

جامعة الأمير عبد القادر للعلوم الإسلامية، قسنطينة

كلية الشريعة والاقتصاد

قسم الاقتصاد والإدارة



مطبوعة موجهة لطلبة السنة الثانية فرع علوم مالية ومحاسبية

في مقياس:

الاقتصاد النقدي وأسواق رأس المال

إعداد الدكتورة: سناء العايب

السنة الجامعية: 2020-2021

فهرس المحتويات

القسم الأول: الاقتصاد النقدي	
الفصل الأول: التطور التاريخي للنقود	
02	أولاً: ظهور النقود وتعريفها.....
05	ثانياً: وظائف النقود.....
07	ثالثاً: أنواع النقود
الفصل الثاني: الأنظمة النقدية	
18	أولاً: النظام النقدي السلعي.....
21	ثانياً: النظام النقدي المعدني.....
24	ثالثاً: النظام النقدي الورقي.....
28	رابعاً: النظام النقدي الحديث.....
الفصل الثالث: النظريات النقدية المفسرة للطلب على النقود	
33	أولاً: التحليل النقدي الكلاسيكي
38	ثانياً: التحليل النقدي النيوكلاسيكي.....
43	ثالثاً: التحليل النقدي الكينزي.....
53	رابعاً: التحليل النقدي المعاصر
الفصل الرابع: الوساطة المالية ومؤسساتها	
62	أولاً: مفاهيم حول الوساطة المالية.....
67	ثانياً: مؤشرات قياس تطور الوساطة المالية.....
69	ثالثاً: أنواع الوساطة المالية ومؤسساتها.....
72	رابعاً: الاتجاهات الحديثة للوساطة المالية.....
الفصل الخامس: عرض النقود والسياسة النقدية	
76	أولاً: عرض النقود.....
79	ثانياً: عملية خلق النقود.....
83	ثالثاً: السياسة النقدية.....
الفصل السادس: الجهاز البنكي الجزائري قبل وبعد اصلاحات قانون النقد والقرض 1990	
93	أولاً: اصلاحات ما قبل قانون النقد والقرض (1990).....
98	ثانياً: قانون النقد والقرض (1990)
103	ثالثاً: تعديلات قانون النقد والقرض 2009-2017
القسم الثاني: أسواق رؤوس المال	
109	أولاً: مفاهيم عامة حول الأسواق المالية.....
114	ثانياً: سوق رؤوس الأموال الدولية.....
125	ثالثاً: الساحة المالية الدولية.....
134	قائمة المراجع.....

تقديم:

تعتبر النقود عصب الحياة والقلب النابض في كل المجتمعات عبر العصور، بدء بشكلها البدائي وانتهاء بشكلها الحديث. تكمن أهميتها باختلاف الأشكال التي اتخذتها في تأثيرها على المتغيرات الاقتصادية، فتطور وظائفها جعل منها أداة لمعالجة مختلف الظواهر الاقتصادية حسب السياسة التي تتمحور حولها.

نهدف من خلال هذه المطبوعة إلى إعطاء الطالب تصورا عن مختلف مراحل تطور النقود، لتيسير فهم الظواهر النقدية وتفسيرها تفسيرا اقتصاديا، حيث يعتبر هذا المقياس كقاعدة يمكن للطلاب من خلالها تكوين خلفية تساعده على فهم الدراسات المتعلقة بالاقتصاد الإسلامي والتحليل الاقتصادي. وحتى يتسنى للطلاب تكوين هذا التصور لابد له من دراسة بعض المفاهيم الاقتصادية المتعلقة بالاستثمار، الادخار، الدخل، الحاجات، الاستهلاك... إلخ

محاضرات هذه المطبوعة موجهة لطلبة السنة الثانية فرع المالية والمحاسبة، وأي طالب يهتم بدراسة الجانب النقدي والمالي للاقتصاد. وعلى هذا الأساس قسمت محاور المطبوعة إلى قسمين، انتظم القسم الأول في سنة محاور تعالج الجنب النقدي والبنكي، بدء بظهور النقود وتطورها، ثم أهم النظريات التي فسرت مختلف الظواهر المتعلقة بها، وصولا إلى خلق النقود وآليات ضبطها من طرف الهيئات النقدية، لنأتي في الأخير إلى إعطاء لمحة عن النظام البنكي الجزائري وأهم المحطات الإصلاحية التي شهدتها. أما القسم الثاني فقد خصص لدراسة أسواق المال، من خلال التطرق لمختلف المفاهيم المتعلقة بالأسواق المالية وتقسيماتها وأهم الأدوات المالية المتداولة في كل قسم منها، وكذا أنواع رؤوس الأموال على المستوى الدولي وأهم الساحات المالية الدولية.

القسم الأول: الاقتصاد النقدي

الفصل الأول: التطور التاريخي للنقود

أولاً: ظهور النقود وتعريفها

ثانياً: وظائف النقود

ثالثاً: أنواع النقود

أولاً: ظهور النقود وتعريفها

إن الحديث عن النقود بشكلها الحالي المعاصر، يقودنا إلى البحث في ماهيتها وأشكالها الأولى، وبالرجوع إلى تاريخ تطورها نجد أنها لم تكن وليدة لحظة معينة أو فترة زمنية معينة، وإنما جاءت لتغطية النمو المستمر لحاجات الأفراد والمجتمعات التي أفرزها تطور الفكر البشري، وبالنظر لهذا التطور يتجلى لنا أن النقود قد شهدت عدة محطات، تولى فيها الفرد عن نقد لا يحتوي خصائص تخدم توجهات سلوكه الاستهلاكي والنقدي واتجه لأدوات أكثر كفاءة في أداء دور النقود. ومن خلال هذا العنصر نستعرض بالتدرج الشكل الأول للمبادلة النقدية وصولاً إلى شكل النقود الحالي.

1- نظام المقايضة:

إن نمو المجتمعات وظهور بعض المفاهيم المتمثلة في تقييم العمل والتخصص بين الأفراد، وتطور العمليات الإنتاجية والتي زادت عن حاجة الفرد، دعا إلى ضرورة وجود عملية بديلة يتم من خلالها تلبية هذه الحاجات المتزايدة، وبهذا ظهر مفهوم نظام المقايضة والذي يعني "عملية مبادلة السلع الفائضة عن حاجة الفرد أو المنتجة من خلاله مقابل السلع التي ينتجها الآخرون دون وجود وسيط لهذه العملية"¹، إلا أن مجارة هذا النظام للتطورات الحاصلة لم تكن بالشكل الكافي، لذا برزت بعض أوجه القصور نوجزها فيما يلي²:

- **صعوبة توافق رغبات المتبادلين:** عند التبادل يجب أن تتوافق رغبات كل طرف في عملية المبادلة، فلا يكفي أن يكون هناك شخص واحد راغب في الحصول على سلعة أو خدمة معينة، بل لابد أن يكون هناك شخص آخر يملك هذه السلعة، ويرغب في مبادلتها بالسلعة التي يمتلكها الشخص الأول، كما يجب التوافق في نسب التبادل (السعر).
- **صعوبة تحديد نسب التبادل (السعر):** يعني عدم وجود وحدة عامة يمكن من خلالها قياس وتحديد قيم السلع والخدمات، فكل سلعة يجب أن تتحدد قيمتها في أشكال عديدة من السلع والخدمات الأخرى، وحتى تتم عملية المقايضة لابد من قياس كل سلعة بالنسبة للسلع الأخرى.

¹ طاهر فاضل البياتي وميرال روجي سمارة، النقود والبنوك والتمويلات الاقتصادية المعاصرة، الطبعة الأولى، دار وائل للنشر والتوزيع، عمان-الأردن، 2013، ص: 21.

² عزالدين شرون، اقتصاديات النقود وأسواق رأس المال (النظم والنظريات النقدية)، الطبعة الأولى، ألفا للنشر والتوزيع، قسنطينة-الجزائر، 2020، ص ص: 30-32.

الفصل الأول: التطور التاريخي للنقود

في الواقع توجد العديد من السلع والخدمات، وبالتالي من الصعب معرفة هذا المقدار الكبير من المعلومات حول نسب التبادل لكل سلعة على حدة، ويحسب عدد العلاقات بين السلع بالعلاقة التالية:

$$N = \frac{n(n-1)}{2}$$

N: عدد نسب التبادل

n: عدد السلع الموجودة

مثال: إذا كان لدينا 200 سلعة، فعدد العلاقات أو نسب التبادل هو:

$$N = \frac{n(n-1)}{2} = N = \frac{200(200-1)}{2} = 19900 \text{ (علاقة)}$$

- **صعوبة تجزئة السلع:** تظهر هذه الصعوبة في حالة مبادلة سلع صغيرة بسلع كبيرة، كون أن تجزئة السلع الكبيرة يؤدي إلى إتلافها، فقد يرى مربي الماشية الذي يرغب في الحصول على قمح أن رأساً من ماشيته تساوي خمسين كيله من القمح. وإذا كان هو لا يحتاج إلا إلى خمس عشرين كيله من القمح، فكيف تتم عملية المقايضة وما يحتاجه من القمح لا يساوي إلا نصف رأس من الماشية وهي لا تقبل التجزئة وهكذا، وبالتالي يصعب القيام بعملية المبادلة في هذه الحالة.
- **صعوبة تخزين السلع وحفظ القيمة:** بعد القيام بعملية المبادلة وعندما يبقى جزء من السلع لم تتم مبادلتها، يجب حفظها وتخزينها إلى أن تتم مبادلتها، وبحكم ضعف امكانيات ووسائل التخزين في تلك الحقبة، فقد تتعرض المخزونات إلى مخاطر كثيرة كالتلف والعطب والنقص في الكمية، وهو ما يجعلها تتدهور، وبالتالي يصعب حفظها وتخزينها.

2- نشأة النقود وتعريفها:

كان نظام المقايضة كافياً لمواجهة الحاجة إلى التبادل، حيث لم يكن التخصص وتقسيم العمل قد وصلا بعد إلى درجة كبيرة من التعقيد وكان الإنتاج يتم أساساً لإشباع الحاجات مباشرة. إلا أن المقايضة نفسها ساهمت وإلى جانب عوامل أخرى في زيادة درجة التخصص وانتشار تقسيم العمل، ومن ثم نشأت الحاجة إلى التوسع في التبادل وهنا عجزت المقايضة على مواجهة هذا التوسع الذي أملتته متطلبات تطور النشاط الاقتصادي، إنتاجاً وتوزيعاً. بحث الأفراد عن أشياء أخرى تضمن لهم مبادلة عادلة وتلقى قبولاً

الفصل الأول: التطور التاريخي للنقود

عاما، لذا توجهوا نحو استعمال سلع تتسم بالدوام، والتجانس، والقابلية للانقسام، و سهولة الحمل، والندرة النسبية، والانتفاع¹:

- **دوام البقاء:** إن وجود فترة زمنية فاصلة بين استلام النقود واستعمالها في المدفوعات المستقبلية يستدعي الاحتفاظ بها لفترة من الزمن والاحتفاظ بها انتظارا لإنفاقها في المستقبل، وبالتالي عدم تعرضها للتلف أو فقدان قوتها الشرائية، بمعنى أن الشراء الذي يتخذ شكل نقد في دائرة المبادلات وعمليات التبادل التجاري ينبغي أن يتصف بخاصية البقاء المستمر طالما أنه يمثل حقا عاما على السلع والخدمات المتوفرة في السوق حاضرا أو مستقبلا.
- **التجانس:** كل وحدة نقدية يجب أن تكون متماثلة مع الوحدات النقدية الأخرى في نفس الفئة وهو ما يعني عدم وجود فروق في النوعية أو في قوة الإبراء الذي تمنحه وحدات نفس الفئة إلى مالكيها (وجود استقرار في عملية التبادل).
- **قابلية الانقسام:** بمعنى أن تكون الوحدة النقدية الواحدة قابلة للتجزئة إلى وحدات صغيرة، بشكل يمكن من شراء مختلف القيم الاقتصادية (سلع وخدمات) مهما كبرت أو صغرت قيمتها.
- **سهولة الحمل:** أن يكون الشيء موضوع التداول ملائما في حجمه ووزنه، بحيث يسهل حمله عند أدائه لوظائفه المختلفة.
- **أن لا تتسم بالوفرة:** للوصول إلى حالة التوازن الاقتصادي فإن كمية النقود المعروضة يجب أن تعادل من حيث القيمة الناتج القومي خلال فترة زمنية معينة، فإذا كانت كمية النقود المعروضة أكبر من قيمة الناتج القومي، فإن ذلك يعرض قيمتها التبادلية إلى الانخفاض، وفي نفس الوقت يجب أن لا تكون كميتها المعروضة أقل من قيمة الناتج القومي لأن ذلك يعيق تطور النشاط الاقتصادي، لذا فإنه من الضروري أن تكون كمية النقود المعروضة بالكمية التي تتلاءم مع حجم المبادلات واحتياجات الاقتصاد القومي.
- **أن تكون نافعة:** النقود مفيدة لأنها قادرة على إشباع الحاجات البشرية من خلال الحصول على السلع والخدمات مقابل التخلي عن عدد من الوحدات النقدية، أي أنها تستطيع أن تشبع الحاجات بصورة غير مباشرة من خلال ما تمنحه لحائزها من قوة اختيار غير محدد وغير مخصص، وتحدد هذه القوة الاقتصادية في حرية اختيار حائز النقود للأشخاص الذين يرغبون في التعامل معهم وما

¹ طاهر فاضل البياتي وميرال روجي سمارة، مرجع سبق ذكره، ص ص: 30-31.

الفصل الأول: التطور التاريخي للنقود

يحتاج إليه من مختلف السلع المعروضة في أي مكان وأي زمان وهي بهذا المعنى تعتبر أداة حاملة أو ناقلة لخياراته من حيث كمية السلع المطلوبة، نوعها، شكلها، وقت شرائها، وهو بذلك يبقى في إطار الشمولية واللاتخصصية، لهذا يكون أي فرد من أفراد المجتمع على استعداد لقبولها لشعوره بأنها مقبولة قبولا عاما.

تعرف النقود على أنها: "هي ذلك الشيء الذي يلقى قبولا عاما في التداول، وتستخدم وسيطا للتبادل ومقياسا للقيم ومستودعا له، كما تستخدم وسيلة للمدفوعات الآجلة"¹.

كما يرى روبرتسون Robertson في كتابه المعروف "النقود Money" أن النقود هي: "كل ما هو مقبول عموما في الدفع مقابل السلع، أو في الإبراء من جميع التزامات الأعمال"².

من خلال ما تم عرضه مسبقا يمكن القول بأن **النقود هي كل ما تفعله النقود**، لكونها الوسيلة التي تمنح لصاحبها القوة الشرائية التي تمكنه من إشباع حاجياته وسداد التزاماته.

ثانيا: وظائف النقود

تجمع تعريف النقود ما بين خصائص النقد والوظائف التي تؤديها في المجتمع. هذه الوظائف إلى قسمين، منها ما هو مستمد من خصائصها الطبيعية، ومنها ما هو مرتبط بالنشاط الاقتصادي، وفيما يلي شرح موجز لهما:

1- الوظائف التقليدية للنقود:

وهي تلك التي تستند إلى الخصائص الطبيعية والفيزيائية للنقد موضوع التداول، وهي كما يلي:

1-1- النقود كمقياس للقيمة:

أي أنها تعتبر وسيلة للتعبير العددي عن قيمة المواد والخدمات الموجودة في السوق، فهي تمكن المشتري من الربط بين كل مادة يبتغي شراءها بقيمة معينة تختلف عن المواد الأخرى، ومن أجل ذلك تحدد بالنسبة لكل عملة وحدة تحاسب معينة³، وهناك عدة طرق لتقسيم القيم:

▪ **قياس سلعي طبيعي:** أي محاولة تقييم السلع والخدمات بأوزانها المادية.

¹ إبراهيم خريس، اقتصاديات النقود والمصارف (دراسة مقارنة)، دار الأبرار للنشر والتوزيع، عمان-الأردن، 2015، ص: 20.

² عزالدين شرون، مرجع سبق ذكره، ص: 33.

³ عبد الله خبايا، الاقتصاد المصرفي، دار الجامعة الجديدة للنشر والتوزيع، الإسكندرية-مصر، 2013، ص: 48.

الفصل الأول: التطور التاريخي للنقود

▪ **قياس سلعي تبادلي:** محاولة قياس قيمة كل سلعة بالنسبة للسلع الأخرى، بطريقة مباشرة، كأن يستبدل 10 ساعات بقميص (مقايضة).

1-2- النقود كوسيط للتبادل:

يتوقف نجاح هذه الوظيفة على خاصية القبول العام، والتي تعتبر من صعوبات نظام المقايضة، فالعملية التبادلية تتطلب التنازل والتضحية من أجل تحقيق عائد، ويتوسط هذه العملية النقود، لتحقيق التوازن بين طرفي المعاملة.

1-3- النقود كمستودع للقيمة:

من خلال هذه الوظيفة يمكن للأفراد الاحتفاظ بثروتهم ومدخراتهم في شكل وحدات نقدية، وهو ما يوفر لهم امكانية تحويلها إلى أشياء أخرى في أي وقت يرغبون فيه بدون جهد كبير أو تكلفة إضافية، وهي الصفة التي يطلق عليها اسم السيولة، حيث تتصف النقود القانونية بالسيولة التامة أي أقصى درجات السيولة وبالتالي تعتبر معيارا للسيولة¹.

1-4- النقود أداة للدفع الآجل:

بمجرد أن تصبح النقود مقياسا للقيمة ووسيلة للتبادل، فإنه لا يمكن تجنب أن تصبح النقود وسيلة للمدفوعات الآجلة أو الدفع في المستقبل، فالنظام الاقتصادي الحديث يتطلب وجود قدر كبير من العقود التي يكون فيها الدفع مستقبلي ومعظمها عقود لدفع أقساط وديون يحدد فيها الدفع في المستقبل بعدد من الوحدات النقدية، وتعتبر وسيلة جيدة للدفع طالما بقيت تحتفظ بقوتها الشرائية الخاصة بها².

2- الوظائف الحديثة للنقود:

وهي تلك الوظائف التي ترتبط بالنشاط الاقتصادي، وبإمكانها التأثير على مستواه، ويمكن تلخيصها في ثلاثة وظائف كما يلي³:

¹ عبد المنعم سيد علي، نزار سعد الدين عيسى، **النقود والمصارف والأسواق المالية**، الطبعة الأولى، دار الحامد للنشر والتوزيع، عمان-الأردن، 2004، ص: 44.

² سامر بطرس جلد، **النقود والبنوك**، الطبعة الأولى، دار البداية للنشر والتوزيع، عمان-الأردن، 2008، ص: 14.

³ محمود سحنون، **الاقتصاد النقدي والمصرفي**، بهاء الدين للنشر والتوزيع، قسنطينة الجزائر، 2003، ص: 13.

الفصل الأول: التطور التاريخي للنقود

1-2- النقود وسيلة لتوزيع الدخل:

هذه الوظيفة تمنح للأفراد في تحقيق رغباتهم من خلال منحها خيارا لحاملها في توزيع موارده بين الادخار والإنفاق الحالي بين شراء تلك السلعة أو غيرها، وبين هذه الخدمة وباقي الخدمات وهي بذلك تمكن حاملها من اتخاذ القرارات المتعلقة بأولويات الإشباع.

2-2- النقود وسيلة لإعادة الدخل:

تقوم النقود بإعادة توزيع الدخل بين الأفراد وبين القطاعات الاقتصادية، فالارتفاع العام لمستويات الأسعار الناتج عن زيادة كمية النقود لا يحدث بنفس الدرجة في جميع القطاعات الاقتصادية، كما أنه لا يشتمل جميع السلع والخدمات بنفس النسبة وفي وقت واحد، ولا يؤثر في القوة الشرائية بنفس النسبة للأفراد، وهذا ينتج عنه تغيير في أنماط الإنفاق لدى الأفراد على السلع والخدمات ولدى المشروعات، ويعبر عن هذا التغيير بإعادة توزيع الدخل في الاقتصاد.

2-3- النقود وسيلة لبسط السيطرة والنقود:

أصحاب المال يقومون بفرض قراراتهم وآرائهم على المستوى الاقتصادي والاجتماعي، حيث تمثل البنوك موطن القوة والتحكم في مجال تمويل الاقتصاد أو فرض علاقات اقتصادية معينة، أو تمتع عن هذا التمويل، وهي بذلك تفرض وضعها اقتصاديا واجتماعيا معيناً. وما يقوم به صندوق النقد الدولي والبنك الدولي وباقي المؤسسات المالية والنقدية العالمية لدليل على ذلك إذ تفرض هذه المؤسسات سياسات وعلاقات اقتصادية معينة، وهذا ما يمنح النقود وظيفة السيطرة والتحكم.

ثالثاً: أنواع النقود

أخذت النقود العديد من الأشكال بعد التخلص من نظام المقايضة، حيث كانت النقود السلعية أول شكل، وجاء من بعدها النقود المعدنية ثم الورقية، وأخيراً ظهرت النقود الإلكترونية، ونأتي بالتفصيل لأشكال النقود في كل مرحلة من المراحل.

1- النقود السلعية:

إن تطور الفكر البشري وتطور رغبات الأفراد أدى إلى اتساع عمليات التبادل السلعي وتعمدها، وبالتالي تم البحث عن سلع معيارية يمكن من خلالها تقويم السلع الأخرى، وقد تحددت هذه السلعة حسب طبيعة المجتمعات والنمط الإنتاجي السائد فيها، حيث أن المجتمعات الزراعية اعتمدت كمية من القمح أو

الفصل الأول: التطور التاريخي للنقود

الشعير كوحدة معيارية يتم التبادل على أساسها، وفي المجتمعات الرعوية كانت هذه الوحدة هي رأس الغنم، كما أن تباعد المجتمعات عن بعضها جعلها تعتمد وحدات متباينة وغير متجانسة لتعبر عن طبيعة الحياة الاجتماعية السائدة في ذلك الوقت¹.

2- النقود المعدنية:

استمر التطور في مجال البحث عن أكفا السلع للقيام بوظائف النقود بالاعتماد على بعض المؤشرات مثل الندرة، قابلية التجزئة، حفظ القيمة... الخ فكان الحظ الأوفر لصالح المعادن الثمينة، واحتل الذهب والفضة الصدارة لما يتمتعان به من خصائص طبيعية وفيزيائية وكيميائية جعلتهما أكثر ملائمة للقيام بالدور الأساسي للنقود. ويمكن عرض أهم هذه الخصائص في ما يلي²:

- ✓ عدم قابليتها للتلف، وبذلك فهي أحسن سلعة لحفظ القيمة.
- ✓ قابليتها للتجزئة إلى قطع متماثلة حسب حجم المعاملات وحاجة التداول.
- ✓ ندرتها النسبية، أي يمكنها حفظ التوازن ومبادلة جزء صغير بكمية كبيرة من السلع والخدمات.
- ✓ سهولة نقلها لارتفاع ثمنها، حيث أن نقل جزء صغير يمكن من جلب جزء كبير من السلع.
- ✓ الثبات النسبي في قيمتها بحكم وجودها كما دلت عليه الدراسات الجيولوجية عبر الزمن أنها لا تتعدى 1%-2% في الطبيعة.
- ✓ صعوبة تزويرها وسهولة التعرف عليها حسب الوزن والعيار.

واجه مستعملو النقود المعدنية عدة صعوبات تتعلق أساسا بخصائص المعدن، حيث لاحظ المستعملون أن يمكن الحاق ضرر بالمعدن من جراء التحويل، بالإضافة إلى صعوبة التجزئة والتقطيع في كل عملية تبادلية، وكذا صعوبة التحقق من جوهر المعدن وزنا وقياسه، ولمواجهة هذه المشاكل تم الانتقال من مرحلة التداول بالمعادن الثمينة إلى مرحلة التداول بالسك وفقا لما يلي³:

- اختفاء النقود السلعية وظهور المسكوكات.
- اختفاء المسكوكات وظهور السبائك.
- اختفاء السبائك وظهور القطع القابلة للصرف بالذهب.

¹ عزالدين شرون، مرجع سبق ذكره، ص: 43.

² محمود سحنون، مرجع سبق ذكره، ص: 15.

² المرجع نفسه، ص: 15.

الفصل الأول: التطور التاريخي للنقود

3- النقود الائتمانية:

تتضمن النقود الائتمانية النقود الورقية، ونقود الودائع باعتبار أن أساس الوديعة هو نقود حقيقية (نقود البنك المركزي).

3-1- النقود الورقية:

ظهرت هذه النقود في القرن السابع عشر على أيدي الصاغة الذين كانوا يحتفظون بمعادنهم النفيسة في خزائن حديدية متينة ومأمونة، وانطلاقاً من الثقة بين الأفراد والصاغة بدأ الأفراد يعهدون بما لديهم للصاغة مقابل الحصول على صك أو مذكرة، وهو إيصال يثبت حقهم فيما أودعوه، ويتعهد الخازن بتسليمه إياه أو جزء منه عند الطلب، وهنا ظهر مفهوم الصيارفة (أو شكل من أشكال البنوك).

في القرن التاسع عشر ظهرت أوراق البنكنوت (Bank-note) كبديل عن النقود المعدنية، عندها اكتشفت البنوك التجارية أن هذه الأوراق المصدرة لا تصرف مرة واحدة وبكل قيمتها، ثم إن الحائزين عليها يتداولونها دون الحاجة إلى تحويلها إلى معادن نفيسة لذلك وجدت البنوك أنها لا تحتاج إلى الاحتفاظ بكمية من المعادن النفيسة تساوي قيمة أوراق البنكنوت المصدرة، وبما أنها أصبحت تستخدم كنقود فلا شك أن عملية إصدارها مريحة، ولهذا عملت البنوك على تعزيز ثقة عملائها من خلال إصدار كمية من الأوراق تفوق ما أودعه العملاء من نقود معدنية وفي المقابل أصبح لدى الأفراد ثقة في أن البنوك لديها غطاء معدني لنفس هذه الأوراق أو ما يسمى بالغطاء النقدي وهذه أظهرت النقود الورقية الائتمانية، وبالتالي أصبحت النقود ديناً أو ائتمانياً بعد أن كانت سلعة أو أصلاً، ولذلك أصبحت نقود البنكنوت تدعى نقود الثقة (Fiduciary Money) لأنها تقوم على ثقة العملاء في البنوك التي تصدرها.

نظراً لمحدودية كميات الذهب والفضة وقيام الحروب بين الدول والحاجة إلى المزيد من إنتاج الذهب لتمويل النفقات الحربية ومعالجة آثارها خاصة على الصعيد الاقتصادي، ومحاولة بعض الدول الحفاظ على ما تمتلكه من معادن نفيسة، فقد تم استبدال نقود الثقة بنقود الإصدار (Fiat Money) والتي تقوم الدولة بإصدارها ممثلة بالبنوك المركزية، حيث تتميز بثقة الأفراد بالجهة المصدرة وبصفة الالتزام القانوني من قبل الدولة لتسوية المعاملات وإبراء الذمم، بالإضافة إلى أن قيمتها النقدية تفوق قيمتها السلعية، وتكلفة إنتاجها قليلة إذ أن كمية المعروض منها لا يرتبط بتكلفة إنتاجها وقيمتها¹.

¹ طاهر فاضل البياتي وميرال روجي سمارة، مرجع سبق ذكره، ص: 36-37.

الفصل الأول: التطور التاريخي للنقود

من خلال ما تم عرضه مسبقا يمكن القول أن النقود الورقية (البنكنوت) مرت بثلاثة مراحل كما يلي:

■ **النقود الورقية النائبة:** هي تلك الإيصالات التي يحصل عليها المودعون مقابل إيداع معادنهم النفيسة لدى الصاغة، وهي مغطاة بغطاء معدني بنسبة 100% من قيمتها، وخلال هذه المرحلة كانت المعاملات تتم بواسطة النقود المعدنية فقط.

■ **النقود الائتمانية النائبة المتداولة:** خلال هذه المرحلة أصبحت السندات التي يمنحها البنك محلا للتداول لإتمام الصفقات والمعاملات، وقد كان التداول في البداية يتم على أساس التظهير إلى المستفيد أو الدائن عن طريق كتابة اسمه على ظهر الإيصال، لكنها فيما بعد فقدت صفة الشخصية وأصبح تداولها عن طريق المناولة، كما أنه أصبح يصدر بأرقام دائرية لا كسور فيها موحدة، إضافة إلى كون الورقة/الإيصال ينوب عن المعدن المودع لدى البنك، ويلتزم هذا الأخير بتغطية الأوراق الصادرة منه بغطاء مقداره 100% من قيمتها (النقود الورقية هنا مجرد دين على البنك يلتزم بدفعه في صورة نقود معدنية فهي في نظر حاملها أداة ادخار ووسيط في التداول)¹.

■ **النقود الورقية الائتمانية:** في هذه المرحلة أصبح الأفراد يودعون نقودهم المعدنية في البنوك ويحصلون على نقود ورقية مقابل الوديعة ولكنهم لا يرجعون في غالب الأحيان إلى البنك لصرف قيمتها بالمعادن بسبب الصعوبات التي تتطوي عليها المعادن (امكانية السرقة، ثقل وزنها... إلخ)، وأدركت البنوك أنها لم تعد بحاجة إلى تغطية الأوراق الصادرة بنسبة 100%، ما يعني امكانية إصدار أوراق أكثر من الرصيد المعدني، وذلك رغبة منها في تحقيق أرباح، وبالتالي تم الانتقال من الثقة إلى الائتمان، وبهذا بدأت وظيفة البنوك في منح الائتمان (عدا عن كونها تحفظ ودائع وتخصم أوراق تجارية، أصبح بإمكانها منح ائتمان وتقديم قروض)².

3-2- النقود الكتابية (نقود الودائع):

عموما تختلف الودائع باختلاف الغرض منها، فهناك من يودعها فقط لمجرد الاحتفاظ بها، وهناك

من يحتفظ بها نظير تحقيق عوائد من ورائها، وفي الغالب يمكن تقسيمها إلى أربعة أنواع كما يلي³:

¹ عبد الله خبابة، مرجع سبق ذكره، ص: 32.

² المرجع نفسه، ص: 33.

³ الطاهر لطرش، تقنيات البنوك، الطبعة السابعة، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2010، ص: 26-28.

الفصل الأول: التطور التاريخي للنقود

- **الودائع تحت الطلب (ودائع جارية):** هذا النوع دائما تحت تصرف أصحابها، ويمكنهم اللجوء إلى سحبها كليا أو جزئيا في أي وقت ودون إشعار مسبق. ومقابل هذه الخاصية لا يستفيد المودع من الفوائد، وهو ما يسمح للبنك بالتوسع في القرض باستعمال موارد مالية غير مكلفة.
- **الودائع لأجل:** هي تلك الودائع التي يضعها أصحابها في البنوك لفترة زمنية معينة ولا يمكنهم سحبها إلا بعد انقضاء هذه المدة وتقديم إخطار بتاريخ السحب مقابل تحمل فائدة سلبية تحسب على أساس المبلغ السحوب. هذا النوع ليس مثل الودائع الادخارية لكون بقائها بالبنك لا يكون لفترات طويلة، ولهذا تعتبر من التوظيفات السائلة قصيرة الأجل (خاصيتي التوظيف والسيولة).
- **الودائع الادخارية:** تعتبر بمثابة عملية توفير وادخار حقيقية نظرا لمدة إيداعها في البنوك والعائد المنتظر منها، فهي تبقى لمدة طويلة في البنك لا يمكن لصاحبها سحبها إلا بعد انقضاء مدة الإيداع، بالمقابل يحصل أصحابها على فوائد معتبرة، تعكس الطبيعة الادخارية لهذه الودائع، كما يمكن للبنك الاستفادة منها في منح القروض طويلة الأجل، وهذا ما يمكنه من تعويض التكلفة المرتفعة التي يدفعها لأصحاب هذا النوع من الودائع.
- **الودائع الائتمانية:** ويطلق عليها الودائع الكتابية، وتنشأ عن طريق فتح حسابات ائتمانية والقيام بعمليات الإقراض (هذا النوع لا يمون نتيجة إيداع حقيقي)، ذلك عندما يقوم صاحب وديعة حقيقية بتحرير شيك لفائدة شخص ما دون القيام بسحب فعلي للنقود، غير أن هذه العملية تسجل محاسبيا (المسحوب عليه مدين، والساحب دائن). بالرغم من كونها غير حقيقية إلا أنها تسمح للبنك بالتوسع في منح القروض، وبالتالي منح قدرة شرائية لتسوية المعاملات عن طريق استعمال الشيكات، حيث تحول الأموال كتابيا إلى حساب المستفيد الجديد، وتعتبر عملية التحويل هذه وديعة جديدة، وبهذا يكون البنك قد خلق عملة جديدة هي نقود الودائع.

4- النقود الحديثة:

بعد النقود الورقية ونقود الودائع اهتدى الفكر البشري إلى آليات جديدة تمكنه من تسويات المعاملات المالية بشكل أسرع وبجهد أقل، لذا تم توظيف التكنولوجيا في القطاع المالي، فنتج عن هذا ما يسمى بالنقود الحديثة والتي تأخذ عدة أشكال نوضحها في العرض الموالي:

يرجع البعض نشأتها إلى عام 1860 حيث تم تحويل مبلغ مالي باستخدام التلغراف (سنة 1844 من طرف Samuel Moise)، غير أن الأمر لا يتعدى كونها مجرد حوالة نقدية من شخص لآخر، ويرجع البعض أن بداية الأمر كانت سنة 1918 عندما قامت بنوك الاحتياط الفيدرالي بنقل النقود بواسطة التلغراف. توسع استخدام هذه النقود عندما تم تأسيس دار المقاصة الآلية سنة 1982، حيث تولت هذه المؤسسة عملية إمداد خزنة الو م أ وأيضاً البنوك التجارية ببديل إلكتروني لإصدار الشيكات، وقد انتشر وجود أنظمة مشابهة في أوروبا ونتج عن هذا استخدام النقود الإلكترونية بصورة شائعة¹.

من الصعب إيجاد تعريف شامل للنقود الإلكترونية لأنها تشمل أشكال عديدة ومتنوعة من وسائل الدفع الجديدة طرحت لأول مرة كبديل لوسائل الدفع التقليدية، وعليه يرى الكثير من الاقتصاديين عدم الجدوى من تعريفها، غير أن بعض الأدبيات تناولت بعض التعريفات لمصطلح النقود الإلكترونية حسب اختلاف وجهات النظر:

- عرفت النقود الإلكترونية بأنها: "قيمة نقدية مخزونة بطريقة إلكترونية على وسيلة إلكترونية كبطاقة أو ذاكرة حاسب آلي، ومقبولة كوسيلة للدفع بواسطة متعهدين غير المؤسسة التي أصدرتها، ويتم وضعها في متناول المستخدمين لاستعمالها كبديل عن العملات النقدية والورقية، وذلك بهدف إحداث تحويلات إلكترونية لمدفوعات ذات قيمة محددة"².
- عرفت على أنها: "وحدات من القوة الشرائية قابلة للاستخدام والتحويل عن طريق إلكتروني"³.
- هي الممثل للعملات القانونية، وهي عبارة عن تمثيلات رقمية ذات قيمة محددة في وحدة الحساب الخاصة بها تستعمل كوسيلة للدفع الرقمي⁴.

من خلال التعاريف السابقة يمكن القول أن النقود الإلكترونية هي أحد أنواع النقود الرقمية، حيث تعبر عن قدرة شرائية مخزنة على وسائط إلكترونية، وهي تمثل الشكل القانوني الصادر عن هيئات قانونية ولها تغطية نقدية، وتشمل البطاقات الإلكترونية بالإضافة إلى نظم دفع أخرى.

¹ عبد الله خبابة، مرجع سبق ذكره، ص:40.

² عبد الله بن سليمان الباحث، النقود الافتراضية (مفهومها وأنواعها وآثارها الاقتصادية)، المجلة العلمية للاقتصاد والتجارة، جامعة عين شمس، العدد (01)، جانفي 2017، ص: 14.

³ سليمان بوفاسة، أساسيات في الاقتصاد النقدي والمصرفي، ديوان المطبوعات الجامعية، بن عكنون-الجزائر، 2018، ص: 24.

⁴ العملات المشفرة، تقرير صادر عن البنك المركزي الأردني، مارس 2020، ص: 08.

الفصل الأول: التطور التاريخي للنقود

تتميز النقود الإلكترونية بمجموعة من الخصائص كما يلي¹:

- **قيمة نقدية:** تشمل على قيمة مالية معتمدة كالدينار أو الدولار، قادرة على شراء السلع والخدمات
- **مخزنة على وسيلة إلكترونية مدفوعة مقدما:** وهو العنصر الأهم الذي تتميز به النقود الإلكترونية عن غيرها من النقود التقليدية، حيث يتم شحن القيمة النقدية لوحدة نقدية محددة بطريقة إلكترونية على وسائط صلبة أو مرنة، ويتم شراء هذه الوسائط مسبقا من المؤسسات المصدرة لها.
- **غير مرتبطة بحساب بنكي:** وهو وصف يميزها عن باقي وسائل الدفع الإلكتروني كون العديد منها مرتبط بحسابات بنكية لحاملها تسمح له بالقيام بمعاملات مالية مختلفة ويتعهد البنك بتسديدها مقابل عمولة يستقطعها لقاء الخدمة كما هو الشأن في البطاقات الائتمانية، بينما النقود الإلكترونية عبارة عن أداة محمولة مدفوعة الثمن مقدما وغير مرتبطة بأي حساب بنكي، فتنتهي صلاحيتها مباشرة عند فراغ المحفظة المالية التي تحتوي عليها.
- **تحظى بقبول واسع من غير من قام بإصدارها:** فالقبول العام هو خاصية أساسية لاعتبار أي شيء يقوم بأداء وظيفة النقود، ولا يمكن اعتبار "العملات الإلكترونية" نقودا إذا اقتصر استعمالها بين مجموعة من الأفراد أو لفترة زمنية محددة، بل يجب أن تكتسب ثقة عامة الناس وقبولهم لها كوسيط للمبادلات.
- **تستعمل كأداة للدفع لتحقيق أغراض مختلفة:** وهو عنصر يتحد مع سابقه ليجعل من النقود الإلكترونية نوعا من أنواع النقود العامة ويميزها عن الوسائط الإلكترونية الأخرى ذات الاستعمال الأحادي كبطاقات تعبئة أرصدة الهواتف التي لا تتعدى هذه المهمة مما يجعلها تفتقد إلى صفة النقدية.

4-1-1- النقود البلاستيكية:

نشأت في العقد الثاني من القرن العشرين حينما تم تداولها بين شركات البترول الأمريكية، غير أن البداية الحقيقية لاستخدامها كانت عام 1950 على يد رجل الأعمال الأمريكي "داينر زكلوب" للمرة الأولى في المجال التجاري والفنادق ليزداد نموها في الستينات.

¹ أحمد مداح، صالح بويشبيش، عملة البتكوين وحكم التعامل بها في الفقه الإسلامي والقانون الجزائري، مجلة الأحياء، المجلد (19)، العدد (22)، سبتمبر 2019، ص ص : 322-323.

الفصل الأول: التطور التاريخي للنقود

وهي تعتبر أحدث صورة للنقود، كما تعد نوعا من أنواع النقود النائية (كونها تنوب عن النقود الحقيقية في القيام بوظيفة وسيط للتبادل)، غير أنها أخذت شعبية واسعة في إبراء الذمم وتسوية المدفوعات الأمر الذي ارتقى بها إلى مرتبة النقود، لكن مفهومها لا يتعدى البطاقات البلاستيكية التي يتم معالجتها إلكترونيا، وذلك لاستخدامها في أغراض متعددة من خلال المعلومات المخزنة عليها والخول بها على الآلات المعدة لتحقيق هذه الأغراض¹، وبفعل العولمة تطورت بشكل كبير لتظهر في عدة صور أهمها:

- ✓ بطاقات الائتمان.
- ✓ بطاقات الدفع الفوري.
- ✓ بطاقات الدفع المؤجل.
- ✓ بطاقات التحويل الإلكتروني.
- ✓ بطاقات الصراف الآلي.
- ✓ بطاقات ضمان الشيكات.

4-2-2- النقود الذكية (بطاقات البرغوث):

النقود الذكية تمثل الصورة الحديثة للنقود البلاستيكية، وهي عبارة عن بطاقات بلاستيكية تحتوي على برغوث صغير جدا (Micro Puce) يشكل ذاكرة عديدة اسمح بالاحتفاظ بكمية كبيرة من المعلومات تهتم بالتفاصيل المتناهية عن الحالة المالية لصاحبها²، وهي تمثل نظام دفع جديد ينطوي على تأثيرات ونتائج رهيبية كونها تعبر على تسجيل لقيمة العملة الموثقة والمقيدة في شكل إلكتروني³.

هذه النقود لا تتعدى كونها بطاقة تسجيل على الحساب لا تحتاج لموافقة البنك لدى كل تعامل، فالمقاصة وتصفية الحسابات تحدث يوميا وتسنقر القيمة في حساب الطرف الثالث، ولا يوجب سبب لحصر وظيفتها في تلك الحدود، ذلك أنه بإمكان البنوك والمؤسسات أخرى إضافة مزيد من القيمة على البطاقات الذكية من خلال القروض والدفع مقابل الخدمات أو المنتجات⁴.

¹ محمد إبراهيم عبد الرحيم، اقتصاديات النقود والبنوك، دار التعليم الجامعي، الإسكندرية-مصر، 2014، ص: 57.

² محمود سحنون، مرجع سبق ذكره، ص: 23.

³ هنية شريف، دور النقود الإلكترونية في تنمية الإدارة الإلكترونية، حوليات جامعة الجزائر1، العدد (33)، الجزء الثاني، جوان 2019، ص: 384.

⁴ المرجع نفسه، ص: 384.

الفصل الأول: التطور التاريخي للنقود

لهذه النقود قدرة فائقة في العمليات النقدية حيث يشكل استعمالها محفظة نقدية إلكترونية يمكن شحنها في أي وقت سواء عن طريق الهاتف في كل المحلات التي تقبل هذه البطاقة، لها جهاز أمان يمكن لصاحبها غلقها برمز خاص يمنع استعمالها من طرف الآخرين، وهي مزودة بتنظيم له القدرة على معالجة الذاكرة والجهاز الأمني لها، وذاكرتها لها سعة لإعادة البرمجة بحوالي مليون مرة¹.

4-2- النقود المشفرة:

منذ عام 2008 عندما **Satoshi Nakamoto** (حتى الآن لا يزال من غير الواضح ما إذا كان شخص حقيقي أو اسم مستعار أو مجموعة من الأشخاص) ورقته البحثية المشهورة " **A Peer to Peer Electronic Cash System**"، ظهرت العديد من العملات التي يتم تداولها إلكترونياً من شبكة الانترنت، والتي تعتمد على علم التشفير والخوارزميات (نظام البلوكتشين-سلاسل الكتل) للثبوت من المعاملات وإصدار الوحدات الخاصة بالعملة، كوسيلة لإلغاء دور الجهات التنظيمية من حيث إصدار النقد ومراقبته وضبطه، وإلغاء دور المؤسسات المالية في الوساطة المالية لتحويل الأموال، ولا تزال تتباين في وقتنا الحاضر وجهات النظر بين الجهات التنظيمية في العالم حول العملات المشفرة من حيث تعريفها ومميزاتها، إلا أنه يمكن القول بأنها بمثابة شكل من أشكال العملات الرقمية التي تعتمد في إصدارها وتداولها على علم التشفير².

تعرف النقود المشفرة بأنها: "عملة رقمية ليس لها كيان مادي ملموس أو وجود فيزيائي منتجة بواسطة برامج حاسوبية، ولا تخضع للسيطرة أو التحكم فيها من جانب بنك مركزي أو إدارة رسمية دولية، يتم استخدامها عن طري الأنترنت في عمليات الشراء والبيع أو تحويلها إلى عملات أخرى، وتلقى قبولا اختيارياً لدى المتعاملين فيها"³. بظهور عملية التشفير ظهرت عدة عملات متاحة للتداول كما يلي:

¹ سخنون محمود، مرجع سبق ذكره، ص: 23.

² العملات المشفرة، تقرير صادر عن البنك المركزي الأردني، مرجع سبق ذكره، ص: 18، 21.

³ عبد الجبار علي الكعبوش، النقود المشفرة (بتكوين ومشتقاتها) بحث في حقيقتها وتخريج أحكامها الفقهية، مجلة الشهاب، المجلد (05)، العدد (02)، جوان 2019، ص: 280.

الفصل الأول: التطور التاريخي للنقود

- **البتكوين:** تعتبر عملة البتكوين بداية النقود المشفرة، وقد تم إنتاجها سنة 2009 عن طريق عملية حاسوبية جد معقدة، وقد صممت كطريقة دفع على الشبكات من طرف لآخر بشكل مباشر دون الحاجة إلى تدخل حكومي أو سلطة مركزية¹.
- **لايتكوين:** عملة اللايتكوين هي ثاني العملات الافتراضية المشفرة ظهوراً بعد البتكوين، تم إطلاقها في تشرين الأول من عام 2011، وبرنامجها كبرنامج البتكوين مفتوح المصدر **Open Source** إلا أن هناك اختلافين رئيسيين بين كلتا العملتين؛ الأول يتمثل في سرعة المعاملات، كون أن المعاملات في اللايتكوين تتم بشكل أسرع من البتكوين، حيث يستغرق الوقت اللازم لإنشاء كتلة في البتكوين حوالي عشر دقائق، بينما يبلغ متوسط وقت إنشاء الكتلة في عملة اللايتكوين ما يقارب الدقيقة الواحدة. ويتمثل الاختلاف الثاني بالحد الأقصى لعرض العملة، حيث يبلغ عدد القطع الكلي الذي سيتم إصداره من اللايتكوين 84 مليون قطعة، وهو أعلى بكثير من الحد الأقصى المحدد في البتكوين والبالغ 21 مليون قطعة².
- **الإيثيريوم:** طرحت هذه العملة من قبل المبرمج الروسي-الكندي **فيتاليك بيوترين** عام 2013، وتختلف في تصميمها عن شبكة البلوكتشين الأصلية والتي صممت لأغراض بناء تطبيقات لامركزية تسمح للمستخدمين بالتفاعل مع بعضهم البعض بصورة مباشرة بدلاً من التواصل من خلال وجود وسطاء³.

¹ عبد الكريم قندوز، التقنيات المالية وتطبيقاتها في الصناعة المالية الإسلامية، صندوق النقد العربي، معهد التدريب وبناء القدرات، أبو ظبي 2019، ص: 54.

² العملات المشفرة، تقرير صادر عن البنك المركزي الأردني، مرجع سبق ذكره، ص: 24.

³ عبد الكريم قندوز، مرجع سبق ذكره، ص: 54.

الفصل الثاني: الأنظمة النقدية

أولاً: النظام النقدي السلعي

ثانياً: النظام النقدي المعدني

ثالثاً: النظام النقدي الورقي

رابعاً: النظام النقدي الحديث

أولاً: النظام النقدي السلعي

إن مختلف أنواع النقود التي عرفتھا المجتمعات جاءت في إطار أنظمة نقدي تحكم طرق تداولها وتنظيمها، وقد تعدد هذه الأنظمة وتطورت بتطور النقود موضوع التداول عبرها، لذا وقبل التطرق إلى أول أشكال الأنظمة النقدية، لابد من التعرف على مفهوم النظام النقدي ومكوناته، حتى نستطيع استخلاص مفهوم خاص بكل نظام نقدي على حدا.

1- تعريف النظام النقدي:

النظام النقدي هو مجموعة من القواعد والقوانين والممارسات التي يتم بموجبها تحديد كمية ونوعية النقود، كما يضع الشروط التي يمكن بموجبها تحويل النقود واسترداد قيمتها أو تسديدها، وبالتالي هو مجموعة القواعد والاجراءات التي تحكم إيجاد النقود في المجتمع¹.

1-1- مكونات النظام النقدي:

لكل نظام نقدي ثلاثة عناصر تميزه هي²:

- **النقود المتداولة:** تتمثل في عرض النقود في السوق بأنواعها ضمن مجتمع معين خلال فترة زمنية معينة، وتسمى كذلك بالنقود القانونية، وتشمل النقود الورقية والنقود المساعدة المصدرة من طرف البنك المركزي.
- **التشريعات والقوانين:** هي تلك النصوص القانونية والتنظيمية المتعلقة بإدارة النقود بشكل عام، وكذا عملية الائتمان، وذلك بهدف الاستقرار النقدي والنمو الاقتصادي الملائم.
- **المؤسسات النقدية والمصرفية:** وتتمثل في السلطة النقدية أو الجهاز البنكي ويأتي على قمته البنك المركزي إلى جانب وزارة المالية التي تشاركه في بعض مهامه من حيث تحقيق الأهداف العامة النقدية للبلاد، ثم البنوك التجارية.

¹ إبراهيم خريس، مرجع سبق ذكره، ص: 59.

² سليمان بوفاسة، مرجع سبق ذكره، ص: 232.

1-2- خصائص النظام النقدي:

يتميز النظام النقدي بعدة خصائص كما يلي¹:

- **النظام النقدي هو نظام اجتماعي:** النظم النقدي هي أدوات اقتصادية تتخذ لتسهيل الإنتاج وتبادل المنتجات وهي تعكس وضع الاقتصاد الذي وجدت لخدمته، بل هي لا تسير إلا وفقا له، فالنظام النقدي في النظام الرأسمالي يختلف عن مثله في النظام الاشتراكي والإسلامي.
- **النظام النقدي هو نظام تاريخي:** بمعنى يتطور ويتغير حسب تطور وتغير النظام الاقتصادي والاجتماعي الذي ينتمي إليه النظام التقدمي.
- **النظام النقدي هو نظام مركب:** أي نظام يتكون من مجموعة من العناصر، أحدها أساسي وبقية العناصر الأخرى ثانوية، فالعنصر الأساسي يتمثل في القاعدة النقدية ، وتعني المقياس الذي يتخذه المجتمع أساسا لحساب القيم النقدية ثم تحول إلى الأوراق النقدية ثم إلى النقود الكتابية فيما يعد، أما العناصر الثانوية فنجد أهمها نقود القاعدة النقدية ذاتها (أي وحدة النقد الرسمية المستخدمة في حسابات النقدية) مثل الدينار والدولار... إلخ.

1-2- أهداف النظام النقدي:

لكل دولة نظام يسعى إلى تحقيق جملة من الأهداف تمثل وظائفه في ذلك الاقتصاد نذكر أهمها²:

- **إدارة النقود المتداولة بكفاءة:** يجب أن تكون النقود تحت مسؤولية السلطة النقدية (البنك المركزي)، الذي يملك الأدوات النقدية تمكنه من التأثير على حجم الكتلة النقدية المتداولة وبالسرعة المطلوبة، وحتى تتوفر الكفاءة في إدارة النقود يجب توافر المرونة في النظام النقدي ووجود درجة عالية من الاستجابة للتغيرات الداخلية والخارجية المؤثرة في النشاط الاقتصادي.
- **تحويل النقود المتداولة بحرية وسهولة:** بمعنى أن تكون النقود المتداولة قابلة للتجزئة إلى وحدات متجانسة وإلى مضاعفتها إلى وحدات أخرى دون أن تفقد من قوتها الشرائية.
- **ثبات قيمة وحدة النقود:** على النظام النقدي أن يحافظ على استقرار النقود الحقيقية المتداولة، ولن يتم هذا إلا بالمحافظة على المستوى العام للأسعار.

¹ محمد إبراهيم عبد الرحيم، مرجع سبق ذكره، ص : 68.

² سليمان بوقاسة، مرجع سبق ذكره، ص: 233.

الفصل الثاني: الأنظمة النقدية

- إمكانية تحويل العملة الوطنية إلى عملات دول أخرى: يجب توفير إمكانية تحويل العملة الوطنية إلى عملات دول أخرى وبنسب صرف ثابتة حتى تساعد على دفع الالتزامات الدولية وتشجيع المعاملات في التجارة الدولية.
- بث الثقة في النقود المتداولة: وتستمد هذه الثقة من مدى قدرة النظام النقدي على القيام بوظائفه السابقة على أحسن وجه.

2- النظام النقدي السلعي وشروط قيامه:

النظام النقدي السلعي هو: "ذلك النظام الذي تكون فيه النقود السلعية وسيلة مبادلة ولها قيمة ذاتية، والتي تحتفظ بها خلال النظام النقدي لها سواء استعملت كنفد أم لم تستعمل". يؤدي النظام النقدي السلعي مهمة القيام بوظائف النقود إذا احتوى على الشروط التالية¹:

- ✓ إعطاء صفة القبول العام لسلعة ما عن طريق المتعاملين في السوق السلعية.
- ✓ المساواة الدائمة للقيمة الاستهلاكية للسلعة أو السلع المستخدمة كنفد، فإذا اختلفت القيمة النقدية للسلعة عن قيمتها كسلعة في الاستخدام الاستهلاكي بالزيادة والنقصان فإن الاستخدام لهذه السلعة سينحاز للاستخدام الأحسن ويؤثر ذلك على الاستخدام الآخر والعكس صحيح.
- ✓ المرونة النسبية للسلعة حيث تمكن هذه السلعة من القيام بالوظيفة التبادلية والوظيفة الاستهلاكية أي تحقق الإشباع السلعي والاستخدام النقدي دون أزمات.
- ✓ ضرورة تساوي العرض والطلب على الاستخدام النقدي والاستخدام الاستهلاكي
- ✓ ضرورة معرفة قيمة السلعة بالنسبة لباقي السلع المستخدمة كنفد في حالة اعتماد مجموعة من السلع.

إن عدم تحقق الشروط السابقة قد يؤدي إلى فشل النظام النقدي السلعي، ويمكن القول أن هذا النظام فشل بسبب مساوئ وصعوبات نظام المقايضة، فالفكر البشري دائما في تطور للبحث على أفضل السلع التي تلبي رغباته وتشبع حاجياته الاستهلاكية والنقدية، فتلف السلع يؤدي إلى البحث عن سلع أخرى أكثر كفاءة في أداء دور النقود، وبالتالي يقع أمام عدة خيارات تضمن له المبادلة العادلة وهذا ما وجده في المعادن كونه قابلة للتجزئة وثابتة القيمة، وهذا كان بداية للنظام النقدي المعدني.

¹ محمود سحنون، مرجع سبق ذكره، ص: 28.

الفصل الثاني: الأنظمة النقدية

ثانياً: النظام النقدي المعدني

تتازلت السلع المستخدمة كنفد لصالح المعدن الثمن لتوفره على الخصائص التي تم ذكرها سابقاً، وبالتالي فإن النقد موضوع التداول في ظل هذا النظام هو المعدن والذي تحكمه قوانين وضوابط سميت بالنظام النقدي المعدني، وقد انقسم هذا النظام إلى نظامين كما يلي:

1- نظام النقد وفق المعدنين:

يقوم النظام النقدي في هذه الحالة على معدني الذهب والفضة، وينظم التداول النقدي فيه على أساس مجموعة من الشروط نوجزها فيما يلي¹:

- ✓ تعريف الوحدة النقدية بوزن معين من المعدنين بموجب قانون، مما يحدد العلاقة بين قيمتي معدن الفضة ومعدن الذهب، حيث أن صفة القبول العام تعطى للمعدنين على أساس هذه العلاقة.
- ✓ إعطاء القوة الوقائية غير المحدودة للمعدنين في تسوية المعاملات والالتزامات وإبراء الذمم.
- ✓ حرية السك بالنسبة للأفراد الذين يملكون أحد المعدنين أو كلاهما.
- ✓ تساوي القيمة التجارية والقيمة التبادلية للمعدنين، بناء على تفاعل قوى العرض والطلب
- ✓ تحديد النسبة القانونية بين المعدنين تبعاً للنسبة التجارية لكل منهما.

إن العامل الأساسي في استقرار تداول المعدنين معاً هو استمرار تعادل النسبة بين قيمتهما السوقية والنسبة بين قيمتهما القانونية، أما إذا اختلفت النسبتين فإن المعدن الذي ترتفع قيمته السوقية عن قيمته القانونية يميل للاختفاء من التداول ويحل محله المعدن الرديء بدلاً منه وهذا ما يعبر عنه بقانون Gresham "النقود الرديئة تطرد النقود الجيدة من التداول".

النقود الرديئة: هي النقود التي تكون قيمتها التجارية أقل من قيمتها القانونية
النقود الجيدة: هي التي تكون قيمتها التجارية أكبر من قيمتها القانونية

إن ارتفاع القيمة السوقية للذهب عن قيمته القانونية سوف يغري الجمهور بصهر الوحدات الذهبية وبيعها سبائك بالسعر السوقي المرتفع وتحقيق ربح من هذه العملية، وهنا يقول منتقدي هذا النظام أن

¹ المرجع نفسه، ص: 30.

الفصل الثاني: الأنظمة النقدية

الأمر ينتهي باختفاء المعدن الجيد أو المعدن ذا القيمة السوقية المرتفعة من التداول وبذلك يتحول نظام المعدنين إلى نظام المعدن الواحد¹.

2- نظام النقد وفق المعدن الواحد (قاعدة الذهب):

تعتبر قاعدة الذهب من أهم القواعد النقدية التي اتخذتها الدول لفترات طويلة بدء من فترة ما قبل الحرب العالمية الأولى، والتي تقوم على ربط القوة الشرائية للعملة المحلية بالقيمة الاقتصادية لمعدن الذهب، وقد اتخذت ثلاثة أشكال كما يلي²:

- **نظام المسكوكات الذهبية:** وتمثل الشكل الأول لقاعدة الذهب، وهي قطع ذهبية متماثلة العيار والوزن تحمل ختم السلطة النقدية، وتتداول إلى جانب نقود ورقية قابلة للإبدال بالذهب وتسمى بالنقود النائبة، ويشترط فيها حرية سك العملة وصهرها، وقابلية تحويل العملة المتداولة إلى النقود الذهبية بالسعر القانوني الثابت للذهب، بالإضافة إلى حرية استيراد وتصدير الذهب.
- **نظام السبائك الذهبية:** السبيكة الذهبية أكبر حجماً من القطعة الذهبية ويصل وزنها إلى 12 كغ، ويقوم هذا النظام على نفس الشروط السابقة بالإضافة إلى إمكانية تداول الذهب في شكل سبائك معلومة الوزن والعيار بموجب قانون، وكذا حرية تحويل النقود الورقية إلى ذهب حسب وزن كل سبيكة.
- **نظام القطع الذهبية:** في ظل هذا النظام تكون العلاقة بين النقود الورقية والذهب علاقة غير مباشرة يتوسطها نقد أجنبي قابل للإبدال بالذهب، ويتم اللجوء إليه من طرف الدول التي لا تملك احتياطياً كافياً من الذهب، وكغيره من الأنظمة يقوم هذا النظام على مجموعة من الشروط تتمثل أساساً في تعريف العملة المحلية بالنسبة للنقد الأجنبي القابل للإبدال بالذهب، بالإضافة إلى تعهد السلطة النقدية بإبدال النقود الورقية عند الطلب إلى ما يقابلها من نقد أجنبي، وهو ما يفرض الاحتفاظ باحتياطي كاف من النقد الأجنبي لمقابلة طلبات الإبدال في أي وقت.

إن أهم العوامل التي ساهمت تعزيز التعامل بقاعدة الذهب لفترات طويلة ما يلي³:

¹ محمد إبراهيم عبد الرحيم، مرجع سبق ذكره، ص: 73.

² سحنون محمود، مرجع سبق ذكره، ص: 32-34.

³ طاهر فاضل البياتي، ميرال روجي سمارة، مرجع سبق ذكره، ص: 48.

الفصل الثاني: الأنظمة النقدية

- **تحقيق الاستقرار في قاعدة الذهب:** من سمات النقود كمعيار للقيمة ومخزن للقوة الشرائية هو اتسامها بالثبات في قيمتها وهذا يرتبط بكمياتها لأنها تؤثر على الأسعار ولكنها ليست العنصر الوحيد، كما أن الأخذ بقاعدة الذهب تجنب السلطات النقدية مراقبة الأسعار لتحقيق الاستقرار النقدي والاقتصادي والذي يعتبر هدفا أساسيا من أهداف السياسة النقدية بحيث تتغير قيمة النقود على عكس اتجاه الأسعار، ففي حالة ارتفاع الأسعار يصبح سعر الذهب أعلى من سعره كنقود وهذا ما يدفع الأفراد إلى استخدام الذهب وتحويله إلى أوراق متداولة وبالعكس.
- **إيجاد وسيلة للمدفوعات الدولية:** ينظر الأفراد إلى عملتهم المحلية على أنها العملة الأساسية والعملات الأخرى كسلع ورغم أن هذه النظرة لا تتعارض مع متطلبات التبادل الداخلية إلا أنها تعتبر عائقا لعمليات التبادل الخارجية، فعند استخدام قاعدة الذهب تقوم بتسهيل عملية تبادل السلع الداخلية على أساس إمكانية الدفع عند الشراء بالذهب وكذلك تسهيل عملية تبادل العملات المختلفة بعضها بالآخر مباشرة نتيجة لتحديد الحكومات ما تحويه عملاتها من ذهب.
- **المحافظة على استقرار معدل التبادل الدولي للعملات.**
- **تحقيق التوازن في ميزان المدفوعات:** ويحدث هذا بصورة تلقائية سواء كان ميزان المدفوعات يعاني من عجز أو فائض، ويتم ذلك من خلال خروج ودخول الذهب وتأثير ذلك على الدخل القومي ومنه على مستوى الأسعار.

بعد انتهاء الحرب العالمية الأولى (1918) كان الاقتصاد العالمي قد استفاق على خراب ودمار الهياكل الاقتصادية الأساسية، وقد شهدت دول العالم فيما بعد أزمتا اقتصادية حادة مستجدة في الاقتصاد الكبير والبطالة المتفشية ومعدلات التضخم العالمية، الأمر الذي انعكس مباشرة على قاعدة الذهب وانهارها عام 1931. ويمكن تحديد أهم أسباب انهيار قاعدة الذهب في ما يلي¹:

- ✓ الكميات المنتجة عالميا (عرض الذهب) لا تكفي الطلب على الذهب من أجل الأغراض النقدية وصناعة الحلي والاكتناز. وقد حدث هذا الاستنزاف بسبب تزايد حجم المبادلات الدولية وتزايد التصدير والاستيراد بين الدول، بالإضافة إلى تزايد الإنفاق على الإصلاحات الاقتصادية بعد الحرب العالمية.

¹ حسين محمد سمحان، إسماعيل يونس يامن، اقتصاديات النقود والمصارف، الطبعة الأولى، دار صفاء للنشر والتوزيع، عمان-الأردن، 2011، ص ص: 53-54.

الفصل الثاني: الأنظمة النقدية

✓ توجه معظم الحكومات بعد الكساد الكبير إلى زيادة الاستثمار والتوسع في النشاط الاقتصادي وذلك باتباع أساليب نقدية تختلف عن شروط وأحكام قاعدة الذهب (القصد كان لتلافي الآثار السلبية للكساد).

✓ سوء توزيع رصيد الذهب في العالم بعد الحرب العالمية، فنجد بلدان مثل ألمانيا ودول أوروبا الشرقية لديها القليل من احتياطي الذهب العالمي، في حين تملك كل من أمريكا وفرنسا الجزء الكبير، وبغرض الاحتفاظ به لديها عملت على من تقييد عملية خروجه ودخوله، وبالتالي انهيار الركن الأساسي من قاعدة الذهب والمتمثل في حرية التصدير والاستيراد للذهب.

✓ بعد الحرب العالمية الأولى وبهدف المحافظة على اقتصادياتها قامت كل من أمريكا وإنجلترا بفرض رسوم جمركية على السلع المستوردة، ولأن المستعمرات التابعة لإنجلترا ترتبط معها بنفس النظام النقدي، فقد أدى هذا إلى اختلاف المستويات، وأصبح سعر الذهب محليا يختلف عن سعره عالميا.

✓ ظهور الشركات الاحتكارية، وفي نفس الوقت النقابات العمالية، وبالتالي ارتفاع الأجور، مما أدى إلى ارتفاع أسعار السلع والخدمات المعروضة دون أن يقابلها زيادة في احتياطي الذهب.

ثالثا: النظام النقدي الورقي:

بعد الحرب العالمية الأولى عرف الوضع النقدي عدة تطورات، ساهمت في ظهور النظام النقدي الورقي واعتماده، يمكن إيجازها في ما يلي¹:

✓ الإفراط في إصدار النقود الورقية: هذه الحالة جعلت النقود الورقية والتغطية المعدنية عند العودة إلى قابلية الإبدال بالذهب غير قابلة للتحقيق عمليا حيث في كثير من المجالات تؤدي إلى استنزاف الاحتياطي الذهبي المستعمل في التغطية.

✓ انخفاض الاحتياطي الذهبي: كانت الدول تعتمد إلى استعمال النقود الورقية أثناء الحروب (الانفاق الحربي) استعمالا إجباريا، أي تفصل النقود الورقية عن الذهب خلال الحرب، وبالتالي أصبح من الصعب إعادة الصلة بينهما بعد انتهاء الحرب وهو الشيء الذي حسب لصالح النقود الورقية.

¹ محمود سحنون، مرجع سبق ذكره، ص: 36.

الفصل الثاني: الأنظمة النقدية

✓ إعطاء صفة القبول العام للورق كـنقد مستقل: كل العوامل السابقة ساهمت في تعزيز الثقة في النقود الورقية، وإعطائها إمكانية بناء نظام نقدي ورقي مستقل عن المعدن.

1- خصائص النظام النقدي الورقي:

تجمع التعاريف الاقتصادية بأن النظام النقدي الورقي هو مجموعة من الأنظمة والقوانين يتم بموجبها تحديد قيمة النقد الأساسية وإعطائها قوة إبراء قانونية، ومن خلالها تمنح السلطات النقدية حق إدارة الإصدار والتدخل لضمان الاستقرار النقدي.

يجمع التعريف أعلاه مجموعة من الخصائص التي تميز النظام النقدي الورقي عن غيره من الأنظمة السابقة، فهذا النظام يعتبر قاعدة قانونية، لا تربطها أي علاقة بالذهب والفضة، واستنادا لذلك يمكن إيجار خصائص النظام النقدي الورقي فيما يلي¹:

- النظام الورقي هو مجموعة من التشريعات والقوانين، التي من خلالها يحدد المشرع إجراءات التعامل، وبدونها لا يقبل أحد التعامل بهذه النقود، بعكس القاعدة النقدية الذهبية التي يتعامل بها الأفراد استنادا لذاتها.
- تحديد قيمة وحدة النقد الأساسية، عادة ما ينسب المشرع قيمة الوحدة النقدية إلى الذهب أو إلى عملة أجنبية أو إلى قيمة حقوق السحب الخاصة في صندوق النقد الدولي.
- قوة إبراء قانونية، وتعني أن الأفراد لا يتعاملون بهذه النقود لذاتها كما هو الحال في الذهب، بل بقوة القانون، وبالمقابل لا يستطيع أي دائن أن يرفض سداد دينه بالنقود الورقية، ويطلب ذهباً أو نقوداً أخرى.
- تدخل السلطات النقدية، وذلك لتحديد حاجة النشاط الاقتصادي للسيولة وكميات النقد اللازمة، ففي أوقات التضخم تخفف حجم الإصدار بل وتسحب السيولة من السيولة من السوق، وفي أوقات الركود تزيد حجم الإصدار وتنشر السيولة بين المواطنين لكي ينهض الاقتصاد من ركوده.
- تحقيق الاستقرار النقدي، يحتاج الورق لإدارة قوية واعية تستطيع أن تحدد الحاجة الفعلية، وبالتالي تصدر حسب الحاجة بهدف تحقيق التوازن والاستقرار بين النقود والأسعار في الاقتصاد الوطني.

¹ علي كنعان، النقود والصرافة والسياسة النقدية، الطبعة الأولى، دار المنهل اللبناني، بيروت-لبنان، 2012، ص ص: 71-72.

2- مراحل النظام النقدي الورقي:

إن الثقة التي اكتسبتها النقود الورقية ناتجة عن علاقتها بالذهب، وقد عرفت هذه العلاقة عدة مراحل كما يلي¹:

- **مرحلة التغطية الكاملة:** وهي المرحلة التي تكون فيها النقود الورقية مغطاة بالمعدن تغطية كاملة (لكل وحدة نقدية ورقية وحدة نقدية معدنية).
- **مرحلة التغطية الجزئية:** تكون فيها النقود الورقية مغطاة تغطية جزئية وذلك حسب ما تراه السلطة النقدية.
- **مرحلة التغطية النسبية:** في هذه المرحلة يكون غطاء النقود الورقية غير محدد، وفي هذه الحالة تحتفظ السلطات النقدية بغطاء ذهبي يمثل نسبة من الكتلة النقدية تستخدمه عند الحاجة لمواجهة المسائل النقدية.
- **مرحلة سقف الإصدار:** هذه المرحلة لا ترتبط بالمعدن في إصدار الوحدات النقدية، وإنما تحدد فيها الحد الأقصى للكتلة النقدية وتصدرها تاركة المعدن للاستخدامات غير النقدية.
- **مرحلة الإصدار الحر:** في هذه المرحلة يتم إصدار النقود على أساس قاعدة العرض والطلب النقدي دون مراعاة المعدن بل تراعي في ذلك العوامل الاقتصادية (التضخم، البطالة، معدل النمو الاقتصادي...إلخ).

3- تقييم النظام النقدي الورقي:

تخرف الأفراد بشكل كبير من استعمال النقود الورقية في بداية ظهورها، لكن التجربة أثبتت أنها مرنة وتتناسب مع كل اقتصاد وطني، وقادرة على التكيف مع كل الظروف، بعكس قاعدة الذهب التي لم تسمح بالتدخل وبقيت جامدة حتى انتهاء العمل بها عام 1914، وقد حققت هذه القاعدة المزايا التالية²:

✓ ارتبطت قيمة النقد الوطني بالناج بعد أن كانت النقود الذهبية مرتبطة بإنتاج الذهب، وأصبح بمقدور أي دولة أن تتحكم بقيمة عملتها الوطنية.

¹ محمود سحنون، مرجع سبق ذكره، ص: 38

² علي كنعان، مرجع سبق ذكره، ص: 75-76.

الفصل الثاني: الأنظمة النقدية

✓ انفصلت العلاقة بين النقود الورقية والذهب وأصبح من غير الضروري وجود احتياطات ذهبية لكي تصدر الدولة النقد.

✓ زيادة قدرة السلطات النقدية على التدخل واستخدام النقد كوسيلة لتشجيع الإنتاج أو تشجيع التصدير، والتحكم في المتغيرات الاقتصادية من الادخار والاستثمار والعمالة والتصنيع...إلخ.

✓ زيادة قدرة الدولة على معالجة الأمراض الاقتصادية، ففي أوقات الركود تزيد حجم الإصدار أو تزيد حجم القروض فتزداد السيولة ويخرج الاقتصاد من حالة الركود، وفي حالات التضخم تسحب السيولة عن طريق القروض العامة أو زيادة سعر الفائدة.

✓ التحكم في الأسعار والدخول وتحقيق التوازن الاقتصادي، فأى نظام اقتصادي يسعى للموازنة بين المستوى العام للأسعار ومستوى الدخل، فإذا كان الإصدار مرتبطاً بالنتائج يتحقق التوازن، وإذا زاد الإصدار اختل التوازن واختلت الأسعار وتدهور الدخل.

إن الإيجابيات التي حققها النظام النقدي الورقي جعلت منه الأفضل، وتنمى الجميع لو طبق في القرن التاسع عشر لتقادي الحروب التي كانت بسبب الذهب والسيطرة على التجارة آنذاك، إلا أن هذه الإيجابيات لا تخلو من صعوبات وسلبات تؤثر على فعالية وكفاءة العمل بهذا النظام، ونلخصها فيما يلي¹:

✓ إصدار النقود بشكل متزايد يؤدي إلى ارتفاع الأسعار، مما يؤدي إلى زيادة التفاوت بين الدخل، وبالتالي يتضرر أصحاب الدخل المحدودة والضعيفة.

✓ في ظل النظام المعدني يتوقف الإصدار على حجم الاحتياطي الموجود ولا يتجاوزه، وهذا غير موجود في ظل النظام الورقي.

✓ عدم ارتباط النظام النقدي الورقي بالمعدن النفيس أدى إلى تعدد نسب التبادل بالنسبة للعملة الدولية، وهذا التعدد أدى إلى تقليل حجم التجارة الخارجية.

¹ إبراهيم خريس، مرجع سبق ذكره، ص ص: 68-69.

رابعاً: النظام النقدي الحديث

يندرج ضمن النظام النقدي الحديث صنفين من النقود هما النقود الإلكترونية والتي تمثل الشكل القانوني للنقود الحديثة باعتبار أنها صادرة عن سلطة نقدية وكذا لها غطاء نقدي (أساس نقدي)، والنقود المشفرة التي تستند في إنشائها لنظام التشفير (نظام سلاسل الكتل). من هذا المنطلق سنتحدث عن نظام إلكتروني ونظام مشفر، ويأتي هذا التقسيم من كون النظامين معا يندرجان ضمن النظام النقدي الرقمي.

1- النظام الإلكتروني:

يتميز النظام الإلكتروني عن غيره من الأنظمة السابقة الذكر بجملة من الخصائص تتمثل فيما يلي¹:

✓ استخدام النقود الإلكترونية وفقاً لهذا النظام يؤدي إلى سرعة وسهولة تسوية المدفوعات وتقليص الحاجة إلى الاحتفاظ بالنقود السائلة.

✓ يمكن لحامل البطاقة البلاستيكية استعمالها في سحب المبالغ المالية من الماكينات الخاصة بسحب النقود.

✓ تستعمل كأداة وفاء للسلع والخدمات بدلا من الدفع الفوري بالنقد.

✓ تستعمل كأداة ائتمان وذلك من خلال اتفاق العميل مع البنك على تحديد سقف مالي من خلاله يقوم العميل مع البنك بتحديد سقف مالي لشراء السلع والخدمات ويتم التسديد في الأجل المحدد المنفق عليه. أو قد تستعمل كأداة ضمان الوفاء في التعاملات التجارية عبر الشبكة.

أثبتت الدراسات العلمية مؤخراً وخصوصاً في فترة 2019-2020 أن القطاع المالي بشكل عام يعاني من هشاشة أنظمتها الحمايية، وبالتالي يعد اختراقه سهلاً، حيث بلغت نسبة البنوك المقرصنة في الولايات المتحدة الأمريكية لوحدها ما يقارب 50% من إجمالي حالات القرصنة المالية عبر العالم، ويحدث هذا برغم تصنيفها ضمن المنطقة متوسطة الخطر عبر العالم كأقل دولة تعرضاً لهجمات القرصنة. ما يعني أنه كلما تم تطوير أساليب حماية تضمن سلامة وسرية العملاء، كلما قابل ذلك تطور في أساليب الاحتيال والقرصنة.

¹ عز الدين شرون، مرجع سبق ذكره، ص: 63.

2- نظام التشفير (البلوكتشين):

ورد نظام البلوكتشين كما تم الإشارة إليه مسبقاً لأول مرة في الورقة العلمية المقدمة من طرف ساتوشي ناكاموتو سنة 2008، ويعرف بأنه: "نظام معلومات مشفر معتمد على قاعدة معلوماتية لامركزية، أي موزعة على جميع الأجهزة المنضمة في الشبكة، لتسجيل كل بيانات المعاملات وتعديلاتها، بطريقة تضمن موافقة جميع الأطراف ذات الصلة على صحة البيانات"¹.

2-1- مبادئ نظام التشفير (البلوكتشين):

يرتكز نظام البلوكتشين على ثلاثة مبادئ أساسية يقوم عليها النظام. تساهم في تفعيل تطبيق التقنية الحديثة والمتمثلة في العناصر التالية²:

- **السجل المفتوح:** تكون جميع المعلومات الموجودة داخل البلوكتشين متاحة لكافة جميع الأفراد الموجودين داخل السلسلة لأنها ممتلكات بعضهم البعض، فمثلاً كانت السلسلة خاصة بتحويل أموال، يستطيع كل من بالسلسلة رؤية أموال الجميع، لكن مع الاحتفاظ بعدم القدرة على معرفة هويتهم الحقيقية، وذلك لأن السلسلة تتيح للأفراد إمكانية استخدام ألقاب غير أسمائهم الحقيقية.
- **قاعدة البيانات الموزعة:** يهدف هذا المبدأ إلى القضاء على فكرة المركزية حيث لا توجد جهة واحدة أو جهاز واحد يتحكم في سلسلة الكتلة بل أن السلسلة موزعة بين جميع الأفراد المشتركين فيها حول العالم.
- **التعدين:** بمعنى استخدام طاقات أجهزة كومبيوتر في البحث عن الهامش الصحيح المميز لهذه المعاملة حتى تتم بنجاح، حيث يقوم العديد من المستخدمين حول العالم بإجراء مجموعة من العمليات الحسابية المعقدة عبر أجهزتهم بغرض الحصول على الهامش الصحيح الذي يربط هذه المعاملة بالمعاملة السابقة لها داخل السلسلة ويميزها عن غيرها من المعاملات.

¹ فاطمة السبيعي، اتجاهات تطبيق تقنية البلوكتشين في دول الخليج، مركز البحرين للدراسات الاستراتيجية والدولية والطاقة، جويلية 2019، ص: 04.

² زبير عياش وآخرون، دراسة تحليلية لواقع التكنولوجيا المالية في البنوك الإسلامية العربية (تطبيقات البلوكتشين نموذجاً)، مجلة اقتصاد المال والأعمال، جامعة الشهيد حمة لخضر، الوادي، المجلد (05)، العدد (01)، جوان 2020، ص: 316.

إن استخدام تقنية البلوكتشين مكن من تحقيق عدة مزايا، نوجزها فيما يلي¹:

- **إزالة الأطراف الوسيطة:** تتيح أنظمة البلوكتشين إنجاز المعاملات وتبادل القيم بين أي أطراف بشكل مباشر دون الحاجة إلى اللجوء إلى طرف ثالث وسيط كالبنوك مثلا لضمان الثقة والأمان في المعاملات وإتمامها، ما يؤدي إلى زيادة الثقة وسرعة إنجاز المعاملات وخفض تكاليفها. كما تفيد هذه الميزة في بعض الحالات المعقدة أو الحرجة، مثل إرسال العانات المالية للمحتاجين في مناطق الحروب أو الصراعات أو عدم وجود وسيلة شرعية مناسبة لمتابعة الاستحقاقات المالية.
- **اللامركزية:** يقوم عمل أنظمة البلوكتشين على قاعدة بيانات لامركزية تخزن كنسخة من دفتر السجلات العام في كل جهاز انضم في الشبكة، بعكس قواعد البيانات المركزية التي يكون تخزينها وإدارتها حكرا على جهة معينة، الأمر الذي يسهل ويسرع التعاون والعمل بين الأطراف والجهات، ويضعف قابلية الاختراق أو فقدان البيانات وتغييرها أو تخريبها حيث يحتاج لذلك اختراق أكثر من 50 % من أجهزة الشبكة في نفس الوقت الزمني.
- **الشفافية والثقة:** تعزز أنظمة البلوكتشين مستوى الشفافية في سجل المعاملات مقارنة بأنظمة السجلات الحالية، حيث إن جميع التغييرات الحاصلة في دفتر سجل المعاملات العام يمكن رؤيتها من قبل جميع الأجهزة المنضمة في الشبكة، ولا تتم إلا بموافقة جميع الأطراف ذات الصلة عليها، كما لا يمكن بأي حال من الأحوال مسح المعاملات بعد تسجيلها في نظام البلوكتشين ما يرفع مستوى الشفافية ويزيد الثقة إلى حد أكبر مما هو عليه في أنظمة المعاملات الحالية.
- **أمن المعلومات:** تكون البيانات في أنظمة البلوكتشين ثابتة وغير قابلة للتغيير بعدما يتم إنشاء الكتلة وإلحاقها بالسلسلة، مع توفر إمكانية إتباعها بكتل مستحدثة بعد إجماع الأطراف عليها، كما يمكن قراءة جميع الكتل المرتبطة ومتغيراتها وتتبعها تاريخيا، ما يعني سهولة وسرعة التدقيق وكشف ومتابعة تفاصيل المعلمات وبالتالي إضعاف احتمالية حدوث عبث أو احتيال في سجل المعاملات العام الموجود في جميع أجهزة الشبكة.
- **خفض تكاليف وزيادة سرعة المعاملات:** أنظمة البلوكتشين تساهم في خفض التكاليف نظرا لعدم الحاجة إلى طرف وسيط لتمام المعاملات، لكون سجل المعاملات العام موزعا على جميع

¹ فاطمة السبيعي، مرجع سبق ذكره، ص: 08.

الفصل الثاني: الأنظمة النقدية

الأجهزة المنضمة في الشبكة، فيستطيع أي من الأطراف الدخول وتسوية ما يعنيهها من المعاملات والتدقيق عليها بشكل فوري ومباشر، ما يعني زيادة في سرعة إنجاز المعاملات، والتخلص من النفقات الإضافية المدفوعة للأطراف الوسيطة التي تعمل على إتمام المعاملات، كالحاجة لاعتماد البنوك كطرف وسيط في توثيق عمليات الدفع المالي.

2-3- سلبيات نظام التشفير:

بالرغم من المزايا المحققة عبر هذه التقنية، إلا إن استخدامها في المجال النقدي أثر بشكل كبير على متغيرات الاقتصاد العالمي عدا عن كونها تكنولوجيا حديثة وغامضة بالنسبة للكثيرين، وفيما يلي نوجز أهم المخاطر الناتجة عنها¹:

- **مخاطر غسل الأموال والتمويل غير القانوني:** من خلال طبيعتها المجهولة، تشجع النقود المشفرة على التحايل على القواعد المتعلقة بمكافحة غسل الأموال والتمويل غير القانوني وإخفاء التحويلات التي يمكن أن تستخدم للأغراض الإجرامية.
- **مخاطر مالية متعلقة بتقلب الأسعار:** يمكن أن تنشأ تقلبات كبيرة في أسعار النقود المشفرة المتداولة بفعل المضاربة عليها.
- **عدم وجود حماية للمستهلك:** نظرا لعدم وجود سلطة نقدية تضبط التداول النقدي في ظل هذا النظام فإنه يصعب حماية العميل في حالة القرصنة مثلا، كما أنه لا يمكن ضمان قابلية التحويل النقود المشفرة من قبل أي هيئة مركزية إلى مختلف العملات القانونية، الأمر الذي قد يؤدي إلى انهيار النظام الذي تقوم عليه ويصعب على المستثمرين تحويلها إلى سيولة.
- **عدم الحماية الكافية للبيانات:** تقوم نظرية التشفير على مبدأ السجل المفتوح، فإن المعاملة تكون مكشوفة لجميع الأطراف على الشبكة، مما يحد من قدرة وحدة التحكم في البيانات على إدارة المعلومات التي حصلت عليها من العميل بشكل كافٍ، ونظرا لثبات تقنية البلوكتشين قد لا تستطيع الشركات تعديل أو حذف البيانات الشخصية المضافة إلى كتلة معينة.
- **آثار على السياسة النقدية:** تداول النقود المشفرة يكون خارج نطاق الانظمة البنكية التقليدية، وهذا ما يخلق العديد من التحديات المحتملة للبنوك المركزية والحكومات، من ناحية التحكم في العرض النقدي.

¹ مخاطر وتداعيات العملات المشفرة على القطاع المالي، صندوق النقد العربي، أبو ظبي، الإمارات، 2019، ص ص: 24-25.

الفصل الثالث: النظريات النقدية المفسرة للطلب

على النقود

أولاً: التحليل النقدي الكلاسيكي

ثانياً: التحليل النقدي النيوكلاسيكي

ثالثاً: التحليل النقدي الكينزي

رابعاً: التحليل النقدي المعاصر

الفصل الثالث: النظريات النقدية المفسرة للطلب على النقود

أولاً: التحليل النقدي الكلاسيكي

ترجع جذور التحليل النقدي الكلاسيكي لمنصف القرن الثامن عشر، حينما بلور عدد من الاقتصاديين الكلاسيك الأسس العامة للتحليل (ديفيد هيوم، آدم سميث، تورجوت، ديفيد ريكاردو وآخرون)، لكن الإسهام المميز يعزى للاقتصادي ريكاردو الذي توصل إلى وجود علاقة عكسية قيمة النقود وكمية النقود أن أي زيادة في كمية النقود ستؤدي إلى زيادة مماثلة في الأسعار. ثم تم تقديم هذه النظرية في أسلوب رياضي عام 1917.

يهتم التحليل النقدي التقليدي (الكلاسيكي) بدراسة العلاقة بين كمية النقود المتداولة في الاقتصاد وبين مستوى الأسعار، وانطلق هذا التحليل من عدة فرضيات كما يلي:

- ✓ وقوع الاقتصاد عند مستوى التوظيف الكامل.
- ✓ المنافسة الكاملة (الأسعار تعكس نفقات الانتاج)، تطبيقاً لهذا المبدأ فإن الأجور والأسعار تتمتع بالحرية الكاملة في التغيير في الاتجاه الذي يحقق ويضمن التوازن العام التلقائي للاقتصاد دون تدخل من الحكومة أو النقابات.
- ✓ الدور الحيادي للنقود (تقوم بدور الوسيط في المبادلة فقط)، فالطلب على النقود ما هو إلا طلب مشتق من الطلب على السلع والخدمات، وهي ليست إلا تعبير عن الأسعار النسبية للسلع والخدمات.
- ✓ استبعاد قيام النقود بدور مستودع للقيمة.

1- نظرية كمية النقود:

ركزت النظرية على دراسة العلاقة بين كمية النقود والأسعار، وهذه الأخيرة تتأثر بعاملين هما:

- **العامل السلعي:** مرتبط بظروف العرض والطلب أي بالظروف الفنية للإنتاج وكذا تفضيلات المستهلكين، وهذا العامل يحدد الأسعار النسبية للسلع المختلفة (التبادل بين السلع).
- **العامل النقدي:** يعني أن التغيير في كمية النقود تؤثر على الأسعار المطلقة (أسعار مقدرة بوحدات نقدية) بمعنى أن جميع السلع تتأثر تأثيراً واحداً سواء بالزيادة أو بالنقصان.

حسب الكلاسيك هذان العاملان يمكن فصلهما عن بعضهما، وبالتالي فكمية النقود لا تؤثر على الأسعار النسبية للسلع المختلفة، عل اعتبار أن كمية النقود تؤدي إلى زيادة الطلب على جميع السلع بنفس النسبة دون التأثير على تفضيلات المستهلكين والعكس، إذا حدث تطور تكنولوجي في صناعة معينة أو قطاع معين مما يؤدي إلى تغيير ظروف العرض ويترتب عنه انخفاض في أسعار سلع تلك

الفصل الثالث: النظريات النقدية المفسرة للطلب على النقود

الصناعة، أي تغير الأسعار النسبية لمختلف السلع دون الأسعار المطلقة (المتوسط العام للأسعار) لأنه حسب رواد هذه النظرية فإن زيادة أسعار سلع معينة يليه انخفاض أسعار سلع أخرى بسبب عوامل أخرى، لذلك يمكن فصل العاملين عن بعضهما البعض عن طريق اختيار عينة عشوائية كبيرة من السلع المختلفة تتشابه في ظروف العرض والطلب عليها، ويبقى العامل النقدي هو العامل المؤثر¹.

بمعنى أن سعر كل سلعة يتأثر بالعمل السلعي والنقدي في الوقت ذاته، بينما المستوى العام للأسعار يتأثر فقط بالعامل النقدي أي أن المستوى العام للأسعار يعتبر دالة في كمية النقود.

$$P = f(M)$$

P: هو المستوى العام للأسعار.

M: هي كمية النقود.

وعليه فجوهر هذه النظرية يمكن في أن التغير في كمية النقود يؤدي إلى التغير في مستوى الأسعار بنفس النسبة وفي نفس الاتجاه، وظل هذا الرأي سائدا طوال القرن 18.

2- معادلة التبادل لفيشر:

حاول العديد من الكتاب صياغة نظرية كمية النقود في شكل رياضي، وهو ما قام به المفكر الأمريكي أرفينج فيشر (Irving Fisher) سنة 1917 من خلال معادلته المعروفة عن التبادل، منطلقا من فكرة أن قيمة النقود تتحدد بتفاعل قوى العرض والطلب في السوق خلال فترة زمنية معينة، وعليه تحدد قيمة النقود ومن ثم مستوى الأسعار بناء على تفاعل ثلاث محددات أساسية (كمية النقود، سرعة تداول النقود، حجم الإنتاج).

في ظل ثبات عامل حجم الانتاج و سرعة تداول النقود فإن المستوى العام للأسعار يتغير مباشرة تغيرا طرديا مع التغير الحاصل في عرض النقود، وعكسيا مع التغير الحاصل في الطلب على النقود.

قدم فيشر الصياغة الرياضية التالية:

$$D = S \dots \dots \dots (1)$$

$$D = (P \times T) \dots \dots \dots (2)$$

$$S = M \times V \dots \dots \dots (3)$$

بتعويض D و S بما يساويهما في (1) و (3) نجد:

$$(P \times T) = M \times V \dots \dots \dots (4)$$

¹ محمود سحنون، مرجع سبق ذكره، ص: 45

الفصل الثالث: النظريات النقدية المفسرة للطلب على النقود

1-2 - خصائص معادلة فيشر:

تتمثل خصائص هذه المعادلة فيما يلي¹:

✓ يمثل الطرف الأيسر من المعادلة ($M \times V$) حجم الرصيد النقدي المعروض (جانبا عرض النقود) أي إجمالي الإنفاق على المبادلات بينما يمثل الطرف الأيمن القيمة الإجمالية للمبيعات أي جانب الطلب على النقود.

✓ عند افتراض ثبات الناتج وسرعة دوران النقود وفقا لرؤية الكلاسيك، فإن المعادلة تتحول إلى معادلة لتحديد المستوى العام للأسعار، حيث تكون كمية النقود هي المتغير المستقل، بينما المستوى العام للأسعار هو المتغير التابع.

$$P = \frac{M \times V}{T} \dots \dots \dots (5)$$

وبالتالي فإن زيادة كمية النقود (M) مع ثبات المقدار $\frac{V}{T}$ يؤدي إلى ارتفاع الإنفاق (لأن النقود وسيط للمبادلات فقط)، وبالتالي زيادة المستوى العام للأسعار، بمعنى أن المستوى العام للأسعار يصبح دالة في عرض النقود $P=f(M)$.

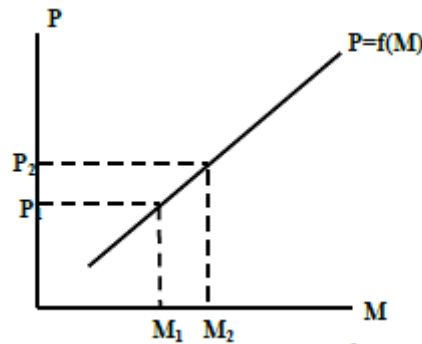
✓ أضاف فيشر النقود المصرفية (نقود الودائع) في المعادلة وظهر ما يسمى بمعادلة التبادل الاقتصادي لفischer، والتي أصبحت على النحو التالي:

$$M \times V + \bar{M} \times \bar{V} = P \times T \dots \dots \dots (6)$$

$$P = \frac{M \times V + \bar{M} \times \bar{V}}{T} \dots \dots \dots (7)$$

إن إدخال النقود المصرفية في المعادلة لم يكن له تأثير على النسب والنتائج، لأن المستوى العام للأسعار يتأثر بكميات النقود المصدرة، لكون النقود المصرفية تبقى مرتبطة بحجم الاحتياطي الذي يتوجب على البنوك الاحتفاظ به، وبالتالي فإن لإدخال هذا المتغير يدعم توجهات النظرية كما يوضحه المنحنى الموالي:

الشكل رقم (01): العلاقة بين النقود والأسعار



¹ محمد أحمد الأفندي، النقود والبنوك، الطبعة الأولى، دار الكتاب الجامعي، صنعاء، اليمن، 2009، ص ص: 246-247.

الفصل الثالث: النظريات النقدية المفسرة للطلب على النقود

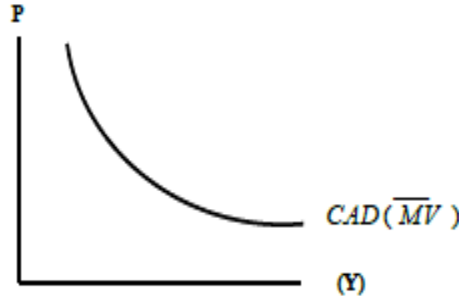
إن التحكم في كميات النقود يمكن السلطات النقدية من التحكم في المستوى العام للأسعار، ولكون النقود محايدة بالنسبة لحجم المبادلات، فإن أي تغيير في كمية النقود لا يؤثر على حجم الإنتاج وإنما على المستوى العام للأسعار.

✓ معادلة التبادل تمثل نظرية ضمنية لتحديد الطلب الكلي لدى الكلاسيك، فبافتراض ثبات كمية النقود وسرعة دوران النقود، نلاحظ أن المستوى العام للأسعار يتغير بصورة عكسية للتغير في الناتج أو الدخل الحقيقي (Y)، بمعنى أن أي زيادة في الدخل تؤدي إلى انخفاض المستوى العام للأسعار والعكس صحيح.

$$\downarrow P = \frac{\bar{M} \times \bar{V}}{T \uparrow} \text{ أو } M \times V = P \times Y$$

أي أن منحنى الطلب الكلي الضمني الكلاسيكي يمكن اشتقاقه من معادلة التبادل، وهو يبين العلاقة العكسية بين السعر وحجم الإنفاق الكلي كما يوضح الشكل الموالي:

الشكل رقم (02): منحنى الطلب الكلي الكلاسيكي



المصدر: محمد أحمد الأفندي، ص: 248.

2-2- مكونات معادلة فيشر:

مثلما تم توضيحه سابقا تتكون معادلة التبادل لفischer من المكونات التالية¹:

- **كمية النقود (M):** تمثل مجموع النقود المتداولة خارج النظام البنكي خلال فترة ومنية معينة في الاقتصاد الوطني، وتتكون من النقود المعدنية والورقية المصدرة من طرف السلطة النقدية، ونقود الودائع (الودائع تحت الطلب، الودائع الآجلة وودائع التوفير).
- **سرعة تداول النقود (V):** تمثل عدد المرات التي تنتقل فيها وحدة النقود من يد إلى أخرى خلال فترة زمنية معينة، أما سرعة تداول نقود الودائع هي عدد المرات التي تدخل وتخرج فيها الحسابات البنكية، وتتأثر (V) بالعوامل التالية:
- ✓ طريقة دفع الرواتب والأجور في القطاعين العام والخاص (سنويا، شهريا، أسبوعيا)، فإذا كانت شهريا فهذا يعني 12 دورة، وإذا كانت أسبوعيا 52 دورة...إلخ.

¹ علي كنعان، مرجع سبق ذكره، ص ص: 96-100.

الفصل الثالث: النظريات النقدية المفسرة للطلب على النقود

- ✓ كثافة السكان، فالطلب على النقود يزداد بزيادة عدد السكان، لكن في الدول الفقيرة ورغم زيادة عدد السكان إلا أن دورات النقد تنخفض.
- ✓ زيادة الحركة التجارية (بيع وشراء) تزيد من عدد دورات النقد، وفي حالة الركود ينخفض عدد الدورات.
- ✓ سرعة إنتاج وتصريف السلع والخدمات، حيث أن إنتاج السلعة وتبادلها يعتبر دورة، وبالتالي كلما انخفض زمن الإنتاج والاستهلاك تزداد الدورات.
- ✓ سرعة وسائل النقل والمواصلات، فكلما ازدادت وتطورت وسائل الاتصال كلما أدى ذلك لطلب النقد وإنفاقه، وكلما تطور النقل يزداد الاستهلاك والإنفاق وبالتالي تزداد عدد دورات النقد في الاقتصاد.
- ✓ عادات الدفع، ويقصد بها دفع الديون وأثمان السلع بهدف التجارة وتسديد ثمن المشتريات نقدا أم قسطا.
- **حجم المبادلات (T):** تمثل مجموع السلع والخدمات المنتجة والأوراق المالية التي يتم التعامل بها بالنقود خلال فترة زمنية معينة، وتتوقف على العوامل التالية:
 - ✓ كمية الموارد الاقتصادية التي يملكها المجتمع، فالمجتمع الذي يمتلك موارد كثيرة مثل المواد الأولية والمواد الزراعية والثروات الباطنية يكون لديه إمكانيات كبيرة للتصنيع وبالتالي زيادة كمية المبادلات بينما المجتمع الذي لا يملك الموارد تنخفض لديه الإمكانيات وينخفض حجم المبادلات.
 - ✓ حجم الإنتاج، والذي يمثل المنتجات والخدمات التي ينتجها المجتمع خلال سنة فكلما ازداد حجم الناتج سوف تزداد المبادلات، وبالمقابل إذا انخفض الإنتاج ينخفض حجم المبادلات ويتوقف حجم الناتج على الموارد التي يمتلكها المجتمع وعلى الأيدي العاملة وحركة التصنيع والاستيراد والتصدير وعدد السكان...إلخ.
 - ✓ الكفاية الإنتاجية، وهي تمثل قدرة المجتمع على زيادة الإنتاج وتخفيض النفقات من نفس الموارد التي يمتلكها، وتتوقف الكفاية الإنتاجية على أساليب الإنتاج المتبعة وعلى التقنيات المتطورة، فكلما تطورت الآلات والتقنيات كلما ازداد الإنتاج وازدادت الإنتاجية.
- **المستوى العام للأسعار (P):** هو نسبة مئوية تعبر عن تطور الأسعار صعودا وهبوطا وذلك من خلال المقارنة بين السنة المدروسة وسنة الأساس.

الفصل الثالث: النظريات النقدية المفسرة للطلب على النقود

3- نقد نظرية كمية النقود ومعادلة فيشر:

يمكن إيجاز أهم الانتقادات التي واجهت نظرية كمية النقود ومعادلة فيشر في ما يحتويه الجدول الموالي:

الجدول رقم (01): نقد النظرية الكمية ومعادلة التبادل

<ul style="list-style-type: none">▪ تجاهل النظرية لقوى السوق وتحكمها في المستوى العام للأسعار كما تتحكم في سعر السلع أو الخدمات.▪ عدم صحة الفرض القائل بثبات سرعة تداول النقود وحجم المعاملات، فالواقع أنها قابلة للتغير في المدى القصير، وسرعة تداول النقود تتغير كذلك في الأجل القصير فترتفع في فترات زيادة كمية النقود وارتفاع الأسعار.▪ الإنتاج غير مستقل عن التداول النقدي، وإنما يرتبط به ارتباطا مباشرا، وبالتالي فالتغيرات في التداول النقدي تؤثر على الأسعار والإنتاج معا.▪ التغير في كمية النقود لا يؤثر على جميع السلع بنفس الوقت وبنفس المعدل فتأثير التغير في كمية النقود على أسعار السلع الاستهلاكية يختلف تأثيره على أسعار السلع الاستثمارية من حيث النسبة والوقت، ومن ثم تتأثر الأسعار النسبية لمختلف السلع.	النظرية الكمية
<ul style="list-style-type: none">▪ المعادلة غير قابلة للاختبار الاحصائي.▪ حجم المبادلات غير قابل للقياس لاشتماله على مجموعة من السلع غير المتجانسة.	معادلة التبادل

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على محمود سحنون، ص ص: 49-50.

ثانيا: التحليل النقدي النيوكلاسيكي

على أعقاب الانتقادات التي واجهتها معادلة فيشر، برز تبار جديد من المفكرين الاقتصاديين الذين عملوا على تطوير هذه النظرية، من خلال إدخال إسهامات جديدة تعزز النظرية وتطورها (نظرية الدخل وروادها، ومعادلة الأرصد النقدية التي انتهت عند آرثر بيجو).

1- نظرية الدخل:

إن أهم الأفكار التي تناولت أثر التحليل الحدي على قيمة النقود تلك التي جاء بها الاقتصادي

النمساوي فون ويزر والاقتصادي الفرنسي أفتاليون¹:

▪ يرى ويزر أن النقود لا تؤثر على الأسعار إلا عن طريق الدخول النقدية أو كيفية التخزين فيها، فالدخل النقدي يعد عاملا ومؤثرا على الأسعار أي النسبة بين الدخل النقدي وكمية السلع المعروضة، والتغيرات في الدخل تؤدي إلى إحداث تغيرات في قيمة النقود بنفس النسبة وبهذا فهو يفرق بين قيمتي النقود، الأولى تحدد عند الفرد وتقاس بمنفعتها الحدية والمرتبطة بمنفعة السلع

¹ محمود سحنون، مرجع سبق ذكره، ص ص: 50-51.

الفصل الثالث: النظريات النقدية المفسرة للطلب على النقود

التي تسمح بشرائها، أما الثانية فهي قسمة النقود الاجتماعية (عند المجتمع)، وتحدد عند تلافي التقديرات الشخصية لأهمية النقود مع المنفعة التي تعود من انفاق إلى آخر وحدة منها في الحصول على السلع (السلع الاستهلاكية).

■ أما أفالايون فيرى أنه بالإضافة إلى منفعة النقود المستمدة من السلع، فلها منفعة ذاتية بوصفها نقودا وبغض النظر عن قدرتها على شراء السلع بواسطتها، فإذا كانت المنفعة تتحكم في تقديرات الفرد للوحدة النقدية، فإن هناك عوامل أخرى كيفية تتحكم في تكوين رأي الفرد، ويبدو ذلك عندما تتغير الأسعار ويرفض المشترون أن يعدلوا تقديراتهم لقيمة النقود كالرغبة في الاكتناز أو توقعات الأفراد حول الأسعار، وبالتالي قيمة النقود، ومن ثم يصل إلى نتيجة مفادها أن الأسعار وقيمة النقود يمكن أن تتغير حتى مع بقاء الدخل النقدي ثابتا وذلك مرتبط بالتوقعات، كما أنه ليس من الضروري أن تتغير قيمة النقود بنفس نسبة تغير الدخل، إذ يحدث أن يتغير الدخل بنسبة معينة ولكن الإنفاق يتغير بنسبة أقل أو أكثر حسب توقعات الأفراد.

تستند نظرية الدخل إلى فكرتين، الدخل والمنفعة لتفسير تقلبات المستوى العام للأسعار (قيمة النقود)، حيث ترى أن تقلبات الأسعار تتوقف على الحركات الخاصة بالدخل النقدي والدخل الحقيقي، وبالتالي فليست كمية النقود هي العامل الوحيد الذي يتحكم في الأسعار وتقلبها كما جاء في نظرية كمية النقود وإنما هي كمية النقود المتداولة في الأسواق والتي تنفق على السلع والخدمات.

2- معادلة الأرصدة النقدية (كامبريدج):

قام ألفريد مارشال بإعادة صياغة للنظرية الكمية أو لمعادلة فيشر، وترتكز على العوامل التي تحدد الطلب على النقود، حيث تنظر إلى النقود على أنها جزء من ثروة الأفراد وأنهم يحتفظون ببعضها لغرض الاحتياط لأن الكلاسيك يعتبرون أن النقود تخزن قوة شرائية فلا مانع من اكتنازها لفترة قصيرة و حتى طويلة. وتعتبر هذه النظرية تحولا جوهريا في التحليل النقدي، فبينما نجد أن نظرية كمية النقود تركز على التداول النقدي (عرض النقود) نجد أن نظرية الأرصدة النقدية تركز على التفضيل النقدي (الطلب على النقود). اشتقت هذه المعادلة من معادلة فيشر وذلك بتعويض حجم المعاملات (T) بالإنتاج (Y) لتصبح المعادلة من الشكل:

$$L = M \dots \dots \dots (1)$$

$$L = L_1 + L_2 \dots \dots \dots (2)$$

$$L_1 = K \times Y \dots \dots \dots (3)$$

$$L_2 = K \times A \dots \dots \dots (4)$$

بتعويض L_1 و L_2 بما يساويهما في المعادلة (2) نجد:

$$L = K \times Y + K \times A \dots \dots \dots (5)$$

الفصل الثالث: النظريات النقدية المفسرة للطلب على النقود

بتعويض L بما يساويها في المعادلة (1) نجد:

$$M = K \times Y + K \times A \dots \dots \dots (6)$$

باستبعاد الأرصدة النقدية التي يرغب الأفراد في الاحتفاظ بها لأغراض مالية نجد:

$$M = K \times Y \dots \dots \dots (7)$$

$$K = \frac{M}{Y} \dots \dots \dots (8)$$

أي أن الطلب على الأرصدة النقدية يساوي الأرصدة النقدية لشراء السلع والخدمات مضروبة في الدخل، أي أن مارشال يقرر بأن البديل عن الاحتفاظ بالأرصدة النقدية هو انفاقها على الشراء، وهذا الأمر يزيد الناتج فيزداد الدخل وترتفع الأسعار، وبالمقابل إذا احتفظ الأفراد بالسيولة ولم يشتروا السلع زاد عرض السلع والخدمات وبالتالي تنخفض أسعارها وينخفض الناتج.

وخلاصة ما جاء به مارشال أن زيادة كمية النقود لا تؤثر على الأسعار، بل تفضيل الأفراد للسيولة (الاحتفاظ بالأرصدة النقدية) فكلما ازداد تفضيل الأفراد للاحتفاظ بالأرصدة النقدية كلما زاد عرض السلع والخدمات وبالتالي انخفضت أسعارها (اخفاض المستوى العام للأسعار) وبالمقابل إذا لم يحتفظ الأفراد بالأرصدة يزيد حجم الإنفاق ويزيد الطلب على السلع والخدمات وبالتالي يزداد الناتج ويرتفع المستوى العام للأسعار.

2-1- أثر بيجو:

آرثر سيسل بيجو (1877-1959) صياغته الجديدة، وهو أحد أبرز اقتصاديي جامعة كمبريدج تتلمذ على يد ألفريد مارشال وتابع بعده دراسة اقتصاد الرفاهة، وكتب في النقود والأسعار وغيرها.

تخضع قيمة النقود لدى بيجو كقيمة أي شيء للظروف العامة المتعلقة بالعرض والطلب ولذلك يدرس بيجو حاجة الأفراد للنقود وعرض النقود (الإصدار النقدي) ويرى أن احتفاظ الأفراد بجزء من النقود حاضرا تحت يده إنما ينطوي على تضحية إيجابية من جانبه، أي أنفق أقل من دخله، وبالمقابل فإن عدم الاستهلاك هي تضحية سلبية، لذلك يركز بيجو على مقدار الدخل والقدر الذي يدخره الفرد من هذا الدخل¹ ويطلق عليه اسم الاحتياطي النقدي الذي يتم الاحتفاظ به في ثلاث صور هي:

- ✓ يستعمل الجزء المحتفظ به لأغراض الاستهلاك.
- ✓ يحتفظ به على شكل حقوق النقد (استثمارات في البنوك).
- ✓ الاستثمار في الإنتاج.

¹ علي كنعان، مرجع سبق ذكره، ص: 106.

الفصل الثالث: النظريات النقدية المفسرة للطلب على النقود

ويقارن بيجو بين استثمار الأموال أو الاحتفاظ بها للسلامة والضمان، وتتم المفاضلة بين هذين الخيارين حسب مبدأ المنفعة، أي كلما ازداد حجم الإيراد تتناقض المنفعة المحققة، لذلك يحاول إعادة توزيع النقود حسب المنفعة المتحصلة أي إذا زادت منفعة النقود بغرض الإنتاج، أي إذا ازدادت الأرباح سوف توجه الأموال للإنتاج، وإذا انخفضت الأرباح يوجه الفرد دخله للسلامة والضمان أي يزداد الاحتفاظ بالنقود، كما يزداد احتفاظ الأفراد بالنقود لمستقبل النقود، فإذا توقعوا انخفاض قيمتها في المستقبل يتخلون عنها بسهولة وإذا توقعوا انخفاض الأسعار يحتفظون بالنقود السائلة¹.

ويخلص بيجو إلى النتيجة التالية: معادلة النظرية الكمية لا تهتم بسرعة التداول واعتبرتها ثابتة، في حين يركز بيجو على النسبة التي قرر الأفراد الاحتفاظ بها.

$$M \times V = \frac{M}{K}$$

إن كمية النقود مضروبة بسرعة التداول النقدي تساوي كمية النقود مقسومة على الاحتياطي النقدي، ومن هنا تتعارض سرعة تداول النقود مع الحصة التي يحتفظ بها الأفراد كاحتياطي نقدي، وبهذا وصل بيجو إلى استنتاجين هما²:

- ✓ كلما زادت النقود التي يحتفظ بها الأفراد كلما انخفضت سرعة التداول وانخفضت الأسعار (ترتفع قيمة النقود) وبعد فترة يحصل الركود.
- ✓ إذا تخطى الأفراد عن الاحتفاظ بالسيولة فإن الإنفاق سوف يزداد وسوف ترتفع الأسعار ويحصل التضخم، ويتوجه الأفراد لتخفيض الإنفاق مرة أخرى فيحصل التوازن.

2-2- التوازن العام الكلاسيكي ودور النقود:

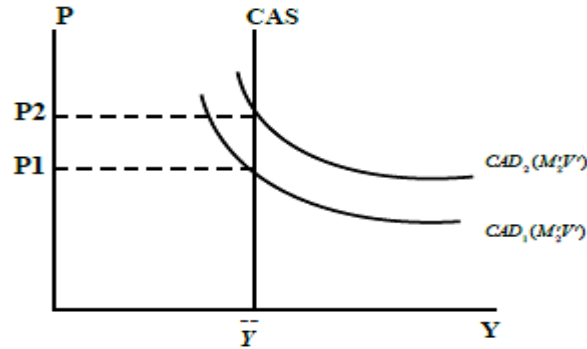
أشرنا سابقا أن الكلاسيك يفترضون ثبات الناتج أو الدخل الحقيقي عند مستوى التشغيل الكامل لعناصر الإنتاج، وأنه يتحدد بعوامل حقيقية في جانب العرض وليس بعوامل نقدية، لذلك فإن منحى العرض الكلاسيكي سيكون عموديا ومستقلا عن تغير المستوى العام للأسعار.

¹ المرجع نفسه، ص: 106.

² المرجع نفسه، ص: 107.

الفصل الثالث: النظريات النقدية المفسرة للطلب على النقود

الشكل رقم (03): منحنى التوازن العام الكلاسيكي



المصدر: محمد أحمد الأفندي، ص: 248.

لو افترضنا تدخل الحكومة بزيادة كمية النقود إلى (M2)، نلاحظ أن زيادة كمية النقود تؤدي إلى زيادة الإنفاق على السلع لكن الناتج الحقيقي (العرض) ثابت عند (\bar{Y}) وستكون النتيجة هي انتقال منحنى الطلب الكلي إلى أعلى (CAD_2) مسببا ارتفاع المستوى العام للأسعار إلى (P_2) وبنفس الزيادة في كمية النقود، وهكذا نجد أن زيادة النقود لن تؤدي إلا إلى لزيادة المستوى العام للأسعار. لذلك يرفض الكلاسيك التدخل الحكومي من خلال زيادة كمية النقود، لأنها بنظرهم تؤدي إلى التضخم.

2-3- أوجه الاختلاف نظرية الأرصدة ونظرية كمية النقود:

بالرغم من وجود تشابه بين النظريتين وذلك من خلال تركيزهما على التغيرات النقدية وتأثيرها على مستوى الأسعار والذي كان مباشرا في ظل نظرية كمية النقود وغير مباشر من خلال الدخل النقدي الذي يؤثر على الأسعار في نظرية الأرصدة. إلا أن هناك بعض أوجه الاختلاف وهي كما يلي¹:

- ✓ تسمح نظرية الأرصدة النقدية للمتغيرات النقدية بالتأثير على حجم الإنتاج والمستوى العام للأسعار عكس نظرية كمية النقود.
- ✓ إن نظرية الأرصدة النقدية تركز اهتمامها على التفضيل النقدي (الطلب على النقود)، بمعنى أنها تقرر أن يتغير مستوى الدخل (الإنتاج والأسعار) حتى لو بقيت كمية النقود المتداولة ثابتة، وذلك إذا حدث تغير في التفضيل النقدي للمجتمع، بينما نظرية كمية النقود تركز اهتمامها على كمية النقود المتداولة أي على عرض النقود.
- ✓ اعتبرت معادلة التبادل أن النقود تقوم بوظيفتي وسيط للمبادلة ووسيلة للدفع، أما بالنسبة لمعادلة كامبريدج فإنها أضافت وظيفة أخرى للنقود ألا وهي وظيفة الادخار (مستودع للقيمة).

¹ محمود سحنون، مرجع سبق ذكره، ص: 54.

2-4- نقد معادلة الأرصد النقدية:

بالرغم من محاولة نظرية الأرصد النقدية تفادي الأخطاء التي انطوت عليها نظرية كمية النقود وثبات سرعة تداول النقود والعلاقة التناسبية بين كمية النقود والمستوى العام للأسعار، وبالرغم من كون النظرية تمثل خطوة إيجابية في مجال التحليل النقدي، إلا أنها تعرضت لانتقادات عديدة أهمها¹:

- ✓ أغفلت النظرية دافع المضاربة كحافز للاحتياط بالنقود وبالتالي فقد أخفقت في تفسير إمكانية حصول تغير في كمية النقود المعروضة دون تغيير مقابل في مستوى الدخل لأسباب أخرى غير التفضيل النقدي لغرض المعاملات.
- ✓ إن إغفال الطلب على النقود لغرض المضاربة قد أدى إلى فشل النظرية في الربط بين معدل الفائدة ونظريات الدخل القومي من خلال تحليلها للطلب على النقود.
- ✓ العجز عن التمييز الدقيق بين تغيرات الأسعار وتغيرات الإنتاج الناجمة عن تغيرات الدخل.
- ✓ أغفلت النظرية تأثير العوامل المرتبطة بالادخار والاستثمار على مستوى الطلب الفعال وتأثير ذلك وتأثير ذلك على مستوى النشاط الاقتصادي.

ثالثاً: التحليل النقدي الكينزي

إثر انهيار أفكار المدرسة النقدية الكلاسيكية، وفشلها في تفسير ظاهرة الكساد العالمي سنة 1929، وما انجر عنها من تداعيات على مختلف الأصعدة، قدم مجموعة من الاقتصاديين أفكاراً توضح أسباب هذه الأزمة واقتراحات تعالج تبعاتها، وكان أبرزهم الاقتصادي الإنجليزي جون مينارد كينز، التي استقاها من أفكار الاقتصادي السويدي كنوت فيكسل الذي اعتبر أول المعارضين والمنتقدين لنظرية كمية النقود. اعتبر الكثيرون أن كينز متأثر بفكسل ولو ضمناً وبشكل غير واضح.

1- الأسس العامة لنظرية كينز في الطلب على النقود:

استندت نظرية كينز في الطلب على النقود على أسس تختلف كلياً عن تلك التي قامت عليها النظرية الكلاسيكية، والتي تقر بأن العلاقة بين كمية النقود والأسعار هي علاقة طردية وفي اتجاه واحد، وأن كل عرض يخلق ما يناسبه من طلب (قانون ساي). وعليه يمكن إيجاز هذه الأسس فيما يلي²:

¹ طاهر فاضل البياتي وميرال روجي سمارة، مرجع سبق ذكره، ص: 135-136.

² زكرياء خلف الله، قنوات تحويل السياسة النقدية في الاقتصاد الجزائري (دراسة تحليلية قياسية للفترة 1990-2016)، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة العربي بن مهيدي، أم البواقي، 2018، ص: 26.

الفصل الثالث: النظريات النقدية المفسرة للطلب على النقود

- استحدث كينز أدوات تحليل جديدة في نظريته العامة، فهو يرى في تحليله لنظرية سعر الفائدة أن هذه الأخيرة ظاهرة نقدية، وبالتالي فتحديد سعر الفائدة من وجهة نظر كينز يكون من خلال عرض النقد والطلب عليه، وبالتالي فكينز اعتبر أن سعر الفائدة ترتبط مباشرة بالادخار والاستثمار عند مستوى التوظيف الكامل كما ترى النظرية التقليدية؛
- اهتم كينز بفكرة الطلب الكلي الفعال لتفسير أسباب عدم التوازن التي وقع فيها النظام الرأسمالي في أزمة الكساد، وما نتج عنها من انخفاض في الأسعار وانتشار للبطالة، فهو يرى بأن حجم كل من الإنتاج، البطالة، والدخل يتوقف بالدرجة الأولى على حجم الطلب الكلي الفعال.
- ركز التحليل الكينزي على دراسة الطلب على النقود (نظرية تفضيل السيولة) باعتبارها مخزن للثروة، وعارض بشدة الفروض الكلاسيكية القائلة بأن النقود لا قيمة ولا منفعة لها في حد ذاتها لأنها وسيلة للتبادل فقط، ومن ثم ليس لها تأثير على النشاط الاقتصادي، وأكد كينز أن النقود تطلب باعتبارها مخزن للثروة وأطلق على ذلك (الطلب على النقود بغرض المضاربة) وهو من أهم ما ميز التحليل الكينزي عن التحليل الكلاسيكي
- رفض كينز في تحليله للأوضاع الاقتصادية قانون "ساي" القائل بأن كل عرض يخلف الطلب المساوي له، وأن هذا الأخير يحافظ على بقاء الاقتصاد متوازنا عند مستوى التشغيل الكامل، وعلى ذلك طالب كينز بضرورة تدخل الدولة لعلاج الأزمات الاقتصادية من خلال تحفيز الطلب الفعال، وفيما يتعلق بالأثر النقدي يتفق كينز مع الكلاسيك في أن زيادة الكتلة النقدية عند مستوى التشغيل الكامل يؤدي إلى زيادة الأسعار، إلا أنه في حالة وجود موارد عاطلة سيؤدي ذلك إلى زيادة في الإنتاج والتشغيل.

2- محتوى نظرية كينز:

تمحورت أفكار كينز حول مجموعة من النقاط التي رأى بأنها لها تأثيرا على النشاط الاقتصادي، والتي من الممكن أن تتفاعل فيما بينها، كما يمكن أن تتأثر بعوامل أخرى، ودارت أغلب الأفكار حول سعر الفائدة، الدخل، الاستثمار، الادخار، الاستهلاك، وسنتناولها من خلال عرض نظرياته.

2-1- نظرية تفضيل السيولة:

الطلب على النقود هو عبارة عن مجموع كميات، وقد حدد كينز في نظريته التي تستند إلى سعر الفائدة ثلاث دوافع للطلب على النقود، فيمكن أن تطلب النقود لغرض المعاملات (نظرية كمية النقود)، وقد تطلب لغرض الاحتياط (الدافع الذي تطرق له مارشال في نظرية الارصدة النقدية وبهذا هو يقر بأن النقود تلعب دور مخزن القيمة)، كما يمكن أن تطلب النقود لغرض المضاربة (الإسهام الأساسي لكينز).

الفصل الثالث: النظريات النقدية المفسرة للطلب على النقود

2-1-1- الطلب على النقود بدافع المعاملات:

يطلب الأفراد نقودا من أجل إتمام معاملات التبادل التي تعتمد على الدخل، وأقر كينز من خلال هذا الدافع بالعلاقة الإيجابية بين هذا الجزء من الطلب على النقود وبين دخل الفرد، فالفرد بحاجة للاحتفاظ بمبلغ من المال من أجل دفع فواتير مستحقة عليه، أو من أجل شراء احتياجاته اليومية من المحلات التجارية، وبالرغم من أن هذا الجزء من الطلب يفقد الفرد عائدا كان من المتوقع تحقيقه لو أنه احتفظ به في أصول تحقق عوائد، فإنه مضطر للتضحية به لإتمام المعاملات اليومية¹.

تتوقف كمية النقود أو الأرصدة النقدية التي تطلب بدافع المعاملات على العوامل التالية²:

- ✓ زيادة حجم الدخل القومي تؤدي إلى زيادة الاستهلاك، وبالتالي يطلب الأفراد النقود لمعاملاتهم وبالمقابل انخفاض حجم الدخل القومي يؤدي لتدني حجم المعاملات (بلد متقدم، بلد متخلف).
 - ✓ طرق دفع الأجور في كل دولة (شهريا، أسبوعيا... إلخ) فكلما انخفضت فترة الحصول على الدخل ينخفض حجم الاحتفاظ بالنقود، والعكس صحيح.
 - ✓ تطور حجم خدمات النقل والاتصال والرفاهية، فكلما تطورت هذه الخدمات كلما ازداد الاستهلاك وتزداد الرفاهية، ويحتفظ الأفراد بالنقود للحصول عليها.
 - ✓ زيادة عدد السكان، فهم القوة المستهلكة فكلما زاد التطور وكان عدد السكان كبيرا كلما زاد تفضيل السيولة بدافع المعاملات، بينما الدول قليلة العدد بالسكان ينخفض لديها هذا الدافع.
- دافع المعاملات هو دالة للدخل ويمكن صياغتها على النحو التالي³:

$$dt = f(y)$$

2-2-1- الطلب على النقود بدافع الاحتياط:

يعبر هذا النوع من الطلب عن رغبة الأفراد وأصحاب المشاريع في الاحتفاظ بالنقود في شكلها السائل لمواجهة النفقات الفجائية والاستفادة من الفرص غير المتوقعة، وهذه النفقات المفاجئة مرتبطة بالمستقبل الذي ينتج عنه احتمال إما انخفاض في الدخل أو الزيادة في النفقات.

¹ محمد إبراهيم عبد الرحيم، مرجع سبق ذكره، ص: 63.

² علي كنعان، مرجع سبق ذكره، ص: 116.

³ زكرياء خلف الله، مرجع سبق ذكره، ص: 29.

الفصل الثالث: النظريات النقدية المفسرة للطلب على النقود

إن حجم المبالغ المحتفظ بها لغرض الاحتياط ضد الحوادث الطارئة، يحكمه عامل الحصول على السيولة السريعة، سواء كانت في شكل قروض من البنوك (شروط ميسرة وتسهيلات لمنح القرض)، أو إمكانية تحويل الأوراق المالية إلى سيولة جاهزة، بالإضافة إلى أن العمل الأهم يمثل حجم الدخل وقدرته على تحمل النفقات اليومية واقتطاعات لمواجهة الظروف المستقبلية، ومنه فهذا النوع من الطلب يمثل دالة لمتغير الدخل يمكن صياغتها في الشكل الموالي:

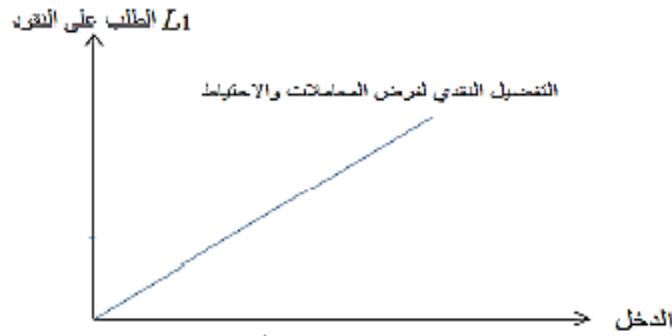
$$dp = f(y)$$

يمثل الطلب على المعاملات والاحتياط ما يسمى بطلب النقود على الأرصدة العاملة أو النشطة، ومن خلاله تتم عملية توحيد هذين الدافعين بجعل الطلب على النقود دالة واحدة ترتبط بمستويات الدخل، وتصبح المعادلة على الشكل التالي:

$$L_1 = f(y)$$

L_1 : طلب النقود على الأرصدة العاملة، والشكل الموالي يوضح العلاقة بين هذا الطلب والدخل:

الشكل رقم (04): منحى التفضيل النقدي لعرض المعاملات والاحتياط



المصدر: زكرياء خلف الله، مرجع سبق ذكره، ص: 31.

إن طلب النقود على الأرصدة العاملة يمثل القسم الأول من الطلب الكلي على النقود، والعلاقة بين هذا النوع من الطلب على النقود والدخل هي علاقة طردية، فزيادة الدخل تؤدي بالضرورة إلى زيادة الاستهلاك للحاجات اليومية، وكذا زيادة النصيب المحتفظ به لمواجهة الحوادث المحتملة الحدوث.

الفصل الثالث: النظريات النقدية المفسرة للطلب على النقود

2-2-3- الطلب على النقود بدافع المضاربة:

يعتبر هذا الدافع الإسهام الرئيسي والجديد في نظرية كينز للطلب على النقود، حيث استنتج أن للأفراد رغبة في الاحتفاظ بالنقود كأصل مالي، ولهذا فهذا الدافع يهدف للاستفادة من تقلبات الأسعار المتوقع حدوثها في أسواق الأوراق المالية، ولأن العلاقة عكسية بين قيمة السندات وأسعار الفائدة، فإن مصدريها يلجؤون للاحتفاظ بها عندما ترتفع أسعار الفائدة بل ويقومون بشراء سندات أخرى للمضاربة بها في المستقبل عند انخفاض أسعار الفائدة بهدف الاستفادة من فوارق الأسعار.

وبالتالي فإن الطلب على النقود بدافع المضاربة يعتبر من الأسباب التي تؤدي إلى تقلبات أسعار الفائدة في الأسواق المالية، بمعنى أن هناك علاقة عكسية بين سعر الفائدة وكمية النقود المطلوبة بدافع المضاربة¹، وعليه فإن معادلة دافع المضاربة تصبح كما يلي:

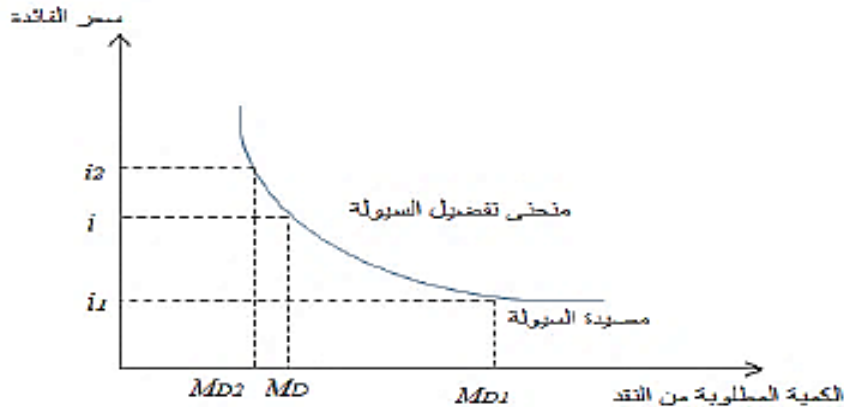
$$L_2 = f(i)$$

L_2 يمثل القسم الثاني من الطلب الكلي على النقود.

بجمع القسم الأول الذي يمثل طلب النقود على الأرصدة العاملة مع القسم الثاني الذي يمثل طلب النقود على الأرصدة العاطلة، نحصل على معادلة الطلب الكلي على النقود وهي من الشكل التالي:

$$M_D = f(y) + f(i)$$

الشكل رقم (05): منحنى تفضيل السيولة



المصدر: زكرياء خلف الله، مرجع سبق ذكره، ص: 31.

يمثل المنحنى أعلاه مقدار الطلب على النقود من أجل المضاربة عند مستويات مختلفة من أسعار الفائدة، ونلاحظ ما يلي:

¹ سليمان بوفاسة، مرجع سبق ذكره، ص: 61.

الفصل الثالث: النظريات النقدية المفسرة للطلب على النقود

- ✓ عند سعر الفائدة i_2 يتخلى الأفراد عن السيولة وتصبح الكمية المطلوبة من النقود هي MD_2 ، هنا تكون أسعار السندات منخفضة.
- ✓ عند سعر الفائدة i_1 يزداد طلب الأفراد على السيولة نظرا لانخفاض سعر الفائدة ويتوجه الأفراد للمضاربة بالسندات.
- ✓ عند سعر الفائدة i_1 يزداد الطلب على النقود نظرا لارتفاع قيمة السندات مقابل سعر فائدة منخفض ويحتفظ الأفراد بكل النقود التي يحصلون عليها.

تجدر الإشارة إلى أنه عند المستوى الأخير أو ما يسمى بمصيدة السيولة فإن الأفراد لا يتوقعون أي انخفاض آخر في سعر الفائدة فيضاربون بكل ما يملكون من نقود نظرا لارتفاع قيمة السندات ويصبح منحني تفضيل السيولة خطا موازيا للمحور الأفقي، ولهذه الحالة أهمية كبيرة في الحياة الاقتصادية نظرا لبيان دور النقود وتأثيرها على النشاط الاقتصادي¹.

2-2-4- التوازن النقدي عند كينز:

يتحقق التوازن العام في سوق النقد عندما يتعادل الطلب على النقود (تفضيل السيولة) مع الكمية المعروضة منه عند كل سعر فائدة ملائم لمستوى معين من الدخل خلال فترة زمنية معينة تكون قصيرة الأجل وذلك في ظل الافتراضات التالية²:

- ✓ عرض النقود ثابت ومستقل عن الطلب عليها ومستقل عن الدخل وسعر الفائدة.
- ✓ مستوى الأسعار ثابت
- ✓ العلاقة بين الاستثمار وسعر الفائدة هي علاقة عكسية.

يعتبر كينز أن عرض النقود هو متغير خارجي تتحكم فيه السلطات النقدية، بمعنى أنه الكتلة النقدية الموجودة في الاقتصاد والتي تتحكم فيها البنوك المركزية بواسطة سياسات تسمح بتحقيق الاستقرار النقدي في السوق، وبالمعنى الضيق (M_1) فهو يمثل الودائع تحت الطلب والنقود الورقية والمعدنية، وبالمعنى الواسع (M_2) فهو يشمل الشكل السابق إضافة إلى الودائع لأجل، وودائع الادخار، وودائع التوفير لدى صناديق التوفير والاحتياط)، بينما المعنى الأوسع (M_3) فهو يضم إضافة إلى ما سبق الودائع الادخارية

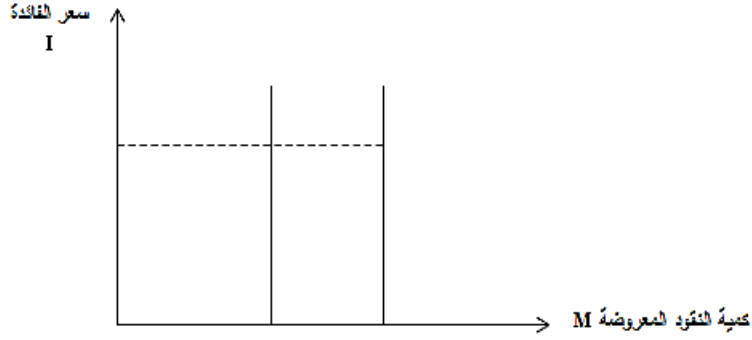
¹ علي كنعان، مرجع سبق ذكره، ص: 124.

² سليمان بوفاسة، مرجع سبق ذكره، ص: 59.

الفصل الثالث: النظريات النقدية المفسرة للطلب على النقود

لدى بنوك الادخار الخارجية (سيم التفصيل في هذا العنصر عند التطرق للسياسة النقدية). وعليه فإن منحنى عرض النقود عند كينز هو منحنى رأسي كدلالة على ثبات العلاقة مع سعر الفائدة، وهو كما يلي:

الشكل رقم (06): منحنى عرض النقود عند كينز

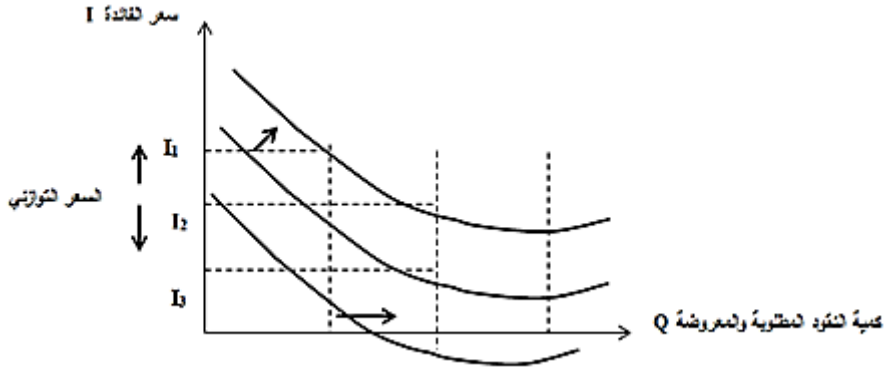


المصدر: سليمان بوفاسة، مرجع سبق ذكره، ص: 62.

يتحقق التوازن عند التقاء عرض النقود بالطلب عليها، وعليه فإن منحنى التوازن في سوق النقد

(منحنى LM) يكون على النحو التالي:

الشكل رقم (07): منحنى التوازن النقدي عند كينز



المصدر: سليمان بوفاسة، مرجع سبق ذكره، ص: 62.

من خلال الشكل أعلاه يتبين أنه إذا زاد عرض النقود مع بقاء الطلب عليها ثابتا فهذا يؤدي إلى

انخفاض سعر الفائدة، والعكس صحيح في حالة انخفاض عرض النقود، وبالمقابل إذا زاد الطلب على

النقود بسبب ارتفاع مستوى الدخل في ظل بقاء العرض ثابتا فهو يؤدي إلى ارتفاع معدل الفائدة، وبالتالي

فالعلاقة بين الدخل وسعر الفائدة التوازني هي علاقة طردية.

الفصل الثالث: النظريات النقدية المفسرة للطلب على النقود

2-2- نظرية مضاعف الاستثمار (العلاقة بين الاستثمار والدخل):

إن فكرة المضاعف التي قدمها كينز تربط بين الانفاق الاستهلاكي والانفاق الاستثماري والدخل، حيث أن زيادة الميل الاستهلاكي يؤدي إلى زيادة ما ينفقه الأفراد على السلع والخدمات المختلفة، وما ينفقه الأفراد يعتبر دخل لأفراد آخرين، وتستمر العلاقة بين الدخل والإنفاق الاستهلاكي في حلقات متتابعة مسببة في النهاية زيادة في الدخل¹.

يعبر مضاعف الاستثمار عن عدد المرات التي يصل فيها حجم الدخل الوطني الإجمالي من الزيادة في حجم الاستثمار². يمكن اشتقاق مضاعف الاستثمار من معادلة الطلب الكلي كما يلي³:

$$Y = C + I \dots\dots\dots(1)$$

وبإدخال (Δ) على طرفي المعادلة (1) نحصل على:

$$\Delta Y = \Delta C + \Delta I \dots\dots\dots(2)$$

ونقسم طرفي المعادلة (2) على (ΔY) نحصل على:

$$\begin{aligned} \frac{\Delta Y}{\Delta Y} &= \frac{\Delta C}{\Delta Y} + \frac{\Delta I}{\Delta Y} \\ 1 &= \frac{\Delta C}{\Delta Y} + \frac{\Delta I}{\Delta Y} \\ \frac{\Delta I}{\Delta Y} &= 1 - \frac{\Delta C}{\Delta Y} \dots\dots\dots(3) \end{aligned}$$

ويقلب طرفي المعادلة (3) نحصل على:

$$\frac{\Delta Y}{\Delta I} = \frac{1}{1 - \frac{\Delta C}{\Delta Y}} \dots\dots\dots(4)$$

$\frac{\Delta Y}{\Delta I}$ يمثل المضاعف ونرمز له بالرمز (M)، و $\frac{\Delta C}{\Delta Y}$ يمثل الميل الحدي للاستهلاك ونرمز له بالرمز (MBC) وبالتعويض نحصل على:

$$M = \frac{1}{1 - MBC} \dots\dots\dots(5)$$

¹ زكرياء خلف الله، مرجع سبق ذكره، ص: 36.

² سليمان بوقاسة، مرجع سبق ذكره، ص: 51.

³ زكرياء خلف الله، مرجع سبق ذكره، ص: 38.

الفصل الثالث: النظريات النقدية المفسرة للطلب على النقود

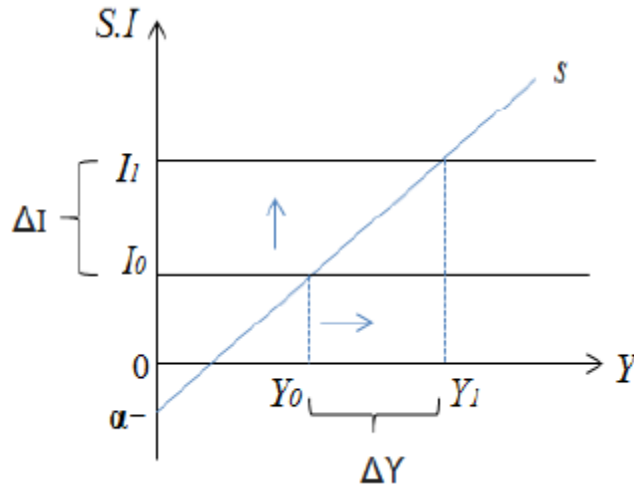
وإذا رمزنا للميل الحدي للادخار بالرمز $MPC = MPS = 1 - MPC$ ، وبالتعويض في المعادلة (5) نجد:

$$M = \frac{1}{MPS} \dots\dots\dots(6)$$

يمثل الكسر أعلاه الميل الحدي للادخار، وعليه نجد أن التغير في الدخل يساوي مضاعف الاستثمار مضروب في التغير في الاستثمار المستقل:

$$\Delta Y = m \times \Delta I_0$$

الشكل رقم (08): العلاقة بين الاستثمار الادخار والدخل



المصدر: زكرياء خلف الله، مرجع سبق ذكره، ص: 39.

يلاحظ من خلال الشكل أعلاه أن التغير في الاستثمار (الانتقال من I_0 إلى I_1)، يؤدي إلى حدوث تغير في الدخل، بمعنى أنه كلما زاد الاستثمار يزيد الدخل (الانتقال من Y_0 إلى Y_1)، وهو ما يؤكد رؤية كينز بأن العلاقة بين الاستثمار والدخل هي علاقة طردية متزايدة.

2-3- نظرية الكفاية الحدية للاستثمار:

تتوقف الكفاية الحدية للاستثمار على توقعات أصحاب المشاريع حول مقدار العائد الصافي الذي سيحصلون عليه من خلال توظيف رأس المال في استثمار أصل معين، وبالتالي فرار الاستثمار سيكون على أساس المفاضلة بين العائد المتوقع من هذا الاستثمار خلال سنوات حياة الأصل وبين ثمن تكلفته أو ما يتحمله من نفقات حاضرة في سبيل الحصول عليه حالاً.

الفصل الثالث: النظريات النقدية المفسرة للطلب على النقود

وبهذا يظهر الفرق بين النظرية الكلاسيكية التي تقر بأن سعر الفائدة هو العامل الوحيد المتحكم في الاستثمار، والنظرية الكينزية التي تقر بأنه إلى جانب سعر الفائدة فإن العائد المتوقع يتحكم في قرار الطلب على السلع الاستثمارية، بمعنى أنه لن يكون هناك طلب على هذه السلع إن لم يكن هناك عائد متوقع بالقيمة الحالية يفوق تكلفة الاستثمار.

وعلى هذا الأساس فإن الكفاية الحدية للاستثمار في النظرية الكينزية تعرف بأنها: "سعر تعادل سعر الخصم الذي يجعل قيمة العوائد السنوية المتوقعة من الاستثمار في أصل من الأصول مساوية لتكلفة إحلال هذا الأصل (تكلفة الاستثمار)"¹. يمكن حسابها من خلال الصيغة التالية²:

$$C = \frac{R_1}{(1+e)} + \frac{R_2}{(1+e)^2} + \frac{R_3}{(1+e)^3} + \dots + \frac{R_n}{(1+e)^n} + \frac{A}{(1+e)^n}$$

C: نفقة الاستثمار لشراء أصل استثماري بالقيمة الحالية.

R: صافي العوائد السنوية بعد خصم تكاليف التشغيل الجارية وبدون خصم أقساط الاهتلاك.

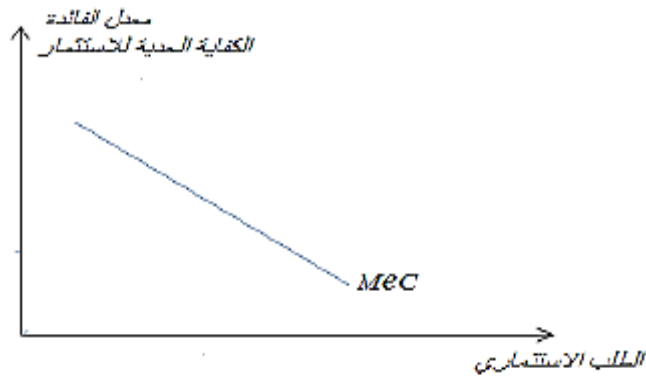
A: قيمة الأصل في نهاية حياته.

n: فترة حياة الأصل.

e: قيمة الكفاية الحدية للاستثمار (معدل الخصم).

ولتوضيح العلاقة بين معدل الفائدة والكفاية الحدية لأسعار والاستثمار نستعرض المنحنى الموالي:

الشكل رقم (09): منحنى الكفاية الحدية لرأس المال



المصدر: زكرياء خلف الله، مرجع سبق ذكره، ص: 35.

¹ بلعزوز بن علي، أثر تغيرات سعر الفائدة على اقتصاديات الدول النامية (حالة الجزائر)، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة الجزائر، 2003-2004، ص: 71.

² زكرياء خلف الله، مرجع سبق ذكره، ص: 35.

الفصل الثالث: النظريات النقدية المفسرة للطلب على النقود

نلاحظ من خلال الشكل أعلاه أن منحني الكفاية الحدية لرأس المال هو منحني سلبي متناقص، وبالتالي فالعلاقة بين معدل الفائدة وحجم الاستثمار هي علاقة عكسية، بمعنى أن ارتفاع معدل الكفاية الحدية للاستثمار سيؤدي إلى ارتفاع الطلب الاستثماري (ارتفاع العائد المتوقع من الأصل الاستثماري يزيد من حجم الطلب على السلع الاستثمارية) والعكس صحيح، ويعتبر كينز أنه إذا زاد معدل الكفاية الحدية للاستثمار عن معدل الفائدة السائدة في السوق فهذا يعتبر محفزاً للإنتاج، بمعنى أن سعر الفائدة يلعب دوراً هاماً في تحديد حجم الاستثمار وحجم التوظيف.

3- تقييم النظرية الكينزية:

إن الأفكار النقدية الكينزية قدمت للاقتصاد العالمي مساهمات جديدة مكنت من الانطلاق نحو حل المشكلات الاقتصادية في ذلك الوقت بالإضافة عمل من خلالها على تلافي عيوب ونقائص النظرية النقدية الكمية التي فشلت مواجهة أزمة الكساد، وعليه نوجز فيما يلي أهم النقاط التي تحسب لكينز¹:

- ✓ يرى كينز أن زيادة كمية النقود سوف تشجع على الاقتراض وتشغيل المؤسسات العاطلة عن العمل، فإذا كان الاقتصاد في مرحلة ما دون التشغيل الكامل فإن زيادة عرض النقد سوف تدفع المنظمين للحصول على القروض وتشغيل الموارد والعمال ويمكن أن يصل الاقتصاد إلى مرحلة التشغيل الكامل، وبعد هذا المستوى فإن أي زيادة في الإنتاج تؤدي إلى زيادة الأسعار، ليس بسبب النقود وإنما بسبب المنافسة بين المنظمين مرحلة التشغيل الكامل.
- ✓ يرى كينز أن سعر الفائدة يتحدد عند تقاطع منحني العرض ومنحني الطلب، الذي يتوقف على التفضيل النقدي للأفراد (المعاملات، الاحتياط، المضاربة)، بمعنى أن زيادة طلب الأفراد للسيولة يرفع من أسعار الفائدة، والعكس صحيح.
- ✓ من جملة ما تطرق له كينز في نظريته هو العلاقة العكسية بين أسعار الفائدة وأسعار السندات، فانخفاض أسعار هذه الأخيرة هو نتيجة لارتفاع أسعار الفائدة، التي إذا انخفضت تؤدي إلى زيادة أسعار السندات، وبالتالي الوقوع في مصيدة السيولة ويزداد الطلب على النقود لغرض المضاربة.
- ✓ يرى كينز أن كمية النقود تؤثر على مستوى الدخل والتشغيل.

¹ علي كنعان، مرجع سبق ذكره، ص: 125

الفصل الثالث: النظريات النقدية المفسرة للطلب على النقود

بالرغم من الإضافات التي قدمها كينز عبر نظريته إلا أنها لم تسلم من الانتقادات، فقد وجهت لها مجموعة من الملاحظات نوجزها فيما يلي:

- ✓ اعتبر كينز أن سعر الفائدة ظاهرة نقدية تتحدد بنقطة التقاء منحني العرض بمنحني الطلب بدافع السيولة، دون أن يدرس أثر زيادة الدخل على سعر الفائدة، وبالتالي فإن عامل التفضيل النقدي لا يعد المؤثر الوحيد في سعر الفائدة.
- ✓ درس كينز العوامل المؤثرة على سعر الفائدة في الأجل القصير ولم يتطرق لها على المدى الطويل، وبالتالي تم استبعاد عامل الزمن لذلك وصف تحليله بالسكوني (ستاتيكي).
- ✓ زيادة النفقات وما يترتب عنها من زيادة في الأسعار، لا يعزى لزيادة الدخل، وإنما للآرباح المحققة من طرف الرأسماليين بطرق مختلفة كالاختكار والاستغلال¹.
- ✓ إهمال العوامل والأنماط الاستهلاكية التي تتغير وتتطور بفعل الزمن والتقدم التكنولوجي التي تؤثر في الدخل والإنتاج، وبالضرورة تؤثر على سعر الفائدة وكمية النقود.
- ✓ سيطرة حالة مصيدة السيولة على الاستثمار، ذلك لأن الأفراد سيلجؤون للاحتفاظ بالنقود الإضافية، وهذا يعد عقبة أمام الاستثمار وزيادة الإنتاج².

4- النظريات الكينزية الحديثة:

قامت النظريات الكينزية الحديثة على أعقاب الانتقادات التي وجهت للنظرية الكينزية، ومن بين أهم الإسهامات في هذا المجال ما جاء به وليام بامول في خمسينيات القرن الماضي (نظرية المخزون)، وما جاء به جيمس توبين (نموذج المحفظة)، وقد خلص كلاهما إضافة إلى اقتصاديين آخرين إلا تأكيد أن الطلب على النقود يعتمد على سعر الفائدة دون الحاجة إلى تصنيف الطلب (معاملات أو مضاربة)، وفيما يلي شرح موجز لمحتوى ما جاء به المفكران³:

- **وليام بامول:** بلور أفكاره فيما يسمى بنظرية المخزون، والتي تركز على الطلب على النقود السائلة وعرض النقود بالمعنى الضيق (M_1)، حيث ميز بين نوعين من تكاليف الاحتفاظ بالنقود السائلة، تكلفة السحب الناتجة عن تحويل الوديعة الآجلة إلى نقود سائلة، وتكلفة

¹ سليمان بوقاسة، مرجع سبق ذكره، ص: 67.

² علي كنعان، مرجع سبق ذكره، ص: 126.

³ محمد أحمد الأفندي، مرجع سبق ذكره، ص: 262-263.

الفصل الثالث: النظريات النقدية المفسرة للطلب على النقود

الفرصة البديلة وتعبّر عن الفائدة التي تم التضحية بها (الضائعة) نتيجة سحب مبالغ من البنك، وبالتالي فإن سيقع الأفراد أمام مشكلة اختيار الحجم الأمثل للرصيد النقدي الذي سيتم سحبه. انتهى بامول إلى تأكيد أن الطلب على النقود يرتبط بعلاقة طردية مع الدخل وبالعلاقة عكسية مع سعر الفائدة مع ملاحظة أن الطلب على النقود بأكمله يعتمد على سعر الفائدة وفقاً لمعادلة الطلب على النقود الآتية:

$$c = \left(y^{+\frac{1}{2}} \right) \left(r^{-\frac{1}{2}} \right) \left(b^{+\frac{1}{2}} \right)$$

c: الحجم الأمثل للرصيد النقدي المسحوب (الطلب الأمثل على النقود)

b: مستوى الرسوم التي تمثل جزءاً من تكاليف السحب.

■ **جيمس توبين:** سميت إسهاماته بنموذج المحفظة، وهو يركز على الأسس التالية:

- ✓ يستخدم أسس التحليل الجزئي من حيث سعي الأفراد إلى تعظيم العائد.
 - ✓ تبني مفهوم وظيفة النقود مخزن للثروة، حيث يحتفظ الأفراد بالنقود والسندات ضمن مكونات الثروة.
 - ✓ تحقق السندات عائداً مع وجود قدر معين من المخاطر، بينما النقود لا تحقق عائداً ولا تحتوي على مخاطر.
 - ✓ توجه الأفراد إلى الاحتفاظ بمحفظة متنوعة من السندات والنقود وفقاً لرغباتهم وتفضيلاتهم القائمة على الموازنة بين العائد والمخاطرة، حيث يفضلون العائد الأكبر والمخاطرة الأقل.
 - ✓ تقرر المحفظة المثلى حجم الطلب على النقود بناءً على الموازنة بين العائد والمخاطرة.
 - ✓ ارتفاع سعر الفائدة يؤدي إلى احتفاظ الأفراد بالسندات ذات العائد الأكبر مع تحمل قدر معين من المخاطرة (الطلب على النقود ينخفض)، وفي حالة انخفاض أسعار الفائدة سيلجأ الأفراد للاحتفاظ بالنقود أو أن الطلب على النقود يزيد بسبب أن نسبة المخاطرة في هذه الحالة تكون أكبر ولا يمكن للعائد تعويضها، ما يعني أن الطلب على النقود يرتبط بعلاقة عكسية مع سعر الفائدة.
 - ✓ تنوع الأصول في المحفظة بنسب متفاوتة وهذا ما يتوافق مع الواقع، وبهذا فهو يتجاوز قصور التفضيل النقدي الكينزي الذي كان يفترض أن الأفراد يحتفظون بثروتهم إما في شكل نقود أو شكل سندات، أي أنه لا يسمح بالجمع بين النقود والسندات في آن واحد.
- وفقاً لهذه المرتكزات، تم صياغة دالة الطلب على النقود لنموذج المحفظة كما يلي:

الفصل الثالث: النظريات النقدية المفسرة للطلب على النقود

$$\frac{M^d}{P} = f(w, r, \dots, H^e)$$

الطلب على النقود. $\frac{M^d}{P}$

W: حجم الثروة التي تتوزع بين السندات والنقود وترتبط بعلاقة طردية مع الطلب على النقود.
r: سعر الفائدة على الأصول المختلفة البديلة (الأسهم والسندات... إلخ).
H^e: معدل التضخم المتوقع الذي يمثل العائد الحقيقي المتوقع من الاحتفاظ بالنقود السائلة، حيث أن ارتفاع توقعات التضخم يدفع الأفراد للاحتفاظ بكمية أقل من النقود أي أن الطلب على النقود يرتبط بعلاقة عكسية مع التضخم.

رابعاً: التحليل النقدي المعاصر

في الخمسينيات من القرن العشرين شهد الفكر النقدي مساهمات عديدة لتحليل الطلب على النقود، وقد ارتبطت هذه الأفكار الجديدة باسم النظرية المعاصرة (مدرسة شيكاغو) ، وعلى رأسها الاقتصادي الأمريكي فريدمان ميلتون (Milton Friedman) الذي استعرض أفكاره في مقالة صدرت عام 1956 بعنوان "النظرية الكمية للنقود" وفي مقالة أخرى عام 1959 بعنوان "الطلب على النقود"، وإلى جانب هذه النظرية ظهر العديد من المدارس كالمدرسة السويدية وغيرها من المدارس الأخرى التي عمدت الحكومات على تبني أفكارها.

1- التحليل النقدي عند فريدمان:

يشير فريدمان في نظريته أن الطلب على النقود تحكمه ثلاثة عوامل كما يلي¹:

- **الثروة الكلية:** ركز على الثروة بدلا من الدخل كمصدر رئيسي للطلب على النقود، باعتبار أنها أوسع وتشمل جميع مصادر الدخل مثل إنتاجية الأفراد والموجودات النقدية والمالية والثروة، وقد استخدم فريدمان سعر الفائدة للربط بين الدخل والثروة فإذا كان سعر الفائدة (r) والدخل (Y) والثروة (W) فإن مجموع الثروة هو: $W = \frac{Y}{r}$ ، بمعنى أن فريدمان ينظر للثروة على أساس القيمة الحالية لمختلف أنواع الدخول المتوقعة، مستخدما في ذلك مفهوم الدخل الدائم، الذي يشمل

¹ هيل عجمي جميل العنابي ورمزي ياسين يسع أرسلان، النقود والمصارف والنظرية النقدية، الطبعة الأولى، دار وائل للنشر والتوزيع، عمان-الأردن، 2009، ص ص: 252-255.

الفصل الثالث: النظريات النقدية المفسرة للطلب على النقود

جميع أنواع الدخول المتوقع الحصول عليها خلال فترة زمنية معينة، مؤكدا بهذا أن الطلب على النقود يتأثر بالدخل الدائم لصعوبة الحصول على بيانات عن الثروة بعناصرها المختلفة.

- **عوائد الثروة:** يرى فريدمان أن عوائد الاحتفاظ بالثروة تتمثل فيما يلي:
 - ✓ **النقود:** تمثل مقدار السلع التي تشتريها النقود مقابل العملة الوطنية.
 - ✓ **السندات:** يتمثل عائدها في سعر الفائدة الثابتة التي يغلها السند سنويا بالإضافة إلى التغير في قيمة السند نتيجة للتغير السلبي أو الإيجابي لسعر الفائدة على السندات.
 - ✓ **الأسهم:** تدر الأسهام عائدا سنويا يمثل توزيعات الأرباح السنوية والأرباح الرأسمالية الناجمة عن ارتفاع الأسهم في السوق المالي.
 - ✓ **السلع المالية:** تدر هذه السلع عائدا يتمثل في ارتفاع أسعارها في السوق.
 - ✓ **رأس المال البشري:** هناك صعوبة في تقديره بسبب عدم وجود سوق له كما يرى فريدمان، لكن يمكن قياسه من خلال الأجر المدفوع للعنصر البشري.
- **الأذواق والتفضيلات:** يرى فريدمان أن أذواق الوحدات الاقتصادية تؤثر في الطلب على النقود ولكنه افترض ثبات الأذواق لفترة معينة من الزمن.

1-1- دالة الطلب على النقود عند فريدمان:

وفقا لما تم عرضه سابقا حول أشكال الثروة والعوائد الناتجة عنها، يمكن توضيح دالة الطلب عند

فريدمان على النحو التالي¹:

$$M^d = f\left(p, r_b, r_e, \frac{dp}{dt} \cdot \frac{1}{p}, w, u\right) \dots \dots \dots (1)$$

M^d : دالة الطلب على النقود.

p : المستوى العام للأسعار.

r_b : عائد السندات ويمثل بسعر الفائدة السوقي.

r_e : عائد الأسهم ويتمثل بالأرباح السنوية.

$\frac{dp}{dt} \cdot \frac{1}{p}$: معدل التضخم المتوقع.

w : العائد على رأس المال البشري.

u : يمثل الأذواق وترتيبات الأفضلية.

¹ زكرياء خلف الله، مرجع سبق ذكره، ص: 44.

الفصل الثالث: النظريات النقدية المفسرة للطلب على النقود

تقوم دالة الطلب على النقود على أساس الوحدات النقدية الإسمية، وليس على أساس القيمة الحقيقية، لذلك يمكن أن تقوم صورة معادلة دالة الطلب على النقود على أساس الطلب على الرصيد الحقيقي، وذلك بضرب طرفي المعادلة في $(\frac{1}{p})$ قصد تحويل كمية النقود إلى رصيد حقيقي كما يلي¹:

$$\frac{M^d}{p} = f\left(r_b, r_e, \frac{d_p}{d_t} \cdot \frac{1}{p}, w, u\right) \dots \dots \dots (2)$$

هذه المعادلة تمثل دالة التغير الحقيقي في عائد عناصر الثروة، ويطلق عليها دالة الطلب على الأرصدة النقدية الحقيقية، وقد عبر فريدمان عنها بضرب طرفي المعادلة في $(\frac{1}{Y})$ كما يلي²:

- كمية النقود (M)/الدخل (Y) = دالة التغير في عائد عناصر الثروة المختلفة/الدخل
- دالة التغير في عائد عناصر الثروة المختلفة/الدخل = 1/معدل سرعة تداول التغير في عناصر الثروة
- $M/Y = 1$ معدل سرعة تداول التغير في عناصر الثروة
- إذا الدخل (Y) = معدل سرعة تداول التغير في عناصر الثروة $M \times$

وقد عبر فريدمان عن معادلة النظرية الكمية بالمعادلة التالية:

$$\frac{M^d}{Y} = \frac{1}{V} \left(r_b, r_e, \frac{d_p}{d_t} \cdot \frac{1}{p}, w, u \right) \dots \dots \dots (3)$$

ليخلص في الأخير إلى المعادلة النهائية لنظرية الكمية وفق الصيغة التالية:

$$Y = V \left(r_b, r_e, \frac{d_p}{d_t} \cdot \frac{1}{p}, w, u \right) \cdot M$$

(V) ترمز إلى سرعة دوران الدخل.

1-2- تقييم نظرية فريدمان:

لم تخل النظرية النقدية لفريدمان من الانتقادات شأنها شأن النظريات التي سبقتها، بالرغم من الإسهامات التي قدمتها في التحليل الاقتصادي، فقد أعطت أهمية كبيرة للثروة بكل أشكالها، وبصفة عامة يمكن عرض تقييم هذه النظرية في النقاط التالية³:

- ✓ أن الدخل الدائم يتسم بالاستقرار، ما يعني أن دالة الطلب النقدي تتسم بالاستقرار كذلك، وهذا الأمر يحمل الكثير من الشك بسبب تعدد العوامل المحددة لها.
- ✓ أن النقود مثل الأصول الرأسمالية الأخرى، تولد دخلاً، مما يجعلها بديلة لها، أي يمكن للأفراد أن يختاروا بين النقود أو الأصول الرأسمالية، ومن ثم فإن التغير في كمية النقود يؤثر مباشرة في

¹ بلعزوز بن علي، مرجع سبق ذكره، ص: 48.

² المرجع نفسه، ص: 48.

³ سليمان بوفاسة، مرجع سبق ذكره، ص: 71-72.

الفصل الثالث: النظريات النقدية المفسرة للطلب على النقود

الإنفاق الكلي، مما يعني أن للسياسة أهميتها في الاقتصاد أكثر من أهمية السياسة المالية (عكس المدرسة الكينزية).

✓ يمتاز العائد المتحصل عليه من النقود بعدم الثبات النسبي (عكس كينز)، حيث أن ارتفاع وانخفاض أسعار الفائدة في السوق يجعل من عائد النقود (الفوائد) يتغير ولو بشكل نسبي حسب القيود المفروضة على مدفوعات الفوائد.

✓ إن لتغير أسعار الفائدة أثرا ضعيفا على طلب النقود (عكس كينز)، وقد يرجع ذلك إلى إغفاله لدافع المضاربة كسبب أساسي لحيازة النقود، أما الدخل الدائم فهو الأكثر تأثيرا على هذا الطلب.

✓ وجود علاقة قوية مباشرة بين العرض الكلي للنقود والطلب الكلي عليها، حيث أن السياسة النقدية التوسعية تخلق فائضا في تداول النقود، ما يؤدي إلى ارتفاع الانفاق الكلي، ولهذا فإن فاعلية السياسة النقدية مستقلة عن سعر الفائدة، وعلى الدول أن تعمل على ضبط عرض النقود بما يتماشى وحجم الإنتاج كشرط أساسي لاستقرار الأسعار، وبالتالي يمكن معالجة حالة التضخم، حيث اقترح فريدمان أن يزداد عرض النقود بـ 3% - 5% بما يتناسب ومستوى الدخل (الإنتاج)، وهذه السياسات قد تؤدي إلى نتائج عكسية، أي قد تؤدي إلى الاضطراب بدلا من التثبيت.

✓ كمية النقود تمثل المتغير الأساسي لدراسة التقلبات الاقتصادية الكلية، والتضخم يعتبر ظاهرة نقدية بحتة.

2- النظريات النقدية الحديثة:

أعاد فريدمان الدور للسياسة النقدية في الاقتصاد وأهمل السياسة المالية التي دعا إليها كينز ونهض الاقتصاد الأوروبي على إثرها، لكن التطورات والظروف وخاصة الأزمات قد دفعت بالمفكرين الاقتصاديين مجددا إلى إنتاج أفكار جديدة في مجال النقد، سنوضحها فيما يلي¹:

■ **نظرية الأموال القابلة للإقراض:** قامت نظرية الإقراض على أساس ربط سعر الفائدة بعمليات الإقراض والاقتراض فالمستثمرون يرغبون في الحصول على الأموال بسعر فائدة منخفض مما يؤدي لانخفاض التكاليف وزيادة الأرباح ومن ثم زيادة الإنتاج والدخل، وبالمقابل فإن ارتفاع سعر الفائدة يخفض حجم الدخل وتظهر البطالة، وكذلك الحال بالنسبة للادخار، فسعر الفائدة يتحكم في عرض المدخرات والطلب عليها (انخفاض أسعار الفائدة لا يخفض الأموال المعدة للادخار، وإذا ارتفع سعر الفائدة يزداد عرض المدخرات، ولتحقيق ذلك لابد من تدخل البنك المركزي إما بالإصدار النقدي أو من خلال تشجيع البنوك التجارية على خلق الائتمان، وهذا بدوره يساعد على توفير الاموال لتمويل الاستثمار.

¹ علي كنعان، مرجع سبق ذكره، ص ص: 131-133.

الفصل الثالث: النظريات النقدية المفسرة للطلب على النقود

تراعي هذه النظرية ظروف التطور الاقتصادي الحديث، وتعيد قراءة النظرية الكمية في إطار سوق نقدي وبنكي متطور، غير أن تنبؤاتها غير دقيقة فيما يخص الاكتناز لصعوبة سحب الأموال من البنك ووضعتها في المنازل.

- **نظرية التوقعات (المدرسة السويدية):** يرى كينز أن التوازن يتحقق عندما يتساوى الادخار مع الاستثمار في سوق السلع، ويختل إذا تعرض الاقتصاد لظروف خارجية، و يحاول العودة للتوازن لكن ليس في نفس المستوى السابق، ويهدف تطوير التوازن الكينزي قام مجموعة من الاقتصاديين (ليندبرغ- ليندال- أوهلين- ميردال) بدراسة التوازن بين الادخار المحقق والاستثمار المتوقع، والتساوي بينهما يحدث توازنا في الاقتصاد، بينما عدم التساوي ينبأ بوجود فجوة بين الفائض والنقص في الطلب، فعند حدوث فائض سيلجأ المستثمرون الإنتاج وبالتالي يحقق المنظمون ارتفاعا كبيرا في دخولهم، وعند الانخفاض في الطلب فإن المنظمين لا يستطيعون زيادة الإنتاج بل التخفيض ما يؤدي إلى انخفاض سرعة تصريف منتجاتهم وتخفض على إثر ذلك الأسعار، الأمر الذي يلحق خسائر بالمنتهجين.
- بصفة عامة جوهر النظرية هو التوقعات، فأصحابها يولون أهمية كبيرة لهذه التوقعات أكبر من القوانين الاقتصادية في التأثير على المستوى العام للأسعار.

الفصل الرابع: الوساطة المالية ومؤسساتها

أولاً: مفاهيم حول الوساطة المالية

ثانياً: مؤشرات قياس تطور الوساطة المالية

ثالثاً: أنواع الوساطة المالية ومؤسساتها

رابعاً: الاتجاهات الحديثة للوساطة المالية

أولاً: مفاهيم حول الوساطة المالية

تحتل الوساطة المالية مكانة هامة ضمن مكونات النظام المالي، وذلك بفضل ما تقدمه من خدمات تساعد على تنشيطه وتفعيله، فوجود الوسطاء مكن من سد فجوة نقص المعلومات، وبالتالي مكن من تحقيق توافق بين رغبات العارضين (أصحاب الفائض المالي) والطالبين (أصحاب العجز المالي)، وبالتالي فإن كل الاطراف المتدخلة في هذه العملية تستفيد حسب موقفا، وهذا بدوره يخدم عمليات التنمية الاقتصادية.

1- نشأة الوساطة المالية وتعريفها:

الوساطة المالية وجدت منذ القدم عند الإغريق والرومان الذين قاموا من رواد الفن المصرفي ولكنها لم تكن بالمفهوم الواسع الذي تعرفه الآن، حيث لم تمارس عمليات الإقراض للغير بالفائدة إلا في نطاق محدود جداً، وقد بدأت الفكرة عندما قام الافراد للصارفة من أجل الاحتفاظ بالفائض من نقودهم المعدنية مقابل إيصال أو تعهد، وبهذا يشكل هؤلاء الأفراد الطرف الأول للوساطة كأصحاب فائض، وبالمقابل تمنح نقودهم كقروض مقابل الحصول على فوائد من المقترضين الذي يشكلون الطرف الثاني، وبهذا بدأت هذه العملية تتنامى وتتطور¹، ورغم كونها تكلفة إضافية يمكن الاستغناء عنها، لكنها أخذت مكانة مرموقة ضمن النظم الاقتصادية المعاصرة، وأصبح وجودها حتمية لا بد منها بسبب الصعوبات التي تنشأ عن العلاقة المالية المباشرة بين أصحاب الفائض وأصحاب العجز، وتكمن هذه الصعوبات فيما يلي²:

✓ عدم تعارف طرفي العلاقة المباشرة، وإن تعارفا فمن الصعب توافق الرغبات من حيث الزمان والمصدر.

✓ عدم التوافق بين حجم الفائض مع حجم العجز، حيث يمكن أن يحتاج صاحب العجز لعدد كبير من الأموال لا يجدها عند صاحب الفائض مما يتطلب البحث عن طرف آخر يكمل تغطية حاجاته المالية.

✓ عدم قدرة المقرض على تقدير كل المخاطر المحتملة مما يقلل من فرص التوظيف الجيد للأموال ويصعب من إمكانيات الاستعمال الأمثل للموارد.

¹ مصطفى كولار آخرون، الوساطة والسمسرة في سوق الأوراق المالية، الطبعة الأولى، دار ألفا للوثائق للنشر والتوزيع، قسنطينة-الجزائر، 2019، ص: 83

² سليمان بوفاسة، مرجع سبق ذكره، ص: 89.

الفصل الرابع: الوساطة المالية ومؤسساتها

✓ العلاقة المالية المباشرة (عدم وجود وساطة مالية) تدفع إلى تجميد الاموال المقترضة إلى غاية تاريخ التسديد، وهو أمر لا يخدم أصحاب الفائض المالي خاصة¹.

يعتبر مفهوم الوساطة المالية تفسيراً لعملية الربط بين وحدات الفائض ووحدات العجز في أي مجتمع اقتصادي وفي أي عملية اقتصادية، وهو مفهوم ينبثق في الأساس من الوساطة الاقتصادية التي تستهدف تخفيض تكلفة التبادل أو التعامل بين الوحدات الاقتصادية بغرض تشجيع العمل، الإنتاج والتجارة، وبهذا فالوساطة المالية تمثل الشبكة المركزية لميكانيزم التمويل غير المباشر².

وقد عرفت الوساطة المالية على أنها: "عملية جلب للموارد المالية من الوحدات الاقتصادية مثل الشركات والمنظمات الحكومية والأفراد، وذلك بغرض إتاحة هذه الموارد إلى وحدات اقتصادية أخرى"³.

ويقصد بها أيضاً: "النشاط الذي يسمح بعملية الإقراض والاقتراض، حيث عادة ما تقوم مؤسسات وجهات مختصة بعملية الوساطة بين المقرضين النهائيين والمقترضين النهائيين، فهي بهذا تنقسم إلى معاملتين منفصلتين عن بعضهما البعض فيقترض الوسيط المالي من الدائنين النهائيين، ومن ثم يقوم بالإقراض للدائنين النهائيين"⁴.

وبهذا تكون الوساطة المالية مجموعة من المؤسسات الجامعة للأموال والتي تلعب دور أداة الوصل بين أصحاب الفائض وأصحاب العجز، لتحقيق رغبات الطرفين، وتحقيق مكاسب ومنافع تعود على كل الأطراف وعلى الاقتصاد ككل.

¹ الطاهر لطرش، تقنيات البنوك، مرجع سبق ذكره، ص: 06.

² بن عمر لعوج، أثر التحرير المالي على الوساطة المالية (دراسة قياسية لعينة من الدول النامية خلال الفترة 1995-2017 باستعمال نماذج تحليل بيانات بائل)، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة أبي بكر بلقايد، تلمسان، 2019-2020، ص: 114.

³ مصطفى كولار آخرون، مرجع سبق ذكره، ص: 81.

⁴ هاني نبيل فهمي سلامة، الوساطة المالية لتمويل المشروعات الصغيرة والمتوسطة ومخاطرها المحتملة، بحث مستخرج من أطروحة دكتوراه في العلوم التجارية، جامعة بور سعيد، مصر، 2019، ص: 81.

2- أهمية الوساطة المالية:

تشمل أهمية الوساطة المالية كل الاطراف المشاركة فيها، سواء أصحاب الفائض من حيث توظيف مواردهم وتحقيق عوائد، أو من جانب أصحاب العجز لتغطية عجزهم والحصول على مصادر لتمويل مشروعاتهم، كما تتعدى هذه الأهمية إلى مؤسسات الوساطة المالية في حد ذاتها، لما يعود عليها من عوائد جراء ما تقدمه من خدمات تساهم في تحريك عجلة الاقتصاد.

وترجع أهميتها في قدرتها على تسهيل التقاء الأطراف من خلال العمل على إيجاد حلول للمشاكل المرتبطة بالتمويل، سواء من حيث توفير المعلومات ، أو من حيث تحقيق الرغبات المالية لكل طرف متدخل، وبالتالي كما تم ذكره سابقا، هي تعمل على تغطية الفجوة التي بين صاحب الفائض وصاحب العجز، ويمكن تبيان هذه الأهمية بالنسبة لكل طرف كما يلي:

- **أهميتها بالنسبة لأصحاب الفائض المالي:** استطاعت هذه الفئة تحقيق عدة مزايا أهمها ما يلي¹:
 - ✓ مصادقية الوسيط المالي مضمونة، للقدرة التي يظهرها في تسيير السيولة، وحماية أموال المودعين، وهذه الميزة لا تتوفر في حالة التمويل المباشر.
 - ✓ إمكانية الحصول على الأموال في أي وقت، لكون المؤسسات المالية الوسيطة مجبرة على الاحتفاظ بجزء من الأموال في شكل سائل لمواجهة مثل هذه الاحتمالات.
 - ✓ تقادي مخاطر التمويل المباشر، حيث يمكن أن يواجه أصحاب الفائض المالي حالات عدم تسديد للأطراف المقترضة، وبالتالي يبقى هذا الخطر قائما في ظل غياب منسق لعملية التمويل، لذا تمتلك المؤسسات الوسيطة القدرة على تغطية التزاماتها تجاه المودعين بفضل مركزها المالي القوي.
 - ✓ لكون المؤسسات الوسيطة تمتلك المعلومات حول المقرضين والمقترضين، فهي تجنب أصحاب الفوائض مشقة البحث عن مقترضين بما يتوافق وحاجاتهم المالية، بحكم طبيعة نشاطها فهي تتيح إمكانية مستمرة لقبول الأموال في أي وقت.

¹ الطاهر لطرش، تقنيات البنوك، مرجع سبق ذكره، ص: 08.

الفصل الرابع: الوساطة المالية ومؤسساتها

- أهميتها بالنسبة لأصحاب العجز المالي: تستفيد هذه الفئة كما يلي¹:
 - ✓ توفير الاموال اللازمة بشكل كاف وفي الوقت المناسب لأصحاب العجز المالي، وهي تحقق هذه العملية نظرا لما تتوفر عليه من أموال ضخمة تجمعها بطريقة مستمرة، وبما أن هناك تيارات من الودائع، فإن الأموال المطلوبة من طرف أصحاب العجز المالي تكون دائما متوفرة في الوقت المناسب.
 - ✓ تسهيل عملية البحث عن المقرضين (أصحاب الفائض)، بافتراض أن المصاعب الأخرى غير موجودة. فالوساطة المالية باعتبارها هيئة قرض تكون دائما مستعدة لتقديم مثل هذا الدعم.
 - ✓ توفير القروض بتكاليف أقل نسبيا، فعلاقة التمويل المباشرة تدفع المقرضين على فرض فوائد مرتفعة ترتبط بحجم المخاطر العالية (مخاطر عدم السداد مثلا) وبمدة تجميد الأموال. ولكن نظرا للتقنيات العالية المستعملة من طرف الوسطاء الماليين، والاستفادة من طفرة الحجم من جهة أخرى، ورمزية الفوائد المدفوعة على الموارد المستعملة من جهة ثالثة، تجعل الفوائد المفروضة على القروض غير مرتفعة مقارنة بالمخاطر الكبيرة في حالة غياب وساطة مالية.
- أهميتها بالنسبة للوساطة المالية في حد ذاتها: عدا عن الميزات التي تحققها بالنسبة للأطراف الأخرى (أصحاب الفائض وأصحاب العجز)، فإن الوسطاء الماليين يحققون الكثير من المكاسب، أهمها ما يلي²:
 - ✓ تحصيل فوائد على القروض الممنوحة لأصحاب العجز.
 - ✓ استعمال موارد غير مكلفة متمثلة في الودائع الجارية في أوجه متعددة تعود عليها بالأرباح.
 - ✓ توسيع القدرة على منح القروض وذلك بإنشاء نقود الودائع، أي أنها تستطيع أن تمنح قروضا أكثر مما تحصل عليه كودائع، وهذا ما يزيد من أرباحها.
- أهميتها بالنسبة للاقتصاد الوطني: لكون مؤسسات الوساطة المالية تمثل قطاعا حيويا ومؤثرا في الاقتصاد، فالمزايا التي تحققها ستعود بالنفع على الاقتصاد ككل، وبالخصوص الجوانب التالية³:
 - ✓ تفادي احتمالات عرقلة النشاط الاقتصادي لعدم توافق الرغبات بين أصحاب الفائض المالي وأصحاب العجز المالي. فوجود هذا التعارض في الرغبات سواء من حيث الوقت أو المبلغ

¹ مصطفى كولار آخرون، مرجع سبق ذكره، ص: 88.

² بوفاسة سليمان، مرجع سبق ذكره، ص: 91.

³ الطاهر لطرش، تقنيات البنوك، مرجع سبق ذكره، ص: 10.

الفصل الرابع: الوساطة المالية ومؤسساتها

سوف يؤدي إلى خلق الكثير من الاختلالات في الأداء الاقتصادي، والوساطة المالية وحدها بإمكانها تلافى هذه المشكلات.

✓ توفير الأموال اللازمة للتمويل عبر تعبئة الادخارات الصغيرة وتحويلها إلى قروض ذات مبالغ كبيرة.

✓ تقليص اللجوء إلى الإصدار النقدي الجديد بتعبئة السيولة الموجودة، ولكن القدرة على هذا تتوقف على مدى فعالية الوساطة المالية في حد ذاتها على أداء دورها كجامعة للأموال.

3- وظائف الوساطة المالية:

يقوم الوسطاء الماليون بتحويل الأموال بين أصحاب الفائض وأصحاب العجز، وتتخلل عملية التحويل هذه مجموعة من الوظائف نوجزها فيما يلي¹:

- **تجميع المدخرات وتوفير السيولة:** يقوم الوسطاء الماليون بتجميع المدخرات من أفراد المجتمع ويعملون على إتمام عملية تدفقها وتوصيلها للمستخدم النهائي. من خلال ذلك يمكنهم تحقيق قدر من السيولة لأنفسهم ولحائزي أصولهم المالية غير المباشرة، وذلك بتكلفة أقل بكثير مما يستطيع تحقيقه المدخرون النهائيون لو قام كل واحد منهم بمقابلة حاجته إلى السيولة عن طريق احتفاظه بالنقد أو بالأصول المالية المباشرة، والتي تعتبر في الأساس عملية غير فعالة ومرتبعة التكاليف في حالة عدم وجود وسطاء ماليين.
- **توفير المعلومات المالية وتخفيض تكلفة الحصول عليها:** يجد العديد من الأفراد الذين لا تتوفر لديهم المعرفة الكاملة بشؤون الاستثمار المالي أنه من الصعب أن يقوموا بتجميع وتحليل المعلومات المتعلقة بعدد كبير من الاستثمارات المالية غير المباشرة، خاصة إذا كان ما لديهم مجرد أصول مالية صغيرة يرغبون في استثمارها، فيستعين الوسطاء بالخبراء في ميدان التحليل المالي ويحللون المعلومات الخاصة بهم.
- **تخفيض المخاطر من خلال التنوع:** تهدف هذه الوظيفة إلى تخفيض المخاطر التي يتعرض لها المستثمر الفرد، وذلك من خلال تحويل الأصول المالية الخطرة إلى أصول مالية أقل خطورة،

¹ هنية العربي، أهمية الوساطة المالية ودورها في البورصة، مجلة الحقوق والعلوم الإنسانية (دراسات اقتصادية)، جامعة زيان عاشور، الجلفة، المجلد (02)، العدد (01)، أبريل 2008، ص ص: 52-53.

الفصل الرابع: الوساطة المالية ومؤسساتها

ووسيلة الوساطة المالية في ذلك هي تنويع أصوله. لا شك أن انخفاض الخطر الناجم عن التنويع، ومن تم خفض التكلفة يعد أهم المزايا الاقتصادية لسوق المال.

■ **توفير آلية لسداد المدفوعات:** تتوفر لدى الوسطاء الماليين القدرة على أداء المدفوعات بدون استخدام النقود العينية. تظهر هذه الوظيفة بشكل واضح في مؤسسات الإيداع التي يمكنها تحويل الأصول التي لا يمكن استخدامها في تسوية المدفوعات إلى أصول يمكن استخدامها في أداء المدفوعات.

ثانيا: مؤشرات قياس تطور الوساطة المالية

للحكم على مدى كفاءة وتطور المؤسسات الوسيطة، ومدى مساهمتها في أي اقتصاد لا بد من وجود عدة شروط، ونستعرض فيما يلي أهم المؤشرات المساعدة في ذلك¹:

1- عمق الوساطة المالية:

جاء مفهوم العمق المالي أو التعميق في إطار البحوث التي قام بها **ماكينون وشو**، حيث أكد الاقتصاديان على أهمية تخفيف تجزئة الأسواق المالية وضرورة إيجاد معدلات فائدة حقيقية موجبة من أجل تحفيز الادخار المالي بالشكل الذي يؤدي إلى توسع حجم وكفاءة الوساطة المالية، ويحتسب هذا المؤشر من خلال مؤشر سيولة الاقتصاد، الذي يقيس درجة التسييل النقدي في الاقتصاد، وذلك بهدف التعرف على الحجم الحقيقي للمؤسسات الوسيطة في الاقتصاد، كما يمكن قياس هذا العمق من خلال مؤشر نسبة التزامات ودائع النظام البنكي إلى الناتج.

2- حجم الوساطة المالية:

يعد هذا المعيار الأكثر تعبيرا، حيث يقيس أهمية الخدمات المالية إلى حجم الاقتصاد القومي، وبالتالي يتوضح حجم الوساطة المالية بالنسبة للطاقة الانتاجية للاقتصاد القومي، ويحسب هذا المؤشر من خلال قسمة إجمالي أصول البنوك التجارية إلى الناتج المحلي الإجمالي. ولمعرفة حجم القطاع البنكي

¹ خالدية بوجنان، محاولة قياس تأثير حجم المطلق على التطور المالي بالجزائر خلال الفترة (2000-2017)، ورقة بحثية مقدمة ضمن فعاليات الملتقى الوطني حول: النظام المالي وإشكالية تمويل الاقتصاديات النامية، جامعة محمد بوضياف، المسيلة، يومي 04-05 فيفري 2019، ص ص: 06-08.

الفصل الرابع: الوساطة المالية ومؤسساتها

والرسمة البورصية كمؤشر لقياس حجم سوق الأوراق المالية، تتم قسمة حجم أو قيمة رأس المال السوقي لكافة الأسهم والشركات المسجلة إلى الناتج المحلي الإجمالي.

3- معيار البيئة القانونية والتنظيمية:

يشير هذا المعيار إلى ضرورة توفر إطار قانوني يحمي ويضمن حقوق الأطراف المتدخلة، أو استحداث قوانين إن لم تكن موجودة أو قوانين تعالج الحالات الاستثنائية، فوجود بنية قانونية وإدارية متطورة وفعالة من شأنه توسيع المبادلات المالية خاصة طويلة الأجل، وترسيخ الثقة في المؤسسات المالية، طالما هناك عدالة تحمي المقرضين من المقترضين الانتهازيين.

4- نشاط مؤسسات الوساطة المالية:

إن مدى حصول القطاع الخاص على القروض يعكس مدى كفاءة التعبئة الفعالة للمدخرات المحلية والتخصيص الجيد للموارد، ووفقا للنموذج الذي وضعه ماكينون وشو فإن رصيد الائتمان المقدم إلى القطاع الخاص هو المسؤول على نوعية وتراكم رأس المال (الاستثمار) وبالتالي النمو الاقتصادي، وبالتالي فإن قدرة المؤسسات الوسيطة على جذب القطاع الخاص يعكس مدى ثقة العملاء فيها، وكذا وحسن تسيير الموارد المالية التي تودع على مستواها.

ثالثاً: أنواع الوساطة المالية ومؤسساتها

عملية الوساطة المالية هي عبارة عن عمليات تقدم للعملاء عبر مؤسسات متخصصة، حيث أن نوع هذه المؤسسات يحدد نوع الوساطة المالية الممارسة فيها، ولكون القطاع المالي يضم مؤسسات نقدية وأخرى غير نقدية، فإن الوساطة كعملية تنقسم إلى نوعين وفق ما يبينه العنصر الموالي.

1- أنواع الوساطة المالية:

تختلف الوساطة المالية تبعاً للمؤسسات التي تقوم بها، وبهذا يمكن التمييز بين نوعين هما¹:

1-1- الوساطة السوقية:

الوساطة السوقية عبارة عن نشاط تقوم به مؤسسة مالية، ومن خلالها يتدخل الوسيط لمجرد تمرير الأصل المالي دون تغيير على خصائصه بمعنى تقريب المشتري والبائع في حالة السمسرة مقابل عمولة، وتتم أساساً من خلال وسطاء السوق المالية، وقد تتدخل فيها أحياناً مؤسسات الوساطة المالية، كما قد يقوم الوسيط أو سمسار الأوراق المالية بالشراء لحسابه الخاص لإعادة البيع مقابل الحصول على هامش، فهو وسيط عادي لنظام التمويل المباشر.

1-2- الوساطة الميزانية:

تتمثل الوساطة الميزانية في النشاط التقليدي للبنوك، ويظهر أثر هذه العملية على ميزانية الوسيط المالي في جانبي الأصول والخصوم، فهو يحصل على الأصول الأولية والتي تسجل ضمن أصوله في مقابل إصدار أصول ثانوية متنوعة خاصة به تمثل محاسيباً جزءاً من خصومه والتزاماته، وهو ما يتضمن تحويلاً لخصائص الأصل المالي من ناحية المخاطر وآجال الاستحقاق، وبالتالي يعتبر الوسيط المالي الحلقة المركزية لآلية التمويل غير المباشر، ويمكن التمييز بين نوعين من الوساطة الميزانية، حيث نجد وساطة مالية نقدية (بنكية) تقوم بها البنوك المتخصصة في جمع المدخرات وتقديم القروض، وبما أن نشاط الوساطة المالية لم يعد حكراً على البنوك التجارية، ظهر نوع آخر من الوساطة وهو ذلك التي تقوم به مؤسسات غير نقدية، لكنها تقدم قروض فقط في حدود ما تحوزه من أموال على عكس النوع الأول الذي يمكنه خلق النقود في حال فاقت القروض قيمة ما تمتلكه من أموال مودعة.

¹ بن عمر لعوج، مرجع سبق ذكره، ص ص: 119-120.

2- مؤسسات الوساطة المالية

تنقسم المؤسسات الوسيطة إلى نوعين، نوع يضم المؤسسات النقدية (البنوك)، والنوع الآخر يضم المؤسسات غير النقدية (مؤسسات لا تنتمي للقطاع البنكي لكنها تتدخل وسيط في الأسواق المالية).

2-1- المؤسسات الوسيطة النقدية (البنوك):

تنقسم المؤسسات النقدية إلى ما يلي:

2-1-1- البنك المركزي:

وهو المؤسسة التي تتأسس النظام النقدي وتتكفل بإصدار النقود في كل الدول، لذلك يشرف على التسيير النقدي، ويتحكم في كل البنوك العاملة في الاقتصاد. ويعتبر بنك البنوك وبنك الحكومة، حي يعودون إليه عندما يحتاجون إلى سيولة، فهو يقوم بإعادة تمويل البنوك عند الضرورة، كما يقوم بتقديم التسييفات الضرورية للحكومة في إطار القوانين والتشريعات السائدة. لذلك يمثل الملجأ الأخير للإقراض¹.

2-1-2- البنوك التجارية:

هي مؤسسات تعتمد على ودائع الأفراد والهيئات بأنواعها المختلفة سواء كانت تحت الطلب أو لأجل أو بإشعار، وإعادة استثمارها لفترات قصيرة الأجل في شكل تسهيلات ائتمانية يسهل تحويلها إلى نقدية حاضرة، وذلك للمساهمة في تمويل التجارة الداخلية والخارجية.

2-1-3- بنوك الادخار والإقراض:

تعمل على تعبئة الموارد المالية عن طريق قبولها لمختلف أنواع الودائع، وتستخدم الموارد التي لديها في تقديم القروض العقارية بضمان عقارات، وبسبب ارتفاع معدل فائدة القروض التي تمنحها فقد أدى ذلك إلى ارتفاع تكلفة تعبئة الموارد المالية لديها بالمقارنة بالعائد المحقق، مما تسبب في إفلاس عدد كبير منها، الأمر الذي سمح لهذه المؤسسات بالدخول في أنشطة كانت مقتصرة على المصارف التجارية، ولهذا

¹ الطاهر لطرش، تقنيات البنوك، مرجع سبق ذكره، ص: 11.

الفصل الرابع: الوساطة المالية ومؤسساتها

أصبحت هذه المؤسسات تخضع حالياً إلى متطلبات الاحتياطي القانوني مقابل الودائع لديها مثلها في ذلك مثل البنوك التجارية¹.

2-1-4- بنوك الادخار المشتركة:

وهي مؤسسات مالية تعتمد على الودائع الادخارية وشهادات الإيداع للحصول على الموارد المالية وتقوم بتوظيف الجزء الأكبر من هذه الموارد في تقديم قروض عقارية بالإضافة إلى الاستثمار في الأوراق المالية وخاصة الأسهم العادية، فهي مؤسسات مالية تتشابه إلى حد كبير مع مصارف الادخار والإقراض، ولكن هيكل هذه المؤسسات يختلف عن هيكل مصارف الادخار والإقراض في أنها تأخذ شكل تعاونيات يمتلكها المودعون².

2-2- المؤسسات الوسيطة غير النقدية:

يندرج ضمن هذا النوع ما يلي:

2-2-1- شركات التمويل:

وهي الشركات التي يتركز نشاطها في تقديم القروض الاستهلاكية قصيرة ومتوسطة الأجل للأفراد لشراء السلع المعمرة مثل السيارات والأثاث، كما تقدم القروض لمنشآت الأعمال، وتحصل هذه الشركات على الأموال من خلال إصدار الأوراق التجارية، الأسهم والسندات، بالإضافة إلى القروض التي تحصل عليها من البنوك، وغالبا ما تنشأ هذه الشركات من قبل الشركات الإنتاجية الكبرى لتمويل مبيعاتها³.

2-2-2- شركات الاستثمار:

هي مؤسسات مالية تحصل على الأموال من عدد كبير من المستثمرين عبر بيع حصص من الأسهم لهم، حيث يتم تجميع هذه الأموال واستثمارها من قبل إدارة محترفة، بشكل يسمح كبار المستثمرين وصغارهم المشاركة في صناديق شركات الاستثمار فهي وجدت أساسا لمساعدة صغار المستثمرين الذين

¹ هنية العربي، مرجع سبق ذكره، ص: 54.

² بن عمر لعوج، مرجع سبق ذكره، ص: 125.

³ المرجع نفسه، ص: 129.

الفصل الرابع: الوساطة المالية ومؤسساتها

ليست لهم المعرفة اللازمة لإدارة محافظهم الاستثمارية، وأيضا من أجل مساعدة كبار المستثمرين الذين لا يتوفر لهم الوقت الكافي لإدارة محافظهم¹.

2-2-3- صناديق التقاعد:

هي مؤسسات مالية وسيطة تعنى بجمع مساهمات مقطوعة من رواتب الموظفين الجارية لدفع امتيازات ما بعد التقاعد التي تخصهم، وتقوم بتوظيف هذه الأموال بالإقراض أو الاستثمار من خلال الأسواق المالية في الأدوات المالية طويلة الأجل كالأسهم والسندات، وتعتمد بعض صناديق التقاعد إلى صرف أنواع أخرى من التعويضات في حالة العمال المصابين بشكل دائم على سبيل المثال².

2-2-4- صناديق الاستثمار المشترك:

تعمل هذه المؤسسات على جذب الأموال من لتقوم في مقابل ذلك بإصدار أسهم، يتم تداولها في محفظة متنوعة من الأسهم والسندات الحكومية والسندات الخاصة بالشركات، والهدف من عملية تنويع الأصول المتداولة هو محاولة التقليل من المخاطر. تتحصل هاته المؤسسات على جزء من الأرباح المحققة نظير ما قدمته من خدمات للمستثمرين.

رابعا: الاتجاهات الحديثة للوساطة المالية

هناك اتجاهات معاصرة تعكس لنا تداخل كبير بين هذين النوعين من المؤسسات السابقة الذكر، ونشوء مؤسسات مالية شاملة للنشاط، وهذا بالرغم من طبيعة الوظيفة الأساسية التي تفرق بينهما وهي قبول الودائع من عدمه، ومن خلال العرض الموالي سنتطرق لأهم ملامح هذا التوجه المعاصر.

1- نزعة متنامية باتجاه الاندماج:

الاندماج المصرفي هو أحد المتغيرات المصرفية العالمية التي تزايد تأثيرها بقوة وبشكل خاص خلال النصف الثاني من تسعينات القرن الماضي مع تزايد الاتجاه نحو عولمة البنوك كجزء من نظرية العولمة الاقتصادية، وقد تزايدت هذه الظاهرة بشكل كبير بفعل تأثير تحرير اتفاقية التجارة وكذا بفعل مقررات لجنة بازل والاصلاحات التي تعقبها كما يلي:

¹ هنية العربي، مرجع سبق ذكره، ص: 55.

² بن عمر لعوج، مرجع سبق ذكره، ص: 128.

الفصل الرابع: الوساطة المالية ومؤسساتها

- اتفاقية تحرير الخدمات البنكية التي تأتي ضمن اتفاقية تحرير التجارة في الخدمات التي تتولى تطبيقها منظمة التجارة العالمية، حيث أن هذا التحرير زاد من حدة المنافسة في الأسواق العالمية، وبالتالي أخذ يشكل لنا ما يسمى بالكيانات البنكية العملاقة التي تكون قادرة على المنافسة في السوق العالمية¹.
- معيار كفاية رأس المال للجنة بازل الذي لا يقل عن 10.5% خلال الاصلاحات الواردة في بازل3 التي صدرت في ديسمبر 2010، والتي جاءت كرد من اللجنة على الانتقادات التي طالتها جراء الأزمة المالية العالمية لسنة 2008، وفي ظل التحديات التي فرضتها كان لزاما على البنوك الاتحاد لزيادة قدرتها على التواجد في السوق، خصوصا بعد انهيار كبرى الشركات القابضة والبنوك الرائدة، لذا كان التوجه نحو تعزيز رأس المال فيهاته البنوك لمواجهة أزمات لاحقة.

2- ظهور الشركات القابضة للبنوك:

يمثل ظهور الشركات القابضة للبنك اتجاها معاصرا في تغيير بنية مؤسسات الوساطة المالية، وتمثل هذه الشركات تنظيما إداريا يتم بموجبه الامتلاك أو الهيمنة على رأس مال بنك أو يتعدى الأمر لأكثر من بنك واحد، كما يمكن للشركة السيطرة على اسهم مشروعات وساطة مالية غير مالية، وهو ما يمثل التوجه نحو الوساطة المالية الشمولية. هذه المؤسسات تمارس دورا واسعا في أسواق المال العالمية نتيجة امكانياتها المالية وقدرتها على مواجهة المخاطر المتوقعة نتيجة تنوع محفظتها الاستثمارية².

إن ظهور هذه الشركات يمثل توجهها نحو الوساطة المالية غير النقدية، الأمر الذي فتح المجال أمام المؤسسات غير البنكية (تأمين، صناديق الاستثمار... الخ) للدخول في الأسواق المالية، ومبدأ الشمولية لم يتوقف عند هذه المؤسسات فقط بل ساد كذلك في المؤسسات الوسيطة البنكية ليظهر مفهوم البنوك الشاملة وفق ما يبينه العنصر الموالي.

¹ مصطفى كولار آخرون، مرجع سبق ذكره، ص: 114.

² المرجع السابق، ص: 116.

3- توسع نشاط الوساطة المالية البنوك:

لقد أدت التغييرات المتلاحقة التي مست القطاع البنكي للبحث عن أطر تنظيمية ووظيفية تساير هذه المستجدات، فبعد سنوات عديدة من التخصص البنكي الذي عمقته القوانين والتشريعات التي وضعها الدول، ظهر التوجه نحو إلغاء هذا التوجه الوظيفي الذي سارت عليه البنوك والانفتاح على مجالات ولأعمال جديدة أخرى غير تقليدية

وقد كان أبرز توجه هو ظهور البنوك الشاملة، الذي جاء نتيجة عملية تضخمية أعمال البنوك ودخولها في مجالات جديدة كانت من صميم أعمال الوساطة المالية الأخرى، فوسعت البنوك نشاطها من عمليات تقليدية (قبول الودائع ومنح القروض) إلى الاستثمار طويل الأجل والتدخل في الأسواق المالية كوسيط مالي.

وبهذا التوجه فإن البنوك تسعى إلى تنويع مصادر التمويل وتعبئة أكبر قدر ممكن من المدخرات من كافة الخدمات المتنوعة والمتجددة بحيث تجدها تجمع ما بين وظائف البنوك التجارية التقليدية ووظائف البنوك المتخصصة وبنوك الاستثمار والأعمال.

الفصل الخامس: عرض النقود والسياسة النقدية

أولاً: عرض النقود

ثانياً: عملية خلق النقود

ثالثاً: السياسة النقدية

أولاً: عرض النقود

إن تحديد تعريف للعرض النقدي وكذا تحديد طرق قياسه، يعد أمراً بالغ الأهمية بالنظر للدور الذي تلعبه النقود في الاقتصاد، فعدا عن كونها وسيلة مبادلة تساهم في تسوية الصفقات، فهي تعد أداة فعالة في التأثير الاقتصادي، من خلال التأثير على قوى العرض والطلب في السوق، وبالتالي توجيه الأنماط الاستهلاكية والإنفاقية للأفراد والمجتمعات، بالإضافة إلى أن التغيرات التي تحدث في العرض النقدي تعمل كموجه للسياسات الاقتصادية. من خلال هذا العنصر نأتي للوقوف على تحديد مفهوم للعرض النقدي وتحديد مكوناته، ولتعرف على أهم العناصر المقابلة لها، والتي تشكل أساس خلق النقود في النظام البنكي ككل.

1- أشكال عرض النقود:

أطلق كينز مصطلح الكتلة النقدية على عرض النقود، والذي يمثل كمية النقود المتداولة في مجتمع ما خلال فترة زمنية معينة، والتي تحدد من قبل السلطات النقدية، أو هي الكمية النقدية المتمثلة في جميع وسائل الدفع بأنواعها المتوفرة بين أيدي المجتمع خلال فترة معينة من الزمن¹. يتكون العرض النقدي من المجمعات النقدية ومجمعات التوظيف.

1-1- المجمعات النقدية:

المجمعات النقدية تعرف على أنها: "مؤشرات احصائية لكمية النقود المتداولة وتعكس قدرة الأعوان الماليين المقيمين على الإنفاق، أي أنها تضم وسائل الدفع لدى هؤلاء الأعوان²، وهي كما يلي:

- **القاعدة النقدية (M_0):** تمثل إجمالي النقود المتداولة (نقود ورقية ونقود معدنية) واحتياطات البنوك التجارية على مستوى البنك المركزي.
- **المجمع (M_1):** يمثل هذا المجمع العرض النقدي بالمعنى الضيق حيث يشمل القاعدة النقدية والودائع تحت الطلب.

$$M_0 + \text{الودائع تحت الطلب} = M_1$$

¹ زكرياء خلف الله، مرجع سبق ذكره، ص: 27.

² عبد المجيد قدي، المدخل إلى السياسات الاقتصادية الكلية (دراسة تحليلية تقييمية)، ديوان المطبوعات الجامعية، بن عكنون-الجزائر، 2003، ص: 64.

الفصل الخامس: عرض النقود والسياسة النقدية

المجمع (M₂): يسمى بالمعنى الموسع للعرض النقدي أو إجمالي السيولة المحلية، ويتكون من ما يسمى بأشباه النقد والتي تمثل الودائع لأجل وودائع التوفير إضافة إلى المجمع السابق.

$$M_1 + \text{أشباه النقد} = M_2$$

المجمع (M₃): بسبب تطور الوساطة المالية التي امتدت للمؤسسات غير البنكية، التي عملت على تقديم خدمات تنافس تلك الموجودة على مستوى البنوك التجارية، ولهذا توسع مفهوم العرض النقدي ليشمل موجودات مالية جديدة تتمتع بصفة مخزن للقيمة. ولأنه يمثل المعنى الأوسع للعرض النقدي، فقد سمي بسيولة الاقتصاد، وهو يشمل الودائع لدى المؤسسات الادخارية (خارج البنوك التجارية) إضافة للمجمع السابق.

$$M_2 + \text{الودائع لدى المؤسسات الادخارية} = M_3$$

1-2- مجتمعات التوظيف:

في عام 1991 ، أنشأ بنك فرنسا مجموعة من مجاميع الاستثمار (P₁ ، P₂ ، P₃) تشمل على أصول مالية غير نقدية ضمن مجموعات فرعية متجانسة، مصنفة بترتيب تنازلي لاستبدال الأصول النقدية. على عكس المجاميع النقدية ، لم تتناسب مجاميع الاستثمار معاً ، نظراً للمجموعة الواسعة من الأصول المشمولة¹. تشمل هذه المجتمعات ما يلي:

• P₁ يتكون من العناصر التالية:

- ✓ برامج الادخار السكني (Plans d'Epargne-Logement PEL).
- ✓ برامج الادخار الشعبي (Plans d'Epargne-Populaire PEP).
- ✓ قسائم الرسملة (Bons de capitalisation).
- ✓ دفاتر ادخار الشركة (livrets d'épargne-entreprise).

¹ Françoise DRUMETZ & Ivan ODONNAT, L'analyse des agrégats élargis de monnaie et de crédit : l'expérience de la Banque de France, bulletin de la Banque de France N⁰, aout 2001, p 61.

* OPCVM (Les Organismes de Placement Collectif en Valeurs Mobilières): تمثل هيئات التوظيف الجماعي في القيم المنقولة، وتتكون من شركات أو صناديق التي تهدف إلى تأسيس و تسيير محفظة القيم المنقولة ومنتجات مالية أخرى لحساب الغير فهي مؤهلة إلى جمع الادخار لاستثماره في السوق المالي وفق سياسة استثمار واضحة. يتطلب إنشاء هيئة التوظيف الجماعي في القيم المنقولة اعتماداً من طرف لجنة تنظيم عمليات البورصة و مراقبتها.

<https://www.cosob.org/ar/opcv>

الفصل الخامس: عرض النقود والسياسة النقدية

- ✓ عقود الادخار من طرف صناديق الادخار ومؤسسات الإقراض.
- ✓ سندات OPCVM* المضمونة.
- P₂ يتكون هذا المجمع من ما يلي:
 - ✓ السندات (les obligations)
 - ✓ أوراق OPCVM السندية.
 - ✓ توظيفات التأمين على الحياة.
- P₃ يشمل هذا المجمع ما يلي:
 - ✓ الأسهم les actions
 - ✓ أوراق OPCVM في مجال الأسهم.
 - ✓ أوراق OPCVM المتنوعة.
 - أوراق OPCVM أخرى.

2- العناصر المقابلة لعرض النقود:

العناصر المقابلة للكتلة النقدية تمثل أساس أو مصدر العرض النقدي، وبالتالي فهي تمثل سبب لإصدار النقود، وهذه العناصر نوجزها فيما يلي¹:

- **الأصول الخارجية** : و تتمثل في كل من الذهب و العملة الصعبة واحتياطات الصرف، ويمكن اعتبار الأصول الخارجية المقابل الخارجي للكتلة النقدية، ويتم الحصول على هذه الأصول نتيجة العمليات التجارية والمالية التي يقوم بها البلد مع العالم الخارجي.
- **القروض المقدمة إلى الخزينة**: وتعتبر أحد مقابلات الكتلة النقدية وهي عبارة عن قروض تطلبها الخزينة العمومية من البنك المركزي و المؤسسات المالية والأفراد، وارتفاعها يؤدي إلى الزيادة في كمية النقود المتداولة، أما انخفاضها يقلص كمية النقود. وتضم ما يلي:
 - ✓ **السندات العمومية الموجودة بمحفظة البنوك**: وتتمثل في عملية حجز مبلغ معين من النقود من قبل كل بنك لفائدة الخزينة العمومية، ويكون هذا الحجز وسيلة لتمويل الخزينة العمومية، وتمثل هذه السندات نسبة من كمية العملة التي يحدثها البنك.

¹ عابد بشكير، نمذجة قياسية اقتصادية لمحددات الطلب على النقود في الجزائر خلال الفترة (1970-2008)، رسالة ماجستير في العلوم الاقتصادية، جامعة الجزائر 03، 2009-2010، ص: 19.

الفصل الخامس: عرض النقود والسياسة النقدية

✓ **تسيقات البنك المركزي** : تلجأ الخزينة العمومية الى البنك المركزي لطلب النقود و ذلك لتغطية العجز في تحقيق النفقات الحكومية.

✓ **ذمم على الأفراد والمنشآت على الخزينة**: تتمثل في الودائع التي يكونها الأفراد والمنشآت لدى شبكة الخزينة العمومية، وذلك من خلال مختلف الحسابات المفتوحة لديها (حسابات تحت الطلب، حسابات لأجل، سندات)

▪ **القروض المقدمة للاقتصاد**: وتتمثل في المستحقات الممنوحة للمؤسسات والتسيقات المقدمة للعائلات وهذه القروض تعتبر إحدى المقابلات للنقود لكون منحها يؤدي إلى الزيادة في كمية النقود المتداولة بالإضافة الى ارتفاع مستواها الذي يؤدي إلى ارتفاع الوسائل النقدية المتاحة، والعكس بالنسبة إلى انخفاضها.

ثانيا: عملية خلق النقود

عملية خلق النقود لها علاقة بالسياسة النقدية، وتعتبر من الوظائف الأساسية للنظام البنكي والأكثر تعقيدا بالنظر لطابعها الحساس وتأثيرها على النشاط الاقتصادي، لذا لا بد من التعرف على آلية هذه الوظيفة، مع تقدير أن هذه الوظيفة تتم على مستوى البنك المركزي (نقود قانونية)، كما تتم على مستوى البنوك التجارية (نقود الودائع).

1- عملية خلق النقود عند البنك المركزي:

تمنح الدولة للبنك المركزي التفويض لخلق النقود، وذلك وفق رؤيته التقديرية للوضع النقدي، ويختص بخلق النقود القانونية ولكونه يتمتع بامتياز من الدولة فهو يمثل الملجأ الأخير للإقراض بالنسبة للبنوك والخزينة.

تتجسد عملية خلق البنوك لدى البنك المركزي في طبع (إصدار) ورق النقد (البنكنوت) ووضعها في التداول، وهذه العملية تتم استنادا لأصول نقدية حقيقية تسمى غطاء الإصدار النقدي، حيث يصدر نقودا بقيمة هذه الأصول، وتعتبر التزاما عليه تجاه الجهات التي تنازلت له عنها (الحكومة، البنوك... إلخ)¹.

¹ الطاهر لطرش، تقنيات البنوك، مرجع سبق ذكره، ص: 40.

الفصل الخامس: عرض النقود والسياسة النقدية

2- عملية خلق عند البنوك التجارية:

تقوم البنوك التجارية في ظل نشاطها العادي بمنح قروض وتلقي ودائع، وهذه العملية تتم على مستوى النظام البنكي التجاري ككل، وعملية منح القروض تكون استنادا لموارد حقيقية (نقود قانونية) يتلقاها البنك التجاري، ويحتاجها في عملياته، مثل مواجهة سحبات المودعين، وكذا عمليات المقاصة. وعليه نميز بين حالتين في خلق النقود على كما يلي:

2-1- حالة الاحتياطي النقدي الكامل:

يحتفظ البنك التجاري باحتياطي نقدي كامل يغطي الوديعة بأكملها، وبالتالي لن يتمكن من خلق أي وديعة جديدة، بمعنى أن العملية هي مجرد نقل للمبالغ من التداول إلى خزينته، ولن يحدث تغير في حجم العرض النقدي المتداول، وهذا لا تعبر عن الحالة الحقيقية لحجم الودائع (لا يمكن قياس التغير في حجم الودائع مادامت لا توجد عملية خلق نقود).

2-2- حالة الاحتياطي النقدي الجزئي:

طالما أن البنك التجاري يتلقى الودائع باستمرار فإن احتمال عجزه عن مواجهة سحبات المودعين يبقى ضعيفا، نظرا لإمكانية اللجوء إلى البنك المركزي من أجل الاقتراض (قروض مباشرة أو عمليات خصم للأوراق التجارية)، وعليه فالبنك مجبر على الاحتفاظ بجزء من الوديعة كنقود قانونية وفق لما يسمى بالاحتياطيات الحرة، بالإضافة إلى أنه ملزم أمام البنك المركزي بالاحتفاظ بجزء من الوديعة الجديدة، وهذا يسمى بالاحتياطيات الإجبارية، والتي تتحدد وفقا لرؤية البنك المركزي (تستعمل كأداة لضبط الكتلة النقدية في الاقتصاد). البنوك مطالبة بعدم المبالغة في احتجاز النقود بصور سائلة بداعي الاحتياطيات الحرة، لأن هذا يعتبر سيولة عاطلة كان من الممكن استعمالها في توظيفات منتجة للعوائد. وهنا يمكن التمييز بين حالتين هما:

▪ **حالة عدم وجود تسرب نقدي:** حتى يتسنى لنا فهم خطوات خلق النقود عند البنك التجاري، نفترض أن أحد الأعوان الاقتصاديين توجه إلى البنك (A) وأودع ما قيمته 20000 دج، وأن نسبة الاحتياطي القانوني 25% من حجم الوديعة الأولية، وبالتالي فالمبلغ الذي يودعه على مستوى البنك المركزي هو: $20000 \times 25\% = 5000$ دج.

وبعد احتفاظه باحتياطي قدره 15000 دج، يمكن توجيهه إلى القروض، وبالتالي تصبح ميزانية البنك التجاري كما يلي:

الفصل الخامس: عرض النقود والسياسة النقدية

جدول رقم (03): ميزانية البنك التجاري

الأصول	الخصوم
احتياطي: 5000	وديعة أصلية: 20000
قروض: 15000	

بما أن النظام البنكي يحتوي العديد من البنوك التجارية، فالمبلغ 15000 دج يمكن أن يكون قرض لصالح عون اقتصادي آخر يريد تسديد مستحقاته عبر شيك في البنك (B)، وبمجرد دخول هذا المبلغ سيقتطع منه نسبة الاحتياطي الإجباري، وبهذه الطريقة تتضاعف الودائع الجديدة.

الجدول رقم (04): خلق النقود في البنوك التجارية

البنك	ودائع نقدية جديدة	الاحتياطي الإجباري (25%)	ودائع تحت الطلب ناشئة عن قروض جديدة
A	20000	5000	15000
B	15000	3750	11250
C	11250	2812.5	8437.5
.	.	.	.
.	.	.	.
.	.	.	.
المجموع	80000	20000	60000

وهكذا فإن إجمالي الودائع التي يمكن للبنوك التجارية خلقها 80000 دج، وهي تفوق حجم الوديعة الأولية بأربعة أضعاف، عملية الحساب هذه يمكن أن تتم باعتماد مضاعف الائتمان (K)، الذي يمثل مقلوب نسبة الاحتياطي الإجباري، وبالتالي فإن مجموع الودائع الجديدة (ΔM) يحسب بالعلاقة التالية:

$$\Delta M = \Delta C \times K$$

$$\text{مجموع الودائع الجديدة } (\Delta M) \text{ يساوي: } 80000 \text{ دج} = \frac{1}{25\%} \times 20000$$

$$\text{صافي عملية خلق النقود يساوي: } 60000 \text{ دج} = \frac{1}{25\%} \times 15000$$

$$\text{مجموع اقتطاعات البنك المركزي (الاحتياطي الإجباري) يساوي: } 20000 \text{ دج} = \frac{1}{25\%} \times 5000$$

- حالة وجود تسرب نقدي: في المثال السابق تم افتراض أن كل القروض في شكل شيكات أو حوالات، وهي تمثل النقود الكتابية فقط، لكن الحالة الأكثر واقعية هي وجود نسبة معينة من هذه

الفصل الخامس: عرض النقود والسياسة النقدية

النقود تتحول إلى نقود قانونية يحتفظ بها الأفراد، وتتداول خارج القطاع البنكي، وهذا يسمى بالتسرب النقدي إلى التداول خارج الدائرة البنكية¹، والذي يحسب وفق العلاقة التالية:

$$\text{نسبة التسرب النقدي} = \frac{\text{مقدار الأوراق النقدية المحتفظ به لدى الجمهور}}{\text{الزيادة في الكتلة النقدية}}$$

لتوضيح هذه الحالة نستخدم المثال السابق مع افتراض أن نسبة التسرب النقدي تقدر بـ 30%، نحصل على النتائج التالية:

الجدول رقم (05): عملية خلق النقود في حالة تسرب نقدي

البنك	ودائع نقدية جديدة	التسرب النقدي (30%)	الاحتياطي الإجباري (25%)	ودائع تحت الطلب ناشئة عن قروض جديدة
A	20000	6000	3500	10500
B	10500	3150	1837.5	5512.5
C	5512.5	1653.75	964.68	2894.06
.
.
المجموع	42104	12361.2	7368.2	22104.6

على مستوى البنك (A) تم اقتطاع 6000 دج كقابل لنسبة التسرب النقدي، و 14000 دج اقتطعت منها 3500 دج قيمة الاحتياطي الإجباري، لتبقى 10500 دج كوديعة ناشئة جديدة، وتستمر العملية. بما أن حالة التسرب النقدي أخذت بعين الاعتبار، فإن مضاف الائتمان (K) كما يلي:

$$K = \frac{1}{1 - (1 - a)(1 - b)}$$

$$K = \frac{1}{1 - (1 - 30\%)(1 - 25\%)} = 2.1052$$

$$\text{❖ مجموع الودائع الجديدة } (\Delta M) = \frac{1}{1 - (1 - 30\%)(1 - 25\%)} \times 20000 = 42104 \text{ دج}$$

$$\text{❖ صافي عملية خلق النقود: } 10500 = \frac{1}{1 - (1 - 30\%)(1 - 25\%)} \times 10500 = 22104.6 \text{ دج}$$

$$\text{❖ إجمالي النقود المتداولة خارج النظام البنكي: } 6000 = \frac{1}{1 - (1 - 30\%)(1 - 25\%)} \times 6000 = 12361.2 \text{ دج}$$

$$\text{❖ مجموع اقتطاعات البنك المركزي يساوي: } 3500 = \frac{1}{1 - (1 - 30\%)(1 - 25\%)} \times 3500 = 7368.2 \text{ دج}$$

¹ عزالدين شرون، مرجع سبق ذكره، ص: 128.

الفصل الخامس: عرض النقود والسياسة النقدية

قيمة الودائع المتحصل عليها أقل منها في المثال السابق، وهذا يؤكد أن نسبة التسرب النقدي تحد من مقدرة البنوك التجارية على خلق النقود، غير أنها لا تمثل العامل الوحيد فأقبال العملاء على طلب القروض من شأنه أن يسهم انتقال الأرصدة النقدية من عميل إلى عميل، كما أن نسبة الاحتياطي الإجباري التي يفرضها البنك المركزي تقلص من حجم هذه العملية.

ثالثاً: السياسة النقدية

احتلت السياسة النقدية السياسة النقدية مكانة هامة بين أدوات السياسة الاقتصادية الكلية التي تعتمد عليها الدولة في تحقيق أهدافها المختلفة، حيث ظهرت مع ظهور البنوك المركزية وتطورت مع تطور النظريات النقدية، التي اختلفت رؤيتها ومعالجتها للعرض النقدي باختلاف مبادئها وافترضاها، وهو ما نتج عنه ظواهر اقتصادية فشلت في معالجتها نظريات وتداركتها نظريات أخرى.

1- مفهوم السياسة النقدية وتطورها:

السياسة النقدية بالمفهوم الضيق تشير إلى كافة الوسائل التي يستخدمها البنك المركزي لمراقبة عرض النقود لتحقيق أهداف اقتصادية معينة كهدف النمو والاستخدام الكامل¹، أما بالمفهوم الواسع فهي تتسع لتشمل كافة الإجراءات والتدابير المتخذة من طرف البنك المركزي والحكومة من أجل التأثير على مقدار الكتلة النقدية وتوجيه الائتمان².

مرت السياسة النقدية بمراحل هامة انعكست على أهمية دور هذه السياسة من مرحلة إلى أخرى، وسيتم توضيح أهم هذه المراحل فيما يلي³:

■ **المرحلة الأولى:** في ظل الفكر الكلاسيكي كان الهدف الأساسي هو المحافظة على ثبات المستوى العام للأسعار من خلال الربط بين كمية النقود المعروضة وكمية السلع والخدمات المتاحة في السوق، وبموجب ذلك فإن المستوى العام للأسعار يتأثر فقط بالتغيرات التي تحصل في كمية النقود المعروضة والتوسع النقدي (بؤدي إلى التضخم) باعتبار أن سلوك الوحدات الاقتصادية سيتكيف تلقائياً مع توقعات استمرار التضخم في ظل مرونة الجهاز الإنتاجي في

¹ هيل عجمي جميل العنابي ورمزي ياسين يسع أرسلان، مرجع سبق ذكره، ص: 259.

² زكرياء خلف الله، مرجع سبق ذكره، ص: 99.

³ طاهر فاضل البياتي وميرال روجي سمارة، مرجع سبق ذكره، ص: 239-240.

الفصل الخامس: عرض النقود والسياسة النقدية

زيادة الانتاج، كون أن هذا الأخير عند مستوى التشغيل الكامل للموارد الاقتصادية وفقا لافتراضات النظرية الكلاسيكية.

■ **المرحلة الثانية:** بعد حدوث أزمة الكساد (1929-1932) وعجز النظرية الكلاسيكية في وضع حلول فعالة، برزت النظرية الكينزية التي شخصت هذه الازمة محاولة وضع حلول مناسبة من خلال الربط بين الدخل والإنفاق، حيث تقرر أن التوازن في السوق النقدي على وجه الخصوص يتم بتوازن كمية النقود المعروضة والمحددة من قبل السلطات النقدية وبين الطلب على النقود والقائم على أساس التفضيل.

■ **المرحلة الثالثة:** اشتد النقاش والجدل بين أنصار السياسة النقدية وأنصار السياسة المالية، حيث بدأ الجدل على يد الاقتصادي الأمريكي (ميلتون فريدمان) الذي آمن ومجموعة معه من قدرة السياسة النقدية دون غيرها على تحقيق الاستقرار الاقتصادي على عكس ما يراه انصار السياسة المالية، وهنا ظهر ما يسمى بالمدرسة النقودية المعاصرة. توالى الدراسات الاقتصادية إلى أن ظهر فريق بزعامة (والتر هالر)، والذي حاول الجمع بين الأهداف التي سعت إليها السياسة النقدية الكلاسيكية والأهداف التي تتوخاها الأفكار الكينزية في تفسير السياسة النقدية، ويرى أنصار السياسة النقدية المعاصرين أن تحقيق الاستقرار والنمو الاقتصادي يكون بالتأثير على جانبي الطلب الكلي والعرض الكلي، وأن السياسة النقدية المعاصرة لا يمكنها التأثير على النشاط الاقتصادي بصورة فعالة دون أن تتلاءم إجراءاتها وتدبيرها مع إجراءات السياسة المالية بالقدر المناسب لتحقيق الهدف المنشود¹.

¹ زكرياء خلف الله، مرجع سبق ذكره، ص: 102.

الفصل الخامس: عرض النقود والسياسة النقدية

2- أنواع السياسة النقدية:

تستخدم السياسة النقدية حسب الظروف السائدة في السوق، وكذا حسب توجهات واستراتيجيات الدولة، لذا يمكن انتهاج سياسة نقدية توسعية بغرض خلق انتعاش في الاقتصاد ومعالجة الظاهرة السائدة فيه، كما يمكن انتهاج سياسة انكماشية لتقليص منح الائتمان ورفع قيمة النقد، وفيما يلي شرح موجز لكلا النوعين:

■ **السياسة النقدية التوسعية:** من خلال هذه السياسة تهدف السلطات النقدية إلى زيادة النمو والنشاط الاقتصادي في البلاد، إذ يتم استخدامها في حالات الانكماش الاقتصادي، وارتفاع معدلات البطالة، حيث تقوم هذه السياسة على خفض أسعار الفائدة، وبالتالي ضخ سيولة أكثر في الأسواق لتعزيز الاستثمار والإنفاق الاستهلاكي، مما يشجع الشركات والأفراد على الحصول على القروض بأسعار مخفضة لتوسيع الأنشطة الإنتاجية، والإنفاق على السلع الاستهلاكية الكبيرة.

■ **السياسة النقدية الانكماشية:** تهدف هذه السياسة إلى الحد من التضخم عن طريق زيادة أسعار الفائدة وتقليص عرض النقود في الأسواق. بالرغم من كون هذه السياسة تساعد على إبطاء النمو الاقتصادي وزيادة معدلات البطالة، إلا أنها حتمية لابد منها لإرجاع الاقتصاد إلى حالته الطبيعية.

2- أهداف السياسة النقدية:

تهدف السياسة النقدية إلى معالجة الظواهر الاقتصادية المنتشرة في العالم من ارتفاع في معدلات التضخم، تراجع في معدلات النمو الاقتصادي وعدم استقرار أسعار الصرف، وعموما هناك اتفاق واسع بين علماء الاقتصاد على أنّ الأهداف الرئيسية والنهائية للسياسة الاقتصادية بشكل عام والسياسة النقدية على وجه الخصوص تتمثل فيما يلي¹:

¹ هيل عجمي جميل العنابي ورمزي ياسين يسع أرسلان، مرجع سبق ذكره، ص: 260.

الفصل الخامس: عرض النقود والسياسة النقدية

2-1- استقرار المستوى العام للأسعار:

يعتبر استقرار المستوى العام للأسعار من الأهداف الرئيسية للسياسة النقدية من خلال مراقبة الائتمان المصرفي، لأن التغير في الأسعار يؤدي إلى إحداث أضرار كبيرة بفئة الدائنين ولصالح المدينين، مما يؤدي إلى توزيع سيء للثروة بين الطرفين

2-2- تحقيق العمالة الكاملة:

لتحقيق هذا الهدف يقوم البنك المركزي بالتأثير على المعروض النقدي بالزيادة، مما يؤدي إلى ارتفاع الطلب الكلي من جهة، وانخفاض معدلات الفائدة على القروض بسبب توفر كتلة نقدية زائدة لدى البنوك من جهة أخرى، الأمر الذي يحفز المستثمرين على طلب قروض استثمارية جديدة بغرض التوسع في مشاريعهم ورفع معدل الإنتاج استجابة للطلب عليه، وهذا التوسع يؤدي بدوره إلى زيادة الطلب على الأيدي العاملة، فيزداد الاستثمار ويزداد التشغيل في الاقتصاد، ولا تكون هذه السياسة ناجحة إلا في حالة عدم الوصول إلى التشغيل الكامل¹.

2-3- رفع معدل النمو الاقتصادي:

تساهم السلطة النقدية في دفع النمو الاقتصادي للبلد من خلال رقابتها على حجم الائتمان وكلفته في دفع النمو الاقتصادي الذي يعني زيادة مستمرة في الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي للبلد، حيث يستطيع البنك المركزي إحداث تغييرات في حجم الاحتياطات الكلية للبنوك التجارية وقدرتها في خلق الائتمان، وذلك باتباع سياسة نقدية توسعية، ما يؤدي إلى خفض أسعار الفائدة، هذا بدوره يعمل على تشجيع زيادة الطلب على القروض بغرض القيام بمشاريع استثمارية تؤدي بدورها إلى رفع معدل النمو الاقتصادي.

2-4- تحسين ميزان المدفوعات:

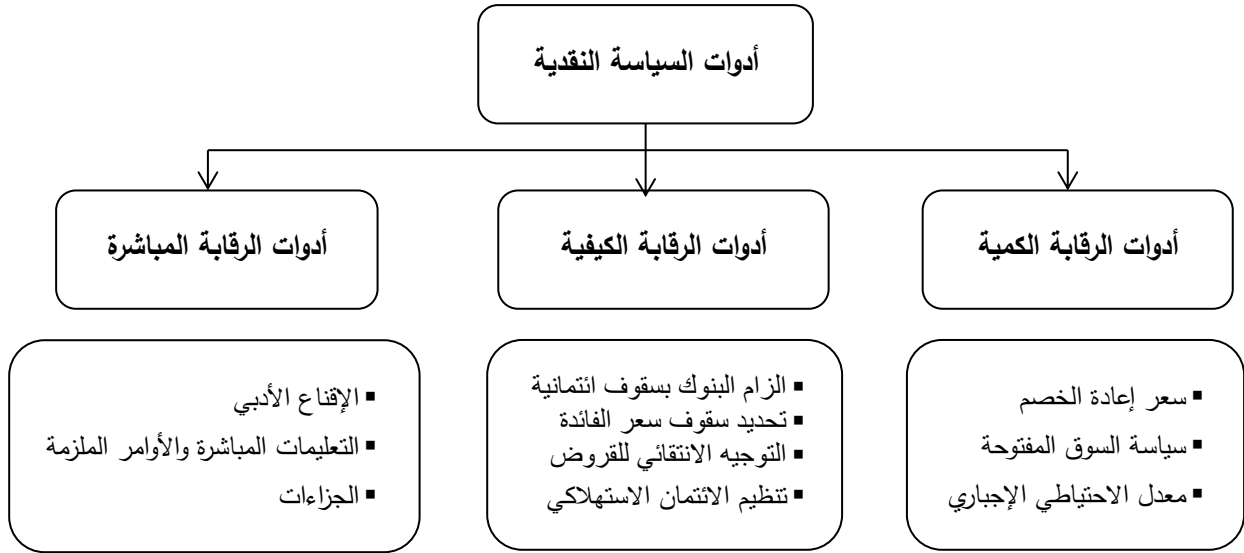
تلعب السياسة النقدية دورا مهما في تحسين ميزان المدفوعات، وذلك من خلال العمل على رفع سعر الفائدة لجذب رؤوس الأموال الأجنبية للتحرك إلى داخل البلد واتباع نظام صرف أجنبي مناسب يسهم في تشجيع الصادرات والحد من الواردات، فتخفيض سعر الصرف يحسن الميزان التجاري إذا نجح في زيادة صادرات البلد وخفض وارداته.

¹ زكرياء خلف الله، مرجع سبق ذكره، ص : 104.

3- أدوات السياسة النقدية:

يعتمد البنك المركزي في توجيهه للعرض النقدي مجموعة من الآليات والأدوات، بما يخدم النشاط الاقتصادي، ويمكن تقسيم هذه الأدوات إلى ثلاثة مجموعات وفق ما يوضحه الشكل الموالي:

الشكل رقم (10): أدوات السياسة النقدية



المصدر: زكرياء خلف الله، مرجع سبق ذكره، ص: 108.

1- أدوات الرقابة الكمية:

تتمثل أدوات الرقابة الكمية في تدخلات البنك المركزي للتأثير على حجم الائتمان وكلفته، وهي أدوات تقليدية لاتزال تستعمل في الدول المتقدمة، وفيما يلي عرض لها:

■ **سعر إعادة الخصم:** ويقصد بسعر إعادة الخصم تلك الفائدة التي يتقاضاها البنك المركزي من البنوك التجارية نظير إعادة خصم ما لديها من الأوراق التجارية أو المالية قصيرة الأجل قبل موعد استحقاقها أو الاقتراض بضمان هذه الأوراق من خلال حصولها على سيولة نقدية تضمن استمرار نشاطها وتدعم احتياطها النقدي وبالتالي زيادة مقدرتها على منح القروض¹.

يستخدم البنك المركزي هذه الآلية للتحكم في حجم الائتمان إما برفع سعر إعادة الخصم أو بخفضه حسب رؤيته وتصوره حول الوضع النقدي، إذا تنبأ أن عرض النقود سيرتفع ويؤثر على المستوى العام للأسعار فهو يلجأ إلى رفع سعر إعادة الخصم بهدف تقليص العرض النقدي

¹ زكرياء خلف الله، مرجع سبق ذكره، ص: 108.

الفصل الخامس: عرض النقود والسياسة النقدية

وامتصاصه، وإذا تتبأ بالعكس بمعنى حدوث ركود فهو يتبع سياسة توسعية من أجل ضخ سيولة أكثر في الاقتصاد لتشجيع الطلب الكلي والاستثمار، وذلك من خلال خفض سعر إعادة الخصم على الأوراق التجارية، وبالتالي تتوسع القدرة الائتمانية للبنوك التجارية.

■ **سياسة السوق المفتوحة:** عبر هذه الآلية يتم بيع وشراء الأوراق (الحكومية، مالية) بالإضافة إلى شراء الذهب والعملات الأجنبية، من أجل التحكم في سيولة الاقتصاد.

في حالة التضخم يقوم البنك المركزي ببيع هذه الأوراق بأسعار فائدة أعلى من السعر السائد في السوق من أجل امتصاص السيولة الموجودة في السوق، وبدورها البنوك التجارية تقوم برفع معدل الفائدة على القروض، وبالتالي ينخفض الطلب على الاستثمار ومن جهة أخرى ينخفض الطلب الاستهلاكي، مما يؤدي إلى انخفاض أسعار السلع والخدمات، وفي النتيجة تتخفض معدلات التضخم. أما في حالات الانكماش يقوم البنك المركزي بعملية الشراء، من أجل ضخ سيولة في الاقتصاد لتشجيع على الاستثمار وتحريك عجلة الاقتصاد.

■ **معدل الاحتياطي الإجباري:** تلتزم البنوك التجارية بالاحتفاظ بنسبة معينة من إجمالي الودائع المتوفرة لديها كاحتياطي نقدي إجباري لدى البنك المركزي، الذي يملك سلطة تغيير هذه النسبة بما يتماشى والأوضاع الاقتصادية السائدة، ففي حالات التضخم يقوم برفعها مما يقلل من قدرة البنوك التجارية على التوسع في منح الائتمان، وبالتالي ينخفض الطلب على الاستثمار وينخفض الطلب الاستهلاكي، لينخفض المستوى العام للأسعار، أما في حالات الركود وبهدف التشجيع على الاستثمار وزيادة الطلب الاستهلاكي فهو يقوم بخفض هذه النسبة مما يزيد من قدرة البنوك التجارية على منح الائتمان¹.

¹ صالح صالح، أدوات السياسة النقدية والمالية الملائمة لترشيد الصيرفة الإسلامية، مداخلة مقدمة ضمن فعاليات الندوة العلمية حول: الخدمات المالية وإدارة المخاطر في المصارف الإسلامية، جامعة فرحات عباس-سطيف1، أيام 18-20 أبريل 2010، ص: 14.

2- أدوات الرقابة النوعية:

هي مجموعة من الآليات التي وضعت لتوجيه الائتمان نحو القطاعات والأنشطة الاقتصادية التي تحدها الدولة، وهي غالباً ما تطبق في الدول النامية لكونها تتناسب مع اقتصاداتها، وفي ما يلي شرح موجز لكل آلية¹:

- **الزام البنوك بسقوف ائتمانية:** وهو إجراء تنظيمي تقوم بموجبه السلطة النقدية بتحديد سقوف أو حد لحجم القروض الممنوحة من قبل البنوك التجارية بكيفية إدارية مباشرة وفق نسب محددة خلال العام، كأن لا يتجاوز حجم القروض هذه النسبة أو الحد، وأي إخلال سيعرض البنوك التجارية إلى عقوبات وإجراءات من قبل البنك المركزي، وقد تم التخلي عن هذه السياسة في الدول المتقدمة لأنها تتعارض مع التحرير المالي، حيث أنه من بين سلبياتها تخفيض حجم المنافسة بين البنوك التجارية.
- **تحديد سقوف سعر الفائدة:** حيث يقوم البنك المركزي عن طريق هذا الإجراء برفع أو تخفيض معدل الفائدة على القروض لدى البنوك التجارية عند حد معين حسب مقتضى الحال، فإذا كان الاقتصاد يعاني من حالة تضخم في الأسعار فالبنك المركزي هنا يقوم برفع أسعار الفائدة على القروض فوق سقف أو حد معين، مما يؤدي إلى الإحجام عن طلب القروض، وبالتالي تقليل عرض النقد يؤدي إلى انخفاض الأسعار في النهاية عند الحد المرغوب فيه، أما إذا انخفضت الأسعار عند حدود غير مرغوب فيها سيؤدي ذلك في النهاية إلى الكساد فيقوم البنك المركزي هنا بتخفيض أسعار الفائدة على القروض دون سقف محدد لا يجب تجاوزه، مما يشجع على الاقتراض وبالتالي يزيد العرض النقدي فترتفع الأسعار
- **التوجيه الانتقائي للقروض:** تهدف هذه الإجراءات الانتقائية إلى تسهيل الحصول على أنواع خاصة من القروض أو مراقبة توزيعها أحياناً، وعادة ما تكون هذه القروض في شكل سقوف مخصصة أهداف معينة، من خلالها يتم التأثير على اتجاه القروض نحو القطاعات المرد النهوض بها أو تحفيزها والتي تتماشى وأهداف السياسة الاقتصادية للدولة. إن هذه الإجراءات الانتقائية قد تؤدي إلى ارتفاع الأسعار في بعض القطاعات مما يؤدي إلى وجود فجوة تضخمية،

¹ زكرياء خلف الله، مرجع سبق ذكره، ص ص: 113-114.

الفصل الخامس: عرض النقود والسياسة النقدية

هذا بالإضافة إلى ظهور بعض المشاكل الإدارية كأن تقوم الفئة المحددة من المقترضين بتحويل رؤوس أموالهم إلى نشاطات أقل أهمية، الأمر الذي يتطلب متابعة ومراقبة صارمتين.

■ **تنظيم الائتمان الاستهلاكي:** تشمل الرقابة على الائتمان الاستهلاكي كيفية سداد ومدة القروض الخاصة بشراء السلع المعمرة، وهذه الأداة طبقتها الولايات المتحدة الأمريكية خلال الحرب العالمية الثانية لمعالجة الضغوط التضخمية الحد من السلع الإستراتيجية، أما أبرز الإجراءات المستخدمة لتنظيم بيع السلع الاستهلاكية عن طريق التقييد ما يلي:

✓ قيام البنك المركزي بتحديد الدفعة التي يجب على الزبون دفعها لشراء السلع، ما يؤدي إلى انخفاض الطلب على القروض بغرض شراء هذه السلع من قبل الوحدات الاقتصادية.

✓ تحديد فترة سداد القروض الاستهلاكية، فعندما يلجأ البنك المركزي إلى تحديد مدة قصيرة لسداد هذه الديون فإن ذلك يؤدي إلى ارتفاع قيمة القسط الذي يجب دفعه مما يحد من الطلب على القروض الاستهلاكية.

3- أدوات الرقابة المباشرة:

تعتبر من أكثر المستعملة لتوجيه الائتمان وتنظيمه، وتشير إلى موافقة البنك المركزي أو رفضه لسياسة اراضية معينة للبنوك التجارية، ويصل الأمر على فرض عقوبات على البنوك التي تتبع سياسات ائتمانية غير ملائمة¹، وتشمل الأدوات التالية:

■ **التعليمات المباشرة والأوامر الملزمة:** وفي هذه الحالة يقوم البنك المركزي بإصدار تعليمات مباشرة وأوامر ملزمة بشكل منفرد اتجاه البنوك التجارية باعتباره ممثلاً للسلطة النقدية في الدولة، محددًا عن طريقها الضوابط التي تحكم أنشطة الائتمان والاستثمار بالبنوك، وتتميز هذه الأوامر والتعليمات بالإلزامية، بحيث يتعرض البنك الذي يتجاهلها إلى عقوبات متفاوتة قد تبدأ بالتضييق عليه في مجال الخصم ومنح التمويل المطلوب وتصل إلى درجة التوقيف الجزئي أو الكلي للبنك².

¹ هيل عجمي جميل العنابي ورمزي ياسين يسع أرسلان، مرجع سبق ذكره، ص: 272.

² زكرياء خلف الله، مرجع سبق ذكره، ص: 115.

الفصل الخامس: عرض النقود والسياسة النقدية

- **الإقناع الأدبي:** يعتبر من الأساليب التي تعتمد للتأثير على التوقعات التضخمية للأعوان الاقتصاديين، حيث يقوم بها البنك المركزي سواء بشكل مستمر في إطار استراتيجية معينة أو من حين لآخر لتوجيه رسائل يعتقد بأهميتها بالنسبة لإدارة السياسة النقدية، وقد اكتسبت هذه الآلية أهمية كبيرة خاصة في إطار استراتيجية استهداف التضخم من خلال التعاليق والشروح التي يقوم بها البنك المركزي حول الأهداف التي يود تحقيقها والطرق التي يستعملها في سبيل ذلك، بالإضافة إلى التدخلات المباشرة (تدخل المحافظ)، والدوريات التي تدأب البنوك المركزية على نشرها والتي تتضمن توضيحات وشروحات لأهداف السياسة النقدية وتوجيهها والتعليق عليها¹.
- **الجزاءات:** هو آخر أسلوب قد يلجأ إليه البنك المركزي ليضمن تنفيذ سياسته النقدية من قبل البنوك التجارية والتزامها بالتوجيهات والأوامر الصادرة عنه، وقد تكون هذه الجزاءات إيجابية تتمثل في تشجيع البنوك المنفذة للتعليمات والأوامر والتوجيهات، وتوفير سلة من الحوافز لمكافأتها، الأمر الذي يحفز البنوك الأخرى على الالتزام بالسياسة العامة للبنك المركزي، كما قد تكون هذه الجزاءات سلبية تجاه البنوك التجارية التي لا تلتزم بالأوامر والتوجيهات مثل الحرمان من الائتمان الممنوح من البنك المركزي وأنواع الخصم المرتبطة به، وقد يصل الأمر إلى إيقاف البنك وتجميده بشكل مؤقت أو بصورة دائمة حسب طبيعة المخافة المرتكبة من قبله².

¹ الطاهر لطرش، الاقتصاد النقدي والبنكي، الطبعة الثانية، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2012، ص: 164.

² صالح صالح، مرجع سبق ذكره، ص: 19.

الفصل السادس: الجهاز البنكي الجزائري قبل وبعد

اصلاحات قانون النقد والقرض 1990

أولاً: اصلاحات ما قبل قانون النقد والقرض (1990)

ثانياً: قانون النقد والقرض (1990)

ثالثاً: تعديلات قانون النقد والقرض 2009-2017

أولاً: اصلاحات ما قبل قانون النقد والقرض (1990)

باعتبار النظام البنكي الجزائري جزء لا يتجزأ من النظام البنكي العالمي ويتأثر بكل المستجدات في الساحة البنكية الدولية، فقد شهد عدة محطات اصلاحية منذ الاستقلال وإلى غاية اليوم، وأبرزها تلك التي كانت في سنوات التسعينات والتي عكست في بعدها التوجه الاستراتيجي نحو اقتصاد السوق، واعتبر قانون النقد القرض أهم هذه الاصلاحات وأبرزها، والذي من شأنه فتح المجال أمام البنوك العاملة بالجزائر لممارسة أنشطتها.

1- فترة ما قبل الاستقلال (قبل 1962):

قبل سنة 1962 كانت الجزائر مقاطعة تابعة للإمبراطورية العثمانية، وكان النظام النقدي الجزائري هو نفسه النظام النقدي العثماني، إلى أن وقعت الجزائر تحت وطأة الاحتلال الفرنسي الذي غير كل قواعد التعامل النقدي، بدء بتأسيس أول بنك في الجزائر المستعمرة سنة 1848 تحت اسم "المصرف الفرنسي"، الذي توقف عن إصدار النقود بسبب لإقصاء الملك "لويس فليب"، ثم أنشأ البنك الوطني للخصم ومهمته منح الائتمان دون إصدار النقود، ليتم تأسيس بنك الجزائر بموجب القانون المؤرخ في أوت 1851 برأس مال فرنسي، ونظرا للأزمة التي تعرض لها هذا البنك خلال الفترة (1880-1900) بسبب توسعه في منح القروض العقارية والفلاحية تم نقله مقره إلى فرنسا تحت اسم "بنك الجزائر وتونس" مع تغيير المحافظ وطاقم المؤطرين¹. شهدت هذه الفترة كذلك انشاء بنوك تجارية وبنوك أعمال كما يلي:

- ✓ القرض العقاري الجزائري التونسي سنة 1880،
- ✓ والتعاونية الجزائرية للقرض سنة 1877
- ✓ قرض الشمال سنة 1878
- ✓ قرض ليوني تأسس سنة 1878.
- ✓ المؤسسة العامة سنة 1914
- ✓ القرض الجزائري ويخص العقار والبنى التحتية سنة 1881.
- ✓ البنك الصناعي الجزائري والبحر المتوسط تأسس سنة 1911.

¹ سليمان بوفاسة، مرجع سبق ذكره، ص: 243.

2- الفترة (1962-1970):

عرفت الفترة ما بين (1962-1970) عدة أحداث، حيث تم انشاء الخزينة الجزائرية بعزلها عن الخزينة الفرنسية وذلك بموجب القانون رقم (62-441) والمصادق عليه من قبل المجلس التأسيسي في 13 ديسمبر 1962، كما تم تأسيس الصندوق الجزائري للتنمية الذي تحول فيما بعد إلى البنك الجزائري للتنمية، وفي عام 1964 تم اصدار عملة وطنية "الدينار الجزائري"، وهو غير قابل للتحويل وقيمته مطابقة للقيمة الذهبية للفرنك الفرنسي، ورغم ذلك ظل النظام البنكي الجزائري نظاما ليبراليا إلى غاية 1966، يتكون من مجموعة من البنوك الأجنبية (20 بنكا)، والتي كانت ترفض تمويل القطاع العام بالرغم من السيولة الهامة التي تمتلكها، وذلك بحجة غياب القواعد التقليدية للعمل البنكي (الأمن، القدرة على الوفاء)، الأمر الذي جعل الخزينة العمومية الجزائرية تقوم بدور الممول للاقتصاد الوطني بالاعتماد على تسبيقات معهد الإصدار، الذي كان بدوره مجبرا على الدخول في علاقة مباشرة لتمويل النشاط الفلاحي في الفترة الممتدة ما بين (1963-1967)، والنتيجة كانت ازدواجية النظام البنكي، الأول قائم على أساس ليبرالي يسيطر عليه الخواص، والثاني قائم على أساس اشتراكي تسيطر عليه الدولة، مما خلق تناقضا كبيرا على مستوى أداء النظام البنكي كانت نتيجته قيام الدولة بتأميم البنوك الأجنبية وظهور البنوك الحكومية في سنة 1966، وظهور جهاز بنكي مؤمم، والذي نتج عنه انشاء مجموعة من البنوك الأولية (Banque Primaire) لتعويض وسد الفراغ الناشئ عن استقالة البنوك الأجنبية، وقد نتج عن هذه العملية ميلاد ثلاثة بنوك تجارية تعود ملكية رأسمالها للدولة وهي البنك الوطني الجزائري (BNA)، القرض الشعبي الجزائري (CPA)، بنك الجزائر الخارجي (BEA) والتي كان الغرض من انشائها كسر حدة الاحتكار البنكي الأجنبي والرغبة في تقديم مساهمات جادة في عملية التنمية الاقتصادية، حيث يقوم كل بنك منها بتمويل مجموعة من قطاعات الاقتصاد الوطني، وتم ذلك من خلال القطاع الاشتراكي الفلاحي والتجمعات المهنية للاستيراد والمؤسسات العمومية والقطاع الخاص، بالإضافة إلى تمويل النشاط الحرفي والفنادق والمهن الحرة وكذا تمويل التجارة الخارجية¹.

¹ علي بطاهر، اصلاحات النظام المصرفي الجزائري وآثارها على تعبئة المدخرات وتمويل التنمية، أطروحة دكتوراه دولة في العلوم الاقتصادية، جامعة الجزائر، 2006، ص ص: 29-30.

2- الفترة (1971-1988):

بهدف تكييف النظام البنكي مع سياسات الدولة في ظل الاقتصاد المخطط، تم القيام بعدة اصلاحات مست السياسة المالية والنقدية، على غرار إنشاء مجلس القرض والهيئة التقنية للمؤسسات البنكية بموجب الأمر رقم 71-47 الصادر في جوان 1971، والمتضمن تنظيم البنوك، ومن خلاله تم منح البنك المركزي المزيد من الصلاحيات المتمثلة في منح قروض وتسيقات بدون قيد أو شرط، بعدما كانت مهمته الأساسية تتمثل في خدمة الخزينة العمومية، كما تم انشاء البنك الجزائري للتنمية، بالإضافة إلى تكليف البنوك بتسيير ومراقبة كل العمليات المالية المتعلقة بالمؤسسات العمومية وفرض رقابة على التدفقات النقدية، وقد ركزت هذه الإصلاحات على مجموعة من الآليات التوجيهية الأساسية كما يلي¹:

✓ **التوظيف البنكي الواحد:** حيث تم اجبار جميع المؤسسات العمومية ذات الطابع التجاري والصناعي بتركيز حساباتها لدى بنك تجاري واحد، وذلك لتسهيل متابعة الوضع المالي للمؤسسة واتخاذ الاجراءات اللازمة في حال حدوث مشاكل.

✓ **منع التمويل الذاتي:** من خلال المرسوم رقم 70-93 (ديسمبر 1970) لا يسمح للمؤسسات باستعمال أموالها في التمويل، لأن أرباحها بعد اقتطاع الإهلاكات والاحتياطات تودع لدى الخزينة، وقد ظلت المؤسسات تتبع هذا القانون إلى غاية 1976.

✓ **تخصص البنوك:** ما يعني اهتمام كل بنك بتمويل قطاع معين دون القطاعات الأخرى، ومنه تخصص البنوك حسب تخصص المتعاملين الاقتصاديين.

✓ **منع الائتمان ما بين المؤسسات:** بهدف تمكين البنوك من متابعة الوضع المالي للمؤسسات العمومية، يتم منع هذه المؤسسات من الاقتراض فيما بينها، واقتصرت هذه الوظيفة على البنوك، غير أنه في حالة حدوث مشاكل في السيولة سيلجأ البنك إلى السحوبات على المكشوف من البنك المركزي، وهي عمليات ينتج عنها زيادة الإصدار النقدي.

✓ **تقسيم المهام:** قسمت المهام ما بين المجلس الوطني للتخطيط ووزارة المالية، فعند إقرار المؤسسة لمشروعها الاستشاري تقوم بوضعه لدى وزارة المالية، وعند الموافقة يتم إرساله لوزارة التخطيط التي تقوم بتقييم المردودية الاجتماعية والمالية، ثم يتم إبرام عقد الإقراض ما

¹ علي جقريف، النظام المصرفي الجزائري واشكالية تطبيق مقررات لجنة بازل 3 (دراسة مقارنة مع النظام المصرفي الأردني)، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة عبد الحميد مهري، قسنطينة 2، 2017-2018، ص ص: 234-235.

الفصل السادس: الجهاز البنكي الجزائري قبل وبعد اصلاحات قانون النقد والقرض 1990

بين المؤسسة صاحبة المشروع والبنوك التجارية أو البنك الجزائري للتنمية للحصول على التمويل.

1- القانون رقم (86-12) الصادر في ديسمبر 1986 والمتعلق بنظام القروض والبنوك:

في سنة 1986 صدر القانون رقم (86-12) المؤرخ في 19 أوت 1986 والمتعلق بنظام القروض والبنوك، وقد تم اصداره في إطار الاصلاحات الاقتصادية المتبعة في الجزائر آنذاك وتماشيا مع التحولات الاقتصادية العالمية والتوجه نحو اقتصاد السوق، وقد منح هذا القانون للبنوك نمطا جديدا في تسيير وتقديم القروض، فاستعادت بموجبه البنوك مسؤوليتها عن متابعة استخدام القروض الممنوحة إلى جانب دراسة الأوضاع المالية للمؤسسات الاقتصادية العمومية التي تحصل على القروض واتخاذ كل الاجراءات الضرورية للتقليل من مخاطر عدم السداد، كما استعاد البنك المركزي صلاحياته فيما يتعلق بتطبيق السياسة النقدية، حيث كلف بإعداد وتسيير أدواتها بما في ذلك تحديد سقف عمليات إعادة الخصم لتوجيه السياسة الاقراضية المتبعة من طرف البنوك، بالإضافة إلى ذلك فقد تم انشاء القروض والخطة الوطنية للقرض¹. من جملة الصلاحيات التي منحت للبنك المركزي بموجب هذا القانون نجد²:

- ✓ متابعة وتنفيذ المخطط الوطني للقرض.
- ✓ مراقبة وموازنة توزيع القروض على مختلف أصعدة الاقتصاد الوطني.
- ✓ مساعدة الخزينة العمومية في بعض مهامها.
- ✓ ضمان مركزية تسيير وتوظيف احتياطي الصرف.
- ✓ منح رخص التصدير والاستيراد للذهب والمعادن النفيسة.
- ✓ توفير الظرف الملائمة لاستقرار أسعار العملة والسير الحسن للبنوك وذلك بوضع الأدوات اللازمة لتسيير السياسة النقدية بما فيها تحديد سعر إعادة الخصم للبنوك.
- ✓ وكيل مالي للدولة، حيث يعمل لحسابها في عمليات الصندوق وكبنك اقراض.
- ✓ حق الاصدار النقدي دون البنوك.
- ✓ القيام بعمليات سحب النقود واستبدال الأوراق النقدية المتداولة.

¹ فايزة لعرف، مرجع سبق ذكره، ص ص: 149-150.

² سليمان بوفاسة، مرجع سبق ذكره، ص: 259.

الفصل السادس: الجهاز البنكي الجزائري قبل وبعد اصلاحات قانون النقد والقرض 1990

- ✓ المساهمة في إعداد القوانين المتعلقة بالصرف والتجارة الخارجية وتقييم آثارها على التوازن الخارجي وعلى الاستقرار النقدي.
- ✓ السهر على تطبيق قواعد الصرف.

1-2- القانون رقم (88-06) الصادر في 12 جانفي 1988:

نص القانون رقم (88-06) على استقلالية المؤسسات البنكية والمالية، فأصبحت مؤسسات القرض عبارة عن مؤسسات عمومية تعمل بقواعد المتاجرة والمردودية، وفي هذا الإطار تغير تعامل البنك مع المؤسسات العمومية، فأصبحت تراعي في تعاملها عاملي المردودية والمخاطرة، وأصبحت البنوك متسلحة بعدة صلاحيات منها معالجة ملفات الطالبين للاستثمار وكذا التفاوض بين البنك والمتعاملين الاقتصاديين¹، ووفقا لهذا القانون تم إعادة هيكلة النظام البنكي الجزائري كما يلي²:

- **البنك المركزي:** بموجب هذا القانون استعاد البنك المركزي كل صلاحياته في تحديد معدلات الفائدة الموجهة وتحفيز البنوك على تعبئة الموارد، من خلال تقييده لعملية منح الموافقة لإعادة الخصم للقروض قصيرة الأجل الموجهة للمؤسسات العامة بهدف تمويلها وإلغاء عملية إعادة تمويل البنوك لهذه المؤسسات عن طريق السحب على المكشوف، بمعنى عدم اعطاء البنوك الموافقة على التمويل عند عدم وجود رصيد.
- **البنوك التجارية:** بموجب هذا القانون تم اعتبار البنوك التجارية شخصية معنوية تجارية تخضع لمبدأ الاستقلالية المالية والتوازن المحاسبي، فنشاط البنك أصبح يخضع لقواعد التجارة ويهدف إلى تحقيق الربحية، خاصة في تعامله مع المؤسسات الاقتصادية العامة، التي أضحت تتميز بتراكم كبير في مبالغ قروض السحب على المكشوف نظرا لاختلال توازنها المالي الناتج عن الصعوبات الكبيرة في تحصيل حقوقها، ووفقا للمادة (2) من هذا القانون يمكن للبنوك القيام بعمليات التوظيف المالي كالحصول على أسهم وسندات صادرة عن مؤسسات تعمل داخل التراب الوطني أو خارجه، كما يمكن لها أن تلجأ للجمهور من أجل الاقتراض على المدى الطويل واللجوء إلى طلب قروض خارجية.

¹ ياسين الطيب، النظام المصرفي الجزائري في مواجهة تحديات العولمة المالية، مجلة الباحث، جامعة ورقلة، العدد 03، 2003، ص: 53.

² فائزة لعرف، مرجع سبق ذكره، ص ص: 154-155.

الفصل السادس: الجهاز البنكي الجزائري قبل وبعد اصلاحات قانون النقد والقرض 1990

بالرغم من إعادة الهيكلة التي عرفها النظام البنكي الجزائري على ضوء القوانين السابقة، إلا أنه احتاج إلى اصلاحات جذرية تتماشى وما هو معمول به دوليا، لذا تم اصدار قانون النقد والقرض.

ثانيا: قانون النقد والقرض (1990)

في بداية التسعينات شرعت الجزائر في إجراءات اصلاحات هيكلية على منظومتها البنكية، تعكس في بعدها التوجه الاستراتيجي نحو اقتصاد السوق، حيث كان التوجه فتح السوق للبنوك الخاصة، الوطنية والأجنبية لممارسة أنشطتها، ومن أبرز هذه الإصلاحات نجد قانون النقد والقرض سنة 1990.

1- مضمون قانون النقد والقرض:

سميت هذه المرحلة بمرحلة الاصلاح المالي العمق وقد امتدت من (1990-2003)، ويهدف القانون الذي صدر في سنة 1990 إلى مجموعة من النقاط نلخصها فيما يلي¹:

- ✓ وضع حد نهائي للتدخل الإداري في القطاع البنكي، والعمل على القضاء على الانحرافات غير المراقبة في تسيير البنوك، وإعادة الاعتبار لدور البنك المركزي في تسيير النقد والائتمان بشكل يحميه من التعرض لضغوط سياسية قد تؤدي في النهاية إلى آثار اقتصادية غير مرغوبة.
- ✓ انشاء مجلس النقد والقرض الذي يعد بمثابة السلطة النقدية المسؤولة عن صياغة سياسة الائتمان، النقد الأجنبي، الدين الخارجي والسياسات النقدية.
- ✓ تحريك السوق النقدية وتنشيطها، وتشجيع الاستثمارات الخارجية المفيدة وإصلاح الوضعية المالية لمؤسسات القطاع العام، وارساء مبدأ توحيد المعاملة بين المؤسسات الخاصة والعامة بالنسبة لإمكانية الحصول على الائتمان.
- ✓ اقامة نظام بنكي ذو مستويين (البنك المركزي كمصدر للنقود، والبنوك الأخرى كمؤسسات مانحة للقرض، والغاء مبدأ التخصيص).

يرتكز قانون النقد والقرض على عدة مبادئ تتمثل فيما يلي²:

¹ المرجع السابق، ص: 156.

² زبير عياش، تأثير تطبيق اتفاقية بازل2 على تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة العربي بن مهيدي، أم بواقي، 2012، 2017.

الفصل السادس: الجهاز البنكي الجزائري قبل وبعد اصلاحات قانون النقد والقرض 1990

- **الفصل بين الدائرة النقدية والدائرة الحقيقية:** يقر هذا المبدأ أن كل القرارات النقدية تتخذ على أساس الأهداف النقدية التي تحددها السلطة النقدية، وبناء على الوضع النقدي السائد الذي يتم تقديره من طرف السلطة ذاتها. وبالتالي توقيف التعامل وفق الأسلوب السابق القائم على القرارات النقدية المتخذة، تبعا للقرارات الحقيقية الصادرة عن هيئة التخطيط المركزي للاقتصاد، حيث كان الهدف الأساسي هو تعبئة الموارد اللازمة لتمويل البرامج الاستثمارية المخططة.
- **الفصل بين الدائرة النقدية ودائرة ميزانية الدولة:** لم تعد الخزينة العمومية حرة في اللجوء للبنك المركزي لتمويل العجز لديها كما كانت في السابق، وبالتالي تعزيز استقلالية البنك المركزي وتقليص الآثار الناتجة عن عملية الإصدار النقدي.
- **الفصل بين دائرة ميزانية الدولة ودائرة القرض:** تم اعتماد هذا المبدأ لوضع حد نهائي، للدور الذي كانت تلعبه الخزينة في تمويل استثمارات المؤسسات العمومية في ظل النظام الموجه، وتهميش دور الجهاز البنكي في مجال الوساطة المالية، حيث كان دوره يقتصر على تسجيل عبور الأموال من دائرة الخزينة إلى المؤسسات فقط، وبالتالي أصبح دور الخزينة يقتصر على تمويل الاستثمارات العمومية المخططة من طرف الدولة، وأصبح تقديم القروض لا يخضع لقواعد إدارية، وإنما يرتكز على مفهوم الجدوى الاقتصادية للمشروع.

وبذلك أصبح الهيكل العام للنظام البنكي الجزائري وفق هذا القانون كما يلي:

- **البنك المركزي والبنوك التجارية:** بصدور قانون النقد والقرض أُطلق على البنك المركزي تسمية "بنك الجزائر"، كما أوكلت له كافة الصلاحيات في التسيير والرقابة، تنظيم التداول النقدي وإصدار ومراقبة الائتمان، إضافة إلى تسيير المديونية الخارجية ومراقبة تنظيم سوق الصرف، حيث يقوم بممارسة هذه الصلاحيات عن طريق مجلس النقد والقرض، اللجنة المصرفية، لجنة مركزية المخاطر وعوارض الدفع، أما البنوك التجارية فقد تجددت مهامها وكفاءاتها وتم توسعتها لتتماشى مع النهج الجديد للإصلاح مع احداث نوع من الرقابة عليها حماية لزيائنها، حيث تم إدخال نسب المخاطرة في التعامل واحداث ضمانات كضمانات الرهن العقاري.
- **الأجهزة التنظيمية والهيئات الرقابية الحديثة:** للقيام بالمهام السابقة الموكلة للبنك المركزي تم انشاء ثلاث هيئات وفق ما نص عليه قانون النقد والقرض، حيث تم انشاء مجلس النقد

الفصل السادس: الجهاز البنكي الجزائري قبل وبعد اصلاحات قانون النقد والقرض 1990

والقرض، اللجنة المصرفية، لجنة مركزية المخاطر ومركزية العوارض، وفيما يلي شرح موجز لكل لهيئة:

- **مجلس النقد والقرض:** هو مجلس وطني أسس وفق المادة (32) من قانون النقد والقرض بدلا عن المجلس الوطني للقروض الذي انشئ سنة 1986، له مهمة تسيير بنك الجزائر، حيث يتأسس هذا المجلس محافظ بنك الجزائر كما يضم النواب الثلاثة للمحافظ وثلاثة أعضاء يعينون بموجب مرسوم عن رئيس الحكومة¹.

يقوم المجلس بمهامه كمجلس إدارة من خلال إشرافه على فتح واقفال الفروع والوكالات، تكوين لجان استشارية مع تحديد كيفية تكوينها، قواعدها وصلاحياتها، وكذا الإشراف على نظام مستخدمي بنك الجزائر، بالإضافة إلى توزيع الأرباح وشروط توظيف الأموال العائدة لها، أما كمجلس نقدي من حيث سلطة القرار في مختلف المسائل المالية والنقدية كإصدار النقد واتلافه وضبط الكتلة النقدية، تحديد شروط البنوك والمؤسسات المالية وتنظيم نشاطها وشروط انشاء بنوك خاصة ونشاط البنوك الأجنبية، وكذا مباشرة مختلف عمليات بنك الجزائر على الذهب النقدي والعملات الأجنبية وعمليات إعادة الخصم، وتنظيم ومراقبة السوق النقدية وسوق الصرف الأجنبي وغرفة المقاصة.

- **اللجنة المصرفية:** انشأت هذه اللجنة المصرفية طبقا لأحكام المادة (134) من قانون النقد والقرض، وتتكون من المحافظ أو نائبه وأربعة أعضاء آخرين يعينون لمدة خمسة سنوات بموجب مرسوم يصدر عن رئيس الحكومة وذلك وفقا للمادة (144) من نفس القانون، وهم: قاضيان منتدبان من المحكمة العليا، وعضوان مقترحان من وزير المالية يُختاران لكفاءتهما في الشؤون المالية والمصرفية، تقوم هذه اللجنة بعملها أما عن طريق الرقابة المكتبية (وثائق ومستندات) أو عن طريق الرقابة الميدانية أين تقوم بعمليات التفتيش الدورية بمراقبة عمل للتأكد من خضوع البنوك والمؤسسات المالية للقوانين والأنظمة ومعاقبتهما في مخالفتها لهذه القوانين².

¹ القانون رقم (90-10) المؤرخ في 14 أبريل 1990 والمتعلق بقانون النقد والقرض، الجريدة الرسمية عدد 16، الصادرة بتاريخ 18 أبريل 1990: ص: 524.

² النظام رقم (90-10) المؤرخ في 14 أبريل 1990، ص: 536-537.

الفصل السادس: الجهاز البنكي الجزائري قبل وبعد اصلاحات قانون النقد والقرض 1990

- لجنة مركزية المخاطر وعوارض الدفع: هي لجنة مكلفة بجمع المعلومات الخاصة بأسماء المستفيدين وطبيعة وسقف القروض الممنوحة من طرف جميع البنوك والمؤسسات المالية والمبالغ المسحوبة، والضمانات المقدمة مقابل الحصول على كل قرض، وذلك بعد تحديد كل مخاطر القروض، ولا يمكن لأي بنك أو مؤسسة مالية أن تمنح أي قرض إلا بعد الحصول على الاستشارة وكل المعلومات الخاصة بالمستفيد من القرض من طرف لجنة مركزية المخاطر¹.

2- التعديلات التي أدخلت على قانون النقد والقرض (1990):

بالرغم من كون هذا القانون حمل في طياته اصلاحات حقيقية، تتم عن رغبة شديدة في تطوير الجهاز البنكي الجزائري، حيث أنه قد لخص القوانين التي سبقته كما قدم إضافات أخرى، غير أن التطورات التي اكتسحت الساحة البنكية استدعت القيام ببعض الاجراءات، ففي الفترة الممتدة بين (1991-1996) تلقت البنوك التجارية مبلغ 168 مليار دينار جزائري كتعويضات عن خسائر الصرف التي نتجت عن تسديد القروض الخارجية، كما تم تخصيص مبلغ 84.7 مليار دينار جزائري من أجل ضمان قدرة البنوك على السداد، وبين سنتي 1995 و1997 خصص ما يقارب 25 مليار دينار جزائري لإعادة رسمة البنوك العمومية، وعلى المستوى التنظيمي تم إعداد برامج تتعلق بتطوير وعصرنة الوظائف الحيوية للبنوك المتمثلة في الوظيفة التجارية، المحاسبية، نظام المعلومات وتسييره، تسيير الخزينة، نظام الرقابة الداخلية... الخ، كما تم تشكيل خلية تفكير تبحث في السبل الكفيلة في تفعيل دور البنوك في مجال تمويل الاقتصاد، ومن جهة أخرى فقد منحت البنوك استقلالية متزايدة في اتخاذ القرارات التشغيلية بشأن توزيع القروض، وعلى الأخص رفض تقديم القروض للمشاريع ذات المخاطر العالية².

2-1- تعديلات قانون النقد والقرض لسنة 2001:

من خلال الأمر رقم 01-01 الصادر في 27 فيفري 2001، تم الفصل بين وظيفتي إدارة وتسيير شؤون البنك المركزي ودور السلطة النقدية، كما تم السماح للمحافظ ونوابه بالحصول على قروض

¹ فايزة لعراف، مرجع سبق ذكره، ص: 2013.

² عبد العزيز خنفوسي، العولمة وتأثيراتها على الجهاز المصرفي (الجزء الأول)، الطبعة الأولى، دار الأيام للنشر والتوزيع، الأردن، 2016، ص: 92.

الفصل السادس: الجهاز البنكي الجزائري قبل وبعد اصلاحات قانون النقد والقرض 1990

وتمويلات سواء من مؤسسات أجنبية أو وطنية، وذلك بعد إلغاء الفقرة الثالثة من المادة من قانون النقد والقرض والتي كانت تمنع ذلك، ووفقا للمادة 13 فإنه يتم تعيين المحافظ لمدة ست سنوات، والنواب لمدة خمس سنوات، مع تجديد الولاية لكل منهما مرة واحدة¹.

2-2- تعديلات قانون النقد والقرض لسنة 2003:

بعد حدوث أزمة الخليفة والبنك التجاري الصناعي في سنة 2003، عمد بنك الجزائر إلى اتخاذ جملة من الاجراءات من خلال إصدار الأمر رقم 03-11 المؤرخ في 26 أوت 2003، وذلك بالتركيز على مجموعة من النقاط تتمثل فيما يلي²:

- من خلال الفصل بين مجلس إدارة البنك المكلف بتسييره بوصفه مؤسسة، ومجلس النقد والقرض الذي يمارس صلاحيات جوهرية على صعيد السياسة النقدية وسياسة الصرف والتنظيم والإشراف ونظم الدفع، وكذا توسيع صلاحيات المجلس لتمتد في المستقبل إلى التدخل في وضع سياسات النقد والصرف وتسيير الاحتياطات والمديونية الخارجية ومتابعتها وتقييمها.
- ينظم بنك الجزائر ويسير مصلحة مركزية المخاطر، وهي تعنى بجمع أسماء المستفيدين من القروض، طبيعة القروض الممنوحة وسقفها، والضمانات المعطاة لكل قرض من جميع للمؤسسات المالية للبنوك، ويجب على البنوك والمؤسسات المالية الانخراط في هذه المصلحة وتزويدها بالمعلومات.
- إقامة هيئة رقابية مهمتها متابعة نشاطات بنك الجزائر، خصوصا ما تعلق منها بتسيير مركزية المخاطر ومركزية المستحقات غير المدفوعة والسوق النقدية.
- دعم التشاور والتنسيق بين الحكومة وبنك الجزائر في المجال المالي من خلال انشاء لجنة مشتركة بين بنك الجزائر ووزارة المالية، لتسيير الأرصدة الخارجية واحتياطي الصرف والمديونية الخارجية.

¹ سارة بركات، دور تطبيق الاجراءات الاحترازية لإدارة المخاطر البنكية في تحسين الحوكمة المصرفية (دراسة حالة بنك سوسيتي جنرال الجزائر)، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة محمد خيضر، بسكرة، 2015، ص: 271.

² زبير عياش، مرجع سبق ذكره، ص: 222.

الفصل السادس: الجهاز البنكي الجزائري قبل وبعد اصلاحات قانون النقد والقرض 1990

- من خلال إعطاء البنوك والمؤسسات المالية صفة المؤسسة توجب اتباع مخطط المردودية والكفاءة لتسيير أمورها، بالإضافة إلى ضرورة اتباع أساليب كمية وأخرى نوعية (المراقبة الداخلية) لقياس المرتبطة بنشاطها.
- لضمان حماية أفضل للبنوك والساحة المالية والادخار العمومي، دعم هذا الأمر شروط ومقاييس اعتماد البنوك وأقر معايير دقيقة لمسييري البنوك، بما فيها إلزامية التحقيق في الماضي المالي لطالب الرخصة، كما منع امكانية تمويل نشاطات المؤسسات الاقتصادية التابعة لأصحاب البنك، واقترح عقوبات جزائية صارمة لمخالفني التنظيم القانوني المتعلق بممارسة النشاطات البنكية.

ثالثا: تعديلات قانون النقد والقرض 2009-2017

من جملة الاصلاحات التي مست النظام البنكي الجزائري، طرأت تغييرات وتعديلات على قانون النقد والقرض خلال سنتي 2009 و 2010، وكذا خلال سنة 2017، نوجزها من خلال هذا العنصر.

1- قانون النقد والقرض لسنة 2009:

جاء قانون النقد والقرض لسنة 2009 بعدما أظهرت القوانين السابقة نقائص أثرت على السياسة الاقتصادية، وقد اهتم هذا القانون بشقين هما السياسة النقدية والبنوك ، فمن خلال النظام رقم 03-09 المؤرخ في 26 ماي 2009 الذي يحدد القواعد العامة المتعلقة بشروط البنوك المطبقة على العمليات البنكية، تم التركيز على مجموعة من النقاط التي من شأنها ضمان التسيير الحسن للبنوك، وتمثلت هذه النقاط فيما يلي¹ [النظام رقم 03-09، 13 سبتمبر 2009]:

- يقصد بشروط البنك، المكافآت والتعريفات والعمولات وغيرها المطبقة على العمليات البنكية التي تقوم بها البنوك والمؤسسات المالية.
- تحدد البنوك والمؤسسات المالية بكل حرية معدلات الفائدة الدائنة والمدينة، وكذا معدلات ومستوى العمولات المطبقة على العمليات البنكية، كما أن معدلات الفائدة الفعلية الاجمالية

¹ نظام رقم 03-09 المؤرخ في 26 ماي 2009 والمتعلق بتحديد القواعد العامة المتعلقة بشروط البنوك المطبقة على العمليات البنكية، الجريدة الرسمية عدد 53، الصادرة بتاريخ 13 سبتمبر 2009،

² Instruction No 05-09 du Juillet 2009 relative a la déclaration des crédits consentis par une banque ou un établissement financier a une entreprise dont elle ou il détient une participation au capital.

الفصل السادس: الجهاز البنكي الجزائري قبل وبعد اصلاحات قانون النقد والقرض 1990

على القروض الموزعة من طرف البنوك والمؤسسات المالية لا يجب أن تتجاوز معدل الفائدة الزائد الذي يحدده بنك الجزائر.

- يجب على البنوك والمؤسسات المالية أن تحترم بصرامة الشروط التي حددتها والمطبقة على العمليات البنكية في حدود معدل الفائدة الزائد الذي يحدده البنك.
- ينبغي على البنوك والمؤسسات المالية أن تبلغ زبائنها والجمهور بالشروط البنكية التي تطبقها بعنوان العمليات البنكية التي تقوم بها وخاصة معدلات الفائدة الاسمية ومعدلات الفائدة الفعلية الإجمالية على هذه العمليات.
- يجب على كل بنك وفي ملف مستقل الإفصاح عن القروض الممنوحة للمؤسسات التي يكون مساهما بها، وذلك في حدود 25% من رأسماله الأساسي¹.
- يجب على البنوك والمؤسسات المالية تنفيذ العمليات البنكية في الآجال المطبقة لتاريخ القيمة القانوني، وفي حالة التأخير فهي ملزمة بتقديم تعويض للعميل.

2- قانون النقد والقرض لسنة 2010:

أصدر بنك الجزائر الأمر رقم 10-04 في 26 أوت 2010 ليعدل ويتمم ما جاء في القانون رقم 11-03 الصادر في 26 أوت 2003، وقد تم التركيز على ما يلي²:

- ✓ يكلف بنك الجزائر بتنظيم الحركة النقدية، ويوجه ويراقب توزيع القرض وتنظيم السيولة، كما يسهر على حسن سير التعهدات المالية تجاه الخارج وضبط سوق الصرف والتأكد من سلامة النظام البنكي وصلابته.
- ✓ يتأكد بنك الجزائر من سلامة وسائل الدفع غير العملة الائتمانية، وكذا يقوم بإعداد المعايير المطبقة في هذا المجال وملاءمتها، ويمكنه رفض إدخال أي وسيلة دفع، لاسيما إذا كانت تقدم ضمانات سلامة غير كافية.
- ✓ يمنع الترخيص بالمساهمات الخارجية في البنوك والمؤسسات المالية التي يحكمها القانون الجزائري، ما عدا الشركات التي تمثل فيها المساهمة الوطنية 51% على الأقل من رأس المال.

³ زبير عياش، مرجع سبق ذكره، ص: 223.

الفصل السادس: الجهاز البنكي الجزائري قبل وبعد اصلاحات قانون النقد والقرض 1990

- ✓ يجب على البنوك والمؤسسات المالية تشديد عمليات الرقابة الداخلية بها، وذلك للتأكد من التحكم الجيد في النشاطات والاستعمال الفعال للموارد وكذا ضمان صحة المعلومات المالية، مع الأخذ في الاعتبار مجمل المخاطر بما فيها المخاطر التشغيلية.
- ✓ يتعين على البنوك وضع جهاز رقابة المطابقة، بهدف التأكد من مطابقتها للقوانين والتنظيمات.
- ✓ يقوم بنك الجزائر بتنظيم وتسيير مصلحة مركزية المخاطر ومركزية المستحقات غير المدفوعة، حيث يمنع على البنوك استعمال الخاصة بمصلحة مركزية المخاطر إلا في إطار قبول القروض وتسييرها، ويمنع استعمالها لأغراض أخرى كالاستشراف التجاري أو التسويقي.
- ✓ عند سحب الاعتماد من البنوك والمؤسسات المالية الخاضعة للقانون الجزائري تصبح قيد التسوية، وكذلك هو الحال بالنسبة لفرع البنوك والمؤسسات المالية الأجنبية العاملة في الجزائر.
- ✓ يجب على مسيري البنوك والمؤسسات المالية الالتزام بأخلاقيات المهنة والقواعد التي تحكمها، وذلك تحت طائلة التعرض لعقوبات تتراوح من الإنذار إلى غاية سحب الاعتماد بالإضافة إلى عقوبات مالية.

بهدف مواكبة التطورات التي شهدتها الساحة المالية العالمية على إثر إصدار وثيقة اصلاحات بازل3 في ديسمبر 2010، والتي ردت من خلالها لجنة بازل على الانتقادات التي طالتها عقب الأزمة المالية، وقد هدفت من خلالها إلى تعزيز رأس مال البنوك لمواجهة المخاطر، هذه الأخيرة اختصتها بمحور مستقل شددت فيه على ضرورة التسيير الجيد لمخاطر الائتمان ومخاطر إعادة التوريق، كما دعمت هذا المحور بوثائق لاحقة تضمنت آليات ومقاييس تسيير مخاطر التشغيل ومخاطر السوق. فقد عمل بنك الجزائر على إصدار النظام رقم 01-14 الصادر في 16 فيفري 2014 والذي شكل منعرجا كبيرا وحاسما في مجال تسيير المخاطر البنكية في البنوك الجزائرية، فقبل صدوره كانت المخاطر تسيير وفق نظام الرقابة الداخلية، فيما عدا مخاطر الائتمان التي كانت تسيير وفق ما جاء في اتفاقية بازل1 باستخدام الأوزان الترجيحية، باعتبار ان نسبة كفاية رأس المال تضمنت فقط خطر الائتمان، أما المخاطر الأخرى فقد تم إدراجها بصدور النظام رقم 01-14 وذلك في إطار توسيع قاعدة المخاطر، وعن نسبة

الفصل السادس: الجهاز البنكي الجزائري قبل وبعد اصلاحات قانون النقد والقرض 1990

كفاية رأس المال وفق هذا النظام فهي مساوية لما جاء في مقررات بازل3 من حيث النسبة والمكونات، أما طريقة الحساب فهي مماثلة لما جاء في مقررات بازل2، وهذا راجع للتأخير في إصدار القوانين المسايرة لمعايير لجنة بازل.

3- قانون النقد والقرض لسنة 2017:

قبيل اعتماد تعديل قانون النقد والقرض لسنة 2017، شهدت الوضعية المالية والنقدية في الجزائر عدة تغييرات استدعت اللجوء إلى التمويل غير التقليدي لتمويل التنمية الاقتصادية، ومن جملة هذه التغييرات نذكر ما يلي¹:

✓ انخفاض كبير في السيولة، حيث وصل إلى حدود 821 مليار دينار في ديسمبر 2016 (خلال سنة 2014 قدرت بـ 1833 مليار دينار).

✓ استمرار تآكل احتياطي الصرف الأجنبي بنسبة 18.2% عن سنة 2015، وهذا الوضع قلل من هامش التصدي للصدمات الخارجية.

✓ عجز في ميزانية الدولة قدر بـ 869 مليار دينار سنة 2016، و1206 مليار دينار سنة 2017.

✓ تدني القدرة الشرائية للدينار الجزائري الذي يعتبر من أضعف العملات إفريقيا، وانخفاض سعر صرفه إلى أدنى المستويات مقارنة بأهم العملات الأجنبية (1أورو=140 دينار في السوق الرسمي و220 دينار في السوق الموازي).

في ظل هذه التغييرات أصدر بنك الجزائر القانون رقم 17-10 المؤرخ في 11 أكتوبر سنة 2017، والمتمم للأمر 03-11 المؤرخ في 26 أوت 2003 والمتعلق بالنقد والقرض، والذي يقر من خلال المادة رقم (45) على أن بنك الجزائر يمكنه وبشكل استثنائي لمدة خمس سنوات، القيام بعمليات شراء مباشرة للسندات المالية التي تصدرها الخزينة، وذلك في إطار تغطية احتياجاتها من التمويل، وتمويل الدين العمومي الداخلي، وكذا تمويل الصندوق الوطني للاستثمار. تأتي عمليات التمويل هذه لتحقيق توازنات خزينة الدولة بعد العجز المسجل في 2016، وتوازن ميزان المدفوعات.

¹ صلاح الدين سعودي ورمضان كزار، انعكاسات تعديل قانون النقد والقرض سنة 2017 على فعالية السياسة النقدية في الجزائر، مجلة اقتصاد المال والأعمال، جامعة الشهيد حمة لخضر، الوادي، المجلد (05)، العدد (02)، ديسمبر 2020، ص: 451.

الفصل السادس: الجهاز البنكي الجزائري قبل وبعد اصلاحات قانون النقد والقرض 1990

وفق هذا التعديل يمكن للخزينة العمومية الاستفادة من الخدمات المالية المقدمة للبنك المركزي بشكل أوسع، إضافة إلى التمويل عبر القروض، كما أن من الواضح أن هذا القانون يحد من استقلالية البنك المركزي التي كان يتغنى بها من خلال كل تعديل، ويتضح ذلك من خلال ما يلي¹:

- ✓ إعفاء الخزينة العمومية من شرط تسقيف الحساب على المكشوف والذي قدر بـ10% من إجمالي إيراداتها العامة للسنة الماضية.
- ✓ السماح بشراء سندات الخزينة العمومية في السوق الأولي، بعدما كانت عمليات التداول تتم فقط في السوق الثانوي، وهذا ما يعطي البعد غير التقليدي لعملية التمويل عما كان معمول به سابقا.
- ✓ عمليات الاكتتاب التي كان يقوم بها بنك الجزائر كانت تقتصر على الأوراق المالية عالية الجودة، وفق ما تنص عليه أبجديات التعامل في السوق النقدي، وبالتالي وكنتيجة حتمية فهو لا يكتتب في الأوراق المالية منخفضة الجودة (سندات الخزينة)، غير أن هذا القانون يلزم بنك الجزائر باقتناء هذه الأصول بالرغم من تردي جودتها والمخاطر العالية المترتبة عنها لمدة خمس سنوات، الأمر الذي يوفر سيولة هائلة لدى الخزينة لتحقيق التوازنات المرجوة.
- ✓ قبل هذا التعديل لم يكن مسموحا لبنك الجزائر بطباعة كميات نقود جديدة إلا في وفق دراسات اقتصادية دقيقة حول وضعية الاقتصاد الجزائري، لكن وفق هذا التعديل بات بالإمكان طباعة كميات من النقود لتلبية الحاجات التمويلية للخزينة.

¹ نبيلة مسيلتي وآخرون، التمويل غير التقليدي بالجزائر (واقع وآفاق)، مجلة أبحاث اقتصادية معاصرة، جامعة عمار تليجي، الأغواط، المجلد (01)، العدد (01)، أوت 2018، ص: 76.

القسم الثاني: أسواق رؤوس المال

أولاً: مفاهيم عامة حول الأسواق المالية

ثانياً: سوق رؤوس الأموال الدولية

ثالثاً: الساحة المالية الدولية

أولاً: مفاهيم عامة حول الأسواق المالية

تلعب الأسواق المالية دوراً فعالاً في عملية التنمية الاقتصادية، حيث تشكل القنوات التي يتم من خلالها تدفق الأموال من الوحدات التي تحقق فائض مالي إلى الوحدات التي تعاني من عجز مالي وتحتاج إلى موارد مالية ملائمة لتغطية حاجاتها التمويلية، سواء تعلق الأمر بالأفراد أو المؤسسات، وتنقسم الأسواق المالية إلى أسواق نقدية وأسواق رأس المال، تختلف عن بعضها البعض من ناحية الأصول المتداولة والمدة الزمنية التي تغطيها، وكذا قواعد التعامل فيها.

1- تعريف الأسواق المالية:

السوق المالي هو الآلية (الأسلوب والإجراءات) التي يتم بواسطتها بيع وشراء وتبادل السلع والخدمات أو الأصول المالية (الاسهم والسندات وما شابهها)¹.

وهو أيضاً: "ذلك النظام المتكامل للتحويل الذي تشرف علي إدارته هيئات متخصصة محكمة تحت إشراف السلطات العامة في الدولة بغية تجميع المدخرات وتحويلها نحو القنوات المحتاجة للتمويل"².

الأسواق المالية تمثل نقطة التقاء بين وحدات تمتلك فوائض مالية ترغب في توظيفها بهدف الحصول على عائد، ووحدات تعاني عجز مالي تبحث عن مصادر لسد حاجاتها التمويلية، وبالتالي فإن عملية انتقال الأرصدة بين الودعتين تساهم في توفير السيولة، وبالتالي فتح المجال للاستثمار وتوظيف اليد العاملة، وهذا يساهم في تحريك عجلة الاقتصاد ككل، ما يعني أن كل الأطراف المتدخلة في السوق المالي تستفيد حسب موقعها في العملية.

1- نشأة وتطور سوق رؤوس الأموال:

إن نشوء سوق الأوراق المالية وتطورها كان انعكاساً لظروف واحتياجات التطور الاقتصادي في البلدان التي وجدت فيها، فالترج والواقعية يؤكدان على أنها لم تنشأ تاريخياً من فراغ ولا بقرار حكومي، وإنما كانت نتيجة لمقتضيات النمو الاقتصادي ومتطلباته. وتعود أصل تسمية بورصة إلى أحد أكبر التجار في بلجيكا الذي كان اسمه **Van Den Bourse** الذي يقيم في مدينة **Bruges** البلجيكية، حيث كان

¹ مصطفى يوسف كافي، المشتقات المالية وأدواتها المستحدثة، الطبعة الأولى، دار ألفا للوثائق (نشر وتوزيع واستيراد)، قسنطينة، الجزائر، 2018، ص: 33.

² عبد الله خبايا، مرجع سبق ذكره، ص: 138.

الفصل السابع: الأسواق المالية

يجتمع التجار عند قصره لغرض التبادل وإجراء الصفقات المالية، التي كان يغلب عليها الطابع السلعي (الحبوب والمواشي) وبأساليب بدائية عن طريق المقايضة¹. يمكن إيجاز مراحل تطور ونشأة الأسواق المالية في المراحل الأربعة التالية²:

- **مرحلة إنشاء أسواق البضائع:** إن انتقال أوروبا من المرحلة الزراعية إلى الصناعية، وما رافق ذلك من هجرة الأيدي العاملة إلى المدن، أدى إلى ازدهار السكان فيها، وبذلك أصبح تموين هذه المدن تموينا منظما بالأغذية والحبوب من المشاكل العسيرة، مما حتم وجود سوق عالمي للإتجار بالمحاصيل الزراعية وظهر ما يسمى بالمضاربين ليتحملوا خطر تقلبات الأسعار وإنشاء تجارة الجملة لتحمل خطر الاتجار، فنشأت أول بورصة للبضائع في باريس عام 1304، ثم في امستردام سنة 1608.
- **مرحلة التعامل بالأوراق التجارية:** انطلق التعامل بالأوراق التجارية في فرنسا في القرن الثالث عشر، فقد عرفت بداية تداول الأوراق التجارية (الكيميالات والسحوبات الإذنية)، فأوجد ملك فرنسا (فيليب الأشقر) مهنة سماسرة الصرف وهذا من أجل تنظيم هذه العملية.
- **مرحلة التعامل بالأوراق المالية في المقاهي:** خلال سنة 1693 اصدر وليم الثالث قرار حول سندات القرض وحق التنازل عنها لأي شخص يرغب في شرائها، وبذلك بدأت أولى الخطوات لتحقيق سيولة الاستثمارات، حيث كان التعامل بهذه السندات في الطرقات والمقاهي، فبعد خروج المتعاملين من بورصة لندن كانت الصفقات المالية تتم في ممرات وعلى قارعة الطريق، وكان هذا قبل افتتاح بورصة لندن.
- **مرحلة استقلال الأسواق المالية بمبانيها وأنظمتها:** مع انطلاقة الثورة الصناعية نشأت مشاريع ضخمة لم يستطع المستثمر الفرد بالأعباء المالية، فنمو الاقتصاد وتطور الصناعة وزيادة الدخل من ناحية ورواج التعامل بالأوراق المالية من ناحية أخرى، أملى ضرورة قيام أسواق الأوراق المالية المستقلة بأنظمتها وإدارتها ومبانيها.

¹ حيدر حسين آل طعمة، الأسواق المالية (النشأة، المفهوم، الأدوات)، سلسلة كراسات استراتيجية صادرة عن مركز الدراسات الاستراتيجية، جامعة كربلاء-العراق، سبتمبر 2014، ص: 07.

² عبد الله غالم وعبد الحفيظ خزان، الأسواق المالية (نشأتها، الوظائف الاقتصادية، خصائصها وأقسامها)، مجلة الاجتهاد القضائي، جامعة الشهيد محمد خيضر، بسكرة، المجلد (11)، العدد (08)، مارس 2016، ص: 71-72.

3- وظائف الأسواق المالية:

تؤدي الأسواق المالية وظائف تفسر وجودها وأهميتها الاقتصادية، ومن خلالها يتمكن النظام المالي من تحقيق الاستثمار الأفضل للموارد المالية وتحقيق التوازن في توزيعها. ومن أهم هذه الوظائف¹:

- ✓ اكتشاف السعر (Price discovery)، فالأسواق المالية توفر الوسائل اللازمة لتفاعل البائعين والمشتريين لتحديد سعر الأصل المالي (معدل العائد المطلوب).
- ✓ توسيع قاعدة الملكية والمديونية لهيكل رأس المال لشركات المساهمة.
- ✓ إضفاء صفة السيولة العالية للأصول المالية والتي يصعب تصورها في حالة غياب هذه الأسواق.
- ✓ تساهم الأسواق المالية بتخفيض كلفة المعلومات وكلفة البحث عن الصفقة.
- ✓ توسيع قاعدة الخيارات لأصحاب المدخرات والثروات.
- ✓ حركة الأسواق ونشاطها هو انعكاس لحركة الاقتصاد العالمي.
- ✓ تخفيف الضغط عن النظام الائتماني والمساهمة في استقرار أسعار الفائدة من خلال إيجاد مصادر بديلة للتمويل.
- ✓ تساعد بفاعلية على ترصين قاعدة رأس المال والتخصيص العادل والكفؤ للموارد.

3- تقسيمات الأسواق المالية:

تختلف تقسيمات وتصنيفات الأسواق المالية باختلاف المعايير التي تتحكم فيها، وفي دراستنا ارتأينا اعتماد معيار الأجل كأساس للتقسيم، فنجد الأسواق النقدية وأسواق رأس المال.

3-1- السوق النقدي:

تعرف الأسواق النقدية على أنها: "أسواق استثمار قصيرة الأجل لا تتجاوز أجل استحقاق الأوراق المالية فيها سنة. تركز على عامل أساسي هو سعر الفائدة والذي يتحدد بناء على الطلب والعرض"².

¹ ارشد فؤاد التميمي، الأسواق المالية (إطار في التنظيم وتقييم الأدوات)، دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع، عمان-الأردن، 2010، ص ص: 25-26.

² عزالدين شرون، مرجع سبق ذكره، ص: 187.

الفصل السابع: الأسواق المالية

وبناء على هذا تتحدد مجموعة من الخصائص تميز هذا النوع من الأسواق عن غيره كما يلي¹:

- **موضوع المبادلة:** تتميز الأصول المتداولة على مستوى هذا السوق بالسيولة النسبية، والتي تعني القدرة على التحول إلى نقود قانونية خلال فترة قصيرة، وبأقل قدر ممكن من الخسارة.
- **المؤسسات المتدخلة في السوق النقدي:** تتمثل أساساً في المؤسسات النقدية والمالية (البنوك المركزية، البنوك التجارية، شركات التأمين... إلخ)، كونهم وسطاء بين الأفراد والمشروعات والحكومة، فالمشروعات الاقتصادية تحتاج أثناء تنفيذها لشراء المواد الأولية ودفع الأجور للعمل واستيراد عناصر الإنتاج، كما أن الأفراد بحاجة إلى الائتمان الاستهلاكي، في حال عدم توفرهم على موارد مالية سائلة وجاهزة، والحكومة بدورها تبحث عن موارد لسد حاجاتها التمويلية الطارئة. أما البنك المركزي وإضافة إلى تدخله باسم الخزينة، فهو يستطيع أن يمارس وظيفته الرقابية على السياسة الائتمانية والتحكم في العرض النقدي بما يتناسب ومتطلبا النمو الاقتصادي.
- **آجال استحقاق الأوراق المتداولة:** ما يميز السوق النقدي عن سوق رأس المال هو التعاملات قصيرة الأجل التي تمول استثمارات مؤقتة، حيث تتراوح مدة الرأض في هذه الأسواق ما بين يوم وأسبوع أو ثلاثة أشهر إلى ستة أشهر.

3-1-1- الأدوات المتداولة في الأسواق النقدية:

يمكن تقسيم الأوراق المتداولة في السوق النقدي حسب عدة معايير كما يلي²:

- **أذونات الخزينة:** هي أوراق حكومية قصيرة الاجل يتم تداولها في السوق النقدي، وهي أداة من أدوات الدين الحكومية هدفها توفير إيرادات مالية للحكومة عندما تعجز إيراداتها الاعتيادية عن تلبية متطلبات الإنفاق الحكومي مدتها في الغاب ثلاثة أشهر أو ستة أشهر، وهي قابلة للخصم وتقل فيها درجة المخاطرة.
- **شهادات الإيداع:** هي شهادات صادرة عن البنوك والمؤسسات المالية مقابل إيداع مبلغ معين لديها ولمدة محددة تنتهي بتاريخ معين وبفائدة معينة، وهي قصيرة الأجل وتعتبر أداة من أدوات

¹ عبد الله خباية، مرجع سبق ذكره، ص ص: 143-144.

² مصطفى كولار وآخرون، مرجع سبق ذكره، ص ص: 24-25.

الفصل السابع: الأسواق المالية

التعامل الهامة في السوق النقدي وهي توفر الفرصة للمودع للحصول على حاجته من السيولة قبل تاريخ الاستحقاق وبيعها في السوق.

- **أوراق تجارية:** وهي التي تحمل وعود بالدفع تصدرها الشركات الكبيرة بأجل استحقاق يتراوح بين يوم واحد وسنة كاملة، ولا يوجد أي ضمان لهذه الأذون إلا ما تتمتع به الشركات من سمعة ائتمانية واستعداد البنوك للتعامل معها لسداد هذه الأوراق عند الاستحقاق¹.
- **القبولات المصرفية:** هي سندات مسحوبة على البنك من قبل عميل يطلب فيها من البنك أن يدفع لأمره أو لأمر شخص ثالث مبلغ محدد مخصص مسبقا وتستهمل بشكل كبير في تمويل التجارة الخارجية والداخلية ويضمن هذا القبول تعهد البنك بالدفع في حالة عدم وفاء العميل للدائن في موعد الاستحقاق، الأمر الذي يزيد من قوة وضمان السند ويجعله قابلا للتداول في السوق النقدي.
- **اتفاقيات إعادة الشراء:** هي وسيلة إقراض واقتراض قصيرة الأجل ويتم استخدامها من قبل الجهات المختصة في بيع وشراء الأوراق المالية، ويتم بموجبها الاقتراض باللجوء إلى مستثمر لديه أموال فائضة عن حاجته ويرغب في إقراضها مقابل أوراق مالية لكن بصورة مؤقتة، ويتم عقد إعادة شراء تلك الأوراق مع المستثمر نفسه وبسعر يفوق السعر الذي تم بيع الأوراق المالية به.

3-1-2- المتعاملون في الأسواق النقدية:

بما أن السوق النقدية تتوسط بين أصحاب الفواض وأصحاب العجز، فإنه من السهل تحديد الأطراف المتعاملة فيه، ونقصد هنا المؤسسات الوسيطة، وفيما يلي شح موجز لكل طرف منها كما يلي²:

- **المؤسسات الوسيطة:** وتتمثل في المؤسسات المالية أو النقدية، مثل: البنوك وشركات التأمين والمؤسسات المالية وبيوت الخصم والقبول وسماسرة الأذون والخزينة العامة.
- **أصحاب الفوائض:** وهي الفئات التي لديها مدخرات وتبحث عن توظيف قصير الأجل يحقق لها السيولة والعائد وتحمل جزء من المخاطر.
- **أصحاب العجز:** وهي الفئات التي تحتاج إلى سيولة أو ائتمان قصير الأجل لسداد التزامات عاجلة أو عجز مؤقت دون تحمل أعباء وتكاليف عالية، مثل: التجار والمضاربين، السماسرة، المستهلكين الذين لهم قدرة على الدفع (الحكومات)، المنشآت المواجهة للالتزامات قصيرة الأجل،

¹ محمود سحنون، مرجع سبق ذكره، ص: 131.

² المرجع نفسه، ص: 131.

الفصل السابع: الأسواق المالية

حيث تقوم البنوك بدور فعال في سوق النقد باعتبارها الوسيط بين الطرفين حيث تؤمن توظيف الفائض وتمول العجز خدمة للطرفين ودفع النشاط الاقتصادي نحو الانتعاش.

ثانياً: سوق رؤوس الأموال

يمثل سوق رؤوس الأموال النوع الثاني من أنواع الأسواق المالية، حيث يختص بتداول الأوراق المالية (أسهم وسندات) طويلة الأجل التي تغطي فترات تزيد عن سنة في غالب الأحيان، ما يعني أن هذه السوق تهتم بالاستثمارات طويلة الأجل.

1- الأدوات المالية المتداولة في سوق رؤوس الأموال:

على عكس الأسواق النقدي التي تختص بإصدار وتداول الأدوات قصيرة الأجل، فإن أسواق رأس المال تختص بأدوات طويلة الأجل منها ما يمثل أدوات ملكية، ومنها ما يمثل أداة مديونية.

1-1- أدوات الملكية (الأسهم):

يقصد بأدوات الملكية مجموعة الأسهم، والتي تمثل حقا للمساهم في الشركة، وهي أوراق مالية قابلة للتداول وفق ما ينص عليه القانون التجاري. يمكن التمييز بين عدة قيم للسهم كما يلي:

- **القيمة الإسمية:** هي القيمة المكتوبة في الصك عند إصداره لأول مرة، ويتم تحديدها في العقد التأسيسي للشركة.
- **القيمة الدفترية:** تمثل هذه القيمة مفهوما محاسبيا، وهي تمثل قيمة الأسهم وفقا للمركز المالي للشركة، بمعنى القيمة الكلية لصافي أصول الشركة بعد خصم جميع التزاماتها.
- **القيمة السوقية:** تمثل القيمة التي يباع بها السهم في سوق رؤوس الأموال، وهي خاضعة لقوى العرض والطلب في السوق، بمعنى يمكن ان تكون أكثر من القيمة الإسمية والدفترية أقل منهما.
- **القيمة التصفوية:** تعني قيمة السهم عند تصفية الشركة.

1-1-1- أنواع أدوات الملكية:

تنقسم أدوات الملكية إلى عدة أنواع حسب المعايير المعتمدة في التصنيف كما يلي:

▪ **حسب الشكل:** تنقسم إلى ما يلي:

- ✓ **أسهم اسمية:** تحمل اسم صاحبها ومعلوماته.
- ✓ **أسهم لحاملها:** هي أسهم يتم تداولها دون كتابة اسم مالكيها، وإنما تقيد فيها عبارة لحاملها فقط، وبالتالي فإن حامل السهم يعد مالكا له في نظر الشركة.
- ✓ **أسهم لأمر:** يمكن للشركة أن تصدر أسهمها لأمر مع اشتراط أن تكون كاملة الوفاء (دفعت كل قيمتها الاسمي)، وهذا لصعوبة تعقب تداول الاسهم كذا صعوبة التعرف على المساهم الاخير الملزم برصيد القيمة التي لم تدفه من أصل قيمة السهم.

▪ **حسب الحصة التي يدفعها المساهم:** حسب هذا المعيار، تصنف الأسهم إلى ما يلي:

- ✓ **أسهم نقدية:** تمثل مساهمة نقدية لصاحبها، بمعنى عند إصدار السهم وطرحه للاكتتاب فإن المكتتب يدفع قيمته نقداً، وبهذا تصبح له مساهمة نقدية في بناء رأس مال الشركة.
- ✓ **أسهم عينية:** عكس النوع السابق، فإن مقابل لإصدار هذا النوع من السهم يدفعه في شكل عيني (عقارات، آلات...إلخ).

- ✓ **أسهم مختلطة:** بمعنى أن الحصة التي المساهم بها تكون عينية ونقدية معا.

▪ **معيار الحقوق التي تمنحها لمالكها:** وفقا لهذا المعيار تصنف كما يلي:

- ✓ **أسهم عادية:** هو أداة ملكية ذو صفة مالية قابلة للتداول، وتمنح حاملها حق الحصول على عوائد غير ثابتة، إضافة إلى حصته في موجودات الشركة والمثبتة في شهادة السهم¹. تنقسم الأسهم العادية وفق عدة معايير إلى ما يلي:

- **أسهم عادية للأقسام الإنتاجية:** ترتبط توزيعات الأرباح وفقا لهذا النوع من الأسهم بعوائد قسم معين في الشركة.
- **أسهم عادية ذات توزيعات مخصصة:** هذا النوع فرضه تشريع أمريكي، ومن خلاله يسمح للشركات التي تباع حصة من أسهمها للعاملين بها بخضم التوزيعات من الإيرادات قبل احتساب الضريبة.

¹ ارشد فؤاد التميمي، مرجع سبق ذكره، ص: 154.

الفصل السابع: الأسواق المالية

- **أسهم عادية مضمونة:** هذا النوع من الأسهم يمنح لصاحبه إمكانية المطالبة بتعويض في حال انخفضت القيمة السوقية للسهم، على أن يتم ذلك بعد مدة محددة من تاريخ الإصدار.
- ✓ **أسهم ممتازة:** تمثل أداة استثمار لأن حملتها يحصلون على الأولوية في توزيع الأرباح، كما تعد أداة تمويل لأنها من أدوات الملكية، وتعرف بالأدوات الهجينة لكونها تجمع بين صفات أدوات الدين (السندات) وأدوات الملكية (الأسهم العادية)، حيث تكتسب صفة الهجانة لأنها تمثل مشاركة في رأس مال الشركة كأسهم العادية، وتحصل على عائد دوري ثابت كالسندات. تعطي الأسهم الممتازة الحق لحاملها في الحصول على عائد محدد سنويا (إما بنسبة من القيمة الإسمية أو ك مبلغ محدد إلى جانب المبلغ المثبت بشهادة السهم)¹. بدورها تنقسم الأسهم الممتازة إلى:
 - **أسهم ممتازة تمنح لحاملها حق التصويت:** صاحب هذا السهم بإمكانه المشاركة في صنع القرار بالشركة.
 - **أسهم ممتازة مجمعة للأرباح:** هذا النوع يضمن لحاملة الحصول على أرباح السنوات السابقة في حالة قررت الشركة توزيعها بالإضافة إلى أرباح السنة الحالية، والأحقية في الحصول على هذه الأرباح قبل حملة الأسهم العادية.
 - **أسهم ممتازة مشاركة في الأرباح:** أصحاب هذه الأسهم يتمتعون بميزة مشاركة أصحاب الأسهم العادية في نصيبهم من الأرباح، وهذا بعد الحصول على نصيبهم من الأرباح في عملية التوزيع الأولي.
 - **أسهم ممتازة قابلة للتحويل:** يمكن لحملة هذه الأسهم تحويلها إلى أسهم عادية، في حال كان عائد الأسهم العادية يفوق من عائد الأسهم الممتازة.
 - **أسهم قابلة للاستدعاء:** يحق للشركة للمصدرة شراء أسهمها بعد فترة زمنية محددة من تاريخ الإصدار، وذلك بعد التزام صاحب السهم بذلك.

¹ حيدر حسين آل طعمة، مرجع سبق ذكره، ص ص: 22-23.

1-1-2- أوجه الاختلاف بين الأسهم العادية والأسهم الممتازة:

من خلال الجدول الموالي نوجز أهم مزايا وعيوب كل نوع على حدا كما يلي:

الجدول رقم (06): أوجه الاختلاف بين الأسهم العادية والأسهم الممتازة

معيار المقارنة	الأسهم الممتازة	الأسهم العادية
طبيعة الأداة	أداة هجينة تجمع بين الدين والملكية	أداة ملكية بحتة
مستوى الدخل	نصيب أرباح ثابت بنسبة من القيمة الاسمية	تتحدد وتتوزع الأرباح وفق قرار وسياسة الشركة
الاستحقاق	قد يكون قابل للاستدعاء أو التحويل لسهم عادي	يبقى السهم قائماً طوال حياة الشركة
تراكم الأرباح	يمكن أن تتراكم أرباح السهم	لا يمكن أن تتراكم أرباح السهم
المشاركة بالإدارة	لا يحق لحامله المشاركة في الإدارة إلا بنص قانوني	حق المشاركة والانتخاب والتصويت
طبيعة الأسواق	أسواق محدودة وغير نشطة	أسواق تتسم بالعمق والاتساع والنشاط
القيمة الاسمية	يصدر بقيم اسمية مختلفة الفئات	يصدر بقيمة واحدة وفقاً لقانون الشركات.

المصدر: ارشد فؤاد التميمي، مرجع سبق ذكره، ص: 180.

1-2- أدوات المديونية (السندات):

تمثل السندات مصدراً من مصادر التمويل المقترض الذي تلجأ إليه الشركات والحكومات المركزية والمحلية لسد الاحتياجات المالية الكبيرة. إذ يتم تجزئة المبلغ المطلوب إلى فئات ويتم تسنيده بقيم اسمية مختلفة وتسويقها إلى الجمهور، لذلك يترتب على إصدارها التزامات ثابتة على الجهة المصدرة واجبة الدفع عند الاستحقاق.

توصف السندات بأنها أدوات ذات صفة مالية قابلة للتداول، تعطي الحق لحاملتها في الحصول على دفعات دورية منتظمة خلال فترات الاستحقاق وبنسبة ثابتة من القيمة الاسمية المثبتة بشهادة السند¹.

1-2-1- أنواع أدوات المديونية:

تنقسم أدوات المديونية إلى عدة أنواع حسب المعايير المعتمدة في التصنيف كما يلي:

▪ حسب الهيئة المصدرة: تنقسم إلى ما يلي:

✓ **سندات عامة:** هي تلك التي تصدرها الحكومة من أجل سد الحاجات التمويلية، أو

تحقيق التوازن الكلي.

¹ ارشد فؤاد التميمي، مرجع سبق ذكره، ص: 252.

الفصل السابع: الأسواق المالية

- ✓ **سندات خاصة:** تقوم بإصدارها شركات خاصة تعمل في جميع القطاعات الاقتصادية بهدف الحصول على التمويل اللازم لمشروعاتها.
- **حسب الحقوق المقدمة لمالكها:** حسب هذا المعيار نميز ما يلي:
 - ✓ **سندات ذات علاوة:** يتضمن السند علاوة (علاوة إصدار) يقدمها مصدر السند عند موعد استحقاقه، بهدف تشجيع المكتتبين على شراء المزيد من السندات.
 - ✓ **سندات قابلة للتحويل إلى أسهم عادية:** حملة هذه السندات بإمكانهم التحول إلى مساهمين عاديين في حالة تحقيق معدلات نمو عالية من طرف الشركة.
- **حسب الضمانات المقدمة:** نميز ما يلي:
 - ✓ **سندات مضمونة:** تصدر هذه السندات برهن بعض أصول الشركة، وفي بعض الأحيان يتم إصدارها بضمان طرف ثالث مثل قيام شركة قابضة بضمان الوفاء بأي التزامات تعجز عنها شركاها التابعة عن الوفاء بها.
 - ✓ **سندات غير مضمونة:** غالبا ما يتم إصدار هذا النوع من السندات من طرف شركات موثوقة في أدائها، وفي حالة التصفية يتم سداد مستحقات المستثمرين في هذه الأدوات بعد سداد مستحقات السندات المضمونة.
- **حسب معدل العائد:** حسب هذا المعيار نجد¹:
 - ✓ **سندات ذات فائدة متغيرة:** تم استحداث هذا النوع نتيجة التغيرات الحاصلة في أسعار الفائدة الجارية، وعادة ما ترتبط أسعار الفائدة لهذا النوع من السندات بأسعار الفائدة على السندات الأخرى (مثل أدونات الخزينة). ويتم تعديل سعر الفائدة على هذه السندات بين مدة وأخرى ليتلاءم مع أسعار الفائدة الجارية في السوق.
 - ✓ **سندات رديئة:** ظهر هذا النوع في الولايات المتحدة الأمريكية، وتصنف بأنها ليست من الاستثمارات الجيدة لكونها تحتوي على مخاطر كبيرة، لذا يكون العائد عليها مرتفعا لتعويض المستثمر. والهدف منها تمويل امتلاك أعضاء مجلس الإدارة لحصة كبيرة في رأس مال الشركة، من خلا إصدار سندات والمقابل الناتج عنها يوجه لشراء أسهم.

¹ حيدر حسين آل طعمة، مرجع سبق ذكره، ص: 28.

الفصل السابع: الأسواق المالية

- ✓ **سندات مشاركة:** هذا النوع يعطي الحق لحامله في الحصول على أرباح إلى جانب الفوائد الدورية المتحصل عليها. وتصدر عن شركات تعاني من وضع ائتماني ضعيف، ولا يمكنها الاستمرار في السوق إلا بهذه الطريقة.
- ✓ **سندات ذات كيون صفري:** يباع هذا النوع السندات بخصم من القيمة الإسمية، حيث يسترد المستثمر القيمة الإسمية عند تاريخ الاستحقاق، ويمثل الفرق بين سعر شراء السند وقيمه الاسمية عند الاستحقاق معدل الفائدة التي يحققها حامل السند.
- ✓ **سندات قابلة للإعادة:** هذا النوع يسمح لحامله بإعادة السند إلى المصدر بسعر محدد مسبقا (المصدر يكون مستعدا لشراء السند بسعر أدنى ثابت عندما يرغب حامله بذلك).

1-2-2- الفرق بين السندات والأسهم العادية:

نجل أهم الفروق بين السندات والأسهم العادية في الجدول التالي:

الجدول رقم (07): أوجه الاختلاف بين السندات والأسهم العادية

معيار المقارنة	السندات	الأسهم العادية
طبيعة الأداة	- أداة دين واجبة الدفع عند الاستحقاق	- أداة مشاركة برأس مال الشركة
مستوى الدخل	- دخل ثابت ومستمر	- تخضع لقرار وسياسة توزيع الأرباح
الأجل	- لها تاريخ استحقاق محدد	- ليس لها تاريخ استحقاق محدد.
الإدارة	- لا يمكن لحملتها المشاركة في اتخاذ قرارات الإدارة	- حق المشاركة والتصويت والانتخاب
المخاطر	- مخاطر النكول لأصل المبلغ وفائده	- مخاطر متعلقة بالسوق وبالشركة
القيمة الاسمية	- تصدر بقيم اسمية مختلفة الفئات	- تتحدد وفق قانون الشركات
قابلية التحويل	- إمكانية التحويل إلى أسهم	- لا يمكن أن تكتسب هذه الخاصية

المصدر: ارشد فؤاد التميمي، مرجع سبق ذكره، ص: 254.

1-3- المشتقات المالية:

اقتصرت عقود المشتقات سابقا على العقود الآجلة والمستقبلية في السلع الزراعية والموارد الطبيعية كالذهب والفضة، كما اتجهت الخيارات للتداول في السوق المنظمة بعد أن كان مقتصرًا على السوق غير المنظمة، وخلال عام 1973 شهدت هذه المشتقات تطورا كبيرا وانتقلت إلى الأصول المالية، وعلى الرغم من تنوع وتعدد أدوات الهندسة المالية وفقا لطبيعتها ومخاطرها إلا أنها تتمثل أساسا في العقود الآجلة والعقود الخيارات والعقود المستقبلية وعقود المبادلة.

1-3-1 - عقود الخيارات:

تعرف الخيارات المالية على أنها: " اتفاقيات تعاقدية خاصة تعطي لحاملها الحق في شراء أو بيع الموجودات بسعر محدد وفي أي وقت قبل أو في التاريخ المعطى". تنقسم الخيارات إلى¹:

- **خيارات الشراء:** هي عقود تعطي لأصحابها الحق في الشراء، وليس الالتزام بالشراء وتستخدم لتحقيق أغراض المضاربة، حيث يحقق المضارب ربحاً نتيجة شراء حق الشراء إذا ما تحققت توقعاته المتمثلة في ارتفاع سعر الأصل في السوق بأكثر من سعر التنفيذ، كما تستخدم لأغراض التحوط لحماية المتعامل من مخاطر ارتفاع السعر ومن ثم لضمان الشراء بسعر معين أي سعر التنفيذ لتجنب مخاطر الشراء بأسعار السوق والتي ربما ترتفع كثيراً.
- **خيارات البيع:** هي عقود تعطي الحق لأصحابها ببيع الأصل بسعر معين دون الالتزام بذلك، فإذا ارتفع سعر الأصل عن السعر المتفق عليه يكون من حق صاحب الخيار عدم الالتزام بالبيع وفقاً لهذا السعر المتفق عليه، واللجوء إلى السوق للبيع بالسعر الأعلى.

1-3-2 - المستقبليات (Futures Contracts):

اتفاقية معيارية (نمطية بمعنى أن يتم إنشاؤها وتصميمها وتداولها في السوق المنظمة) تلزم طرفيها بالتنفيذ (استلام وتسليم) في تاريخ مستقبلي محدد. فإذا كانت عملية الاستلام والتسليم المستقبلية تتضمن أوراق مالية فيطلق عليها المستقبليات المالية، تضم هذه العقود ثلاثة أنواع كما يلي²:

- **العقود المستقبلية على أسعار الفائدة:** هي عقود تبرم على الأصول المالية ذات الدخل الثابت (معدل الفائدة على الودائع، السندات، قروض معينة... إلخ، وأغلب هذه العقود يتم إحلالها قبل تاريخ الاستحقاق بصفة عكسية عن تلك التي تم الاتفاق عليها في البداية.

¹ تسعديت بوسبعين، المشتقات المالية كأداة للتحوط من المخاطر المتعلقة بالمعلومة المحاسبية والمالية، مداخلة مقدمة ضمن فعاليات الملتقى الدولي الأول حول إدارة المخاطر المالية وأثرها على اقتصاديات العالم، جامعة العقيد آكلي أولحاج، البويرة، 2013، ص: 04.

² مصطفى يوسف كافي، مرجع سبق ذكره، ص ص: 215-216.

الفصل السابع: الأسواق المالية

• **العقود المستقبلية على مؤشرات الأسهم:** وفق هذا النوع يتم تداول مؤشرات لمجموعة من الأسهم والسندات التي يتم تداولها في السوق، وغالبا ما تتم تسوية هذه العقود نقدا لأنه من الصعب تسليم الأصل محل التعاقد.

• **العقود المستقبلية على العملات الأجنبية:** يتمثل سوق تبادل العملات المستقبلية في بنوك وسماسرة مختصين تربطهم شبكة اتصالات قوية في جميع أنحاء العالم، ولا تجري تسوية سعرية يومية.

1-3-3- العقود الآجلة (Forwards):

تعرف كذلك بالعقود الأمامية، تمثل عقد بين طرفين أساسيين، إما لبيع أو شراء أصل معين بسعر محدد بتاريخ معين في المستقبل، ونميز في هذه العقود ثلاثة أنواع كما يلي¹:

• **العقود الآجلة للعملات:** تمثل اتفاقية لبيع كمية محددة من الصرف الأجنبي وشراءها بتاريخ محدد في المستقبل (عادة ما يكون من شهر إلى اثني عشر شهرا) ويسعر محدد اليوم.

• **العقود الآجلة لأسعار الفائدة:** تعتبر العقود الآجلة المبنية على أسعار الفائدة من أقدم أنواع العقود الآجلة، وتسمى كذلك "اتفاقيات الأسعار الآجلة" (Forward Rate Agreement)، وهي اتفاقية تعقد بين طرفين في وقت محدد في المستقبل لتسوية الفرق بين سعر الفائدة المتفق عليه بتاريخ العقد وسعر الفائدة السائد في السوق بتاريخ التسوية، وتتضمن عناصر مهمة هي سعر الفائدة، المبلغ، المدة والعملة.

• **العقود الآجلة لمؤشرات الأسهم:** التعاقد على مؤشرات الأسهم هو التزام بين طرفي العقد بأن يدفع أحدهما للطرف الآخر مبلغ من النقود، يتمثل في الفرق بين قيمة المؤشر في التاريخ المتفق عليه وهو يوم التسليم، وبين المبلغ المتفق عليه، الذي يمثل سعر الشراء.

¹ جليل كاظم مدلول العارضي وآخرون، إدارة المشتقات المالية (مدخل نظري وتطبيقي متكامل)، الطبعة الأولى، دار المنهجية للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2015، ص: 87-93.

1-3-4- عقود المبادلات (Swaps):

تعرف على أنها: "اتفاق بين طرفين لتبادل سلسلة من التدفقات النقدية بعملة واحدة أو بعملات مختلفة"، والأنواع الأكثر أهمية في هذه العقود¹:

• **عقود المبادلة لأسعار الفائدة:** هي عقد أو صفقة لتبادل التزامات مالية أخرى، حيث تمثل هذه الأخيرة الفائدة المدفوعة على القروض. تشمل المبادلة صفقة لتبادل الفائدة المعومة بفائدة ثابتة وتشتمل على الأمور التالية:

✓ تبادل وتحويل معدل الفائدة المعموم إلى معدل فائدة ثابت أو بالعكس.

✓ لا يتم تبادل أصل القرض ويتم تصميم المبادلة بشكل منفصل عن اتفاقية القرض.

✓ يتم تطبيقها على القروض الجديدة، وكذلك القروض القائمة.

✓ يتم التعامل معها محاسبيا كإحدى الفقرات خارج الميزانية.

• **عقود المبادلة للعمليات:** في هذه العقود يتم تبادل أصل المبلغ المقترض والفائدة بإحدى العملات مع أصل مبلغ مقترض آخر بعملة أخرى، وفي نهاية العقد يتم استرجاع أصل المبلغ وفقا للترتيب الآتي:

✓ في تاريخ التعاقد يتم مبادلة أصل المبلغ المقترض بإحدى العملات بعملة أخرى.

✓ مبادلة الفائدة من القرضين أثناء أجل القرضين.

✓ يتم استرجاع أصل القرضين في تاريخ الاستحقاق.

2- تقسيمات سوق رؤوس الأموال:

تنقسم أسواق رؤوس الأموال من حيث الزمن إلى أسواق حاضرة (فورية)، وأخرى آجلة (مستقبلية). بدورها هذه الأسواق تنقسم إلى عدة فروع.

2-1- الأسواق الحاضرة (العاجلة):

تسمى أيضا بسوق الأوراق المالية، وهي تمثل الأسواق التي يتم فيها تسليم الأوراق المالية المتداولة فورا، وبعض الأسواق تمنح مهلة يومين على الأكثر من تاريخ إبرام الصفقة. تنقسم بدورها هذه الأسواق إلى عدة فروع حسب طريقة تداول الورقة المالية.

¹ مصطفى يوسف كافي، مرجع سبق ذكره، ص ص: 226-227.

2-1-1- الأسواق الأولية:

تسمى هذه الأسواق بأسواق الإصدار، أين يتم فيها إصدار الأوراق المالية لأول مرة، وتختص بتأسيس الشركات الجديدة أو التوسع في رأس المال من خلال طرح أسهم للاكتتاب أو إصدار سندات للتداول، وقد تتدخل في هذه السوق مؤسسات وسيطة كالبنوك التجارية وبنوك الاستثمار، تقوم بالتوسط بين أصحاب الفائض (مشتري الأسهم والسندات) وبين أصحاب العجز (الشركات التي تحتاج للتمويل). وبمعنى آخر الأسواق الأولية هي أسواق مبادلة المال السائل بالأصول المالية (أسهم وسندات). هناك أسلوبان شائعان في عملية الإصدار هما¹:

- **الأسلوب المباشر:** وفقا لهذا الأسلوب تقوم الشركات المُصدرة بالتواصل بشكل مباشر مع كبار المستثمرين، من أجل بيع الأوراق المالية، وقد يأخذ تحديد أسعار الأوراق المالية أسلوب المزايدة (Auction) خاصة بالنسبة للأوراق المالية الحكومية.
- **الأسلوب غير المباشر:** من خلال هذا الأسلوب تتدخل مؤسسات متخصصة بالإصدار لحساب الشركات الراغبة في الحصول على تمويل، حيث تقوم بإصدار أوراق مالية وتوزيعها، إضافة إلى تقديم المشورة والنصح للشركات المعنية.

2-1-2- الأسواق الثانوية:

بعد عملية إصدار الأوراق المالية في الأسواق الأولية، تأتي ل طرحها للتداول، ولهذا سميت الأسواق الثانوية بأسواق التداول. يكون بيع الأوراق المالية في هذه الأسواق بهدف الحصول على سيولة أو لإعادة الاستثمار في أوراق مالية بديلة. كما أن نجاح هذه الأسواق ينعكس بشكل إيجابي على أداء الأسواق الأولية، ما يعني أن نشاط الأسواق الثانوية يشجع الأسواق الأولية على الإصدار (تأسيس شركات جديدة وتوزيع القائمة منها). بدورها تنقسم هذه الأسواق إلى أسواق منظمة وأخرى غير منظمة.

- **الأسواق المنظمة (البورصة):** هي سوق الأوراق المالية المدرجة، التداول بها يكون استنادا للقواعد والإجراءات المحددة من طرف لجنة السوق وفق مواعيد دورية وبطريقة المزايدة العلنية، حيث أن أعضاء لجنة السوق منتخبون من ممثلين الشركات المدرجة في السوق والوسطاء والحكومة. تتميز هذه الاسواق بكونها توفر علانية الصفقات وحرية المساومة عبر آلية العرض

¹ حيدر آل طعمة، مرجع سبق ذكره، ص: 17.

الفصل السابع: الأسواق المالية

والطلب على الأوراق المالية، بالإضافة إلى الحماية التي توفرها القوانين المحددة (عدد المساهمين، عدد الأسهم التي يمسكها الجمهور، القيمة السوقية للسهم، الأرباح قبل الضريبة في السنوات الأخيرة) من قبل لجنة السوق¹.

• **الأسواق غير المنظمة (الأسواق الموازية):** نتيجة إخفاق بعض الشركات في الدخول إلى البورصة بسبب القوانين والضوابط التي تحكمها، يتم اللجوء إلى الأسواق غير المنظمة لتداول الأوراق المالية التي لم تستوفي الشروط القانونية للدخول إلى الأسواق المنظمة، لذا فإن التعامل يكون في أغلب الأحيان بالأوراق المالية غير المدرجة في البورصة وعلى وجه الخصوص السندات، كما يمكن تداول سندات الحكومة في هذه السوق بالرغم من كونها مسجلة في السوق المنظمة². إدارة الأسواق غير المنظمة من طرف شبكة اتصالات متطورة تربط الوسطاء المستثمرين جغرافياً، تتضمن هذه الأسواق سوقين هما:

✓ **السوق الثالثة:** يتم التعامل في هذه الأسواق من خلال بيوت السمسرة خارج البورصة، وهي على استعداد لشراء أي كمية من الأوراق المالية، بسبب امتلاكها الحق في التعامل بالأوراق المدرجة في البورصة إلى جانب الأوراق المالية غير المدرجة. يتم اللجوء إلى هذا النوع من طرف المؤسسات غير النقدية (صناديق التقاعد، صناديق الاستثمار المشتركة، شركات التأمين... إلخ) عادة بسبب انخفاض العمولة على الصفقات المالية المبرمة، لأن بيوت السمسرة لا تدفع رسوم تسجيل أو عضوية، بالإضافة إلى السرعة في التنفيذ³.

✓ **السوق الرابعة:** تتمثل في المؤسسات الاستثمارية الكبيرة والافراد الأغنياء الذين يتعاملون فيما بينهم في شراء وبيع الأوراق المالية في استثمارات كبيرة دون وساطة السماسرة للحد من العمولة. تتميز هذه الأسواق بالسرعة في إتمام الصفقات المالية وبكلفة منخفضة جداً⁴.

¹ ارشد فؤاد التميمي، مرجع سبق ذكره، ص: 102.

² حيدر آل طعمة، مرجع سبق ذكره، ص: 19.

³ مصطفى كولار وآخرون، مرجع سبق ذكره، ص: 45.

⁴ عبد الله غالم وعبد الحفيظ خزان، مرجع سبق ذكره، ص: 82.

2-2- الأسواق الآجلة (المستقبلية):

على عكس الأسواق الحاضرة، تختص الأسواق الآجلة بالتعاملات المستقبلية، بمعنى يتم فيها عقد صفقات البيع والشراء للأوراق المالية التي سيتم تنفيذها في ميعاد لاحق في المستقبل، بشكل أوضح يتم الاتفاق على البيع أو الشراء بسعر اليوم ويتم تثبيته خلال مدة العقد، على أن يتم التسليم بعد مدة استحقاق الأصل موضوع العقد، وبهذا يكون المتعامل قد احتاط ضد التقلبات السعرية في أسعار الأصول المالية (أسهم أو سندات، عملات أجنبية...إلخ). تسمى هذه الأسواق كذلك بأسواق المشتقات المالية، وذلك لنوعية العقود المتداولة فيها. (تم التطرق لنختلف أنواع المشتقات المالية في سابقا).

ثالثا: الساحة المالية الدولية

أدت القيود المفروضة على عملية الإقراض للأجانب في الأسواق المالية المحلية، وكذا الحاجات التمويلية المتزايدة والتكاليف المترتبة عنها (تكلفة الإقراض من البنوك) إلى ظهور وتوسع أسواق رأس المال الدولية، والتي عملت على تنويع منتجاتها وتبسيط إجراءات التعامل فيها بهدف استقطاب متعاملين أكثر. ومن خلال هذا العنصر نستعرض مجموعة من أسواق رؤوس الأموال الدولية تبعا للأدوات المالية المتداولة على مستواها.

1- أسواق رؤوس الأموال الدولية:

سوق رؤوس الأموال الدولية أكثر اتساعا وشمولا من أسواق رأس المال المحلية، وهذا لكونها نقطة التقاء دولية بين أصحاب الفائض والعجز، حيث أن هذه الأطراف المتدخلة تتجاوز حدود الدولة الواحدة، فممكن تكون حكومات أو شركات مساهمة كبرى. تقوم هذه الأطراف بتداول أدوات ذات طابع دولي.

1-1- سوق العملات الأجنبية:

بالإمكان تداول العملات الدولية مباشرة في سوق العملات الدولية والمعروفة باسم **FOREX** (Foreign Exchange)، وهي سوق إلكترونية يلتقي فيها عدد كبير من البنوك العالمية إلى جانب

الفصل السابع: الأسواق المالية

السماسرة والوسطاء المختصين في العملات الدولية، ويتم فيها التداول الفوري للعملات، والتعامل يكون عبر فتح حساب لدى وسيط محلي أو بنك والتداول في مقره أو عن طريق الهاتف¹.

كما تعرف هذه الأسواق على أنها: "الأسواق التي يتم فيها تداول النقود بحد ذاتها، حيث يتم فيها تبادل العملات عن طريق الصرف العاجل أو الآجل"².

يعود إنشاء هذه الأسواق لتظافر عدة عوامل بدء بتأسيس نظام بريتن وودز حتى إنشاء الاتحاد الأوروبي وإطلاق عملة اليورو، وفيما يلي يلي شرح موجز لكل عامل³:

- **اتفاقية بريتن وودز:** تم تأسيس سوق العملات الأجنبية الحديث سنة 1973 ، ولكن بدايته تعود إلى سنة 1944 بموجب اتفاقية بريون وودز، والتي وضعت لتحقيق الاستقرار في الاقتصاد العالمي بعد الحرب العالمية الثانية، ومن نتائج الاتفاقية تحديد اسعار ثابتة لجميع عملات الدول الأعضاء في صندوق النقد الدولي بالنسبة للدولار الأمريكي الذي بدوره مان مرتبطا بالذهب بسعر ثابت قدره 35 دولار للأوقية وذلك بهدف تحقيق الاستقرار في أسعار الصرف.
- **اتفاق سميثونيان:** ينص هذا الاتفاق على تخفيض قيمة الدولار الأمريكي مقابل الذهب مع زيادة بعض العملات الأوروبية، وعدم ممارسة أي ضغوط من أجل إعادة تحويل الدولار إلى ذهب، غير أن هذا الاتفاق قيم على أنه مجرد تعديل لاتفاقية بريتن وودز، مع السماح بتقلبات أكبر لسعر صرف العملة صعودا وهبوطا في حدود 2.25%.
- **نظام تعويم أسعار الصرف:** تكون أسعار الصرف بموجب سياسة التعويم مرنة بشكل كامل، ولا تتحرك إلا بتأثير العرض والطلب، فما أن أصبحت العملات حرة الاستجابة أمام التغيرات التي تطرأ على الأسس الاقتصادية وذلك من خلال تعديل قيمها النسبية، أضحت آلية تنفيذ عمليات أسواق العملات الأجنبية الكبيرة أمراً لا مفر منه، وقد كان ذلك الحافز وراء نشأة سوق العملات الأجنبية المزدهر اليوم.

¹ الغالي بن إبراهيم ومحمد عدنان بن ضيف، الأسواق المالية الدولية (تقييم الأسهم والسندات)، الطبعة الأولى، دار علي بن زيد للطباعة والنشر، بسكرة-الجزائر، 2019، ص: 68.

² مصطفى يوسف كافي، مرجع سبق ذكره، ص: 35.

³ منال محمد تيسير سرور، العوامل المؤثرة في سوق العملات الأجنبية (دراسة تطبيقية على مؤشر الدولار الأمريكي)، رسالة ماجستير في الاسواق المالية، جامعة دمشق، سوريا، 2014، ص ص: 10-08.

الفصل السابع: الأسواق المالية

- **النظام النقدي الأوروبي:** قررت دول الجماعة الاقتصادية الأوروبية خلال اجتماعها في بروكسل يومي 5 و6 ديسمبر 1978 إنشاء النظام النقدي الأوروبي والذي دخل حيز التنفيذ يوم 13 مارس 1979 والذي يهدف إلى تسهيل التعاون المتبادل بين الاقتصاديات الأوروبية لتحقيق التقارب بين سياساتها الاقتصادية والنقدية وصولاً إلى استقرار أسعار صرف عملات هذه الدول وخلق منطقة استقرار نقدي في أوروبا، وذلك من خلال اعتماد مبدأ أسعار صرف ثابتة ولكن قابلة للتقويم.
- **طرح اليورو:** كانت انطلاقة العملة الأوروبية الموحدة اليورو سنة 1999، وصبحت العملة الوحيدة الأولى المستخدمة كعملة قانونية لأعضاء الاتحاد النقدي الأوروبي، وكذلك العملة الأولى في منافسة القياديين التاريخيين (مثل الولايات المتحدة وبريطانيا العظمى واليابان) في سوق العملات الأجنبية من خلال تأمين الاستقرار المالي الذي كان هدفاً تسعى إليه أوروبا وأسواق العملات ولوقت طويل.

تتميز سوق الفوركس بعدة خصائص كما يلي¹:

- ✓ سوق مستمرة على مدار 64 ساعة خلال أيام العمل؛
- ✓ صعوبة التحكم والسيطرة على سوق الصرف من قبل جهة غير محددة؛
- ✓ سوق الفوركس منتشر في جميع أنحاء العالم مع عدم وجود موقع مركزي محدد.
- ✓ صعوبة الرقابة الحكومية للمعاملات اليومية بسبب الطبيعة الإلكترونية للسوق.

يبدأ تداول العملات الأجنبية من صباح يوم الاثنين في نيوزيلندا حتى منتصف ليل الجمعة على الساحل الغربي للولايات المتحدة الأمريكية.

1-2- سوق العملات الأوروبية:

تعود جذور سوق الإقراض بالعملات الأجنبية والسوق المالية الأوروبية عموماً إلى ما بعد الحرب العالمية الثانية، حيث تطورت هذه السوق في البداية من ودائع مملوكة للدول الاشتراكية التي رأت بعد الحرب أن تودعها في أوروبا خوفاً من المطالبات الأمريكية إن هي أودعتها في أمريكا. ونتيجة لأن أول الودائع بعملات خارج بلد إصدارها تمت في أوروبا استعمل مصطلح "أورو" لتمييز هذا النوع من

¹ الغالي بن إبراهيم ومحمد عدنان بن ضيف، مرجع سبق ذكره، ص: 71.

الفصل السابع: الأسواق المالية

الودائع، كما أن هذه الودائع كانت بالدولار مما يفسر انتشار استعمال مصطلح أورو دولار للإشارة لسوق العملات الأجنبية الأوروبية¹.

سوق العملات الأوروبية هو في الأساس سوق للودائع والقروض المتوسطة والطويلة الأجل. أي اقتراض لرأس المال بعملة معينة خارج البلد الذي تعمل فيه تلك العملة يعني أنه تم إجراء معاملة في سوق عملة اليورو. سوق العملات الأوروبية خارج نطاق السيطرة عمليا، والكيانات الرئيسية العاملة في هذا السوق هي البنوك الأوروبية والشركات الدولية. العملة الرئيسية المتداولة في سوق اليورو هي الدولار الأمريكي، أو ما يسمى بـ اليورو دولار. في حالة قروض اليورو دولار، يرتبط سعر الإقراض الأساسي ارتباطا وثيقا بسعر الفائدة بين البنوك في لندن ليور، أي معدل الفائدة الذي يتم به عرض الودائع والقروض بين البنوك في لندن. كما أن طول فترة القرض لقروض العملة الأوروبية متنوع للغاية، حيث تتراوح في المتوسط من سنة إلى 3 سنوات للقروض متوسطة الأجل و 4 إلى 10 سنوات للقروض طويلة الأجل. تنتم سوق العملات الأوروبية بالسيولة العالية، مما يعني أنه حتى الودائع قصيرة الأجل في البنوك الأوروبية تسمح بتحويلها إلى قروض متوسطة الأجل وطويلة الأجل، مع الحفاظ على حد الأمان المناسب ومستوى السيولة المصرفية².

1-3- سوق السندات الدولية:

تمثل مكان أو هيئة أو آلية لإصدار وتداول السندات بين مختلف المتعاملين، حيث تعتبر السندات بمختلف أنواعها والمصدرة بعملات أجنبية الأداة المالية الفاعلة في هذه السوق والتي يتم تداولها بعملة مغايرة لعملة البلد المصدرة فيه والمتداولة فيه، وتكون مدة استحقاقها طويلة الأجل تتراوح بين سنة وخمس سنوات، وتشكل الدول والمؤسسات العمومية أكبر وأهم متدخل فيه، إضافة للشركات الخاصة، والهدف الرئيسي لسوق السندات الدولية هو تمويل متعاملها بالاحتياجات المالية اللازمة لها خارج أسواقها

¹ محفوظ جبار وعمر عبده سامية، أسواق رأس المال الدولية (الهيكل والأدوات)، أبحاث اقتصادية وإدارية، جامعة محمد خيضر، بسكرة، العدد (03)، جوان 2008، ص: 77.

² أهم الاسواق الأوروبية للاستثمار، مقال منشور بتاريخ 25 مارس 2021 على الموقع: <https://admiralmarkets.com> اطلع عليه بتاريخ (2021/05/05).

³ الغالي بن إبراهيم ومحمد عدنان بن ضيف، مرجع سبق ذكره، ص: 66.

⁴ منال محمد تيسير سرور، مرجع سبق ذكره، ص: 37.

الفصل السابع: الأسواق المالية

المحلية¹. يتم التعامل في هذه الأسواق من خلال البنوك والسماصرة وبيوت المقاصة، والشركات الدولية. وتتحكم في عملية الإصدار والتسويق العالميين في سوق السندات الدولية هيئة تسمى النقابة.

يعمل سوق العملات الأجنبية خمسة أيام في الأسبوع وعلى مدار 24 ساعة في اليوم، حيث يبدأ العمل في هذا السوق ولدى معظم الوسطاء ابتداء من يوم الأحد في الساعة 4.00 مساءً بتوقيت شرق الولايات المتحدة حتى يوم الجمعة في الساعة 4.00 مساءً بتوقيت شرق الولايات المتحدة، وفي هذه المجال يمتلك المتداولون في سوق العملات الأجنبية القدرة على العمل إما في أسواق أمريكا أو آسيا أو أوروبا أو استراليا، الأمر الذي يعطيهم ميزة اتخاذ القرارات الاستثمارية بما يتناسب مع الأحداث والأخبار الصادرة عن تلك الأسواق وبالتالي استغلال الفرص المناسبة وتحقيق الأرباح المرجوة².

1-4- سوق الأسهم الدولية:

يمثل مكان لقاء المحتاجين لرؤوس الأموال، لاسيما الذين يريدون تدعيم بند الأموال الخاصة، مع أصحاب الفوائض المالية وتوزيعها على مستوى عالمي بصورة كفؤة. أي أنها تعد من وسائل التمويل التي تمكن المؤسسات من الحصول على ما تحتاجه من أموال لغرض الإنشاء أو التوسيع بين بلدان أجنبية، مع إتاحة فرصة التملك لتلك الأطراف الأجنبية التي وظفت أموالها في شراء أسهم دولية³.

التداولات في سوق الأسهم تبدأ من الساعة 9.30 صباحاً إلى الساعة 4.00 مساءً بتوقيت شرق الولايات المتحدة، من يوم الاثنين إلى يوم الجمعة، وفي حقيقة الأمر يمثل هذا التوقيت منتصف ساعات العمل، وبالتالي فإن أغلبية المستثمرين لا يستطيعون القيام بعملية البيع أو الشراء وذلك لأنهم ملتزمين بوظائفهم، ويترتب على ذلك قيام هؤلاء المستثمرين بإدخال أوامر التداول سواء أواخر البيع أو الشراء عندما تكون سوق الأسهم مغلقة، فإذا كان سعر الافتتاح قريب من سعر إغلاق اليوم السابق عندها يتم تنفيذ الأمر بسعر مناسب للمستثمر، أما إذا كان سعر الافتتاح أعلى من سعر إغلاق اليوم السابق عندها يتم تنفيذ الأمر بسعر غير مناسب أبداً و بالتالي ينكبد المستثمر خسائر كبيرة⁴.

³ محفوظ جبار وعمر عبده سامية، مرجع سبق ذكره، ص: 78.

⁴ منال محمد تيسير سرور، مرجع سبق ذكره، ص: 37.

² الغالي بن إبراهيم ومحمد عدنان بن ضيف، مرجع سبق ذكره، ص: 77.

2- المراكز المالية الدولية:

يعرف المركز المالي الدولي بأنه مكان عالمي في دولة أو إقليم أو مدينة التقاء التدفقات النقدية والمالية الداخلة والخارجة من سيولة نقدية بمختلف العملات الأجنبية، وكذا الأوراق المالية بمختلف آجالها والمعادن النفيسة، والتي (التدفقات) يعاد توزيعها على العالم بواسطة المؤسسات المالية المحلية والأجنبية من بنوك، أسواق العملات الأجنبية، أسواق رأس المال، شركات التأمين ومختلف الوسطاء الماليين¹. وحتى نقول عن مركز مال ما أنه مركز مالي دولي يجب توفر الشروط التالية²:

- ✓ توفر بجو اقتصادي وسياسي وتشريعي يتناسب مع العمليات المصرفية والمالية الدولية، كحرية القطع والتحويل، والتعامل بكافة الأوراق المالية، مما يعني أن تطور المركز المالي يتطلب محيطاً حراً يسمح بتنوع كبير في القروض والمنتجات المالية المعروفة.
- ✓ توفر ميزة نسبية في التكلفة في المركز المالي وذلك بتوفير مكثف لشبكات البنوك والمؤسسات المالية وشركات التأمين وغيرها من المؤسسات المالية المساعدة. كما يعتمد نجاح المركز المالي على خلوه من التدخل الحكومي بفرض الضرائب وفرض الاحتياطات على البنوك وتحديد معدلات العائد، مما يحد من هامش ربح تلك المؤسسات.
- ✓ إن أي مركز مالي يجب أن يوفر للمستثمرين وللمؤسسات المالية ولكافة المتعاملين في هذا السوق كافة الوسائل المساعدة على تلقي المعلومات بشفافية مطلقة، وذلك حول وضعية الشركات العاملة، مما يسمح باتخاذ القرار الاستثماري والتمويلي بناء على كم معقول من المعلومات. ولتسهيل عمل المتعاملين في الأسواق المالية، يجب أن يحتوي المركز المالي على بنية تحتية لوجستية خاصة فيما يتعلق بوسائل الاتصال، ونظام المكننة الآلية، والتقنية على صعيد الخبراء والكادر المهني المختص.
- ✓ كما يشترط بعض المؤهلات التي من شأنها تطوير المركز المالي منها الاستقرار والانفتاح على العالم الخارجي، بالإضافة إلى وجود يد عاملة متخصصة ومؤهلة، وكذا توفر شرط السرية والكتمان.

³ محفوظ جبار وعمر عبده سامية، مرجع سبق ذكره، ص: 79-80.

2-1- أنواع المراكز المالية:

تنقسم المراكز المالية من حيث التشريعات الضريبية إلى نوعين من المراكز كما يلي:

- **مركز رئيسي:** هو مركز عالمي، ومصدر أمواله عالمي واستخدامات أمواله عالمية مثل لندن ونيويورك.
- **مركز حجز (الجنات الضريبية off-shore):** نشأت هذه المراكز نتيجة تنافس بعض الدول على استقطاب فروع البنوك الدولية في إطار ترتيبات واتفاقيات جبائية تسمح بالنشاط تحت غطاء يعرف بالشركات والحسابات البنكية (off-shore) أو الكيانات ذات الغرض الخاص (SPE) التي تعرف على أنها شركات ذات كيان قانوني تنفذ أعمالا في بلد معين ويكون مركزها الرئيسي في بلد آخر وخاضعا لسيادة دولة أخرى أي النشاط خارج الحدود¹. تتميز هذه المراكز بانخفاض الضرائب بدرجة كبيرة، وهي مراكز تتسم بالإعفاء النسبي أو الكلي (جزر الباهامس، ليكسمبورغ...إلخ)، حيث تستفيد البنوك وبيوت التمويل من مزية الضرائب في الدخول إلى السوق وتنمية منتجاتها².
- **مركز تمويل:** هي مراكز تكون مصادر أموالها خارجية واستخداماتها داخلية مثل سنغافورة وبنما.
- **مركز تجميع:** مصادر أمواله داخلية واستخداماتها خارجية مثل البحرين.

3- أهم المراكز المالية الدولية:

تضم الساحة المالية عدد كبير من البورصات، وفيما يلي ندرج أهمها:

- **بورصة لندن:** تعتبر السوق الأولى على مستوى أوروبا (بعد تراجع بورصة فرنسا بسبب انشغالها بالحرب) عدد الشركات المقيدة فيها، ومن ناحية قيمة رسملة التعامل وكذا حجم العمليات. ترجع نشأة بورصة لندن إلى سنة 1773 وتم تحويل فروعها إلى بورصات مستقلة في برمنغهام، مانشستر، ليفربول، جلاسكو، بورصة دبلن. يعتبر سوق **USM United Securities Market** أهم

¹ شاوش حجة الله وخليل طيار، دور الالتزام الأخلاقي لدى المبلغين في الكشف عن السلوك الاحتيالي (دراسة حالة بنك HSBC)، مداخلة مقدمة ضمن فعاليات الملتقى الدولي حول الأداء المتميز للمنظمات والحكومات (الطبعة الثالثة-أخلاقيات الأعمال والمسؤولية الاجتماعية)، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، يومي 27 و28 نوفمبر 2017، ص: 14.

² عيسى يحيى، أداء المراكز المالية الدولية في تسويق الخدمات المالية، مجلة العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، العدد (05)،

الفصل السابع: الأسواق المالية

سوق يختص بتمويل الشركات المتوسطة الحجم ويعد بمثابة سوق ثانوي، فضلا عن ذلك تعد بورصة لندن أكبر سوق أوروبي للعقود الآجلة والمعروف باسم (London International Liffe) **Future Exchange**)¹. تعمل هذه البورصة من الساعة 11.00 صباحا إلى غاية الساعة 5.30 بتوقيت السعودية.

■ **بورصة نيويورك (New York Stock Exchange –NYSE-)**: هي الأولى في الولايات المتحدة الأمريكية، نشأة سنة 1817، وتعتبر الشركات المدرجة فيها أكبر الشركات العالمية، كما تعتبر مؤشرات أدائها داوجونز ستاندار أند بورز مؤشرات مرجعية لمجمل البورصات في العالم. تعرف أيضا باسم المجلس الكبير وتقع في نيويورك في وول ستريت، تعود ملكيتها لانتركونتيننتال والتي تنظمها لجنة الأوراق المالية والبورصات². تعمل هذه البورصة من الساعة 5.30 مساء إلى غاية 1.00 صباحا بتوقيت السعودية.

■ **بورصة طوكيو**: أنشئت بورصة طوكيو في عام 1878 ومقرها طوكيو، اليابان، تحتوي قوائمها على أكثر من 2200 شركة من أكبر الشركات في العام اعتبارا من سنة 2012، وهي أكبر بورصة في آسيا، اندمجت مع أوساكا للأوراق المالية في منتصف 2012 لتعزز صدارتها كأ أكبر بورصة في آسيا³. يتم قياس حركة واتجاه أسعار سوق الأوراق المالية في طوكيو من خلال مؤشر نيكاي 225، الذي يحسب يوميا بصحيفة **Nihon Keizai Shimbun** منذ سنة 1971، وتراجع مكوناته مرة كل سنة.

¹ أهم البورصات العالمية، الطبعة الأولى، بحث مقدم من طرف اتحاد الشركات الاستثمارية، نوفمبر 2008، ص: 92.

² الغالي بن إبراهيم ومحمد عدنان بن ضيف، مرجع سبق ذكره، ص: 84.

³ المرجع نفسه، ص: 68.

قائمة المراجع

❖ مراجع باللغة العربية

I الكتب

- 1- إبراهيم خريس، اقتصاديات النقود والمصارف (دراسة مقارنة)، دار الأبرار للنشر والتوزيع، عمان-الأردن، 2015.
- 2- الطاهر لطرش، الاقتصاد النقدي والبنكي، الطبعة الثانية، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2012.
- 3- الطاهر لطرش، تقنيات البنوك، الطبعة السابعة، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2010.
- 4- الغالي بن إبراهيم ومحمد عدنان بن ضيف، الأسواق المالية الدولية (تقييم الأسهم والسندات)، الطبعة الأولى، دار علي بن زيد للطباعة والنشر، بسكرة-الجزائر، 2019.
- 5- حسين محمد سمحان، إسماعيل يونس يامن، اقتصاديات النقود والمصارف، الطبعة الأولى، دار صفاء للنشر والتوزيع، عمان-الأردن، 2011.
- 6- جليل كاظم مدلول العارضي وآخرون، إدارة المشتقات المالية (مدخل نظري وتطبيقي متكامل)، الطبعة الأولى، دار المنهجية للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2015.
- 7- سامر بطرس جلدة، النقود والبنوك، الطبعة الأولى، دار البداية للنشر والتوزيع، عمان-الأردن، 2008.
- 8- سليمان بوفاسة، أساسيات في الاقتصاد النقدي والمصرفي، ديوان المطبوعات الجامعية، بن عكنون-الجزائر، 2018.
- 9- طاهر فاضل البياتي وميرال روجي سمارة، النقود والبنوك والمتغيرات الاقتصادية المعاصرة، الطبعة الأولى، دار وائل للنشر والتوزيع، عمان-الأردن، 2013.
- 10- عبد العزيز خنفوسي، العولمة وتأثيراتها على الجهاز المصرفي (الجزء الأول)، الطبعة الأولى، دار الأيام للنشر والتوزيع، الأردن، 2016.
- 11- عبد الله خبايا، الاقتصاد المصرفي، دار الجامعة الجديدة للنشر والتوزيع، الإسكندرية-مصر، 2013.
- 12- عبد المجيد قدي، المدخل إلى السياسات الاقتصادية الكلية (دراسة تحليلية تقييمية)، ديوان المطبوعات الجامعية، بن عكنون-الجزائر، 2003.
- 13- عبد المنعم سيد علي، نزار سعد الدين عيسى، النقود والمصارف والأسواق المالية، الطبعة الأولى، دار الحامد للنشر والتوزيع، عمان-الأردن، 2004.
- 14- عزالدين شرون، اقتصاديات النقود وأسواق رأس المال (النظم والنظريات النقدية)، الطبعة الأولى، دار ألفا (نشر وتوزيع واستيراد)، قسنطينة-الجزائر، 2020.
- 15- علي كنعان، النقود والصيرفة والسياسة النقدية، الطبعة الأولى، دار المنهل اللبناني، بيروت-لبنان، 2012.
- 16- فائزة لعراف، مدى تكييف النظام المصرفي الجزائري مع معايير لجنة بازل وأهم انعكاسات العولمة، دار الجامعة الجديدة للنشر، الإسكندرية، 2013.
- 17- محمد إبراهيم عبد الرحيم، اقتصاديات النقود والبنوك، دار التعليم الجامعي، الإسكندرية-مصر، 2014.
- 18- محمد أحمد الأفندي، النقود والبنوك، الطبعة الأولى، دار الكتاب الجامعي، صنعاء، اليمن، 2009.

قائمة المراجع

- 19- محمود سحنون، الاقتصاد النقدي والمصرفي، دار بهاء الدين للنشر والتوزيع، قسنطينة الجزائر، 2003.
- 20- مصطفى كولار آخرون، الوساطة والسمسة في سوق الأوراق المالية، الطبعة الأولى، دار ألفا للوثائق للنشر والتوزيع، قسنطينة-الجزائر، 2019.
- 21- مصطفى يوسف كافي، المشتقات المالية وأدواتها المستحدثة، الطبعة الأولى، دار ألفا للوثائق (نشر وتوزيع واستيراد)، قسنطينة، الجزائر، 2018.
- 22- هيل عجمي جميل العنابي ورمزي ياسين يسع أرسلان، النقود والمصارف والنظرية النقدية، الطبعة الأولى، دار وائل للنشر والتوزيع، عمان-الأردن، 2009.

II أطروحات دكتوراه

- 1- بلعزوز بن علي، أثر تغيرات سعر الفائدة على اقتصاديات الدول النامية (حالة الجزائر)، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة الجزائر، 2003-2004.
- 2- بن عمر لعوج، أثر التحرير المالي على الوساطة المالية (دراسة قياسية لعينة من الدول النامية خلال الفترة 1995-2017 باستعمال نماذج تحليل بيانات بانل)، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة أبي بكر بلقايد، تلمسان، 2019-2020، ص: 114.
- 3- زبير عياش، تأثير تطبيق اتفاقية بازل 2 على تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة العربي بن مهيدي، أم بواقي، 2012.
- 4- زكرياء خلف الله، قنوات تحويل السياسة النقدية في الاقتصاد الجزائري (دراسة تحليلية قياسية للفترة 1990-2016)، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة العربي بن مهيدي، أم البواقي، 2018.
- 5- عابد بشكير، نمذجة قياسية اقتصادية لمحددات الطلب على النقود في الجزائر خلال الفترة (1970-2008)، رسالة ماجستير في العلوم الاقتصادية، جامعة الجزائر 03، 2009-2010.
- 6- سارة بركات، دور تطبيق الاجراءات الاحترازية لإدارة المخاطر البنكية في تحسين الحوكمة المصرفية (دراسة حالة بنك سوسيتي جنرال الجزائر)، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة محمد خيضر، بسكرة، 2015.

- 7- علي بطاهر، اصلاحات النظام المصرفي الجزائري وآثارها على تعبئة المدخرات وتمويل التنمية، أطروحة دكتوراه دولة في العلوم الاقتصادية، جامعة الجزائر، 2006.
- 8- علي جقريف، النظام المصرفي الجزائري واشكالية تطبيق مقررات لجنة بازل 3 (دراسة مقارنة مع النظام المصرفي الأردني)، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة عبد الحميد مهري، قسنطينة 2، 2017.

III مجلات وملتقيات وأبحاث متخصصة

- 1- أحمد مداح، صالح بوشيبش، عملة البتكوين وحكم التعامل بها في الفقه الإسلامي والقانون الجزائري، مجلة الأحياء، المجلد (19)، العدد (22)، سبتمبر 2019.
- 2- تسعديت بوسبعين، المشتقات المالية كأداة للتحوط من المخاطر المتعلقة بالمعلومة المحاسبية والمالية، مداخلة مقدمة ضمن فعاليات الملتقى الدولي الأول حول إدارة المخاطر المالية وأثرها على اقتصاديات العالم، جامعة العقيد آكلي أولحاج، البويرة، 2013.

قائمة المراجع

- 3- حيدر حسين آل طعمة، الأسواق المالية (النشأة، المفهوم، الأدوات)، سلسلة كراسات استراتيجية صادرة عن مركز الدراسات الاستراتيجية، جامعة كربلاء-العراق، سبتمبر 2014.
- 4- خالدية بوجنان، محاولة قياس تأثير حجم المطلق على التطور المالي بالجزائر خلال الفترة (2000-2017)، ورقة بحثية مقدمة ضمن فعاليات الملتقى الوطني حول: النظام المالي وإشكالية تمويل الاقتصاديات النامية، جامعة محمد بوضياف، المسيلة، يومي 04-05 فيفري 2019.
- 5- زبير عياش وآخرون، دراسة تحليلية لواقع التكنولوجيا المالية في البنوك الإسلامية العربية (تطبيقات البلوكتشين نموذجا)، مجلة اقتصاد المال والأعمال، جامعة الشهيد حمة لخضر، الوادي، المجلد (05)، العدد (01)، جوان 2020.
- 6- شاوش حجة الله وخلييل طيار، دور الالتزام الأخلاقي لدى المبلغين في الكشف عن السلوك الاحتيالي (دراسة حالة بنك HSBC)، مداخلة مقدمة ضمن فعاليات الملتقى الدولي حول الأداء المتميز للمنظمات والحكومات (الطبعة الثالثة-أخلاقيات الأعمال والمسؤولية الاجتماعية)، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، يومي 27 و28 نوفمبر 2017.
- 7- صالح صالح، أدوات السياسة النقدية والمالية الملائمة لترشيد الصيرفة الإسلامية، مداخلة مقدمة ضمن فعاليات الندوة العلمية حول: الخدمات المالية وإدارة المخاطر في المصارف الإسلامية، جامعة فرحات عباس-سطيف1، أيام 18-20 أبريل 2010.
- 8- صلاح الدين سعودي ورمضان كزار، انعكاسات تعديل قانون النقد والقرض سنة 2017 على فعالية السياسة النقدية في الجزائر، مجلة اقتصاد المال والأعمال، جامعة الشهيد حمة لخضر، الوادي، المجلد (05)، العدد (02)، ديسمبر 2020.
- 9- عبد الجبار علي الكعبوش، النقود المشفرة (بتكوين ومشتقاتها) بحث في حقيقتها وتخريج أحكامها الفقهية، مجلة الشهاب، المجلد (05)، العدد (02)، جوان 2019.
- 10- عبد الكريم قندوز، التقنيات المالية وتطبيقاتها في الصناعة المالية الإسلامية، صندوق النقد العربي، معهد التدريب وبناء القدرات، أبو ظبي، 2019.
- 11- عبد الله بن سليمان الباحث، النقود الافتراضية (مفهومها وأنواعها وآثارها الاقتصادية)، المجلة العلمية للاقتصاد والتجارة، جامعة عين شمس، العدد (01)، جانفي 2017.
- 12- عبد الله غالم وعبد الحفيظ خزان، الأسواق المالية (نشأتها، الوظائف الاقتصادية، خصائصها وأقسامها)، مجلة الاجتهاد القضائي، جامعة الشهيد محمد خيضر، بسكرة، المجلد (11)، العدد (08)، مارس 2016.
- 13- عيسى ياحي، أداء المراكز المالية الدولية في تسويق الخدمات المالية، مجلة العلوم الاقتصادية وعلوم التسبير، العدد (05)، 2005.
- 14- فاطمة السبيعي، اتجاهات تطبيق تقنية البلوكتشين في دول الخليج، مركز البحرين للدراسات الاستراتيجية والدولية والطاقة، جويلية 2019.
- 15- محفوظ جبار وعمر عبده سامية، أسواق رأس المال الدولية (الهيكل والأدوات)، أبحاث اقتصادية وإدارية، جامعة محمد خيضر، بسكرة، العدد (03)، جوان 2008.

قائمة المراجع

- 16- نبيلة مسيلتي وآخرون، التمويل غير التقليدي بالجزائر (واقع وآفاق)، مجلة أبحاث اقتصادية معاصرة، جامعة عمار ثليجي، الاغواط، المجلد (01)، العدد (01)، أوت 2018.
- 17- هاني نبيل فهمي سلامة، الوساطة المالية لتمويل المشروعات الصغيرة والمتوسطة ومخاطرها المحتملة، بحث مستخرج من أطروحة دكتوراه في العلوم التجارية، جامعة بور سعيد، مصر، 2019.
- 18- هنية شريف، دور النقود الإلكترونية في تنمية الإدارة الإلكترونية، حوليات جامعة الجزائر 1، العدد (33)، الجزء الثاني، جوان 2019.
- 19- ياسين الطيب، النظام المصرفي الجزائري في مواجهة تحديات العولمة المالية، مجلة الباحث، جامعة ورقلة، العدد 03، 2003.

IV أنظمة وقوانين

- 1- نظام رقم 03-09 المؤرخ في 26 ماي 2009 والمتعلق بتحديد القواعد العامة المتعلقة بشروط البنوك المطبقة على العمليات البنكية، الجريدة الرسمية عدد 53، الصادرة بتاريخ 13 سبتمبر 2009.
- 2- القانون رقم (90-10) المؤرخ في 14 أبريل 1990 والمتعلق بقانون النقد والقرض، الجريدة الرسمية عدد 16، الصادرة بتاريخ 18 أبريل 1990.
- 3- العملات المشفرة، تقرير صادر عن البنك المركزي الأردني، مارس 2020.
- 4- مخاطر وتداعيات العملات المشفرة على القطاع المالي، صندوق النقد العربي، أبو ظبي، الإمارات، 2019.

V مواقع الانترنت

- 1- أهم الأسواق الأوروبية للاستثمار، مقال منشور بتاريخ 2021/03/25 على الموقع: <https://admiralmarkets.com> /اطلع عليه بتاريخ (2021/05/05).

❖ مراجع باللغة الأجنبية

- 2- Instruction No 05-09 du Juillet 2009 relative a la déclaration des crédits consentis par une banque ou un établissement financier a une entreprise dont elle ou il détient une participation au capital.
- 3- Françoise DRUMETZ & Ivan ODONNAT, L'analyse des agrégats élargis de monnaie et de crédit : l'expérience de la Banque de France, bulletin de la Banque de France N⁰, aout 2001.