع سابق، ص 123.

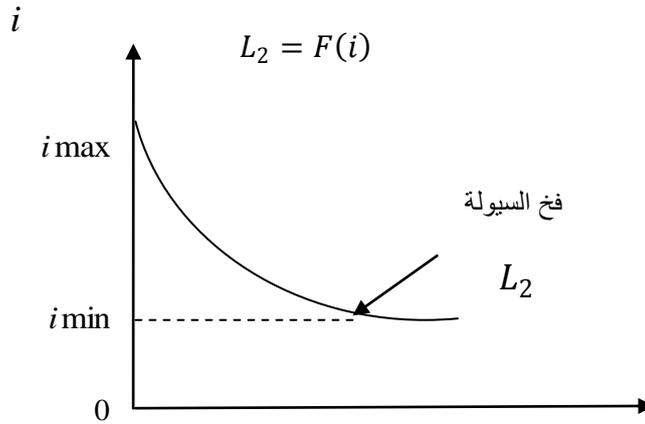
السند التي يتحصل عليها حملة بصفة دورية (سنوية أو نصف سنوية) . والتساؤل الذي طرحه كينز هو سبب تفضيل الأفراد الاحتفاظ بالنقود التي عائدها صفر بدلا من الاحتفاظ السندات التي لها عائد. فالطلب على النقود بدافع المضاربة يكون له علاقة عكسية مع التغيرات التي تحدث في سعر الفائدة، ويمكن التعبير عن ذلك بالمعادلة:

$$L_2 = F(i)$$

حيث:  $L_2$ : يمثل حجم النقود المطلوبة لغرض المضاربة،  $i$ : معدل الفائدة.

ويمكن تمثيل الطلب على النقود بدافع المضاربة في المنحنى البياني التالي:

الشكل رقم (06): الطلب على النقود بدافع المضاربة



يمثل المنحنى السابق الطلب على النقود بدافع المضاربة، والذي يتعلق بمعدل الفائدة فقط، وهنا نميز حالتين<sup>1</sup>:

**الحالة الأولى:** عندما يكون معدل الفائدة مرتفع جدا ( $i_{max}$ )، إلى حد يجعل كل الأعوان الاقتصادية تتوقع انخفاضه وبالتالي ارتفاع أسعار السندات، في هذه الحالة كل الأعوان تشتري سندات ولا تحتفظ بأي سيولة من أجل هذا المعدل الطلب على نقود المضاربة يساوي صفر.

**الحالة الثانية:** عندما يكون معدل الفائدة منخفض جدا ( $i_{min}$ )، بحيث أن الأعوان تتوقع ارتفاعه وبالتالي انخفاض سعر السندات، في هذه الحالة يميل كل الأعوان لبيع سنداتهم (الذين يملكون سندات) أو على الأقل عدم شراء سندات، فهم يفضلون الاحتفاظ بالنقود على شكل سيولة، حيث يؤدي معدل فائدة أدنى إلى أفضلية مطلقة للسيولة، وتسمى هذه المرحلة بفخ السيولة ( $trappe à liquidités$ ).

## 5.2. الطلب الكلي على النقود عند كينز

كما رأينا سابقا فإن الطلب الكلي على النقود عند كينز يكون لثلاث دوافع هي: دافع الاحتياط، المعاملات والمضاربة، بالتالي إذا أرنأ التعبير عن ذلك رياضيا فذلك يكون بجمع المعادلات التي امثل الدوافع الثلاث، وتكتب المعادلة الكلية للطلب على النقود كالتالي:

<sup>1</sup>- بلعزوز بن علي، مرجع سابق، ص55.

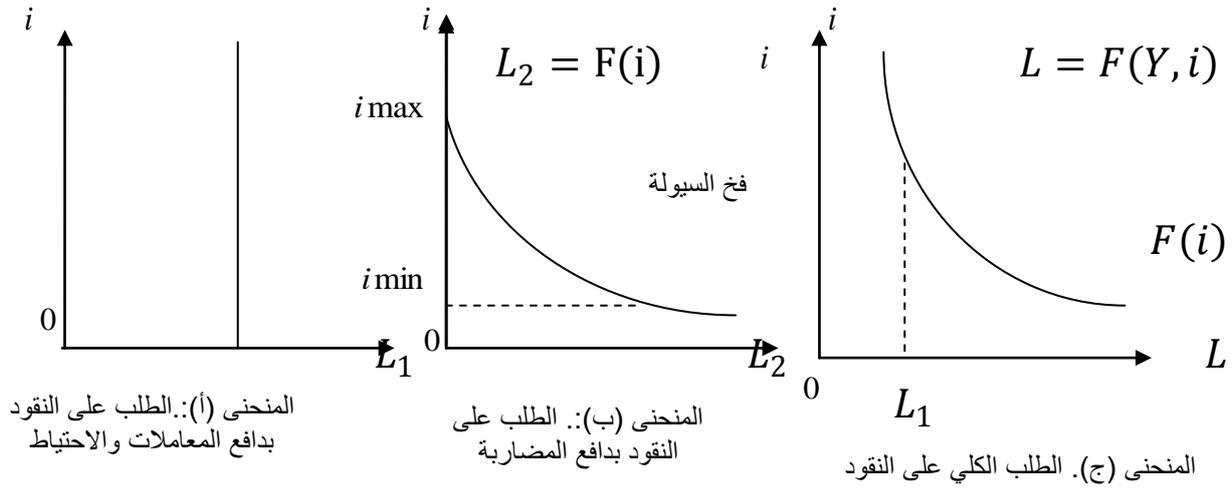
$$L = L_1 + L_2$$

$$L = F(Y) + F(i)$$

$$L = F(Y, i)$$

ويمكن تمثيل الطلب على النقود عند كينز بالدوافع الثلاث في الشكل الموالي:

الشكل رقم (07): التمثيل البياني للطلب الكلي على النقود عند كينز.



المصدر: بلعزوز بن علي، مرجع سابق، ص 56.

يمكن تفسير المنحنى البياني كالتالي:

المنحنى (أ): يبين أن الطلب على النقود بدافع المعاملات والاحتياط  $L_1$  يتعلق بالدخل  $(Y)$ ، هو إذن مستقل عن سعر الفائدة  $(i)$ ، وبالتالي يمثل بمنحنى خطي عمودي على  $L_1$  وموازي لمحور الإحداثيات.

المنحنى (ب): يمثل الطلب على النقود بدافع المضاربة والذي يتعلق بسعر الفائدة.

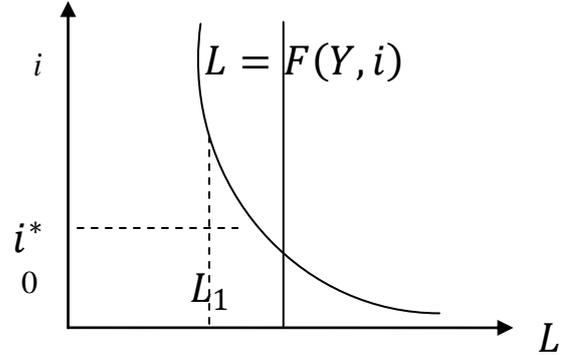
المنحنى (ج): يمثل الطلب الكلي على النقود  $L_1 + L_2$ ، نتحصل عليه من خلال تجميع المكونتين. المسافة التي تفصل النقطة 0 عن  $L_1$  عن كمية النقود المطلوبة من طرف الأعوان لغرض المبادلات والاحتياط، والذي يكون مستقل عن معدل الفائدة ومرتبطة بمستوى الدخل  $Y$ . بعد الكمية  $L_1$  يبدأ الطلب على النقود بدافع المضاربة، هذا الطلب يشكل دالة متناقصة بالنسبة لمعدل الفائدة، تمثيل هذه الدالة يأخذ بعين الاعتبار الحالتين المشار إليها سابقا  $imax, imin$ .

## 6.2 تحديد سعر الفائدة التوازني عند كينز

يعرف كينز معدل الفائدة بأنه ثمن التخلي عن السيولة، فهو اعتبر أن النقود عبارة عن سلعة يمكن أن تطلب لذاتها، ولهذه السلعة ثمن عند التخلي عنها لصالح المقترض هذا الثمن هو سعر الفائدة. كما يرى كينز أن سعر الفائدة هو ظاهرة نقدية يتحدد في السوق النقدي من خلال تلاقي قوى العرض وقوى الطلب على النقود. حيث يتحدد عرض النقود في أي لحظة من طرف السلطات النقدية ويكون مستقل عن معدل الفائدة، أي أنه عديم المرونة بالنسبة لمعدل الفائدة، أما الطلب على النقود عند كينز فيكون لدوافع ثلاثة هي الاحتياط المعاملات

والمضاربة، ويكون بدلالة الدخل وسعر الفائدة. ويتحدد سعر الفائدة التوازني في التحليل الكنزي في السوق النقدي، عند نقطة تقاطع منحني الطلب الكلي على النقود مع منحني العرض الكلي للنقود. ويمكن توضيح ذلك من خلال الشكل الموالي:

الشكل رقم (08): تحديد معدل الفائدة في النظرية الكنزوية.



فعند زيادة كمية النقود يقوم الأعوان الاقتصاديون بإفناقها في شراء سندات، مما يؤدي إلى ارتفاع ثمنها وانخفاض أسعار الفائدة (العلاقة العكسية بين أسعار السندات وسعر الفائدة). هذا الانخفاض في سعر الفائدة يؤدي إلى زيادة الطلب على الاستثمار (علاقة عكسية بين سعر الفائدة والاستثمار). هذه الزيادة في الاستثمار تؤدي إلى زيادة حجم الدخل الوطني وفقا لنظرية المضاعف.

وعند تخفيض كمية النقود يقوم الأعوان الاقتصاديين بزيادة بيع السندات للحصول على سيولة، مما يؤدي إلى انخفاض سعرها، فترتفع أسعار الفائدة، فينخفض الطلب على الاستثمار نظرا لارتفاع تكلفته، مما يؤدي إلى انخفاض الدخل.

فعلى عكس النظرية الكلاسيكية التي ترى أن المحدد الرئيسي للدخار هو معدل الفائدة، فإنه بالنسبة للنظرية الكنزوية فإن الادخار الإجمالي لا يتأثر بمعدل الفائدة، بل يرتبط بمستوى الدخل، فكلما ارتفع الدخل انخفض الميل الحدي للاستهلاك وارتفع الميل الحدي للدخار، حيث يأتي دور معدل الفائدة هنا في توجيه الادخار لتوظيفه في شكل السندات أو في الاحتفاظ به في شكل سيولة.

## 7.2. تقييم النظرية النقدية الكنزوية: لقد جاء الفكر الكنزوي بأفكار جديدة في دراسة مختلف التغيرات

والظواهر الاقتصادية، وعند القيام بعملية يجب إبراز أهم الجوانب الإيجابية وكذا أهم الجوانب السلبية:

أ- أهم إيجابيات النظرية النقدية الكنزوية: يمكن تلخيصها في النقاط التالية:

- كان تحليل كينز تحليلا نقديا، نظرا لأنه جمع بين الاقتصاد العيني والاقتصاد النقدي، بعكس الكلاسيك الذين فصلوا بينهما. فأعطى دورا هاما للنقود خاصة في تحديد مستوى الدخل والتشغيل، من خلال تأثيرها على سعر الفائدة، حيث ربط النظرية النقدية ونظرية الدخل والتشغيل.
- ساهم كينز في إدخال أسلوب البحث الإحصائي في دراسة الاقتصاد التحليلي.

- أضاف كينز دافع جديد للدوافع التي تفسر طلب الأفراد للسيولة وهو دافع المضاربة، وجاء بفكرة مصيدة السيولة التي فسر من خلالها عدم فعالية السياسة النقدية عند معدل فائدة منخفض.
- ب- **سليبات النظرية النقدية الكنزوية:** رغم الإيجابيات التي اتسمت بها النظرية الكنزوية بما فيها النقدية، ودورها الرئيسي في حل أزمة الكساد العظيم، إلا أنها لم تسلم من الانتقادات الموجهة لها والتي يمكن تلخيصها فيما يلي:
- إهماله لأثر العوامل الحقيقية في تحديد سعر الفائدة، لأنه اعتبرها ظاهرة نقدية تتحدد في السوق النقدي.
- أهمل كينز عامل الادخار عندما اعتبر أن الفائدة هي مكافأة نتيجة التضحية بالسيولة، نظرا لأنه بدون ادخار لا تكون هناك سيولة للتنازل عنها.
- حصر كينز دراسته على المدى القصير، ولم يهتم بما سيحدث على المدى الطويل.
- اعتبر بعض الاقتصاديين المنتقدين أن فح السيولة هو حالة خاصة في الطلب على النقود، لا تحصل إلا في الظروف غير الاعتيادية كفترة الكساد الكبير 1929.
- حصر كينز الأصول في النقود والسندات فقط وأهمل باقي الأصول الأخرى كالأسهم والأصول المادية.
- يعتبر الاقتصادي هازليت أن التفضيل النقدي فكرة غامضة ومحيرة، لأنه يمكن للفرد أن يودع نقوده في البنوك على شكل ودائع لأجل، فيحصل على فائدة ويحفظ بالسيولة في نفس الوقت. وانتقد غيره اقتصار نظرية التفضيل النقدي لسعر الفائدة على ثلاث دوافع لهذا التفضيل، في حين هناك دوافع أخرى لم تأخذ بعين الاعتبار<sup>1</sup>.

## 8.2. الفرق بين النظرية الكلاسيكية والنظرية الكنزوية

لقد عرفت النظرية الكنزوية بعض التطوير فيما يخص تفسير بعض المشاكل الاقتصادية محلها، هذه الأفكار كانت في معظمها مخالفة للفكر الكلاسيكي، الذي فشل فشلا ذريعا في حل أزمة الكساد العظيم عام 1929، وهو ما فتح المجال لبروز وتصدر الأفكار الكنزوية للفكر الاقتصادي، ويمكن تلخيص أهم الجوانب التي تميز الفكر الكنزوي عن الفكر الكلاسيكي في النقاط التالية:

- التوازن الاقتصادي عند الكلاسيك يحدث عندما يبلغ الاقتصاد حالة التشغيل الكامل، بينما عند كينز فيمكن أن يحدث عند مستوى دون التشغيل الكامل.
- في النظرية الكلاسيكية الطلب على النقود يكون للمبادلات والاحتياط فقط، بينما في النظرية الكنزوية يكون للمبادلات، الاحتياط والمضاربة.
- دالة الطلب على النقود في النظرية الكلاسيكية تتعلق بمستوى الدخل، بينما في النظرية الكنزوية فالطلب على النقود يتحدد بمستوى الدخل وكذلك بسعر الفائدة.

<sup>1</sup> - محمد عبد المنعم غفر، النظرية الاقتصادية في الإسلام والفكر الاقتصادي المعاصر، بنك فيصل الإسلامي، قبرص، 1988، ص 195.

- يفسر الكلاسيك حدوث التضخم بزيادة كمية النقود المعروضة في السوق (التضخم ظاهرة نقدية بحتة)، في حين يفسره كينز بزيادة الطلب زيادة كبيرة تكلف الاقتصاد بلوغ حالة التشغيل الكامل، وعند استمرار هذه الزيادة بعد هذه المرحلة تظهر الموجة التضخمية.
- معدل الفائدة عند الكلاسيك هو ثمن التخلي عن الاستهلاك لصالح الادخار وهو ظاهرة حقيقية، يتحدد بتلاقي منحنيي الاستثمار والادخار، بينما عند كينز فهو ثمن التخلي عن السيولة وهو ظاهرة نقدية يتحدد في السوق النقدي، بتلاقي منحنيي العرض والطلب على النقود.

### 3. النظرية النقدية المعاصرة لميلتون فريدمان

لقد أعطى كينز أهمية كبيرة للنقود خلافاً للكلاسيك الذين اعتبروها حيادية وتأثيرها يقتصر على الأسعار فقط، حيث رأى كينز أن النقود تؤثر على الدائرة الحقيقية للاقتصاد، وذلك من خلال تشجيعه لفكرة تفعيل الطلب وزيادة الإنفاق من خلال السياسة المالية لزيادة الاستثمار والإنتاج، لكن تحليل كينز كله كان مقتصرًا أو مدروسًا على المدى القصير، ولم يأخذ بعين الاعتبار تبعات هذه السياسة على المدى الطويل، حيث أدت الزيادة في العرض النقدي لتشجيع الطلب إلى ظهور مشكلات جديدة في بداية السبعينيات غير التي كانت سابقًا، تمثلت في مشكلة التضخم صاحبها ركود كبير في الاقتصاد الرأسمالي، حيث صاحب الارتفاع المتواصل للأسعار تزايد معدلات البطالة، هذه الظاهرة التي تناقض علاقة الأجور والأسعار بمعدلات البطالة التي وضعها منحني فيليبس. هذه المشاكل أخرى عجلت ب بروز النظرية النقدية المعاصرة (النظرية النقدية) التي كان أول ظهور لها عام 1956، بزعماء الاقتصادي الأمريكي ميلتون فريدمان وتسمى أيضا بنظرية مدرسة شيكاغو، هذه النظرية التي حاولت حل هذه المشاكل من خلال محاولة التوفيق بين النظريتين الكلاسيكية والكنزية، لكن ميلها كان أكبر للنظرية الكلاسيكية، حيث أعادت مدرسة شيكاغو الحياة لهذه الأخيرة لكن في صورة جديدة، حيث طور فريدمان نظرية الطلب على النقود في مقاله الشهير "إعادة صياغة النظرية الكمية النقدية *The Quantity Theory of Money: A Restatement*" والذي طرح فيه تساؤلات حول أسباب حيازة الأفراد للنقود.

### 1.3 أهم فرضيات النظرية النقدية المعاصرة

لقد ارتكز التحليل النقدي لميلتون فريدمان وزملائه في مدرسة شيكاغو على مجموعة من الأسس والفرضيات المبدئية يمكن تلخيصها فيما يلي:

- استقرار دالة الطلب على النقود و ثبات سرعة دوران النقود، لأن دالة الطلب على النقود تعتمد على الدخل الدائم وليس على الدخل المؤقت، وبالتالي فإن الطلب على النقود لا يتعرض لتغيرات كبيرة<sup>1</sup>.

<sup>1</sup> - عبد الله عقيل جاسم، النقود والمصارف، الجامعة المفتوحة، الأردن، 1994، ص163.

- تغيرات الكتلة النقدية هو العامل الأساسي الذي يفسر تغيرات الدخل النقدي على المدى القصير، لكن على المدى الطويل تتجه هذه الزيادة إلى التأثير على المستوى العام للأسعار<sup>1</sup>.
- تتكون الثروة من عدة أصول إلى جانب النقود هي الأسهم، السندات، السلع الرأسمالية (العينية)، رأس المال البشري.
- الكتلة النقدية يجب أن تزيد بمعدل ثابت يتوافق مع النمو في الإنتاج، وذلك لضمان استقرار المستوى العام في الأسعار على المدى الطويل.
- الطلب على النقود هو جزء من نظرية الثروة التي تهتم بتكوين محفظة الأصول.
- التمييز بين حائزي الأصول النهائيين الذين تمثل النقود بالنسبة لهم شكلا من أشكال الثروة، يتم حيازة الثروة فيه وبين مؤسسات الأعمال الذين تمثل النقود بالنسبة لهم سلعة رأسمالية مثل الآلات والمخزون.
- يرى فريدمان أن التضخم هو ظاهرة نقدية بحتة مصدره الرئيسي هو نمو كمية النقود بسرعة أكبر من نمو الإنتاج كما يخصص دور الأجور في زيادة الأسعار، ويرى أنه لا يوجد تحكيم بين معدل التضخم والبطالة على المدى الطويل.

### 2.3. محددات الطلب على النقود عند فريدمان

لقد كان فريدمان يرى أن النقود هي أصل من الأصول التي يملكها الأفراد ضمن أنواع أخرى من الأصول وهي الأسهم، السندات، رأس المال البشري ورأس المال العيني، ويقوم الأفراد بتوزيع ثرواتهم بين هذه الأصول حسب العائد المتوقع لكل منها، فإذا ارتفعت العوائد المتوقعة للأصول الأخرى غير النقود، هذا سيرفع من تكلفة الاحتفاظ بالنقود، وبالتالي التقليل من الطلب عليها والعكس صحيح. ويتحدد الطلب على النقود بثلاث عوامل أساسية تتمثل في حجم الثروة التي يمتلكها الأفراد، العائد المتوقع لكل نوع من أنواع الأصول المكونة لتلك الثروة، وأذواق وتفضيلات الأفراد الحائزين على الأصول المكونة للثروة، نحو أشكال الثروة المملوكة لديهم<sup>2</sup>.

**1.2.3. الثروة:** تعرف الثروة بأنها القيمة الرأسمالية لجميع مصادر الدخل، وتمثل هذه الأصول في النقود باعتبارها أصل من أصول الثروة، ويمكن الاحتفاظ بها في شكلين: على شكل وحدات نقدية أو على شكل ودائع مصرفية. إلى جانب الأصول المالية والنقدية التي تتمثل في الأسهم والسندات، والأصول العينية والطبيعية (السلع المادية الإنتاجية) ورأس المال البشري الذي يتمثل في التعليم والتدريب.

وترتبط الثروة بالدخل بواسطة سعر الفائدة، والتي يمكن التعبير عنها بالعلاقة التالية<sup>3</sup>:

$$w = \frac{Y}{r} \text{ ، حيث: } w \text{ الثروة، } Y \text{: الدخل المتدفق من الثروة، } r \text{ : سعر الفائدة.}$$

<sup>1</sup> - عبد المطلب عبد الحميد، اقتصاديات النقود والبنوك، الدار الجامعية، مصر، 2007، ص313

<sup>2</sup> -- Brian Snowdon, *la pensée économique moderne*, ediscience international, paris, 1997, p159.

<sup>3</sup> - ناظم محمد نوري الشمري، النقود والمصارف والنظرية النقدية، مصر، 2008، ص327.

**3.2.2. العوائد المتوقعة للأصول المكونة للثروة:** يتكون هذا العامل من عوائد مختلف الأصول المكونة للثروة، التي تتمثل في العائد على النقود، عائد الأسهم، عائد السندات، عائد الأصول الطبيعية والعينية، وعائد رأس المال البشري.

**أ. العائد على النقود:** تعتبر النقود أصل من أصول الثروة تعطي عائدا يتمثل في الراحة السهولة والأمان، ويمكن أن تحقق النقود عائدا عند إيداعها في البنوك على شكل معدل فائدة، إلى جانب عائد معدل التغير في القوة الشرائية لوحدة النقد.

**ب. العائد على الأسهم:** يتحدد العائد على السهم من خلال المكاسب الرأسمالية للسهم (الفرق بين سعر السهم في السوق وسعر إصداره)، والدخل الدوري للسهم (الربح) المقرر سنويا الذي توزعه الشركات.

**ج. العائد على السندات:** يتكون هذا العائد من جزأين: الأول يتمثل في دخل الفائدة المحدد بمقدار اسمي، والثاني يتمثل في حدوث أي كسب رأسمالي أو خسارة، مع العلم أن السعر السوقي للسندات يتغير عكسيا مع سعر الفائدة الجاري، لذلك فإن النسبة المئوية للتغير في سعر الفائدة يمكن أخذها كمقياس للنسبة المئوية للكسب أو الخسارة.

**د. العائد على الأصول الطبيعية والعينية:** تعتمد القيمة الاسمية لهذا العائد على مستوى الأسعار، فارتفاع الأسعار يزيد من القيمة الاسمية لهذه الأصول وبالتالي عائدها والعكس في حالة الانخفاض.

**هـ. العائد على رأس المال البشري:** يصعب تحديد هذا العائد وهو عبارة عن حاصل ضرب الثروة الكلية في معامل النسبية بين الثروة المادية والثروة غير المادية (البشرية).

**3.2.3. أذواق وتفضيلات الحائزين على الثروة:** وتشمل مجموعة العوامل التي تؤثر على المنفعة لحائزي الثروة، والمرتبطة بالخدمات الضرورية التي يقدمها النقد، والتي يمكن أن تؤثر عليها درجة الاستقرار الاقتصادي، مقدار التنقلات المكانية لحائزي الثروة وحجم التحويلات الرأسمالية بالنسبة للدخل.

### 3.3. دالة الطلب على النقود عند فريدمان

يفترض فريدمان أن الأفراد يرغبون في الاحتفاظ بكمية حقيقية من الأرصدة وليس كمية اسمية، وبالتالي يمكن كتابة الطلب على النقود عند فريدمان بالصيغة التالية:

$$\frac{M_d}{p} = f(Y_p, r_b - r_m, r_e - r_m, \pi^e - r_m, h - r_m, u)$$

حيث:  $\frac{M_d}{p}$ : الطلب على النقود بأرصدة حقيقية.  $Y_p$ : تمثل الثروة والتي تتحدد بالدخل الدائم<sup>1</sup>.

$r_m$ : العائد المتوقع على النقود.  $r_b$ : العائد المتوقع على السندات.  $r_e$ : العائد المتوقع على الأسهم.  $\pi^e$ : معدل التضخم المتوقع.  $h$ : الثروة البشرية.

<sup>1</sup> الدخل الدائم: هو القيمة الحالية للمداخيل المتوقعة من وراء الثروة، وهو القسم الأول للدخل الجاري، فالدخل الدائم هو دخل متوسط مسبق (مقدر)، فالدخل الجاري عند فريدمان يتكون من الدخل الدائم ( $Y_p$ ) زائد الدخل المؤقت  $Y_{tr}$ ، أي:  $Y = Y_p + Y_{tr}$ .

u: أذواق وتفضيلات الأفراد، وهي تفسر تغيرات الطلب على النقود التي لا تفسرها المتغيرات الأخرى.

$r_b - r_m$ : العائد المتوقع على السندات بالنسبة للعائد المتوقع على النقود.

$r_e - r_m$ : العائد المتوقع على الأسهم بالنسبة للعائد المتوقع على النقود.

$\pi^e - r_m$ : العائد المتوقع على السلع العينية بالنسبة للعائد المتوقع على النقود.

$h - r_m$ : العائد المتوقع على رأس المال البشري بالنسبة للعائد على النقود

حيث يفترض فريدمان أن الطلب على أرصدة نقدية حقيقية يتأثر إيجاباً بثروة الأفراد والتي عبر عنها بالدخل الدائم، فكلما زاد مستوى الدخل الدائم، زاد الطلب على النقود باعتبارها أحد الأصول أو أشكال الثروة والعكس. والدافع لحيازة أي أصل من الأصول المذكورة سابقاً يتحدد بالعائد المتوقع على هذا الأصل مقارنة بالعائد المتوقع على النقود، حيث له علاقة طردية مع كمية الأصل وعكسية مع حيازة النقود، فزيادة الكمية المطلوبة على هذه الأصول يؤدي إلى نقص الطلب على النقود والعكس.

أما بالنسبة للثروة البشرية فإن العلاقة بينها وبين الطلب على النقود تكون طردية، فارتفاع العائد على الثروة البشرية يحفز الأفراد على الاحتفاظ بنسبة أكبر من دخلهم في شكل أرصدة نقدية، لأن الثروة البشرية يصعب تحويلها إلى شكل نقدي، وكلما ارتفع العائد على الثروة البشرية كلما زاد الطلب على النقود لمواجهة الفترات التي تكون فيها سوق العمل راكدة.

ويؤكد فريدمان على مسألتين هامتين في تحليله لدالة الطلب على النقود هما<sup>1</sup>:

أ. أن الطلب على النقود غير مرن بالنسبة للتغيرات في أسعار الفائدة، لأن أثر التغيرات في أسعار الفائدة محدود نسبياً على العوامل المحددة لدالة الطلب على النقود لديه، إذ أن أي ارتفاع في العوائد المتوقعة على الأصول الأخرى كنتيجة لارتفاع أسعار الفائدة سوف يرتبط بالارتفاع في معدل العائد المتوقع على النقود، وهكذا فإن الفرق بين عوائد الأصول الأخرى والعائد على النقود يبقى مستقر نسبياً عبر الزمن، وبالتالي فإن دالة الطلب على النقود لدى فريدمان تعتمد بشكل رئيسي على الدخل الدائم أي:

$$\frac{M_d}{p} = f(Y_p)$$

وبما أن:  $V = \frac{PY}{M_d}$ ، وباستبدالها مكان  $\frac{M_d}{p}$  لأن  $v$  أصلاً هي معكوس  $\frac{M_d}{p}$ ، فإن  $V = \frac{1}{f(Y_p)}$

وبضرب طرفي المعادلة في  $Y$  فإن:  $V \cdot Y = \frac{Y}{f(Y_p)}$

ولأن العلاقة بين  $Y$  و  $Y_p$  يسهل قياسها أو التنبؤ بها، فإنه يمكن أيضاً التنبؤ بسرعة دوران النقود  $v$  عند فريدمان، وبالتالي فإن التغير في كمية النقود يعطينا القدرة على التنبؤ بحجم الإنفاق الكلي. وبما أن سرعة دوران

<sup>1</sup> - عبد الرزاق حساني، النظرية والسياسة النقدية والتوازن الاقتصادي واقع السياسة النقدية وآفاقها في سورية، أطروحة دكتوراه في الاقتصاد، سورية، 2002، ص ص 44، 45.

النقود ليست ثابتة على المدى الطويل، فإن كمية النقود (عرض النقود) يستمر كمحدد رئيسي للدخل الاسمي (Y)، ويتفق فريدمان في ذلك مع المدرسة الكلاسيكية.

ب. استقرار دالة الطلب على النقود، حيث يرى أن التقلبات العشوائية في الطلب على النقود صغيرة، ويمكن التنبؤ بهذا الطلب بشكل دقيق من خلال دالة الطلب.

### 4.3. معدل الفائدة في النظرية النقدية المعاصرة

لقد نظر فريدمان إلى معدل الفائدة على أي أصل من الأصول أنه عائد على هذا الأصل، وبالتالي فإنه يقر بتعدد أسعار الفائدة في الاقتصاد، وتتمثل في<sup>1</sup>:

- سعر الفائدة على السندات  $R_D$ .

- سعر الفائدة على الأسهم  $R_E$ .

- سعر الفائدة العام ( $R$ ) والذي هو عبارة عن متوسط سعر الفائدة على السندات وسعر الفائدة على

الأسهم، والعائد على رأس المال البشري والمادي  $R_C$ .

لكن فريدمان يرى أن الطلب على النقود غير مرن بالنسبة للتغيرات في أسعار الفائدة، لأن أثر التغيرات في سعر الفائدة محدود نسبياً، على العوامل المحددة لدالة الطلب على النقود، إذ أن أي ارتفاع في العوائد المتوقعة على الأصول الأخرى نتيجة لارتفاع أسعار الفائدة سيرتبط بالارتفاع في العائد المتوقع على النقود، ولهذا فإن الفرق بين العوائد على الأصول وعائد النقود يبقى مستقر نسبياً عبر الزمن. فعلى سبيل المثال فإن ارتفاع سعر الفائدة السوقي يؤدي إلى ارتفاع عائد البنوك على القروض الممنوحة، وهذا يدفعها إلى دفع فوائد أعلى لاستقطاب المزيد من الودائع، وبالتالي فإن العائد المتوقع على النقود المحتفظ بها في شكل ودائع، يرتفع مع ارتفاع سعر الفائدة على السندات والقروض، وبالتالي فإن الفرق بين العائد على السندات والعائد على النقد يبقى ثابتاً.

لذلك فإن فريدمان يرى أن الطلب على النقود غير حساس بالنسبة للتغيرات في معدل الفائدة، وتكون دالة الطلب على النقود مستقرة على المدى الطويل. فالطلب على النقود عند فريدمان يرتبط بالدخل الدائم، ومرونة الطلب على النقود ضعيفة بالنسبة لمعدل الفائدة، أي أن تغيراً كبيراً في معدل الفائدة يسبب تغيراً طفيفاً في الطلب على النقود، بالمقابل فإن معدل الفائدة يعتبر محددًا مهماً لقرارات الاستثمار، أي أن دالة الاستثمار مرنة جداً لمعدل الفائدة. أما بالنسبة للسياسة النقدية فإن النقديين يرون فعالية كبيرة للسياسة النقدية لمعالجة بعض الأزمات الاقتصادية كالكساد والتضخم، حيث أن تغير عرض النقود بالنسبة لهم يؤثر بشكل كبير على معدلات الفائدة و المداخيل.

<sup>1</sup>- بلعزوز بن علي، مرجع سابق، ص 50



حيث أنه إذا قامت السلطات بتوسع نقدي، هذا يؤدي إلى رفع الطلب في سوق السلع والخدمات وسوق العمل، مما يدفع بالأسعار والأجور الاسمية إلى الارتفاع إلى  $w_1$  وهو ما يوافق النقطة ( $B$ ) من منحنى فيليبس للمدى القصير  $CPCT_1$ ، هذا الارتفاع يؤدي إلى انخفاض الأجور الحقيقية، وبالتالي ارتفاع الطلب على العمل من طرف المؤسسات، ومنه إلى انخفاض البطالة حتى تصل إلى  $U_1$  وهي أقل من معدل البطالة الطبيعية  $U_N$ . حيث أنه عند انخفاض الأجور الحقيقية، يطالب العمال بالزيادة في أجورهم الاسمية فيرتفع بالتالي منحنى فيليبس من  $CPCT_1$  إلى  $CPCT_2$ ، مما يؤدي بالمؤسسات إلى تسريح عدد منهم لتفادي الزيادة في التكاليف، هذا يؤدي إلى ارتفاع البطالة إلى النقطة  $C$  وبالتالي تعود الأجور الحقيقية إلى قيمتها الأساسية والبطالة إلى مستواها الطبيعي.

فعند الربط بين النقطتين  $A$  و  $C$  نحصل على منحنى فيليبس عمودي على المدى الطويل بمستوى معدل بطالة طبيعي ( $U_N$ )، وبالتالي يزول التحكيم بين البطالة والتضخم على المدى الطويل، وعند  $U_N$  يكون معدل النمو في الأجور الاسمية متساوي مع معدل الأسعار، إذن معدل الأجر الحقيقي يبقى ثابت . على المدى الطويل هناك إذن مستوى بطالة طبيعية لا يمكن الحد منها باللجوء إلى السياسات الكنزوية التقليدية التي لا تكون فعالة إلا على المدى القصير.

### 6.3. تقييم النظرية النقدية المعاصرة

- من بين الملاحظات المهمة حول دالة الطلب على النقود عند فريدمان هي أنه:
- بالنسبة لفريدمان هناك علاقة طردية بين الثروة الحقيقية (الدخل) وبين الطلب على النقود، وهناك علاقة عكسية بين تكلفة الفرصة البديلة للاحتفاظ بالنقود والطلب عليها.
  - تقوم النظرية النقدية المعاصرة على تحليل وتفسير المتغيرات الاقتصادية والنقدية، وفقا للمنهج الاستقرائي، فهي تقوم على الجانب التجريبي الإحصائي أكثر من الجانب النظري.
  - شلته دالة الطلب على النقود عند فريدمان على الكثير من الأصول كبدايل للنقود (الأصول المالية، الأصول الحقيقية والثروة البشرية).
  - اعتبر أن عائد النقود ليس ثابتا، فيمكن أن يؤدي ارتفاع سعر الفائدة على الائتمان إلى رفع سعر الفائدة على الودائع لجلب المزيد من الودائع.
  - اعتبر الثروة المصدر الرئيسي للتغير في دالة الطلب على النقود، وأهمل بعض المتغيرات الأخرى كتغيرات سعر الفائدة، حيث افترض أنه ثابت، وأن الطلب على النقود قليل المرنة لتغيرات سعر الفائدة.
  - كثرة المتغيرات في دالة الطلب عند فريدمان، وصعوبة قياس بعضها خاصة فيما يتعلق برأس المال البشري.

### 7.3. أوجه الاختلاف بين النظرية الكنزوية والنظرية النقدية المعاصرة

- أدخل فريدمان كثيرا من الأصول في دالة الطلب على النقود كبدائل للنقود، وتتمثل تلك الأصول في الأسهم، السندات، والسلع العينية ورأس المال البشري، وبالتالي هناك تعدد لسعر الفائدة، لكن عند كينز هناك بديل واحد للنقود وهي السندات، وبالتالي هناك معدل فائدة واحد وهو سعر الفائدة على السندات.
- عند كينز العائد على النقود هو صفر، بينما عند فريدمان فإن العائد على النقود هو الراحة والأمان، سعر الفائدة على النقود المودعة في البنوك، وقيمة القدرة الشرائية للنقد.
- يرى فريدمان استقرار دالة الطلب على النقود وثبات سرعة دوران النقود، بينما يرى كينز أن هذه الدالة غير مستقرة نظرا لتقلبات سعر الفائدة الذي يصاحبه تغير في سرعة دوران النقود في نفس الاتجاه.
- أعطى فريدمان أهمية كبيرة للأصول العينية باعتبارها بدائل للنقود، وهذا ما يؤثر على الإنفاق الكلي، لذلك توصل فريدمان إلى أن التغيرات في الإنفاق الكلي يمكن تفسيرها مباشرة بالتغيرات في الطلب على النقود، في حين أهمل كينز الأصول الحقيقية.

### 4. التحليل النقدي النيوكنزي

رغم النجاح الذي حققته النظرية النقدية الكنزوية في تفسير دوافع الطلب على النقود والعوامل المحددة له، إلا أنها بقيت ناقصة في الكثير من الجوانب، وهذا ما رآه العديد من الاقتصاديين المحدثين المتابعين للفكر الكنزوي والتابعين له، ومن بين هؤلاء الاقتصاديين نجد كل من *James Tobin* و *Boumol* الذين ينتمون للفكر النيوكنزي، حيث قاموا بتطوير الأفكار الكنزوية في إطار نظرية المحفظة المالية في مواجهة حالات عدم التأكد على صعيد جزئي.

### 1.4. أهم الأفكار والافتراضات النيوكنزية : ككل النظريات قام التحليل النقدي النيوكنزي على مجموعة

من الفرضيات تتمثل في:

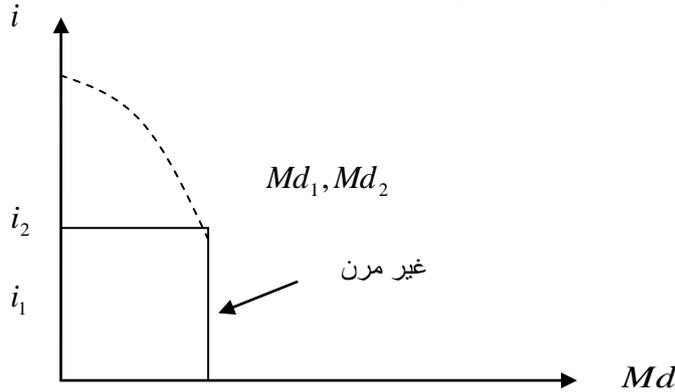
- يفترض الكنزويون الجدد جمود الأسعار، ويبررون ذلك أن تغيير الأسعار يتطلب من المؤسسات إنفاق المال والوقت وعقد الاجتماعات، وإخطار موظفي البيع بجدول الأسعار الجديدة وغيرها من التكاليف التي تتسبب في جمود الأسعار<sup>1</sup>.
- يفترض الكنزويون الجدد الجمود الحقيقي للأجور، ويفسرون ذلك بسبب وجود عقود ضمنية<sup>2</sup> مع العمال وكذا عقود العمل الرسمية، ونموذج الأجور الكفاءة، والذي يوضح الأسباب التي تمنع المؤسسة من تخفيض الأجور في أوقات انخفاض الطلب، التي من بينها دفع العمال إلى بذل جهد أكبر وتقليل ضياع الوقت وترك العمل<sup>3</sup>.

<sup>1</sup> - سامي خليل، نظريات الاقتصاد الكلي الحديث، مطابع الأهرام، مصر، 1994، ص 990  
<sup>2</sup> - العقود الضمنية: هي العقود الغير رسمية بين العمال والمؤسسات، فالمؤسسة تريد استقرار الدخل لتعظيم الأرباح والعمال لا يريدون تحمل مخاطر عدم استقرار الدخل.  
<sup>3</sup> - المرجع السابق، ص 1008.

- عدم استقرار القطاع الخاص أكثر مما يعتقد كينز، نظرا لكون قرارات الاستثمار تقودها الآمال والمخاوف أكثر من الحسابات والتوقعات الرشيدة.
- النقود التي تخلقها قروض البنوك لها تأثير أكبر على الإنفاقات الإجمالية من النقود التي تخلقها مشتريات الأوراق المالية للبنوك، لأن قروض البنوك لها مضاعف ائتمان.
- ضبط التضخم يكون عن طريق سياسة الدخل.
- فيما يخص السياسة النقدية يرى الكينزيون الجدد أن الناتج يعتمد بقدر كبير على الآمال والمخاوف التي تحدد الكفاءة الحدية المتوقعة لرأس المال، ولذلك بدلا من رفع أسعار الفائدة خلال التضخم، يجب على البنك المركزي المحافظة على معدل فائدة منخفض في كل الأوقات، مما يساعد على تقليل البطالة وتقليل التباين في توزيع الدخل<sup>1</sup>.
- يرى النيوكينزيون أن الإنفاقات الإجمالية هي التي تحدد معدل نمو النقود، حيث يكون عرض النقود داخليا جزئيا ويتوسع كلما ارتفع الطلب على النقود، فإذا كان هذا الطلب لا يولد ارتفاعا كافيا في مضاعف النقود فإن البنك المركزي يشجع زيادة احتياطات البنوك.

**2.4. الطلب على النقود للمعاملات والاحتياط:** على عكس النظرية الكينزية والتي رأت أن الطلب على النقود لأغراض المعاملات والاحتياط لا تتأثر بمعدل الفائدة، فإن الاقتصادي *Baumol* توصل إلى أن الطلب على النقود لغرض المعاملات والاحتياط يتأثر أيضا بسعر الفائدة وليس بالدخل فقط كما افترض كينز. فبالنسبة له إذا كان كلا من سعر الفائدة والدخل مرتفعين فإن الأفراد سيقومون بالاحتفاظ بجزء من دخلهم للمبادلات والاحتياط والجزء المتبقي يوجهونه للاستثمار، ويظهر ذلك من خلال الشكل الموالي.

**الشكل رقم (1): منحنى الطلب على النقود لأغراض المعاملات والاحتياط *Baumol***



المصدر: أكرم حداد، مشهور هذلول، مرجع سابق، ص 119.

حيث:  $i$  هو معدل الفائدة و  $Md$  هو الطلب على النقود.

<sup>1</sup> - مايرتوماس وآخرون، النقود والبنوك والاقتصاد، ترجمة السيد أحمد عبد الخالق، دار المريخ للنشر، المملكة العربية السعودية، 2004، ص 48.

يوضح الشكل مرونة الطلب على النقود لأغراض المعاملات والاحتياط بالنسبة لسعر الفائدة إذا ارتفعت من  $i_1$  إلى  $i_2$ . فعندما يكون معدل الفائدة أقل من  $i_2$  يكون معظم الدخل موجه للمبادلات والاحتياط، وعندما يفوق معدل الفائدة المعدل  $i_2$  يصبح الأفراد يخصصون الجزء الأكبر من دخلهم للاستثمار والباقي يتكونه لغرض المعاملات والاحتياط.

### 3.4. تحليل *James Tobin* (تفضيل السيولة في مواجهة تجنب الخطر)

لقد حاول الاقتصادي *Tobin* من خلال هذا التحليل تفسير رغبة الأفراد في الاحتفاظ بالنقود وعلاقتها بالمخاطرة المتوقعة من الاحتفاظ بالسندات، ويرتكز هذا التحليل على تواجد عدم التأكد في مخيلة الفرد فيما يخص سعر الفائدة والقيمة الرأسمالية المستقبلية للسندات، وبالتالي فالحائزين على السندات ليسوا متأكدين من تحقيق ربح أو خسارة رأسمالية، وبالتالي فإنه توجد مخاطر ناجمة عن الاحتفاظ بالسندات بالنسبة للأفراد حيث أن الدخل النقدي المرتقب يكون مرغوبا بينما المخاطرة غير مرغوبة. ويظهر تحليل *Tobin* من خلال العناصر التالية<sup>1</sup>:

#### 1.3.4. المحفظة المالية (نقد- سندات)

لنفترض أن فردا لديه رصيد ادخاري يمكنه الاحتفاظ به في شكل نقد أو يستثمره في سندات، فإذا احتفظ به في شكل نقد، فإن الفرد لن يتحمل أي مخاطرة لاحقة، وبافتراض استقرار المستوى العام للأسعار ستحافظ مدخراته على قيمتها الاسمية مع مرور الزمن، لكن لا توجد إمكانية تحقيق دخل أيضا. أما إذا استثمر الفرد مدخراته في السندات فإنه سيحقق دخلا نقديا يتمثل في معدل الفائدة ودخل من خلال الكسب الرأسمالي إذا انخفض سعر الفائدة، لكن سيحلب خسارة رأسمالية إذا ارتفع سعر الفائدة. وحالة عدم التأكد من سعر الفائدة تؤدي إلى حالة عدم تأكد من الربح أو الخسارة الرأسمالية، وبالتالي هناك مخاطرة، والمشكلة هنا بالنسبة للفرد هي موازنة عاملي العائد المتوقع والمخاطرة الناجمين عن حيازة السندات مقابل الاحتفاظ بالنقد. كما يمكن التمييز بين الأصول حسب درجة المخاطرة والسيولة، وتعتبر النقود هنا شكلا من أشكال الأصول التي تمكننا من الاحتفاظ بالثروة. ويمكن أن تكون هذه الأصول بدائل أو مكملات في المحافظ المالية لحاملي الثروة، هذه المحافظ التي يعتمد تشكيلها على خصائص الأصول وخصائص مالكي الثروة.

#### 2.3.4. الاختيار في المحفظة المالية

السؤال الذي تريد هذه النظرية الإجابة عنه هو: كيفية توزيع الثروة بين مجموعة الأصول التي يملكها حائز الثروة من أجل تحقيق أعلى عائد ممكن مع أقل مخاطرة ممكنة.

<sup>1</sup> - عبد الرزاق حساني، مرجع سابق، ص 19-25.

وتشير نظرية الاختيار إلى المعايير المستخدمة في عملية اتخاذ القرار في الاحتفاظ بأصل دون غيره، حيث تشمل هذه المعايير العوامل المحددة للطلب على الأصول المتمثلة في الثروة والعائد المتوقع والمخاطرة ودرجة السيولة. ويوجد اختلاف كبير بين الأصول التي تتميز بدرجات مختلفة من المخاطر وتتضمن معدلات مختلفة من العوائد، وفي هذه الحالة يحتفظ الأفراد بمزيج من الأصول في محافظهم المالية وليس بالنقد والسندات فقط. فهذه النظرية هي نظرية للطلب على الأصول والنقد أصل واحد من الأصول، حيث أن المساهمة الرئيسية لهذه النظرية هي إدخال عامل المخاطرة في تحديد دالة الطلب على النقود. ويعتبر الطلب على كل أصل كنسبة مئوية من إجمالي الطلب على الأصول، ويرتبط هذا الطلب بعلاقة طردية مع العائد على الأصل، وعكسية مع عوائد أصول الاستبدال. وهكذا تقترح هذه النظرية استخدام عدة عوائد كمتغيرات تفسيرية للطلب على النقود.

وللاختيار بين النقد والسندات، يعتمد الفرد على مقياسي المخاطرة والعائد، ويعتمد تحليل *Tobin* على افتراض أن معظم الأفراد من النوع المتجنب للمخاطر، أي أنهم على استعداد للاحتفاظ بأصل معين بعائد منخفض عندما يكون أقل مخاطرة، هذه الأخيرة التي يعتمد *Tobin* في قياسها على الانحراف المعياري. وبما أن النقود لا تنطوي على مخاطرة فإن المخاطرة الكلية المرتبطة بالعائد الإجمالي تتوقف على المخاطرة المحيطة بالكسب أو الخسارة من الاحتفاظ بالسندات. ولكي يحصل حامل المحفظة على عائد متوقع أكبر عليه أن يتحمل مخاطرة أكبر، في حين يكون هدفه هو تحقيق أكبر عائد بأقل مخاطرة ممكنة.

أ - **العائد:** لنشير إلى النسبة من المحفظة والمحتفظ بها على شكل نقد  $F1$ ، والنسبة المحتفظ بها في شكل سندات  $F2$ . بما أن عائد النقد يساوي صفر، فإن العائد الإجمالي للمحفظة ( $R$ ) سيتوقف على الجزء المحتفظ به من السندات، والذي يتضمن عنصرين هما دخل الفائدة  $r$  والكسب الرأسمالي  $g$  (والذي يكون سالبا في حالة الخسارة)، وهنا يكون لدينا:  $R = F2(r+g)$ .

ولكن الكسب أو الخسارة الرأسمالية غير مؤكدة، لأن الفرد غير متأكد عما سيكون عليه سعر الفائدة، وسيوجد عدد من القيم الممكنة من أجلها، تؤمن القيمة الوسطية لهذه الإمكانيات مقياسا فرديا مفيدا. وإذا أخذنا هذه القيمة الوسيطة فإننا سنأخذ القيمة الوسطية للعائد الكلي الممكن أيضا فنجد:

$$R_e = \mu R = F2(r + \mu g)$$

حيث:  $R_e$  العائد المتوقع،  $\mu R$ : القيمة الوسطية للعائد،  $\mu g$ : القيمة الوسطية للكسب و الخسارة الرأسمالية بنفس المقدار، أي أن  $(\mu g=0)$ ، وعند التبسيط يكون لدينا وسطي العائد:  $\mu R = F2.r$

ب - **المخاطرة:** يعتمد طوبين على الانحراف المعياري ( $\sigma R$ ) لقياس المخاطرة التي تتضمنها حيازة السندات، وهو مقياس إحصائي للعوائد المتوقعة حول القيمة الوسطية لها، وتعني القيمة المرتفعة للانحراف المعياري أنه توجد

احتمالات عالية لانحرافات كبيرة موجبة وسالبة معا عن القيمة الوسطية، بينما يعني الانحراف المعياري المنخفض وجود احتمال ضعيف لانحرافات عالية عن القيمة الوسطية.

ونظرا لأن الاحتفاظ بالنقود لا يحتوي على مخاطرة فإن المخاطر الكلية المرتبطة بالعائد الإجمالي ستوقف المخاطرة المحيطة بالكسب أو الخسارة من الاحتفاظ بالسندات حيث:  $\sigma R = F2. \sigma g$ .

### 3.3.4. سعر الفائدة في تحليل *James Tobin*

لقد أعطى *James Tobin* أهمية كبيرة لسعر الفائدة، حيث اعتبره أنه المحدد الرئيسي لتكلفة الفرصة البديلة والمفسر الأساسي للطلب على النقد من عدمه لدى الأفراد، من خلال توقعاتهم المستقبلية له. وبافتراض أن الفرد من النوع المتجنب للمخاطر، ففي حالة تغيرات في سعر الفائدة يمكن حدوث أثر الاستبدال وأثر الدخل.

فأثر الاستبدال يحدث عندما يرتفع سعر الفائدة، وبالتالي يرتفع العائد على السندات، باعتبار سعر الفائدة أحد أجزاء العائد على السند بالإضافة إلى التغيرات التي تحدث في قيمته الرأسمالية السوقية، هذا الارتفاع في العائد على السندات يجعلها أكثر جاذبية وبالتالي يميل الأفراد للاحتفاظ بما بدلا من الاحتفاظ بالنقود في شكلها السائل، وهذا ما يسمى بأثر الاستبدال. أما أثر الدخل يوضح أنه سعر فائدة مرتفع يمكن المستثمر في السندات الحصول على الدخل نفسه مقابل مخاطرة أقل.

فبعض المستثمرين يضحون بعائد أكبر لصالح الطمأنينة وعدم تحمل المخاطر، وخاصة عندما يكون أثر الدخل سلبيا قويا فإنه سيتجاوز أثر الاستبدال وينخفض الجزء من المحفظة المالية المحتفظ به على شكل سندات لصالح النقد حتى مع ارتفاع سعر الفائدة. ويفضل مستثمرين آخرين تحمل المخاطرة في سبيل الحصول على أكبر عائد، ويكون هنا أثر الدخل قويا وهو ما يعزز أثر استبدال الاحتفاظ بالسندات على حساب النقد. وهناك مستثمرين يفضلون توزيع المخاطر والعائد بشكل متساوي أي إحداث توازن بين الاحتفاظ بالسندات والاحتفاظ بالنقد.

### 4.3.4. تقييم نظرية المحفظة المالية لـ *Tobin*

تتمتع نظرية تفضيل السيولة في مواجهة المخاطر بعدة مزايا زيادة على التحليل الكنزي التقليدي لتفضيل السيولة فهي:

- تؤمن تفسيراً لمرونة الطلب على النقود بالنسبة لسعر الفائدة الذي لا يعتمد فقط على سلوك المضاربين غير المتأكدين مما سيكون عليه سعر الفائدة، وإنما تشرح أيضا لماذا يكون عند بعض الأفراد علاقة طردية بين طلبهم على النقود وسعر الفائدة.

- تفسر النظرية لماذا تكون المحافظ المالية متنوعة، وتتضمن السندات والنقود معا كما تفسر المحافظ المالية غير المتنوعة سواء كانت نقد ككل أو سندات.

لكن من بين الانتقادات التي وجهت لهذه النظرية أنها غير كاملة ويؤخذ عليها:

- أنها تفترض وجود بديل للنقود يتمثل في السندات مما جعل عرضها مبسط جدا.
- أنها غير تامة ومعقدة في ذات الوقت، أي الاقتصار على تحليل دور النقود كحافظ للقيمة، والارتكاز على دافع المضاربة في تحليل الطلب على النقود، كما أنها تتطلب حسابات كثيرة للتوصل إلى وسطي العوائد المتوقعة والانحرافات المعيارية، وهي غير مكتملة لأنها لا تتضمن نظرية لتشكيل التوقعات.
- فرضية أن النقود بدون مخاطرة غير واقعي، لأن مستوى الأسعار متغير وهذا ما يجعل أنه هناك مخاطرة للاحتفاظ بالنقود وهي انخفاض قيمتها.
- النظرية تعنى فقط بالسلوك المالي للفرد، وغير قابلة للتطبيق على المؤسسات التي تعتمد قراراتها فيما يخص المحافظ المالية على اعتبارات مختلفة جدا.

#### 4.4. تطوير نظرية المحفظة المالية

- نظرا للانتقادات التي وجهت لنظرية أرصدة المحفظة المالية قام *James Tobin* ورفقائه من جامعة بال بتوسيعها عن طريق توسيع النموذج البسيط إلى نموذج يتضمن مجموعة أكبر من الأصول<sup>1</sup>:
- الأصول ذات الفائدة الثابتة والتي تتقلب قيمتها الرأسمالية مع معدل الفائدة الجاري كالسندات.
  - الأصول ذات الفائدة الثابتة، والتي تكون قيمتها الرأسمالية الاسمية ثابتة كشهادات الودائع لدى البنوك، والتي يتم تداولها في السوق المالية.
  - الأسهم التي تؤمن عائدا متغيرا.
  - الأصول الاستهلاكية والتجهيزات الإنتاجية والمباني والأراضي وغير ذلك من رأس المال الثابت.
- وهم ينطلقون من رأي مفاده أنه: "إذا أدركنا النظرية النقدية بشكل واسع فهي ببساطة نظرية إدارة المحفظة المالية من طرف الوحدات الاقتصادية (القطاع العائلي، قطاع الأعمال والمؤسسات والحكومة). تتبنى هذه النظرية في بحثها كتلة الأصول والديون وقيم وعوائد كل منها ويتمثل إطارها المحاسبي في الميزانية". وتقر بأن أسعار الفائدة وعوائد الأصول وتوفر الائتمان تشكل علاقة ارتباط مهم بين المؤسسات المالية والنقدية من جانب وبين الاقتصاد الحقيقي من جانب آخر.
- ومن بين خصائص الأصول، السيولة وتاريخ الاستحقاق (سندات طويلة الأجل وقصيرة الأجل)، فالمضاربون الذين يتوقعون إمكانية تحقيق خسارة رأسمالية يمكنهم الانتقال من الاحتفاظ بأصول طويلة الأجل إلى الاحتفاظ بأصول قصيرة الأجل، وليس الاحتفاظ بالنقود، وعندئذ سيولد دافع المضاربة طلبا على الأصول طويلة الأجل للمضاربة أكثر من الطلب على النقود.

<sup>1</sup>- المرجع السابق، ص31.

**5.4. آلية الموازنة في المحفظة المالية:** تعمل آلية الانتقال النقدي من خلال التأثير على الإنفاق الإجمالي، وبالتالي على التشغيل والأسعار والنتاج، فما هو أثر التغير في الكتلة النقدية على توازن المحفظة وما هو أثر ذلك على الإنفاق؟

تكون المحفظة المالية في حالة توازن عندما تكون العوائد الحدية هي ذاتها في جميع الأصول، أي عندما يكون إنفاق آخر وحدة نقد على كل أصل يؤمن ذات العائد، وهناك علاقة طردية بين الطلب على الأصل وعائده، وعكسية مع العائد على الأصول الأخرى، فالطلب على النقود كنسبة من إجمالي المحفظة المالية سيرتفع عندما ينخفض العائد على الأصول الأخرى والعكس في حالة الانخفاض.

وفي منهج مدرسة بال تقع النقود كأحد طرفي معادلة في مجموعة الأصول بما فيها الأصول الحقيقية، فالزيادة في الكتلة النقدية ستؤدي إلى تعديلات في المحفظة المالية تشمل كل الأصول الحقيقية. فمثلا هذه الزيادة تؤدي إلى زيادة الاحتياطات النقدية لدى البنوك مما يدفعها إلى تنويع محافظها المالية لزيادة الدخل، وذلك عن طريق التوسع في الائتمان المصرفي وهذا ما يؤدي إلى انخفاض أسعار الفائدة على القروض المصرفية مما يزيد من الاقتراض. كما يؤدي زيادة العرض النقدي إلى التوسع في عمليات التوظيف في السوق المالية من خلال زيادة مشتريات البنوك من السندات من القطاع غير المصرفي، هذا يزيد من الطلب على السندات مما يؤدي إلى ارتفاع أسعارها وانخفاضها في عوائدها.

المستوى المتزايد للودائع المصرفية عند مستوى مستقر للطلب على النقود، يعبر عن فائض في العرض النقدي، ومن المرجح أن يرتفع الطلب على النقود نتيجة انخفاض العائد على السندات.

#### 6.4. الطلب على النقود في مواجهة تكاليف المبادلات

يرى بومول وطوبين أن الطلب على النقد بدافع المبادلات مرن بالنسبة لسعر الفائدة، حيث تم هذا التحليل على أساس تكاليف المبادلة (نقد- سندات) التي يتكبدها الشخص الاقتصادي. والسؤال المطروح هنا هو: هل الاحتفاظ بالنقد بدون تكاليف، وهل يحقق منفعة لحائزه، وهل المبادلات بدون كلفة؟

#### تحليل بومول- طوبين: تكاليف المبادلات (نقد- سندات)

تعتبر الأرصدة النقدية المحتفظ بها للمبادلات نوع من المخزون، ويفسر هذا الاحتفاظ بالنقد لغرض المبادلات بالتكلفة التي يتحملها الفرد في حالة احتفاظه بالثروة في شكل سندات، كالوقت الضائع، العملات، السمسرة والفائدة الضائعة. واتباع منهج بومول- طوبين يمكن تحليل الطلب على النقد كمخزون على مرحلتين<sup>1</sup>:

<sup>1</sup>- المرجع السابق، ص 53-57.

أ - استلام كامل الدخل كأصول مدرة للعائد: عند القيام بالمبادلات يلجأ الفرد إلى تسهيل الأصول المدرة للعائد (سندات) إلى نقود، في هذه الحالة من المفترض أن ينفق دخله خلال فترة شهر عادة، حيث يصبح دخله في نهاية الشهر صفر، وهنا عليه أن يقرر التوقيت والحجم الأفضل للسندات المحولة إلى نقود. ويتحمل الفرد جراء هذا التحويل تكلفتين، تكلفة الفرصة البديلة للاحتفاظ بالنقود وهي معدل الفائدة ( $i$ ) الضائع بسبب تسهيل السندات، وتكاليف مالية وشخصية لعملية التحويل والتي تضم عمولات ورسوم ووقت ضائع، عملية التحويل تتم بداية كل أسبوع، والمشكلة بالنسبة للفرد هي إيجاد الحجم المثالي للتسهيل مع أقل تكلفة.

لحل هذه المشكلة يجب تحديد أولاً تكلفة المبادلات الإجمالية ( $C$ )، بافتراض أن كلفة كل عملية تسهيل تتكون من عنصر ثابت، وآخر متغير مع مقدار التسهيل ( $bE$ ) مع إهمال التكاليف الشخصية لضآلتها وفق المعادلة:

$$C = \frac{(a+bE)Y}{E} + \left(\frac{iE}{2}\right)$$

حيث:  $Y$  هو الدخل،  $Y/E$ : عدد مرات التسهيل،  $E/2$ : متوسط عدد مرات الاحتفاظ بالنقد، بافتراض أن

$$C = (aY/E) + (bY) + (iE/2) \quad \text{حيث:}$$

$$C = (aY/E) + bY + (i/2)E$$

تساوي صفر:  $E$  وللحصول على القيمة المثالية التي تحقق أقل تكلفة، نضع تفاضل المعادلة الأخيرة بالنسبة ل

$$\begin{aligned} \frac{dC}{dE} &= (aY)(-1/E^2) + i/2 = 0 \\ &= -aY/E^2 + i/2 = 0 \\ &= -aY/E^2 = i/2 \\ E^2 &= (2aY)/i \\ E &= \sqrt{2aY/i} \end{aligned}$$

وهذا ما يسمى بقاعدة الجذر التربيعي للطلب على النقود من أجل المبادلات، ومنه فإن الطلب على النقود لأغراض المبادلات دالة عكسية بالنسبة لسعر الفائدة وطردياً بالنسبة للدخل.

ب - توظيف جزء من الدخل المستلم في أصول مدرة للعائد

يعتبر هذا الاستثمار أكثر عقلانية وواقعية، حيث لا يوظف الفرد كامل دخله في السندات بل يحتفظ بجزء منه في شكل نقود سائلة. والمشكلة هنا هي تحديد المقدار المثالي من الدخل المحتفظ به في شكل نقود، وكم سيوظف منه في شكل سندات، طبعاً مع تحمل تكاليف في حالة شراء سندات وفي حالة التسهيل ( $a + b$ ). وتبعاً لذلك تقسم فترة المبادلات إلى جزأين: الفترة الأولى عند القيام بالمبادلات بالأرصدة النقدية  $R$ ، والفترة الثانية عند تمويل المبادلات بتسهيل السندات  $I$ ، أي:  $Y = R + I$ ، حيث أن تكلفة حيازة  $R$  هي معدل الفائدة، فكلما كان الرصيد النقدي أقل كلما كانت الفائدة الضائعة أقل، لذلك يجب استثمار الجزء الأكبر من الدخل

في السندات، لكن هذا يزيد من تكاليف التحويل، وخلال الفترة المتبقية للمبادلات يجب إجراء عدد من عمليات التسييل  $I/Y$  كل منها بحجم  $E$ .

وتوصل بعض الاقتصاديين المعاصرين إلى دالة الطلب التالية:

$$M_d = \sqrt{(aY/2i)} [1 + (2b/i)] + 2Y(b/i)^2 \dots \dots \dots (2)$$

من المعادلة 2 نلاحظ أن عنصر التكلفة المتغيرة  $b$  محدد هام للطلب على النقد للمبادلات، وبالتالي فإن قاعدة الجذر التربيعي تستبدل بعلاقة أكثر تعقيدا بين الطلب على النقود للمبادلات وحجمها.

فكلما زادت تكاليف تحويل الأصول إلى نقد، كلما زاد الطلب على النقود لتفادي هذه التكاليف، لذلك يجب أن يكون أداء البنوك والمؤسسات المالية عالي الكفاءة من تخفيض هذه التكاليف، وبالتالي استقطاب هذه الأموال للسوق المالي، حيث أن الطلب على النقود يزيد بمعدل أقل من الزيادة في الدخل.

### - تكاليف المبادلات (نقد- سلع)

السلوك العقلاني للأفراد الاقتصاديين يدفعهم للعمل لتخفيض كلفة المبادلات (نقد- سلع) إلى الحد الأدنى، حيث تتضمن هذه التكاليف كلفة التسوق  $s$  (كالوقت، تكاليف النقد والتلف...)، وكلفة التخزين  $e$ . حيث

أن تكلفة التسوق للمبادلة الواحدة هي:  $s.n$ ، وتكلفة التخزين للسلع المشتراة هي:  $e = Y/2n$

وتوصل الاقتصاديون إلى صيغة الرصيد النقدي الوسطي الأمثل كالتالي:

$$M_d = (Y/n)((n^* - 1)/n^*)$$

حيث:  $n^*$  العدد الأمثل للمبادلات.

$$n^* = \sqrt{e.Y/2S}$$

### - تكاليف المبادلات (نقد- سندات و نقد - سلع)

التساؤل المطروح هنا هو: هل نستطيع تحديد الطلب الأمثل في آن واحد على النقد والأصول المالية والسلع، من خلال نماذج للتوازن تقوم على السلوك العقلاني للأشخاص الاقتصاديين، الهادف إلى تخفيض كلفة المبادلات (نقد- سندات ونقد- سلع) إلى الحد الأدنى؟

$$M_d = 1/2 \left( \frac{(2bY/i + \sqrt{2}/2(D + aY/iD))^2}{Y} + \sqrt{2}.D \left( \frac{1}{2} - \frac{b}{i} - \frac{D}{2Y} \right) - \frac{1}{2i} \right)$$

$$D = \sqrt{\frac{aY^2}{i} + \frac{(s+i)Y}{i.I}} \text{ حيث أن:}$$

من تحليل هذه المعادلة يتبين أنه توجد كلفة للفرصة البديلة للاحتفاظ بالنقود، كما توجد منفعة للاحتفاظ به تتمثل في تفادي تكاليف المبادلات المختلفة، فعند ارتفاع سعر الفائدة ينخفض الطلب على النقود، ويزيد الطلب على النقود مع ارتفاع تكاليف السمسرة والعمولات وتكاليف السوق والتخزين.

#### 7.4. العرض النقدي كمتغير داخلي من وجهة نظر المحفظة المالية

يعتبر التحليل النيوكنزى العرض النقدي متغير داخلي، وهذا يعني أن السلطات النقدية لا تملك أن تقرر بشكل تحكيمي كمية النقد الموجودة، حيث يرتبط العرض النقدي بسلوك البنوك وبالاحتياطات التي ترغب فيها وبسلوك القطاع الخاص، وترى هذه النظرية أن تحديد العرض النقدي يتضمن عمليات تكييف عام للمحفظة استجابة لتغيرات أسعار الفائدة النسبية.

فإذا أرادت السلطات النقدية تقليص العرض النقدي من خلال سياسة السوق المفتوحة ببيع السندات، وتحديد سعر جذاب لها يجعل سعر الفائدة عليها مرتفع نسبياً، حيث يتغير العائد حسب الطلب السوقي، فما هو أثر ذلك على تكييف المحفظة المالية للاقتصاد؟

فبالنسبة للمحفظة المالية للقطاع الخاص الذي يتجه للاستثمار في السندات بدلاً من الودائع، وهذا ما يولد ضغوط على الاحتياطات السائلة للبنوك من خلال عمليات السحب منها، وهذا ما سيدفع البنوك لزيادة أسعار الفائدة أو إعادة بناء احتياطياتها من خلال بيع السندات التي تملكها، وبالتالي الأثر النهائي لمبيعات السوق المفتوحة على المحفظة المالية للبنوك يعتمد على أثر انعكاس الطلب على القروض على كلفة الاقتراض، فكلما كانت هذه المرونة ضعيفة كلما كان الأثر قليل على الودائع والقروض.

#### 5. النظرية النقدية في المدرسة الكلاسيكية الجديدة (NEC)

ظهرت هذه النظرية في السبعينيات، ومن أهم روادها *Robert Barro* من جامعة هارفارد، و *Lucas* *Robert* من جامعة شيكاغو، و *Tomas Sargent* و *N. Wallace*، حيث انتقدوا نظرية الدخل - الإنفاق لكينز وكذا النظرية النقدية، وقد انصب اهتمامهم بشكل خاص على نظرية التوقعات العقلانية وتفسير التغيرات فيما يخص الدخل الإجمالي، البطالة والتضخم.

#### 1.5. أهم الفرضيات التي تنطلق منها المدرسة الكلاسيكية الجديدة

تعتبر أفكار المدرسة الكلاسيكية الجديدة امتداداً لأفكار المدرسة الكلاسيكية والنقدية، وتقوم المدرسة النيوكلاسيكية على عدة فرضيات أهمها<sup>1</sup>:

- الاقتصاد الخاص يكون أساساً مستقر، ويرجع سبب هذا الاستقرار إلى مرونة الأجور والأسعار التي تحقق التصحيح الذاتي وقصر فترات الانكماش وضعفها.
- الأعوان الاقتصادية تستخدم بكفاءة تامة كافة المعلومات المتوفرة عن النظرية الاقتصادية والتصرفات المحتملة لواضعي السياسات، ويكون سلوك هذه الأعوان عقلائي.
- حيادية النقود، حيث أن التغيرات المتوقعة لعرض النقود يكون لها أثر فقط على الأسعار.

<sup>1</sup> - محمد محمود عطوة يوسف، البرعي عصام الدين البدر اوي، مرجع سابق، ص 267، 268.

- السياسة الاقتصادية التي تهدف لتحقيق الاستقرار تكون غير فعالة، فالسياسات المالية التي تهدف لإنعاش الاقتصاد القومي سيزرتب عليها زيادة في معدلات التضخم ولن يكون لها أثر على الإنتاج والتوظيف، لأن توقعات الأعوان الاقتصادية تكون عقلانية.
- الأجل الطويل يساوي الأجل القصير، وبالتالي منحى العرض الكلي عبارة عن خط مستقيم موازي للمحور الرأسي.
- لا توجد مفاضلة بين التضخم والبطالة على عكس ما كان يعتقد النقديون.
- يجب أن يكون للحكومة دورا نسبيا وبسيطا في رسم السياسة الاقتصادية.
- عرض العمل (الإنتاج) من طرف العمال (المؤسسات) مرتبط بالأجور (أسعار السلع).

## 2.5. تفصيل نظرية التوقعات العقلانية (الرشيدة)

يفترض الكلاسيكون الجدد أن توقعات الأعوان الاقتصادية تكون رشيدة، أي أنها مبنية على الاستعمال الأفضل لجميع المعلومات المتوفرة. وهنا توجد نظرتين، النظرة القوية ( *version forte* ) وهي استعمال المعلومات كأنه هناك علم بنظرية اقتصادية صحيحة، أي عدم احتمال الخطأ، أو لديها أقل انحراف. والنظرة الضعيفة ( *version faible* ) وهي استعمال المعلومات أحسن استعمال مع احتمال الخطأ في حالة المعلومات الخاطئة، وتعتبر التوقعات الرشيدة أداة قوية لتحليل السلوك. وتؤدي التوقعات العقلانية دورا هاما في النشاط الاقتصادي خاصة في المجالات التالية<sup>1</sup>:

- الطلب على الأصول وتحديد أسعار الفائدة، حيث أن توقعات العائد تعتبر عامل هام في تحديد الكمية التي يطلبها الأفراد من الأصل وبالتالي تحديد أسعار الفائدة.
- خطوات عرض النقود التي تتعلق بالتوقعات التي تخص سلوك المودعين والبنوك فقرارات المودعين فيما يتعلق بالاحتفاظ بالنقود تتوقف على توقعاتهم بخصوص العائد النسبي لكل من هذه الأصول، وقرارات البنوك فيما يخص الاحتياطي والاقتراض من البنك المركزي تتأثر بتوقعاتهم للعائد الذي يحصلون عليه من القروض.
- توقعات البنك المركزي فيما يخص مستويات التضخم وأوضاع الاقتصاد، تؤثر على الأهداف التي يسطرها فيما يخص السياسة النقدية، فمثلا إذا توقع البنك المركزي مستوى تضخم مرتفع فإنه يسطر هدف التخفيض في هذا المعدل عن طريق تخفيض الكتلة النقدية في المستقبل. كما أنه إذا توقع البنك المركزي انخفاض في مستوى الاستثمار يكون هدفه الرفع في هذا المستوى، فيقوم مثلا لتحقيق هذا الهدف استعمال إجراءات وأدوات السياسة النقدية لإبقاء معدل الفائدة منخفض إلى حد ما. كما تؤثر توقعات البنك المركزي فيما يخص أسعار الفائدة في تحديد الطريقة المستخدمة لإدارة عرض النقود، فإذا كانت توقعاته هي انخفاض معدلات الفائدة في المستقبل عن المعدل المسطر فإنه يقوم بتقليل عرض النقود من

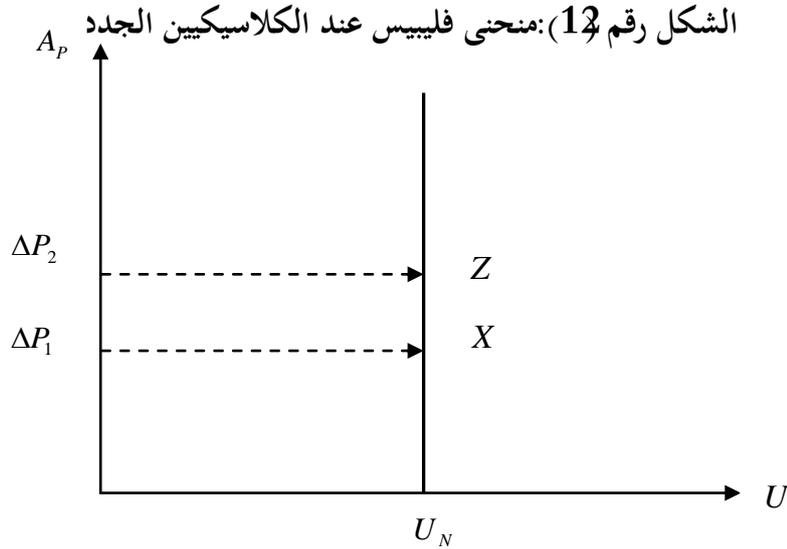
<sup>1</sup> - سامي خليل، مرجع سابق، ص 893-895

خلال مختلف سياساته، كالرفع من الاحتياطي القانوني للبنوك أو استعمال سياسة السوق المفتوحة ببيع سندات للجمهور وغير ذلك. وفي حالة العكس، أي توقعه ارتفاع معدل الفائدة فإنه يقوم بزيادة العرض النقدي من خلال مختلف السياسات المذكورة سابقا (تخفيض الاحتياطي القانوني للبنوك، شراء السندات من خلال سياسة السوق المفتوحة) لإبقائه عند المعدل المسطر.

- العائد المتوقع من النقود مقارنة بعوائد الأصول الأخرى يعتبر عاملا هاما في تحديد مقدار الطلب على النقود، فإذا كانت التوقعات العقلانية للعائد على النقود أكبر من عائد السندات مثلا، كوجود فرص للمضاربة تحقق عوائد كبيرة تفوق العائد الذي يحصل من السند، فهنا يكون الطلب على النقود مرتفعا.
- العرض الكلي والتضخم، حيث أن توقعات العمال عن التضخم والاستجابة المنتظرة لسياسة الحكومة فيما يخص البطالة تؤثر على موضع منحني العرض الكلي وعلى مستوى الأجور، فإذا توقع العمال ارتفاع مستوى التضخم فإنهم يطالبون بزيادة الأجور.

بالنسبة للكلاسيكيين الجدد فالنقود حيادية، ليس لها تأثير لا على المدى القصير ولا على المدى الطويل ولا يمكن أن تكون فعالة على المدى القصير إلا في حالة الصدمات المفاجئة يوافق الكلاسيكيون الجدد على فكرة معدل البطالة الطبيعي الذي جاءت في التحليل النقدي لكن يختلفون عن النقديين في أن

- سوق العمل يكون دائما متوازن عند مستوى معدل بطالة طبيعي<sup>1</sup>، (ولا يمكن أن يرتفع لأن التوقعات عقلانية).
- لا يوجد تحكيم بين البطالة والتضخم لا على المدى القصير ولا على المدى الطويل، حيث أن كل السياسات الاقتصادية تتجه نحو تخفيض معدل البطالة بصورة مباشرة وعقلانية التوقع.



Source : Brian Snowdon, op.cit, p 212.

<sup>1</sup> - jean François goux, Economie monétaire, financière, 3 éditions, Economica, France, 1998, P 212.

نلاحظ من المنحنى عدم وجود تحكيم بين معدل التضخم ومعدل البطالة عند النيوكلاسيك، فمعدل البطالة يبقى عند مستواه الطبيعي ( $U_n$ ) مهما تغير معدل التضخم من  $X$  إلى  $Z$ . ولا يهتم الكلاسيك الجدد بالتضخم الفائض  $\Delta p$  إلى  $\Delta p_2$ .

وبالنسبة للسياسة الحكومية الاقتصادية من وجهة نظر هذه النظرية، فإنه إذا كانت توقعات الجمهور عقلانية بالنسبة للسياسة الاقتصادية، مع افتراض مرونة الأسعار والأجور، في هذه الحالة تكون هذه السياسة غير فعالة. فمثلا، إذا حدث ركود اقتصادي وأرادت الحكومة معالجة هذه الحالة باستخدام السياسة النقدية أو المالية، فالجمهور سيتوقع ارتفاع الطلب الكلي وتوفر فرص عمل أكثر وارتفاع الأسعار والأجور نتيجة للسياسة التوسعية للحكومة. ولذلك فإن العمال يطالبون بأجور أعلى تتناسب مع توقعاتهم بارتفاع الأسعار، حيث أن ارتفاع الأسعار والأجور ينقص من الطلب على اليد العاملة. وبالتالي تبوء سياسة الحكومة التوسعية بالفشل، دون أن تحقق هدفها بزيادة فرص العمل وتخفيض معدلات البطالة من خلال زيادة الطلب والإنتاج، وبالتالي فعالية السياسة النقدية تكون مرتبطة بمصداقية الدولة<sup>1</sup> (*crédibilité*).

وقد واجهت نظرية التوقعات العقلانية عدة انتقادات من بينها عدم واقعية المرونة الكبيرة للأسعار والأجور، ولا وجود لبعد النظر لدى الجمهور الذي تفترضه هذه النظرية بعد النيوكلاسيك، جاءت مدرسة الدورة الاقتصادية الحقيقية لتعطي هي الأخرى رأيا ونظرتها لمختلف المتغيرات الاقتصادية وخاصة فيما يتعلق بالنقود وتأثيرها على الاقتصاد.

### 3.5. الانتقادات الموجهة للتحليل النيوكلاسيكي

هناك عدة انتقادات قدمت لهذه النظرية أهمها:

- أكثر الدلائل الإحصائية تشير إلى عدم تغير الأسعار بمرونة كبيرة، وإن كان هناك تغير يكون بطيء، وكذلك بالنسبة لمرونة الأجور فهي في معظم الأحيان تتحدد بعقود لا تقل مدتها عن سنة.
- عجز هذه النظرية عن تفسير ارتفاع معدلات البطالة إلى ما بين 15-20% و أحيانا لفترات طويلة، طالما أنها افترضت اتجاه سوق العمل نحو التوازن بشكل تلقائي نظرا لمرونة الأجور.
- نقص البيانات في مختلف الاقتصاديات وخاصة النامية منها، والتي يتم استخدامها فيما يسمى بالتوقعات العقلانية.

<sup>1</sup> - المصداقية هي إدخال معطيات السياسة النقدية للدولة في توقعات الأفراد.

## 6. النقود عند مدرسة الدورة الاقتصادية (RBC) *Real Business Cycle*

من أهم رواد هذه المدرسة *Kydland & Prescott* وغيرهم، فعلى عكس المدارس السابقة، فإن مدرسة الدورة الاقتصادية آمنت بفرضية حياد النقود، وأن العوامل الحقيقية هي التي تؤثر على العوامل النقدية، إلى جانب أن الصدمات وخاصة التكنولوجية منها هي التي تتسبب في حدوث الدورة الاقتصادية.

### 1.6. الفرضيات العامة للمدرسة الاقتصادية الحقيقية

تعتمد هذه المدرسة على عدة فرضيات أهمها<sup>1</sup>:

- الأعران الاقتصادية يسعون إلى تعظيم منفعتهم تبعاً للموارد المتاحة.
- الأعران الاقتصادية يشكلون توقعاتهم على تناظر المعلومات، أي كل المعلومات متوفرة وبالتالي التوقعات تكون عقلانية.
- مرونة الأسعار هي التي تحقق التوازن (التصحيح المستمر للأسواق).
- تدبذبات الإنتاج والتشغيل تكون محددة بمتغيرات عشوائية وعوامل حقيقية، مثل الصدمات التكنولوجية.
- التدبذبات في التشغيل تعكس تغيرات إرادية في ساعات العمل، هذه الأخيرة التي تعتمد على الإحلال بين العمل والترفيه، ويكون ذلك على أساس مستوى الأجور.
- عدم التمييز بين المدى القصير والمدى الطويل وبين التذبذب والميل.
- السياسة النقدية ليس لها أي تأثير على المتغيرات الحقيقية أي أن النقود محايدة.
- أهم المتغيرات التي تركز عليها مدرسة الدورة الاقتصادية الحقيقية هي إدخال عامل التحفيز، وأن الصدمات التكنولوجية تعوض الصدمات النقدية.

### 2.6. نظرية الدورة الاقتصادية الحقيقية وحيادية النقود

على عكس النظرية الكنزوية والنقدية اللتان تقران بدور النقود وتأثيرها على الاقتصاد، فإن مدرسة الدورة الاقتصادية الحقيقية ترى أن الإنتاج هو الذي يؤثر على النقود وليس النقود هي التي تؤثر على الإنتاج، أي أن الجانب الحقيقي هو الذي يؤثر على الجانب النقدي، والنقود محايدة وغير فعالة، وتبرير ذلك أن الزيادة في الإنتاج تؤدي إلى ارتفاع الدخل، وبالتالي ارتفاع حجم المبادلات هذه الأخيرة تؤدي إلى ارتفاع الطلب على النقود، وبالتالي زيادة عرضها لتلبية احتياجات الطلب. فالنقود هي عبارة عن متغير داخلي عند مدرسة الدورة الاقتصادية الحقيقية وتكون زيادتها بسرعة أكبر من الزيادة في الإنتاج.

وفيما يخص النمو الاقتصادي فإن *RBC* لا تفرق بينه وبين الدورة الاقتصادية، وتعتبر أن كل نقاط الدورة الاقتصادية هي نقاط توازن، ولا تميز بين الميل والانحراف.

<sup>1</sup> - Brian Snowdon, op. cit, p 268.

### 3.6. الانتقادات الموجهة لمدرسة الدورة الاقتصادية الحقيقية (RBC)

هناك العديد من الانتقادات الموجهة لهذه المدرسة أهمها:

- ارتباط نماذج الـ *RBC* بالصدمات الاقتصادية، هذه الأخيرة التي يصعب قياسها والتغيرات فيها تكون مستمرة.
- عدم واقعية فرضية حيادية النقود وعدم فعالية السياسة النقدية، فمثلا الركود الذي حدث في الولايات المتحدة الأمريكية عام 1970 كان بسبب السياسة النقدية.
- ربط معدل الفائدة الحقيقي لتحديد عرض العمل غير صحيح، لأن معدل الفائدة الحقيقي ليس له علاقة واضحة بعرض العمل.

#### خامسا. السياسات النقدية

تعتبر السياسة النقدية واحدة من أهم السياسات الاقتصادية الكلية للدولة، والتي يضعها البنك المركزي ويسهر على تطبيقها، وتختلف نوعية السياسة المطبقة وأولوية الأهداف المراد تحقيقها، والأدوات المستخدمة في ذلك حسب وضعية الاقتصاد.

#### 1. تعريف السياسة النقدية: أعطيت مجموعة من التعاريف للسياسة النقدية

**التعريف الأول:** عرفت السياسة النقدية، بأنها مجموعة الإجراءات والقرارات التي تقوم بها السلطات النقدية، للتأثير على المتغيرات النقدية وسلوك الأعوان الاقتصاديين لتحقيق الأهداف الاقتصادية المسطرة.

**التعريف الثاني:** عرّف الاقتصادي *G.L Bash* السياسة النقدية أنها: "ما تقوم به الحكومة من عمل يؤثر بصورة فعالة في حجم وتركيب الموجودات السائلة التي يحتفظ بها القطاع غير المصرفي، سواء كانت عملة أو سندات حكومية"<sup>1</sup>.

**التعريف الثالث:** لقد أعطى الاقتصادي *Einzig* تعريفا أكثر شمولاً للسياسة النقدية وهو أن: "السياسة النقدية تشمل جميع القرارات والإجراءات النقدية بغض النظر عما إذا كانت أهدافها نقدية أو غير نقدية، وكذلك جميع الإجراءات غير النقدية التي تهدف إلى التأثير في النظام النقدي"<sup>2</sup>.

**2. مراحل تطور السياسة النقدية:** لقد كان تطور السياسة النقدية تبعا للتطور الاقتصادي، ويعتبر مصطلح السياسة النقدية حديث نسبيا، فقد ظهر في القرن التاسع عشر، حيث شهد هذا القرن بداية الدراسة المنتظمة لمسائل السياسة النقدية من طرف المنظرين الاقتصاديين، وزاد الاهتمام بهذا الموضوع بتزايد الأزمات النقدية وعدم الاستقرار الاقتصادي، نتيجة للتضخم الذي انتشر في اسبانيا وفرنسا في ذلك الوقت إلى جانب المشاكل المالية

<sup>1</sup> - وديع طوروس، المدخل إلى الاقتصاد النقدي، المؤسسة الحديثة للكتاب، لبنان، 2011، ص 191.

<sup>2</sup> - المرجع السابق ص 191.

التي ظهرت في بريطانيا والولايات المتحدة الأمريكية وفي القرن العشرين أصبحت دراسة السياسة النقدية جزء من السياسة الاقتصادية للدولة، ويمكننا تلخيص مراحل تطور السياسة النقدية فيما يلي:

**1.2. المرحلة الأولى.** في بداية القرن العشرين كانت الفكرة السائدة هي فكرة حيادية النقود للاقتصادي الكلاسيكي جون باتيست ساي وقانونه القائل بأن العرض يخلق الطلب المساوي له، وأن النقود هي مجرد غطاء للمبادلات لا أثر لها على النشاط الاقتصادي. ومع تطور الفكر الكلاسيكي بدأت تظهر أهمية السياسة النقدية في المحافظة على ثبات المستوى العام للأسعار، من خلال كمية النقود المعروضة والمطلوبة من طرف السلطات النقدية. ولقد استعملت السياسة النقدية قبل أزمة الكساد عام 1929، كأداة لتحقيق الاستقرار الاقتصادي ومكافحة التضخم والانكماش، لكن حدوث أزمة الكساد في الفترة (1929-1933) أثبت عجز مساهمة النظرية النقدية الكلاسيكية في معالجتها وبالتالي عجز السياسة النقدية في الخروج منها.

**2.2. المرحلة الثانية.** خلال هذه المرحلة ظهرت النظرية النقدية الكنزية التي تولت معالجة الأزمة وإيجاد الحلول المناسبة لها، من خلال الربط بين الدخل والإنفاق واعتبار الشرط اللازم لتحقيق التوازن في السوق النقدي يكون بتعادل كمية النقود المعروضة من طرف السلطات النقدية، وبين الطلب على النقود القائم على أساس التفضيل النقدي الذي يتحدد بدوافع الدخل والاحتياط والمضاربة . وبدأ كينز يدعو للاهتمام بالسياسة المالية للخروج من الأزمة، وأعطى دور أكبر لتدخل الدولة من خلال السياسة المالية أولاً ثم السياسة النقدية، وذلك عن طريق الإنفاق بالعجز الذي يسنده الإصدار النقدي أو الدين العام. وتركزت نظرية كينز على جمود الأسعار والأجور في الأجل القصير، وعالج الاحتكار بالتضخم، مما أدى إلى ظهور الكساد التضخمي.

**3.2. المرحلة الثالثة.** تميزت هذه المرحلة بفشل السياسة المالية في معالجة التضخم بسبب بطئها ونقص مرونتها، وبدأت عودة السياسة النقدية خاصة بعد مجيء النقديون بزعماء *Friedman* الذي يؤمن بأن التحكم في عرض النقود يؤدي إلى تحقيق الاستقرار الاقتصادي، وذلك بزيادة عرض النقود بمعدل مساو لمعدل النمو الناتج القومي. بعد عام 1982، بدأت تتراكم مشكلات التطبيق من كساد وبطالة وبالتالي ظهر من جديد الجدل بين أنصار السياسة النقدية وأنصار السياسة المالية، وكل يدعي بأن سياسته هي الأنجع لتحقيق الاستقرار الاقتصادي. وأدى هذا التعصب إلى بروز فريق ثالث بزعماء الاقتصادي *Walter Heller* الذي يرى أن استخدام سياسة معينة لا يغني عن استخدام الأخرى، بل يجب التنسيق بين السياستين النقدية والمالية للوصول إلى الاستقرار الاقتصادي.

### 3- أهداف السياسة النقدية

تسطر الحكومات المعاصرة عدة أهداف تسعى من خلالها إلى تحقيق الإستراتيجية المتوخاة من التطبيق الجيد لسياسة نقدية محكمة، وتمثل هذه الأهداف في أهداف أولية، وسيطية ونهائية.

### 1.3. الأهداف الأولية للسياسة النقدية

تعتبر الأهداف الأولية كبدية لإستراتيجية السياسة النقدية، حيث من خلالها يقوم البنك المركزي بالتأثير على الأهداف النهائية، وهي عبارة عن صلة تربط بين أدوات السياسة النقدية والأهداف الوسيطة. وتتضمن الأهداف الأولية مجموعتين من المتغيرات، المجموعة الأولى تتكون من مجتمعات الاحتياطات النقدية، أما المجموعة الثانية تتعلق بظروف سوق النقد.

#### 1.1.3. مجتمعات الاحتياطات النقدية: تتضمن هذه المجتمعات القاعدة النقدية، احتياطات الودائع الخاصة

والاحتياطات غير المقترضة<sup>1</sup>

حيث تتكون القاعدة النقدية من النقود المتداولة لدى الجمهور هذه الأخيرة التي تحوي الأوراق النقدية، النقود المساعدة ونقود الودائع، كما تتكون القاعدة النقدية من الاحتياطات المصرفية التي تتضمن ودائع البنوك لدى البنك المركزي، الاحتياطات الإجبارية والإضافية وكذا النقود الموجودة في خزائن البنوك. أما احتياطات الودائع الخاصة فهي تشمل الاحتياطات الإجمالية مطروحا منها الاحتياطات الإجبارية لدى البنك المركزي والودائع في البنوك الأخرى، أما الاحتياطات غير المقترضة فتساوي الاحتياطات الإجمالية مطروحا منها الاحتياطات المقترضة<sup>2</sup>

#### 2.1.3. ظروف سوق النقد: تتكون هذه المجموعة من الاحتياطات الحرة، معدل الأرصدة البنكية وأسعار الفائدة الأخرى التي يمارس عليها البنك المركزي رقابة قوية. ونعني بظروف سوق النقد عموما قدرة المقترضين ومواقفهم السريعة أو البطيئة في معدل نمو الائتمان ومدى ارتفاع أو انخفاض أسعار الفائدة وشروط الإقراض الأخرى<sup>3</sup>.

فيما يخص الاحتياطات الحرة فإنها تمثل الاحتياطات الفائضة للبنوك لدى البنك المركزي مطروحا منها الاحتياطات التي اقترضتها هذه البنوك من البنك المركزي، وتسمى صافي الاقتراض، حيث تكون الاحتياطات الحرة موجبة عندما تكون الاحتياطات الفائضة أكبر من المقترضة وتكون سالبة في حالة العكس<sup>4</sup>

وقد استعملت ظروف سوق النقد كأرقام قياسية مثل معدلات الفائدة على أذون الخزانة والأوراق التجارية، معدل الفائدة الذي تفرضه البنوك على العملاء الممتازين (*Prime len rate*) ومعدل الفائدة على قروض البنوك فيما بينها.

<sup>1</sup> - باري سيجل، النقود والبنوك والاقتصاد، ترجمة طه عبد الله منصور وعبد الفتاح عبد الرحمن عبد المجيد، دار المريخ للنشر، المملكة العربية السعودية، 1987، ص 293.

<sup>2</sup> - صالح مفتاح، النقود والسياسة النقدية، دار الفجر للنشر والتوزيع، مصر، 2005، ص 124.

<sup>3</sup> - الناقا أحمد أبو الفتوح علي، نظرية النقود والأسواق المالية، مكتبة ومطبعة الإشعاع الفنية، مصر، 2001، ص 134.

<sup>4</sup> - صالح مفتاح، مرجع سابق، ص 125.

### 2.3. الأهداف الوسيطة للسياسة النقدية

تعرف الأهداف الوسيطة بأنها المتغيرات النقدية المرابطة من طرف السلطة النقدية التي من خلال ضبطها يمكن الوصول إلى الأهداف النهائية كالمستوى المناسب للإنتاج والدخل<sup>1</sup> وتمثل فوائد الأهداف الوسيطة في أنها متغيرات نقدية يمكن للبنوك المركزية التأثير عليها، كما أنها تعتبر بمثابة إعلان لإستراتيجية السياسة النقدية. ويشترط في الأهداف الوسيطة أن تعكس بشكل جيد الأهداف النهائية المتوخاة وأن تكون قابلة للضبط من طرف البنك المركزي، كما يجب أن تكون واضحة وسهلة الاستيعاب من طرف الجمهور. وتمثل الأهداف الوسيطة في مستوى معدلات الفائدة، سعر الصرف والمجمعات النقدية.

#### 1.2.3. مستوى معدل الفائدة كهدف للسياسة النقدية

إذا عدنا إلى النظرية النقدية نجد أن الكنزيين يريدون تثبيت سعر الفائدة في أدنى مستوى ممكن، في حين يهمله النقديون (*Les Monétaristes*) ويهتمون أكثر بكمية النقود، ويقولون أنه في حالة الاهتمام بمعدل الفائدة يجب ربطه بمستواه الحقيقي، الذي يعتبر صعب التحديد<sup>2</sup>

ويتعلق تحديد معدلات الفائدة بنمو الكتلة النقدية، كما يعتبر من أهم محددات سلوك العائلات والمستثمرين فيما يخص الادخار والاستثمار، لذا يجب على السلطات العامة الاهتمام بتقلبات معدلات الفائدة. والمشكل المطروح هنا هو كيفية تحديد المستوى الأمثل لهذه المعدلات خاصة وأنه يتأثر بمعدلات الفائدة السائدة في الخارج في ظل اقتصاد السوق، إلى جانب عرض وطلب رؤوس الأموال وكذا ارتباطه بالسياسة النقدية للدولة، هذه الأخيرة التي يجب عليها أن تعمل على إبقاء تغير معدلات الفائدة ضمن هوامش غير واسعة نسبياً، تحقق التوازن في الأسواق وتنفادي وقوع ضغوط تضخمية أو كساد. وهناك عدة أنواع من معدلات الفائدة من بينها<sup>3</sup>:

- المعدلات الرئيسية، وهي المعدلات التي تقتض بها البنوك التجارية من البنك المركزي، ويستند إليها في تحديد معدلات الإقراض بين البنوك.

- معدلات السوق النقدية، يتم على أساسها تداول الأوراق المالية القصيرة الأجل والقابلة للتداول، كسندات الخزينة وشهادات الإيداع.

- معدلات التوظيف في الأجل القصير كالحسابات على الدفاتر.

- المعدلات المدينة وهي التي تطبق على القروض الممنوحة.

### 2.2.3. سعر صرف النقد مقابل العملات الأخرى: يعتبر سعر صرف النقد مؤشر هام على الأوضاع الاقتصادية لبلد

ما، حيث يكون كهدف للسلطة النقدية ويعمل انخفاض سعر الصرف على تحسين وضعية ميزان المدفوعات لكنه في

<sup>1</sup> -Jean- Pierre Patat, Monnaie, institutions financières et politique monétaire, 4<sup>ème</sup> Edition, Economica, France, 1987, p 299.

<sup>2</sup> -Jacques- Henri David, Philippe Jaffré, la monnaie et la politique monétaire, 3<sup>ème</sup> édition, economica, France, 1990, p 99.

<sup>3</sup> - صالح مفتاح، مرجع سابق، ص 127.

المقابل يشجع الضغوط التضخمية، أما في حالة ارتفاع سعر الصرف فهذا يفرض ضغطا انكماشيا، مما يؤدي إلى خروج بعض المؤسسات غير القادرة على التأقلم وبالتالي انخفاض في مستويات النمو.

لذلك تعمل السلطات النقدية على استقرار سعر الصرف لضمان استقرار وضعية البلاد اتجاه الخارج، عن طريق ربط عملاتها بعملات قوية قابلة للتحويل، والحرص على استقرار سعر صرف عملاتها، لكن رغم ذلك فإن موجات المضاربة الشديدة على العملات تصعب السيطرة والتحكم في هذا الهدف.

**3.2.3. المجمعات النقدية:** هي عبارة عن مؤشرات لكمية النقود المتداولة والتي تعكس قدرة الأعوان الماليين المقيمين على الإنفاق<sup>1</sup>. وبالنسبة للنقدويين فإن تثبيت معدل نمو الكتلة النقدية في مستوى قريب من معدل نمو الإنتاج يعتبر الهدف الرئيسي للسياسة النقدية، وذلك لعدة مزايا أهمها:

- تفادي حدوث عدم استقرار من جانب عرض النقود.
  - التقليل من الاضطرابات الناجمة عن مصادر أخرى غير العرض النقدي.
  - ضمان الثبات النسبي لمستوى الأسعار على المدى الطويل.
- ويرتبط عدد المجمعات النقدية بطبيعة الاقتصاد وكذا درجة تطور الصناعة المصرفية والمنتجات المالية، وتعتبر هذه المجمعات كمصدر معلومات عن وتيرة نمو مختلف السيولات. وتكون المجمعات النقدية<sup>2</sup> عموما من  $M_1$ ،  $M_2$ ،  $M_3$ ،  $M_4$ .

### 3.3 الأهداف النهائية للسياسة النقدية

تعتبر الأهداف النهائية كنقطة أخيرة في مسار إستراتيجية السياسة النقدية، التي تؤثر بأدواتها على الأهداف الأولية ثم الوسيطة للوصول إلى أهداف نهائية تكون قد رسمتها على ضوء السياسة الاقتصادية العامة، فقبل ظهور المدرسة الكنتزية كان الهدف الوحيد للسياسة النقدية هو تحقيق استقرار الأسعار ومكافحة التضخم، ولكن بعد أزمة الكساد عام 1929 وظهور الأفكار الكنتزية ظهرت أهداف جديدة من بينها تحقيق العمالة الكاملة، تحقيق معدل عال من النمو، توازن ميزان المدفوعات وغيرها.

**1.3.3. الاستقرار النسبي في المستوى العام للأسعار المحلية:** يعتبر من أهم أهداف السياسة النقدية، نظرا لأهميته في تفادي مشكل التضخم ومكافحته وكذا علاج لمشاكل الكساد والركود، حيث أنه في حالة عدم التأكد من تقلبات أسعار السلع والخدمات هذا يؤثر سلبا على الاستقرار والنمو الاقتصادي، وبالتالي يصعب التخطيط للمستقبل كما يضر بالأمن والاستقرار الاجتماعي.

**2.3.3. محاربة البطالة (تحقيق العمالة الكاملة):** ويعتبر هذا الهدف مهما لسبيين، السبب الأول يتمثل في أن معدل البطالة المرتفع يسبب مشاكل اجتماعية، فتصبح العائلات تواجه مشاكل مالية حقيقية لسبب الثاني يتمثل في

<sup>1</sup> - عبد المجيد قدي، المدخل إلى السياسات الاقتصادية الكلية، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2003، ص64.

<sup>2</sup> - أنظر المحور الثالث.

أن معدل بطالة مرتفع يضيع للاقتصاد عناصر إنتاج تتمثل في اليد العاملة غير المستغلة، والتي تعتبر مورد اقتصادي هام. ومحاربة البطالة وتحقيق هدف التشغيل الكامل يجب أن تمس إجراءات السياسة النقدية تنشيط الاقتصاد لزيادة الاستثمار وبالتالي زيادة العمالة، إلى جانب تنشيط الطلب الفعال.

**3.3.3. تحسين ميزان المدفوعات:** ميزان المدفوعات هو سجل تدون فيه كل المعاملات الاقتصادية التي تتم بين مقيمين في بلد معين والبلدان الأخرى خلال فترة زمنية معينة، عادة ما تكون سنة.

يكون هذا الميزان في صالح البلد عندما تكون إيراداته أكبر من نفقاته للعالم الخارجي وتسعى كل الدول إلى جعل هذا الميزان لصالحها بهدف المحافظة على مخزونها الذهبي واحتياطاتها من العملة الصعبة. ففي حالة حدوث عجز في ميزان المدفوعات، يمكن للسياسة النقدية علاج هذا العجز عن طريق قيام البنك المركزي برفع سعر إعادة الخصم، الذي يدفع بالبنوك التجارية إلى رفع أسعار الفائدة على القروض الذي ينجم عنه تقليل حدة الائتمان والطلب المحلي على السلع والخدمات، وبالتالي انخفاض المستوى العام للأسعار داخل الدولة مما يشجع الصادرات المحلية ويقلل الطلب على السلع الأجنبية، كما أن ارتفاع أسعار الفائدة داخليا يجلب المزيد من رؤوس الأموال مما يساعد على معالجة العجز في ميزان المدفوعات.

**4.3.3. تحقيق معدلات نمو اقتصادي مرتفعة:** يعتبر النمو الاقتصادي الهدف الرئيسي للسياسة النقدية، هذه الأخيرة التي يمكنها التأثير على الاستثمار وذلك عن طريق العمل على تحقيق سعر فائدة حقيقي منخفض إلى حد ما، طبعاً دون أن يكون هذا سبباً في إحداث تضخم وإلا كانت النتيجة عكسية.

ويرتبط هذا الهدف بالأهداف النهائية الأخرى للسياسة النقدية، خاصة هدف التشغيل الكامل، حيث أن النمو الاقتصادي يكون سبباً في امتصاص الفائض من العملة، إلى جانب أن استقرار الأسعار وتحسن ميزان المدفوعات عاملان أساسيان في تحقيق النمو الاقتصادي.

**4. أدوات السياسة النقدية:** للوصول إلى الأهداف السابقة الذكر وتطبيق السياسة النقدية بفعالية يجب استعمال عدة أدوات لذلك، هذه الأخيرة التي تنقسم إلى أدوات كمية وأخرى نوعية.

**1.4. الأدوات الكمية للسياسة النقدية:** الأدوات الكمية هي الأدوات التي تسعى للتأثير على حجم الائتمان وكلفته (معدل الفائدة) وبالتالي على الكميات النقدية الإجمالية المعروضة في الاقتصاد، ويطلق عليها صفة التقليدية لأنها نمت مع نمو البنوك المركزية، وتتمثل هذه الأدوات في سياسة سعر إعادة الخصم، نسبة الاحتياطي القانوني وعمليات السوق المفتوحة.

**1.1.4. سياسة سعر إعادة الخصم:** سعر إعادة الخصم هو سعر الفائدة الذي يحصل عليه البنك المركزي مقابل إعادة خصمه للأوراق المالية التي تقدمها له البنوك التجارية، للحصول على أموال من أجل تدعيم احتياطاتها النقدية وزيادة قدرتها على منح الائتمان وخلق ودائع جديدة.

ويهدف البنك المركزي من خلال هذه السياسة إلى التأثير على كلفة حصول البنوك التجارية على الموارد النقدية التي يقدمها أولاً، وعلى كلفة الائتمان الذي تمنحه البنوك لعملائها كهدف ثان. فإذا أراد البنك المركزي التقليل من كمية النقود المعروضة، فإنه يقوم برفع سعر إعادة الخصم وبالتالي زيادة تكاليف البنوك التجارية، مما يدفعها إلى عدم خصم ما لديها من أوراق تجارية وبالتالي التقليل من منح القروض مما يقلل عرض النقد، أما إذا أراد البنك المركزي زيادة كمية النقود المعروضة، فإنه يقوم بتخفيض سعر إعادة الخصم، مما يشجع البنوك التجارية على إعادة خصم ما لديها من أوراق تجارية وزيادة الإقراض مما يزيد من حجم كمية النقود.

وتعتبر سياسة سعر إعادة الخصم بمثابة إشارة عن نية البنك المركزي بخصوص السياسة النقدية واتجاهها في المستقبل، أي أن له أثر الإعلان<sup>1</sup>. فمثلاً إذا كشف البنك المركزي عن نيته في رفع سعر إعادة الخصم فهذا يدل أنه سيطبق سياسة انكماشية في المستقبل والعكس في حالة خفض سعر معدل إعادة الخصم.

**2.1.4. نسبة الاحتياطي القانوني:** يمثل الاحتياطي القانوني أو الإلزامي تلك النسبة التي يفرضها البنك المركزي على البنوك التجارية والتي يتم الاحتفاظ بها لدى البنك المركزي كوديعة بدون فوائد، وتحدد هذه النسبة وفقاً للظروف الاقتصادية السائدة في البلد.

ويتمثل الهدف المباشر للاحتفاظ بهذه النسبة من الاحتياطي لدى البنك المركزي هو ضمان سلامة أموال المودعين، حيث تستخدم هذه الأموال لإقراض البنوك التي تتعرض لأزمات مالية أو لنقص في السيولة، بهدف المحافظة على مراكزها المالية واطمئنان المودعين على أموالهم، والهدف الآخر هو التأثير على عرض النقد لدى البنوك التجارية ففي أوقات الركود والكساد يقوم البنك المركزي بتخفيض نسبة الاحتياطي القانوني الأمر الذي يؤدي إلى زيادة الاحتياطيات المتوفرة لدى البنوك التجارية، وبالتالي تزيد قدرتها على منح الائتمان، مما يؤدي إلى تشجيع الطلب. أما إن كانت هناك بوادر ضغوط تضخمية في النشاط الاقتصادي نتيجة الإفراط في خلق الائتمان، فإن البنك المركزي يلجأ إلى رفع نسبة الاحتياطي القانوني لخفض احتياطيات البنوك التجارية وبالتالي كبح قدرتها على منح الائتمان مما يؤدي إلى خفض حجم الاستثمار ومعدل التوظيف ويقلل الطلب ومن ثم تنخفض الأسعار. ومن مزايا استخدام الاحتياطي القانوني للتأثير على العرض النقدي هي أنه يؤثر على كل البنوك بالتساوي، ومن ثم فإن أثرها قوي، كما أن تأثيره على كمية النقود المتداولة لا يرتبط بقرار البنوك التجارية كما هو الحال بالنسبة لسعر الخصم، كما لا يرتبط استخدامها بوجود أسواق مالية متطورة، ولا برغبة الجمهور ببيع وشراء السندات والأوراق المالية الأخرى كما هو الحال بالنسبة لعمليات السوق المفتوحة<sup>2</sup>. ومن عيوب هذه الأداة، انه يصعب عليها تحقيق التغييرات الصغيرة في العرض النقدي، كما أن تكرار التغييرات في نسب الاحتياطي القانوني يربك البنوك

<sup>1</sup> - أحمد أبو الفتوح الناقعة، مرجع سابق، ص 239.

<sup>2</sup> - عبد المنعم السيد علي، نزار سعد الدين العيسى، النقود والمصارف والأسواق المالية، دار حامد للنشر والتوزيع، الأردن، 2004، ص 369.

وقابليتها على منح القروض وعلى استثمار ما لديها من أموال، حيث يجعلها غير متأكدة من وجهة هذه التغيرات ومداهها.

**3.1.4. عمليات السوق المفتوحة:** المقصود بهذه السياسة هو قيام البنك المركزي بتزويد أو استرجاع النقود من الجهاز المصرفي، وذلك عن طريق شراء أو بيع أوراق مالية في السوق بهدف التأثير على الائتمان وعرض النقود حسب الظروف الاقتصادية السائدة، وتعتبر هذه الأداة الأكثر استعمالاً خاصة في الدول التي تملك سوق مالي ونظام مصرفي متطورين، بالإضافة إلى وجود وعي مصرفي لدى أفراد المجتمع. وأول من استخدم هذه الأداة هو بنك إنجلترا كوسيلة إضافية بهدف تفعيل معدل إعادة الخصم عام 1931<sup>1</sup>، وبمرور الوقت أصبح تطبيق هذه الأداة الطريقة الرئيسية للسيطرة على الائتمان.

ففي حالة الركود والكساد يسعى البنك المركزي لزيادة عرض النقود بهدف دعم القدرة الشرائية وبالتالي رفع مستوى الطلب الكلي، ويقوم هنا بسياسة نقدية توسعية *Expansionary Policy*، من خلال شراء السندات الحكومية والأوراق المالية، أما في حالة اقتصاد يعاني من التضخم فإن البنك المركزي يسعى إلى خفض حجم العرض النقدي من خلال استخدام سياسة نقدية انكماشية *contractionary policy*، حيث يقوم ببيع سندات حكومية بأسعار مغرية لتحفيز شرائها، وبالتالي تقل كمية النقود المتداولة نتيجة للحد من إمكانية البنوك من خلق النقود.

وهناك ثلاثة شروط أساسية لضمان فاعلية عمليات السوق المفتوحة وهي: مدى توفر السندات الحكومية (كما ونوعاً)، مدى توفر سوق نقدية نشطة لتداول هذه الأوراق، مدى استجابة البنوك التجارية لرغبات البنك المركزي<sup>2</sup>.

ومن مزايا هذه الأداة أنها تتم بمبادرة من البنك المركزي، الذي يقوم بالرقابة الكاملة على حجم عمليات السوق المفتوحة، كما أنها تتميز بالمرونة، فيمكن أن تمارس بأي درجة سواء كان الحجم المطلوب إحداثه لتغيير الاحتياطات أو القاعدة النقدية كبيراً أو صغيراً، كما يمكن عكس عمليات السوق المفتوحة بسرعة في حالة حدوث خطأ في ممارستها، وتتميز بإحداث الأثر المطلوب بسرعة<sup>3</sup>.

ومن عيوب هذه الأداة أنها لا تصلح للدول النامية لأنها لا تملك أسواق مالية متطورة، فهي تصلح فقط للدول المتقدمة التي لها أسواق مالية نشطة وكفأة، كما أنها لا تكون فعالة في حال توفر احتياطات فائضة عند البنوك التجارية، وقد تؤدي إلى تقلبات كبيرة في أسعار السندات الحكومية وفي أسعار الفائدة، وهذا يؤدي إلى أثر عكسي للأثر المرغوب تحقيقه.

<sup>1</sup> - صالح مفتاح، ورجع سابق، ص 150.

<sup>2</sup> - أكرم حداد، مشهور هذلول، مرجع سابق، ص 189.

<sup>3</sup> - أحمد أبو الفتوح علي الناقية، مرجع سابق، ص 236.

**4.1.4. ملاحظات حول الأدوات الكمية للسياسة النقدية:** من النتائج التي يمكن الوصول إليها هي أنه إذا أردنا تفعيل الوسائل الكمية للسياسة النقدية يجب إتباع ما يلي<sup>1</sup>:

- استعمال كلا من سعر إعادة الخصم وعمليات السوق المفتوحة في آن واحد للحصول على رقابة نقدية ائتمانية فعالة. فمثلا في حالة بيع السندات الحكومية في السوق المفتوحة لغرض تقليص القاعدة الائتمانية للجهاز المصرفي لن يكون مجديا إذا لم يصاحب برفع سعر إعادة الخصم في الوقت نفسه. لأن ذلك سيدفع البنوك التجارية إلى اللجوء للبنك المركزي بهدف الحصول على مزيد من الاحتياطات النقدية عن طريق إعادة خصم الأوراق التجارية والمالية الموجودة لديها، لمواجهة الآثار الانكماشية المنعكسة على احتياطها النقدي بسبب بيع البنك المركزي للسندات الحكومية في السوق المفتوحة، وهذا يفشل تحقيق الهدف المرغوب للبنك المركزي الذي يتمثل في الحد من الائتمان.

- التغييرات في نسبة الاحتياطي القانوني تكون لها آثار مربكة خاصة في حالة عدم استمراريتها وتواصلها، أدى هذا إلى الاعتقاد أنه يجب استعمالها على نطاق ضيق ويتم اللجوء إليها فقط في حالة إتباع سياسة نقدية انكماشية.

- فعالية الوسائل الكمية للسياسة النقدية تعتمد على ثلاثة شروط هي: وجود سوق مالية ونقدية متطورة ومنتظمة، قيام البنوك التجارية بعمليات إعادة الخصم لدى البنك المركزي بشكل واسع واعتمادها على الاحتياطات للبنوك التجارية باحتياطي نقدي ثابت ومعلوم وعدم امتلاكها احتياطات فائضة كبيرة.

**2.4. الأدوات الكيفية (النوعية) للسياسة النقدية:** يقصد بالأدوات الكيفية للسياسة النقدية تلك الأساليب المباشرة التي يستخدمها البنك المركزي، بهدف التأثير على نوعية الائتمان وتوجيهه لتحقيق أغراض اقتصادية معينة. وتستعمل هذه الأدوات بشكل كبير في الدول النامية، لأنه يتعدى عليها استعمال الأدوات الكمية بسبب ضعف نمو أسواقها المالية وأجهزتها المصرفية.

وتتضمن الأدوات الكيفية مجموعة الإجراءات التي تتخذها السلطة النقدية لغرض تشجيع أنواع معينة من الإنفاق أو الاستثمارات المنتجة، بتوجيه التوسع المرغوب فيه أو وقف التوسع غير المرغوب في أنواع أخرى من الاستخدامات عن طريق التأثير المباشر على الائتمان المصرفي، كاستخدام هذه الوسائل للحد من القروض المفتوحة لمستوردي السلع الاستهلاكية غير الضرورية، أو كبح القروض الموجهة لبناء وشراء السندات لغرض المضاربة<sup>2</sup>.

ويمكن تلخيص أهم الأدوات الكيفية المستعملة من طرف البنوك المركزية عبر العالم فيما يلي:

<sup>1</sup> - عبد المنعم السيد علي، نزار سعد الدين العيسى، مرجع سابق، ص 370، 371.

<sup>2</sup> - الدوري زكريا، السامرائي يسري، البنوك المركزية والسياسات النقدية، دار البازوري العلمية للنشر والتوزيع، الأردن، 2006، ص 216.

**1.2.4. سياسة تأطير القرض:** تهدف هذه السياسة إلى الحد من قدرة البنوك التجارية على منح الائتمان بشكل مباشر وذلك عن طريق فرض سقف أعلى للائتمان لا يمكن لأي بنك تجاوزه بهدف الحد من خلق نفود الودائع مباشرة. ويقوم البنك المركزي بتطبيق هذه السياسة في حالة حدوث تضخم بهدف توجيه منح الائتمان، حيث يمنح الائتمان للقطاعات ذات الأولوية والتي لم تتسبب في إحداث التضخم ويقيّد الائتمان عن القطاعات التي تكون سببا في إحداث التضخم، ويمكن أن تكون هذه السياسة متعلقة بمعيّار أجل القروض (قصيرة الأجل، متوسطة أو طويلة الأجل).

وعند ارتفاع حدة التضخم يقوم البنك المركزي بوضع سياسة تأطير قرض إجبارية، عن طريق تحديد الحد الأقصى لحجم القروض الممكن منحها من طرف البنوك أو تحديد معدل نمو القروض، ولقد استخدم هذا الأسلوب لأول مرة في فرنسا عام 1948، وعادة ما ترفق هذه السياسة (تأطير القرض) ببرامج استقرار للكتلة النقدية عن طريق التقليل من النفقات العمومية وتشجيع الادخارات وإصدار السندات وغيرها من الوسائل الكفيلة بتخفيض فائض الكتلة النقدية<sup>1</sup>.

**2.2.4. الودائع الخاصة:** من خلال هذه الأداة يقوم البنك المركزي بفرض اقتطاع نسبة من أرصدة البنوك التجارية على شكل ودائع مجمدة عنده تمنح عليها فائدة معينة بالإضافة إلى الاحتياطي القانوني، ويهدف هذا الاقتطاع إلى التقليل من عمليات الائتمان التي تقوم بها المصارف عن طريق التقليل من أرصدها.

**3.2.4. الإقناع الأدبي:** يلجأ البنك المركزي إلى أسلوب التباحث والحديث المقنع مع البنوك التجارية فيما يخص السياسة والهدف الذي يريد تحقيقه، كالسعي لإقناعها بإتباع سياسة ائتمان معينة تحقيقا لأهداف اقتصادية محددة، وقد استخدمت بريطانيا هذا الأسلوب عام 1946 عندما أتمت بنوك إنجلترا<sup>2</sup>. وتتوقف فعالية هذه الأداة على خبرة ومكانة البنك المركزي ومدى ثقة البنوك التجارية في إجراءاته، وكذا على مدى استقلالية قراراته. ويكون الإقناع الأدبي أو ما يمكن تسميته بسياسة المصارحة (*Open Mouth Policy*) من خلال الصحف والمجلات وخطب المسؤولين في المناسبات المختلفة، وهذه السياسة في غالب الأحيان لا تكون فعالة إلا إذا دعمت بوسائل أخرى كتغيير سعر إعادة الخصم ونسبة الاحتياطي القانوني.

**4.2.4. سياسة معدلات الفائدة:** هدف البنوك التجارية هو أن تكون استثماراته مربحة، ولكي يتحقق ذلك يجب أن تتجاوز الفوائد والعمولات المقبوضة الفوائد المدفوعة وكلفة إعادة التمويل ومجموع التكاليف الأخرى. لكن في العديد من البلدان يتدخل البنك المركزي ويفرض معدلات فائدة محددة على البنوك التجارية، ويكون التأثير على هذه المعدلات عن طريق معدل الفائدة المصرفي الأساس (*Taux de base*)، هذا الأخير الذي يتأثر بمعدلات الفائدة في السوق النقدي. وهناك صعوبة في التوفيق بين تطبيق معدلات فائدة تحقق التوازن بين النمو

<sup>1</sup> - صالح مفتاح، مرجع سابق، ص 156.

<sup>2</sup> - حسن أحمد عبد الرحيم، اقتصاديات النقود والبنوك، مؤسسة طيف للنشر والتوزيع، مصر، 2008، ص 241.

الاستثماري من جهة وتفادي التضخم والكساد من جهة أخرى، وهنا تكمن مدى فعالية هذه السياسة التي يجب أن تراعي عدة معطيات من بينها التعويض العادل للمدخرين خاصة على المدى الطويل وكذا ممارسة التأثير على الإقراض بهدف كبح جماح التضخم.

**5.2.4. سعر الصرف:** يستخدم سعر الصرف من طرف البنك المركزي بهدف التأثير على حجم التجارة الخارجية، حيث يقوم بتخفيض سعر صرف العملة المحلية إذا كان هدفه زيادة الصادرات لأجل تحسين ميزان المدفوعات، ويقوم برفع سعر صرف العملة المحلية مما يؤدي إلى زيادة الاستيراد من الخارج ويعتبر استقرار سعر الصرف سبب رئيسي في نمو التجارة الخارجية.

### 3.4. الأدوات الحديثة للسياسة النقدية:

**1.3.4. سياسة التيسير الكمي:** التيسير الكمي هو عبارة عن أداة من أدوات السياسة النقدية غير التقليدية، والتي لا تهدف للخفض المباشر لمعدل الفائدة من خلال زيادة العرض النقدي كما هو الحال في أداة السوق المفتوحة، التي تنتمي للأدوات التقليدية للسياسة النقدية، وإنما هي أداة تهدف إلى تعديل هيكل معدلات الفائدة أو هيكل معدلات العائد على السندات، وذلك وفقا لتواريخ استحقاقها، بهدف زيادة معدل العائد على استحقاقات معينة وخفضها على استحقاقات أخرى، وذلك من خلال تكثيف عمليات شراء سندات باستحقاقات محددة لتوجيه الائتمان في الاقتصاد نحو وجهة معينة، يرى البنك المركزي أنها تؤدي إلى رفع معدلات الاستثمار والنمو والتوظيف<sup>1</sup>.

فالتيسير الكمي إذا هو قيام البنك المركزي بطباعة كميات جديدة من العملة، واستخدامها في شراء أوراق مالية كالسندات الحكومية لتضاف إلى محفظة الأصول التي يملكها، فترتفع أسعار هذه السندات وتنخفض معدلات العائد الذي تحصل عليه البنوك من الاستثمار فيها، مما يدفعها للتوجه لزيادة الإقراض وبالتالي تنشيط الاقتصاد، من خلال رفع مستويات الاستثمار والاستهلاك والإنتاج. وبالمقابل يرتفع جانب الأصول في ميزانية البنك المركزي، وتسجل كمية العملة الجديدة التي يصدرها في جانب الالتزامات في ميزانيته، وبذلك يكون جانب الأصول والخصوم في الميزانية قد ارتفعا بقيمة الأوراق المالية التي قام البنك المركزي بشراؤها، وبالتالي يزيد حجم ميزانيته، وتجدر الإشارة إلى أن هذه السياسة تستخدم في أوقات الأزمات بشكل خاص<sup>2</sup>.

وباعتبار التيسير الكمي يستهدف التأثير على هيكل معدل الفائدة في الحالة التي تكون فيها معدلات الفائدة صفرية أو قريبة من الصفر، فإنه يستخدم للتأثير على معدلات الفائدة طويلة الأجل، حيث يتم تخفيض معدلات الفائدة على الاحتياطات الإضافية للبنوك التجارية لدى البنك المركزي، الأمر الذي يدفع البنوك إلى التقليل من

<sup>1</sup> - محمد إبراهيم السقا، هل بدأت رحلة النهاية لسياسات التيسير الكمي، مقال منشور على الموقع الإلكتروني:

[www.aleqt.com/2013/06/28/article\\_766147.html](http://www.aleqt.com/2013/06/28/article_766147.html)، اطلع عليه يوم 2015/04/21، على الساعة 22:10.

<sup>2</sup> - محمد إبراهيم السقا، طباعة المزيد من الدولار "التيسير الكمي" مقال منشور على الموقع الإلكتروني لصحيفة الاقتصادية

[www.aleqt.com/2010/10/15/article\\_455787.html](http://www.aleqt.com/2010/10/15/article_455787.html)، اطلع عليه يوم 2015/05/31، على الساعة 21:30.

هذه الاحتياطات وتوجيهها نحو الإقراض، فيزيد الإنفاق الاستثماري والاستهلاكي ويزيد التشغيل والدخل والإنتاج فيرتفع معدل النمو الاقتصادي.

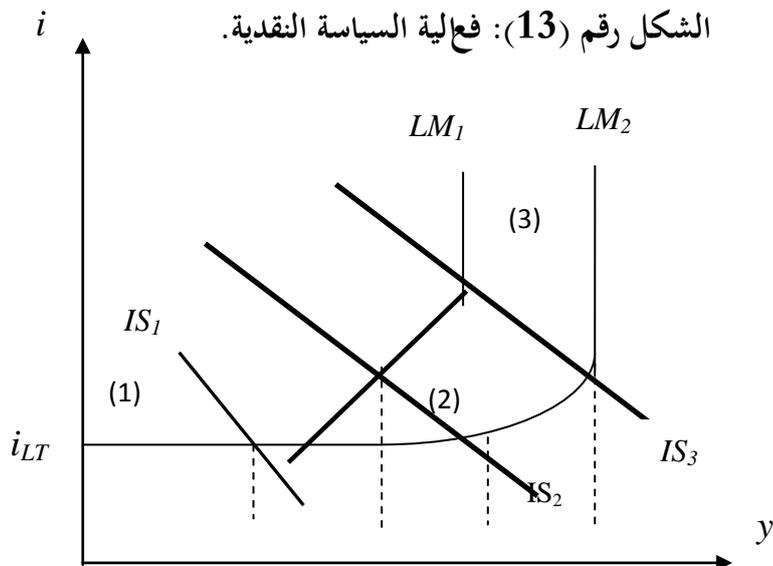
#### 2.3.4. أداة برنامج منحى العائد على السندات *Operation Twist* : وتعني هذه السياسة قيام

البنك المركزي ببيع السندات قصيرة الأجل، ثم يتم بقيمتها شراء سندات خزانة طويلة الأجل، وهدف هذه السياسة هو التأثير على معدلات الفائدة طويلة الأجل ودفعها للانخفاض، وتختلف عن سياسة التيسير الكمي في أنه لا يترتب عليها زيادة في حجم العرض النقدي، حيث لا تؤثر في حجم ميزانية البنك المركزي، لأنها تتمثل في استبدال سندات ذات استحقاق قصير الأجل بسندات ذات استحقاق طويل الأجل، وتكون قيمة هاذين النوعين من السندات متساوية، وقد استخدمت هذه الأداة أثناء الأزمة المالية العالمية الأخيرة.

5. **فعالية السياسة النقدية:** لقد أثار موضوع فعالية السياسة النقدية جدلا واسعا بين الاقتصاديين، فقد اعتبر الكلاسيك السياسة النقدية أنها الأداة الفعالة لتحقيق الاستقرار الاقتصادي وتفاذي حالة التضخم، لكن بعد أزمة 1929 وعجز السياسة النقدية على معالجتها جاء الفكر الكنزى الذي أعطى أهمية أكبر للسياسة المالية وأهمية أقل للسياسة النقدية، لتأتي بعدها مدرسة شيكاغو التي أعادت للسياسة النقدية أهميتها وفعاليتها.

#### 1.5. فعالية السياسة النقدية في الفكر الكلاسيكي والكنزى

يمكن للسياسة النقدية التأثير على العرض النقدي بطريقة مباشرة عن طريق التحكم في الإصدار النقدي أو بطريقة غير مباشرة من خلال التأثير على قدرة البنوك في منح الائتمان ، وبالتالي على النقود التي يخلقها الجهاز المصرفي عن طريق عمليات السوق المفتوحة، تغيير سعر الخصم ونسبة الاحتياطي القانوني. ويمكن إيضاح أثر السياسة النقدية التوسعية أو الانكماشية من خلال تغيرات منحى LM.



المصدر: عطوة يوسف محمد محمود، البرعي عصام الدين البدرابي، اقتصاديات النقود والبنوك النظريات والسياسات، مصر، 2007، ص99.

حيث أن المنطقة رقم (1) تسمى بالمنطقة الكنزية، والمنطقة رقم (2) هي المنطقة الوسطى أما المنطقة رقم (3)

فتسمى بالمنطقة الكلاسيكية.

حيث يوضح الشكل السابق تأثير السياسة النقدية على الدخل، فإذا حدث مثلاً زيادة في عرض النقود في المنطقة الكلاسيكية في هذه الحالة يوجد فائض في الأرصد النقدية يريد أصحابها التخلص منه، عن طريق شراء السندات التي يزيد الطلب عليها فترتفع أسعارها، وبالتالي تنخفض أسعار الفائدة (الطلب النقدي للمضاربة يساوي صفر في هذه المنطقة والطلب النقدي لغرض المعاملات يفترض أن يكون غير حساس لسعر الفائدة)، وبالتالي انخفاض سعر الفائدة يشجع الاستثمار وبالتالي زيادة الدخل، وهكذا تكون السياسة النقدية كاملة الفعالية في المنطقة الكلاسيكية.

وإذا حدثت الزيادة في النقود في المنطقة الوسطى من المنحنى  $LM$  فتؤدي هذه الزيادة إلى زيادة الدخل، لكن تكون أقل من الزيادة التي حدثت في المنطقة الكلاسيكية، بسبب ميل الأفراد للاحتفاظ بجزء من النقود لأغراض المضاربة. أما في المنطقة الكنزوية فإن السياسة النقدية تصبح ضعيفة المفعول، لأن كمية النقود المعروضة لا تؤثر على سعر الفائدة، وبالتالي الاستثمار والدخل لا يتأثران بالسياسة النقدية وتكون هنا فعالية السياسة المالية أكبر في معالجة حالات الكساد واستعادة حالة التشغيل الكامل.

## 2.5. فعالية السياسة النقدية عند النقديين

لقد اعتبر النقديون أن فعالية السياسة النقدية أقوى من فعالية السياسة المالية، كما رأى الكنزويون الذين ركزوا على سعر الفائدة والاستثمار كآلية للانتقال، حيث اعتقد النقديون أن للسياسة النقدية أثر على الدخل من خلال المتغيرات الأخرى، فالاستهلاك قد يتغير بتغير سعر الفائدة ويتناسب عكسياً معه. حيث أنه كلما ارتفع سعر الفائدة ضحى المستهلك بجزء من دخله للدخار، والزيادة في عرض النقود تؤدي إلى انخفاض سعر الفائدة وزيادة الاستهلاك الذي يدعم الطلب الكلي، وبالتالي يتزايد المستوى التوازني للدخل.

ونتيجة لذلك فإن السياسة النقدية تكون فعالة إذا كان الاستهلاك يرتبط عكسياً مع سعر الفائدة، كما تؤثر السياسة النقدية على الدخل من خلال تغيير نمط الأصول التي يرغب الأفراد الاحتفاظ بها، فإذا زاد العرض النقدي الاسمي وبقي مستوى الأسعار ثابتاً فإن عرض النقود الحقيقي يتزايد، وبالتالي تزيد الثروة ومعها الاستهلاك، الذي يدعم الطلب الكلي والمستوى التوازني للدخل. فالسياسة النقدية تكون فعالة حتى في ظل مصيدة السيولة، إذا كان الاستهلاك دالة في الثروة في هذه الحالة تكون السياسة النقدية أكثر فعالية من السياسة المالية حسب النقديين<sup>2</sup>.

<sup>1</sup> - المرجع السابق، ص 100.

<sup>2</sup> - صالح مفتاح، مرجع سابق، ص ص 172، 173.

## 6. السياسة النقدية في الجزائر

يمكن تقسيم مراحل تطور السياسة النقدية في الجزائر إلى مرحلتين أساسيتين، هما مرحلة ما قبل الإصلاحات الاقتصادية والمالية، وبشكل خاص قبل عام 1990، أي قبل صدور قانون النقد والقرض 90-10، والمرحلة الثانية هي ما بعد عام 1990، أي بعد صدور قانون النقد والقرض وتحول الاقتصاد الجزائري نحو اقتصاد السوق.

## 6.1. السياسة النقدية في الجزائر قبل عام 1990

اتبعت الجزائر منذ الاستقلال النظام الاشتراكي واتجهت نحو دعم وتمويل التنمية في مختلف القطاعات خاصة الصناعات الثقيلة، وهو ما كان يستلزم وجود مصادر تمويل، لذلك تم إنشاء مجموعة من البنوك العمومية على رأسها البنك المركزي الجزائري، والذي اعتبر كمؤسسة عمومية تتمتع بالاستقلال المالي، وذلك في 12 ديسمبر 1962، حيث كلف بإصدار النقود ومراقبتها والإشراف على البنوك والمؤسسات المالية، كما أن كان ملزما بتمويل الخزينة العمومية لإنجاز المشاريع التنموية الضخمة التي دخلت فيها الجزائر عقب الاستقلال. وبموجب قانون المالية 1965 وضع البنك المركزي بشكل كلي تحت تصرف الخزينة العمومية من خلال منحها تسهيلات غير محدودة، وما نتج عن ذلك من الإصدار العشوائي للنقود، مما أحدث اختلالات نقدية واضحة. في عام 1970 عمدت السلطات العمومية إلى منح الثقة للبنوك في تسيير ومراقبة عمليات المؤسسات العمومية، وإصلاح صلاحيات البنك المركزي والبنوك عامة، والتي أصبح لزاما عليها إعداد ملف القرض للحصول على موافقة البنك المركزي الذي له الاستقلال الكلي في قبوله أو رفضه للملف. كما عرفت هذه الفترة تثبيت معدل الفائدة، حيث ثبت معدل الخصم عند 2.75% بداية من 1972 حتى عام 1986، وقد كان أقل من سعر الفائدة الدائن<sup>1</sup>.

أما بالنسبة للأسعار فقد كانت غير واقعية، ففي غياب سياسة سعرية واضحة كانت أسعار الكثير من المنتجات تحدد من طرف الدولة، بالإضافة لتطبيق سياسة الدعم عليها، لكن بشكل عام عرف معدل التضخم تصاعدا ملحوظا حيث وصل عام 1978 معدل 17.3%، وكان ذلك نتيجة زيادة الإصدار النقدي وارتفاع مستوى الطلب الاستهلاكي، فقد ارتفع الإصدار النقدي من 4.10 مليار دج عام 1962 إلى 308.1 مليار دج عام 1989، متضاعفا بأكثر من 75 مرة، حيث كانت الزيادة في الكتلة النقدية تفوق الزيادة في الناتج، ففي حين تضاعف الناتج بـ 32 مرة تضاعفت الكتلة النقدية بأكثر من 75 مرة. كما عرفت هذه المرحلة انتشار الاكتناز النقدي، وغياب السوق المالي وسيطرة البنوك على التمويل، واستخدام الأدوات غير المباشرة من طرف البنك المركزي كتأطير القروض<sup>2</sup>.

<sup>1</sup> - بقيق ليلي إسمهان، آلية تأثير السياسة النقدية في الجزائر ومعوقاتهما في الجزائر-دراسة قياسية، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، تخصص نقود مالية وبنوك، جامعة تلمسان، الجزائر، 2015، ص238-248.

<sup>2</sup> - المرجع نفسه، الصفحة نفسها.

- وخلال هذه الفترة كانت الكتلة النقدية تتكون من:
- النقود الورقية: والتي تتمثل في أوراق البنكنوت والقطع المعدنية، وتعتبر من المكونات الأساسية للكتلة النقدية في الجزائر.
  - النقود الكتابية: وتتمثل في الودائع تحت الطلب لدى البنوك ومراكز البريد وصناديق التوفير وأموال الخواص في الخزينة.
  - أشباه النقود (السيولة المحلية  $M_2$ ): تتكون من الودائع المدوعة للحصول على فوائد والودائع لأجل والودائع الخاصة المسيرة من طرف مؤسسات القرض.
- وقد كان البنك المركزي الجزائري يستند في عملية الإصدار إلى الأصول التالية:
- الذهب والعملات الصعبة: والتي معظمها مصدرها إيرادات الجزائر من المحروقات ومداخل لرؤوس الأموال من الاستثمارات الخارجية المباشرة وغير المباشرة، وتحويلات الجالية الجزائرية بالخارج، بالإضافة لما تملكه الدولة من سبائك و عملات ذهبية و عملات أجنبية حرة للتداول.
  - ديون على الخزينة: ففي حالة العجز في الموازنة العامة تلجأ الخزينة العامة للاقتراض من البنك المركزي الذي يمنحها تسهيلات، أو تفرض على البنوك التجارية الاكتتاب في سندات الخزينة الجزائرية. وتجدد الإشارة أنه خلال هذه الفترة كانت القروض التي تأخذها الخزينة العمومية من البنك المركزي غير محدودة، لكن مع صدور قانون النقد والقرض وضع نصاب قانوني لهذه القروض.
  - قروض للاقتصاد: وهي القروض المقدمة من البنك المركزي للبنوك التجارية من خلال إعادة خصم أوراقها التجارية.
- وخلال هذه الفترة كانت القروض على الاقتصاد تمثل أكبر نسبة لتغطية الكتلة النقدية بـ 75%، تليها ديون على الخزينة العمومية وبدرجة أقل الذهب والعملات الأجنبية<sup>1</sup>.
- وبشكل عام يمكن القول أن النقود في الجزائر قبل قانون النقد والقرض كانت عبارة عن ظاهرة حسابية لا غير، ولم تكن أداة استراتيجية من أجل التحكم في التنمية الاقتصادية<sup>2</sup>، لا وجود لسياسة نقدية حقيقية في الجزائر خلال هذه الفترة، نظرا لتبعية البنك المركزي للخزينة وعدم تمتعه بأدنى حد من الاستقلالية، فالهدف خلال هذا الفترة كان تمويل المشاريع التنموية بدون الأخذ بعين الاعتبار وظيفة ودور النقود في الاقتصاد.

## 2.6. السياسة النقدية في الجزائر بعد عام 1990

لقد عرفت فترة نهاية الثمانينيات وبداية التسعينيات مرحلة هامة وحرحة في الوقت نفسه، نظرا للسير نحو التحول من الاقتصاد الاشتراكي نحو اقتصاد السوق، والشروع في الكثير من الإصلاحات مست بشكل أساسي

<sup>1</sup> - بلعزوز بن علي، أثر تغير معدل الفائدة على اقتصاديات الدول النامية-حالة الجزائر، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة الجزائر، 2004، ص243.

<sup>2</sup> المرجع نفسه، ص239.

الجانب النقدي والمالي، والانخفاض الكبير في أسعار البترول مما أدى إلى تراجع إيرادات البلاد ودخولها في مرحلة صعبة. وقد مست الإصلاحات الجانب النقدي من خلال صدور سلسلة من القوانين بداية من عام 1986 بدءا بالقانون 86-12 المؤرخ في 19 أوت 1986، ثم القانون 88-01 الصادر في 12 جانفي 1988، وصولا إلى قانون 90-10 المؤرخ في 14 أفريل 1990، أو ما يسمى بقانون النقد والقرض.

وقد أصبح مجلس النقد والقرض هو الذي يمثل السلطة النقدية في الجزائر، وهو الذي يقوم بتحديد السياسة النقدية وقواعد إدارتها ومتابعتها وتقييمها، كما يحدد الأهداف النقدية، أما تنفيذ السياسة النقدية فتم إسناده لبنك الجزائر، من خلال تدخلاته النقدية في السوق النقدي أو خارجه.

### 1.2.6. أهداف السياسة النقدية بعد عام 1990

تحدد أهداف السياسة النقدية ووسائلها من طرف مجلس النقد والقرض ( CMC ) بصفته سلطة نقدية، ويترتب عن ذلك إسناد مهمة تطبيق السياسة النقدية على أساس إطار تنظيمي ملائم.

- **الأهداف في إطار القانون 90-10:** تشير المادة 55 من قانون النقد والقرض إلى الأهداف النهائية للسياسة النقدية، حيث جاء فيها: " تتمثل مهمة البنك المركزي في مجال النقد والقرض والصرف في توفير أفضل الشروط لنمو منتظم للاقتصاد الوطني، والحفاظ عليها بإتناء الطاقات الإنتاجية الوطنية مع السهر على الاستقرار الداخلي والخارجي للنقد".

فمن خلال هذه المادة نلاحظ أن هدي السياسة النقدية بموجب هذا القانون تمثلا في:

- تحقيق النمو الاقتصادي (توفير أفضل الشروط لنمو منتظم).  
- تحقيق استقرار الأسعار ( السهر على الاستقرار الداخلي والخارجي للعملة).  
ويعتبر هاذين الهدفين متناقضين في السياسة النقدية حيث أن استهداف النمو الاقتصادي يستلزم ضخ المزيد من الكتلة النقدية، الأمر الذي قد يتسبب في ارتفاع معدلات التضخم.

### - الأهداف في إطار تعديلات قانون 90-10

يتمثل الهدف النهائي للسياسة النقدية في إطار القانون ( 03-11 ) المؤرخ في 26 أوت 2003 المتعلق بالنقد والقرض في ضمان الاستقرار الداخلي والخارجي للعملة الوطنية، وكذا الحفاظ على ضمان النمو السريع للاقتصاد، حيث تنص المادة 35 منه على ما يلي: " تتمثل مهمة بنك الجزائر في ميادين النقد والقرض والصرف في توفير أفضل الشروط والحفاظ عليها لنمو سريع للاقتصاد مع السهر على الاستقرار الداخلي والخارجي " <sup>1</sup> . وقد تم إصدار نظامين من طرف مجلس النقد والقرض هما <sup>2</sup>:

<sup>1</sup> - التقرير السنوي لبنك الجزائر، 2013، ص146.

<sup>2</sup> - محمد راتول، صلاح الدين كروش، تقييم فعالية السياسة النقدية في تحقيق المربع السحري لكالدور في الجزائر خلال الفترة ( 2000-2010 )، مقال منشور في مجلة بحوث اقتصادية عربية، العدد 66، 2014، ص99.

- النظام 91-08 المؤرخ في 14 أوت 1991، والمتضمن تنظيم السوق النقدية، حيث يشير في بابه الثالث (المواد 11-22) إلى أن تدخلات بنك الجزائر في السوق النقدية تتم في إطار أهدافه النقدية.
- النظام 00-01 المؤرخ في 13 فيفري 2000، المتعلق بعمليات إعادة الخصم والقروض إلى المصارف.
- في عام 2010 وضع الأمر 10-04 المعدل والمتمم للأمر 03-11 المتعلق بالنقد والقروض والمتمم المؤرخ في 26 أوت 2010، استقرار الأسعار كهدف نهائي للسياسة النقدية، في إطار إصلاح السياسة النقدية والسعي لتخفيض الفرق بين التنبؤات بالتضخم على المدى القصير والهدف المسطر من طرف مجلس النقد والقروض، من خلال إصلاح الإدارة العمليانية للسياسة النقدية<sup>1</sup>. وقد سمحت إدارة السياسة النقدية من طرف بنك الجزائر بالامتصاص الفعلي لفائض السيولة في السوق النقدي واحتواء التضخم بقرب الهدف الضمني، وذلك رغم التوسع النقدي المرتفع، حيث بلغ متوسط التضخم في الفترة 2002-2010 نسبة 3.5%، مع ارتفاعه إلى 5.74% ليعود وينخفض عام 2010، وهو ما اعتبر أداء جيدا من حيث التحكم في التضخم. لكن عاد معدل التضخم للارتفاع بداية من جويلية 2011 حيث بلغ في 2012 على سبيل المثال 8.89%<sup>2</sup>.
- 2.2.6. أدوات السياسة النقدية:** لقد كانت أدوات السياسة النقدية في الجزائر قبل قانون النقد والقروض تتركز على الأدوات المباشرة، وبداية من عام 2004 بدأ التوجه نحو تعزيز الأدوات غي المباشرة في السياسة النقدية، وذلك باستحداث أدوات جديدة إلى جانب سعر إعادة الخصم والاحتياطي الإجباري وسياسة السوق المفتوحة، من بينها استرجاع السيولة وتسهيلات الودائع.
- **مزايدة القروض عن طريق نداء العروض:** حيث تم إدخال هذه الأداة بموجب التعلية رقم 28-95 الصادرة بتاريخ 22 أفريل 1995 والمتعلقة بتنظيم السوق النقدية. وتمثل هذه العملية في شراء بعض أنواع السندات الخاصة أو العامة من طرف بنك الجزائر مقابل منحه للنقود المركزية.
  - **نظام الأمانات:** بدأ تطبيقها من طرف بنك الجزائر في ماي 1989، وهي عملية تمكن المتعاملين من الحصول على النقود القانونية مقابل التنازل المؤقت عن أموال عمومية وخاصة خلال مرحلة القرض فقط، وذلك من خلال بيع أوراق مالية لطرف آخر بعد الاتفاق على إعادة شراء هذه الأوراق في تاريخ آجل بسعر البيع الأصلي مضافا له معدل فائدة. ويتدخل البنك المركزي هنا لإعادة تمويل البنوك التجارية بضخ النقود المركزية في حالة عجز السوق في تلبية طلبات الاقتراض مقابل أمانة (سندات عمومية أو خاصة) أو لسحب النقود المركزية على سبيل منح بالأمانة لسندات عمومية أو خاصة.
  - **عمليات السوق المفتوحة:** وهي أن يتدخل البنك المركزي في السوق المالي لشراء أو بيع أوراق مالية حسب سياسته النقدية المتبعة توسعية أو تقييدية، وقد حول القانون لبنك الجزائر تطبيق هذه الأداة كلما

<sup>1</sup>- المرجع نفسه، ص100.

<sup>2</sup>- التقرير السنوي لبنك الجزائر، 2013، ص 169.

اقتضت الضرورة لذلك. حيث يتم الإعلان عن هذه العملية من خلال الفاكس أو التلكس. وللأسف ورغم أهمية هذه الأداة في السياسة النقدية المعاصرة إلا أن بنك الجزائر لم يستخدمها سوى مرة واحدة وكان ذلك بتاريخ 1996/12/30.

● **الاحتياطات الإلزامية:** لقد ألزمت التعليمات الصادرة من طرف بنك الجزائر بتاريخ 28 نوفمبر 1994 المتعلقة بتكوين الاحتياطات الإلزامية، ألزمت البنوك بتكوين مبلغ أدنى من الاحتياطي الإلزامي على شكل ودائع لدى بنك الجزائر حددت بـ 2.5% من إجمالي الودائع بالدينار وبمختلف أنواعها (تحت الطلب، لأجل...)، حيث تمتد المدة المخصصة لتكوين الاحتياطات الإلزامية من اليوم 15 من كل شهر إلى اليوم 14 من الشهر الموالي. في فيفري 2001 تم رفع الاحتياطي الإلزامي إلى 4%، ثم إلى 4.25% في ديسمبر من السنة نفسها، وإلى 6.5% عام 2004، وإلى 12% في ماي 2013. ويدفع بنك الجزائر مكافأة سنوية (معدل فائدة) للبنوك على الاحتياطي الإلزامي تقدر بـ 1.75%.

● **سياسة معدل إعادة الخصم:** تعتبر أداة سعر إعادة الخصم أكثر الأدوات استعمالاً من طرف بنك الجزائر وأقدمها لمراقبة السيولة النقدية، حيث تميزت هذه الأداة بالثبات في الكثير من السنوات، وبشكل عام يتم تحديده حسب السياسة النقدية المتبعة إن كانت توسعية أو انكماشية. ويقوم بنك الجزائر بوضع سقف إعادة الخصم لكل بنك يحدد على أساس نشاط البنك ووضعته المالية على المستوى الوطني. ولقد بقي سعر إعادة الخصم ثابتاً عند معدل 3.75% خلال الفترة 1963-1972، ثم تم تخفيضه إلى 2.75% خلال الفترة 1972-1986، وفي خلال الفترة ماي 1989-أفريل 1990 ارتفع إلى 10.5% وكان ذلك بهدف تخفيض التضخم، وبقي بين الارتفاع والانخفاض، ليعرف استقراراً في حدود 4% بداية من عام 2004.

كما قام بنك الجزائر بداية من عام 2002 بتعزيز الأدوات غير المباشرة للسياسة النقدية، وتمثل هذه الأدوات في:

● **وسيلتا السوق وهما:**

- استرجاع السيولة لـ 7 أيام (التعليمات 02-2002، المؤرخة في 11 أفريل 2002).
  - استرجاع السيولة لـ 3 أشهر بداية من أوت 2005.
  - استرجاع السيولة لـ 6 أشهر بداية من جانفي 2013 بمعدل فائدة 1.5%.
- حيث تتم عمليات استرجاع السيولة من طرف بنك الجزائر كلما استدعت الحاجة لذلك، من خلال نداءات العروض الفورية في مدة ساعتين بين تاريخ إعلان العروض ولحظ تبليغ نتيجة التقسيم، حيث تخص هذه

<sup>1</sup> - بن عبيد فريد، السوق النقدية ودورها في تمويل الاقتصاد دراسة مقارنة (الجزائر-تونس)، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة بسكرة، الجزائر، 2013/2014، ص ص 173، 174.

العملية البنوك فقط، ودون تقديم ضمانات (على بياض)، ويكون على شكل توظيفات للبنوك لدى البن مقابل معدل فائدة ثابت.

- **التسهيل الدائمة:** وهي تسهيلة الودائع المغلة للفائدة بداية من جوان 2005 (التعليمة 04-05). وهي تتم من خلال تشكيل ودائع لدى بنك الجزائر لمدة 24 ساعة، مقابل معدل فائدة ثابت يعلن عنه بنك الجزائر مسبقا، ويمكن تغييره حسب تقلبات السوق وتطور هيكل المعدلات.

### سابعاً. الوساطة المالية

**1. تعريفها:** الوساطة المالية هي إحداث التوافق بين أصحاب الفائض المالي من المدخرين وأصحاب العجز المالي من المستثمرين وغيرهم، من حيث المبالغ المعروضة والمطلوبة، والعمل على التقريب فيما بينهما بما يحقق منفعة الطرفين.

- **كما تعرف أنها:** عملية الاستحواذ عن موارد مالية من أحد الوحدات الاقتصادية مثل الشركات والمنظمات الحكومية والأفراد، بغرض إتاحتها (الموارد) لوحدات اقتصادية أخرى، حيث تقوم المؤسسات المالية بتسهيل هذه الوساطة التي وجدت من أجلها، من خلال جمع الأموال بكميات مختلفة وشروط يقبلها المدخرون والمستثمرون<sup>1</sup>.  
- ويسمى التمويل من خلال الوسطاء الماليين بالتمويل غير المباشر، وتعتبر الوساطة البنكية من أهم أنواع الوساطة المالية. وهناك الوساطة المالية التي تقوم بها المؤسسات المالية وخاصة البنوك، واللاوساطة المالية وتكون عن طريق الأسواق المالية. وعليه فإن أصحاب الفائض المالي لديهم خياران، إما إيداع أموالهم لدى البنوك أو توظيفها في الأسواق المالية.

ومن هذا المنطلق يمكن القول أن هناك مفهومين للوساطة المالية، فنجد المفهوم الموسع والمفهوم الضيق:

- **المفهوم الموسع للوساطة المالية:** ويقصد به أن من يقوم بالوساطة المالية هي كل مؤسسات الوساطة المالية مهما كان شكلها وطريقة عملها، ومن بين هذه المؤسسات نجد البنوك، شركات التأمين، شركات توظيف الأموال، مؤسسات السمسرة، صناديق الضمان الاجتماعي، صناديق التقاعد وغيرها.

- **المفهوم الضيق للوساطة المالية:** وهي الوساطة المالية التي تقوم بها البنوك التجارية (مؤسسات القرض)، وهي المؤسسات التي تتعامل بأسلوب الإيداع والإقراض.

**2. أنواع الوساطة المالية:** ويمكن التمييز هنا بين نوعين من الوساطة:

**1.2. وساطة محايدة (وساطة سوقية):** وهي إجراء وساطة بين محتاج الأموال وعارضها دون إحداث أي تأثير على ميزانية هذا الوسيط كمؤسسات السمسرة.

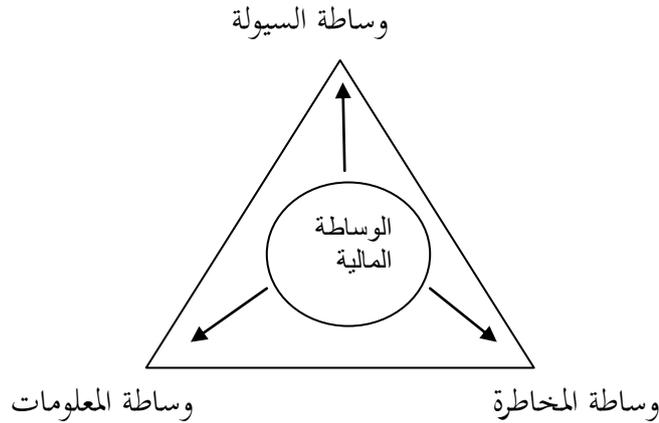
**2.2. وساطة فاعلة:** وهي الوساطة التي يكون فيها دور فاعل للوسيط، ويظهر أثر هذه الوساطة في ميزانية الوسيط وتسمى أيضا وساطة الميزانية، ونجد هذا النوع من الوساطة في البنوك التجارية.

<sup>1</sup> - عبد اللطيف مصيطفى، محمد بن بوزيان، مرجع سابق، ص 87.

وبالنسبة للوساطة البنكية هناك ثلاث مجالات لهذه الوساطة تتمثل في:

- **وساطة في مجال السيولة:** وتتمثل في جلب فائض السيولة من المودعين (بالنسبة للبنوك التجارية) وتحويلها لأصحاب العجز المحتاجين إليها، باعتبار أن المودعين لا يطلبون ودائعهم في الوقت نفسه، وبالتالي يمكن للبنك توظيفها على شكل قروض قصيرة ومتوسطة الأجل (كقروض الاستثمار).
- **وساطة في مجال المخاطرة:** وهي تعبر عن دور البنك كوسيط مخاطر، فهو يقوم بالوساطة بين المدخرين الذين لديهم أموال لا يرغبون ولا يملكون المؤهلات للمخاطرة بها واستثمارها بنجاح، ومستثمرين لديهم مؤهلات ولديهم روح المخاطرة لكنهم لا يملكون أموال، حيث يقوم البنك هنا بتحمل المخاطرة مكان المدخرين مقابل أرباح معتبرة يحققها نظير قيامه بهذه الوساطة.
- **وساطة في مجال المعلومات:** يقدم البنك من خلال خبرته وهيئته المتخصصة المشورة والمعلومات لأصحاب الفوائض المالية والمستثمرين حول المشاريع المتوفرة والعوائد المتوقعة منها والمخاطر بما يخدم مصلحة الطرفين.

الشكل رقم (14): مثلث الوساطة المالية.



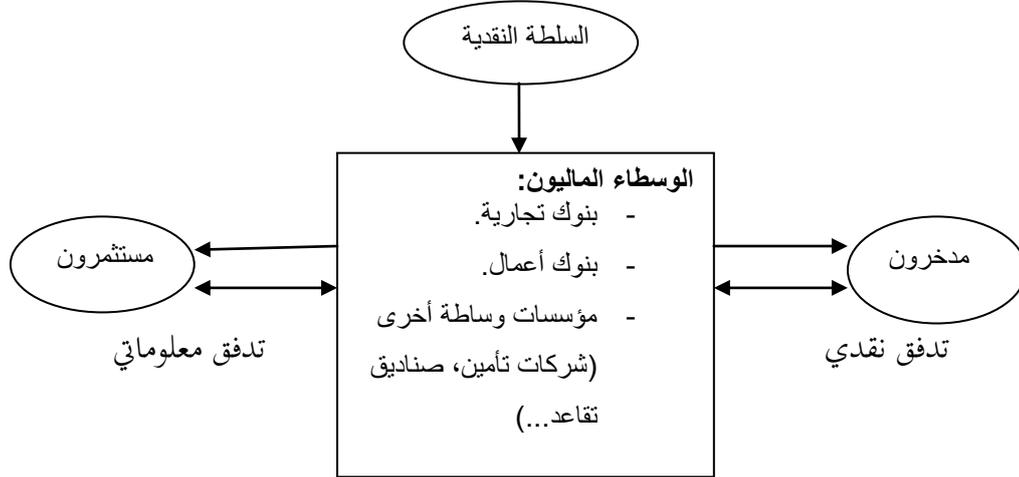
**الوسطاء الماليون:** الوسيط المالي هو الذي يقوم بإصدار وبيع أصول مالية تمثل التزامات مالية عليه اتجاه الغير، وذلك للحصول على احتياجاته من الأموال التي يقوم باستخدامها في منح القروض وشراء الأوراق المالية. ويمكن تقسيم الوسطاء الماليين إلى ثلاث مجموعات هي<sup>1</sup>:

- **مؤسسات قبول الودائع:** وتتمثل أساسا في البنوك التجارية وبنوك الادخار، وذلك منخلاقبول ودائع المدخرين ومنحها للمستثمرين في شكل قروض بمختلف أنواعها آجالها.
- **مؤسسات الوساطة التعاقدية:** تتكون من شركات التأمين وصناديق التقاعد، حيث تؤدي هذه المؤسسات دور الوساطة المالية من خلال التعاقد مع عملائهم في مجموعة من أدوات الائتمان، بغرض الادخار وتوفير الحماية المالية ضد الخسائر المحتملة.

<sup>1</sup> - عبد اللطيف مصيطفى، محمد بن بوزيان، مرجع سابق، ص 89.

- **مؤسسات الوساطة الاستثمارية:** مثل شركات وبنوك وصناديق الاستثمار، حيث يقدم هؤلاء الوسطاء للمستثمرين أوراق مالية طويلة أو قصيرة الأجل، فيحتفظون بها أو يقومون ببيعها عند الحاجة للأموال، كما تقوم هذه المؤسسات بالترويج للمشروعات والتعرف على فرص وتقديم المشورة.

### الشكل رقم (15): أطراف الوساطة المالية.



3. أهمية الوساطة المالية: للوساطة المالية أهمية تمس كل أطراف التمويل، وتتمثل هذه الأهمية في<sup>1</sup>:

أ - بالنسبة لأصحاب الفائض المالي: تتمثل الأهمية بالنسبة لهذه الفئة في:

- ضمان مصداقية الوسيط المالي نظرا لالتزام البنك بتطبيق القوانين والتنظيمات الخاصة بحماية المودعين، وهو ما يضمن أمان أموال المودع.
- إمكانية حصول المودع على السيولة في أي وقت (ودائع تحت الطلب)، نظرا لأن الوسيط مجبر على الاحتفاظ بجزء من الأموال لمواجهة هذا الطلب على السيولة في أي وقت.
- تجنب مخاطر عدم السداد، نظرا لأن البنك الوسيط يتوفر على أموال ضخمة ومركز مالي قوي يسمح له بتنفيذ التزاماته اتجاه المودعين.

• تجنب إنفاق وتضييع الوقت والجهد في البحث عن المقترضين المحتملين.

ب - بالنسبة لأصحاب العجز المالي: تتمثل الأهمية بالنسبة لهذه الفئة في:

- توفر لهم الأموال اللازمة بشكل كاف وفي الوقت المناسب.
- تجنب مشقة البحث عن أصحاب الفائض المالي وبذل الجهد والوقت في ذلك.
- توفير قروض بتكاليف أقل نسبيا مقارنة بالتمويل المباشر الذي يفرض فوائد مرتفعة نظرا لارتفاع المخاطر.

<sup>1</sup> - الطاهر لطرش، تقنيات بنكية، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2005، ص 8-10.

أ - بالنسبة للوساطة المالية ذاتها (الوسيط المالي): تتمثل الأهمية بالنسبة له في:

- الحصول على الفائدة على القروض وبالتالي تعظيم عوائدها.
- استعمال موارد غير مكلفة في الغالب (الودائع تحت الطلب).
- توسيع القدرة على عمل الائتمان وذلك بإنشاء نقود الودائع وبالتالي زيادة الأرباح.

ب - بالنسبة للاقتصاد ككل: تتمثل أهمية الوساطة المالي بالنسبة للاقتصاد في:

- تفادي احتمال عرقلة النشاط الاقتصادي لعدم توافق الرغبات بين أصحاب الفائض وأصحاب العجز المالي.
- تعبئة الادخارات وتحويلها إلى قروض كبيرة، مما يضمن توفير التمويل للاقتصاد.
- تقليص اللجوء للإصدار النقدي الجديد الذي يؤدي إلى ضغوط تضخمية من خلال تعبئة السيولة الموجودة.

4. حساب معدل الوساطة المالية: من خلال تطرقنا للنظام المالي ومكوناته تعرفنا على أن النظام المالي يعتمد في عملية التمويل على التمويل المباشر المتمثل في الأسواق المالية، والتمويل غير المباشر المتمثل في البنوك بشكل خاص (الوساطة البنكية).

ولمعرفة أي من النظامين هو المسيطر والمعتمد عليه بشكل كبير في أي اقتصاد، يتم استخدام مؤشر الوساطة المالية حيث:

معدل الوساطة المالية = قروض الوسطاء الماليون / مجموع التمويلات الممنوحة في الاقتصاد.

5. فعالية الوساطة المالية: إن قياس فعالية الوساطة المالية يشمل قياس قدرة النظام المصرفي على تعبئة

وتخصيص الموارد، وتتوقف فعالية البنوك في مجال تعبئة الموارد على ما يلي:

- مستوى ديناميكية النظام المصرفي ومكانته في الاقتصاد.
- جهود البنوك في مجال التسويق المصرفي وتحديد وجودة منتجاتها وخدماتها.
- تطور الأسواق المالية (اللاوساطة).
- مستوى مداخل الأفراد ودرجة تفضيلهم للسيولة ومستوى وعيهم المصرفي.

أما توظيف الموارد فيتوقف على:

- الطاقة التمويلية للبنوك (حجم الودائع المجمعة).
- مدى توفر بدائل تمويل غير مصرفية بالنسبة للمقترضين.
- مدى توفر فرص توظيف للبنوك.
- درجة المخاطر بالنسبة للقروض خاصة المخاطر النظامية.
- سياسة البنك المركزي في مجال الائتمان.

**ثامنا. الجهاز المصرفي الجزائري**

لقد عرف الجهاز المصرفي الجزائري تطورا ملحوظا منذ الاستقلال وذلك خلال عدة مراحل، ويمكن تقسيم هذه المراحل إلى مرحلتين رئيسيتين هما مرحلة ما قبل عام 1990، مرحلة ما بعد عام 1990، أي ما قبل قانون النقد والقرض (90-10) وما بعده.

**1. مميزات الجهاز المصرفي الجزائري:** يتميز الجهاز المصرفي الجزائري بمجموعة من المميزات يمكن

تلخيصها في النقاط التالية:

- سيطرة البنوك العمومية نسبة لعدد البنوك المكونة للجهاز المصرفي، وهذا ما يجعلها مسيطرة على النشاط المصرفي سواء في جانب الخصوم (الموارد) أو جانب الأصول (الاستخدامات)، حيث تمثل نسبة تفوق 90% ويسيطر على أكثر من 90% من النشاط المصرفي حسب بنك الجزائر<sup>1</sup>.

- انخفاض حجم التغطية، ففي ديسمبر 2015 بلغ إجمالي الوكالات في القطاع المالي والمصرفي 1557 شباك بنكي ومالي موزعة على مختلف المناطق، منها 1123 وكالة وفرع تابعة للبنوك العمومية و346 وكالة وفرع تابعة للبنوك الخاصة و 88 وكالة للمؤسسات المالية. وبذلك يكون حجم التغطية مقارنة بعدد السكان يمثل شبكا واحدا لكل 25660 نسمة، في حين تصل إلى وكالة بنكية لكل 1200 نسمة في بعض الدول الخليجية<sup>2</sup>.

-نقص العصرية على مستوى القطاع المصرفي في العديد من الجوانب، حيث هناك تأخر في العصرية في هياكله ونظمه وجودة الخدمات التي يقدمها، وذلك مقارنة مع بعض الدول المجاورة والعربية، وذلك رغم الإصلاحات المطبقة منذ نهاية الثمانينيات من القرن العشرين، والتي توصلت في الألفينيات من خلال رفع رأس مال البنوك والمؤسسات المالية في 2003 وإدخال نظام الدفع الآلي بين البنوك للقيم الكبيرة والعاجلة عام 2006، وإصدار مجموعة من القوانين المتعلقة بتوريق القروض الرهنية والتأجير العقاري ومعايير الحيطة والحذر<sup>3</sup>.

**2. الجهاز المصرفي الجزائري ما قبل 1990 (ما قبل قانون النقد والقرض):** لقد تميز الاقتصاد

الجزائري بداية من الاستقلال وحتى عام 1990 بكونه اقتصاد اشتراكي، حيث كانت كل البنوك المكونة للجهاز المصرفي بنوك عمومية تابعة للدولة، حيث كانت البنوك عبارة عن أداة بيد الحكومة استخدمت لتمويل ميزانية الدولة والمؤسسات العمومية، في حين اقتصر دور البنك المركزي على الإصدار النقدي لتلبية حاجيات الخزينة العمومية الذي كان تابعا لها.

<sup>1</sup> - حمزة شوار، علاقة البنوك الإسلامية بالبنوك المركزية في ظل نظم الرقابة النقدية التقليدية، عماد الدين للنشر والتوزيع، الأردن، 2014، ص 347.

<sup>2</sup> - بنك الجزائر، ص 91.

<sup>3</sup> - حمزة شوار، مرجع سابق، ص 348.

**1.2. البنك المركزي الجزائري:** تأسس بموجب المرسوم رقم 62-144 الصادر بتاريخ 13 ديسمبر 1962، على شكل مؤسسة عمومية وطنية تتمتع بالشخصية المعنوية والاستقلال المالي.

وعلى المستوى النظري أوكلت للبنك المركزي كل المهام الموكلة لأي بنك مركزي في العالم، فهو المسؤول عن الإصدار النقدي وتدمير النقود، وهو بنك البنوك الذي يقوم بعملية الرقابة على البنوك وعلى السياسة الإقراضية، وبنك الحكومة والمسؤول عن وضع السياسة النقدية. أما على مستوى الواقع العملي فقد كان البنك المركزي مجرد أداة بيد الحكومة والخزينة العمومية لتمويل مختلف المشاريع والمؤسسات من خلال الإصدار النقدي، كما أن البنوك لم تكن تخضع لسلطته بل لسلطة وزارة المالية، وكانت الخزينة العمومية هي من تقوم بتحديد السياسة الإقراضية وتنفيذها<sup>1</sup>، كما أنه لا يمكن الحديث عن سياسة نقدية حقيقية في الجزائر خلال هذه الفترة.

**2.2. البنك الجزائري للتنمية (B.A.D):** تأسس تحت تسمية الصندوق الجزائري للتنمية (CAD)، وذلك بموجب القانون رقم 63-165 الصادر في 07 ماي 1963 على شكل مؤسسة عمومية ذات شخصية معنوية وإستقلال مالي، وقد تم تحويل اسمه إلى البنك الجزائري للتنمية عام 1972.

وضع هذا البنك تحت وصاية وزارة المالية، وهو مكلف بتمويل الاستثمارات المنتجة في إطار البرامج والمخططات الخاصة بالاستثمارات من خلال منح القروض متوسطة وطويلة الأجل، وتغطي نشاطاته مجموعة من القطاعات كالصناعة والطاقة والمناجم وقطاع السياحة والنقل والتجارة والتوزيع وقطاع الصيد وغيرها<sup>2</sup>. كما أوكل لهذا البنك مهمة تعبئة الادخار متوسط وطويل الأجل وهو الدور الذي لم يتمكن من القيام به على مستوى الواقع، حيث كانت موارده المستعملة في التمويل مصدرها الخزينة العمومية<sup>3</sup>

**3.3. الصندوق الوطني للتوفير والاحتياط (CNEP):** تم تأسيسه بتاريخ 10 أوت 1964 بموجب

القانون رقم 64-227، تتمثل مهمته الأساسية في جمع المدخرات الصغيرة للعائلات والأفراد. كما يقو بتمويل ثلاث مجالات تتمثل في البناء والجماعات المحلية وبعض العمليات الخاصة ذات المنفعة الوطنية. وبداية من عام 1971 تم تحويله إلى بنك وطني للسكن، مما زاد من تحفيز العائلات على الادخار بهدف الحصول على سكن في إطار برامج الصندوق، كما أصبح هذا الأخير يمنح قروض الشراء وبناء السكنات.

**4.2. البنك الوطني الجزائري (BNA):** تم تأسيسه بتاريخ 13 جوان 1966، حيث يعتبر أول

البنوك التجارية المؤسسة في الجزائر المستقلة<sup>4</sup>، تم دمج فيه كل البنوك ذات الأنظمة المشابهة والمتمثلة في:

<sup>1</sup> - الطاهر لطرش، مرجع سابق، ص 186.

<sup>2</sup> - محمود حميدات، مدخل للتحليل النقدي، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2014، ص 130.

<sup>3</sup> - الطاهر لطرش، مرجع سابق، ص 187.

<sup>4</sup> - المرجع السابق، ص 188.

بنك التسليف العقاري الجزائري التونسي ( 1966)، بنك التسليف الصناعي والتجاري ( 1967)، بنك باريس الوطني (1968)، بنك باريس والبلاد المنخفضة ( 1968). ويقوم هذا البنك بمهمة قبول الودائع وتمويل الاقتصاد عن طريق منح قروض للمشاريع الصناعية والفلاحية والتجارة الخارجية.

**5.2. القرض الشعبي الجزائري ( CPA):** تم تأسيسه بتاريخ 14 ماي 1966، حيث كان خلفا

لمجموعة من البنوك تتمثل في: البنك الشعبي التجاري والصناعي الوهراني، البنك التجاري والصناعي للجزائر، البنك الجهوي التجاري والصناعي لعنابة والبنك الجهوي للقرض الشعبي الجزائري. وضم فيما بعد البنك الجزائري المصري 68 والشركة المارسييلية للبنوك عام 1968 والشركة الفرنسية للتسليف والبنك عام 1971. مهمته تمويل القطاع العام كالسياحة والأشغال العمومية والبناء والري والصيد البحري وغيرها<sup>1</sup>.

**6.2. البنك الخارجي الجزائري ( BEA):** تم تأسيسه بتاريخ 11 أكتوبر 1967، بموجب المرسوم رقم

67-204. من مهامه **على المستوى الداخلي** تمويل الشركات الكبرى في ميدان المحروقات، تمويل المؤسسات بالقروض اللازمة للتجهيز، ويمرح القروض الاستثمارية متوسطة الأجل، استغلال المخازن العمومية، أما **على المستوى الخارجي** فإنه يقوم بتبقيّة علاقات الجزائر الخارجية من خلال الاستيراد والتصدير وتمويل التجارة الخارجية وعقد صفقات قروض مع الخارج.

**7.2. بنك الفلاحة والتنمية الريفية ( BADR):** تم تأسيس هذا البنك بتاريخ 13 مارس 1982

بمقتضى المرسوم رقم 82-206، يقوم بوظيفة استقبال الودائع الجارية ولأجل، كما أنه بنك متخصص الإقراض القطاع الفلاحي وترقية النشاطات الفلاحية والحرفية والأنشطة الريفية المختلفة، بالإضافة للقيام بجميع العمليات المصرفية التقليدية.

**8.2. بنك التنمية المحلية ( BDL):** تأسس هذا البنك بتاريخ 30 أبريل 1985، وذلك بموجب المرسوم

رقم 85-85، حيث كان آخر بنك تجاري تم تأسيسه قبل الدخول في مرحلة الإصلاحات، من وظائفه قبول الودائع ومنح القروض للجماعات والهيئات المحلية وعمليات الرهن، بالإضافة للقيام بجميع العمليات المصرفية التقليدية.

**3. الجهاز المصرفي ما بعد 1990:** لقد كان للإصلاحات التي جاء بها قانون النقد والقرض ( 90-10)

الأثر الكبير على الجهاز المصرفي الجزائري، سواء من حيث المكونات وذلك من خلال فتح المجال لاعتماد البنوك الخاصة إلى جانب البنوك العمومية، أو من حيث الصلاحيات الممنوحة للبنوك التجارية وللبنك المركزي التي ورغم أن بعضها كان ينص عليها القانون إلا أنها لم تكن مطبقة على أرض الواقع، وتعد هذه النقطة أساسية نظرا لتوجه الاقتصاد الجزائري نحو اقتصاد السوق خلال هذه الفترة.

<sup>1</sup> - محمود حميدات، مرجع سابق، ص 131.

- 1.3 الجوانب الأساسية لقانون النقد والقرض:** تتمثل الجوانب الأساسية لقانون النقد والقرض في:
- ضبط العلاقة بين بنك الجزائر (البنك المركزي الجزائري من قبل) وبين الخزينة العمومية، بعد أن كان كأداة لتمويلها دون قيود، حيث حددت المادة 78 من قانون 90-10 سقف لهذا التمويل في حدود 10% من الإيرادات العادية للخزينة العمومية المثبتة في السنة المالية السابقة، ولمدة أقصاها 240 يوم خلال السنة، ويجب تسديد هذه التسيقات قبل نهاية كل سنة مالية.
  - منح صلاحيات أكبر لبنك الجزائر، وذلك من خلال إنشاء مجلس للنقد والقرض، والذي يمثل السلطة النقدية في الجزائر، حيث أصبح هو المسئول عن وضع وصياغة سياسات الائتمان والنقد الأجنبي والدين الخارجي والسياسة النقدية، ويرأسه محافظ بنك الجزائر، ويضم نواب المحافظ وثلاثة مندوبين عن الحكومة.
  - منح البنك المركزي استقلالية أكثر عن الجهاز التنفيذي (الحكومة)، من خلال منحه دور المستشار للحكومة، ومنحه صلاحية وضع السياسة النقدية، وتحميله مسؤولية الاستقرار النقدي.
  - فتح المجال للقطاع الخاص للاستثمار في القطاع المالي والمصرفي، بعد أن كان ذلك حكرا على القطاع العام. وإرساء مبدأ توحيد المعاملة بين المؤسسات العامة والخاصة فيما يتعلق بإمكانية الحصول على الائتمان وإعادة التمويل من البنك المركزي.
  - تحرير عوامل المنافسة المصرفية والتي تتمثل أساسا في معدل الفائدة وأسعار الصرف، حيث تم تحرير معدلات الفائدة على الودائع، واحتفظ بنك الجزائر بسلطة تحديد الهامش الأقصى لمعدل الفائدة على القروض وذلك عام 1995، وتم تحريرها هي الأخرى عام 2001.
- عرف قانون 90-10 عدة تعديلات في 2001 و 2003 وتمثلت أهم جوانبها في<sup>1</sup>:**
- الفصل بين إدارة بنك الجزائر ومجلس النقد والقرض بعد أن كانت لهما الإدارة نفسها، وتوسيع نطاق صلاحيات مجلس النقد والقرض.
  - فتح عهدة المحافظ ونوابه بعد أن كانت محددة بست سنوات للمحافظ وخمس سنوات لنوابه، وأصبح تعيينه وإقالته بيد رئيس الجمهورية.
  - إنشاء هيئة مراقبة على مستوى بنك الجزائر تقوم بالرقابة الداخلي لبنك الجزائر خاصة من الناحية المحاسبية والمالية.
  - دعم استقلالية اللجنة المصرفية، وهي هيئة لمراقبة البنوك والمؤسسات المالية.
  - تعزيز المعايير والشروط المتعلقة بإنشاء واعتماد المؤسسات المصرفية والمالية.

<sup>1</sup> - رحيم حسين، الاقتصاد المصرفي، دار بهاء الدين للنشر والتوزيع، الجزائر، 2008، ص303.

### 2.3. مكونات الجهاز المصرفي بعد 1990

كما أشرنا سابقا فإن قانون النقد والقرض أتاح للقطاع الخاص بدخول الاستثمار في الجانب المالي والمصرفي بعد أن كان ذلك حكرا على القطاع العمومي، الأمر الذي أدى إلى منح الاعتماد لمجموع من البنوك الخاصة المحلية والأجنبية.

ففي نهاية 2015 تشكل الجهاز المصرفي الجزائري من ستة ( 06 ) بنوك عمومية من بينها صندوق التوفير، وأربعة عشر (14) بنكا خاصا برؤوس أموال أجنبية، وبنك واحد (01) برأس مال مختلط. وإذا تحدثنا على النظام المصرفي ككل نجده يتكون بالإضافة للبنوك السابقة الذكر من ثلاثة ( 03 ) مؤسسات مالية، من بينها مؤسستين عموميتين، وخمسة ( 05 ) شركات تأجير من بينها ثلاثة عمومية، وتعاضدية واحدة للتأمين الفلاحي، معتمدة للقيام بالعمليات المصرفية، اتخذت في نهاية 2009 صفة مؤسسة مالية. وتمثل هذه البنوك في:

**1.2.3. بنك البركة الجزائري:** عرف بنك البركة الجزائري بأنه: بنك إسلامي لا يتعامل بالفائدة أخذًا وعطاء، حيث يهدف إلى تنمية المجتمع الجزائري المسلم، وخلق توليفة عملية مناسبة بين متطلبات العمل المصرفي الحديث وضوابط الشريعة الإسلامية.

وقد أنشئ بنك البركة الإسلامي بموجب قانون النقد والقرض 90-10، برأس مال مختلط قدره 500 مليون دج، مقسمة بالتساوي على 500.000 سهم، موزعة مناصفة بين بنك الفلاحة والتنمية الريفية وشركة دلة البركة القابضة الدولية وهي شركة سعودية مقرها البحرين. وهو عبارة عن شركة مساهمة تقوم بالأعمال المصرفية المقررة بموجب القانون من منح للائتمان وقبول للودائع وغيرها. ويعتبر بنكا تجاريا وبنك استثمار، فهو يجمع بين الصفتين التجارية والاستثمارية، أي أنه يقدم خدمات البنوك التجارية وخدمات بنوك الاستثمار.

**2.2.3. بنك السلام الإسلامي:** بنك السلام الإسلامي هو ثاني بنك إسلامي في الجزائر بعد بنك البركة، أسس في 8 جوان 2006، برأس مال إمراتي مكتتب ومدفوع قدره 7.2 مليار دينار جزائري، بدأ نشاطه في أكتوبر عام 2008، وفي نهاية عام 2006 تم رفع رأسماله إلى 10 مليار دينار<sup>1</sup>.

بالإضافة للبنوك التالية:

-البنك الخارجي الجزائري.

-البنك الوطني الجزائري.

-بنك الفلاحة والتنمية الريفية.

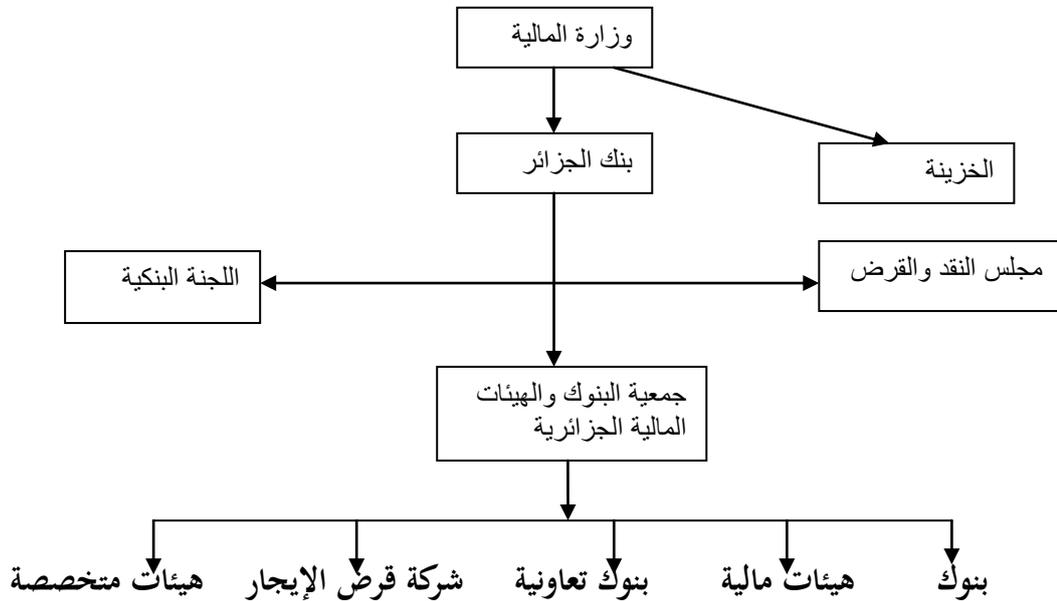
-بنك التنمية المحلية.

-القرض الشعبي الجزائري.

<sup>1</sup>- سليمان ناصر، آليات ترشيد الصناعة المالية الإسلامية، الملتقى الدولي الثاني للصناعة المالية الإسلامية، فندق الهيلتون، الجزائر، 2013، ص16.

- الصندوق الوطني للتوفير والاحتياط.
- الصندوق الوطني للتعاون الفلاحي.
- بنك العرب للتعاون-الجزائر.
- ناتكسيس بنك.
- سوسيتي جنرال-الجزائر.
- سيتي بنك.
- بنك العرب PLC-الجزائر.
- ترست بنك.
- بنك الإسكان للتجارة والمالية.
- بنك فرنسا-الجزائر.
- Calyon-الجزائر.
- HSBC-الجزائر.
- BNP Paribas-الجزائر.

ويمكن توضيح هيكل النظام المصرفي والمالي الجزائري بعد قانون 90-10 فيما يلي:  
الشكل رقم (16): هيكل النظام المصرفي والمالي بعد قانون 90-10.



Source: Abdelkrim Sadeg, le système bancaire algérien, la nouvelle réglementation, Edition, Imprimerie ABEN, Alger, 2004, p 26.

وبشكل عام فيما يتعلق بهيكل القطاع المصرفي في الجزائر، نجد هيمنة البنوك العمومية عليه من خلال أهمية وعدد شبكاتها ووكالاتها الموزعة عبر الوطن، في حين تبقى شبكة البنوك الخاصة محدودة، على الرغم من تزايدها في السنوات الأخيرة، والتي تتركز أساسا في الشمال.

وتبين المؤشرات الإجمالية أن مستوى الوساطة الإجمالية المصرفية يتحسن تدريجيا، من ناحية تطور شبكتها (1123 وكالة للبنوك العمومية و88 بالنسبة للبنوك الخاصة في ديسمبر 2015)، ومستوى الودائع المجمعة (بلغت 64.8% من الناتج الداخلي خارج المحروقات مقابل 65.9% في 2012)، والقروض الموزعة (بلغت 57.6% من إجمالي الناتج الداخلي خارج المحروقات نهاية 2015 مقابل 55% في 2014). لكن هذا المستوى لا يزال دون المستويات التي بلغتها بعض دول المتوسط المجاورة<sup>1</sup>.

### تاسعا. السوق النقدي

يعتبر السوق النقدي القسم الثاني من أقسام السوق المالي إلى جانب سوق رأس المال، حيث يتم فيه تداول الأوراق المالية قصيرة الأجل وكل عمليات التمويل وإعادة التمويل قصيرة الأجل، والتي تحدث بين مختلف المؤسسات المصرفية والمالية بالإضافة إلى البنك المركزي.

**1. تعريف السوق النقدية:** يمكن تعريف السوق النقدي بمفهومها الضيق ومفهومها الواسع كما يلي:

**تعريف السوق النقدية بالمفهوم الضيق:** أنها المكان الذي يتم فيه تبادل نقود البنك المركزي، وعن طريق تحريك الحساب الجاري لدى مؤسسة الإصدار.

**وتعرف السوق النقدية بالمفهوم الواسع:** أنها سوق الأموال قصيرة الأجل أو الإقراض والاقتراض للأموال قصيرة الأجل، حيث تعرض الأموال وتطلب فيها بين الهيئات المالية التي حققت فوائض والهيئات التي تعاني من العجز. تخضع هذه السوق لسيطرة البنك المركزي، بالإضافة إلى تعاملات البنوك التجارية، والمؤسسات الاقتصادية والحكومية.

**وينقسم السوق النقدي إلى:** سوق أولي وهو السوق الذي يتم فيه تداول الأوراق المالية قصيرة الأجل التي تصدر لأول مرة، حيث تتحدد أسعار الفائدة المتداولة في هذا السوق بناء على وضعية المركز المالي للمدين الذي يصدر هذه الأوراق وسمعته المالية. وسوق ثانوي يتم فيه تداول الأوراق المالية قصيرة الأجل التي تم بيعها في السوق الأولي.

**2. أهمية السوق النقدي:** تتمثل أهمية السوق النقدي في:

- **أهمية من وجهة نظر الاقتصاد الوطني:** تؤمن السوق النقدية سرعة حصول المقترض على الأموال التي يحتاجها، كما يؤمن إمكانية الحصول على تحويل الأصول المالية قيرة الأجل إلى أرصدة نقدية سائلة.

<sup>1</sup> - التقرير السنوي لبنك الجزائر، التطور الاقتصادي والنقدي 2015.

- أهمية من وجهة نظر البنوك المركزية: يعتبر السوق النقدي بالنسبة للبنك المركزي وسيلة هامة للتأثير على حجم الاحتياطات النقدية للبنوك التجارية، والتأثير على مستويات معدل الفائدة قصير ومتوسط الأجل، وتطبيق سياسته النقدية.
- 3. خصائص السوق النقدي: تتمثل أهم الخصائص التي تميز السوق النقدي في:
  - ليس له هيكل مؤسسي وتنظيمي محدد، حيث تشكل مجموعة المؤسسات المالية والمصرفية المنتشرة جغرافيا هيكل السوق، وتكون فيها البنوك التجارية هي الأساس.
  - يوفر السوق أموال قصيرة الأجل، أي ذات استحقاق من يوم إلى سنة (3، 6، 9 أشهر).
  - يوفر السوق أدوات ذات مخاطر منخفضة جدا، أو خالية من المخاطر، خاصة أدوات الخزنة والأدوات الحكومية الأخرى.
  - أغلب أدوات السوق النقدي ذات قابلية تسويقية عالية، أي يمكن تسيلها بسرعة وبمرونة عالية.
  - أغلب أدوات السوق النقدي ذات درجات ضمان عالية، وغالبا ما تستخدم كضمان للقروض.
  - للسوق النقدي أدوات توفر عائداً مناسباً للمستثمر الذي لا يرغب بتحمل مخاطر.
- 4. المتدخلون في السوق النقدي: لا يوجد للسوق النقدي مكان محدد، حيث تتم التعاملات من خلال وسائل الاتصال الحديثة، ويتمثل أهم المتدخلون في السوق النقدي في:
  - البنوك التجارية ومؤسسات الائتمان، والذين عادة ما يكونون في وضع مقترضين.
  - الخزينة العمومية وهي أيضا تدخل إلى السوق النقدي كمقرضة عادة، وذلك في حالات عجز الموازنة العامة لتغطية هذا العجز.
  - البنك المركزي والذي يتدخل من أجل تسوية السيولة البنكية بما يتماشى مع أهداف السياسة النقدية.
  - المؤسسات المالية غير المصرفية كصناديق الادخار، صناديق التقاعد وشركات التأمين، والتي تدخل كمقرضة لسيولتها الفائضة.
  - الوسطاء والسماسرة.
- 5. السوق النقدي ما بين البنوك: تتمثل وظائف السوق النقدي ما بين البنوك في:
  - إعادة توزيع الفائض في السيولة ما بين البنوك التجارية: فعلى مستوى البنوك التجارية هناك بنوك لديها فائض في السيولة، وبنوك أخرى لديها عجز وحاجة للسيولة (تعطي قروضا أكثر مما تجمع من ودائع)، وبالتالي من خلال السوق ما بين البنوك تقوم البنوك التي لديها فائض بإقراض الفائض من سيولتها للبنوك التي لديها عجز في السيولة مقابل فائدة تسمى معدلات الفائدة ما بين البنوك.
  - تعديل السيولة البنكية من طرف البنك المركزي: حيث أنه في حالة وقوع البنك البنوك التجارية في حالة عجز في السيولة، تظهر أهمية البنك المركزي في إعادة تمويلها بالسيولة اللازمة، حيث تتم

هذه العملية لتحقيق أهداف معينة يسعى البنك المركزي لتحقيقها، وهي الأهداف النهائية للسياسة النقدية، وذلك باستخدام مجموعة من أدوات السياسة النقدية.

## 6. عمليات السوق النقدي: تتمثل هذه العمليات في:

### 1.6. العمليات البيضاء (السوق على بياض): وهي سوق تبادل السيولة بدون ضمان، أي عدم تسليم

أي ورقة تجارية أو مالية مقابل الحصول على قرض، بل يقوم المقترض فقط بتسجيل دينه من جهة الخصوم، وبالمقابل يقوم المقرض بفتح حساب بمقدار الدين. وأهم ما يميز هذه العمليات السرعة والمرونة، حيث يتم هذا النوع من العمليات بشكل ثنائي دون تدخل السماسرة وبيوت الخصم، وذلك من خلال مكالمات هاتفية بين الطرفين، وهذا ما يحتم وجود ثقة من المقرض نحو المقترض، والتي تعتبر أساس التعامل بين المؤسسات العاملة في السوق النقدية.

### 2.6. العمليات المضمونة (السوق المضمون): وتقوم هذه السوق على تسليم أدوات ائتمان قصيرة

الأجل مقابل الحصول على قروض، وتتمثل أدوات هذه السوق في:

- **أذونات الخزينة:** الأذن هو عبارة عن أداة دين تباع بخخص من القيمة الاسمية، ولحامها الحق في الحصول على القيمة الاسمية المثبتة بشهادة الإذن عند تاريخ الاستحقاق. تصدر أذونات الخزينة من طرف الحكومة، حيث يقوم البنك المركزي بتسويقها للمستثمرين، وهي تشكل جزء من الدين العام للدولة، وتحظى بثقة وسمعة عالية من المستثمرين.

✓ **أهمية أذونات الخزينة:** تتمتع أذون الخزينة بأهمية اقتصادية ومالية تتمثل في:

- تمويل العجز بالميزانية، وهي عبارة عن عملية إقراض للحكومة من طرف مختلف الأعوان الاقتصاديين لتمويل أنشطتها.

- تستخدم كأداة في التأثير على عرض النقد، وبالتالي فهي وسيلة للسيطرة على التضخم النقدي.

- تشكل قناة استثمارية للأموال الفائضة بشكل مؤقت لبعض الشركات غير المالية.

✓ **مزايا أذونات الخزينة:**

- خالية من المخاطرة نظرا لأن الحكومة قادرة على تسديد قيمتها عند الاستحقاق.

- ذات قابلية تسويقية عالية، ويمكن تسيلها قبل الاستحقاق.

- تباع بالمزايدة العلنية، وبخصم من القيمة الاسمية.

- تصدر بانتظام وبفئات مختلفة وبمبالغ مختلفة وفقا لاحتياجات الدولة.

- الدخل من أذونات الخزينة معفى من الضريبة.

• الأوراق التجارية:

✓ **تعريف الورقة التجارية:** هي عبارة عن تعهد غير مضمون بأصول مادية وتباع بخصم عن القيمة الاسمية، تصدره الشركات ذات المراكز الائتمانية والمالية من النوعية العالية، ويكون للمستثمر الحق في الحصول القيمة الاسمية عند الاستحقاق.

غالبا ما تباع الأوراق التجارية بخصم من القيمة الاسمية، وهناك بعض الأوراق التجارية تصدر بمعدل فائدة. يكون الغرض الأساسي لإصدار الأوراق التجارية من طرف الشركات غير المالية لتمويل احتياجاتها الموسمية أو لتمويل رأس مال التشغيل.

✓ **العائد على الورقة التجارية:** يعتبر العائد على الورقة التجارية أكبر من العائد على أذونات الخزينة وذلك لعدة أسباب منها:

- تعرض المستثمر في الورقة التجارية إلى مخاطر الائتمان.
- الورقة التجارية أقل سيولة من أذونات الخزينة.
- الدخل المحقق من الورقة التجارية غير معفى من الضريبة.
- ضعف أسواقها الثانوية نظرا لاعتماد المستثمر استراتيجية الشراء والاحتفاظ.

✓ أنواع الأوراق التجارية:

➤ **السند لأمر (السند الإذني):** وهو صك يتعهد فيه المدين بأن يدفع مبلغا معينا مسجلا في السند في تاريخ معين (عادة لا يزيد عن 3 أشهر)، لشخص آخر هو الدائن أو حامل السند. وينتقل من دائن بآخر من خلال تظهيره، الذي يتيح استخدامه كأداة لتسديد الالتزامات.

➤ **الكيميالة (السفتجة):** وهي عبارة عن أمر يوجهه المدين (الساحب) إلى المدين (المسحوب عليه) بأن يدفع مبلغا معينا من المال إلى الدائن (المستفيد) بتاريخ معين.

➤ **سند الرهن (التخزين):** وهو سند يسلم للشخص الذي قام بإيداع سلعة في أحد المخازن، وهو ذو شقين، الشق الأول يثبت ملكية الشخص لهذه السلعة، والشق الثاني يمكن أن يصبح وثيقة رهن أو بيع بمجرد تظهيره.

➤ **سند الصندوق:** هو سند إذني صادر عن المؤسسات أو البنوك عند حاجتها للتمويل قصير الأجل، ليقوم الأفراد بالاكنتاب فيه، حيث تلتزم الجهة المصدرة بدفع قيمته عند الاستحقاق.

• **شهادات الإيداع المصرفية:**

✓ **تعريفها:** شهادة الإيداع هي عبارة عن إيصال بالمبلغ المودع لدى الجهة المصدرة، ولحاملها الحق في الحصول على فائدة وأصل المبلغ عند الاستحقاق. ويمكن أن تصدر من طرف البنوك التجارية أو من طرف مؤسسات مالية غير إيداعية، وتعتبر وسيلة لتعبئة المدخرات وزيادة الوعي المصرفي.

✓ **تحديد معدل الفائدة على شهادات الإيداع:** يتحدد معدل الفائدة على شهادات الإيداع بناءً على

ثلاثة عوامل هي:

- الدرجة الائتمانية للجهة المصدرة .

- مدة استحقاق الشهادة.

- العرض والطلب على القروض المصرفية، حيث تنخفض معدلات الفائدة كلما كان العرض أكبر من الطلب والعكس.

✓ **أنواع شهادات الإيداع:**

- شهادات تصدرها البنوك المحلية وبالعملة المحلية باستحقاق أقل من سنة، وتعتبر البنوك التجارية الجهة الأكثر إصداراً لهذه الشهادات.

- شهادات إيداع بسعر فائدة عائم، يتم تعديله على أساس سعر فائدة مرجعي، وذلك أسبوعياً أو شهرياً أو كل ثلاثة أشهر... (هذه الشهادات غالباً ما يكون تاريخ استحقاقها لأكثر من سنة وتصل إلى 5 سنوات).

- شهادات الإيداع باليورو دولار، وهي عبارة عن شهادات تصدر بالدولار الأمريكي في لندن من طرف البنوك الأمريكية الأوربية واليابانية.

- شهادات الإيداع بالدولار الأمريكي، تصدرها البنوك المحلية الأمريكية.

✓ **مزايا شهادات الإيداع:** تتمتع شهادات الإيداع بالمزايا التالية:

- مرونة عالية من حيث الاستحقاق ومعدلات الفائدة، وتلائم جميع أذواق المستهلكين.

- قابلية عالية للتداول في سوق التداول أي يمكن تسيلها قبل تاريخ الاستحقاق.

- تنوع إصداراتها واستحقاقاتها ومعدلات الفائدة عليها.

- ذات ضمانات عالية ومخاطر منخفضة.

✓ **تحديد سعر والعائد على الشهادة:** يتحدد سعر الشهادة على أساس القيمة الحالية للتدفق النقدي

المستقبلي المؤكد تحقيقه عند الاستحقاق. ويكون ذلك وفق الصيغة التالية:

$$PVCD = \left[ \frac{FVCD}{1+r} \right] \times \left( \frac{1}{360} \right)$$

$$FVCD = \left[ \frac{M}{1+r_{CDS}} \right] \times \left( \frac{T}{360} \right)$$

حيث:  $PVCD$ : القيمة الحالية للشهادة.

$FVCD$ : القيمة المستقبلية للشهادة.

$r$ : معدل الفائدة للفرص البديلة من نفس المخاطرة.

$t$ : المدة المتبقية من استحقاق الشهادة،  $M$ : مبلغ شهادة الإيداع.

- $r_{CDS}$  : معدل الفائدة على شهادة الإيداع.  $T$  : مدة استحقاق شهادة الإيداع.
- **اتفاقيات إعادة الشراء:** هي عبارة عن عقد بيع أوراق مالية، يتعهد البائع بإعادة شرائها في تاريخ محدد يذكر في عقد الاتفاقية مسبقا. وتعتبر قروض مضمونة بالورقة المالية موضوع العقد، وهي إما أذونات خزينة أو سندات حكومية أو أوراق مالية مدعومة برهونات عقارية وغيرها
  - **القبولات المصرفية:** هي عبارة عن أداة دين صادرة من البنوك تتضمن تعهدات البنك بدفع قيمة الدين عند الاستحقاق في حالة عدم تسديدها. فهو يعتبر ضمان للدين لصالح المستفيد، فيما يخص قيمة الأصل الذي أنشأ من أجله القبول المصرفي. تستخدم بشكل كبير في تشجيع التجارة الخارجية وتغطية عمليات التصدير والاستيراد.
  - **ودائع العملات الأجنبية (سوق اليورودولار):** تودع هذه الودائع في مؤسسات مالية أجنبية خارج البلد المصدر لها، وفي فروع لبنوك محلية تعمل في دول أخرى مثل ودائع الدولار والجنيه الأسترليني في بنوك الخليج العربي، ويسهم وجود هذه الودائع في قيام أسواق لهذه العملات الأجنبية في البلدان المصدرة لها. يعود تنامي هذه الأسواق لعدة أسباب أهمها:
    - توفير الأموال من العملات العالمية الرئيسية للشركات الكبرى والحكومة، وبكلفة أقل مقارنة بالقروض الممنوحة لها داخليا.
    - تضائل أو غياب الضرائب المفروضة على مثل هكذا عملات خارج مواطنها.
    - توفير العملات الأجنبية التي تطلبها عمليات تمويل التجارة الدولية.
    - تفضيل الأفراد والمؤسسات الاحتفاظ بالودائع بالعملات الأجنبية بهدف الحيلة والحذر، نظرا لأن الودائع الأجنبية تتسم بدرجة عالية من السيولة.
  - **قروض فائض الاحتياطي الإلزامي (سوق ما بين البنوك):** وهي القروض التي تمنحها بعض البنوك التجارية من فائضها للاحتياطي الإلزامي لبنوك أخرى تعاني عجزا، وهي تمثل تعهدا غير مكتوب يضمه البنك المركزي بصفة الجهة التي تدير الاحتياطي الإلزامي، يلزم بموجبه المقرض برد الأموال المقرضة للبنك المقرض مع الفائدة المستحقة، وغالبا ما يكون تاريخ استحقاق تلك القروض لمدة يوم واحد وقد يمدد لأكثر من يوم. حيث يؤدي البنك المركزي هنا دور الوسيط فيما بينهما، وقد يتم الاتفاق بين البنوك المقرضة والمقرضة مباشرة داخل السوق النقدي بواسطة السماسرة العاملين في السوق النقدي.
- 7. معدل الفائدة في السوق النقدي:** معدل الفائدة في السوق النقدي هو نسبة مئوية تمثل العائد على استعمال مال معين لفترة محددة من الزمن، حيث أن المتعاملين في السوق النقدي هم عبارة عن مقرضين ومقرضين، وسعر الفائدة هو السعر المتفق عليه والذي يمنحه المقرض للمقرض لإتمام عملية الإقراض والاقتراض، حيث أنه عادة ما يكون سعر الفائدة على الأوراق المالية المتداولة في السوق النقدي منخفض.

ويتحدد معدل الفائدة في السوق النقدي غالبا تبعا لظروف العرض والطلب في السوق، دون إغفال تدخل البنك المركزي في تحديده، نظرا لوجود علاقة قوية بين معدل إعادة الخصم ومعدل الفائدة في السوق النقدية، حيث يمثل معدل إعادة الخصم الحد الأدنى لثمن الإقراض في المدى القصير.

**8. السوق النقدي في الجزائر:** نظرا لطبيعة النظام المصرفي الجزائري في الفترة بعد الاستقلال حتى أواخر الثمانينات من القرن العشرين، الذي كان يتكون من البنوك العمومية فقط وهي بدورها كانت كأداة بيد الحكومة لتمويل مشاريع التنمية والصناعات الثقيلة، وكذا طبيعة العلاقة بين الخزينة العمومية والبنك المركزي، حيث كان هذا الأخير بمثابة التابع للخزينة العمومية ولا يتمتع بالكثير من الصلاحيات التي يتمتع بها عادة أي بنك مركزي في العالم. في ظل هذه الأوضاع لم يكن للسوق النقدية أي دور في الجزائر خلال هذه الفترة باعتبار التمويل كان يتم بشكل مباشر ودون الحاجة لهذه السوق. لكن بعد صدور قانون 1986 المتعلق بنظام البنوك والقرض والذي منح الدور الأساسي للبنك المركزي لممارسة السياسة النقدية، تم إنشاء السوق النقدي في الجزائر في جوان 1989.

وقد اقتصر إمكانية التدخل في السوق النقدي في البداية على البنوك فقط، التي كانت تقوم بعملية الوساطة المالية من خلال استقبال الودائع ومنح القروض من خلال ما يسمى بسوق ما بين البنوك، لكن بداية من عام 1992 أصبح بإمكان المؤسسات المالية غير البنكية التدخل في السوق النقدي كشركات التأمين وصناديق الضمان الاجتماعي.

وموجب القانون 91-08 كلف بنك الجزائر بضمان السير الحسن للسوق النقدية والقيام بدور الوسيط، من خلال:

- استلام عروض وطلبات المشاركين في السوق وربط الاتصال فيما بينهم.
- الإشراف على الحسابات المتعلقة بالعمليات بين المشاركين والتحقق من استلام أوامر الدفع قبل الإغلاق.
- نشر معدلات الفائدة المرجحة لمبالغ الإقراض والاقتراض.

حيث تتم العمليات بين مختلف المتدخلين في السوق ما بين البنوك إما بوجود ضمان (تسليم أصول مالية) أو بدون ضمان (على بياض).

يبدأ السوق النقدي في الجزائر العمل على الساعة الثامنة إلى غاية الثالثة والنصف مساء، حيث يقوم المتدخلون في السوق بإيداع عروضهم وطلباتهم على السبيل إلى مديرية الأسواق المالية والنقدية لبنك الجزائر، حيث يتم عقد الصفقات بين المتدخلين لآجال تتراوح بين 24 ساعة وستين، لكن عمليا نجد معظم الصفقات تكون آجالها بين 24 ساعة و4 أشهر. وليس لهذه السوق مكان محدد، حيث تتم كل عمليات التداول والإقراض عن طريق وسائل الاتصال كالهاتف والتلكس.

عاشرا. سوق رأس المال

يعتبر سوق رأس المال القسم الثاني من السوق المالي، حيث يتم تداول الأوراق المالية متوسطة وطويلة الأجل من خلال عمليات الشراء والبيع لهذه الأخيرة بين عدد كبير من المتعاملين فيها.

**1. تعريف سوق رأس المال:** هي السوق التي يتم فيه تداول الأوراق المالية متوسطة وطويلة الأجل، فهي الإطار الذي من خلاله يلتقي أصحاب الفائض المالي (المدخرين) مع أصحاب العجز المالي (المستثمرين) لعقد صفقات طويلة ومتوسطة الأجل بصورة مباشرة من خلال الاكتتاب بالأسهم والسندات التي تعد من أهم الأوراق المالية في هذا السوق.

**2. أهمية سوق رأس المال:** تتمثل هذه الأهمية في:

- تعتبر الوسيلة الأساسية في الاقتصاد التي تمكن المدخرين من توجيه ادخاراتهم إلى الاستثمار في القطاعات الاقتصادية.
- يساعد وجود سوق رأس المال على تجنب الآثار التضخمية من خلال تمويل المشروعات دون الإفراط في الإصدار النقدي وخلق النقود.
- توفير التمويل بتكلفة مناسبة.
- لها دور حيوي في تطوير مؤسسات الأعمال ونموها من خلال تدفقات الأموال التي توفرها.
- إضفاء صفة المرونة في تسهيل الورقة المالية، لأن تنظيم السوق يزيد من سرعة التداول ويعطي القيمة العادلة للأوراق المالية.
- التعامل بالعملات القابلة للتحويل يسمح لسوق المال بالتحول من سوق محلية إلى سوق إقليمية ودولية، مما يؤدي إلى نمو الحركة الاقتصادية.

**3. المتطلبات الأساسية لإقامة سوق رأس المال:**

- إقامة سوق رأس المال يجب توفر مجموعة من المتطلبات تعتبر كمقومات وركائز لهذه السوق وتتمثل في:
- توفير مناخ استثماري ملائم: ويقصد به مجموعة الظروف والسياسات والمؤسسات الاقتصادية والتشريعية التي تؤثر على ثقة المستثمر، وتقنعه بتوجيه استثماراته إلى بلد دون غيره.
- الوعي الادخاري والاستثماري: وذلك لدى الجمهور مما يوفر فرصا لتدفق الادخار نحو المشاريع، ويمكن قياس الوعي الادخاري من خلال نمو معدل الشركات المساهمة ورؤوس أموالها حجم الأسهم المصدرة وحجم ودائع القطاعات الخاصة والعائلية، وحجم الادخار ونسبته من الناتج المحلي الإجمالي.
- كثرة عدد الشركات المساهمة وتنوع الأوراق المالية: مما يغري المدخرين بالإقبال عليها والاستثمار فيها مما يساعد على اتساع رقعة السوق وازدهارها.

**توفر المؤسسات المالية الوسيطة:** سواء كانت مؤسسات مصرفية أو غير مصرفية، حيث تؤدي دورا بارزا في تعبئة المدخرات المالية وتوجيهها وخلق الفرص الاستثمارية، وتحقيق التقارب بين العرض والطلب، والقيام بعمليات التسويق والترويج والتغطية للإصدارات الجديدة، وإدارة المحافظ المالية لصالحها أو لصالح عملائها، وتمثل هذه المؤسسات في البنوك التجارية والمتخصصة، بيوت السمسرة وشركات التأمين وصناديق التقاعد والضمان الاجتماعي وصناديق الاستثمار وغيرها.

**- هيكل مؤسسي فعال ومتكامل:** ويتمثل هذا الهيكل في وجود هيئة رسمية حكومية تنظم وتشرف على جميع نشاطات السوق من حيث الأوراق المالية المدرجة وشروط إصدارها وتداولها في السوقين الأولي والثانوي، ومنح الترخيص وتأهيل الكوادر والأفراد العاملين بالسوق.

**- الإفصاح المالي وإشهار المعلومات:** وذلك من خلال تقديم المعلومات والبيانات الصحيحة المالية وغير المالية المتعلقة بالشركات التي يتم تداول أوراقها المالية في السوق، لتمكين المتعاملين في هذه السوق من ترشيد قراراتهم الاستثمارية، وزيادة ثقتهم فيها. وغالبا ما تتم عمليات الإفصاح من خلال النشرات التي يصدرها السوق أو التي تصدرها الشركات نفسها، وقد تكن يومية أو أسبوعية أو شهرية أو من خلال وسائل الإعلام المختلفة.

**- نظام اتصالات فعال:** من خلال استخدام تطورات الثورة الاتصالية من أجهزة الهاتف والفاكس والحاسوب والانترنت وغيرها، لإيصال المستجندات والتطورات بأقصى سرعة للأطراف المعنية، وتمكينها من الاتصال بالأسواق الإقليمية والدولية والتعرف على الفرص الاستثمارية المتاحة.

**4. تقسيمات سوق رأس المال:** تصنف أسواق رأس المال من حيث وقت التنفيذ إلى:

**1.4.1. الأسواق الحاضرة (الفورية):** وهي الأسواق التي يتم فيها انتقال حقوق الملكية فورا من بائع الورقة المالية إلى مشتريها، وذلك بعد دفع قيمتها واستلامها من البائع. وتنقسم السوق الحاضرة من حيث العلاقة بين المصدرين والمستثمرين إلى:

**1.1.4.1. الأسواق الأولية (سوق الإصدار):** وهي السوق التي تصدر فيها الأوراق المالية وتباع لأول مرة، حيث تكون العلاقة مباشرة بين مصدر الورقة المالية والمكاتب فيها.

• ويمكن تقسيمها إلى نوعين هما:

**- سوق التمويل المباشر:** وهي السوق التي تتعامل بجميع أنواع الأوراق المالية التي تصدرها الشركة المقترضة، وتسوقها مباشرة دون تدخل الوسطاء، ويكون تحديد أسعار الأوراق المالية عن طريق المزايمة خاصة بالنسبة للأوراق الحكومية.

- سوق التمويل غير المباشر: وهي السوق التي تتضمن جميع المعاملات التي تتم من خلال الوسطاء الماليين، الذين يقومون بشراء الأوراق المالية من السوق الأولية من أصحاب العجز المالي، ويبيعونها في السوق الثانوية لأصحاب الفائض المالي.

● **طريقة الإصدار في السوق الأولية:** تفرض معظم التشريعات في العالم على أي شركة ترغب في طرح أوراق مالية ضرورة القيد في إحدى بورصات التداول، سواء كان هذا القيد في السوق المنظمة أو في السوق غير المنظمة، وتتم عملية الإصدار أو الطرح الأولي للأوراق المالية من خلال إحدى ثلاث طرق تتمثل في:

✓ **الاكتتاب لجمهور المستثمرين:** وهي من أكثر طرق الإصدار شيوعاً، وتسمى أيضاً الاكتتاب العام، وتعني طرح الأوراق المالية المصدرة لكافة فئات المستثمرين دون تخصيص لفئة بعينها، ويتم ذلك من خلال وسيط بين الجهة المصدرة والمكتتبين يسمى بنك الاستثمار أو بنك الطرح، وتبدأ العملية بنشر الجهة المصدرة لما يسمى بنشرة الاكتتاب، والتي تحتوي على كافة تفاصيل عملية الإصدار، وكذا تفاصيل خاصة بالمؤسسة المصدرة، ويقوم الوسيط (بنك الطرح) بأحد الدورين:

✚ **تغطية الاكتتاب:** حيث يقوم بنك الطرح بالتغطية الكاملة للاكتتاب، من خلال شراءه لكافة

الأوراق المالية المصدرة لحسابه الخاص ثم توليه إعادة بيعها لجمهور المستثمرين، وقد يتحمل بنك الطرح مخاطر عدم تمكنه من بيع كافة الأوراق المالية، حيث يتوقف الأمر هنا على درجة ثقته في الورقة المالية المطروحة وفي الجهة المصدرة لها.

✚ **بذل أقصى جهد للبيع:** في هذه الحالة يقتصر دور بنك الطرح على الترويج للاكتتاب، وبذل

أقصى جهد لبيع الأوراق المالية المصدرة، حيث تكون هذه الطريقة أقل مخاطرة بالنسبة لبنك الطرح نفسه.

✓ **البيع المباشر:** يطلق عليه أيضاً طريقة الوكالة، حيث تقوم الجهة المصدرة بالاتصال المباشر بعدد من

كبار المستثمرين (مؤسسات مالية ضخمة)، وبيعها الأوراق المالية المصدرة، حيث يستهدف هذا الأسلوب فئة محددة من المستثمرين وليس جمهور المستثمرين (كأن يستهدف هذا الطرح حملة الأسهم دون غيرهم).

✓ **البيع بالمزاد:** يقوم أسلوب المزاد على دعوة الجهة المصدرة للمستثمرين المحتملين لتقديمهم عروض

فيما يخص شراء أوراقها المالية، حيث تقوم بقبول العروض الأعلى سعراً ثم الأقل فالأقل، وهنا لا يوجد دور لبنك الطرح، حيث يجري التعامل مباشرة بين الطرفين.

**2.1.4. الأسواق الثانوية (أسواق التداول):** وهو السوق الذي يتم فيه تداول (بيع وشراء) الأوراق المالية التي

تم إصدارها في السوق الأولية، فعن طريقها تتحقق آلية العرض والطلب على الورقة المالية، حيث تتحدد فيها الأسعار يومياً.

تنقسم الأسواق الثانوية إلى نوعين هما:

● **الأسواق غير المنظمة (الأسواق الموازية):** وهي عبارة عن إطار مؤسسي أو هيكل تنظيمي محدد، يتم

فيه تداول الأوراق المالية غير المدرجة في السوق المنظمة، وهي عبارة عن شبكة اتصالات متطورة تربط المتعاملين المنتشرين جغرافيا، تتدفق عبرها أوامر الشراء والبيع للأوراق المالية غير المدرجة في السوق المنظمة، والتي غالبا تعود لشركات صغيرة الحجم ومحلية، لكن هناك بعض المؤسسات الكبيرة تفضل التعامل في السوق الموازية على الرغم من امتلاكها شروط الإدراج في البورصة المنظمة، وذلك تجنباً منها الانكشاف على المنافسين عبر عمليا الإفصاح والإبلاغ عن المعلومات.

وتنقسم السوق غير المنظمة إلى قسمين هما:

✚ **السوق الثالث:** كان ظهور هذا النوع من الأسواق في بداية عام 1960، حيث يرجع سبب

ظهورها إلى رغبة المستثمرين الكبار والمؤسسين في تخفيض كلفة الصفقات وتخفيض العمولات المدفوع للممارسة وتجنب الدخول إلى الأسواق المنظمة ذات العملات الثابتة غير القابلة للتفاوض، نظرا لحجم الصفقات الكبيرة التي يتعاملون بها، وتعتبر صناديق التقاعد القطاع الأكبر استثمارا في هذه السوق. يتكون هذا السوق من الممارسة غير الأعضاء في السوق المنظمة، فهم لا يتحملون رسوم التسجيل والعضوية كما هو الحال بالنسبة للممارسة المسجلين في السوق المنظمة، وهذا ما يسمح لهم بتخفيض العمولات من الصفقات، حيث يقومون بالتجارة في الأوراق المالية المدرجة في السوق المنظمة وغير المنظمة.

✚ **السوق الرابع:** يطلق مصطلح السوق الرابع على الصفقات التي تتم بين المؤسسات

الاستثمارية الكبيرة والأفراد دون تدخل الممارسة، تتميز هذه السوق بالسرعة في إتمام العمليات وبكلفة منخفضة نظرا لعدم تدخل الممارسة. (تعتبر سوق نازداك للأسهم من أكبر الأسواق من هذا النوع).

يتخذ هيكل السوق الرابع صيغتين هما:

✚ **شبكة اتصالات إلكترونية يرمز لها (Electronic Communicatin)**

**Network) ECN:** تتم عبر هذه الشبكة إرسال أوامر البيع والشراء بين المستثمرين

بسرعة وشفافية، وبدون إعلان للهوية الشخصية للمتعاملين، وهو ما يجذب المستثمرين الكبار الذين لا يرغبون في الانكشاف على الجمهور خوفا من رفع الأسعار على صفقاتهم الكبيرة.

✚ **شبكات التقاطع:** وهي نظام لتنفيذ صفقات متقابلة للمتعاملين في حالة البيع والشراء عبر

الحاسوب، حيث تقوم الشبكة بمعالجة دفعات الأوامر بشكل إجمالي وفي أن واحد وعلى أساس السرعة وبكلفة منخفضة.

• الأسواق المنظمة (البورصة): وهي مكان مادي ملموس ومحدد يلتقي فيه المستثمرون لبيع وشراء الأوراق المالية، وتتميز هذه السوق بوجود تشريعات وقواعد تحكمها.

✚ نشأة البورصة: ترجع تسمية كلمة البورصة *Bourse* إلى القرن السادس عشر وإلى مصدرين هما:  
الأول: فندق في مدينة *Bruges* كان يزينه شعار عملة عليها ثلاثة أكياس *Trois Bourses* كان يجتمع فيه عملاء مصرفيون ووسطاء ماليون لتصريف الأعمال<sup>1</sup>.  
الثاني: نسبة لعائلة *Van Der Burse* البلجيكية التي كانت تعمل في المجال البنكي، والتي كانت تملك فندقا في مدينة *Bruges*، كان مكانا لالتقاء التجار المحليين في القرن السادس عشر، والذي أصبح رمزا لسوق رؤوس الأموال<sup>2</sup>.

✚ مفهوم البورصة: البورصة هي سوق تقوم على تبادل منتج ما (سلعة، خدمة، فكرة) ما بين بائع ومشتري، كل منهما لديه الرغبة والقدرة على إتمام عملية التبادل وفق القواعد والشروط المتفق عليها.  
البورصة هي مكان معلوم ومحدد مسبقا يجتمع فيه المتعاملون بغرض القيام بعمليات التبادل بيعا وشراء، ويتوفر فيها قدر مناسب من العلانية والشفافية والمنافسة.  
بورصة الأوراق المالية هي: سوق منظمة تعقد في مكان معين وفي أوقات دورية، بين المتعاملين بيعا وشراء بمختلف الأوراق المالية، ويعمل في هذه السوق أشخاص مختصون هم سماسرة ووسطاء الأوراق المالية.  
✚ مميزات بورصة الأوراق المالية:

- لا يتصل البائعون والمشترون ببعضهم البعض بشكل مباشر، وإنما يتم ذلك عن طريق وسطاء مختصين.
- معظم المتعاملين في البورصة مضاربون، أي أنهم يقومون بعمليات الشراء والبيع للمضاربة على ارتفاع الأسعار وهبوطها والاستفادة من فروقات الأسعار.
- تعتبر البورصة سوقا مثالية يتسع فيها المجال للمنافسة الحرة بين البائعين والمشتريين.
- كفاءة التسعير والتي تعني أن الأسعار تعكس كافة المعلومات المتاحة.
- كفاءة التشغيل والتي تعني انخفاض تكلفة المعاملات إلى أقصى حد مقارنة بالعائد الذي يمكن أن تحققه هذه المعاملات.
- عدالة السوق والتي تعني أن تتيح السوق فرص متساوية لكل من يرغب في إبرام الصفقات.
- الأمان ويقصد به ضرورة توافر وسائل الحماية ضد المخاطر التي تنجم عن العلاقات بين الأطراف المتعاملة في السوق (مخاطر الغش والتدليس وغيرها).

<sup>1</sup>- مصطفى يوسف كافي، تحليل وإدارة بورصة الأوراق المالية، دار مؤسسة رسلان، سوريا، 2014، ص 11.

<sup>2</sup>-المرجع نفسه، ص 11.

-تحديد أسعار الأوراق المالية بشكل واقعي على أساس المعرفة بالبيانات المتعلقة بالشركات ووفقا لقوى العرض والطلب.

#### ✓ عناصر بورصة الأوراق المالية:

- الأوراق المالية (الأسهم، السندات...): وهي البضاعة أو السلعة التي يتم تداولها في السوق المالي.
- المتعاملون: وهم البائعون والمشترون والسماسرة والمؤسسات والهيئات والشركات المرتبطة بعمليات تداول الأوراق المالية.
- المعلومات: وتمثل محركات ومؤشرات اتخاذ قرارات الشراء أو البيع أو الاحتفاظ بالأوراق المالية.
- ✓ المتعاملون في البورصة: يمكن تصنيف الأطراف التي تتعامل في بيع وشراء الأوراق المالية حسب الهدف من هذا التعامل إلى أربعة مجموعات هي:
  - المضاربون المحترفون: تهدف هذه المجموعة إلى الاستفادة من فروق الأسعار، فهم يهتمون بمتابعة تحركات الأسعار بالسوق بصفة دائمة، والتنبؤ باتجاهات السوق لتخطيط عملياته، حيث يستخدم المضارب المحترف أدوات التحليل الاقتصادي والإحصائي لتفسير العوامل الخارجية المؤثرة في السوق، وكذا معرفته للعمليات الفنية داخل السوق.
  - المضاربون الهواة: يهدفون للاستفادة من فروق الأسعار، لكن لا يهتمون بدراسة وتحليل السوق، لذلك عادة ما يختفون من السوق جراء تحقيقهم للخسائر.
  - المتأمرون: تهدف هذه المجموعة إلى التحكم في الأسعار وتوجيه السوق صعودا وهبوطا بوسائل مصطنعة، بهدف أن يصبح السعر السائد للورقة المالية أعلى أو أدنى من السعر العادل الناتج عن قوى العرض والطلب العادية.
  - المستثمرون: هناك نوعان من المستثمرين:
    - المستثمر الداخلي: ويهدف إلى السيطرة على الشركة وإدارتها من خلال امتلاك عدد كاف من أسهمها وهدف الربح يكون بالنسبة له في المرتبة الثانية.
    - المستثمر العادي: يهدف لتحقيق الربح في الأجل الطويل بالإضافة إلى العائد الجاري.
- ✓ إدارة بورصة الأوراق المالية: إدارة البورصة هي شخص اعتباري عام يتولى إدارة أموالها، وتكون لها أهلية التقاضي إلى جانب رقابة حكومية تتمثل في مندوب للحكومة مهمته مراقبة تنفيذ القوانين واللوائح، وله حق الاعتراض في حالة صدور قرارات مخالفة للوائح. وتتمثل هذه الإدارة في الأجهزة التالية<sup>1</sup>:

<sup>1</sup>- المرجع السابق، ص89.

لجنة البورصة
مكتب لجنة البورصة
اللجان الفرعية
الجمعيات العامة
هيئة تحكيم المنازعات
مجلس التأديب
مندوب الحكومة

لجنة البورصة: وتتكون من مجموعة من السماسرة الأعضاء المنظمين وممثلين من الحكومة، وتمثل أهم مهام هذه اللجنة من:

- ✚ تحقيق السير الحسن للعمل في البورصة بما تقتضيه الظروف من إجراءات.
- ✚ لها سلطة تأديبية على جميع أعضاء البورصة وعلى المندوبين الرئيسيين والوسطاء وفقا للقوانين.
- ✚ تقرير حد أعلى أو أدنى لأسعار الأوراق المالية ف حالة الظروف الخطيرة.
- مكتب لجنة البورصة: يتكون من رئيس ونائب وأمين صندوق ويقوم المكتب بتنظيم أعمال اللجنة والإشراف عليها.
- اللجان العليا (هيئة الأوراق المالية): تشكل برئاسة رئيس هيئة سوق الأوراق المالية أو نائبه، وعضوية مكتب لجنة كل بورصة وعضوين منضمين من كل منهما، وأحد الأعضاء المنضمين عن كل بورصة، ومندوب الحكومة لدى هذه البورصات. مهمة هذه اللجنة اتخاذ التدابير الكفيلة للتأكد من التماثل في تطبيق القوانين واللوائح في جميع البورصات وإتباع أساليب عمل موحدة.
- الجمعية العامة: تتكون من أعضاء البورصة العاملين والمنضمين، وتختص بالمصادقة على الميزانية وعلى حساب الإيرادات والمصروفات وإبداء التوصيات في جميع المسائل المتعلقة بالبورصة.
- هيئة التحكيم: تشكل للفصل في جميع النزاعات التي تقع بين أعضاء البورصة والوسطاء والمندوبين الرئيسيين والعملاء.
- مجلس التأديب: يشكل برئاسة لجنة البورصة أو نائبه، ويختص في الفصل فيما يقع من مخالفات لأحكام وقوانين البورصة ولوائحها، والمسائل التي تمس حسن سير العمل والنظام في البورصة.
- الهيئة العامة لسوق المال: تتمثل أهم مهامها في:
  - ✚ مراقبة وتنفيذ القوانين واللوائح.
  - ✚ حق الاعتراض على جميع قرارات الجمعية العامة ولجنة البورصة ولجانها الفرعية.

- **مندوب الحكومة:** تشرف الحكومة على جميع البورصات، حيث يكلف مندوب الحكومة بالإشراف على تطبيق القوانين واللوائح، حيث لا تعقد اجتماعات الجمعية العامة أو لجنة البورصة أو مجلس التأديب أو هيئة التحكيم دون حضوره، وإلا كانت قراراتهم باطلة، وله حق الاعتراض على أي قرار مخالف للقانون المنظم لعمل البورصة أو لوائحها أو الصالح العام.

#### ✓ نظام تشغيل بورصة الأوراق المالية:

- **صالة التداول:** وهي مكان مخصص للتداول ويطلق عليها قاعة التداول، وهناك نظام الصالة الواحدة للتداول ونظام التداول باستخدام الحاسبات الإلكترونية. حيث يتميز نظام القاعة الواحدة بتوفير الفرصة الكافية لسلامة عملية التداول، وتمثل أسعار الأسهم في هذه الحالة أسعار التوازن، أما النظام الإلكتروني للتداول فيسهل عمليات المتابعة الفورية لعمليات التداول في كافة الأوراق المالية من حيث الحجم وتطور الأسعار وغيرها من المعلومات.

- **الوسطاء المرخص لهم بالعمل في البورصة:** وهم الذين يقومون بتنفيذ أوامر عملائهم من بيع وشراء للأوراق المالية بالبورصة، فالسمسة هي مهنة قانونية يحترفها خبراء تم تسجيلهم ومنحهم حق التعامل في البورصة، فلا يجوز لغير السماسرة المقيدين في البورصة التعامل فيها، وقد يكون الوسيط منشأة فردية أو شركات متخصصة في مجال السمسة. وتنقسم الشركات العاملة في السمسة إلى نوعين:

- **شركات العضوية الكاملة:** ويشترط أن يتحقق فيها بعض المتطلبات والشروط مثل صافي أصولها وكفاءتها المالية، لكي تستطيع تنفيذ عمليات البيع والشراء والمقاصة والتسوية إما لصالحها هي أو بالنيابة عن عملائها.

- **شركات الوساطة:** وهي الشركات التي تقوم بدور الوسيط في عمليات الشراء والبيع نيابة عن عملائها، حيث لا تستطيع هذه الشركات القيام بعمليات التسوية والمقاصة، أو تقديم التسهيلات الائتمانية لعملائها.

✓ **طرق التداول في البورصة:** يتم التوصل إلى سعر تنفيذ صفقة الأوامر المالية بين البائع والمشتري عن طريق الوسطاء من خلال إحدى الطريقتين:

- **طريقة المفاوضة:** من خلال هذه الطريقة يتم إعلان أسعار العرض (البيع) والطلب (الشراء) لكل وسيط، باتباع أسلوب لوحات العرض، وذلك بتسليم الموظف المختص جداول الأسعار قبل افتتاح الجلسة، حيث يقوم بتدوينها بوضوح على لوحات العرض الموجود في البورصة، ثم يتم التفاوض بين البائع والمشتري للوصول إلى اتفاق على سعر التنفيذ، حيث تمكن هذه الطريقة من إعطاء الفرصة لتحديد السعر العادل للورقة المالية.

- **طريقة المزايدة:** من خلال هذه الطريقة يتم التزايد على السعر، حيث يقوم السماسرة ومندوبوهم بالنداء بصوت مرتفع لإتمام صفقات البيع أو الشراء، حتى يتم الاتفاق على أحسن عرض للمشتري، ويتم الإعلان عن الأسعار علنا، وينتهي التداول بعقد صفقة الأوراق المالية والتي يتم تسويتها بالتسليم والتسلم الفعلي.

## ✓ قيد الأوراق المالية في البورصة:

-قواعد القيد (شروط الانضمام): هي عبارة عن مجموعة من الشروط المالية والقانونية التي تحكم اختيار الشركات وتنظم انضمامها لأحد الأسواق وفقا لمخاطرها وللسيولة.

## -شروط إدراج الشركات في بورصة الأوراق المالية:

يعتبر إدراج الأوراق المالية للشركات في البورصة ذو أهمية بالغة، نظرا لكونها تمكن المستثمرين من الحصول على معلومات دقيقة وحديث عن الأوراق المالية المقيدة، وعن الجهة المصدرة لها وحول مركزها المالي.

ولقبول إدراج الأوراق المالية لأي شركة في البورصة يجب توفر الشروط التالية:

✚ يشترط في الشركة أو المؤسسة التي تريد الدخول للبورصة أن تكون شركة مساهمة أو شركة توصية بالأسهم.

✚ أن تكون قد حققت أرباحا خلال السنتين الأخيرتين من طلب الإدراج في البورصة مع توزيع الأرباح خلالهما.

✚ أن تقدم الشركة المصدرة طلبا للقيد.

✚ أن يكون القيد بمثابة عقد اتفاقي بين طرفين.

✚ نسخة من عقد التأسيس وقانونها الأساسي ورأسمالها المكتتب به والمدفوع فعلا، ومقدار الأرباح التي توزع، وتصنيفات الأسهم ووصف السندات وسعر الفائدة، ونشرة عن الميزانية لسنوات سابقة.

✚ تقديم القوائم الختامية كجدول حسابات النتائج، الميزانية الختامية مصادق عليها من محافظ الحسابات.

✚ نموذج عن أسهم وسندات لشركة مميز عن إصدارات أسهم وسندات الشركات الأخرى توضح فيه حقوق وواجبات حاملي هذه الأوراق المالية.

✚ نشرة إصدار الوثائق المالية موقعا عليها من المسؤولين.

✚ وحتى في حالة قبول الأوراق المالية للشركات يمكن شطبها في بعض الحالات الآتية:

✚ الأوراق المالية التي لم تعد تتوفر فيها الشروط المحددة سلفا.

✚ الأوراق المالية للشركات التي تعلن إفلاسها.

✚ الأوراق المالية للشركات التي لا تتقيد بالالتزامات المنصوص عليها، وذلك بعد منحها إنذارا من

طرف لجنة السوق

- قواعد استمرار القيد: هي شروط تقيس مدى التزام الشركة بالإفصاح الفوري في الوقت المناسب ويطلق عليها شروط استمرار القيد. وتتمثل أهم شروط استمرارية القيد فيما يلي:

- ✚ الالتزام بالإفصاح اللحظي عن أية معلومات قد تؤثر على أسعار الأسهم والسندات للشركة المصدرة أو على القرارات الاستثمارية.
- ✚ التأكد من الإعلان ونشر الميزانيات المالية للشركات التي يتم إعدادها طبقاً للمعايير المحاسبية بشكل دوري ومنتظم.
- ✚ إبلاغ البورصة بأي تغيرات تحدث للشركة كالتغير في هيكل الملكية، الأرباح والخسائر واستثمارات الشركة.
- ✚ عدم نشر بيانات أو أنباء لا تبررها التطورات الجارية في نشاط الشركة والتنبؤات والتقارير المبالغ فيها التي تعمل على تضليل المستثمرين وتحدث تحركات سعرية غير صحيحة.
- ✚ عدم الإفصاح عن أية بيانات أو معلومات بصفة خاصة للمحللين الماليين أو المؤسسات المالية أو أية أطراف أخرى قبل أن يتم الإفصاح عنها في السوق.
- ✚ تعيين مسيؤول للعلاقات مع المستثمرين يكون مسيؤولاً عن الاتصال بالبورصة والرد عن استفسارات المساهمين.

- قواعد الشطب: هي شروط معينة لو توافرت في شركة معينة يتوجب استبعادها من السوق المنظمة.

- أهداف قواعد القيد والإفصاح بالبورصة: تتمثل أهم هذه الأهداف في:

- ✚ تشجيع الشركات المصدرة ذات المركز المالي القوي على القيد في البورصة.
- ✚ تصنيف الشركات وفقاً للمخاطر والعائد على الجداول المختلفة.
- ✚ زيادة جودة الأوراق المالية من خلال إمكانية الانتقاء عند القيد بجداول البورصة.
- ✚ ضمان حد أدنى للسيولة والكفاءة للورقة المالية.
- ✚ ضمان توافر كافة المعلومات التي تفيد المستثمر في الوقت المناسب، وتكون متوافرة للجميع وذلك بأقل تكلفة، ومنع الاستفادة من المعلومات لصالح فئة معينة للتلاعب بأسهم الشركة.
- ✚ الهدف الأساسي من ذلك كله تحقيق أكبر قدر من الحماية للمستثمر.

✓ صفقات بورصة الأوراق المالية:

- يتلقى الوسطاء في البورصة أوامر شراء وبيع الأوراق المالية من عملائهم المستثمرين، ويقومون بعملية تنفيذها. ويكون الأمر بشكل مكتوب أو شفهي بأي وسيلة اتصالية يعطيه المستثمر للسماح.
- وتشتمل هذه الأوامر على:
- تحديد نوع الورقة: حيث يقوم المستثمر عند إعطاء الأمر بتحديد نوع الورقة المطلوب شراءها أو بيعها بدقة.
- حجم الطلب: حيث يتضمن الأمر حجم طلبية الشراء أو البيع للأوراق المالية التي يريدتها المستثمر.

- **المدى الزمني:** حيث تتضمن أوامر المستثمرين المدى الزمني الذي خلاله يجب على السماسرة تنفيذ الأمر، وذلك وفقا لرؤيتهم الاستثمارية أو باستشارة المحللين الماليين، ويأخذ المدى الزمني الأنواع التالية:

✚ **أوامر ذات زمن محدد:** وهي طلبيات مشروطة بزمن تنفيذ محدد، وقد يكون يوميا أو زمنيا أو شهريا.

✚ **أوامر ذات زمن مفتوح:** وتدعى الأمر المفتوح وكذلك الأمر الساري حتى الإلغاء، وهي طلبيات لا حدود زمنية في تنفيذها، حيث تبقى سارية حتى يلغيتها المستثمر.

- **سعر التنفيذ:** يعد السعر من أهم البنود التي يتضمنها الأمر ويمكن أن يكون:

✚ **أمر بسعر محدد:** وهو الأساس في تنفيذ الطلبية من عدمها، لذلك يشار صراحة لسعر التنفيذ (السقف السعري)، فعند أمر الشراء المحدد يتم التنفيذ على أساس سعر التنفيذ المحدد فأقل، أما في حالة أمر البيع فيجري التنفيذ بسعر التنفيذ أو أعلى منه.

✚ **أمر بأفضل سعر (أمر السوق):** وهي الأكثر شيوعا، حيث يطلب المستثمر من السمسار بيع أو شراء عدد من الأوراق المالية بأفضل سعر وبأسرع وقت ممكن، وغلبا ما تنفذ العملية نظرا لوجود مرونة في الأمر.

✚ **أمر الإيقاف عند سعر محدد:** وتسمى أيضا أوامر إيقاف الخسارة، حيث يحدد المستثمر سعرا للإيقاف، ويكون في الشكلين التاليين:

- **أمر إيقاف (شراء، بيع) غير محدد:** ففي حالة أمر الإيقاف الخاص بالبيع لابد للسمسار من تنفيذ الأمر عند وصول السعر إلى السعر المحدد للإيقاف أو انخفاض عنه، بينما في حالة أمر إيقاف الشراء لابد من التنفيذ عند وصول السعر إلى ما هو محدد للإيقاف أو أعلى منه.
- **أمر إيقاف (بيع، شراء) محدد:** وهي أوامر تقلل من تأثير ظرف عدم التأكد في سعر التنفيذ عند تجاوزه سعر الإيقاف كما هو في أمر الإيقاف غير المحدد، حيث يتضمن الأمر سعرين: سعر إيقاف يجري التنفيذ عند الوصول إليه، وسعر محدد لا يجري التنفيذ عند الوصول إليه بعد تجاوز سعر الإيقاف.

- **تسوية الصفقة:** يتم تسوية المعاملات خلال الخمسة أيام التي تعمل فيها البورصة، حيث يتم تسليم الأوراق المالية للمستثمر واستلام المبلغ في حالة الشراء والعكس في حالة البيع، حيث يقوم السمسار بتسوية المعاملة، وبذل يصبح المستثمر المالك القانوني للأوراق المالية محل الاستثمار، الذي يدفع قيمة الصفقة مع العمولة والرسوم.

- **تكاليف التنفيذ:** يتحمل المستثمر عدة تكاليف عند قيامه بعملية الاستثمار، هذه التكاليف يمكن تقسيمها إلى تكاليف مباشر وغير مباشرة.

**التكاليف المباشرة:** وهي تكاليف تنفيذ الأمر بصورة مباشرة وتمثل في:

✚ عمولة السمسرة: وهو المبلغ الذي يدفع للسمسار، وغالبا ما يتم تحديده بالتفاوض، أو تحددتها الأعراف السائدة حسب كل صفقة، وكلما زادت مرات التعامل انخفضت العمولة.

✚ الخصم على السعر: الذي يمنحه المشتري للبائع، ويتوقف على ظروف السوق وتعاملات المشتري والبائع.

✚ الرسوم المستحقة لإدارة البورصة: في حالة البورصات المنظمة وبعض رسوم نقل الملكية والتسجيل.

✚ الضريبة على هامش الفرق ما بين سعر الشراء وسعر البيع.

**التكاليف غير المباشرة:** وهي صعبة الحساب نسبيا، لأنها تتعلق بتكلفة الفرص البديلة، والتي تحسب على أساس عائد الفرصة البديلة للاستثمار في الأوراق المالية.

### إحدى عشر. الأسواق الآجلة (المشتقات المالية)

**1. تعريف السوق الآجلة:** هي السوق التي تتعامل على أساس التسليم الآجل للسلعة، والسعر الآجل يمثل السعر المتاح الآن لكن في وقت تسليم آجل.

**والعمليات الآجلة هي:** العمليات التي تعقد صفقاتها وتؤجل دفع الثمن والمثلن إلى أجل معلوم يسمى يوم التصفية أو يوم التسوية، ويلزم فيه المتعاقدان على التسليم والتسلم، وقد يتفقان على تأجيل خاص وشروط وكيفية التعويض<sup>1</sup>.

وتتم عملية التسوية من خلال إحدى الصور التالية:

- التسليم والتسلم الفعلي للأوراق المالية والثمن من طرف البائع والمشتري.
- أن يبيع ما اشتراه أو يشتري ما باعه ويقبض الفرق بين السعرين قبل موعد التصفية ويتم ذلك بعد رضا الطرف الآخر.
- تأجيل التسوية إلى موعد آخر بدفع مبلغ يسمى بدل التأجيل.

**2. تعريف المشتقات المالية:** هي عقود مالية تشتق قيمتها من قيمة مرجعية (أصل مادي أو مالي) يمكن استخدامها لأغراض متعددة كالتحوط، الاستثمار والمضاربة، ويكون ثقلب قيمة الأصل محل العقد، وتعلق بفقرات والتزامات خارج الميزانية<sup>2</sup>.

**كما تعرف المشتقات المالية بأنها:** أدوات مالية ترتبط بأداة مالية معينة أو مؤشر أو سلعة، والتي من خلالها يمكن شراء أو بيع المخاطر المالية في الأسواق المالية، تتوقف قيمتها على قيمة الأصل محل العقد.

<sup>1</sup> - زكريا سلامة عيسى شطناوي، الآثار الاقتصادية لأسواق الأوراق المالية من منظور الاقتصاد الإسلامي، دار النفائس، الأردن، ص 133.

<sup>2</sup> - شقيري نوري موسى، إدارة المشتقات المالية، دار المسيرة، الأردن، 2015

3. أنواع المشتقات المالية: تتمثل أهم المشتقات المالية في: العقود المستقبلية، الخيارات، المبادلات والعقود الآجلة.

1.3.3. المشتقات المالية: تعتبر المشتقات المالية، والتي كان بداية تطورها من لقطاع الزراعي، نظرا لكون المنتجات الزراعية موسمية، نظرا لمخاطر التقلبات في الأسعار التي تقلق المزارعين في وقت جني المحصول، مما جعلهم يلجئون لبيع محاصيلهم من خلال العقود المستقبلية، محاولة منها تخفيض مخاطر انخفاض الأسعار في وقت الجني. لذلك فهناك من يرجع أصل سوق العقود المستقبلية إلى مستقبلات الأرز في القرن الثامن عشر في مدينة أوسكا باليابان، وهناك من يرجعها للعصور الوسطى نتيجة لتطور المتاجرة في السلع الزراعية.

1.1.3. تعريف العقد المستقبلي: يعرف بأنه عقد بين طرفين يلتزمان بموجبه بتسليم أو استلام كمية من أصل معين بسعر معين في زمان ومكان محددتين.<sup>1</sup> ويمكن أن يكون هذا الأصل حقيقي كالنفت والذهب وغيره، أو مالي كالسندات والأسهم والعملات والمؤشرات السوقية وأسعار الفائدة. كما تعرف العقود المستقبلية بأنها: عقود تعطي لحاملها الحق في شراء أو بيع كمية من أصل معين بسعر محدد مسبقا، على أن يتم التسليم في وقت لاحق، وعادة ما يلتزم الطرفين بإيداع نسبة معينة من العقد لدى السمسار الذي يتعامل معه، على صورة نقدية أو أوراق مالية من أجل حماية الطرفين من مخاطر عدم الوفاء بالتزاماتهم.

ويعتبر العقد المستقبلي عقد نمطي (معياري)، لذلك يجب أن تتوفر فيه مجموعة عناصر أساسية هي: - تاريخ العقد. - نوع الأصل محل التعاقد. - تاريخ التسليم. - الكمية. - سعر التنفيذ. - مكان وطريقة التسليم. ويتم تداول العقود المستقبلية في أسواق منظمة.

2.1.3. أنواع العقود المستقبلية: تتمثل أهم أنواع المشتقات في ما يلي<sup>2</sup>:

- مستقبلات أسعار الفائدة: لقد كان أول تعامل لعقد مستقبلي لأسعار الفائدة عام 1975، والذي افتتحته هيئة شيكاغو للتجارة على سند جمعية الرهون الوطنية الحكومية، وكان ذلك بسبب الخسائر التي تكبدتها المؤسسات التي تملك قروضا نقدية على الرهون السكنية ما بين عامي 1970 و1980 نتيجة الارتفاعات الكبيرة في أسعار الفائدة. وتستعمل المشتقات المالية لأسعار الفائدة خاصة من مديري المحافظ والمستثمرين للتحوط من التحركات غير المتوقعة لأسعار الفائدة، والتي قد تكبدهم خسائر كبيرة، خاصة بالنسبة للأوراق المالية ذات الدخل الثابت. ويسمى مشتري هذه العقود بأنه امتلك تحوطا طويلا الأجل وبائعها يعد أنه امتلك تحوطا قصيرا الأجل. كما

<sup>1</sup>- المرجع نفسه، ص182.

<sup>2</sup>- تلخيص الباحثة بالاعتماد على: حاكم الربيعي وآخرون، المشتقات المالية، دار البازوري العلمية، الأردن، 2011، ص37-47.

يستخدم المضاربون هذه العقود بهدف المضاربة فيها والحصول على عوائد كبيرة مقابل تحمل مخاطر<sup>1</sup>.

- **مستقبليات العملة:** بدأ التعامل في هذا النوع من المستقبليات في سوق النقد الدولي ( IMM ) التابعة لسوق شيكاغو التجاري عام 1972، تستخدم مستقبليات العملة من طرف الشركات بهدف التحوط من مخاطر الصفقات، من خلال شراء عقد مستقبلي للعملة التي تحتاجها مستقبلا، وذلك في حالة توقعها ارتفاع قيمة هذه العملة، وأهم العملات التي تنفذ عليها أغلب العقود المستقبلية نجد: الدولار الأمريكي، الين الياباني، الأورو وغيرها، وأهم أسواق مستقبليات العملة نجد: سوق شيكاغو التجاري، سوق لندن للمستقبليات المالية الدولية، سوق سلع أمريكا الوسطى.
- **مستقبليات مؤشرات الأسهم:** بدأ التعامل في هذا النوع من المستقبليات عام 1982 من طرف هيئة مدينة كنساس للتجارة بالعقود المستقبلية، وذلك على مؤشرات أسهم الفاليولين ( Value average stock index line )، ثم تم تداولها في سوق شيكاغو التجاري وسوق مستقبليا نيويورك. وقد تم المتاجرة بمجموعة من المؤشرات هي مؤشر ستاندرز أند بورز ( S & P500 )، ومؤشرات أسهم نيويورك، ومؤشر الأسواق الرئيسية، أما اليابان فنجد مؤشر نيكبي في سوق طوكيو للمستقبليات. ويستخدم مستقبليا مؤشرات الأسهم لأغراض التحوط، المضاربة والمراجعة.
- **العقود المستقبلية على السلع والمعادن:** والتي تتمثل أساسا في:
  - الحبوب والزيوت كالقمح والذرة وزيت الصويا والشعير.
  - الماشية واللحوم كالأبقار والخنزير.
  - السلع الغذائية كالكاكاو والقهوة والسكر.
  - المعادن كالنحاس والذهب والفضة والبلاطين.
  - البنزين، النفط الخام، الغاز الطبيعي، القطن والأخشاب.

### 3.1.3. الهامش في العقود المستقبلية: يقصد به المبلغ الذي يجب على المستثمر في العقود المستقبلية إيداعه

في حساب بنكي، ولا يجوز له التصرف فيه إلا بعد انتهاء مفعول سريان العقد، حيث تقوم بيوت مقاصة العقود المستقبلية عادة بتحديد هذا الهامش في حدود 5 إلى 10% من القيمة الإجمالية للعقد، الغرض الأساسي منه هو

<sup>1</sup> - فمثلا إذا كان العقد على سندات الخزينة الأمريكية، ففي حالة توقع المضارب انخفاض سعر الفائدة وارتفاع سعر السند سيدخل كمشتري للعقد ويقوم باستلام السندات مستقبلا (اتخذ مركزا طويلا). فإذا انخفض فعلا سعر الفائدة وارتفع سعر السند يعني أنه سيحصل على عائد كبير لأنه اشترى بسعر منخفض، أما إذا ارتفع سعر الفائدة وانخفض سعر السند سيتعرض المضارب لخسارة بسبب شرائه للعقد وانخفاض العائد. ويحدث العكس في حالة توقع المضارب ارتفاع أسعار الفائدة ويدخل كبائع للعقد (يقوم بتسليم السندات مستقبلا أي يأخذ مركزا قصيرا)، فإذا ارتفعت أسعار الفائدة انخفضت قيمة العقد سيربح المضارب، وفي حال انخفاض أسعار الفائدة وزيادة قيمة العقد سيخسر لأنه باع بسعر أقل من سعر السوق.

تحقيق مبدأ الإلزام في العقود المستقبلية، سواء كان المستثمر في العقد المستقبلي مشترياً أو بائعاً. ويوجد نوعان من الهامش هما<sup>1</sup>:

- الهامش المبدئي: هو مبلغ يتراوح بين 5 و10% من قيمة العقد.
  - هامش الوقاية: وهو الحد الأدنى لما يمكن أن يصل إليه رصيد الهامش، فإذا انخفض رصيد الهامش المبدئي عن هذا الحد، فإنه يجب إيداع مبلغ إضافي بما يكفي لإعادة الرصيد إلى المبلغ المطلوب حسب الهامش المبدئي.
- 4.1.3. مزايا العقود المستقبلية:** يحصل المتعامل في العقود المستقبلية على العديد من المزايا يمكن ذكر أهمها فيما يلي:

- المضاربة: من خلال المتاجرة بالهامش، حيث يكفي للمتعامل في العقود المستقبلية (شراء أو بيع) دفع قيمة الهامش المطلوب حتى يدخل للسوق كمستثمر عادي لتحقيق أرباح عادية أو كمضارب لتحقيق مكاسب رأسمالية مرتفعة. وفي هذا الإطار تضع إدارة السوق المستقبلي حد أدنى وحد أقصى للتقلبات التي تحدث في اليوم الواحد على أسعار العقد، حيث لا يجوز تجاوزها حتى لو اقتضى ذلك وقف التعاملات في العقد، بالإضافة لوضع حد أقصى لعدد العقود التي يسمح للمستثمر الواحد امتلاكها<sup>2</sup>.
- العوائد المالية: تتمثل خاصة في الربح المالي المتحصل عليه من الفرق بين السعر السوقي وسعر التعاقد في الأسواق.
- التحوط ضد المخاطر المستقبلية: تعتبر العقود المستقبلية وسيلة للمتعاملين بها للتحوط من مخاطر تقلبات الأسعار، حيث يتم تحديد الأصل أو السلعة محل العقد المستقبلي حالياً.
- السيولة: هناك علاقة طردية بين نسبة سيولة السوق المالي وحجم المعاملات، حيث أنه كلما كانت المعاملات في سوق أكبر كلما زادت السيولة، حيث تتميز معظم أسواق المستقبلية العالمية بارتفاع نسبة السيولة فيها.

- الشفافية: العديد من أسواق العقود المستقبلية يمكن اعتبارها شفافة، لأن الأوامر فيها تكون مفتوحة ومعلنة، حيث يكون لكل المتعاملين نفس الفرص في هذه الأسواق.

**2.3. الخيارات:** سنتطرق من خلال هذا العنصر إلى تعريف عقود الخيار وأنواعها.

**1.2.3. تعريف الخيار:** يمكن تعريف الخيار لغة واصطلاحاً كما يلي:

مفهوم الخيار في اللغة: هو اسم من الاختيار، فيقال: أنت بالخيار أي اختر ما شئت وخيار الشيء أفضله. ويعرف اصطلاحاً بأنه: اتفاق بين طرفين بغرض تداول أصول حقيقية (سلع مادية) أو أدوات مالية (أسهم، سندات، عملات مالية، مؤشرات...)، وذلك لتنفيذها في وقت معين يتفق عليه الطرفان يعرف بسعر الخيار.

<sup>1</sup> - محمد مطر، الأسس النظرية والعملية لبناء وإدارة المحافظ الاستثمارية، دار وائل للنشر والتوزيع، الأردن، 2016، ص 290.

<sup>2</sup> - المرجع نفسه، ص 294.

كما يعرف الخيار بأنه: عقد بين طرفين يعطي لحامله حق الخيار في بيع أو شراء أصل معين محل العقد عند تاريخ التنفيذ.

ويعرف الخيار في بورصة الأوراق المالية بأنه: هو عقد بين طرفين، يتعهد بموجبه الطرف الأول (البائع) أن يعطي للطرف الثاني (المشتري) الحق وليس الإلزام لشراء أو بيع أوراق مالية معينة بسعر معين ولأجل معين، يدفع المشتري ثمنا مقابل تمتعه بذلك الحق، ويقبضه البائع مقابل تعهده والتزامه<sup>1</sup>.

### 3.2.3. أنواع الخيارات: يمكن تقسيم الخيارات من خلال مجموعة من الجوانب وتتمثل في:

- **تقسيم الخيارات من حيث نوع العملية:** تنقسم إلى قسمين خيار شراء وخيار بيع:
  - **خيار الشراء:** هو عقد بين طرفين البائع والمشتري، يكون فيه لمشتري الخيار الحق في شراء أو عدم شراء الأصل محل العقد عند تاريخ استحقاق هذا الأخير، حيث يقوم المشتري بتنفيذ خيار الشراء إذا كان السعر السوقي للأصل أكبر من سعر الممارسة.
  - **خيار البيع:** هو عقد بين طرفين البائع والمشتري، يكون فيه لمشتري الخيار الحق في بيع الأصل محل العقد أو عدم بيعه عند تاريخ الاستحقاق، حيث يقوم مشتري الخيار بتنفيذ خيار البيع إذا كان السعر السوقي للأصل أقل من سعر التنفيذ أو الممارسة.
- **تقسيم الخيارات حسب تاريخ التنفيذ:** تقسم الخيارات حسب هذا المعيار إلى خيارات أمريكية وخيارات أوروبية وخيارات برمودا:
  - **الخيار الأمريكي:** هو الخيار الذي يعطي لصاحبه الحق في تنفيذه خلال المدة من تاريخ إبرام العقد حتى تاريخ الاستحقاق، ولا ينتظر حتى تاريخ الاستحقاق للتنفيذ إلا إذا أراد حامل الخيار ذلك.
  - **الخيار الأوروبي:** هو الخيار الذي لا يمكن تنفيذه إلا عند وصول تاريخ استحقاقه.
  - **خيار برمودا:** وهو الخيار الذي يجمع بين خصائص الخيار الأمريكي وخصائص الخيار الأوروبي، فمن جهة تشبه الخيار الأمريكي أنه يمكن تنفيذها قبل تاريخ الاستحقاق، ومن جهة أخرى تشبه الخيار الأوروبي في أنه لا يمكن تنفيذها إلا في أوقات محددة سلفاً متفق عليها، حيث أخذت اسمها من اسم جزيرة برمودا التي تقع بين أوروبا وأمريكا.

<sup>1</sup>- زكريا سلامة عيسى شطناوي، مرجع سابق، ص 150.

### ● تقسيم الخيارات حسب نوع الأصل محل العقد<sup>1</sup>:

- عقود خيارات أسعار الفائدة: هي عبارة عن عقود يلتزم بموجبها بائع حق الخيار بضمان حد أقصى لمعدل الفائدة، لا يمكن الزيادة فيه في حالة قيام مشتري حق الخيار بالاقتراض، أو حد أدنى لمعدل الفائدة في حالة قيام مشتري الحق بالاستثمار، أو الجمع بين النظامين وذلك مقابل عمولة. وهناك أربع استراتيجيات للتعامل بخيارات أسعار الفائدة وهي:

➤ **شراء خيار الشراء للسندات:** وفق هذه الإستراتيجية هناك أمرين مهمين يجب معرفتهما:

أولاً: إذا انخفضت أسعار الفائدة فإن أسعار السندات سترتفع، وتكون هذه الحالة إيجابية لصالح مشتري الخيار.

ثانياً: إذا ارتفعت أسعار الفائدة فإن أسعار السندات ستنخفض، وتكون هذه الحالة سلبية ضد مشتري الخيار.

➤ **بيع خيار الشراء للسندات:** يمكن استنتاج حالتين وفقاً لهذه الإستراتيجية:

أولاً: إذا ارتفعت أسعار الفائدة فإن أسعار السندات ستنخفض، وتكون النتيجة لفائدة بائع الخيار.

ثانياً: إذا انخفضت أسعار الفائدة فإن أسعار السندات سترتفع، وتكون النتيجة سلبية ليست في صالح بائع الخيار.

- عقود خيارات أسعار الصرف: هي عقود تعطي لمشتريها الحق في تنفيذ عملية شراء أو بيع العملة محل العقد أو عدم تنفيذها.

- عقود خيارات المؤشرات: هي العقود التي يكون موضوعها مؤشر للسوق المالي، والذي يمثل تشكيلة مكونة من الأوراق المالية المتداولة في السوق، حيث أنه لا يتم تسليم الأوراق المالية موضوع المؤشر بالبيع أو الشراء، ومثال ذلك عقد خيار مؤشر S&P100، وتتداول في الولايات المتحدة الأمريكية.

**خيارات النفط والذهب:** فخيار النفط هو عقد قانوني يعطي لحامله الحق في شراء أو بيع كمية محددة من النفط أو الذهب، بسعر وتاريخ محددين وذلك مقابل علاوة.

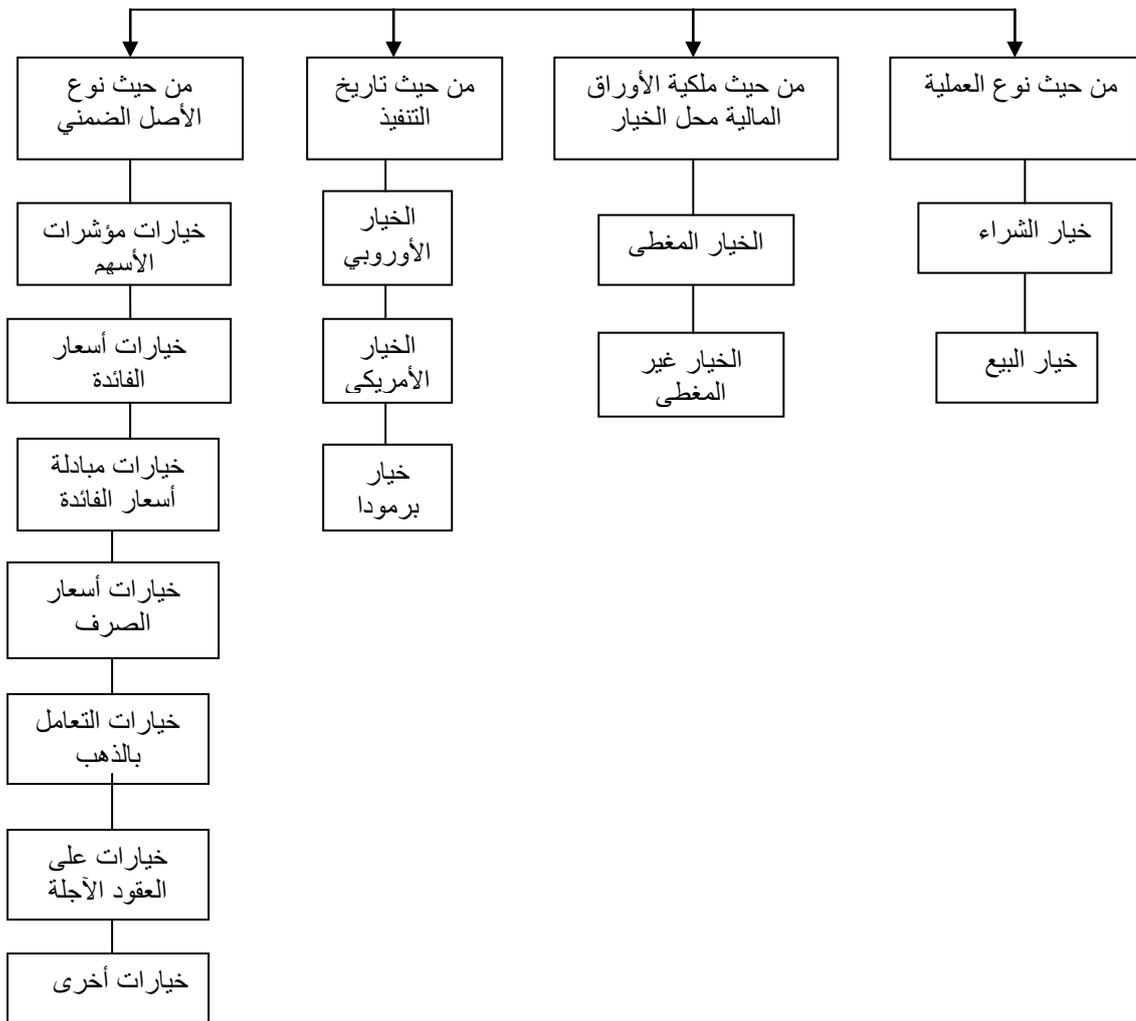
**خيارات المستقبلات:** تعرف بأنها اتفاق بين مشتري وبيع، تعطي لحامل الخيار الحق في شراء أو بيع عقد مستقبلي بسعر وتاريخ محددين مقابل علاوة معينة.

**خيارات المبادلات:** يجمع هذا النوع بين خصائص عقود المبادلات وخصائص عقود الخيارات، فهو من ناحية يعطي لحامله الحق في ممارسته أو إلغائه، ومن جهة أخرى تجري مبادلة تدفقات ثابتة بتدفقات معومة.

<sup>1</sup> - بن رجم محمد الخميصي، المنتجات المالية المشتقة: أدوات مستحدثة لتغطية المخاطر أم لصناعتها، مداخلة ضمن ملتقى دولي حول الأزمة المالية والاقتصادية الدولية والحوكمة العالمية، المركز الجامعي بسوق اهراس، الجزائر، 2009، ص 05.

- من حيث ملكية الأوراق المالية محل الخيار: وتنقسم إلى عقود خيار مغطاة وعقود خيار غير مغطاة:
  - عقود الخيار المغطاة: وهو الحالة التي يكون فيها لبائع الخيار رصيد من الأصل محل العقد يكفي للوفاء بالتزاماته، إذا ما طالب الطرف الآخر بالتنفيذ واستلام الأصل محل التعاقد إذا كان خيار شراء، أو لديه السيولة النقدية الكافية للوفاء بالتزاماته إذا طالبه الطرف الآخر بالتنفيذ إذا كان خيار بيع.
  - عقود الخيار غير المغطاة: وهو العقد الذي يكون فيه بائع الخيار لا يملك رصيد من الأصل محل العقد يسمح له بتغطية التزاماته، إذا ما طالب الطرف الآخر تنفيذ العقد واستلام الأصل وهذا إذا كان خيار شراء. أو لم تكن لديه السيولة النقدية الكافية للوفاء بالتزاماته إذا كان العقد خيار بيع.

### الشكل رقم (17): أنواع الخيارات.



المصدر: شقيري نوري موسى، مرجع سابق، ص 231.

### 3.3 المبادلات (المقايضات)

1.3.3 تعريف المبادلات: يعرف عقد المبادلة بأنه: عقد بين طرفين أو أكثر لتبادل الالتزامات أو الحقوق، يتعهدان بموجبه إما على مقايضة الدفعات التي تترتب على التزامات كان قد قطعها كل منهما لطرف آخر، وذلك

دون إخلال بالتزام أي منهما الأصلي اتجاه الطرف الثالث غير المشمول بالعقد، أو بمقايضة المقبوضات التي تترتب لكل منهما على أصول يمتلكها، وذلك بدون إخلال بحق كل منهما لتلك الأصول<sup>1</sup>.  
كما تعرف عقود المبادلة بأنها: تحرير عقدين مترامين أحدهما عقد شراء والآخر عقد بيع، قيمة كل من العقدين واحدة إلا أن تاريخ استحقاقهما مختلف، ويفصل بينها فترة زمنية (شهر، 2، 3، 6 أشهر، سنة)<sup>2</sup>.  
وهناك نوعان من عمليات التبديل هما:

📌 **عمليات التبديل التامة:** وهي التي يتم فيها إغلاق عمليتي الشراء والبيع مع الجهة نفسها المتعامل معها، فبعد المفاوضة على السعر والاتفاق عليه، يتم تحديد سعري التبادل اللازمين، وهما السعر الآني والسعر الآجل، ومن ثم إجراء عملية التبديل كاملة مع الجهة نفسها.

📌 **عمليات التبديل الموجهة:** يتم هذا النوع من المبادلات في عمليتين منفصلتين تعلق كل منهما مع جهة مختلفة، الأولى تتم بالسعر الآني والتسليم الآني والثانية تتم بالسعر الآجل والتسليم الآجل.

**2.3.3. تطور أسواق المبادلات:** عرفت هذه الأسواق نشاطا في فترة الثمانينات والتسعينات من القرن العشرين، نتيجة للاختلاف في ملاءة المقترضين واختلاف توقعات المتعاملين في السوق المالي حول توجهات أسعار الفائدة السوقية، حيث ظهرت مبادلات أسعار الفائدة في عامي 1980 و 1981، في حين كان أول ظهور لعقد مبادلات العملة في أواسط الستينات من القرن العشرين. حيث تتميز المبادلات عن العقود المستقبلية والخيارات في كونها ليست معيارية، فهي مكيفة لملائمة احتياجات أطراف العقد أكثر من غيرها، مما يمنح أسواقها مرونة عالية، فهي تعتبر أسواق غير منظمة، ولا تخضع لتنظيم الحكومات، فشرط عقد المبادلة لا يعلمها إلا الأطراف المشاركة في العقد. وبشكل نجد عقود المبادلات تتم بين المؤسسات والشركات والبنوك، وتعتمد على مصداقية والقدرة الائتمانية للطرف الآخر، نظرا لأن أسواق المبادلات لا تعطي ضمانات كما في البورصات المنظمة للخيارات والمستقبليات.

**4.3.3. أنواع المبادلات:** هناك عدة أنواع من المبادلات يتم التعامل بها في سوق المبادلات، والتي تتمثل أساسا في مبادلات العملات ومبادلات أسعار الفائدة وغيرها.

- **مبادلة العملات:** تتمثل عملية المبادلة بين عملتين معينتين، أن يتم شراء العملة الأولى وبيع الثانية، على أساس السعر الآني (الفوري) لكل منهما، وفي الوقت نفسه إعادة بيع العملة الأولى وشراء العملة الثانية بموجب سعر المبادلة (السعر الآجل)، هذا الأخير يتم تحديده وفق الفرق القائم بين أسعار الفائدة السائدة حينئذ على الإيداع والإقراض بالنسبة لكل من العملتين.

<sup>1</sup> - محمد مطر، مرجع سابق، ص 303.

<sup>2</sup> - صالح مفتاح، مرجع سابق، ص 98.

كأن يبرم عقد بيع مبلغ مليون أورو مقابل 1.1 مليون دولار أي بسعر 1.10 دولار للأورو بيعة فوري، وفي نفس الوقت يبرم عقد شراء مبلغ مليون أورو يسلم خلال ثلاثة شهور مقابل الدولار بسعر 1.20 دولار للأورو. بمعنى تتم مبادلة أورو مقابل دولار بتحرير عقدي بيع وشراء، ففي العقد الأول تم بيع الأورو، وفي العقد الثاني (في نفس تاريخ العقد الأول) أعيد شراء المبلغ بالدولار ولكن التسليم تم تحديده بعد ثلاثة أشهر. ويسمى الفرق بين سعر الشراء وسعر البيع بسعر المبادلة (Swap rate) أو هامش السعر الآجل ويبلغ في المثال:

$$0.10 = 1.10 - 1.20$$

وهي قيمة العالوة التي احتسبت للأورو، وهذا الفرق يعبر عنه بالنقطة فنقول سعر المبادلة 1000 نقطة.

وتتخذ عقود مبادلة العملات شكلين هما<sup>1</sup>:

**الأول:** عقود مقايضة متوسطة وطويلة الأجل، تكون في أسواق رأس المال، تسمى مقايضات رأسمالية، يغلب على غرضها الطابع التحوطي أكثر من غرض المضاربة، تلجأ إليها عادة المؤسسات المالية للاقتراض طويل الأجل من أسواق رأس المال.

**الثاني:** عقود المقايضة قصيرة الأجل، والتي تكون عادة في أسواق النقد، يتعامل فيها المضاربون لغرض تحقيق غير عادية، نتيجة لتقلبات أسعار الفائدة وأسعار الصرف لتلك العملات.

**مبادلات أسعار الفائدة:** هي اتفاق بين طرفين على تبادل معدلات فائدة متغيرة بمعدلات فائدة ثابتة على مبلغ محدد بعملة معينة، دون أن يقترن ذلك بالضرورة بتبادل هذا المبلغ. هناك هدفين أساسيين تحققهما هذا النوع من المبادلة، هما تخفيض مخاطر تغيرات أسعار الفائدة وتخفيض كلفة التمويل.

نشأ سوق مبادلة أسعار الفائدة في بداية الثمانينات من القرن العشرين، بعد اكتشاف الشركات إمكانية الاستفادة من اختلاف تصنيفها الائتماني<sup>2</sup> وتوقعاتها بالنسبة لاتجاهات أسعار الفائدة، وبعد تزايد الإقبال على هذا النوع من العقود تم توحيد شروطها القانونية عام 1987. وتمثل فائدة طرفي عقد المبادلة في تخفيض كلفة اقتراضهما للأموال من السوق، وكذا إتاحة الفرصة للشركات ذات التصنيف الائتماني المتدني للحصول على الأموال بمعدل فائدة ثابت ولآجال أطول من تلك التي يمنحها السوق لذلك التصنيف الائتماني<sup>3</sup>.

<sup>1</sup> - محمد مطر، مرجع سابق، ص 305.

<sup>2</sup> - التصنيف الائتماني هو عبارة عن رأي محلل متخصص أو مؤسسة متخصصة حول الملاءة الائتمانية العامة للطرف المقابل ورغبته في الوفاء بالتزاماته، أو الملاءة الائتمانية لإصدار معين من السندات أو أي التزامات أخرى. حيث يمكن للتصنيف الائتماني أن يكون لمؤسسة مالية (بنك، صندوق استثمار شركة تأمين...)، أو لدولة (الجدارة الائتمانية السيادية لها)، أو لعملية ائتمانية (قرض، قرض سندي...) وذلك اعتماداً على المخاطر ذات العلاقة. أهم وكالات التصنيف الائتماني في العالم هي: *Fitch IBCA* و *Moody's* و *Standard and Poors*. وتحظى الشركات ذات التصنيف الائتماني المرتفع بإمكانية عالية في الاقتراض من السوق المالي، من خلال إصدار سندات بمعدلات فائدة ثابتة ولآجال متوسطة وطويلة الأجل، وهو ما لا تتمتع به الشركات الصغيرة وذات التصنيف الائتماني المنخفض. ومن جهة أخرى نجد الشركات الكبرى ذات التصنيف الائتماني المرتفع وذات التدفقات النقدية الكبيرة، تفضل الاقتراض قصير الأجل وبفائدة متغيرة، هذه الأخيرة التي غالباً ما تكون منخفضة نظراً لقصر أجل القرض، في حين تفضل الشركات الصغيرة سعر فائدة ثابت يسهل عليها التخطيط لخدمته، ومن هنا تنشأ الحاجة والفرصة للقيام بعملية مبادلة لأسعار الفائدة، فيتم الاتفاق مع البنك على أن تدفع الشركة الكبيرة معدل الفائدة المتغير، على أن يبقى القرض ومخاطره الائتمانية دون تغيير.

<sup>3</sup> - ماهر كنف شكري، مروان عوض، المالية الدولية العملات الأجنبية والمشتقات المالية بين النظرية والتطبيق، معهد الدراسات المصرفية، الأردن، 2004، ص 370.

- **المبادلة الخيارية:** يقصد بالمبادلة الخيارية خيار الدخول في مبادلة معينة بتاريخ محدد مستقبلا، ومثال ذلك عقد خيار لمبادلة أسعار فائدة، يعطي لحامله الحق وليس الالتزام للدخول في صفقة مبادلة أسعار فائدة ثابتة أو متغيرة، خلال مدة محددة بشروط يتم الاتفاق عليها وقت التعاقد.

- **مبادلة الأسهم:** هي اتفاق على مبادلة معدل عائد على سهم معين أو مجموعة من الأسهم بمعدل العائد على سهم أو أصل مالي آخر، وذلك في تاريخ لاحق، ومثال ذلك الاتفاق على أن يدفع المستثمر لطرف آخر سعر اللابور لعملة معينة، على مبلغ معين متفق عليه في تاريخ لاحق، مقابل حصوله على معدل العائد على سهم بنفس القيمة في بورصة، على أساس معدل الزيادة في الرقم القياسي للمؤشر الخاص بأسعار الأسهم في تلك البورصة

- **مبادلة السلع:** هي تلك المبادلة التي يقوم بموجبها أحد الطرفين بالشراء الآني لكمية معينة من السلع محل التعاقد من طرف آخر، بالسعر السائد ويتم السداد فورا، وبيعها له في الوقت نفسه بيعا آجلا بسعر متفق عليه مسبقا، بحيث يتم السداد في الأجل المتفق عليه.

### اثني عشر. سوق رؤوس الأموال الدولية (سوق الأورو - عملة)

#### 1. سوق العملات الأوربية:

**1.1. تعريفها:** تعرف سوق العملات الأوربية بأنها عبارة عن عملات قابلة للتحويل، توجد في شكل ودائع

لدى بنوك أو مؤسسات مالية تقع خارج الحدود الجغرافية لمنطقة تداولها الرسمية. تسمى البنوك التي تتعامل بها باليورو بنك *eurobanques* لأنها تقع خارج الحدود الرسمية للبلد أو البلدان التي أصدرت هذه العملات، ومن أهمها سوق اليورودولار<sup>1</sup>.

- **تعريف سوق الأورو - دولار:** هي ودائع لأجل بعملة دولية مودعة في أحد البنوك الأوربية، أي أن الودائع في البنوك الأوربية بالعملات الدولية تعتبر ودائع سوق يورو - دولار باستثناء عملة البلد المضيف. كما تعني كلمة الأورو دولار الودائع بالدولار الأمريكي خارج حدود الولايات المتحدة الأمريكية وخاصة في البنوك الأوربية.

**2.1. نشأة وتطور سوق العملات الأوربية:** عرفت الصفقات بالدولار ما بين البنوك خلال الفترة 1920-

1930، لكن حدوث أزمة الكساد الكبير قضت على هذه التعاملات، لتعود وتظهر من جديد بداية من خمسينيات القرن العشرين نتيجة لعدة أسباب أهمها:

- وجود مبالغ معتبرة من الدولارات لدى فرع البنك التجاري السوفيياتي *La Gosbank*، وهي جزء من احتياطات الاتحاد السوفيياتي التي كان يتعامل بها خارج الولايات المتحدة خوفا من تجميمها في حالة تطور خلافاته مع الولايات المتحدة الأمريكية، وهذا هو الأصل في تسميتها "يورو دولار".

<sup>1</sup> - مسعود محيط، دروس في المالية الدولية، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2017، ص 171.

- الطلب المتزايد على الدولار، بسبب انخفاض معدلات الفائدة على القروض بالدولار التي تمنحها البنوك الأوربية مقارنة بالبنوك في الولايات المتحدة الأمريكية، وكذلك بسبب إقبال الشركات متعددة الجنسيات على الطلب على الدولار، نتيجة لامتداد نشاطاتها في أوروبا وآسيا والشرق الأوسط.

-التعليمات والقيود التي فرضت على تدفق النقد في الولايات المتحدة خلال تلك الفترة، فمثلا وضعت تعليمات قانون Q<sup>1</sup> الصادر في عام 1937 حدا أعلى لأسعار الفائدة على الودائع في البنوك التجارية التي تمنح لأصحاب الودائع تحت الطلب، وعند زيادة أسعار الفائدة على الودائع في سوق العملات الأوربية عنها في الو.م.أ، بدأ المقيمون في أمريكا تحويل أرصدهم من الودائع من الأسواق المحلية الأمريكية إلى سوق اليورو\_دولار، وبأخذ العديد من المقترضين الأمريكيين قروضهم من سوق اليورو دولار، وبالتالي انتقل جزء كبير من الوساطة المالية من السوق الأمريكية إلى البنوك العاملة في أوروبا.

-التطور الذي عرفته الاقتصاديات الأوربية واليابانية في نهاية الخمسينيات أخذ ينعكس في تسجيل فوائض في موازين مدفوعاتها، مما زاد اتساع سوق اليورو دولار، ليصبح من أكبر أسواق رؤوس الأموال الدولية.

-الحرية الاقتصادية التي كان مسموحا بها، كحرية الصرف في البلدان الرأسمالية المصنعة لأغراض التجارة الدولية وتسوية الالتزامات المترتبة عن الديون الخارجية والاستثمارات الأجنبية، وكذا رغبة الأعوان الاقتصاديين في تجنب القوانين والقيود التي تفرض على المستويات الوطنية عن طريق اللجوء إلى سوق اليورو دولار.

-نمو الطلب والعرض على النقود والائتمان في دول الاتحاد الأوربي خلال السبعينيات، اتجهت نسبة كبيرة منها لسوق اليورو\_دولار.

-الارتفاع في أسعار البترول، مما أدى لتحويل كميات كبيرة من الدول المستوردة للبترول إلى الدول المنتجة وكان ذلك في شكل دولار، وبالتالي ارتفاع فاتورة البترول المستورد، فتوجهت العديد من الدول المستوردة للاقتراض من سوق اليورو\_دولار، مما زاد من حجم المعاملات في هذه السوق. وفي الوقت نفسه أدى تزايد إيرادات الدول المصدرة من الدولار إلى إيداع جزء منها في سوق اليورو\_دولار، فأصبحت عملية استقبال الودائع من الدول المصدرة وإقراضها للدول المستوردة، والتي سميت بتدوير الدولارات البترولية، حيث كانت نسبة نمو هذه السوق خلال الفترة 1970-1978 حوالي 26.5%.

### 3.1. مشاكل سوق اليورو- دولار: لا تخضع سوق اليورو-دولار إلى الرقابة من طرف الحكومات والبنوك

المركزية، الأمر الذي يوفر لها ميزة نسبية تمكنها من المنافسة مع أسواق الائتمان الوطنية، لذلك هناك دعوات لضرورة فرض قيود على أسواق العملات الأوربية تكون شبيهة بتلك المفروضة على البنوك التجارية المحلية<sup>2</sup>.

<sup>1</sup> - هو قانون صدر في الولايات المتحدة الأمريكية عام 1937، يمنع البنوك التجارية من منح أي فائدة على الودائع تحت الطلب لأقل من ثلاثين يوما، بينما يمكنها منح فائدة محددة السقف على الودائع تحت الطلب التي تزيد مدتها عن ذلك. وفي عام 1958 تم تعديل هذا القانون، بضرورة أن لا يزيد معدل الفائدة عن 1% على الودائع تحت الطلب لمدة تتراوح بين 30 و89 يوما، و2.5% على الودائع التي تتراوح مدتها ما بين ثلاثة وستة أشهر، و3% على الودائع التي تزيد مدتها على ستة أشهر.

<sup>2</sup> - هيل عجمي جميل الجنابي، التمويل الدولي والعلاقات النقدية الدولية، دار وائل للنشر والتوزيع، الأردن، 2014، ص389.

وتظهر في سوق العملات الأوروبية عدة مشاكل يمكن تلخيصها في:

- التوسع التلقائي في السيولة الدولية<sup>1</sup>، فهي تتميز بقدرة كبيرة في خلق النقود والائتمان الجديد، وهو ما أدى إلى اقتراح فرض احتياطي إجباري على الودائع الأجنبية.
- إضعاف السياسة النقدية المحلية، حيث أن سوق العملات الأوروبية تضعف من قدرة السلطات النقدية في التحكم في حجم النقود والائتمان داخل حدود الدولة.
- خطر انهيار نظام النقد الدولي، ويكون في حالة التزايد الكبير في عدم القدرة على سداد القروض والذي يؤدي إلى إفلاس البنوك الأوروبية، مما قد يتسبب في تتابع هرمي في عمليات الإفلاس إذا وقع ما يسمى بالذعر المصرفي<sup>2</sup>.

لذلك ينصح بعض المتخصصين بضرورة إنشاء مقرض أخير لسوق العملات الأوروبية، وقد يكون هذا المقرض مؤسسة فوق قومية، أو أن تقوم البنوك المركزية الوطنية بدور المقرض الأخير لبنوك سوق العملات الأوروبية المرخصة للعمل في الدول الأوروبية.

## 2. سوق سندات اليورو-دولار

**1.2. تعريفها:** تعتبر السندات أداة من أدوات الدين المتعارف عليها، وهي عبارة عن عقد التزام من المقرض لدفع مبالغ محددة في مواعيد محددة تشكل الدفعات والفوائد على أموال تم اقتراضها، وتتمتع السندات عادة بدرجة عالية من السيولة.

**ودوليا** يعتبر سوق سندات اليورو-دولار أهم سوق للسندات، وهي سوق سندات الدولار الأمريكي الموجود خارج الولايات المتحدة الأمريكية، حيث يتم التعامل بها خارج إطار أنظمة وتعليمات السلطات النقدية الأمريكية. ومن أهم الأسباب التي أدت إلى تطور سوق سندات اليورو نجد<sup>3</sup>:

✓ لا تخضع دفعات سندات اليورو إلى أية ضرائب، في حين تخضع السندات المحلية إلى الضرائب المختلفة المفروضة في بلدانها.

✓ غالبا ما تصدر سندات اليورو لحامله، الأمر الذي يعني تداولها مع عدم وجود سجل للمالكين، في حين تبقى السندات المحلية مسجلة حتى مالكيها الأخير.

✓ يمكن تداول سندات اليورو في كل أسواق السندات المعروفة، ولا ينحصر تداولها في السوق المسجلة فيها.

<sup>1</sup> يطلق عليها عادة الاحتياطات الدولية وتتكون من كافة العناصر التي تقبل في المدفوعات الدولية، والتي تسمح بتسوية العجز المؤقت في موازين المدفوعات، حيث تطورت عناصرها بتطور النظم النقدية والعلاقات الاقتصادية الدولية، وتتمثل عناصر السيولة الدولية في: الذهب النقدي، الوقف الاحتياطي في صندوق النقد الدولي، العملات الأجنبية وحقوق السحب الخاصة.

<sup>2</sup> هو المخاوف التي تولد عند أصحاب الودائع على أموالهم فيلجئون إلى سحب ودائعهم في وقت متقارب، مما يعكس عدم قدرة البنوك على تلبية حاجات جمهور المتعاملين من السيولة، ويؤدي عدم الاستعداد لهذه الظاهرة من طرف البنك إلى الإعسار والتعثر المالي المالي، والتي تعني نشوء أزمة سيولة في البنك بسبب وجود فجوة بين إجمالي المطلوبات وإجمالي الموجودات المصرفية.

<sup>3</sup> ماهر كنفغ شكري، مروان عوض، مرجع سابق، ص101.

ويتم الاقتراض في سوق سندات اليورو من طرف القطاعات الحكومية وشبه الحكومية ومؤسساتها، ومن طرف القطاع الخاص المتمثل في البنوك والمؤسسات المالية والشركات والمشاريع المحلية والدولية. أما الاستثمار فيتم عن طريق المجموعات الاستثمارية وصناديق التقاعد وشركات التأمين والبنوك الدولية والمؤسسات الادخارية والشركات الكبيرة والحكومات.

#### خاتمة عامة:

نتمنى في نهاية هذا العمل أن نكون قد قدمنا للطلاب معلومات مفيدة ومتسلسلة تفيده في مجال تخصصه، وتساعد على استيعاب أفضل وأسرع لمقياس الاقتصاد النقدي وأسواق رأس المال، حيث يحظى هذا الموضوع بأهمية واهتمام كبيرين من طرف المتخصصين، وذلك نظرا للدور الذي تؤديه النقود بمختلف أنواعها في الاقتصاد، سواء فيما يتعلق بالدور الذاتي كونها مقياس للقيمة وأداة للتبادل وغير ذلك، أو من خلال دورها في التأثير على مختلف المؤشرات الاقتصادية المالية والحقيقية، كالاستثمار والإنتاج والتضخم وأسعار الصرف وغيرها، وكذا أهمية الأسواق المالية في الاقتصاديات المعاصرة في عملية التمويل، خاصة مع التوجه نحو اقتصاديات الأسواق المالية. وقد اهتمت النظريات الاقتصادية بالجانب النقدي بشكل كبير وأعطت آراءها وأفكارها في الموضوع، حيث رأت النظرية الكلاسيكية أن النقود محايدة وليس لها أي تأثير على النشاط الاقتصادي سوى على المستوى العام للأسعار. أما كينز فقد اعترف بدور النقود في الاقتصاد على المدى القصير وتأثيرها على الدخل والعمالة، واعتبر أن الطلب على النقود يكون لثلاث دوافع هي المعاملات، الاحتياط والمضاربة. في حين أقر النقديون بزعامة *Friedman* الذي بدور النقود في الاقتصاد وتأثيرها عليه، لكن ذلك يكون على المدى الطويل. وركزت المدرسة النيوكلاسيكية على التوقعات العقلانية ودورها في تحديد الدخل، البطالة والتضخم، وأن الجانب الحقيقي هو الذي يؤثر على الجانب النقدي وليس العكس.

وتعتبر السياسة النقدية أهم السياسات الكلية التي تعتبر النقود محورها الأساسي، فهي عبارة عن إجراءات وقرارات تقوم بها السلطة النقدية فالأكيد أن لها أهداف وأدوات. ففيما يخص الأهداف فإنها تصنف إلى أهداف أولية تتمثل في مجتمعات الاحتياطات النقدية وظروف سوق النقد، أهداف وسيطة تتمثل في معدل الفائدة، سعر الصرف والمجمعات النقدية وأهداف نهائية أهمها استقرار الأسعار، محاربة البطالة، تحسين ميزان المدفوعات وتحقيق معدلات نمو مرتفعة. وفيما يخص الأدوات فتوجد أدوات كمية وأخرى نوعية، أما الكمية فهي سعر إعادة الخصم، الاحتياطي القانوني وعمليات السوق المفتوحة، وأما النوعية فمنها سياسة تأطير القرض الودائع الخاصة، الإقناع الأدبي، معدلات الفائدة وسعر الصرف. ويمثل البنك المركزي السلطة النقدية في الدولة فهو الذي يتحمل مسؤولية وضع وإدارة السياسة النقدية، ووضع النظام النقدي الذي يراه مناسباً للوصول إلى تحقيق أهدافها من خلال التحكم في العرض النقدي، ولا يتسنى له ذلك إلا إذا تمتع باستقلالية تعطيه الحق في الإدارة الموضوعية التي تكون على أسس اقتصادية بحتة.

وفي الجزائر كان الاهتمام بالنقود وتطبيق السياسة النقدية بعد الاستقلال مهما نوعا ما، نظرا لتوجه الأنظار نحو تمويل التنمية بأي طريقة كانت، ولو كان ذلك على حساب احترام صلاحيات البنك المركزي وتحقيق هدف استقرار الأسعار الذي يعتبر ذو أولوية للسياسات النقدية خاصة في الوقت الحالي، لكن بعد صدور قانون 90-10 بدأ التوجه نحو تحقيق هذا الهدف إلى جانب هدف النمو الاقتصادي، وذلك من خلال إعطاء صلاحيات أكثر للبنك المركزي في وضع أهداف السياسة النقدية والأدوات اللازمة لتحقيق هذه الأهداف، وتم التوجه نحو استخدام الأدوات غير المباشرة، لكن رغم ذلك يبقى هناك قصور كبير في استخدام هذه الأدوات خاصة بالنسبة لسياسة السوق المفتوحة، وقد يرجع السبب الرئيسي في ذلك إلى عدم تطور السوق المالي في الجزائر الذي يبقى بعيد كل البعد عن مستوى الأسواق المالية لبلدان مجاورة وعربية، بالإضافة نقص عصرنة الجهاز المصرفي الجزائري ومحدودية توجهات الاقتصاد الجزائري نحو الخصخصة وبالتالي دخول شركات وأطراف جديدة للسوق لتنشيطه.

وتعتبر الأسواق المالية في الوقت الحالي من أهم مصادر التمويل خاصة في الدول المتقدمة والكثير من الدول الناشئة، بالإضافة إلى كونها فضاء تتدخل فيه البنوك المركزية لتطبيق سياستها النقدية وإعادة تمويل الاقتصاد، وذلك من خلال بعض الأدوات التقليدية كسياسة السوق المفتوحة، والأدوات الحديثة كسياسة التيسير الكمي. وقد تطورت هذه الأسواق المالية سواء من حيث تنظيمها أو من حيث الأدوات المستخدمة فيها، والتي توسعت بابتكار أدوات مالية جديدة إلى جانب الأسهم والسندات من خلال ما يسمى بالهندسة المالية، وتتمثل هذه الأدوات في المشتقات المالية بأنواعها كالمستقبليات، الخيارات والمبادلات، التي كثر التعامل بها للتحوط من المخاطر المستقبلية والحصول على عوائد غير عادية من خلال عمليات المضاربة فيها.

## قائمة المراجع:

## • المراجع باللغة العربية

## ➤ الكتب

1. أحمد فريد مصطفى، الاقتصاد النقدي والدولي، مؤسسة شباب الجامعة، مصر، 2009.
2. باري سيجل، النقود والبنوك والاقتصاد، ترجمة طه عبد الله منصور وعبد الفتاح عبد الرحمن عبد المجيد، دار المريخ للنشر، المملكة العربية السعودية، 1987.
3. بن دعاس جمال، السياسة النقدية في النظامين الإسلامي والوضعي دراسة مقارنة، دار الخلدونية، الجزائر، 2007.
4. بن علي بلعوز، محاضرات في النظريات والسياسات النقدية، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2004.
5. بوذياب سلمان، اقتصاديات النقود والبنوك، المؤسسة الجامعية للدراسات والنشر والتوزيع.
6. حسن أحمد عبد الرحيم، اقتصاديات النقود والبنوك، مؤسسة طيبة للنشر والتوزيع، مصر، 2008.
7. حسين عمر، تطور الفكر الاقتصادي قديما وحديثا ومعاصرا، الجزء الثاني، دار الفكر العربي، مصر، 1994.
8. حميدات محمود، مدخل للتحليل النقدي، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2014.
9. الدغمي عباس كاظم، السياسات النقدية والمالية وأداء سوق الأوراق المالية، دار صفاء للنشر والتوزيع، الأردن، 2014.
10. الدوري زكريا، السامرائي يسري، البنوك المركزية والسياسات النقدية، دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع، الأردن، 2006.
11. دويدار محمد، الفولي أسامة، مبادئ الاقتصاد النقدي، دار الجامعة الجديدة، 2003.
12. الربيعي حاكم وآخرون، المشتقات المالية، دار اليازوري العلمية، الأردن، 2011.
13. رحيم حسين، الاقتصاد المصري، دار بهاء الدين للنشر والتوزيع، الجزائر، 2008.
14. الرفاعي غالب عوض، عبد الحفيظ بلعربي، اقتصاديات النقود والبنوك، دار وائل للنشر، الأردن 2002.
15. سامي خليل، نظريات الاقتصاد الكلي الحديث، مطابع الأهرام، مصر، 1994.
16. سيد أحمد سيد يعقوب السيد يوسف الرفاعي، التطور التاريخي لاستخدام النقود دراسة اقتصادية تحليلية ونقدية، دار طلاس، سوريا، 2014.
17. شطناوي كريا سلامة عيسى، الآثار الاقتصادية لأسواق الأوراق المالية من منظور الاقتصاد الإسلامي، دار النفائس، الأردن.
18. شقيري نوري موسى، إدارة المشتقات المالية، دار المسيرة، الأردن، 2015.

19. ضياء مجيد، اقتصاديات النقود والبنوك، مؤسسة شباب الجامعة، مصر، 2010.
20. طاهر فاضل البياتي، ميرال روجي سمارة، النقود والبنوك والمتغيرات الاقتصادية المعاصرة، دار وائل للنشر، 2013.
21. طوروس وديع، المدخل إلى الاقتصاد النقدي، المؤسسة الحديثة للكتاب، لبنان، 2011.
22. عبد الحميد عبد المطلب، اقتصاديات النقود والبنوك، الدار الجامعية، مصر، 2007.
23. عبد الله الطاهر، موفق علي الخليل، النقود والمؤسسات المالية، الأردن، 2004.
24. عبد الله عقيل جاسم، النقود والمصارف، الجامعة المفتوحة، الأردن، 1994.
25. عبد المطلب عبد الحميد، اقتصاديات البنوك من الأساسيات إلى المستحدثات منهج متكامل، الدار الجامعية، مصر، 2015.
26. عبد المطلب عبد الحميد، اقتصاديات النقود والبنوك، الدار الجامعية، مصر، 2007.
27. عبد المنعم السيد علي، نزار سعد الدين العيسى، النقود والمصارف والأسواق المالية، دار حامد للنشر والتوزيع، الأردن، 2004.
28. عطوة يوسف محمد محمود، البرعي عصام الدين البدرابي، اقتصاديات النقود والبنوك النظريات والسياسات، مصر، 2007.
29. عقيل جاسم عبد الله، النقود والمصارف، الجامعة المفتوحة، 1994.
30. العلواني عديلة، الميسر في الاقتصاد النقدي، دار الخلدونية، الجزائر، 2014.
31. قدي عبد المجيد، المدخل إلى السياسات الاقتصادية الكلية، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2003.
32. لطرش الطاهر، تقنيات بنكية، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2005.
33. ماهر كنعن شكري، مروان عوض، المالية الدولية العملات الأجنبية والمشتقات المالية بين النظرية والتطبيق، معهد الدراسات المصرفية، الأردن، 2004.
34. ماير توماس وآخرون، النقود والبنوك والاقتصاد، ترجمة السيد أحمد عبد الخالق، دار المريخ للنشر، المملكة العربية السعودية، 2004.
35. مجيد ضياء، الاقتصاد النقدي المؤسسات النقدية-البنوك-البنوك المركزية، مؤسسة شباب الجامعة، 2002.
36. محيطة مسعود، دروس في المالية الدولية، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2017.
37. محب خلة توفيق، الاقتصاد النقدي والمصرفي دراسة تحليلية للمؤسسات والنظريات، دار الفكر الجامعي، مصر، 2011.

38. محمد سعيد عبد الهادي، الإدارة المالية الاستثمار-التحليل المالي والأسواق المالية الدولية، دار الحامد، 2008.
39. محمد عبد المنعم عفر، النظرية الاقتصادية في الإسلام والفكر الاقتصادي المعاصر، بنك فيصل الإسلامي، قبرص، 1988.
40. مصيطفى عبد اللطيف، محمد بن بوزيان، أساسيات النظام المالي واقتصاديات الأسواق المالية، مكتبة حسن العصرية للطباعة والنشر والتوزيع، لبنان، 2015.
41. مطر محمد، الأسس النظرية والعملية لبناء وإدارة المحافظ الاستثمارية، دار وائل للنشر والتوزيع، الأردن، 2016.
42. مفتاح صالح، النقود والسياسة النقدية، دار الفجر للنشر والتوزيع، مصر، 2005.
43. الموسوي ضياء مجيد، أسس علم الاقتصاد، الجزء الأول، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر.
44. الموسوي ضياء مجيد، أسس علم الاقتصاد، الجزء الثاني، ديوان المطبوعات الجامعية، 2011.
45. ميراندا زغلول رزق، النقود والبنوك، جامعة بنها، مصر، 2009.
46. ناظم محمد نوري الشمري، النقود والمصارف والنظرية النقدية، مصر، 2008.
47. الناقة أحمد أبو الفتوح علي، نظرية النقود والأسواق المالية، مكتبة ومطبعة الإشعاع الفنية، مصر، 2001.
48. نزار سعد الدين العيسى، إبراهيم سليمان قطف، الاقتصاد الكلي مبادئ وتطبيقات، دار الحامد، الأردن، 2006.
- الرسائل والمطبوعات:
1. مفتاح صالح، مطبوعة المالية الدولية، جامعة بسكرة، الجزائر، 2006.
2. حساني عبد الرزاق، النظرية والسياسة النقدية والتوازن الاقتصادي واقع السياسة النقدية وآفاقها في سورية، أطروحة دكتوراه في الاقتصاد، سورية، 2002.
3. بلعزوز بن علي، أثر تغير معدل الفائدة على اقتصاديات الدول النامية-حالة الجزائر، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة الجزائر، 2004.
4. بن عبيد فريد، السوق النقدية ودورها في تمويل الاقتصاد دراسة مقارنة (الجزائر-تونس)، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة بسكرة، الجزائر، 2014/2013.

## ➤ الملتقيات والمجلات والتقارير:

1. هايل عبد المولى طشطوش، دور الاقتصاد المالي الافتراضي في خلق الأزمات الاقتصادية تقدير اقتصادي إسلامي، الملتقى الدولي الخامس حول الاقتصاد الافتراضي وانعكاساته على الاقتصاديات الدولية، جامعة اليرموك، الأردن، دت.
2. محمد راتول، صلاح الدين كروش، تقييم فعالية السياسة النقدية في تحقيق المربع السحري لكالدور في الجزائر خلال الفترة ( 2000-2010)، مقال منشور في مجلة بحوث اقتصادية عربية، العدد 66، 2014.
3. بن رجم محمد الحميسي، المنتجات المالية المشتقة: أدوات مستحدثة لتغطية المخاطر أم لصناعتها، مداخلة ضمن ملتقى دولي حول الأزمة المالية والاقتصادية الدولية والحوكمة العالمية، المركز الجامعي بسوق اهراس، الجزائر، 2009.
4. لتقرير السنوي لبنك الجزائر، التطور الاقتصادي والنقدي 2015.

## ➤ الأنترنت:

1. محمد إبراهيم السقا، طباعة المزيد من الدولار "التيسير الكمي 2"، مقال منشور على الموقع الإلكتروني لصحيفة الاقتصادية [www.aleqt.com/2010/10/15/article\\_455787.html](http://www.aleqt.com/2010/10/15/article_455787.html).
2. محمد إبراهيم السقا، هل بدأت رحلة النهاية لسياسات التيسير الكمي، مقال منشور على الموقع الإلكتروني: [www.aleqt.com/2013/06/28/article\\_766147.html](http://www.aleqt.com/2013/06/28/article_766147.html).

## ➤ المراجع باللغة الفرنسية

1. François combe, Thieng tacheix, *l'essentiel de la monnaie, gualino édition, paris, 2001.*
2. Brian Snowdon, *la pensée économique moderne, ediscience international, paris, 1997.*
3. Jean- Pierre- Patat, *Monnaie, institutions financières et politique monétaire, 4<sup>ème</sup> Edition, Economica, France, 1987.*
4. Jacques- Henri David, Philippe Jaffré, *la monnaie et la politique monétaire, 3<sup>ème</sup> édition, economica, France, 1990.*
5. Abdelkrim Sadeg, *le système bancaire algérien, la nouvelle réglementation, Edition, Imprimerie ABEN, Alger, 2004.*