



كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير  
Faculty of Economic Sciences, Commerce and Management Sciences

قسم العلوم الاقتصادية



مطبوعة موجهة لطلبة السنة الثانية ليسانس ل م د  
علوم اقتصادية



عنوان المطبوعة:

الاقتصاد النقدي وأسواق رأس المال



إعداد الدكتور:

ودان بو عبد الله

أ. عشوي نصر الدين  
رئيس المجلس العلمي كلية العلوم الاقتصادية  
التجارية وعلوم التسيير

السنة الجامعية: 2021-2020

كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير  
Faculty of Economic Sciences, Commerce and Management Sciences

قسم العلوم الاقتصادية

مطبوعة موجهة لطلبة السنة الثانية ليسانس ل م د

علوم اقتصادية

عنوان المطبوعة:

الاقتصاد النقدي وأسواق رأس المال

إعداد الدكتور:

ودان بوعبدالله

السنة الجامعية: 2020-2021

## قائمة المحتويات

I	..... قائمة الجداول
I	..... قائمة الأشكال
1	..... مقدمة
<b>2</b>	<b>..... الدرس الأول: التطور التاريخي لنشأة النقود</b>
2	..... 1- مرحلة نظام المقايضة وصعوباتها
9	..... 2- مرحلة النقود السلعية
10	..... 3- النقود المعدنية
13	..... 4- النقود الورقية
17	..... 5- النقود الكتابية
17	..... 6- النقود الالكترونية
<b>20</b>	<b>..... الدرس الثاني: تعريف النقود، خصائصها ووظائفها</b>
20	..... 1- تعريفات النقد
20	..... 2- خصائص النقود
22	..... 3- وظائف النقود
<b>25</b>	<b>..... الدرس الثالث: تحليل الكتلة النقدية</b>
25	..... 1- مكونات الكتلة النقدية
25	..... 2- العناصر المقابلة للكتلة النقدية
28	..... 3- آلية خلق النقود من طرف البنوك التجارية
<b>30</b>	<b>..... الدرس الرابع: النظام النقدي الدولي في ظل قاعدة الذهب</b>
30	..... 1- مراحل تطور نظام الذهب
35	..... 2- النظام النقدي في ظل اتفاقية بريتون وودز
43	..... 3- التطورات النقدية العالمية بعد انهيار نظام بريتون وودز
<b>54</b>	<b>..... الدرس الخامس: النظرية النقدية الكلاسيكية</b>
54	..... 1- العلاقة ما بين النقود والأسعار قبل المدرسة الكلاسيكية
55	..... 2- صياغة النظرية الكمية للنقود من طرف الكلاسيكيين
56	..... 3- النظرية الكمية للنقود عند الكلاسيكيون الجدد: أرفينج فيشر Irving Fisher
58	..... 4- صيغة سرعة دوران الدخل
59	..... 5- معادلة الأرصد النقدية: معادلة كمبردج

62	.....6- توازن سوق النقود.....
64	.....الدرس السادس: النظرية الكينزية للنقود.....
64	.....1- أهم فرضيات النظرية الكينزية.....
66	.....2- دوافع الطلب على النقود عند كينز.....
67	.....3- اشتقاق منحنى LM-IS والتوازن الكلي.....
70	.....الدرس السابع: نظرية التيار الليبرالي لمدرسة النقديين أو مدرسة شيكاغو.....
70	.....1- مراحل تطور الفكر النقدي.....
73	.....2- العلاقة بين الطلب على النقود وتكلفة الاحتفاظ بها.....
73	.....3- الأشكال المتعددة للاحتفاظ بالثروة.....
75	.....الدرس الثامن: الأهداف النهائية للسياسة النقدية.....
75	.....1- استقرار المستوى العام للأسعار.....
77	.....2- العمالة الكاملة.....
78	.....3- تحقيق معدل عال من النمو للاقتصاد الوطني.....
79	.....4- تحقيق توازن ميزان المدفوعات.....
80	.....5- التناقض في أهداف السياسة النقدية.....
83	.....الدرس التاسع: أدوات السياسة النقدية في الجزائر.....
83	.....1- تعريف معدل إعادة الخصم.....
86	.....2- عمليات السوق المفتوحة.....
90	.....3- سياسة تعديل نسبة الاحتياطي الإجمالي.....
92	.....4- سياسة تأطير القروض.....
93	.....الدرس العاشر: الوساطة المالية.....
93	.....1- مفهوم الوساطة المالية.....
94	.....2- مفاهيم حول البنوك.....
97	.....الدرس الحادي عشر: النظام المصرفي الجزائري.....
97	.....1- النظام البنكي الجزائري قبل إصلاحات 1986.....
97	.....2- النظام البنكي الجزائري بعد إصلاحات عام 1986.....
98	.....3- واقع المنظومة البنكية الجزائرية بعد الإصلاحات.....
99	.....4- هيكل النظام البنكي جزائري.....
100	.....5- شروط تأسيس البنوك والمؤسسات المالية في الجزائر.....

<b>104</b>	.....الدرس الثاني عشر: السوق النقدي
104	.....1- تعريف السوق النقدي
104	.....2- مزايا السوق النقدي
105	.....3- وظائف السوق النقدي
105	.....4- المتدخلون في السوق النقدي
106	.....5- أدوات السوق النقدي
<b>108</b>	.....الدرس الثالث عشر: الفوركس
108	.....1- مفهوم الفوركس
108	.....2- مميزات سوق العملات
<b>110</b>	.....الدرس الرابع عشر: سوق الإنترنت
110	.....1- مفهوم سوق الإنترنت
110	.....2- نبذة عن عملاء الإنترنت ذوو الأغراض المالية
111	.....3- أوقات عمل سوق العملات
111	.....4- العملات التي يتم تداولها
113	.....5- آلية توقع حركة العملات
<b>115</b>	.....الدرس الخامس عشر: الأسواق المالية
115	.....1- تعريف سوق الأوراق المالية
115	.....2- أقسام سوق الأوراق المالية
118	.....3- المشاركون في البورصة
119	.....4- مصادر المخاطر في سوق الأوراق المالية
120	.....5- تعريف الأزمة البورصية
121	.....6- أسباب وآثار الأزمة البورصية
<b>123</b>	.....الدرس السادس عشر: أنواع الأدوات المالية
123	.....1- أدوات الملكية
125	.....2- أدوات المديونية
128	.....3- المشتقات المالية
<b>130</b>	.....الدرس السابع عشر: المراكز المالية الدولية
130	.....1- تعريف المركز المالي الدولي
130	.....2- أسباب تركز الصفقات المالية الدولية جغرافياً

---

130	.....3- أنواع المراكز المالية الدولية
131	.....4- خصائص المركز المالي الدولي
131	.....5- دور المراكز المالية الدولية
132	.....6- شروط قيام المراكز المالية الدولية
133	.....7- أهم المراكز المالية الدولية
<b>135</b>	<b>..... قائمة المراجع</b>

## قائمة الجداول

رقم	عنوان	صفحة
1	مقايضة فائض السلع لدى القبائل.....	3
2	بيان نتيجة المقايضة بين القبائل.....	3
3	الأسعار النسبية للسلع المتبادلة.....	4
4	الميزانية الموحدة للنظام المصرفي.....	26
5	خلق النقود في البنوك التجارية.....	29
6	الأوزان النسبية للعمولات المكونة للايكو خلال الفترة 1979-1995.....	51
7	قيمة عملات الدول الأعضاء في الاتحاد النقدي الأوروبي مقابل الأورو.....	53
8	تطور معدلات سعر إعادة الخصم خلال الفترة 2000-2018.....	84
9	عمليات السوق المفتوحة (نداءات العروض) خلال الفترة 2002-2018.....	88
10	معدل الاحتياطي الإجباري خلال الفترة 2006-2018.....	91

## قائمة الأشكال

رقم	عنوان	صفحة
1	تحديد سعر الصرف وفق نظام سعر الصرف العائم.....	44
2	كيفية عمل نظام الثعبان النقدي الأوروبي.....	48
3	النظرية الكمية للنقود.....	57
4	الأرصدة النقدية الحقيقية.....	60
5	الأرصدة النقدية الحاضرة.....	61
6	العلاقة بين الدخل النقدي والطلب على الأرصدة النقدية الحاضرة.....	62
7	التوازن في سوق الإنتاج عند كينز IS.....	67
8	التوازن في سوق النقد عند كينز LM.....	68
9	التوازن الكلي سوق الإنتاج وسوق النقد IS-LM.....	69
10	العلاقة المالية المباشرة.....	93
11	العلاقة المالية غير المباشرة.....	94
12	مخطط إنتقال الأموال من أصحاب الفائض إلى أصحاب العجز.....	95
13	هرم الجهاز المصرفي.....	96
14	أنواع الوسطاء الماليين.....	96
15	مكونات الأسواق المالية.....	117
16	أنواع الأدوات المالية.....	123

**مقدمة:**

تبلورت فكرة إعداد هذه المطبوعة البيداغوجية بعد تدريس مادة الاقتصاد النقدي وأسواق رأس المال لطلبة السنة الثانية ليسانس قسم العلوم الاقتصادية بجامعة مستغانم لفترة تتجاوز العشرة سنوات، حيث تندرج ضمن تخصصنا في الليسانس، الماجستير والدكتوراه، فقد تم تقديم وشرح محتوى مادة أساسية في ميدان العلوم الاقتصادية التجارية وعلوم التسيير من خلال الالتزام بالمحاور الكبرى للبرنامج الذي وضع من طرف وزارة التعليم العالي والبحث العلمي الجزائرية.

وقد تناولت هذه المطبوعة مقرر المادة من بابين، الأول تطرق للاقتصاد النقدي، حيث تعرض إلى التطور التاريخي لنشأة النقود، تعريف النقود ووظائفها، تحليل الكتلة النقدية، النظام النقدي الدولي، النظرية النقدية الكلاسيكية والكينزية للنقود، نظرية التيار الليبرالي لمدرسة النقديين أو مدرسة شيكاغو، الأهداف النهائية للسياسة النقدية، أدوات السياسة النقدية في الجزائر، الوساطة المالية والنظام المصرفي الجزائري. أما الباب الثاني فقد تطرق إلى الأسواق المالية، حيث تعرض إلى السوق النقدي، الفوركس، سوق الإنترنت، مفاهيم حول الأسواق المالية، أنواع الأدوات المالية والمراكز المالية الدولية.

وعليه يمكن القول إجمالاً أن هذه المادة تقوي قدرة الطالب المعرفية بشكل بسيط وواضح وفق دروس متسلسلة تشمل الجانب النظري والتطبيقي، مما يجعله يتحكم في الأحداث والمصطلحات النقدية والمالية، لترفع من مكتسباته العلمية في مجال تخصص العلوم الاقتصادية.

**الدرس الأول: التطور التاريخي لنشأة النقود:**

لقد مرت النقود في تطورها عبر التاريخ بعدة مراحل، واعتبرت كأساس لتقسيم التطور التاريخي للمجتمعات، فلقد بدأت بمرحلة اقتصاد المقايضة، والذي كان ينتشر في المجتمعات البدائية، ثم مرحلة الاقتصاد النقدي عندما اهتدى الإنسان إلى استعمال النقود المعدنية والورقية، ثم مرحلة الاقتصاد الائتماني، وهي توافق استعمال النقود الائتمانية.

**1- مرحلة نظام المقايضة وصعوباتها:**

بدأت عمليات التبادل بالمقايضة، إلا أن هذا النظام تعرض لعدة صعوبات، مما تم التخلي عنه.

**1-1- مفهوم نظام المقايضة:**

يعتبر نظام المقايضة مرحلة متطورة للإنسان والحياة الاقتصادية، بحيث أصبح الأفراد ينتجون سلعا تزيد عن حاجياتهم، فبدأت الحاجة تظهر إلى الفائض من السلع، وازدادت الرغبة في تبادله حتى ظهر السوق في شكل مكان يعتاده كل من يمتلك فائضا من منتج معين، وفي حاجة إلى منتج آخر، والبحث عن من يبادل هذا الفائض عن حاجته بفائض آخر وهو في حاجة إليه، وبالتالي فإن المقايضة تعني مبادلة سلعة بسلعة أخرى أو خدمة بخدمة بصورة مباشرة بدون استخدام وسيط نقدي. وذلك مثل استبدال قمح بحروف أو خدمة زراعة مقابل خدمة سقي، أو خدمة حصاد لقاء جزء من هذا المحصول الذي تم حصده.

أما قبل مرحلة المقايضة فاقترنت العملية الإنتاجية للأفراد على الاكتفاء الذاتي، أي أن الفرد كان ينتج كل ما يحتاجه دون زيادة عن ذلك تكون موضوعا للتبادل، وعندما بدأ التعاون بين الأفراد ضمن قبائل تزايد الإنتاج وعرف الإنسان نوعا من التخصص وتقسيم العمل البسيط، بدأت كل قبيلة تتقن وتخصص في عمل معين، وتنتج ما يزيد عن حاجتها، وتحقق فائضا من الإنتاج لسلعة معينة أو عدد قليل من السلع، في حين نجد أن الفرد أو القبيلة في حاجة إلى سلع أخرى. ومن هنا ظهرت المقايضة كطريقة أو كنظام يقوم بتبادل الإنتاج وفقا لحاجات الأفراد والقبائل، وهو الأمر الذي يسمح بالتخصص ورغبة الأفراد في تبادل السلع لتحقيق إشباع متنوع، وهذا يظهر مدى تحول الهدف من الإنتاج أي من مجرد الاكتفاء الذاتي للفرد أو القبيلة فقط إلى الإنتاج من أجل التبادل في السوق. ولكن وسائل الإنتاج تطورت، وزادت كمية الإنتاج وتنوعت المقايضة وأصبحت تعيق عملية وحجم المبادلات، فتولدت عدة صعوبات<sup>1</sup>.

<sup>1</sup> صالح مفتاح، النقود والسياسة النقدية (المفهوم - الأهداف - الأدوات)، دار الفجر، 2005، القاهرة، ص ص 14-15.

ويمكن توضيح عملية المقايضة بإعطاء المثال التالي:

نفترض وجود خمسة قبائل تنتج سلعا مختلفة حيث تتم مقايضة الفائض من هذه السلع فيما بينها، والجدول

التالي يوضح فائض السلع لدى القبائل

الجدول رقم 1: بياض فائض السلع لدى القبائل

القبيلة	السلعة الفائضة	الكمية	الوحدة
1	قمح	100	قنطار
2	سمك	200	كلغ
3	غنم	20	رأس
4	كتان	500	متر
5	حراب	100	بالعدد

المصدر: ضيف أحمد: محاضرات موجهة لطلبة السنة الثانية علوم اقتصادية، تجارية وعلوم التسيير في مقياس الاقتصاد النقدي وأسواق رأس المال، جامعة البويرة، 2015-2016، ص 9.

تتم عملية المقايضة من هذه السلع في السوق، وذلك وفق الجدول التالي:

الجدول رقم 2: بيان نتيجة المقايضة بين القبائل

المشتري	(1) قمح	(2) سمك	(3) غنم	(4) كتان	(5) حراب	الباقى	المجموع
(1) قمح	صفر	20	25	30	20	5	100
(2) سمك	60	صفر	30	25	70	15	200
(3) غنم	10	2	صفر	5	3	صفر	20
(4) كتان	200	100	100	صفر	50	50	500
(5) حراب	40	20	20	20	صفر	صفر	100

المصدر: ضيف أحمد: مرجع سابق، ص 9.

### تحليل الجدول:

تمثل الصفوف مبيعات كل قبيلة من سلعة معينة للقبائل الأخرى، أما الأعمدة فتمثل مشتريات كل قبيلة من السلع المعروضة. فعلى سبيل المثال القبيلة الأولى أعطت للقبيلة الثانية 20 قنطارا من القمح مقابل 60 كلغ من السمك، كما أعطت للقبيلة الثانية 25 قنطارا من القمح مقابل 10 رؤوس من الغنم، وأعطت للقبيلة الرابعة

30 قنطارا من القمح مقابل 200 مترا من الكتان، وكذا أعطت 20 قنطارا من القمح للقبيلة الخامسة مقابل 40 حربة، وتبقى لهذه القبيلة 5 قنطار من القمح، ويتم تحليل بقية التبادلات بنفس الطريقة.

بافتراض أن التبادلات السابقة متفق عليها في السوق، وبذلك يمكن إيجاد أسعار نسبية بين السلع المتبادلة، وذلك من خلال قسمة كميات السلع المتبادلة فيما بينها، والجدول التالي يبين لنا الأسعار النسبية لهذه السلع:

الجدول رقم 3: الأسعار النسبية للسلع المتبادلة

حراب	كتان	غنم	سمك	القمح	المشتري البائع
(5)	(4)	(3)	(2)	(1)	
2	6.67	0.4	3	1	(1) قمح
0.285	5	0.067	1	0.33	(2) سمك
6.67	20	1	15	2.5	(3) غنم
0.4	1	0.05	0.2	0.15	(4) كتان
1	2.5	0.15	3.5	0.5	(5) حراب

المصدر: ضيف أحمد: مرجع سابق، ص 9.

### تحليل الجدول:

تم حساب هذه النسب بقسمة الصفوف على الأعمدة من الجدول رقم (02)، لإيجاد القيم التي تقع تحت القطر، كما تم حساب القيم التي تقع أعلى القطر بقيمة الأعمدة على الصفوف من نفس الجدول رقم (02). أما في القطر فنلاحظ بأن قيمة مساوية إلى الواحد لأنها تمثل نسبة تبادل نفس السلعة (أي 1 قنطار قمح بـ 1 قنطار قمح، أو رأس غنم برأس غنم).

يمكن تفسير هذه الأسعار النسبية كما يلي:

مثلا: الصف الأول مع العمود الثاني أعطى قيمة 3، وهذا يعني بأن 1 قنطار من القمح يشتري 3 كلغ من السمك. وتقاطع الصف الثالث مع العمود الثاني أعطى لنا 15، وهذا يعني رأس من الغنم يشتري لنا 15 كلغ من السمك. وإذا تم عكس عملية التبادل فيمكن أن نقول 1 كلغ من السمك يشتري لنا 0.33 قنطارا من القمح، وكذلك 1 كلغ من السمك يشتري 0.067 رأس من الغنم، وهذه النسب موجودة أسفل القطر.

إن النتيجة مقبولة من الناحية الحسابية إلا أنها غير منطقية من الناحية العملية إذ أنه لا يمكن مبادلة 0.067 رأس من الغنم. وهذا ما أدى إلى عدم ملائمة عملية المقايضة لتلبية جميع المبادلات التجارية بالإضافة إلى عيوب أخرى سنتطرق إليها<sup>2</sup>.

## 1-2- صعوبات المقايضة:

أظهر نظام المقايضة صعوبات عديدة في عمليات البيع والشراء، وما صاحب ذلك من ضياع الوقت والجهد، وهو ما يقلل من فرص التبادل، وفيما يلي أهمها:

### أ- صعوبة التوافق المزدوج في رغبات المتبادلين:

لا تتوقف عملية التبادل في ظل نظام المقايضة على رغبة شخص واحد للحصول على سلعة أو خدمة، بل ينبغي أن يكون هناك شخص آخر يملكها ويرغب في مبادلتها، وأن يكون مستعدا للتنازل عنها مقابل سلعة أخرى عند الشخص الأول<sup>3</sup>. فكل صفقة اقتصادية تتطلب في نظام المقايضة التوافق المزدوج بين رغبات المتبادلين، غير أنه يصعب أن تتحد إرادتهما فيما يتعلق بالقدر، النوع، الجودة، القيمة وشروط التسليم من حيث الزمان والمكان<sup>4</sup>.

فمثلا لنفترض أن شخصا لديه سلعة قمح يريد مبادلتها بسمك، فإنه لا بد من وجود شخص آخر يملك سمكا، والرغبة عنده لمبادلة السمك مقابل القمح، ومن بين هؤلاء الأشخاص شخص يطلب في السمك نسبة تبادل مناسبة من القمح. وتعتبر هذه الشروط في غاية الصعوبة نظرا لما تتطلبه من توافر رغبتين في آن واحد، أي رغبة لمن يريد مبادلة السمك مقابل تنازله عما لديه من قمح، ورغبة المتنازل عن السمك مقابل الحصول على القمح، فينبغي تحقيق توافق رغبات المتعاملين، لأنه قد يوجد شخص يريد قمحا ولكنه لا يمتلك سمكا، وبالتالي يكون من الضروري البحث عن إيجاد شخص آخر أو أكثر من ذلك لكي تتم عملية المبادلة<sup>5</sup>.

ومثلا إذا افترضنا أن شخص (س) يريد مبادلة ما يفيض عن حاجته من القطن بما يحتاج إليه من أرز، فلا بد أن يجد شخص آخر (ص) يريد القطن بالذات وأن يمتلك في الوقت نفسه الأرز، حتى تتم هذه الصفقة وتبرم

<sup>2</sup> ضيف أحمد: محاضرات موجهة لطلبة السنة الثانية علوم اقتصادية، تجارية وعلوم التسيير في مقياس الاقتصاد النقدي وأسواق رأس المال، جامعة البويرة، 2015-2016، ص 9.

<sup>3</sup> صالح مفتاح: مرجع سابق، ص 15.

<sup>4</sup> محمود حامد محمود عبد الرزاق: اقتصاديات النقود والبنوك والأسواق المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2013، ص 20.

<sup>5</sup> صالح مفتاح: مرجع سابق، ص 16.

هذه العملية. فإذا عثر على شخص آخر يمتلك الأرز ولكنه لا يريد مبادلته بالقطن، ولكن في حاجة إلى سلعة أخرى كالقمح، فسوف تظهر (في هذه الحالة) مشكلة تتمثل في عدم توافق رغبات هذين الشخصين (س، ص)، وفي هذه الحالة يتطلب الأمر دخول طرف ثالث (ع) أو أكثر في عملية المقايضة حتى تتم المعاملات، أي ينبغي على الشخص الأول الذي يملك القطن أن يبحث من جديد عن شخص ثالث يحوز القمح ويريد مبادلته بالقطن، فيحصل منه على سلعته (القمح) مقابل (القطن) ثم يقوم بمبادلته للشخص الذي يملك الأرز (الذي يرغبه أصلاً) حتى تتم العملية وهذا يصعب من الناحية العملية. وهكذا يتضح لنا أن عدم توافر التوافق بين رغبات المتعاملين يؤدي إلى تعدد صفقات المقايضة، وهو ما يؤدي إلى تبديد للجهد وضياح للوقت خاصة إذا ما تعددت السلع المتداولة في المجتمع.<sup>6</sup>

فهذا التبادل يكون ممكناً وسهلاً في ظل مجتمع اقتصادي بدائي يقوم على أساس الإنتاج من أجل الاكتفاء الذاتي، أما في النظام الاقتصادي القائم على التخصص، تقسيم العمل والإنتاج بهدف التبادل، في هذه الحالة يكون عدد السلع مضاعفاً في الأسواق، وتتسع رقعة التبادل، ويصبح التوافق المزدوج بين الرغبات أمراً معقداً لما يشترطه من وقت وجهد للبحث عن هذا التوافق لإتمام عمليات المبادلة.<sup>7</sup>

### ب- صعوبة تحديد نسبة التبادل:

والذي يعني الافتقار إلى وحدة عامة يمكن بمقتضاها قياس وتحديد قيم السلع والخدمات، ففي نظام المقايضة كل سلعة أو خدمة لا تتحدد قيمتها في السوق بشكل بسيط وسهل ككمية واحدة، بل في أشكال عديدة من السلع والخدمات الأخرى، ولكي تتم معرفة النسب بين كل السلع والخدمات المعروضة في السوق، وهذا الأمر صعب ويستحيل إذا تعددت السلع والخدمات.

ويقصد بتحديد نسب التبادل إيجاد طريقة يجري بواسطتها قياس قيمة كل سلعة بالنسبة لكل من السلع الأخرى. فمثلاً لو كنا أمام خمسة (05) سلع هي: A, B, C, D, E يصبح من الضروري تحديد نسبة كل سلعة على حدى من السلع الأربع الأخرى. في هذا المجال نحتاج إلى 10 معدلات (نسب) للتبادل كما يلي:

<sup>6</sup> محمود حامد محمود عبد الرزاق: مرجع سابق، ص 20.

<sup>7</sup> صالح مفتاح: مرجع سابق، ص 16.

- السلعة A مع السلعة B، نكون قد عرفنا معدل السلعة B مع السلعة A.
- السلعة A مع السلعة C، نكون قد عرفنا معدل السلعة C مع السلعة A.
- السلعة A مع السلعة D، نكون قد عرفنا معدل السلعة D مع السلعة A.
- السلعة A مع السلعة E، نكون قد عرفنا معدل السلعة E مع السلعة A.
- السلعة B مع السلعة C، نكون قد عرفنا معدل السلعة C مع السلعة B.
- السلعة B مع السلعة D، نكون قد عرفنا معدل السلعة D مع السلعة B.
- السلعة B مع السلعة E، نكون قد عرفنا معدل السلعة E مع السلعة B.
- السلعة C مع السلعة D، نكون قد عرفنا معدل السلعة D مع السلعة C.
- السلعة C مع السلعة E، نكون قد عرفنا معدل السلعة E مع السلعة C.
- السلعة D مع السلعة E، نكون قد عرفنا معدل السلعة E مع السلعة D.
- المجموع 10 معدلات
- 4 معدلات
- 3 معدلات
- 2 معدلات
- 1 معدلات

ويزداد الأمر صعوبة في الواقع العملي لأنه توجد آلاف السلع والخدمات، وبالتالي يصبح من الضروري معرفة معدل تبادل كل منها على حدى والسلع والخدمات الأخرى. إن عدد نسب التبادل الواجب معرفتها يساوي عدد التوفيقات الممكن الحصول عليها من كل السلع المطروحة للتبادل. إذا كانت كل مجموعة (توفيقية) تتكون من سلعتين فقط فإن النسبة تكون كالآتي:

$$C_n^2 = \frac{n(n-1)}{2} \quad \text{الاختصار الرياضي لهذه العلاقة إلى العبارة البسيطة التالية:} \quad C_n^2 = \frac{n!}{2!(n-2)!}$$

حيث  $n$  عدد السلع الداخلة في التبادل.

وإذا طبقنا المثال السابق لـ خمس (05) سلع متوافقتين اثنين، فإن عدد التوفيقات سيكون كالآتي:

وإذا كانت هناك 100 سلعة تدخل في التبادل فإن عدد نسب المقايضة التي يكون من الضروري حسابها

كالآتي:

إذن سيكون على الشخص الذي يبادل أن يعرف 4950 معدل تبادل لـ 100 سلعة، وهذا أمر عسير، ولم

يتغلب على هذه الصعوبة إلا بعد ظهور النقد.

## ج- صعوبة تخزين السلع:

- عرف الإنسان منذ القديم التخزين، الاحتياط والادخار للمستقبل، وبما أنه كان يعيش في نظام المقايضة وفي ظل غياب النقود فإنه كان يلجأ إلى السلع لتخزينها عندما يبقى له جزء منها بعد المقايضة، والذي يتطلب عناية كبيرة، مساحة واسعة وحراسة، وفي هذا تكلفة باهظة الثمن من جهة، وضعف إمكانيات التخزين آنذاك من جهة أخرى، وهو ما يجعل قيم السلع تتدهور، ولا تحتفظ بقيمتها الأولى، وقد تتعرض إلى المخاطر التالية.
- قد تتعرض هذه السلعة وخاصة الزراعية التي كانت تمثل الغالبية في نظام المقايضة للتلف، العطب أو النقص في قيمتها.
  - يتكلف الشخص في تخزين هذه السلعة كثيرا من الوقت الذي يحتاج فيه استهلاكها أو مبادلتها بغيرها من السلع.
  - من الصعب إخراج السلعة من المخازن وتحويلها من حالتها التي كانت مخزونة بها إلى حالة تكون فيها صالحة للمقايضة<sup>8</sup>.

## د- صعوبة تجزئة السلع:

- إن السلع تختلف فيما بينها من حيث حجمها وقابليتها للتجزئة، فالقمح، العدس، الفاكهة وغيرها تتصف بصغر حجم وحداتها، وقابليتها للتجزئة إلى كميات صغيرة دون إهدار قيمتها، كما يمكن مقايضتها بسهولة في حالة توافر الرغبات المزدوجة لدى طرفي التبادل.
- غير أن هناك بعض السلع تتسم بكبر حجمها وعدم قابليتها للتجزئة مثل البيوت والدواب وغيرها، ما يزيد من صعوبة مبادلتها، فقد يضطر حائزها إلى مبادلتها بكميات كبيرة من سلعة لا يحتاجها، مما يقتضي قيامه بعمليات مقايضة أخرى مع ما يتطلبه ذلك من مزيد من الوقت والجهد.
- فإذا افترضنا أن شخصا ما يريد مبادلة بقرة بكمية معينة من القمح، على أساس أن تقدير السوق لهاتين السلعتين يكون على أن البقرة من حجم ونوع معين تعادل عشرة أرادب من القمح، فمن المحتم على صاحب البقرة أن يقبل هذه الكمية من القمح والتي قد تزيد عن حاجته، فإذا كان هذا الشخص يحتاج إلى خمس أرادب فقط لاستجابات عملية التبادل نظرا لعدم قابلية البقرة للتجزئة ولأن في تجزئتها القضاء على منفعتها كدابة.

<sup>8</sup> صالح مفتاح، مرجع سابق، ص 16-18.

كما أن الأمر يصبح أكثر تعقيدا إذا أراد صاحب البقرة مبادلتها بكميات من سلع مختلفة كالقمح، الشاي والأحذية.. إلخ، حيث يتعذر عليه أن يجد شخصا واحدا يريد الحصول على دابته ويملك في نفس الوقت كل هذه الأنواع المختلفة من السلع، كما يستحيل تجزئة هذه الدابة بين منتجي السلع المختلفة حتى ولو رغبوا فيها نظرا لاستحالة تجزئتها دون إنقاص قيمتها أو إهدارها كاملة.

### هـ - صعوبة إيجاد وسيلة للمدفوعات الآجلة:

يتمثل الأساس الوحيد لإبرام العقود طويلة الأجل (القروض) في ظل نظام المقايضة في السلع المادية، وهذا يثير صعوبات عديدة أمام إتمام عملية التبادل بصفة خاصة والقيام بالنشاط الاقتصادي بصفة عامة. فالدفع العيني المؤجل يصطدم غالبا باختلاف نوع وجودة ومواصفات وقيمة السلع محل الاتفاق والتبادل عند الاستحقاق بالمقارنة بوقت التعاقد، نظرا لأن معظم السلع تتغير عمليا خلال الزمن نتيجة لتغير الأذواق، المعرفة، التكنولوجيا المطبقة والظروف الإنتاجية بصفة عامة، وذلك يصعب في ظل عدم وجود النقود باستخدام السلع في أداة المدفوعات المستقبلية<sup>9</sup>.

### 2- مرحلة النقود السلعية:

تعد النقود السلعية أقدم صورة للنقود عرفت لها المجتمعات الإنسانية، فإزاء الصعوبات التي واجهت المقايضة كطريقة للمبادلة، تفتق ذهن الإنسان إلى إيجاد وسيط يتم على أساسه مبادلة كافة السلع في السوق بعضها ببعض، بشرط أن تكون سلعة واسعة الانتشار وتمتتع بقبول عام ونسبي بين جميع أفراد الجماعة، حيث تم اختيار إحدى السلع الهامة بالنسبة للجماعة واتخاذها كأساس أو وسيط في كافة المبادلات، فهي بذلك لها قيمة نقدية، باعتبارها نقودا، وكذلك قيمة اقتصادية باعتبارها سلعة.

وبناء على ذلك اختلفت السلعة المختارة كوحدة نقد من مجتمع لآخر، بحسب ظروف كل بيئة من الناحية الاقتصادية والاجتماعية، فما يصلح أن يكون سلعة نقدية في مجتمع ما قد لا يصلح أن يكون هكذا في مجتمع آخر، إذ يتوقف الأمر على إمكانية الحصول على هذه السلعة بكميات كافية وعلى درجة تمثيلها للثروات المعروفة في ذلك الوقت، كما أن اختيار هذه السلع لا بد أن يكون قد خضع لاعتبارات تتصل بمستوى التفكير السائد وأذواق الجمهور وعاداته<sup>10</sup>.

<sup>9</sup> محمود حامد محمود عبد الرزاق: مرجع سابق، ص ص 21-22.

<sup>10</sup> سوزي عدلي ناثر: مقدمة في الاقتصاد النقدي والمصرفي، منشورات الحلبي الحقوقية، 2007، بيروت، ص 14.

ولإيجاد طرق أكثر ملاءمة كانت أول خطوة أن اهتدى الإنسان إلى استخدام سلعة معينة تلعب دور النقد، وكانت من السلع الشائعة والمستهلكة، فاتخذ الصينيون الحرير، الهند الماشية، قدماء المصريين القمح، واتخذت مجتمعات أخرى أنواعا من الخرز، الأحجار الكريمة، الصدف والمعادن غير النفيسة مثل الحديد، النحاس والبرونز.

وكان نتيجة ذلك التخلص من بعض صعوبات المقايضة، كالتوافق المزدوج في رغبات المتبادلين وتحديد نسبة التبادل، حيث استخدمت سلعة معينة كنقود، وأصبح لكل سلعة نسبة تبادل واحدة منها، والتي تعتبر مقياسا للقيمة وتحظى بالقبول في المعاملات اليومية. أما الصعوبات الأخرى، كعدم قابليتها للتخزين وإيجاد وسيلة للمدفوعات الآجلة، فلم تتمكن النقود السلعية من القضاء عليها، فعند استخدام بعض السلع كنقود لم يكن بعضها قابل للتجزئة كالماشية، كما أن بعضها يتعرض للتلف والنقص في القيمة ويحتاج تخزينها إلى تكاليف كبيرة. بالإضافة إلى أنها لم تكن متجانسة الوحدات، ولا تتميز بالثبات النسبي في قيمتها، وكانت صعبة الحمل.

فهذه الأسباب هي التي لم تجعل النقود السلعية تؤدي دورها بشكل خال من العوائق، ولكن كانت أول خطوة في طريق الإنسان لاكتشاف النقود، والذي بدأ يبحث عما يخلصه من عيوب المبادلات، وعن نوع آخر من السلع تحل محل النقود وتتوفر فيه مميزاتهما، وهذا ما أدى به إلى استعمال النقود المعدنية.

### 3- النقود المعدنية:

إن الوصول إلى مرحلة النقود المعدنية بدأ باستعمال معادن عديدة مثل الحديد، النحاس، البرونز، إلا أن هذا لم يلبث كثيرا حتى تم الاهتمام إلى المعادن النفيسة (الذهب، الفضة) لاستخدامها كنقود في التبادل، وهذا نظرا لما تتمتع به من مميزات هامة منها خفة الوزن، ارتفاع القيمة والتجانس، صلاحة للتخزين وسهولة التحديد، قابلية للتجزئة والثبات النسبي، واتخذ تطور النقود المعدنية ثلاث أشكال كما يلي:

### 3-1- النقود الموزونة: Monnaie pesée

كانت النقود المعدنية توزن حسب القانون الروماني عند أي عقد أو معاملة تصفى كعقود الشراء والبيع، وذلك بحضور شخصية بارزة تدعى حامل الميزان الذي كان يقوم بوزن المعدن النفيس (الذهب) وذلك من أجل إثبات شرعية المعاملات ومنع الغش، ويعطي الكمية اللازمة منه للدائن لتسديد الدين. وفي ظل الاحتفالات

الرومانية كان يتم وزن المعدن النفيس وتتم تصفية الديون وذلك من أجل إثبات للرأي العام أن الدولة كانت حاضرة من أجل الضمان عن طريق حامل الميزان<sup>11</sup>.

ثم أخذت النقود المعدنية شكل سبائك، حيث كانت كل سبيكة تختلف في وزنها ودرجة نقاء المعدن فيها وعيارها عن غيرها من السبائك الأخرى، ومن تم كان من الضرورة عند إتمام كل صفقة أو معاملة أن يتم وزن هذه السبيكة واختبار عيارها لمعرفة قيمتها، ولذلك سميت هذه النقود بالنقود الموزونة، وقد كانت تمثل عرقلة لكثير من المعاملات التي تحتاج إلى السرعة، فعملية المبادلة في هذه المرحلة لا تزال شبيهة بالنقود السلعية<sup>12</sup>.

### 3-2- النقود الحسائية: Monnaie comptée

كان التحول ثقيلًا من أجل أن تصبح النقود الموزونة إجبارية، وليس سريعًا بأن تقسم السبائك إلى قطع أو أجزاء، وكانت في البداية عبارة عن كريات معدنية وشكلها يتطلب معالجتها لأن تكون مسطحة، وتم خلق قريصات (Disques) أو أشكال بيضوية (Ovoides)، والتي من السهل حسابها أو عدّها واستعمالها.

ولكن أكبر عائق واجهه النقود الحسائية هو أنه نستطيع أن نمزج داخل هذه القريصة مواد غير نفيسة، وهو ما أنتج خطر الغش الذي عرفه التاريخ النقدي المعدني، وخوف السلطة من مزج المعدن الرديء داخل المعدن الجيد. وهذا الخطر هو الذي أدى إلى ظهور الشكل الثالث من النقود وهو النقود المضروبة (المسكوكة).

### 3-3- النقود المسكوكة (المضروبة): La monnaie frappée

خوفاً من أخطار الغش والتزوير في هذه النقود، بدأت السلطات تحرص على أن تقوم بضمان سك النقود المعدنية، حتى تمنح ضماناً للعملاء المعدنية المسكوكة والتي تكون مطابقة للمواصفات القانونية، فلم يعد بإمكان الأفراد سكتها، بل تولت الدولة حق ضرب النقود لتجسيد طابع الضمان عليها، بالتوجه نحو ربط النقود المعدنية بحياتها، بوضع على وجهيها صورة أو إسما أو رمزا لصاحب السلطة وهو يجسد الدولة، فقد أصبحت تتمتع بالإجبار، وهو ما جعلها تحظى بالقبول العام<sup>13</sup>.

فقد تدخلت السلطات العليا في الدولة بوضع ختم رسمي عليها لتحديد وزن وعيار كل سبيكة، حتى لا توزن وتختبر في كل معاملة، وعندئذ أصبحت تقدر بالعدد وليس بالوزن، فصار لوزنها اسم يطلق عليه كالدينار أو

<sup>11</sup> صالح مفتاح: مرجع سابق، ص ص 19-22.

<sup>12</sup> سوزي عدلي ناثر: مرجع سابق، ص 17.

<sup>13</sup> صالح مفتاح: مرجع سابق، ص ص 22-23.

الدرهم، وعندها أصبح للأشياء ثمن وللعملة إسم هو القاعدة التي يظهر من خلالها تساوي الأشياء من حيث قيمة مبادلتهما، وأصبحت السبيكة النقدية بذاتها تتمتع بقيمة مستقلة عن معدنها تنسب إليها جميع القيم، ولم تلبث أن تحولت إلى مسطحة على هيئة أقراص، مستديرة الشكل، وهذه هي مرحلة القطع النقدية، حيث تضمن الدولة وزنها وعيارها وتسجل ذلك على وجهها، وكانت سلطة سكها حكرا على السلطات العليا للدولة، وذلك باعتبارها من مظاهر السيادة من جهة، وللتحكم في كمية النقود المطروحة للتداول من جهة أخرى، وكانت حرة في تداولها بين الأفراد.

فقد قامت السلطات العليا في الدولة بفرض سعر إلزامي أو قانوني للنقود المعدنية، يلتزم الأفراد به ويجبرون على التعامل بالنقود المعدنية في كافة مبادلاتهم البسيطة والكبيرة، وهذه هي مرحلة النقود القانونية أو الإلزامية، إذ يتعامل الأفراد بها على أساس السعر الإلزامي بقوة القانون.

ومع اتساق نطاق المبادلات دعت الحاجة إلى ظهور نقود معدنية مساعدة بجانب النقود الرئيسية المصنوعة من المعادن النفيسة، فالنقود الرئيسية يتم بها تسوية المعاملات كبيرة القيمة أما النقود المساعدة المصنوعة من معادن أقل نفاسة كالبرونز والنيكل، فتستخدم لتسوية المعاملات اليومية قليلة القيمة.

وتتمثل أوجه التفرقة بين النقود الرئيسية والمساعدة فيما يلي:

- النقود الرئيسية يكون لها قوة إبراء مطلقة في الوفاء بالديون وكافة الالتزامات والمعاملات، فيمكن للدائن قبول أو رفض تسوية أي معاملة بها أيا كانت قيمتها، وبمجرد أن يقوم المدين بتسديد قيمة الدين بها ينقضي الدين. أما النقود المساعدة فلها قوة إبراء محدودة، فهي لا تقبل للوفاء بالديون والالتزامات إلا في حدود معينة، وللدائن حق رفض قبولها فيما إذا تجاوز الدين هذا الحد، فدورها يقتصر على مساعدة النقود الرئيسية في تسوية المعاملات صغيرة القيمة.

- في النقود الرئيسية تتساوى القيمة النقدية للمعدن مع قيمته التجارية كسلعية، فقيمتها الاسمية تتساوى مع قيمتها الفعلية في السوق كمعدن حتى لا يحدث أي تسرب من سوق إلى آخر، وهذه الخاصية تعطي للأفراد حرية السك والصهر. فالسلطات النقدية هي التي تقوم بعملية سك النقود أي تحويل السبائك الذهبية إلى قطع نقدية ذهبية، أما حرية الأفراد فتتمثل في تقديمهم للهيئة التابعة للدولة سبائك ذهبية ويحصلون مقابلها على قطع ذهبية نقدية مساوية لها في الوزن والقيمة. أما حرية الصهر فتعني تحويل قطع النقود الذهبية إلى سبائك ذهبية، ولا يشترط هنا اللجوء إلى الدولة، ويرجع ذلك إلى تساوي قيمة الذهب كنقود مع قيمته كسلعة.

أما النقود المساعدة فقيمتها النقدية الاسمية تكون أعلى من قيمتها الفعلية التجارية كسلعة، ولذا فلا يمكن أن تتحول من السوق النقدي إلى السلعي، فهي عملة نقدية ذات قيمة صورية أو رمزية. وتحتكر الدولة عملية سك النقود المساعدة، وتربح لنفسها الفرق بين قيمة المعدن كنقد وقيمتها كسلعة. فالدولة تضفي الصفة القانونية على القيمة الاسمية لهذه النقود عن طريق تحديد كميتها عند الحد الذي تتوازن عنده هذه الكمية مع حاجات الأفراد لهذا النوع من العملة المساعدة في مبادلاتهم العادية.

- تصنع النقود الرئيسية من معدن نفيس، عادة الذهب أو الفضة، وإن كان للذهب دور الريادة في ذلك. أما النقود المساعدة فتصنع من معادن غير نفيسة مثل البرونز والنيكل وفي بعض الأحيان من الفضة كمعدن غير نفيس<sup>14</sup>.

فالمعادن، وبالذات الفضة والذهب قد استخدمت كنقود لفترات طويلة، وكغطاء للنقود وحتى بعد التخلي عن استخدامها كنقود، ولا زالت تحتل أهمية كبيرة، سواء في استخداماتها السلعية، أو في ارتباطاتها بالنقود بشكل أو آخر<sup>15</sup>.

ولكن هناك عيوب للنقود المعدنية، حيث أن كمية الذهب والفضة كانت محدودة (تتصف بالندرة) وفي المقابل إنتاج السلع والخدمات في تزايد بفضل التطور العلمي والتكنولوجي، كما أن تصنيع معدن الذهب والفضة يعتبر مكلف، مما أصبحت قيما على التطور الاقتصادي، نتيجة ذلك كان لا بد من البحث عن بديل للنقود المعدنية (الذهب والفضة)، والذي تمثل في النقود الورقية<sup>16</sup>.

#### 4- النقود الورقية:

لم يكن استعمال الورق النقدي كأداة لسداد الديون حادثاً منفصلاً عن مرحلة النقود المعدنية، فقد كان الصرافون الرومان يصدرون إيصالات تمثل النقد المعدني المودع لديهم، وكان يتم تداولها من شخص آخر، وكان الصينيون يستعملون أوراقاً نقدية تحمل طابع الدولة، وكان الجهابذة العرب يصدرون صكوكاً وسفاتيح تستعمل كوسائل دفع تظهر ما يقدم لهم أو سداداً لما في ذمتهم من نقود، ولكن هذه الوثائق التي تشير إلى المعدنين (الذهب والفضة) كانت تعبر عن ملكية الذهب والفضة لحامل الوثيقة.

<sup>14</sup> سوزي عدلي ناثر: مرجع سابق، ص ص 17-20.

<sup>15</sup> فليح حسن خلف: النقود والبنوك، عالم الكتاب الحديث، الأردن، 2006، ص 31.

<sup>16</sup> سامر بطرس جلدة: النقود والبنوك، دار البداية، 2008، ص ص 20-21.

ويمكن القول أن ظهور النقد الورقي يعود إلى القرن 17 ميلادي، حينما كان يعهد الأفراد بما لديهم من عملات معدنية أو سبائك نفيسة إلى التجار والصاغة والصارفة ليحتفظوا بها لهم في أماكن آمنة بعيدة عن مخاطر الضياع ويتلقون مقابل ذلك عمولة الحراسة، وكان هؤلاء الصاغة والتجار والصارفة يقومون بتحرير وثائق أو شهادات ورقية لصالح المودعين وذلك بإثبات حقهم في ودائعهم ورجوعها إليهم متى طلبوا ذلك، وكانت هذه الشهادات في بداية الأمر "اسمية" أي باسم صاحب الوديعة، فإذا أراد المودع أن يقوم بعملية شراء سلعة أو تسديد دين، عليه أن يتقدم إلى المودع لديه وديعته ويستردها مقابل تقديم الشهادة الورقية إليه، ويستلم الذهب ويدفعه إلى البائع الذي اشترى منه السلعة أو يقوم بتسديد دين كان في ذمته، هذا من جهة المشتري، أما الشخص البائع إذا تلقى الذهب ثمنا لسلعته كان عليه أن يتقدم إلى أحد مؤسسات الإيداع المكونة من التجار والصاغة والصارفة ليحتفظ بهذا الذهب مقابل أن يتلقى شهادة ورقية تثبت حقه في ملكية الذهب<sup>17</sup>. فقد أصبح اسم البنك يطلق على مؤسسات الإيداع، حيث كان يلتزم بتحويلها إلى معدن مجرد تقديم الشهادة إليه، وكانت تغطي بغطاء معدني بنسبة 100% من قيمتها، فدورها نائب عن النقود المعدنية ذاتها، ولكن حتى هذه المرحلة كانت المعاملات تتم بواسطة النقود المعدنية فقط<sup>18</sup>.

ولكن مع انتشار وتداول شهادات الإيداع أو الورقية بدأ التخلي عن حمل الذهب من المودع لديهم ثم العودة إليهم مرة أخرى، وإنما تم استعمال التظهير أي التصديق على ظهر الشهادة كوسيلة لنقل ملكيتها والدلالة على وجود مقابلها ذهباً. وهذا ما زاد في ثقة مؤسسات الإيداع، وخاصة على الاستجابة لطلبات أصحاب الودائع وإعطائهم قيمتها في شكل معدن نفيس متى تقدموا لها، كما أن زيادة المعاملات أدت إلى زيادة استخدام الشهادات الورقية، وقامت مؤسسات الإيداع بإصدار شهادات ليست اسمية وإنما أضيف إليها عبارة "لحاملها" وذلك من أجل تسهيل عملية انتقال ملكيتها بمجرد الحصول عليها بدون أن يكون هناك الحاجة للتظهير، وبدأت هذه الشهادات تنوب عن النقود المعدنية النفيسة، ولذلك سميت **بالنقود النائبة**، وكانت قيمتها تساوي دائماً قيمة الإيداعات الذهبية المودعة لدى مؤسسات إصدار الشهادات، وهذا يعني أن التغطية المعدنية للنقود الورقية النائبة كانت 100%، وتسمى بالنقود الائتمانية<sup>19</sup>.

<sup>17</sup> صالح مفتاح: مرجع سابق، ص 24.

<sup>18</sup> سوزي عدلي ناثر: مرجع سابق، ص 21.

<sup>19</sup> صالح مفتاح: مرجع سابق، ص ص 24-25.

وقد أقدمت البنوك على خطوة هامة في تاريخ النقود وهو إصدار شهادات بفئات صغيرة لتبسيط عمليات التجار، وإتاحة الفرصة لعقد صفقات تجارية بأحجام مختلفة وبما يعادل هذه الفئات الصغيرة مما يسهل الحياة الاقتصادية إلى حد كبير خصوصا لدى صغار التجار، وعند تلك الفترة ظهرت النقود الورقية عندما تولت البنوك إصدار هذه الأوراق وهي تمثل دينا على البنك يدفع عند الطلب حاملها لذلك.

وفي البداية كان هناك غطاء ذهبي كامل (100%) للنقود الورقية، أي أن كل ورقة نقدية يمثلها نقد معدني (ذهب) مساوي لها في بنك الإصدار، وكان هناك حرية في استبدالها بالمعدنية والعكس، بمعنى أن كمية النقود الورقية كان يمثلها قيمة مساوية لها في بنك الإصدار، ولكن مع توسع المعاملات وزيادة حجم الإنتاج فإن كمية السلع والخدمات زادت، فلم تعد النقود الذهبية تكفي، فأصبحت كمية الذهب تمثل جزء من كمية النقود الورقية في التداول، أي أن قيمة النقود الورقية الصادرة أصبحت أكبر من قيمة الذهب الموجود في الغطاء والتي تصل إلى أقل أو أكثر من (50%)، كما أن شرط صرف هذه الأوراق بالذهب ظل قائما<sup>20</sup>.

ففي هذه المرحلة كان الأفراد يودعون نقودهم المعدنية في البنوك ويحصلون على نقود ورقية مقابل الوديعة، ولكنهم لا يرجعون في أغلب الأحيان إلى البنك لصرف قيمتها بالمعادن، وذلك نظرا لعيوب المعادن من حيث إمكانية سرقتها أو ثقل وزنها، وتبين للبنك أن نسبة بسيطة هي التي تطلب منه تحويلها إلى معدن، وعليه وجدت أنها في غير الحاجة إلى الاحتفاظ بغطاء معدني يعادل 100% من قيمة الأوراق الصادرة، وأصبح قادرا على إصدار أوراق أكثر من الرصيد المعدني الذي يحتفظ به، وذلك رغبة في تحقيق الربح وتلبية لحاجة التجار المتزايدة إلى المزيد من النقود الورقية، أي أنه قد منح ائتمانه لهؤلاء الأشخاص.

وبدأت من هنا وظيفة جديدة للبنوك لا تقتصر على حفظ الودائع بل وأيضا منح القروض، وتعرف النقود الورقية في هذه المرحلة بالنقود الورقية الائتمانية، فهي لا تستند إلى غطاء معدني كامل ولكن على ثقة المتعاملين بها، وقد ظل البنك ملزما بقوة القانون بدفع قيمة كل ورقة قابلة للتحويل إلى العملة المعدنية عند الطلب بالرغم من عدم احتفاظه برصيد معدني كافي. ففي هذه المرحلة كانت النقود الورقية تتداول بين الأفراد بصورة اختيارية دون أن يكون لها سعر إلزامي، جنبا إلى جنب مع النقود المعدنية<sup>21</sup>.

<sup>20</sup> سامر بطرس جلدة: مرجع سابق، ص ص 21-22.

<sup>21</sup> سوزي عدلي ناثر: مرجع سابق، ص ص 22-23.

ولكن مع زيادة حاجة المعاملات بشكل كبير، اضطرت الدولة لإصدار كميات تناسبها من النقود الورقية، وأصبحت النقود الذهبية في بنك الإصدار لا تشكل إلا نسبة ضئيلة جدا من حجم النقود الورقية في التداول، وخوفا من تسرب كمية الذهب في بنك الإصدار، فقد أوقفت السلطات النقدية الصرف بالذهب مع بقاءه مكونا لجزء ضئيل جدا من غطاء أوراق النقد الصادرة. ونتيجة لذلك أصبحت النقود الورقية إلزامية، بموجب القانون ولا يحق استبدال قيمتها ذهبيا من بنك الإصدار<sup>22</sup>.

فقد تدخلت السلطات النقدية بفرض سعر إلزامي وقانوني للنقود الورقية إزاء زيادة إصدارها وخوف الأفراد في التعامل بها، لعدم مقدرة بنك الإصدار على تحويلها إلى معدن نفيس، فأصبحت نقود ورقية حكومية تصدرها الحكومات وتجعلها نقودا رئيسية ولا تستبدل بالمعدن النفيس ولا يقابلها رصيد معدني، ويستمر هذا النوع من النقود في تأدية وظائفه كأداة للتداول. كما حرصت السلطة المختصة على عدم الإفراط في الإصدار، ومن ثم توفير ثقة الأفراد فيها، وبذلك خرجت النقود الورقية من دائرة السوق السلعي ودخلت إلى دائرة السوق النقدي فقط<sup>23</sup>.

وكان أول بنك قام بإصدار النقود الورقية هو بنك أمستردام عام 1609، ومع تطور الأحداث وضغطها انتشر استخدام هذه الأوراق وانفصل إصدارها عن إيداع النقود لدى البنك، وأصبح الإصدار متعلقا بعمليات القروض التي يمنحها البنك، حتى جاء القرن 19 الذي أصبحت فيه كل البنوك تصدر النقود الورقية وبقيت تتمتع بالقبول من قبل الأفراد اختاريا ولم يصل المجتمع إلى حالة اعتبار نقود الورقية تتمتع بالقبول الإجمالي حتى منتصف القرن 19، وأصبح الأفراد ملزمين قانونيا بقبولها في كل معاملاتهم ولتسديد ديونهم، وبالرغم من أن النقود الورقية أصبحت نقودا قانونية وإجبارية إلا أنها كانت في البداية قابلة لتحويلها إلى ذهب أو فضة. ولكن مع قيام الحرب العالمية الأولى ونقص الأرصدة الذهبية في معظم دول العالم بسبب النفقات العسكرية، بدأت دول العالم تتخلى عن التحويل وتفرض السعر الإجمالي للنقود الورقية، والذي نتج عنه عدم قابلية تحويل هذه النقود إلى معادن نفيسة، وبالتالي يمكن القول أن النقود الورقية تطورت فوصلت إلى مرحلة النقود النهائية "أي ليست ورائها نقودا أخرى تغطيها"<sup>24</sup>.

<sup>22</sup> سامر بطرس جلدة: مرجع سابق، ص 22.

<sup>23</sup> سوزي عدلي ناثر: مرجع سابق، ص 22.

<sup>24</sup> صالح مفتاح: مرجع سابق، ص 25.

**5- النقود الكتابية:**

بعد أن تطورت النقود الورقية وأصبحت إجبارية قابلة للتحويل تعتمد قيمتها على قبول الأفراد لها بالتزام القانون، كانت البنوك تقوم بقبول ودائع الأفراد من تلك النقود الورقية، وتقدم تعهدا بالدفع في شكل قيود كتابية في سجلات البنك تبين التزام البنك بدفع جزء من هذه النقود للمودع أو لأمره عند الطلب، ويتم تداول هذه النقود عن طريق الشيكات التي تعتبر مجرد وسيلة لتداول النقود الكتابية، وبذلك وصلت النقود إلى مجرد قيد في دفاتر البنك.

والأمر الجديد في النقود الكتابية هو أن تعهد البنك كان يأخذ شكل شهادات ورقية عندما كانت الإيداعات من النقود المعدنية (ذهب أو فضة)، ويأخذ في النقود الكتابية شكل قيود كتابية في حساب مفتوح باسم المودع للنقود الورقية، وبإمكان العميل الحصول على نقوده الورقية من البنك الذي أودع فيه نقوده متى شاء، ثم إن هذه النقود الورقية التي يسحبها صاحبها المودع ستعود كلها أو جزء منها إلى البنك مرة أخرى بواسطة عميل لديه حساب في البنك، وهكذا تتكرر عملية القيد الكتابي لهذه الوديعة الجديدة باسم العميل الجديد.

وهذه العملية أي عملية السحب تم العودة مرة أخرى إلى الدائرة البنكية فيها ضياع للجهد والوقت، واختصارا لكل هذا فإنه أصبح بمستطاع العميل المودع لدى البنك أن يأمر البنك الذي لديه حسابه أو وديعته بتحويل المبلغ الذي يريد سحبه إلى حساب الشخص الآخر، وبالتالي فإن العملية هنا تتم بمجرد قيود كتابية يجريها البنك في دفاتره ويتم تحويل المبلغ من حساب الشخص الثاني عن طريق القيد في حسابات العملاء عن طريق الشيك الذي يمثل أداء لتداول النقود الكتابية، ونلاحظ أن النقود الكتابية هي الودائع الجارية ذاتها وليست الشيكات التي تعتبر وسائل تداول الودائع، وهذا يبين لنا حقيقة وهي أن بدون وجود ودائع فليس هناك أي أهمية للشيكات<sup>25</sup>.

**6- النقود الالكترونية:**

ظهرت النقود الالكترونية مع تطور شكل ونوعية النقود، وهي بطاقات بلاستيكية مغناطيسية كالكرات الشخصي وفيزا كارد وماستر كارد، يستطيع حاملها استخدامها في شراء الاحتياجات أو سداد مقابل خدمات دون الحاجة لحمل أموال قد تتعرض للسرقة أو الضياع أو التلف، بالإضافة إلى إمكانية حصوله على النقد من خلال آلات الصرف الذاتي، وتنقسم النقود البلاستيكية إلى الآتي:

<sup>25</sup> صالح مفتاح: مرجع سابق، ص 26.

- **بطاقات الدفع Debit cards:** وهي بطاقات تعتمد على وجود أرصدة فعلية للعميل لدى البنك في صورة حسابات جارية لمقابلة المسحوبات المتوقعة للعميل حامل البطاقة، وتتميز هذه البطاقات بأنها توفر الوقت والجهد للعملاء وكذلك زيادة إيرادات البنك المصدر لها.

- **البطاقات الائتمانية Credit cards:** وهي تلك البطاقات التي تصدرها المصارف في حدود مبالغ معينة، وتستخدم كأداة ضمان توفر وقت وجهه حاملها وتزيد من إيرادات البنك المصدر لها بما يحصل عليه من رسوم خدمات وفوائد تأخر السداد، ولا يتم إصدار هذه البطاقات إلا بعد دراسة موقف العميل حتى لا يواجه البنك مخاطر عالية في حالة عدم السداد. ومن أمثلة هذا النوع بطاقة فيزا كارد وماستر كارد وأمريكان أسبريس، وتتميز بعدة خصائص منها إمكانية الشراء الفوري والدفع الآجل، وتصدر بالعمليتين المحلية والأجنبية، تحمل صورة العميل منعا للتزوير والسرقة، ويمكن لحاملها سداد المبالغ المسحوبة من هذه البطاقات بالعملة المحلية سواء المبلغ المنصرف محليا أو خارجيا<sup>26</sup>.

- **بطاقة الصرف البنكي Charge cards:** في تلك البطاقات يشترط على العميل أن يقوم بسداد ما سحبه بموجب هذه البطاقة إلى البنك المسحوب منه هذا المبلغ في فترة لا تتجاوز شهر من تاريخ السحب، ذلك لأن فترة الائتمان في البطاقة لا يتجاوز الشهر.

- **الكروت الذكية Smart cards:** ويجوز أن يكون التعامل معها عن طريق الائتمان أو عن طريق الدفع الفوري، وتلك البطاقات تثبت عليها كافة البيانات المتعلقة بصاحبها من حيث الاسم والعنوان وتاريخ الإيداع أو السحب، فمن كثرة ما عليها من بيانات يطلق عليها البعض على أنها تشبه كمبيوتر متنقل ينقل صورة كاشفة عن الشخص صاحبها والرصيد المسحوب والمتبقي بالساعة والتاريخ واليوم في دقة متناهية، وذلك النوع يستحيل تزويره أو تزيفه لدقة صنعه واستحالة تقليده، إذ أنه يحمل الكثير من العلامات الممغنطة والصور الفوتوغرافية والرقم الكودي أو السري للعميل.

- **الهاتف المصرفي Phone Bank:** فهو يجنب العملاء عناء الانتظار لمعرفة المعلومات عن حساباتهم المصرفية، إذ عن طريق الهاتف يستطيع العميل مع المصرف سحب أو تحويل مبلغ ما من بنك إلى آخر عن طريق تزويد

<sup>26</sup> عبد الحميد بسيوني، عبد الكريم عبد الحميد البيوي: التجارة الالكترونية، دار الكتب العلمية، القاهرة، 2003، ص ص 174-175.

البنك بنوع الخدمة المطلوب منه سدادها مثل فاتورة المياه أو الهاتف أو الكهرباء. ويستخدم الهاتف المصرفي في غالب الأحوال في العمليات الصغيرة مثل سداد الفاتورة المتعلقة بالمنزل أو المكتب أو سداد الغرامة.

- **الانترنت المصرفي Home Banking:** فعن طريق الالتجاء إلى مقر البنك على شبكة الانترنت تستطيع أن تطلب من البنك الإلكتروني على الانترنت أن يقوم بالخدمات مثل التأكد من الرصيد أو دفع قيمة شيك أو تحويل حساب للعميل إلى بنك آخر أو سداد خدمات أو شراء سلع على حسب الأحوال.

- **النقود الرقمية أو النقود الإلكترونية Dig cash/E cash:** تقوم على فكرة استخدام النقود الورقية أو المعدنية التي يصدرها البنك، ويتم تحميلها على الحاسب الخاص بالعميل المشتري حتى يتسنى له القيام بالشراء، وتكون في صورة عملات صغيرة القيمة ولكل عملة رقم خاص أو علامة خاصة من البنك الذي يصدرها، وهي بنفس قيمة العملات الأصلية. وحينما يتم الشراء يقوم البنك بتحميل تلك العملات على حاسوب البائع لسداد الثمن، وقد يحول البائع العملات الإلكترونية إلى عملات حقيقية على حسب الأحوال.

- **الشيكات الإلكترونية:** تعتمد على فكرة وجود وسيط يقوم بإجراء عملية الدفع، وهي تقوم مقام الشيكات العادية، وتتميز في أنها تتماشى مع الواقع الحالي من كونها شيكات إلكترونية يتم كتابتها وتوقيعها عبر شبكة الانترنت، أي تحويل الشيك المكتوب على ورق عادي إلى شيك مكتوب على مستند إلكتروني، وذلك دون أدنى تكلفة أي بتكلفة على الأقل منخفضة عن الشيكات العادية<sup>27</sup>.

<sup>27</sup> أمير فرج يوسف: التجارة الإلكترونية، دار المطبوعات الجامعية، الإسكندرية، 2008، ص ص 47-51.

## الدرس الثاني: تعريف النقود، خصائصها ووظائفها

## 1- تعريف النقود:

هي مجموع وسائل الدفع المستعملة لإتمام كل المدفوعات على كامل الإقليم، وكل ما يقبل عموماً في الدفع مقابل السلع، وأي شيء شاع استعماله وتم قبوله عموماً كوسيلة مبادلة أو كأداة تقييم، كما أنها أداة أو وسيلة تعطي في النهاية لحائزها بالمعنى الاقتصادي قوة شرائية وبالمعنى القانوني وسيلة تحرير، تصفية أو تسديد الديون.

## 2- خصائص النقود:

من أهم خصائص النقود الآتي:

## 1-2- للنقود قوة شرائية كاملة فيها:

بحيث يمكن لحاملها أن يحوز على سلع وخدمات في أي وقت، وتستمد هذه القوة من القبول العام الذي تلاقه من جميع أفراد المجتمع، وهي كونها أداة إجبارية، أي أن البائع أو الدائن لا يستطيع رفض ثمن الشراء أو التسديد، ولا يمكن أن يعتبر أن هذا غير مقبول، وبالتالي فإن القانون جاء لتكريس القيمة الإجبارية للنقد.

## 2-2- النقود هي السيولة الكاملة:

تتميز سيولتها بالسهولة والملائمة في التحويل وبدون خسارة أثناء تحويلها، أي بدون تكلفة تذكر، وتعتبر هاتين الخاصيتين من الصفات الأصلية للنقد، وهناك صفات ثانوية تكمن في جوهر الشيء المستخدم كنقود، تسهل أداء النقود لوظائفها، والتي يمكن أن نستخرجها من صعوبات المقايضة، وهي كالآتي:

## أ- سهولة والحمل والنقل:

كان من صعوبات المقايضة أن الفرد المتبادل يكون أحياناً مضطراً إلى الاحتفاظ بكمية كبيرة من سلعة ما يصعب حملها ونقلها وتخزينها، وبفضل اختراع النقود أصبح بالإمكان حمل ونقل قوة شرائية كبيرة في صورة أوراق نقدية لا يكلف حملها أي نفقات، وتتمتع بقوة شرائية تنتقل معه في كل مكان وزمان، وهو نقيض ما لو كانت النقود مصنوعة من سلعة أخرى مثل ما هو الأمر في مرحلة المقايضة (طماكم، شعير... الخ) فإن الأفراد سوف يعانون من نقلها وحملها، كما قد تكون هذه السلع أيضاً كبيرة الحجم، أما النقود فهي صغيرة الحجم كبيرة القيمة.

ب- التجانس: يشترط في النقد ليؤدي وظائفه بشكل جيد أن يكون متجانساً، وهذا يعني أن وحدات النقد متماثلة وتكون كل وحدة من وحداتها بديلاً تاماً للآخرى، ولا يكون لدى الفرد تفضيل لوحدة نقدية على أخرى،

أي أنه عندما يقترض شخص مبلغا من النقود لشخص آخر فإنه لا يشترط عليه ردها بعينها ولكنه يقبل ردها بالمثل. كما يفضل أن تتماثل وحدات النقد في سمكها وشكلها وفي النقوش المرسومة عليها حتى يسهل التعرف عليها، ويصبح مستقرا في أذان الأفراد الحاملين للنقود معدل مبادلة سلعهم بعدد معين من وحدات النقد.

### ج- القابلية للتجزئة:

لكي تؤدي النقود وظائفها في جميع الحالات، وخاصة حالة تبادل السلع المنخفضة الثمن، يجب أن تكون قابلة للتجزئة إلى وحدات صغيرة مناسبة لتسهيل المعاملات الصغيرة، وتغطي كل أنواع السلع الموجودة في التداول، ومثل ذلك نجد الدينار الجزائري يقسم إلى 100 سنتيم أو الدولار الأمريكي ينقسم إلى 100 سنتا... إلخ.

### د- الصلابة وصعوبة التلف:

من الشروط الواجب توفرها في الشيء المختار كنقد هو مقاومته للتلف، ويكون معمرا نسبيا، لأن النقود تتداول بشكل كبير، فهي تنتقل من يد إلى أخرى أثناء عمليات التبادل، ويجب أن لا يحدث عليها تغيرا كبيرا على جوهرها نتيجة انتقالها واستعمالها، ولذلك فليست كل المعادن مناسبة لأن تكون نقودا، فمثلا معدن الحديد يتعرض للصدأ بسرعة، والرصاص يتآكل بشكل سريع، وبالتالي فإن النقود التي سادت بشكل كبير هي تلك المصنوعة من معادن مقاومة للتلف والصدأ (كالذهب، الفضة، النيكل والنحاس).

### هـ - الندرة النسبية:

عندما يتخذ أي شيء مختار نقدا فإن قيمته النقدية يجب أن تعادل قيمته السلعية في السوق، وهذا يتأثر بعاملتي العرض والطلب لمعدل تبادله بالسلع الأخرى يعني بندرته النسبية، وبالتالي فإن النقد يجب أن يكون مصنوعا من مادة لا يتأثر سعرها بالانخفاض والارتفاع من لحظة لأخرى نتيجة تغير عرضها، لأن قلة عرضها يرفع من قيمتها وزيادته يخفض من قيمتها، ومن ثم فإن معدلات إنتاج المعدن النفيس كالذهب لا تعرف هذه التقلبات الكبيرة، وبالتالي فلقد شاع استخدامه كنقد زمنا طويلا، لصعوبة الحصول عليه وندرته المتميزة التي لا تؤثر في الكمية المعروضة منه، ولذا فإن السلعة المتخذة كنقد يجب أن تكون ندرتها النسبية مستقرة، فلا يكون هناك إنتاج وفير منها حتى لا تنخفض قيمتها بسرعة، ولا يكون إنتاجها ضعيفا حتى ترتفع قيمتها بشكل كبير ويصاب الاقتصاد بالانكماش.

**و - أداة عامة غير محددة وليست مخصصة:**

وهذه الخاصية تميز النقد عن غيره من الأوراق مثل سند الشراء أو تذكرة أو بطاقة هاتف، لأنه عندما يكون لدينا تذكرة سفر أو تذكرة مطعم أو بطاقة هاتف تكون لهذه الأدوات قوة شرائية، ولكنها مخصصة لغرض معين، ومن ثم ليست عامة ولا نهائية، وبالتالي تتمتع النقود بخاصية عدم التخصيص.

**ي - أداة نسبية في فضاء إقليمي محدد:**

إن خاصية التعميم للنقود ليست مطلقة، فهي أداة تسديد أو شراء في مساحة معينة إقليمياً لأن لكل دولة نقودها، ولكن مع ظاهرة العولمة المالية يمكن لبعض العملات أن تكون عالمية التداول كالدولار مثلاً.

**3- وظائف النقود:****أ - النقود وسيط للمبادلات:**

إن من بين صعوبات المقايضة التوافق المزدوج بين رغبات المتبادلين، والتي حدثت من المبادلات وعقدت كل عمليات التبادل، وذلك بإلزام وجود المتعاملين من حيث المكان والزمان ووجوب وجود السلعة المرغوبة من الطرفين المتبادلين، وعندما ظهرت النقود واستعملت كأداة أو وسيط في المبادلات، فقد تم القضاء على هذه الصعوبة، وتحولت العملية إلى عمليتين منفصلتين:

- عملية بيع من جهة بواسطة النقود: بيع سلعة ← تسديد بالنقود
- عملية شراء من جهة أخرى بواسطة النقود أيضاً: نقود ← شراء سلعة.

ولم يصبح صاحب السلعة (A) في حاجة إلى مبادلة سلعة أخرى (B)، وإنما أصبح كل منهما بإمكانه بيع ما لديه من إنتاج سلعته مقابل الحصول على النقود، وأن يشتري ما يريد بواسطة النقود، ولا تحتفي هذه السلعة (النقود) كما هو حال السلع الأخرى المستهلكة من التداول، وبالتالي فإن كل تبادل مباشر لسلعتين قد اختفى لصالح تبادلين مقابل نقود.

ولقد نتج عن استخدام النقود كوسيط للتبادل مجموعة من المزايا:

**سهولة التبادل:** بعدما كانت تتميز المبادلات بالصعوبة، أصبح الأمر سهلاً وقد أدى ذلك إلى اختزال الوقت والجهد الذين كانت تتطلبهما عملية المقايضة، وهو ما زاد في تشجيع الأفراد على زيادة التخصص وتقسيم العمل، من أجل زيادة الإنتاج واتساع حجم المعاملات دون خوف من عوائق التبادل وتصريف الفائض من الإنتاج.

ازدياد حرية الأفراد في اكتساب القوة الشرائية: لما كانت النقود قوة شرائية عامة فقد جعلت الأفراد يتمتعون بحرية الاختيار الواسعة، بحيث يمكن لحامل النقود أن يقوم بعمليات شراء في أي وقت يريد وفي أي مكان والسلعة التي يريدها، وهو ما كان يفتقده في نظام المقايضة التي كانت تفرض عليه شروطا صعبة في عملية التبادل.

زيادة حجم التداول للنقود: في ظل نظام المقايضة لا يمكن لأي سلعة مهما كانت خصائصها أن تتداول بالشكل وبالجم الذي عرفته النقود، فقد زاد الإقراض والاقتراض وزادت كميات الإنتاج، وأصبحت النقود متداولة لكونها تتمتع بقوة إبراء غير محدودة نظرا لما تحظى به من قبول عام سواء عند الدائنين أو المدينين.

### ب- النقود مقياس (معياري) للقيمة:

فهي وحدة الحساب المستخدمة في تحديد قيمة كل سلعة أو خدمة بالنسبة لغيرها من السلع والخدمات، فكما أن الطول يحدد بالمتر والوزن بالكيلوغرام، وهكذا فإن قيم السلع والخدمات تتحدد بوحدة النقود. إن كل وحدة حساب عندما تقبل من قبل المجتمع يجب أن تتمتع بالثبات النسبي، حتى تبقى مقبولة كمعيار لتحديد قيم السلع والخدمات، أي يكون النقد قادرا على شراء نفس الكمية من السلع باستمرار. فقيمة الوحدة النقدية قد تنخفض (أي قدرتها على شراء كمية صغيرة من السلع والخدمات) أو ترتفع (قدرتها على شراء كمية كبيرة من السلع والخدمات). فوظيفة النقود كمقياس عام للقيم قد أدت إلى الكثير من التسهيلات، فهي توفر المعلومات اللازمة لإتمام عمليات التبادل ثم وفرت الجهد والوقت، ويتم استغلال كل الموارد لاستخدامها.

### ج- النقود مستودع (مخزن) للقيمة:

لقد عرف الإنسان الادخار والتخزين منذ القديم، ولكن في ظل مرحلة المقايضة كان من الصعب أن يحتفظ الإنسان بكثير من السلع، ولذلك فإن انتشار استعمال النقود قد دلل هذه الصعوبة وأصبح بإمكان الأفراد الاحتفاظ بالنقود، فهي مستودع جيد نظرا لقدرة حائزها الحصول على ما يشاء من السلع، فبفضل النقود يمكن للفرد أن يقوم بادخار الفائض في شكل نقود لإنفاقها في المستقبل، وبهذا فإن أهمية النقود ظهرت كوسيلة للادخار أو اختزان القوة الشرائية من أجل استخدامها في الأجل.

وتعتبر النقود السيولة كاملة بل هي السيولة نفسها، لأنها أصل من الأصول المالية الذي يمكن استخدامه بشكل فوري ومباشر، لأن السيولة هي السهولة والملائمة في استخدام الأصل للحصول على السلع والخدمات أو لتسديد الديون دون أن تفقد من قيمتها أو شيء، وهذا يبين أن النقود تحمل في ذاتها قوة شرائية مستودعة فيها، وتكون حاضرة عند استخدامها في أي لحظة.

فعندما يطلب الأفراد النقود لاختزان قيمهم فإن ذلك سيؤدي إلى بيع الأسهم والسندات مما يؤدي إلى انخفاض أسعارها، وبالعكس عندما يقل الطلب على النقود ويحتفظون بثروتهم في صورة سندات وأسهم فإن ذلك يؤدي إلى ارتفاع أسعارها، وهو ما يحدث تقلبات في الدورة الاقتصادية وهو ما يؤكد أهمية وظيفة النقود كمخزن للقيم.

#### د- النقود أداة للمدفوعات الآجلة:

عندما يتم استخدام النقود كوسيط للتبادل وكمقياس للقيم، فإنه من الضروري أيضا أن تسدد بها المدفوعات الآجلة أو المستقبلية، وبالتالي فهي مكملة لهاتين الوظيفتين الأصليتين، فالمعاملات المالية التي تكثر فيها المجتمعات الحديثة ينتج عنها التزامات نقدية في المستقبل (كالمعاشات، الأجور، المرتبات والأرباح.... إلخ)، كما يترتب عنها بعض العقود التي تتضمن مدفوعات تسدد في المستقبل بوحدات نقدية.

إن نجاح قيام النقود بوظيفتها هذه وأدائها بشكل جيد يتطلب تحقيق الاستقرار النسبي للقوة الشرائية في قيمة النقود، فإذا ارتفعت قيمة النقود فإن ذلك سيلحق أضرارا بالمدينين، وفي ذات الوقت سيحقق للدائنين أرباحا، وعكس ذلك إذا انخفضت قيمة النقود فإن ذلك سيجعل المدينين يستفيدون من ذلك نتيجة لهذا الانخفاض، بينما يلحق أضرارا بالدائنين. فإذا توقع الأفراد حدوث انخفاض كبير في القوة الشرائية للنقود، فإن المتعاقدين يفضلون استخدام أنواع أخرى من النقود التي تتسم بالثبات النسبي في قيمتها.

#### هـ - النقود والتراكم الرأسمالي:

لقد انتقلت وظيفة النقود من مجرد أداة لتسهيل المبادلات في الاقتصاد النقدي إلى أداة أساسية مرتبطة بأسواق رأس المال، بحيث تعتمد أسواق رأس المال على النقود في تحويل الأرصدة المالية من أصحاب الفائض (المدخرين) إلى جانب أصحاب العجز (طالبي الاستثمار). فأصحاب الادخار هم أفراد يضحون بجزء من استهلاكهم الحاضر من مدخولهم إلى استهلاك مستقبلي، أما المستثمرون فهم يريدون تحقيق أرباح في المستقبل من خلال الفرص الاستثمارية المتاحة، كإقامة مشروعات إنتاجية جديدة، أو زيادة التوسع في المشروعات القائمة، والمستثمرون يعتمدون في إقامة مشروعاتهم الجديدة أو التوسع فيها على الموارد المالية التي يوفرها المخزون، فهم يلجؤون إلى الإقراض من المؤسسات المالية المختلفة، ومن ثم تظهر وظيفة النقود في التراكم الرأسمالي<sup>28</sup>.

<sup>28</sup> صالح مفتاح: مرجع سابق، ص ص 29-38.

## الدرس الثالث: تحليل الكتلة النقدية:

## 1- مكونات الكتلة النقدية:

الكتلة النقدية بالمفهوم الواسع هي مجموع الأموال المتاحة النقدية وشبه النقدية التي تتم إدارتها بواسطة النظام المصرفي والخزينة العامة، وتنقسم إلى قسمين كالآتي:

أ- الأموال المتاحة النقدية: وتشمل ثلاث أنواع كالآتي:

- النقود الورقية الإلزامية؛

- النقود المساعدة المتداولة (المعدنية)؛

- الودائع تحت الطلب.

ب- الأموال الجاهزة شبه النقدية: تشمل الأموال شبه النقد ومجموع الودائع المصرفية والخزينة التي لا يمكن إدماجها في التداول بشكل مباشر وفوري بواسطة كل أشكال التعامل كالآتي:

- الودائع تحت الطلب على الدفتر؛

- الودائع لأجل.

## سيولة الاقتصاد:

إن الكتلة النقدية هي مؤشر غير كافي لمعرفة سيولة الاقتصاد، ولتحديد هذه الأخيرة ينبغي إضافة موارد

الادخار القابلة للتحويل بسهولة إلى نقد إلى الأموال المتاحة النقدية، ولقد تم تقسيمها إلى أربع مجموعات:

المجمع M1: يتكون من النقد المتداول (أوراق نقد + نقود مساعدة) والودائع تحت الطلب بالعملة المحلية.

المجمع M2: يضم بالإضافة إلى M1 الودائع الأخرى (لأجل) بالعملة المحلية.

المجمع M3: يتضمن بالإضافة إلى M2 الودائع بالعملات الأجنبية سواء كانت تحت الطلب أو لأجل.

المجمع M4: يشمل بالإضافة إلى M3 باقي سندات الخزينة المعروضة للاكتتاب للجمهور والمؤسسات<sup>29</sup>.

## 2- العناصر المقابلة للكتلة النقدية:

إن العناصر المقابلة للكتلة النقدية تمثل مجموع الديون العائدة لمصدري النقد وشبه النقد التي تكون سبب أو

مصدر الكتلة النقدية، وهذا يعني أن للنقود أجزاء مقابلة تفسر سبب إصدارها، ولتوضيح ذلك تستعمل ميزانية

النظام المصرفي (البنك المركزي والقطاع المصرفي) كما يلي:

<sup>29</sup> صالح مفتاح: مرجع سابق، ص ص 52-55.

## الجدول رقم 4: الميزانية الموحدة للنظام المصرفي

الموجودات	الالتزامات
العناصر المقابلة للكتلة النقدية:	الكتلة النقدية:
- الذهب والعملات الأجنبية OD	- الأوراق النقدية B
- القروض المقدمة للخزينة CTP	- الودائع D
- القروض المقدمة للاقتصاد C	

المصدر: صالح مفتاح: مرجع سابق، ص 62.

عندما يتم دمج ميزانتي (البنك المركزي والقطاع المصرفي) تظهر لنا الكتلة النقدية والعناصر المقابلة لها، ونحصل على الميزانية الموحدة للنظام المصرفي علما أن:

مجموع الموجودات (الأصول) = مجموع الالتزامات (الخصوم)

الكتلة النقدية = المقابل للكتلة النقدية<sup>30</sup>

فالكتلة النقدية تظهر في التزامات النظام المصرفي، وهي تمثل جزءا من موجودات أو أصول الأعوان الاقتصاديين غير الماليين، وكما يقابل الكتلة النقدية عناصر أخرى. وهكذا يبدو المقابل للكتلة النقدية بأنه مجموع الأصول غير النقدية التي بحوزة النظام المصرفي، وسنقوم بتفصيل لكل الأجزاء المقابلة للكتلة النقدية كما يلي:

## المقابل: ذهب و عملات أجنبية (الذمم على الخارج):

إن التبادل التجاري بين دول العالم ينتج من عمليات استيراد وتصدير السلع والخدمات المحلية إلى العالم الخارجي، وتتم المدفوعات الدولية إما بالذهب أو رصيد العملات الأجنبية المقبولة في التداول الدولي.

في حالة قيام الدولة بعمليات تصدير أو اجتذاب أموال خارجية إما للاستثمار أو للتوظيف فإنها تحصل على عملات أجنبية التي يحصل عليها البنك المركزي مقابل تقديم السلع المصدرة أو السندات أو الديون المترتبة، وبما أن العملات لا يمكن تداولها محليا، فإن البنك المركزي يتكفل بحفظها وإصدار ما قيمة ذلك بالعملة الوطنية، ومن ثم نلاحظ الصادرات تكون سببا في إصدار عملة وطنية جديدة.

<sup>30</sup> صالح مفتاح: مرجع سابق، ص ص 61-62.

الصادرات إلى الخارج ← الحصول على الذهب والعملات الأجنبية يقوم البنك المركزي بتحويل ما قيمة ذلك إلى عملة وطنية ← زيادة إصدار العملة الوطنية ← ارتفاع رصيد العملات الأجنبية لدى البنك المركزي.

وفي حالة حدوث العكس فإنه إذا قام البلد بعملية استيراد سلع وخدمات أو تم خروج أموال خارج الوطن، فإنه يجب على المستورد أن يدفع ديونه بواسطة عملة أجنبية، فيقوم بتقديم مقابل ذلك مبالغ نقدية بالعملة الوطنية إلى البنك المركزي الذي يعطي مقابل ذلك عملة أجنبية لتسديد قيمة الواردات، وهكذا نلاحظ أن احتياطي العملات الأجنبية ينخفض لدى البنك المركزي وتنخفض معها كمية النقود المحلية المتداولة في الداخل.

الاستيراد من الخارج ← خروج العملة الأجنبية ← يقوم البنك المركزي بمنح ما مقابل العملة الوطنية بعملة أجنبية ← انخفاض كمية العملة الوطنية ← انخفاض رصيد العملات الأجنبية لدى البنك المركزي.

وهكذا نلاحظ كيف يؤثر رصيد ميزان المدفوعات في إصدار النقود الجديدة أو سحبها، فإذا كان الرصيد السنوي الناتج من العمليات المسجلة في ميزان المدفوعات موجبا أي أن قيمة الصادرات تكون أكبر من قيمة الواردات، فإن كمية النقود المتداولة ترتفع، وبالعكس إذا كان الرصيد السنوي الناتج من العمليات المسجلة في ميزان المدفوعات سالبا أي قيمة الصادرات أقل من قيمة الواردات تنخفض كمية النقود المتداولة.

### المقابل: الائتمان المقدم للاقتصاد:

يعتبر الائتمان المقدم للاقتصاد من العناصر المهمة التي تفسر سبب الإصدار النقدي لأنه العنصر الذي يمكن أن تتحكم فيه السلطات النقدية أكثر من غيره، وذلك أن هذا الائتمان المقدم هو عبارة عن قروض تقدم من طرف البنوك التجارية لتمويل العمليات الاقتصادية للمؤسسات ورجال الأعمال من استثمار وإنتاج وتسويق، وخاصة عندما يكون المنتجون في حاجة إلى أموال فيتقدمون إلى البنوك التجارية طالبين منحهم قروضا لتمويل نشاطاتهم. فتمنحهم البنوك التجارية قروضا سواء كان ذلك بصفة مباشرة أو بخصم الأوراق التجارية، أو فتح اعتمادات، وفي جميع هذه الصور تكون هناك عملية خلق لنقود الودائع مقابل تقديم هذا الائتمان مما يزيد في حجم الكتلة النقدية، كما أن هذا يدفع البنوك التجارية إلى إعادة خصم أوراقها التجارية لدى البنك المركزي أو تطلب قروضا منه باعتباره المقرض الأخير، فيقوم البنك المركزي بإصدار نقودا قانونية لتغطية احتياجات البنوك التجارية، وبالتالي فإن حجم الكتلة النقدية سيتأثر كلما طرأ تغير في الائتمان المقدم للاقتصاد.

**المقابل: الائتمان المقدم إلى الخزينة العمومية:**

تقوم الخزينة العمومية بتسيير ميزانية الدولة عن طريق بنود النفقات والإيرادات العامة فهي تمثل الصندوق المالي للدولة، وتسعى الدولة إلى تحقيق التوازن بين عناصر الميزانية التي تسيرها، ولكن مع تطور وظائف الدولة الحديثة وتعاضل دورها وزيادات التكاليف عنها كثيرا، أخذت على عاتقها القيام بوظائف أخرى وليس الإبقاء على توازن الميزانية مهما كانت ظروف معيشة الأفراد، فلهذا عندما يحدث اختلال في توازن ميزانيتها تلجأ الدولة إلى البنك المركزي لمنحها الائتمان اللازم لسد هذا العجز ومواجهته، فتقدم له الخزينة مقابل ذلك سندات تعترف فيها بمديونيتها له تسمى أذون الخزينة، ويقوم البنك المركزي بتقديم لها مقابل ذلك نقودا قانونية، وتستخدم الخزينة هذه النقود في تغطية تكاليف الإنفاق العام، وبهذا ترتفع كمية النقود المتداولة لدى الأفراد والمؤسسات، كما أن نشاط الدولة امتد ليشمل جميع المجالات الاقتصادية والاجتماعية فأصبحت موارد الدولة غير كافية لها في تمويل عملياتها، وبالتالي فهي تتقدم إلى السوق النقدية وإلى الجمهور لجلب الموارد النقدية اللازمة، وتحصل هذه المؤسسات المصرفية والمالية والجمهور على السندات الحكومية وأذون الخزينة مقابل حصولها على نقود الودائع، وبما أن هذه السندات لها سيولة عالية ومضمونة، فإنه يمكن خصمها لدى البنوك التجارية، وإعادة خصمها لدى البنك المركزي، وبالتالي سيتحول جزء منها إلى نقود قانونية، وهو ما يؤدي إلى التأثير على حجم الكتلة النقدية بالزيادة، وقد يكون التأثير بالنقصان عند إتباع سياسة تقشفية.

**3- آلية خلق النقود من طرف البنوك التجارية:**

تتم عملية خلق النقود من طرف البنوك التجارية، وهي عبارة عن نقود كتابية تظهر من خلال التسجيلات المحاسبية للودائع والقروض، وهي تعكس تداول الأموال باستعمال الشيكات وليس تداولها حقيقة. فإذا افترضنا أن أحد الأشخاص تحصل على وديعة مقدارها 2500 دج، وأن نسبة الاحتياطي الإجمالي 20%، وأنه لا يوجد تسرب نقدي، وهناك عدة بنوك تجارية، فكلما زادت ودائع الأفراد لديها، كان عليها الاحتفاظ قانونيا بنسبة 20% من هذه الودائع. وتستطيع إقراض البقية إلى زبائنها أي 80%، وهذا ما سوف يزيد من مواردها النقدية. ويادخال بقية البنوك التجارية في هذه العملية والذي يسمى بالبنوك المجتمعة فنحصل على الجدول التالي والخاص بخلق النقود من طرف البنوك التجارية.

## الجدول رقم 5: خلق النقود في البنوك التجارية

البنك	الودائع تحت الطلب 100%	نقدية بالصندوق 20%	قروض وتسليفات 80%
أ	2500	500	2000
ب	2000	400	1600
ج	1600	320	1280
.....	.....	.....	.....
المجموع	12500	2500	10000

المصدر: صالح مفتاح: مرجع سابق، ص 75.

- وهذا معناه أن الوديعة الأساسية أو الأولية 2500 دج.
- وقد خلقت لنا ودائع مشتقة قيمتها 10000 دج.
- عند افتراضنا لنسبة الاحتياطي النقدي هو 20%.
- وهكذا أصبح مجموع الودائع هو 12500.

$$\text{مجموع الودائع} = \text{ودائع أصلية} + \text{ودائع مشتقة}^{31}$$

<sup>31</sup> صالح مفتاح: مرجع سابق، ص ص 73-75.

**الدرس الرابع: النظام النقدي الدولي في ظل قاعدة الذهب:**

يبين هذا النظام وجود العلاقة الثابتة بين قيمة الوحدة النقدية والمقدار الثابت من الذهب، بحيث تتعادل القوة الشرائية لوحدة النقود مع القوة الشرائية للذهب، وقد ساد في معظم الدول المتقدمة، حيث كان يتميز بالاعتراف الجماعي له. وبريطانيا هي أول من أقرته في عام 1816، ثم تبعتها بعد ذلك العديد من الدول خلال النصف الأخير من القرن التاسع عشر، وظل أكثر النظم النقدية انتشارا حتى عام 1914. أصبح يعرف باسم قاعدة الذهب، حيث يتم بموجبه قياس القيم الاقتصادية، وأن قيمة الوحدة النقدية تساوي وزنا معيناً من الذهب.

**1- مراحل تطور نظام الذهب:**

لقد عرف نظام الذهب ثلاث مراحل عبر تطوره، ارتبطت بالمستجدات التي كانت تطرأ وتجعل كل مرحلة مواتية للظروف الجديدة، ويمكن ذكر أهمها فيما يلي:

**1-1- نظام المسكوكات الذهبية:**

- يمثل هذا النظام الذهب المتداول الذي تحتوي فيه الوحدة النقدية على وزن معين من الذهب يساوي قيمتها الاسمية، وتحتفظ مع العملات الأخرى بسعر التعادل مع الذهب، ويشترط لتحقيق ذلك توفر ما يلي:
- أ- تحديد وزن وعيار الوحدة النقدية الذهبية المتداولة، بحيث تحدد نسبة ثابتة بين وحدة النقد وكمية معينة من الذهب، فمثلا كان وزن الذهب في الجنيه الإسترليني مساويا 7.3 غراما من الذهب؛
  - ب- توفر الحرية الكاملة لسك الذهب بأية كميات دون تحمل أي تكاليف، بهدف منع زيادة القيمة الاسمية عن القيمة الحقيقية؛
  - ج- ضمان حرية صهر المسكوكات الذهبية إلى سبائك، بدون قيد لمنع هبوط القيمة الاسمية للمسكوكات عن قيمتها الحقيقية؛
  - د- توافر قابلية تحويل جميع أنواع العملات إلى سبائك ذهبية، فإن وجدت أوراق نقدية، فإنها تكون قابلة للصرف بالمسكوكات الذهبية؛
  - هـ- حرية تصدير واستيراد الذهب للمحافظة على التعادل بين القيمة الداخلية للعملة وقيمتها الخارجية.

والجدير بالذكر أنه في ظل هذه القاعدة لم تكن النقود المتداولة ذهبية، وإنما كانت تمثل جزءا صغيرا من العرض الكلي للنقود، وكان للأفراد مطلق الحرية في استخدام الذهب أو الأوراق النقدية أو النقود المساعدة، لأنها كانت تتمتع بحرية التحويل إلى نقود ذهبية، وفي نفس الوقت كان سك الذهب وتدوير المسكوكات وتصدير

واستيراد الذهب عمليات مسموح بها جميعا. ولهذا فإن وحدة العملة كانت تحافظ على معدل محدد للتبادل الذهبي، حيث أن الذهب كان يحمل قيمة واحدة في سائر أرجاء منطقة قاعدة الذهب.

إلا أن احتياجات الحرب العالمية الأولى أفرزت الإدراك الذي يقضي بأن عملية انتقال النقود الذهبية من يد إلى يد هي نوع من الترف غير الضروري، وأنه من الممكن تحقيق جميع مميزات قاعدة الذهب من غير الحاجة إلى وجود نقود ذهبية قيد التداول. كما أن هذا النظام واجه العديد من المشاكل أهمها عدم توفر الذهب بالشكل الكافي بما يتناسب و احتياجات الإصدار في الدول المختلفة، وبذلك بقي معمولا به في كثير من الدول حتى الحرب العالمية الأولى حين تخلت عنه تدريجيا، ما عدا الولايات المتحدة الأمريكية التي احتفظت به حتى نهاية عام 1933. ونتيجة لما سبق ظهرت صورتان رئيسيتان، إحداهما نظام السبائك الذهبية، والأخرى نظام الصرف بالذهب وأصبحتا مقبولتين كصورتين لقاعدة الذهب<sup>32</sup>.

## 1-2- نظام السبائك الذهبية:

أدى نشوب الحرب العالمية الأولى عام 1914 إلى زيادة حاجة الدول المتحاربة إلى مزيد من النقود لتغطية نفقاتها الحربية، ونظرا لمحدودية كمية الذهب المتوفرة في العالم كان من المستحيل توفير هذه الكمية الكبيرة من القطع النقدية الذهبية، لذلك اضطرت دول العالم إلى التخلي عن نظام المسكوكات الذهبية وسحبها من التداول، والقيام بإصدار نقود ورقية ومعدنية إلزامية وطرحها في التداول.

وبعد انتهاء الحرب العالمية الأولى حاولت الدول العودة إلى نظام المسكوكات الذهبية، إلا أن ذلك كان متعذرا نظرا إلى الحجم الكبير من الأوراق النقدية الموجودة في التداول، وتعرض اقتصاديات العالم إلى حالة التضخم النقدي<sup>33</sup>، وإزاء هذا الوضع تم اقتراح نظام السبائك الذهبية في مؤتمر جنوة عام 1922 لتمكين الدول من العودة لقاعدة الذهب بعد أن تم الخروج عنه أثناء الحرب، وقد تبنت بريطانيا نظام السبائك الذهبية في عام 1925<sup>34</sup>.

وفي ظل هذا النظام لم تعد العملة المتداولة ذهبا، بل يتم تداول الأوراق النقدية والقطع النقدية المساعدة الإلزامية، وأن هذه العملة ترتبط بمقدار معين من الذهب الموجود في خزائن البنك المركزي الذي يكتفي بالإحتفاظ

<sup>32</sup> جمال خريس، أمن أبو خضير، عماد خصاونة: النقود والبنوك، دار المسيرة، عمان، 2002، ص ص 29-31.

<sup>33</sup> ضياء مجيد: النقود والبنوك، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية، 2008، ص ص 54-55.

<sup>34</sup> جمال خريس، أمن أبو خضير، عماد خصاونة: مرجع سابق، ص 32.

بكمية من السبائك الذهبية في خزائنه مقابل الكتلة النقدية الورقية والمعدنية المساعدة المطروحة في التداول، سواء بما يعادلها من الذهب، أو أن يكون الغطاء الذهبي بنسبة محددة منها<sup>35</sup>.

ويسري هذا النظام في الدولة إذا كانت الحكومة والبنك المركزي على استعداد لشراء وبيع أي كمية من الذهب عند سعر معين كما هو محدد بالقيمة الذهبية لوحدة العملة، وكذلك حرية الاتجار بالذهب وإمكانية تحويل النقود الائتمانية إلى ذهب، وقد اختص هذا النظام بميزتين هامتين:

أ- نظراً لأن هذا النظام كان يقتضي منع استخدام الذهب كعملة في التداول الداخلي فقد اختفت العملة الذهبية وحلت محله العملة الائتمانية التي أصبحت قابلة للتحويل للذهب؛

ب- هذا النظام يلزم قيام الحكومة أو البنك المركزي ببيع الذهب على شكل سبائك كبيرة لا يقل وزنها عن حد معين، ولذلك لم يستخدم في المعاملات الداخلية واقتصر استخدامه على المعاملات الخارجية فقط.

ولذلك فإن الهدف الأساسي لنظام السبائك الذهبية هو الرغبة في اقتصاد استخدام الذهب وعدم صرف النفقات في سك العملات الذهبية الصغيرة وإلغاء استخدامه في التداول محلياً<sup>36</sup>.

### 1-3- نظام الصرف بالذهب:

لقد عرف العالم شكلاً ثالثاً لنظام الذهب أطلق عليه اسم نظام الصرف بالذهب، فقد أوصى مؤتمر جنوة في عام 1922 بإتباع النظام رسمياً. ففي ظل هذا النظام ترتبط عملة بلد ما بالذهب عن طريق ربط عملته بعملة بلد آخر يسير على نظام الذهب، ويتم ذلك باحتفاظ البلد التابع بسندات أجنبية للبلد المتبوع كغطاء للعملة في التداول. واستهدف الأخذ بهذا النظام للاقتصاد في استغلاله، إذ أن الاحتفاظ بتداول المسكوكات الذهبية أو الاحتفاظ بالسبائك الذهبية كغطاء للعملة يعتبر إجراء باهظ التكاليف لأنه يتطلب توفير الوسائل الوقائية لخزنه وحراسته، كما أنه محتفظاً به في خزائن البنك المركزي لا يحصل على فوائد ويجرم البلد من الحصول عليها<sup>37</sup>، ومن مزايا هذا النظام:

أ- وجود سعر صرف ثابت بين البلد التابع والبلد المتبوع؛

ب- التوفير في استخدام الذهب، لأن الاحتياطي يتكون أساساً من عملات وأذونات وسندات البلد المتبوع، وبالتالي لا حاجة إلى الاحتفاظ باحتياطي من الذهب يرتبط مباشرة بالنقد المتداول؛

<sup>35</sup> ضياء مجيد: مرجع سابق، ص 55.

<sup>36</sup> رشاد العصار، رياض الحلبي: النقود والبنوك، دار صفاء، عمان، 2000، ص ص 34-35.

<sup>37</sup> ضياء مجيد: مرجع سابق، ص ص 55-56.

ج- تخفيض تكاليف التخزين للذهب وحمايته وذلك من خلال الاستفادة من الفوائد التي يستلمها البلد في هذه الحالة على احتياطه النقدي المستمر بأشكال مختلفة كالنقد وأذونات الخزينة والسندات الصادرة لعملة الدولة الأم.

أما عيوب هذا النظام فهي كالآتي:

- أ- تحقيق الخسائر في البلد المتبوع ينعكس أثره تلقائياً على البلد التابع؛
- ب- المس باستقلال البلد التابع بسبب الارتباط الوثيق بين الدولتين، مما يعني التبعية الاقتصادية والسياسية الكاملة؛
- ج- يعتمد هذا النظام على استخدام الدولة المتبوعة لنظام السبائك الذهبية، وأنه في حال الاستغناء عنه من قبل الدولة المتبوعة، فإن هذا النظام سوف ينتهي بالنسبة للدولة التابعة.

ولقد كان نظام الصرف بالذهب وليدا للعلاقات التجارية التي قامت بين دولة صغيرة ودولة كبرى تسير على نظام الذهب، بحيث تسهل علاقة التبعية الاقتصادية والسياسية للدولة الأم. حيث يعتبر أكثر ملاءمة للدول التي ليس لديها الإمكانيات الكافية لإقرار نظام ذهبي حقيقي بشرط أن يصاحبه قدر كبير من الرقابة على العملة وتداولها، كما قد يؤدي إلى نشوء التضخم النقدي في الدولة، وذلك في حالة تداول كميات كبيرة من النقود الورقية في السوق، وهذا يتطلب من السلطات النقدية تحويل عملتها الورقية إلى ذهب لإيقاف موجات التضخم<sup>38</sup>.

وعلى الرغم مما حققه نظام المعدن الواحد من أثر في التبادلات التجارية الدولية، حيث أن سيادته واستقراره كانا أحد الأسباب التي أدت إلى قوة بريطانيا وسيطرتها على الأسواق العالمية، لكن هذا الاستقرار سرعان ما تغير بعد الحرب العالمية الأولى نتيجة لتزايد الإنفاق العسكري وتوالي الأحداث العالمية التي كان لها الأثر الكبير في انهيار نظام الذهب<sup>39</sup>.

#### 1-4- أسباب فشل نظام الذهب:

بالرغم من أن نظام الذهب الدولي كان متلائماً مع الظروف البيئية الاقتصادية التي طبق فيها، وقدم العديد من المزايا، إلا أن تغير الظروف الاقتصادية وعدم توفر متطلبات تشغيله بكفاءة، أدى إلى توقف الدول عن العمل به. ويمكن إجمال أهم الأسباب التي أدت إلى انهيار العمل بهذا النظام بالنقاط التالية:

<sup>38</sup> جمال خريس، أيمن أبو خضير، عماد خصاونة: مرجع سابق، ص 33-34.

<sup>39</sup> محمود حسين الوادي، كاظم جاسم العيساوي: الاقتصاد الكلي تحليل نظري وتطبيقي، دار المسيرة، الأردن، 2007، ص 190.

**أ- انتهاء عصر حرية التجارة الدولية:** كانت حرية التجارة الدولية من متطلبات تشغيل نظام الذهب الدولي، ولكن بعد انتهاء الحرب العالمية الأولى ضعف المركز التجاري لـ إنجلترا التي كانت تقود مبدأ الحرية التجارية، وبرز لها منافسين أقوياء في الأسواق العالمية، مما اضطررت لوضع قيود تجارية على حساب الدول الأخرى. وقد اتسعت دائرة القيود التجارية بين الدول، مما فصلت علاقة مستويات الأسعار بين مختلف البلدان، وفقدت العلاقة التوازنية التلقائية بين الأسعار، وهذه الحالة تمثل انهيار ركن أساسي من أركان نظام الذهب.

**ب- تطور الوعي النقدي:** تركزت نظرة الأفراد والمجتمعات حول كفاءة الوظائف التي تقوم بها النقود وليس حول المادة التي تصنع منها، وظهر هذا الوعي عندما أخذت النقود الاختيارية ونقود الودائع بالانتشار في استخدامها، ولم يعد هناك ضرورة لربط النقود بالذهب كغطاء للإصدار<sup>40</sup>. فانتشار استعمال نظام الصرف بالذهب في فترة ما بين الحربين يعود إلى سيادة الجنيه الإسترليني كعملة دولية استخدمت كوسيلة لتسوية المدفوعات الدولية بدلا من الذهب، كما أن أكثر العملات تم تثبيت قيمتها نسبة إلى الجنيه الإسترليني، وبذلك يلاحظ أنه وفي ظل سعر الصرف بالذهب، أصبحت حركة الذهب تصديرا واستيرادا ليست بذات أهمية في تسوية المدفوعات الدولية، ومن أجل تحقيق ذلك فقد أصبح يتم الاحتفاظ ببعض الودائع البنكية في البلدان الأخرى والتي يمكن الاستفادة منها لتسوية الالتزامات المالية والصفقات التجارية مع الدول الأخرى.

**ج- جمود مستويات الأسعار:** في ظل سيادة قاعدة الذهب مستويات الأسعار كانت تسير بصورة متناسقة مع كمية الاحتياطات الذهبية المتاحة، ولكن بعد ظهور الشركات الاحتكارية الكبيرة وسعيها للحصول على أقصى الأرباح دون مراعاة لمصالح الأطراف الأخرى، فقد أدى ذلك إلى نشوء صراعات مع نقابات العمال ومع المنظمات الأخرى، مما انعدمت الصلة بين مستويات الأسعار وحجم الاحتياطات الذهبية.

**د- سوء توزيع رصيد الذهب في العالم:** لقد أدت الحروب إلى انتقال الذهب من دولة إلى أخرى دون أن يخدم التجارة الدولية، الأمر الذي أدى إلى تراكمه في دول ونضوبه في دول أخرى، مما دفع العديد من الدول إلى التدخل ومنع آلية نظام الذهب وذلك من خلال وضع الصعوبات والقيود أمام تنقله، وهذا يعني أن حركة الذهب وما يتبعها من تقلبات حادة في مستويات الأسعار المحلية وفي النشاط الاقتصادي دفع العديد من الدول إلى وقف حرية تجارة الذهب تصديرا واستيرادا، وهذا الاتجاه يمثل انهيار ركن أساسي من أركان نظام الذهب.

**هـ- عدم الاستقرار السياسي:** إن الأحداث والاضطرابات السياسية التي شهدتها العالم من حروب ونزاعات إقليمية ودولية، أدت إلى انتشار الخوف والدعر في المؤسسات المالية والبنكية، مما دفعها إلى نقل ما لديها من

<sup>40</sup> عبد الله الطاهر، موفق علي الخليل: النقود والبنوك والمؤسسات المالية، مركز بيريد للنشر، الأردن، 2006، ص ص 433-434.

احتياطات ذهبية إلى دول أخرى أكثر أمنا واستقرارا، وهذا يعني أن حركة انتقال الذهب من دولة إلى أخرى في بعض جوانبها أو أحيانا لم يكن لأغراض التجارة وإنما بسبب توفر الأمن والاستقرار<sup>41</sup>.

**و- نمو القوميات الاقتصادية:** شجعت نتائج الحرب العالمية الأولى على اتخاذ سياسات تستهدف تحقيق المصالح القومية بغض النظر عن الاختلال في العلاقات الدولية، وبالتالي أصبحت الدول تضحي بالاستقرار الخارجي من أجل تحقيق الاستقرار والتوازن الداخلي. وبعبارة أخرى، لم يعد لتوازن موازين المدفوعات الأولوية على تحقيق الاستقرار الاقتصادي في الداخل، ثم لم يعد هناك إمكانية لاستمرار العمل بنظام الذهب بصورة تلقائية.

**ي- زيادة تدخل الدولة في النشاط الاقتصادي:** إن توفر الحرية الاقتصادية في نظام السوق لم تتمكن من القضاء على أزمة الكساد الكبير، وتحقيق التوظيف الكامل للموارد الاقتصادية المتاحة، مما استدعى تدخل الدولة، وهذا ما أفقد النشاط الاقتصادي حريته المطلقة في اتخاذ القرارات<sup>42</sup>.

## 2- النظام النقدي في ظل اتفاقية بريتون وودز:

نظرا للفوضى التي عرفها الاقتصاد العالمي بعد الحرب العالمية الثانية جاء نظام بريتون وودز من أجل تنظيم العلاقات التجارية والمالية والنقدية الدولية.

### 2-1- ميلاد نظام بريتون وودز:

مع نشوب الحرب العالمية الثانية في عام 1939 توقف نهائيا العمل بقاعدة الذهب كنظام نقدي دولي نظرا للظروف الاقتصادية والعسكرية التي كانت تعم العالم أجمع، فأعيد فرض القيود الجمركية وغير الجمركية بشكل أدى إلى انخفاض حجم المبادلات التجارية الدولية والنمو الاقتصادي العالمي بشكل واضح. مما دعي ممثلوا الدول الرأسمالية الصناعية للالتقاء في مدينة بريتون وودز بالولايات المتحدة الأمريكية في عام 1944 لعقد المؤتمر النقدي والمالي التابع للأمم المتحدة قبل فترة قصيرة من انتهاء الحرب، وحظرت 44 دولة، قدمت خلالها مقترحات لإرساء قواعد نظام اقتصادي دولي جديد أكثر عدالة واستقرارا من السابق ليتولى الرقابة على التزامات الأعضاء ويعمل كبنك مركزي عالمي. وقد انبثق من هذا المؤتمر صندوق النقد الدولي، البنك الدولي للتعمير والتنمية ومنظمة الاتفاقية العامة للتعريفات والتجارة. وتتجسد مهام نظام بريتون وودز في المحافظة على أسعار صرف مستقرة، خلق

<sup>41</sup> محمود حسين الوادي، كاظم جاسم العيساوي: مرجع سابق، ص ص 190-191.

<sup>42</sup> عبد الله الطاهر، موفّق علي الخليل: مرجع سابق، ص 434.

نظام ائتماني متعدد الأطراف يندرج ضمن قواعد صندوق النقد الدولي وتحت إشرافه، تحرير التجارة الدولية من خلال إزالة القيود المختلفة التي تعيقها<sup>43</sup>.

وقبل انعقاد مؤتمر بريتون وودز كان قد طرح أمام المؤتمرين مشروعين أحدهما تقدمت به المملكة المتحدة على لسان مبعوثها الاقتصادي الكبير اللورد كينز في 7 أبريل 1943، والثاني تقدمت به الولايات المتحدة الأمريكية على لسان ممثلها الاقتصادي هاري وايت في 5 أبريل 1943<sup>44</sup>.

#### أ- المشروع الإنجليزي:

أثناء مؤتمر بريتون وودز المنعقد من 4 إلى 22 جويلية 1944 قدم جون مينارد كينز\* مشروعاً لإصلاح نظام النقد والصراف العالمي، هدفه تسهيل سياسة التوسع النقدي الداخلي والخارجي وزيادة التبادل التجاري وتحقيق الاستقرار الاقتصادي. ولهذا اقترح إنشاء اتحاد المقاصة الدولية، وهو بمثابة بنك للبنوك المركزية وسلطة نقدية فوق الدول، يقوم بخلق القوة الشرائية اللازمة للتبادل الدولي، وتلك العملة أطلق عليها البنكور Bancor، وتحدد حصة كل دولة في هذا الاتحاد الدولي أساساً بحجم تجارتها الخارجية، وكذلك بمقدار صادراتها من الذهب. ولتفادي انعدام التوازن في القوة الشرائية يقوم الاتحاد بالضغط على الدول الدائنة والمدينة لتعديل ميزانها، كما لا يسمح بتراكم أرصدة البنكور للبلدان الدائنة<sup>45</sup>.

فاتحاد المقاصة الدولي يقوم بفتح حسابات دائنة ومدينة للدول المشتركة ويجري عمليات المقاصة بينها، بحيث تتساوى في النهاية الأرصدة الدائنة مع الأرصدة المدينة، ولكن إذا أسفر الحساب لدولة ما عن رصيد دائن، فإنه يبقى داخل الاتحاد كقرض مقدم من الدولة صاحبة الدائنة. وقد رأى كينز أن النظام المقترح يمكن أن يساهم في حل مشكلات الدائنية والمديونية التي ترتبت على الحرب. فالدول المدينة يمكنها أن تسدد مطلوباتها بالبنكور عن طريق الاتحاد، خلال فترة من الزمن، دون أن ينجم عن ذلك ضغوط على موارد الدول المدينة بالبنكور.

<sup>43</sup> عرفات تقي الحسني: التمويل الدولي، دار مجدلاوي للنشر، الأردن، 1999، ص ص 118-220.

<sup>44</sup> أوكيل نسيمية: الأزمات المالية وإمكانية التوقي منها والتخفيف من آثارها مع دراسة حالة أزمة جنوب شرق آسيا، رسالة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة الجزائر، 2008/2007، ص 19.

\* JHAN MAGNARD KEYNES (1883 - 1946): ولد في كمبرج نفس العام الذي توفي فيه ماركس، وهو إقتصادي إنجليزي و تلميذ لألفريد مارشال. درس في جامعة كمبرج، ثم أصبح أستاذاً في نفس الجامعة. سافر إلى الهند وعمل موصفاً بها، أصدر كتابه الأول " التداول النقدي والتمويل في الهند " في سنة 1913. وشارك في مفاوضات فرساي بعد الحرب العالمية الأولى. وفي عام 1936 أصدر كتابه المشهور " النظرية العامة في العمالة و الفائدة و النقود ". مثل بريطانيا في مفاوضات بريتون وودز عام 1945 حيث وضعت أسس المسائل النقدية و نظام النقد الدولي.

<sup>45</sup> مجدي محمود شهاب، سوزي عدلي نائر: أسس العلاقات الاقتصادية الدولية، منشورات الحلبي الحقوقية، لبنان، 2006، ص 154.

والواقع أن هذا المشروع كان يحاول إلغاء دائنية ومديونية الدول تجاه بعضها بعضا، وبحيث تصبح مع اتحاد المقاصة الدولي، وهو في هذا كان يدافع عن مصلحة بريطانيا المدينة، ويحاول أن يعيد مركز الاقتصاد البريطاني المنهار في ضوء عالم قد تغير<sup>46</sup>.

فرغم قوة بناء ذلك المشروع وسلامته، لم يجز القبول في مؤتمر بریتون وودز، نظرا لمعارضة الولايات المتحدة الأمريكية لما تضمنه من خلق عملة جديدة وهيئة فوق الدول واضعاف لدور الدولار والذهب. ولذلك أتى التنظيم النقدي المتضمن في اتفاقية بروتون وودز 1944 في ضوء القواعد والإتجاهات العامة التي قدمتها الولايات المتحدة الأمريكية تحت اسم "مشروع وايت" والذي كان يرمي فقط إلى مجرد التعاون الدولي لا إلى خلق مؤسسات وعملات عالمية جديدة وملزمة، كما كان يرمي إلى تنظيم قاعدة الذهب لا القضاء عليها<sup>47</sup>.

### ب- المشروع الأمريكي:

استهدف إيجاد مؤسسة دولية تعمل على الحيلولة دون تكرار المشاكل الأساسية التي واجهها نظام النقد الدولي خلال حقبة الثلاثينيات من القرن الماضي، والتي تمثلت في تخفيض قيمة العملة على التنافس بين الدول، والرفع في القيود المفروضة على عمليات الصرف الخارجية وعلى التجارة الدولية، والتخلص من النقص في الاحتياطات الدولية<sup>48</sup>.

واقترح هاري وايت تكوين صندوق دولي لتثبيت قيمة العملات للدول الأعضاء المشتركة فيه، وأن تكون وحدة التعامل الدولي هي "اليونيتاس" التي ترتبط قيمتها بوزن معين من الذهب، وعلى الدول الأعضاء أن تحدد قيمة عملتها بالذهب أو اليونيتاس، وليس لها الحق في تغيير هذه القيمة إلا بعد موافقة أربعة أخماس أصوات الدول الأعضاء في الصندوق. ويفتح في الصندوق حسابات دائنة ومدينة تقيد فيها الأرصدة باليونيتاس، ويقتصر دور الذهب في عمليات التسوية على دفع فائض الحساب الجاري للدول الأعضاء، وفي حالة حدوث اختلال جوهري في ميزان المدفوعات تكون مهمة الصندوق السعي لتثبيت قيمة العملات من خلال الائتمانات المتبادلة بين الأعضاء، ويتكون المال الاحتياطي لهذا الصندوق من الذهب وعملات الدول الأعضاء والسندات الحكومية لبلادها. وطالما أن الولايات المتحدة الأمريكية تتمسك بنظام الصرف بالذهب، والدولار قابل للتحويل ذهباً في المدفوعات الدولية، فستكون العملة المستخدمة هي الدولار. وعند تحديد حجم حصص الدول الأعضاء في

<sup>46</sup> زينب حسين عوض الله: العلاقات الاقتصادية الدولية، الفتح للطباعة والنشر، الإسكندرية، 2003، ص 154.

<sup>47</sup> مجدي محمود شهاب، سوزي عدلي نائر: مرجع سابق، ص 154.

<sup>48</sup> ضياء مجيد: مرجع سابق، ص 304.

رأسمال هذا الصندوق وتحديد قوتها التصويتية في إدارة شؤونه، اقترح وايت أن يكون حجم الحصة لأي دولة على أساس حجم ما في حوزة الدولة من ذهب ونقد أجنبي، وحجم دخلها القومي ومدى تقلبات ميزان مدفوعاتها، وهو بهذا الشكل كان يعبر عن مصلحة الولايات المتحدة الأمريكية التي كانت تملك آنذاك أكبر كمية من الذهب العالمي وتنتج أعلى دخل في العالم<sup>49</sup>.

وعموماً تشابه المشروعان من حيث المبادئ الأساسية، فقد تضمن كل منهما:

أ- إيجاد مؤسسة مركزية نقدية دولية؛

ب- السعي وراء تحقيق التوازن في موازين المدفوعات الدولية؛

ج- توفير ائتمان دولي للأعضاء؛

د- العمل على استقرار أسعار صرف العملات<sup>50</sup>.

ومهما يكن من أمر فإن علاقات القوى الفاعلة التي كان يمثلها المؤتمرين في بريتون وودز غلبت مصلحة الولايات المتحدة الأمريكية صاحبة أكبر قوة اقتصادية ونقدية وعسكرية، فضلاً عن دائيتها لمعظم دول أوروبا<sup>51</sup>.

## 2-2- الأسس التي قام عليها نظام بروتون وودز:

كان الهدف من عقد اتفاقية بريتون وودز وضع وتسيير نظام نقدي دولي يحقق ما يلي:

أ- ضمان حرية التحويل بين عملات المختلفة؛

ب- وضع نظام يمنع التقلبات في أسعار الصرف؛

ج- تحقيق التوازن في موازين المدفوعات؛

د- النظر في موضوع الاحتياطات الدولية لتوفير السيولة الدولية؛

هـ- الإدارة الدولية للنظام النقدي العالمي الجديد.

وقد أسفرت الجهود على إنشاء مؤسستين، صندوق النقد الدولي والبنك الدولي للإنشاء والتعمير والذي من أهم أهدافه العمل على إعادة بناء اقتصاد الدول التي أصابها الحرب وكذلك مساعدة الدول الآخذة في النمو، أما بالنسبة لصندوق النقد الدولي فتتمثل أهدافه فيما يلي:

<sup>49</sup> زينب حسين عوض الله: مرجع سابق، ص ص 154-155.

<sup>50</sup> ضياء مجيد: مرجع سابق، ص 304.

<sup>51</sup> زينب حسين عوض الله: مرجع سابق، ص 155.

أ- استقرار أسعار الصرف: شهدت فترة الثلاثينيات من القرن الماضي عدم استقرار أسعار صرف العملات المختلفة، فتقلب الأسعار وما ترتب عنه من تحركات لرؤوس الأموال بين مختلف المراكز المالية بحثاً عن الأرباح المتاحة واشتداد حركة المضاربة، كل هذا أثر سلباً على حجم التجارة الدولية ونموها، لذلك كان من أهم أهداف صندوق النقد الدولي تجنب حدوث تقلبات صرف العملات لمختلف الدول وبالتالي إرساء نظام سعر الصرف الثابت، ولتحقيق هذا المسعى وإضفاء الاستقرار على نظام الصرف تم اقتباس بعض خصائص نظام معيار الذهب من خلال تحديد أسعار ثابتة لجميع عملات الدول الأعضاء في صندوق النقد الدولي بالنسبة للدولار الذي كان بدوره مرتبط بالذهب بسعر ثابت، حيث أوقية ذهب تساوي 35 دولار.

وكان على الدول الأعضاء إخطار الصندوق بأسعار صرف عملاتها بالنسبة للدولار، بمعنى تحديد سعر تعادل لكل عملة مقابل الدولار الذي يعتبر عملة قابلة للصرف بالذهب، ولتستقر أسعار التعادل بصفة مستمرة نصت الاتفاقية على أن لا يسمح بتقلب سعر صرف أية عملة صعوداً ونزولاً بما يزيد عن 1% من سعر التعادل، ويتم التحكم فيه بتدخل البنك المركزي لكل دولة بشراء أو بيع كميات من عملته لتحافظ على استقرارها.

ب- حرية التحويل إلى عملات جميع الدول الأعضاء: ويعني ذلك إقامة نظام للمدفوعات متعدد الأطراف وجعل عملات الدول الأعضاء قابلة للتحويل بين بعضها وإلغاء الرقابة والقيود على الصرف من أجل تشجيع نمو التجارة الدولية، ومنح الدول التي تطبق نظام الرقابة على النقد فترة انتقالية لمدة خمس سنوات إلى غاية 1952، إلا أن الصندوق اتخذ موقفاً متسامحاً للغاية مع الدول الأعضاء بإقراره جميع القيود المفروضة على التحويلات الخارجية حتى بعد انتهاء الفترة الانتقالية.

ج- تحرير التجارة من مسالكها الثنائية: توسعت التجارة الثنائية (طرفين) نتيجة تطبيق نظام الرقابة على الصرف ونتيجة اتفاقيات الدفع الثنائية، فكان من أهداف صندوق النقد الدولي تحرير التجارة من مسلكها الثنائي وتحويلها إلى تجارة متعددة الأطراف لما يندرج ضمن تحرير التجارة الخارجية من مزايا التخصص وتقسيم العمل الدولي وتوفير إمكانيات نمو متوازن للتجارة العالمية.

د- تحقيق المرونة في نظام أسعار الصرف: نصت اتفاقية الصندوق أنه في حالة أي خلل أساسي لميزان مدفوعات الدول الأعضاء في الصندوق، فلها الحق في تغيير سعر تعادل عملتها لتعديل وضعية ميزان مدفوعاتها (في حالة عجز ميزان المدفوعات تلجأ الدولة إلى تخفيض سعر تعادل عملتها) وذلك مع استشارة الصندوق، وكان الحد المسموح به 10%، أما فوق هذه النسبة صعوداً ونزولاً، فالقرار يعود إلى الصندوق بعد دراسة الوضعية الاقتصادية للدول المعنية.

هـ - مساعدة الدول على إصلاح عجوز موازين مدفوعاتها: وذلك بتخصيص جانب من موارد الصندوق المالية لمساعدة الدول الأعضاء لإصلاح اختلال موازين مدفوعاتها دون اللجوء إلى الأساليب التقليدية التي كانت تتمثل في تخفيض سعر صرف عملة البلد الذي يعاني العجز ووضع قيود على حركة المدفوعات الدولية، فالدولة التي تكون بحاجة إلى مساعدة تستفيد من ائتمان من حقوق السحب العادية على شرط أن تقنع الصندوق بالمبررات الاقتصادية للقيام بمدفوعات تتماشى مع بنود اتفاق الصندوق وأهدافه، ويمكن الإشارة في هذه النقطة بالذات أن الحصة التي تساهم بها الدولة للصندوق تتكون من الذهب ومن عملة تلك الدول بالنسب التالية:

- كمية الذهب 25%؛

- عملة الدولة 75%.

ويتم مراجعة هذه الحصة كل خمس سنوات، وحجم الحصة هو الذي يقرر ما يمكن للدولة أن تقتضيه من الصندوق وحجم القوة التصويتية داخل الصندوق<sup>52</sup>.

### 2-3- انهيار نظام بروتن وودز:

تركت الحرب العالمية الثانية أوروبا واليابان في حالة دمار اقتصادي، ولم تستطع أوروبا تزويد نفسها بالسلع الاستهلاكية، بالإضافة إلى السلع الرأسمالية لإعادة البناء، لذا كان من الضروري استيراد العديد من السلع، وكانت المشكلة تكمن في الحاجة إلى العملة الصعبة وخاصة الدولار الأمريكي للدفع مقابل الواردات، ولم تكن لها طاقة تصديرية تستطيع من خلالها الحصول على العملة الصعبة، وكانت احتياطياتها الدولية غير كافية، ونظرا لكون الولايات المتحدة الأمريكية المصدر الأساسي للسلع الإنتاجية، فقد كان نقص السلع في أوروبا يمثل نقصا في الدولارات، وللمساعدة قامت الولايات المتحدة الأمريكية وكندا وعدد من المنظمات الدولية بمنح عدد من القروض والمنح لأوروبا شملت برنامج الانتعاش الأوروبي المعروف بمشروع مارشال<sup>53</sup> Plan Marshall\* المقدم في عام 1947 لإعادة بناء أوروبا، والذي تبعه انتقالات هامة للمدخلات والسلع الأمريكية، مما حقق الميزان التجاري

<sup>52</sup> مدحت صادق: النقود الدولية وعمليات الصرف الأجنبي، دار غريب للطباعة والنشر والتوزيع، القاهرة، 1997، ص ص 28-32.

<sup>53</sup> زينب حسن عوض الله: مرجع سابق، ص ص 187-188.

\* تنسب خطة مارشال إلى جورج مارشال الذي كان رئيس أركان الجيش الأمريكي خلال الحرب العالمية الثانية ووزير خارجية الولايات المتحدة الأمريكية من فيفري 1947 حتى نهاية 1948.

الأمريكي فائضا هائلا بتدفق جزء كبير من الاحتياطات الذهبية والنقدية الأوروبية إلى أمريكا لدرجة أن الرصيد الذهبي الأمريكي بلغ في عام 1957 ما قيمته 23 مليار دولار<sup>54</sup>.

فخلال الفترة من 1946 إلى 1949 سجلت الموازين الخارجية للولايات المتحدة الأمريكية فائضا منتظما، وبنهاية الأربعينات كانت الدول الأوروبية في طريقها للانتعاش الاقتصادي، وبدأت فوائض أمريكا في التناقص المستمر لتتحول عام 1950 إلى عجز، وكان ذلك بمثابة مؤشر لبداية العجز الدائم في ميزان المدفوعات الأمريكي.

وبحلول عام 1959 عندما أخذت تراكمات البنوك الأوروبية المركزية من الدولار تتجه نحو المستويات المرغوبة واجه ميزان المدفوعات الأمريكي عجزا حادا، ووجدت البنوك المركزية الأجنبية نفسها تراكم دولارات بسرعة أكبر مما ترغب فيه، وبدأت ترفع معدل تحويل الدولارات إلى ذهب من وزارة الخزانة الأمريكية، وفي عام 1960 وصلت المستحقات الأجنبية الرسمية على مخزون الذهب الأمريكي تقريبا حجم مخزون الولايات المتحدة الأمريكية من الذهب جميعه، وكان واضحا أنه إذا استمر هذا الاتجاه سيصبح ما بحوزة الولايات المتحدة الأمريكية من الذهب غير كاف لتغطية المستحقات المحتملة.

وفي ضوء ذلك الوضع بدأ حاملوا الأصول السائلة تحويل أرصدهم من دولار إلى ذهب وعمليات أجنبية خاصة الفرنك السويسري والمارك الألماني، وكان لمحاولة سويسرا والحكومة الألمانية الحد من تدفق رأس المال المضارب إلى داخلها أن حولت جزءا كبيرا من التدفقات إلى ذهب، وبدأت بذلك أسعار الذهب بالإرتفاع في الأسواق الخاصة. وعلى هذا شكلت الولايات المتحدة الأمريكية وعدد من الدول الصناعية ما يسمى "بمجمع ذهب لندن" بنهاية عام 1961 للدفاع عن 35 دولار كسعر للأوقية.

وفي النصف الثاني من عام 1965 وبعد تصاعد الحرب الفيتنامية زادت معدلات التضخم في الولايات المتحدة الأمريكية بسرعة، وكثف ذلك من الضغط لتخفيض قيمة الدولار في سوق العملات الأجنبية، وفي نفس الوقت وقع الجنيه الإسترليني عام 1967 تحت اعتداء مضاربي وتم تخفيض قيمته بنهاية العام. وأدت أزمات الإسترليني وتزامنها مع الضغط على الدولار إلى خلق مضاربة قوية ضد الدولار، ودفعت المضاربات إلى رفع أسعار الذهب، وأخذ مجمع الذهب مرة أخرى يبيع الذهب للوقوف في وجه الزيادة في الأسعار<sup>55</sup>.

<sup>54</sup> مجدي محمود شهاب، سوزي عدلي ناثر: مرجع سابق، ص 160.

<sup>55</sup> زينب حسن عوض الله: مرجع سابق، ص 188-190.

فنتيجة التقلص الشديد لاحتياطيات الذهب في الخزينة الأمريكية، وسيادة اليقين بضرورة تعديل أسعار تعادل العملات، أصبح من المسلم به ضرورة لجوء الولايات المتحدة الأمريكية إلى تخفيض قيمة الدولار، وفي ذلك الوقت أصبحت الأسواق الدولية لرأس المال مرتبطة ببعضها بشكل كبير من خلال أسواق العملات الأوروبية، وبدأت كميات ضخمة من رؤوس الأموال الأمريكية في الهروب إلى الخارج، بالإضافة للتحويلات الكثيفة من الدولار الأمريكي إلى العملات القوية الأخرى وبصفة خاصة المارك الألماني والين الياباني والفرنك السويسري، الأمر الذي أدى إلى حدوث مزيد من الاختلالات في ميزان المدفوعات الأمريكي<sup>56</sup>.

وفي هذه الظروف اضطر رئيس الولايات المتحدة الأمريكية آنذاك "ريتشارد نيكسون" إلى أن يعلن في 15 أوت 1971 قراراته التي اشتملت فصل ارتباط الدولار الأمريكي بالذهب وإلغاء قابلية التحويل وتخفيض قيمته الذهبية، بالإضافة إلى إجراءات أخرى تتعلق بفرض رسوم إضافية على الواردات الأمريكية، وضع قيود على الاستثمارات الأمريكية في الخارج، تخفيض المعونات الأمريكية الخارجية، فضلا عن فرض قيود على الأجور والأسعار على اقتصاد الولايات المتحدة الأمريكية في محاولة لاحتواء التضخم المحلي المتصاعد، وكانت تلك الإجراءات بمثابة المؤشر على نهاية نظام برتون وودز وقاعدة الصرف بالذهب<sup>57</sup>.

وفي 17 و18 ديسمبر 1971 اجتمع ممثلو مجموعة الدول العشرة "الولايات المتحدة الأمريكية، اليابان، إنجلترا، فرنسا، ألمانيا، كندا، إيطاليا، هولندا، السويد، بلجيكا" في "سميسونيان" بواشنطن، ووافقوا على رفع سعر أوقية الذهب إلى 38 دولار بدلا من 35 دولارا للأوقية، الأمر الذي يعني خفض قيمة الدولار بنسبة 9%. وفي ذلك الوقت رفع المارك الألماني بنسبة 17% والين الياباني بنسبة 14%، ورفعت كذلك قيمة العملات الأخرى بنسب أقل. ومن ناحية أخرى رفع الحد المسموح به لتغير سعر التعادل الأساسي ليصبح 2.25% بدلا من 1% فوق أو تحت هذا السعر. وهكذا منذ اللحظة التي أعلنت فيها عدم قابلية تحويل الدولار إلى ذهب أصبح العالم على قاعدة الصرف بالدولار.

وأمام استمرار وتزايد العجز الكبير لميزان المدفوعات الأمريكي أدرك الجميع عدم صلاحية اتفاقية "سميسونيان" للتطبيق وأن من الضروري تخفيض قيمة الدولار من جديد. ومع تزايد المضاربات على الدولار اضطرت الولايات المتحدة الأمريكية إلى رفع سعر أوقية الذهب إلى 42.22 دولارا فانخفضت بذلك قيمة الدولار

<sup>56</sup> محمد دويدار، أسامة الفولي: مبادئ الاقتصاد النقدي، دار الجامعة الجديدة، الإسكندرية، 2003، ص 154.

<sup>57</sup> مجدي محمود شهاب، سوزي عدلي ناثر: مرجع سابق، ص 180.

مرة أخرى بنسبة 10%. وإزاء عدم قابلية تحويل الدولار إلى ذهب قررت الدول الستة المؤسسة للسوق الأوروبية المشتركة في مارس 1972 تعويم عملاتها بشكل مشترك مقابل الدولار في حدود 2.25% فوق أو تحت سعر التعادل وفقا للنظام الذي عرف باسم الثعبان في النفق. ولكن مع تزايد حدة المضاربات مرة أخرى قررت السلطات النقدية في الدول الصناعية الكبرى في مارس 1973 إطلاق حرية التعويم لعملاتها إما بصورة مستقلة "الدولار الأمريكي، الجنيه الإسترليني، الين الياباني، الفرنك السويسري، الليرة الإيطالية، الدولار الكندي" أو بصورة مشتركة "المارك الألماني والفرنك الفرنسي بالإضافة إلى عملات الدول الست الأخرى في وسط وشمال أوروبا مع ترك الثعبان يتحرك في هامش قدره 2.25% بين أقوى عملة وأضعف عملة في مقابل الدولار" وهكذا تمت ولادة نظام التعويم المدار لأسعار الصرف<sup>58</sup>.

### 3- التطورات النقدية العالمية بعد انهيار نظام بريتون وودز:

لا شك أن التطورات النقدية الدولية التي تلاحقت بعد القرار التاريخي بإنهاء قابلية تحويل الدولار إلى ذهب في 15 أوت 1971 ثم انهيار نظام استقرار أسعار الصرف قد أدت إلى تعويم الأقطار الصناعية لعملاتها، مما أجبرت صندوق النقد الدولي على التكيف مع المتغيرات التي حدثت بعد انهيار نظام بريتون وودز، وتم ذلك بموجب التعديل الثاني لاتفاقية الصندوق، والذي عرف باسم اتفاقية جمايكا. ولهذا سوف نتطرق إلى نظام تعويم أسعار صرف العملات وكذلك سوف نستعرض أهم ما تضمنه هذا التعديل.

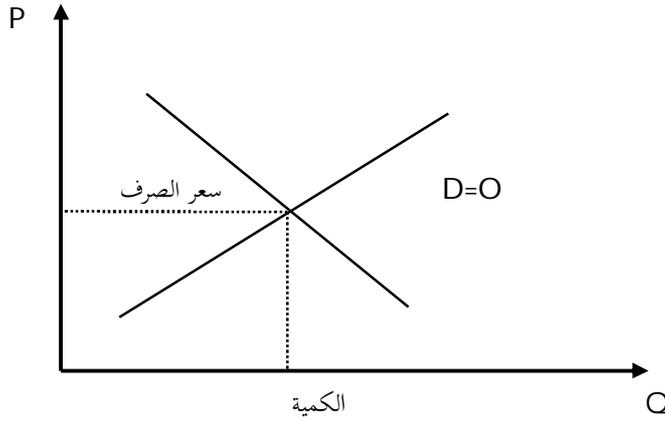
### 3-1- نظام تعويم أسعار صرف العملات:

في النظام القائم الحر يترك تحديد أسعار الصرف بين العملات إلى قوى السوق، وتتوقف مدى تقلبات سعر الصرف على الكمية المعروضة والمطلوبة من الصرف الأجنبي (الشكل رقم 01)<sup>59</sup>، وكذلك يعتبر التعويم حرا إذا لم تتدخل السلطة النقدية في سوق الصرف من أجل مساندة عملتها الوطنية أو أن تتخذ قرارات اقتصادية مدفوعة باعتبارات تتعلق بسعر صرف عملتها، ولذلك فإن الدولة تكون في غير حاجة إلى الاحتفاظ باحتياطي كبير من العملات الأجنبية طالما أنها لا تتدخل في سوق الصرف.

<sup>58</sup> محمد دويدار، أسامة الفولي: مرجع سابق، ص 155.

<sup>59</sup> بسام الحجارة: العلاقات الاقتصادية الدولية، المؤسسة الجامعية للدراسات والنشر والتوزيع، لبنان، 2003، ص 117.

## الشكل رقم 1: تحديد سعر الصرف وفق نظام سعر الصرف العائم



المصدر: محمد كمال خليل الحمزاوي: سوق الصرف الأجنبي، منشأة المعارف، مصر، 2004، ص 18.

ويرى أنصار سياسة التعويم الحر أن توازن ميزان مدفوعات الدولة يتحقق بصورة تلقائية في ظل هذه السياسة وذلك عن طريق تفاعل قوى العرض والطلب في السوق بما يؤدي إلى تغيير سعر الصرف ارتفاعاً وانخفاضاً مما يعيد التوازن إلى ميزان المدفوعات مرة أخرى. فبالنسبة للدولة التي يوجد عجز في ميزان مدفوعاتها عند سعر صرف معين، فإن هذا العجز يعني زيادة المعروض من عملة هذه الدولة عما هو مطلوب منها مما يؤدي إلى انخفاض سعرها، وهذا سوف يؤدي بدوره إلى خفض حجم الاستيراد، حيث ستعتبر السلع الأجنبية غالية بالنسبة للعملة المحلية وهذا يعني خفض قيمة المدفوعات الخارجية، ومن ناحية أخرى يؤدي انخفاض قيمة العملة إلى تشجيع الصادرات وذلك لكون العملة المحلية رخيصة بالنسبة للمستورد الأجنبي. وطالما أن عرض العملة والطلب عليها يستجيبان لتغيرات سعر الصرف فإن التوازن يتحقق بدون أي تدخل حكومي.

إلا أن تجارب الدول في تطبيق سياسة التعويم لم تخلوا من تدخل سلطاتها النقدية في أسواق الصرف وذلك لمنع التقلبات العنيفة لأسعار الصرف وهو ما أطلق عليه البعض اصطلاح التعويم غير النظيف أو التعويم المدار<sup>60</sup>.

ووفقاً لقاعدة التعويم المدار لأسعار الصرف تضطلع السلطات النقدية في كل دولة بمسؤولية التدخل في أسواق الصرف الأجنبي للحد من آثار التقلبات قصيرة الأجل لأسعار الصرف دون محاولة التأثير على اتجاهاتها في المدى الطويل. والواقع أن هذا النظام لم يقصد أحد اختياره بل فرض نفسه عند انهيار نظام "بريتون وودز" بغرض مواجهة الفوضى التي سادت أسواق الصرف الأجنبية والمضاربات التي أحدثت العديد من الاختلالات. وعند بداية تطبيقه كانت هناك محاولات جادة لوضع قواعد خاصة لإدارة التعويم على النحو الذي يحول دون دخول

<sup>60</sup> مدحت صادق: مرجع سابق، ص ص 50-51.

الدول المنافسة لتخفيض قيم عملاتها بهدف زيادة صادراتها، ومن ثم الحيلولة دون الرجوع مرة أخرى إلى فوضى أسعار الصرف التي سادت في الثلاثينيات قبيل الحرب العالمية الثانية.

وهكذا فإن نصف عدد الدول أعضاء صندوق النقد الدولي تبنت شكلاً أو آخر من أنظمة سعر الصرف التي تتسم بالمرونة، وتشمل هذه المجموعة كافة الدول الصناعية الكبرى وعدداً من الدول النامية، بحيث أن قرابة أربعة أخماس التجارة الدولية تتم بين دول تدير أسعار صرفها معومة سواء بشكل مستقل أو بشكل مشترك، أما بالنسبة لبقية الدول فإن غالبيتها قامت بتثبيت أسعار عملاتها بالنسبة للدولار أو حقوق السحب الخاصة أو سلة تضم مجموعة من العملات. ولا تزال الدول في ظل نظام التعويم المدار تحتاج إلى احتياطات دولية للتدخل في أسواق الصرف الأجنبي بهدف الحد من آثار تقلبات سعر الصرف في الأجل القصير، وفي الوقت الحالي فإن هذا التدخل يتم في الغالب بالدولار الأمريكي<sup>61</sup>.

ويلاحظ أن نظام التعويم قد أتى ببعض المزايا منها تحرر البنوك المركزية من التزامها بالاحتفاظ بأسعار صرف عملاتها ضمن هوامش التقلب التي نص عليها صندوق النقد الدولي، فلم يعد البنك المركزي ملزماً بالتدخل في سوق الصرف بائعاً أو مشترياً لدعم سعر العملة، الأمر الذي كان له تأثير مباشر على عرض النقود محلياً. ففي ظل نظام التعويم أصبح البنك المركزي حراً في تحديد عرض النقود دون النظر إلى اعتبارات سعر الصرف. كما أن سياسة التعويم حررت السلطات النقدية من القيود التي كان يفرضها اعتبار توازن ميزان مدفوعات الدولة على السياسة التي تتبعها من أجل تحقيق الأهداف الداخلية.

أما أهم ما يؤخذ على سياسة تعويم سعر الصرف أن ميكانيزم السوق قد لا يؤدي إلى تحديد سعر الصرف المناسب، فسعر الصرف الذي يحقق التوازن في سوق الصرف الأجنبي في أية لحظة معينة قد لا يكون هو نفس السعر الذي يؤدي إلى تحقيق التوازن في الأجل المتوسط. فإذا كان الأمر كذلك فإن ميكانيزم الأسعار سوف يعطي دلالات لمن يريد إبرام عقود مستقبلية أو لمن يريد الاستثمار الآني من أجل الحصول على عائد في المستقبل، وهذه الدلالات الخاطئة سوف تؤدي إلى اتخاذ قرارات غير سليمة وذلك فيما يتعلق بعملية تخصيص الموارد<sup>62</sup>.

<sup>61</sup> محمد دويدار، أسامة الفولي: مرجع سابق، ص 156.

<sup>62</sup> مدحت صادق: مرجع سابق، ص 53.

## 3-2- حقوق السحب الخاصة:

حتى عام 1971 اعتمد صندوق النقد الدولي في تقديم التسهيلات الائتمانية على موارد النقدية، والتي تركز على حصص الأعضاء، وكان لا بد من إيجاد مصادر جديدة للسيولة النقدية الدولية تكون مغذية للاحتياجات النقدية للدول الأعضاء، فكانت حقوق السحب الخاصة<sup>63</sup>. والتي تعتبر نوعاً جديداً من الأصول الدولية التي يمكن للدولة أن تستخدمها في تسوية مدفوعاتها الدولية، بالإضافة إلى احتياطياتها من الذهب والعملات الأجنبية الأخرى، غير أنها ليست إلا مجرد قيود دفترية يجريها الصندوق، وتستمد قيمتها القانونية من مجرد التزام الدول الأعضاء في الصندوق بأن تقبلها في أي وقت، ومن أية دولة، في حدود قيمة إجمالية محددة، ويتم توزيع وحدات حقوق السحب الخاصة على الدول الأعضاء بنسبة حصصهم، وتستخدم في تسوية العجز المؤقت في ميزان المدفوعات، ولا يجوز استخدامها لتمويل أغراض أخرى، مثل تمويل مشروعات التنمية أو للتوسيع في تمويل حركات واسعة ومستمرة لرؤوس الأموال أو لدفع ديون الحرب... إلخ. وقد قيمت قيمة الوحدة من حقوق السحب الخاصة في شكل وزن محدد من الذهب النقي هو 0.888671 من الغرام، أي ما يعادل القيمة الرسمية للدولار الأمريكي وقت خلق هذه الحقوق وقبل تخفيضه عام 1971<sup>64</sup>.

ولا يجوز استبدال حقوق السحب الخاصة بالذهب بطريقة مباشرة أو غير مباشرة، مثل استبدالها بدولار ثم استعمال الدولار في شراء الذهب. وقد ارتبطت قيمة وحدة حقوق السحب الخاصة فيما بعد بسلة عملات معيارية، واستخدم في سبيل ذلك المتوسط الترجيحي لقيم عملات 16 دولة رأسمالية متقدمة، وقد أعطيت أوزان لتلك العملات بما يتناسب وأهميتها في هيكل المدفوعات الدولية، وللصندوق الحق في تعديل سلة العملات كل خمس سنوات. وفي عام 1981 اقتصر الصندوق في سلة العملات على خمس دول فقط هي: الدولار الأمريكي، المارك الألماني، الين الياباني، الفرنك الفرنسي، الجنيه الإسترليني.

وتستمد حقوق السحب الخاصة قوة إبرائها في مجال المدفوعات الدولية من قبول الدولة العضو التي يقع عليها الاختيار من الصندوق في استبدال هذه الحقوق بعملات قابلة للتحويل، على أن لا يزيد ما تملكه الدولة المانحة منها عن ثلاثة أضعاف حصتها من تلك الوحدات التي حددت لها من قبل الصندوق<sup>65</sup>.

<sup>63</sup> عبد الله الطاهر، موفق علي الخليل: مرجع سابق، ص 446.

<sup>64</sup> مجدي محمود شهاب، سوزي عدلي ناثر: مرجع سابق، ص 173.

<sup>65</sup> عبد الله الطاهر، موفق علي الخليل: مرجع سابق، ص 447.

**3-3- النظام النقدي الأوروبي:**

الاتحاد الأوروبي عبارة عن إتحاد إقليمي أنشئ بموجب معاهدة روما في عام 1957، والتي تم بمقتضاها إقامة إتحاد اقتصادي أوروبي تتمتع فيه السلع والخدمات والعمالة ورأس المال بحرية الحركة عبر الحدود السياسية بين الدول الأعضاء دون عوائق أو قيود.

وفي عام 1970، تضمن تقرير فينر Werner Plan\* اقتراح بإنشاء إتحاد نقدي أوروبي، وقد اشتمل هذا التقرير على ثلاثة مراحل، تتضمن المرحلة الأولى والثانية مسألة التنسيق بين السياسات الاقتصادية والنقدية والقضاء على التقلبات في أسعار الصرف بين عملات الدول الأعضاء، أما المرحلة الثالثة فتتضمن إنشاء نظام موحد للبنوك المركزية.

بأنهيار نظام بريتون وودز وازدياد العجز في ميزان المدفوعات الأمريكي، والانخفاضات المتتالية في أسعار صرف الدولار الأمريكي والتي كان آخرها في العام 1973 ونسبة 10%، اتخذت مجموعة الاتحاد الأوروبي قرارات بدأت بالترتيبات والتي سميت "الثعبان النقدي الأوروبي" ثم النظام النقدي الأوروبي وأخيرا معاهدة ماستريخت<sup>66</sup>.

**أ- نظام الثعبان النقدي الأوروبي:**

جاء هذا النظام كرد فعل لمواجهة تدهور الأوضاع النقدية الأوروبية وازدياد العجز التجاري لدى الاتحاد الأوروبي، وحدث ذلك تحديدا نتيجة قيام الولايات المتحدة الأمريكية بتخفيض قيمة الدولار بنسبة 10% في الأول من فيفري عام 1973 وبعد انفجار الصدمة النفطية الأولى وارتفاع أسعار المحروقات، ودخول الاقتصاديات الغربية فيما سمي بمرحلة السنوات العجاف<sup>67</sup>.

لمقابلة هذا التدهور، عقد محافظوا البنوك المركزية لدول المجموعة الأوروبية الست\* في أبريل 1972 اتفاقا بمدينة بال بسويسرا، وعرف التنظيم النقدي الذي أتى به "اتفاق بال" باسم الثعبان داخل النفق (الشكل رقم 02). وبالنظر إلى أن أسعار صرف عملات الثعبان بالدولار إنما ترتفع معا أو تنخفض معا، وذلك في حدود النسبة القصوى المسموح بها كهامش لتقلب هذه الأسعار أو لابتعادها عن بعضها وهو 2.25%، ولهذا عرف هذا التنظيم

\* ولد فينر عام 1913 بمدينة ليل الفرنسية لأبوين من لوكسمبورج، وبعد انتهاء الحرب العالمية الثانية قام بأعمال مهمة كان من شأنها تمهيد الطريق أمام إنشاء البنك الدولي. وفي عام 1970 وأثناء عمله رئيسا للجنة الموظفين ذوي المناصب الحكومية العليا، تقدم بطلب تكوين اتحاد نقدي على ثلاث مراحل، وقبل عامين من ذلك التاريخ عمل رئيسا لوزراء لوكسمبورج، وطالب لأول مرة بالتعاون الوثيق في مجال تقريب السياسات النقدية.

<sup>66</sup> بسام الحجارة: مرجع سابق، ص 210.

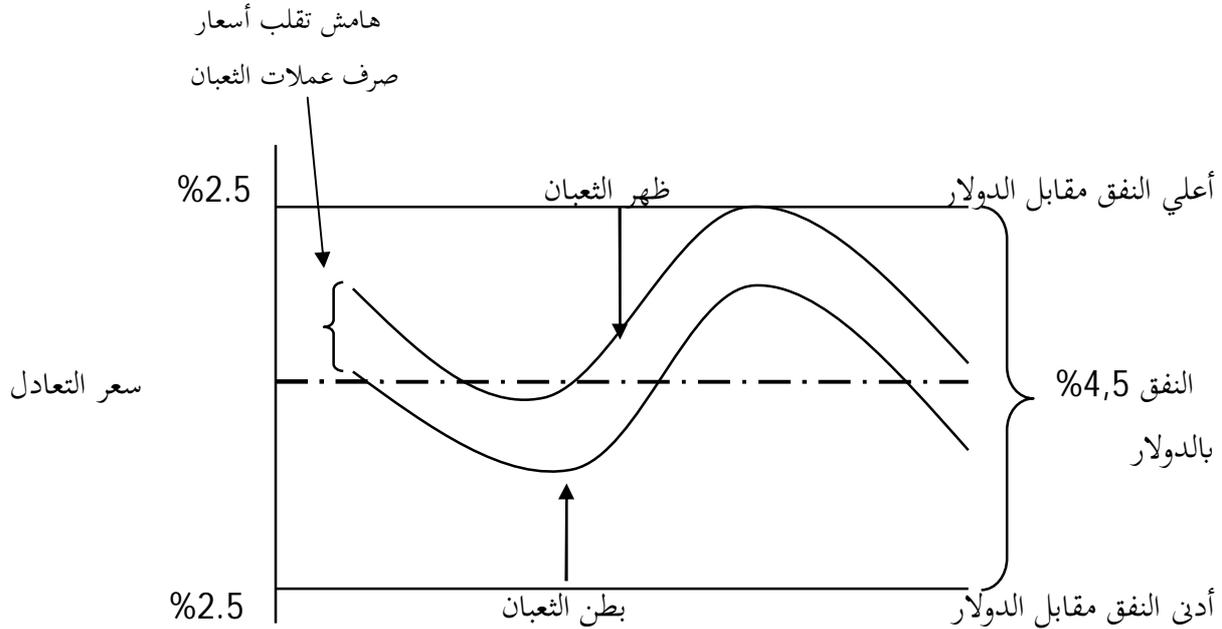
<sup>67</sup> سمير صارم: اليورو، دار الفكر، دمشق، 1999، ص 81.

\* وكانت هذه الدول آنذاك تمثل ست دول هي فرنسا، ألمانيا، إيطاليا، بلجيكا، هولندا، لكسمبورج.

النقدي أيضا بالتعويم المشترك. أما خروج إحدى العملات أو انسحابها من الثعبان فيحدث عندما لا تستطيع أضعف عملة أن تحافظ على نسبة 2.25% كفارق بين سعر صرفها بالدولار وسعر صرف أقوى عملات الثعبان بالدولار. أما النفق فيمثل المجال الذي يمكن لأسعار صرف عملة الثعبان أن تتحرك في داخله، وفي منتصف النفق نجد سعر تعادل العملة بالدولار كما هو موضح بالخط الأفقي المتقطع.

والثعبان داخل النفق يعني أن ارتباط أسعار صرف عملات الثعبان ببعضها بحيث لا يتجاوز الفرق بين سعر صرف أضعفها وأقواها بالدولار 2.25%، وإنما يتم بمراعاة أن يكون الحد الأقصى لانخفاض سعر صرف أضعفها عن سعر تعادلها بالدولار هو 2.25%، وأن يكون الحد الأقصى لزيادة سعر أقواها عن سعر تعادلها بالدولار هو 2.25%. وفي الحالة الأولى يكون سعر أقوى عملات الثعبان هو بالضبط سعر تعادلها بالدولار، أما في الحالة الثانية فسيكون سعر صرف أضعف عملة من عملات الثعبان هو بالضبط سعر تعادلها بالدولار، ومن الواضح أنه في كافة الحالات يكون الثعبان داخل النفق.

### الشكل رقم 2: كيفية عمل نظام الثعبان النقدي الأوروبي



المصدر: مدحت صادق، مرجع سابق، ص 74.

وحتى تحافظ دول الثعبان على بقاء أسعار صرف عملاتها بالدولار داخل النفق، أي في حدود 2.25% من أسعار تعادلها بالدولار ارتفاعاً أو انخفاضاً، فإن بنوكها المركزية تتدخل في أسواق الصرف مشترياً الدولار وبائعة لعملاتها أو بائعة للدولار ومشترياً لعملاتها بحسب الحال. ولكنه حتى تحافظ هذه الدول على أسعار صرف

عملاتها في داخل الثعبان نفسه أي في حدود 2.25% ما بين سعر صرف أقوى عملة بالدولار وسعر صرف أضعف عملة به، فإن بنوكها المركزية تتدخل، وفقا لاتفاق بال، بائعة ومشتريه لعملاتها هي ذاتها، إذ يعرض البنك المركزي للعملة القوية كمية من عملته في السوق في مقابل العملة الضعيفة كما يضع كمية أخرى منها تحت تصرف البنك المركزي للعملة الضعيفة تمكنه من بيعها في السوق في مقابل عملته الضعيفة<sup>68</sup>.

انضمت بعض العملات الأوروبية إلى نظام الثعبان داخل النفق كالجنيه الإسترليني والجنيه الأيرلندي والكرون الدانماركي في أول ماي 1972، إلا أن إنجلترا وأيرلندا انسحبتا من هذا التنظيم في 23 جوان 1972 والدانمارك في 27 جوان 1972، وهذا الأخير عاد لتبنيه مرة أخرى في 10 أكتوبر 1972. وفي 13 فيفري 1973 خرجت إيطاليا من هذا التنظيم بسبب عدم القدرة على إبقاء سعر صرف الليرة في الهوامش المتفق عليها في إطار نظام الثعبان داخل النفق. كما انظم لهذا التنظيم كل من الكرون السويدي والكرون النرويجي في 14 مارس 1973 كعضوين مشاركين.

وعلى إثر أزمة فيفري 1973 والتي انتهت بإقدام الولايات المتحدة الأمريكية على تخفيض قيمة الدولار للمرة الثانية بنسبة 10%، لذلك قررت ست دول من الجماعة الأوروبية هي ألمانيا، فرنسا، الدانمارك، بلجيكا، هولندا ولكسمبورغ على السماح بالتعويم المشترك أو الجماعي لعملاتها، بحيث تستمر هذه الدول في الإبقاء على هامش التقلب المسموح به بين أسعار صرف عمالاتها عند نسبة 2.25% كحد أقصى، وقررت إعفاء بنوكها المركزية من التزامها بالتدخل في أسواق الصرف الأجنبي لتدعيم سعر الدولار بعد السماح لسعره بالانخفاض عن نسبة 2.25% عن سعر التعادل. معنى هذا أن النفق قد انتهى دوره وبقي الثعبان الذي انضمت إليه كل من السويد والنرويج في 14 مارس 1973. أما باقي دول الجماعة الاقتصادية الأوروبية وهي إنجلترا وأيرلندا وإيطاليا فقد استمرت في تعويم عمالاتها بصفة مستقلة أي أنها استمرت خارج تنظيم الثعبان<sup>69</sup>. وبعد تعميم فكرة حرية التعويم في عام 1973، أصبح نظام الثعبان غير ذي جدوى، وتم إلغاؤه واستبداله بالنظام النقدي الأوروبي<sup>70</sup>.

<sup>68</sup> عادل أحمد حشيش: أساسيات الاقتصاد الدولي، الدار الجامعية الجديدة، الإسكندرية، 2002/2001، ص ص 152-153.

<sup>69</sup> مدحت صادق: مرجع سابق، ص 75.

<sup>70</sup> مجدي محمود شهاب: الوحدة النقدية الأوروبية الإشكاليات والآثار المحتملة على المنطقة العربية، الدار الجامعية، الإسكندرية، بدون سنة النشر، ص

## ب- الوحدة النقدية الأوروبية:

في مارس 1979م اقام الاتحاد الأوروبي بوضع النظام النقدي الأوروبي كخطوة نحو تحقيق التكامل النقدي بين كافة الدول الأوروبية أعضاء الاتحاد، ووفقا له تم خلق وحدة نقدية أوروبية جديدة المعروفة باسم "ايكو"، مع السماح لعملات الدول الأعضاء بالتغير في حدود 2.25% فوق أو تحت سعر التعادل مع الإيكو باستثناء الليرة الايطالية التي سمح لها بالتغير في حدود 6% صعودا وهبوطا حتى جانفي 1990 حين أخذت بالهوامش الضيقة مع التعويم المشترك مقابل الدولار وغيره من العملات، ووفقا للنظام النقدي الأوروبي الجديد تم إنشاء صندوق التعاون النقدي الأوروبي لمساعدة الدول الأعضاء في حالة اختلال موازين مدفوعاتها في المدى القصير والمتوسط<sup>71</sup>.

وتعتبر ECU بمثابة متوسط مرجح لعملات الدول المنظمة إلى الاتحاد الأوروبي، وتتحدد نسبة تمثيل عملة كل دولة في السلة على حسب حجم ناتجها القومي الإجمالي وحجم تجارتها الخارجية مع باقي الدول الأعضاء، ويتم تغيير الأوزان النسبية لعملات الدول الأعضاء دوريا كل خمس سنوات أو في حالة حدوث تغيير في قيمة أي عملة بنحو 2.5% أو أكثر.

وبمقابل إصدار وحدة النقد الأوروبية تقوم البنوك المركزية للدول الأعضاء بتكوين احتياطي خاص لدى صندوق التعاون النقدي الأوروبي بإيداع نسبة قدرها 20% بالذهب و20% من أرصدها الدولارية.

وتتكون وحدة النقد الأوروبية من سلة عملات وفقا للأوزان التالية وذلك في عام 1995 الموضحة في الجدول رقم 01، المارك الألماني 33.3%، الفرنك الفرنسي 20.49%، الجنيه الإسترليني 10.47%، الليرة الايطالية 7.17%، الفلوران الهولندي 10.47%، الفرنك البلجيكي 8.75%، البيزيتا الاسبانية 4.24%، الكورونا الدنماركية 2.72%، الجنيه الايرلندي 1.04%، الدراخما اليونانية 0.47%، الاسكودو البرتغالية 0.71%<sup>72</sup>، والملاحظ كذلك أن المارك الألماني يمثل النسبة الكبرى من مكونات وحدة النقد الأوروبية ويليه الفرنك الفرنسي ثم الجنيه الإسترليني على الترتيب، مما يدل على قوة وزن اقتصاديات هذه الدول بالاستناد إلى فكرة أن التمثيل لأي عملة من العملات الأوروبية في سلة الإيكو يتناسب والأهمية الاقتصادية لبلد العملة.

<sup>71</sup> محمد دويدار، أسامة الفولي: مرجع سابق، ص 157.

<sup>72</sup> بسام الحجار: مرجع سابق، ص 112.

## الجدول رقم 6: الأوزان النسبية للعملة المكونة للايكو خلال الفترة 1979-1995

1995	1990	1989	1988	1987	1986	1985	1984	1983	1980	1979	
8.75	7.9	7.6	8.5	8.6	8.4	8.2	8.0	8.1	9.1	9.1	الفرنك البلجيكي
2.72	2.5	2.4	2.8	2.8	2.7	2.7	2.6	2.7	2.8	3.00	الكرونه الدانماركية
20.49	19	19.0	18.6	18.9	19.1	19.2	16.7	16.9	19.7	19.7	الفرنك الفرنسي
33.3	30.1	30.1	34.6	34.6	33.4	32.0	37.0	36.5	32.9	32.8	المارك الألماني
1.04	1.1	1.1	1.1	1.1	1.2	1.2	1.0	1.1	1.1	1.1	الجنيه الايرلندي
7.17	8.1	10.1	9.1	9.4	9.5	9.8	7.9	8.1	9.2	9.7	الليرة الإيطالية
0.34	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	الفرنك اللوكسمبورغي
10.47	9.4	9.4	11.0	10.9	10.9	10.1	11.4	11.2	10.3	10.4	الفلورين الهولندي
10.44	13	13.0	13.3	12.5	12.5	15.1	14.8	10.1	14.5	13.8	الجنيه الإسترليني
0.47	0.8	0.8	0.7	0.8	0.8	1.2	-	-	-	-	الدراخمة اليونانية
4.24	5.3	5.3	-	-	-	-	-	-	-	-	البيزيتا الإسبانية
0.71	0.8	0.8	-	-	-	-	-	-	-	-	الاسكودز البرتغالية

المصدر: مجدي محمود شهاب: مرجع سابق، ص 72.

## ج- تقرير ديلور:

أنشأ المجلس الأوروبي الذي يضم رؤساء حكومات دول المجموعة في جوان 1988 لجنة برئاسة "جاك ديلور Jacques Delors" \* تضم محافظي البنوك المركزية للدول الأعضاء مهمتها الوصول إلى الاتحاد الاقتصادي والنقدي، واقترحت اللجنة للوصول إلى هذه الغاية مايلي:

أ- التحويل الشامل للعملة؛

ب- تكامل البنوك والأوراق المالية الأخرى؛

ج- المساواة في أسعار صرف عملات الدول الأعضاء.

وأشار التقرير إلى ضرورة وجود نظام نقدي للبنوك المركزية يصبح من مسؤولياته تشكيل وتنفيذ السياسة النقدية وسياسات سعر الصرف، وتكون مهام البنوك المركزية الوطنية السهر على تنفيذ هذه السياسات<sup>73</sup>.

\* ولد ديلور في باريس عام 1925، وأصبح رئيساً لمفوضية الاتحاد الأوروبي في عام 1975، كما أطلق عدة مبادرات لإحياء الوحدة الأوروبية، وفي عام 1975 قام بتأليف (الكتاب الأبيض) الذي رسم فيه إستراتيجية لإنشاء سوق أوروبية مشتركة بنهاية عام 1992، وفي عام 1989 وضع خطة من ثلاث مراحل للوحدة النقدية، كما قام بوضع استعدادات هامة قادت إلى إبرام اتفاقية (ماستريخت) في عام 1991.  
73 بسام الحجارة: مرجع سابق، ص ص 212-213.

## د- اتفاقية الوحدة الأوروبية "ماستريخت":

- عقدت الدول الأعضاء في الاتحاد الأوروبي مؤتمر قمة في فيفري 1992 في المدينة الهولندية ماستريخت لوضع التعديلات النهائية لمعاهدة روما لتوقيع الاتفاقية الجديدة للوحدة الأوروبية، وركزت على موضوعين هامين وهما البنك المركزي الأوروبي ووحدة النقد الأوروبية، وتم رسم ثلاث مراحل من أجل الوصول للوحدة المرجوة كالآتي:
- المرحلة الأولى تبدأ في جويلية 1990، وتهدف إلى تحرير حركة رأس المال والتنسيق بين السياسات النقدية والاقتصادية واشتراك جميع عملات الاتحاد الأوروبي في نظم التحويل الخاصة بالنظام النقدي الأوروبي؛
  - المرحلة الثانية تبدأ في جويلية 1994، وترتكز على إقامة نظام أوروبي للبنوك المركزية يضع قوانين معينة في التشريعات المحلية للدول الأعضاء، الأمر الذي يمهد للمرحلة التالية؛
  - المرحلة الثالثة التي تبدأ في جانفي 1999، حيث يصبح لنظام البنوك المركزية الأوروبية سلطة كافية لعقد التعاملات التجارية ووضع السياسة النقدية للاتحاد الأوروبي، وفي هذه الفترة يتم تجميد معدلات تحويل العملة الخاصة بالدول الأعضاء تمهيدا لتحويلها لعملة موحدة<sup>74</sup>.

## هـ - مرحلة الأورو:

- منذ أول جانفي 1999 أصبح الأورو\* العملة الرسمية لإحدى عشر دولة\*\* عضو في الاتحاد الأوروبي، بمعدل صرف ثابت بالنسبة للعملة المحلية لكل دولة، وابتداء من هذا التاريخ تنقلب قيمة الأورو مقابل الدولار والعملات الأخرى.

<sup>74</sup> مجدي محمود شهاب: مرجع سابق، ص 76.

\* الأورو EURO هو اسم العملة الأوروبية المشتركة لبلدان الاتحاد الأوروبي، وقد اعتمد حرف E بخرقه خطان متوازيان كشعار للأورو €، ويرمز هذان الخطان إلى الاستقرار، وقد استوحى هذا الرمز من الحرف الخامس من الأبجدية اللاتينية (إبسيلون EPSILON) والذي يرمز إلى الجزئيات اللامتناهية باعتباره المربع المهذ للحضارة الأوروبية وللحرف الأول من كلمة (EUROPE)، وقد وقع الاختيار على هذه التسمية في قمة قادة الاتحاد الأوروبي في مدريد أواخر عام 1995، بعد أن كان قد وضع حجر الأساس لهذه العملة في شهر جوان 1988 إثر تكليف لجنة من الخبراء بزعامة (جاك ديبلور) بإعداد خطة عمل من أجل إقامة اتحاد اقتصادي ونقدي بين بلدان المجموعة.

\*\* ألمانيا وفرنسا وإيطاليا وإسبانيا والبرتغال وهولندا وبلجيكا ولكسمبورغ وفنلندا وإيرلندا والنمسا.

و الدول الأوروبية التي اعتمدت الأورو كعملة موحدة تعتبر مستوفية لمعايير التلاقي الاقتصادي المذكورة ضمن اتفاقية ماستريخت لاعتماد الأورو، والدخول بالتالي في المرحلة الثالثة للوحدة الاقتصادية والنقدية، وكانت هناك أربعة دول هي أعضاء في الاتحاد الأوروبي لكنها لم تنضم إلى الاتحاد النقدي الأوروبي وهي الدانمارك واليونان وانكلترا والسويد.

ويمكن تلخيص هذه المعايير فيما يلي:

- عجز عام محصور بنسبة 3% من إجمالي الناتج المحلي؛
- دين شامل يتأرجح حول نسبة 60% من إجمالي الناتج المحلي؛
- معدل التضخم لا يفوق بأكثر من 1.5% متوسط معدلات الأداء الثلاثة الأفضل في الاتحاد؛
- معدلات فائدة على المدى الطويل لا تفوق بأكثر من 2% متوسط معدلات الأداء الثلاثة الأفضل في الدول الأوروبية؛
- مشاركة سنتين على الأقل في النظام النقدي الأوروبي.

وقد اعتمدت رزمة التحول إلى الأورو في مدريد عام 1995، وبعد ميثاق الاستقرار في دبلن عام 1996 تم تحديد معدلات التحول الثنائية كما هو مبين في الجدول رقم 04 استناداً إلى السعر المركزي للاتحاد النقدي الأوروبي<sup>75</sup>.

#### الجدول رقم 7: قيمة عملات الدول الأعضاء في الاتحاد النقدي الأوروبي مقابل الأورو

العملة	الأورو	العملة	الأورو
فرنك بلجيكي	40.3399	فرنك لوكسمبورغ	40.3399
مارك ألماني	1.95583	فلوران هولندي	2.20371
بيزيتا اسباني	166.386	شلن نمساوي	13.7603
فرنك فرنسي	6.55957	اسكودو برتغالي	200.482
ليرة إيرلندية	0.787564	مارك فنلندي	5.94573
لير إيطالي	1936.27	-	-

المصدر: بسام الحجار: مرجع سابق، ص 215.

<sup>75</sup> بسام الحجار: مرجع سابق، ص ص 214-215.

## الدرس الخامس: النظرية النقدية الكلاسيكية

إهتمت المدرسة الكلاسيكية بتحليل العوامل المحددة لقيمة النقود ومستوى الأسعار، فحاول البعض أن يوجز أسباب تقلب الأسعار في تغير عرض النقود، بينما نظر البعض إلى ذلك الجزء من النقود الذي يتداوله الأفراد بوصفه دخلا لهم، ولقد ظهرت نظريتان في تفسير قيمة النقود، هما النظرية الكمية للنقود ونظرية الدخل، وجهت الأولى إهتماما من ناحية عرض النقود، والثانية بالطلب على النقود سواء عند إكتسابها أو إنفاقها.

فالتحليل النقدي عند الكلاسيك يركز على التفريق بين الاقتصاد الحقيقي والظواهر النقدية المحضة التي لا تؤثر على الاقتصاد، فالزيادة في مخزون النقود تأثير أتوماتيكيا على الأسعار دون التأثير على الإنتاج والتبادل.

### 1- العلاقة ما بين النقود والأسعار قبل المدرسة الكلاسيكية:

تميز القرن السادس عشر بارتفاع واضح في الأسعار في معظم الدول الأوروبية، لذلك أسندت مهمة إجراء تحقيق حول هذا الارتفاع إلى غرفة الحسابات بباريس عام 1563 قام بها Malestroit الذي توصل إلى أن الارتفاع في الأسعار ليس إلا نتيجة انخفاض كمية المعدن التي تحتويها الوحدة النقدية.

إلا أن تفسيرات Malestroit لقيت الكثير من الإنتقادات من طرف جان بودان Bodin من عام 1530 إلى عام 1596، هذا الأخير قام بصياغة نواة النظرية الكمية للنقود التي بدأت من ملاحظة تاريخية، حيث أرجع ارتفاع الأسعار إلى نتيجة زيادة عرض كمية النقد المعدنية المتداولة (الذهب والفضة) الواردة من المستعمرات الإسبانية الحديثة الإكتشاف حينذاك . أدت إلى زيادة عرضها كنتيجة للطبيعة الإزدواجية للنقود المعدنية (سلع ونقود في نفس الوقت)، مما يجعلها تخضع لقواعد العرض والطلب التقليدية، وكذلك لقواعد الندرة وأثرها في تحديد القيمة. وأعتمد في برهانه على Plutarque و Pline اللذان تحدثا عن الارتفاع السريع في الأسعار نتيجة التدفقات الكبيرة للمعادن النفسية إلى روما بعد غزوها لمقدونيا. فوضعية أوروبا في القرن السادس عشر بتلقيها تدفقات كبيرة من الذهب والفضة من أمريكا مشابهة لوضعية روما في تلك الفترة.

وفي القرن السابع عشر طور William Petty في كتاباته الفكرة التي كانت منتشرة في تلك الفترة، والتي مفادها أن الزيادة في الكتلة النقدية لها تأثير تضخمي.

وفي عام 1752 قدم الإنجليزي دافيد هيوم David Hume عرضاً ميكانيكياً لتأثير تغير مخزون النقود على الأسعار، والذي يقترح من الصياغات الحديثة للنظرية الكمية، حيث بين أنه إذا اختفت 4/5 من النقود في بريطانيا فإن الأسعار ستخفض بنفس النسبة والعكس.

أما رجل الأعمال الإيرلندي Richard Cantillon عرض لأول مرة فكرة سرعة التداول، وبين أن ارتفاع الأسعار لا يكون بنفس نسبة الفائض في النقود التي تدخل إلى البلاد، كما أنه فسّر الميكانيزمات التي يؤثر من خلالها التغير في الكتلة النقدية على الأسعار، فالارتفاع في الأسعار يكون بصورة تدريجية، وهذا نظراً للزيادة في الطلب نتيجة النفقات المتتالية للأعوان الاقتصاديين الذين يتلقون النقود الإضافية<sup>76</sup>.

## 2- صياغة النظرية الكمية للنقود من طرف الكلاسيكيين:

يرجع ظهور النظرية النقدية الكلاسيكية إلى القرن الثامن عشر في إنجلترا، حيث كان يسيطر على النشاط الاقتصادي والحياة الاقتصادية قانون المنافذ لساى Jean.B.Say، وملخصه أن "كل عرض يخلق طلباً مستويًا له" فالإنتاج يخلق معه قوته الشرائية، باعتبار أن دخول عوامل الإنتاج ستعاد مرة أخرى لشراء الإنتاج، وتعبير نقدي "إن الإنتاج يخلق معه إنفاقاً مساوياً له". فالعرض الكلي مساوي دائماً إلى الطلب الكلي، وزيادة أحدهما وتفوقه على الآخر هي حالة مؤقتة سرعان ما تزول بحكم فعالية آلية السوق أو جهاز الأسعار، سيما وأن الاقتصاد يقوم على أساس المنافسة التامة أو الكاملة بين المشروعات، فالقوى التلقائية تدفع إلى تشغيل الموارد الإنتاجية بصورة تامة لتحقيق التوازن الإقتصادي في ظل مرونة كل من الأجور والأسعار<sup>77</sup>.

كما يعتبر Ricardo أهم من أخذ بالتحليل السابق واستخدمه في تفسير التضخم وارتفاع الأسعار التي سادت انقليترا في القرن التاسع عشر حين أخذت النقود الورقية تحل بدل النقود المعدنية، وخاصة أثناء الحروب النابليونية على أساس زيادة الإصدار النقدي في تلك الفترة. وانتهى إلى أن مضاعفة كمية النقود لن تؤدي إلا إلى مضاعفة الأسعار والعكس صحيح. فهو يعتبر أن القيمة التبادلية للمنتجات متناسبة مع العمل اللازم لإنتاجها، وإذا كانت الأسعار النسبية معرفة بكمية هذا العمل، فإن الأسعار المطلقة دالة لكمية النقود. أي أن زيادة كمية النقود ليس لها تأثير على الإنتاج والتجارة، لكنها تؤثر على المستوى العام للأسعار.

<sup>76</sup> محمد بن بوزيان، بن عمر عبد الحق: العلاقات السببية وعلاقات التكامل المتزامن بين النقود والأسعار في الجزائر وتونس، مجلة أبحاث اقتصادية وإدارية، العدد 1، جوان 2007، جامعة بسكرة، ص 28-29.

<sup>77</sup> ناظم محمد نوري الشمري: النقود والمصارف والنظرية النقدية، دار زهران، عمان، ص 13.

أما Mill فقد اعتمد على أفكار Cantillon، حيث أنه يرفض فكرة أن الفائض في النقود يؤدي إلى ارتفاع فوري وتناسبي للأسعار، فالتأثير التضخمي لا يمكن أن يظهر إلا عند استعمال هذه النقود الإضافية.

مع Mill و Ricardo و Say، وضع الاقتصاد الكلاسيكي علاقة ميكانيكية بين كمية النقود ومستوى الأسعار<sup>78</sup>. وفي عام 1886 حاول سيمون نيوكومب صياغة النظرية الكمية في صورة رياضية، ولكن الصيغة الأساسية والنهائية لهذه النظرية تكاملت على أيدي فيشر ومعادلته المشهورة عن التبادل عام 1917، ثم تلتها صياغة أخرى تبنتها مدرسة كمبرج من قبل (ألفرد مارشال) بمعادلته المعرفة بمعادلة الأرصد النقدية ومن بعده الاقتصادي (بيجو)<sup>79</sup>.

### 3- النظرية الكمية للنقود عند الكلاسيكيون الجدد: أرفينج فيشر Irving Fisher:

أرفينج فيشر في نظريته للطلب على النقود لغرض المبادلات يؤكد على وظيفة النقود كوسيلة للمبادلة، وتقوم نظريته على مطابقة حسابية أساسها أن أي مبادلة ما بين البائع والمشتري تتطلب إستبدال النقود بالسلع أو الخدمات أو الأوراق المالية، ويترتب على ذلك حقيقة مفادها أن قيمة النقود يجب أن تساوي قيمة السلع والخدمات أو الأوراق المالية التي تم تبادلها بالنقود. ففي أي لحظة من الزمن يجب أن تتساوى قيمة السلع والخدمات والأوراق المالية مع عدد المعاملات خلال تلك اللحظة T مضروباً في معدل سعر المعاملات P. وعلى ذلك فإن قيمة P.T (الطرف السلعي) ستكون متساوية إلى قيمة التدفق النقدي الذي يتمثل في كمية النقود M مضروباً في سرعة تداول النقود V (الطرف النقدي). ويتم التعبير عن هذه المطابقة بالتالي:

$$(1) M.V=P.T$$

M : عرض النقود وهو عامل خارجي يتحدد مقداره بواسطة البنك المركزي.

P : المستوى العام للأسعار.

T : حجم المعاملات وهي دالة في مستوى الدخل.

V: سرعة تداول النقود وهي ثابتة ومستقلة عن باقي المتغيرات الأخرى T، P، M لأنها تعتمد على عوامل فنية<sup>80</sup>.

وقامت هذه النظرية على عدة فرضيات من أهمها:

- ثبات حجم الإنتاج السلعي في المدى القصير عند مستوى التشغيل الكامل.

<sup>78</sup> محمد بن بوزيان، بن عمر عبد الحق: مرجع سابق، ص 29.

<sup>79</sup> ناظم محمد نوري الشمري: مرجع سابق، ص 14.

<sup>80</sup> ضياء مجيد: الإقتصاد النقدي: المؤسسات النقدية، البنوك التجارية، البنوك المركزية، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية، ص ص 81-82.

- إفتراض أن سرعة تداول النقود خاصة في الفترة القصيرة ثابتة، حيث ترتبط بطبائع الأفراد في حفظهم للنقود، وبما أنها لا تتغير إلا ببطء، فإن الكلاسيك يعتبرون الآتي:

$$\frac{1}{V} = K \text{ ثابت.}$$

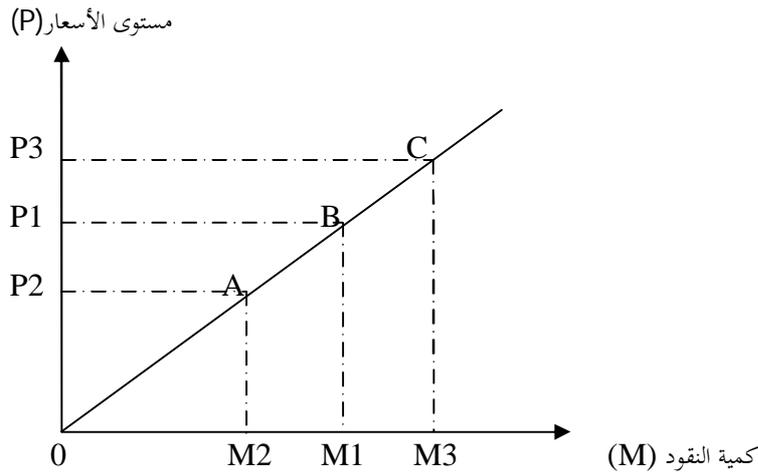
- النظر إلى المستوى العام للأسعار كمتغير تابع، وهناك علاقة طردية بين الإصدار النقدي ومستوى الأسعار، وبهذا يفسر الكلاسيك الارتفاع في المستوى العام للأسعار (التضخم).

وبشكل عام فإن أي شخص يحتفظ بالنقود فإنه يرفع من قدرته الشرائية التي تترجم فيما بعد في زيادة مصاريفه للحصول على السلع الاستهلاكية أو شراء أوراق مالية التي تمكن المؤسسة التي أصدرتها من استخدامات واسعة، وعليه النظرية الكلاسيكية تعتبر الدخل وسرعة تداول النقود مقادير ثابتة، وأن أي زيادة في الكتلة النقدية المتداولة لا يمكن إلا أن ترفع المستوى العام للأسعار، والتي تعتبر الوسيلة الوحيدة التي تعيد التوازن إلى السوق النقدي<sup>81</sup>. وعلى ذلك يمكن تحويل المطابقة (1) إلى نظرية لتحديد مستوى السعر كالاتي:

$$(2) \quad P = \frac{M.V}{T}$$

يتضح من المعادلة (2) أن مستوى السعر يعتمد على كمية النقود، وأن التغير في السعر يكون بنفس نسبة التغير في كمية النقود، أي أن السعر يتضاعف إذا تضاعفت كمية النقود، مع ثبات كل من  $V$  و  $T$ . ويمكن التعبير عن نظرية كمية النقود بيانيا، كما في الشكل التالي:

### الشكل رقم 3: النظرية الكمية للنقود



المصدر: ضياء مجيد، مرجع سابق، ص 82.

<sup>81</sup> محمد العربي ساكر: محاضرات في الإقتصاد الكلي، دار الفجر للنشر والتوزيع، القاهرة، 2006، ص ص 9-10.

ويشير الشكل إلى ارتفاع مستوى السعر من  $P1$  إلى  $P3$  عند زيادة كمية النقود من  $M1$  إلى  $M3$ ، وانخفاض السعر من  $P1$  إلى  $P2$  عند انخفاض كمية النقود من  $M1$  إلى  $M2$ ، أي أن زيادة كمية النقود بنسبة  $\frac{M3-M1}{M1}$  يساوي إرتفاع مستوى السعر بنسبة  $\frac{P3-P1}{P1}$ ، كما أن انخفاض كمية النقود بنسبة  $\frac{M1-M2}{M1}$  يساوي انخفاض مستوى السعر بنسبة  $\frac{P1-P2}{P1}$ .

ولتحقيق التوازن في سوق النقود لا بد من أن يتساوى الطلب على النقود مع عرض النقود أي:

$$(3) \quad M^S = M^d = M$$

وبهذا يصبح بالإمكان استخدام المعادلة (2) لمعرفة الكمية الحقيقية من النقود المطلوبة، أي:

$$(4) \quad m^d = \frac{M^d}{P} = \frac{1}{V} T$$

يتضح من المعادلة أن الكمية الحقيقية المطلوبة من النقود تتناسب عكسيا مع  $V$  وطرديا مع  $T$ ، طالما يفترض ثبات كل من  $T, V$  في الأمد القصير، لذلك فإن  $m^d$  يبقى عند مستوى الثبات. فإذا حدث خلل في توازن سوق النقود بسبب الزيادة في عرض النقود الإسمية، عندئذ يصبح  $m^d < m^s$  ومن ثم يرتفع مستوى السعر، في حين تأخذ الكمية الحقيقية المطلوبة من النقود بالإنخفاض حتى تتحقق المساواة بين  $m^d = m^s$ . وبالعكس، إذا كان  $m^s < m^d$ ، عندئذ سترداد الكمية الحقيقية المطلوبة من النقود، ويأخذ مستوى السعر بالإنخفاض حتى يعود التوازن في سوق النقود. فطالما يفترض ثبات كل من  $T, V$  فإن الكمية الحقيقية المطلوبة من النقود ستبقى ثابتة أيضا، وسيتغير مستوى التوازن عند حصول زيادة أو نقصان في عرض النقود الإسمية.

#### 4- صيغة سرعة دوران الدخل:

تعاني صيغة المعاملات عند فيشر من مشكلتين أساسيتين عند التطبيق، تتعلق الأولى بحجم المعاملات  $T$  وتتضمن جميع المعاملات المتولدة في فترات سابقة، ونظرا لكبر حجم هذه المبادلات والتحويلات في ملكية الأصول الرأسمالية، جعل من الصعب إفتراض ثبات  $T$  حتى في حالة توفر مستوى الاستخدام الكامل. وتعلق المشكلة الثانية بمستوى الأسعار  $P$  والتي تمثل متوسط كمية النقود التي يتم تبادلها عند كل معاملة، ومن الملاحظ أن  $P$  لا تعبر على المستوى العام للأسعار.

ونتيجة للتطور الحاصل في إحتساب الدخل القومي فقد خلقت الضرورة إلى إيجاد حل لهاتين المشكلتين، فبدلا من التركيز على حجم المعاملات أخذ الاقتصاديون على التركيز على حجم الإنتاج الجاري، أي المشتريات

النهائية التي يتضمنها الإنفاق الحكومي بدلا من النظر إلى كافة المعاملات، وبذلك حل الدخل القومي  $Y$  محل المعاملات، كما أخذ بالمستوى العام للأسعار  $P$  بدلا من معدل سعر المعاملات، وهكذا عدلت صيغة فيشر للمبادلات لتأخذ الشكل التالي:

$$(5) \quad M.V=P.Y$$

$V$  أصبحت تعبر عن سرعة دوران الدخل، أي سرعة تداول الوحدة النقدية كجزء من الدخل، وليس سرعة تداول النقود لأداء المعاملات، أي عدد مرات تداول الرصيد النقدي سنويا لشراء الناتج السنوي من السلع والخدمات.

وحتى يتحقق التوازن في سوق النقود لا بد من أن تتساوى الكمية المعروضة من النقود مع الكمية المطلوبة منها، وعلى ذلك يمكن التعبير عن الطلب على النقود بالشكل التالي:

$$(6) \quad M^d = \frac{1}{V} . PY$$

وبقسمة طرفي المعادلة على  $P$  نحصل على:

$$(7) \quad m^d = \frac{1}{V} . Y$$

وهي معادلة فيشر لطلب الدخل على النقود الحقيقية<sup>82</sup>.

##### 5- معادلة الأرصدة النقدية: معادلة كامبردج:

إن الصورة الثانية التي عبرت فيها النظرية النقدية الكلاسيكية عن نفسها هي معادلة الأرصدة النقدية التي صاغها الاقتصادي (الفرد مارشال Alfred Marshall) أستاذ الاقتصاد السياسي من جامعة كامبردج، ثم استكمل جهوده من بعده خليفته في الجامعة نفسها الاقتصادي (بيجو Pigou)، لهذا سميت هذه المعادلة بـ (معادلة كامبردج)<sup>83</sup>.

تختلف صيغة كامبردج عن صيغة فيشر في أن الأولى تركز على أهمية النقود كمستودع للقيمة بدلا من تركيزها على النقود كوسيلة مبادلة، إذ تؤدي النقود كمستودع للقيمة إلى تعطيل مؤقت في القوة الشرائية العامة عند الأفراد خلال الفترة الواقعة ما بين بيع السلع والخدمات وشرائها. وبهذا يركز تحليل مدرسة كامبردج على العوامل التي تحدد طلب الأفراد على النقود للاحتفاظ بها على شكل أرصدة نقدية عاطلة من بينها سعر الفائدة، مقدار

<sup>82</sup> ضياء مجيد، مرجع سابق، ص ص 82 - 86.

<sup>83</sup> ناضم محمد نوري الشمري: مرجع سابق، ص 250.

ثروة الفرد، وسائل تسهيلات الشراء، التوقعات في المستقبل حول أسعار الفائدة وأسعار السلع، إن من شأن هذه العوامل التأثير على قرارات الأفراد في الإحتفاظ بال نقد على شكل عاطل، إلا أنهم يعتقدون أن التغيرات في هذه العوامل تكاد تكون ثابتة في الأمد القصير، أو أنها تكون بنفس نسبة التغير في دخول الأفراد وعلى ذلك يمكن التعبير على الطلب الكلي للأرصدة النقدية الحاضرة بالشكل التالي:

$$(8) \quad M^d = K \cdot Y$$

Y: الدخل النقدي.

K: معامل التناسب ( $K = \frac{1}{V}$ ).

أما ييجو فيرى أن الأفراد يحتفظون بجزء من مواردهم الحقيقية في صورة نقد سائل، وهي تمثل القوة الشرائية لتسوية المعاملات وإجراء المدفوعات والاحتياطي، وللتوضيح نعود إلى المعادلة رقم (8) أي:

$$M^d = K \cdot Y \quad \text{ولدينا أيضا} \quad Y = Y/P$$

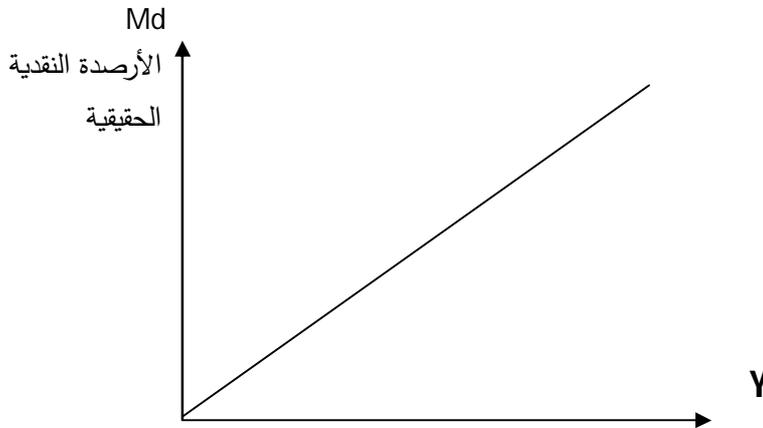
ومنه يصبح بالإمكان إعادة كتابة المعادلة (13)  $M = K \cdot P \cdot Y$

وبقسمة طرفي المعادلة (13) على p نحصل على:

$$(14) \quad M/P = M = KY$$

ويطلق على هذه المعادلة بنظرية ييجو للأرصدة النقدية الحقيقية، ويوضح الشكل البياني معادلة كامبردج للأرصدة النقدية، بحيث أنه كلما زاد الدخل القومي الحقيقي ازداد الطلب على الكمية النقدية الحقيقية بنفس النسبة.

#### الشكل رقم 4: الأرصدة النقدية الحقيقية

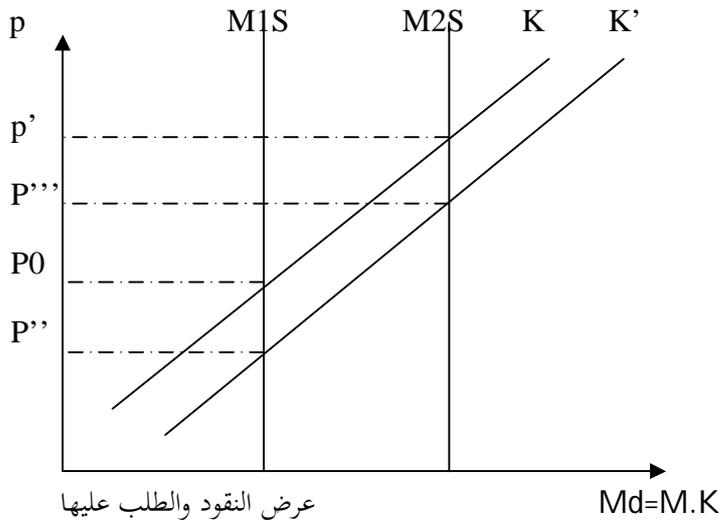


المصدر: ضياء مجيد، مرجع سابق، ص 87.

عند إرتفاع قيمة  $K$  مع ثبات كل من مستوى الدخل الحقيقي وكمية النقود، ففي هذه الحالة سينخفض المستوى العام للأسعار. أما إذا انخفض  $K$  مع ثبات كل من الدخل الحقيقي وكمية النقود، ففي هذه الحالة سيرتفع المستوى العام للأسعار.

أما العلاقة ما بين  $M$  و  $P$  فإنها علاقة طردية، فالزيادة في  $M$  مع ثبات  $Y$  و  $K$ ، ستؤدي إلى زيادة المستوى العام للأسعار، ويحدث العكس عند انخفاض  $M$  مع ثبات  $Y$  و  $K$ ، فسينخفض المستوى العام للأسعار. أما إذا كانت نسبة الزيادة في كمية النقود أكبر من الزيادة في نسبة الأرصدة النقدية التي يرغب الأفراد الإحتفاظ بها، ففي هذه الحالة يرتفع المستوى العام للأسعار، والعكس بالعكس، مع ثبات  $Y$ . أما إذا تساوت نسبة التغير في كل من  $M$ ،  $K$  ففي هذه الحالة ستحافظ الأسعار على مستواها السابق. ويمكن توضيح تحليل مارشال للأرصدة النقدية الحاضرة بياناً كما في الشكل التالي:

#### الشكل رقم 5: الأرصدة النقدية الحاضرة



المصدر: ضياء مجيد، مرجع سابق، ص 88.

تشير الحالة الأولى إلى ثبات  $M$  متمثلاً في الخط العمودي  $M1^S$ ، مع زيادة  $K$  متمثلاً في انتقال منحنى الطلب على الأرصدة النقدية الحاضرة إلى  $K'$ ، وبالتالي انخفاض المستوى العام للأسعار من  $OP_0$  إلى  $OP''$ . وتشير الحالة الثانية إلى ثبات  $K$  مع زيادة  $M$  متمثلاً في انتقال منحنى عرض النقود إلى  $M2^S$ ، وبالتالي ارتفاع المستوى العام للأسعار من  $OP_0$  إلى  $OP'$ . وتشير الحالة الثالثة إلى تغير كل من  $K$  و  $M$ ، وانتقال المنحنيين إلى  $M2^S$  و  $K'$ ، وبالتالي ارتفاع المستوى العام للأسعار من  $OP_0$  إلى  $OP'''$ ، أي نسبة الزيادة في  $M$  أكبر من نسبة الزيادة في  $K$ .

## 6- توازن سوق النقود:

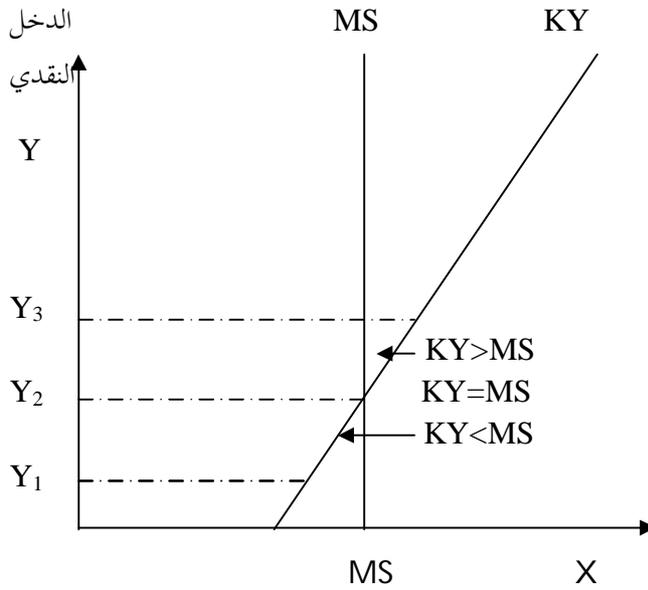
يتحدد التوازن في سوق النقود عند تساوي عرض النقود  $M^S$  مع الطلب عليها  $M^d$ ، حيث أن النقود المعروضة للتداول تتكون من نقود قانونية ونقود الودائع حيث يتولى البنك المركزي إصدارها، أي أن:

$$M^d = M^S$$

ففي الشكل يشير الخط العمودي  $M^S$  إلى عرض النقود، أي أنه عامل خارجي يتحدد من قبل السلطات النقدية، وإن الدخل النقدي التوازني يتحدد عند مستوى دخل  $Y_2$ ، وعنده يتساوى الطلب على الأرصدة النقدية الحاضرة  $KY_2$  مع العرض الكلي للنقد  $M^S$ ، ولا يتحقق هذا التوازن عند مستويات الدخل الأخرى.

ويشير الشكل إلى العلاقة بين الدخل النقدي والطلب على الأرصدة النقدية الحاضرة

## الشكل رقم 6: العلاقة بين الدخل النقدي والطلب على الأرصدة النقدية الحاضرة



عرض النقود  $MS$   
الطلب على النقود  $KY$

المصدر: ضياء مجيد، مرجع سابق، ص 91.

فعند مستوى دخل  $Y_1$  وهو أقل من  $Y_2$ ، يكون الطلب أقل من العرض، أي  $M^S > KY_1$ ، وفي هذه الحالة سيضطر المجتمع إلى التخلص من الزيادة الموجودة لديه من الأرصدة النقدية، فيزداد الإنفاق الكلي ويرتفع مستوى الدخل النقدي، وتفسير ذلك هو أن الدخل النقدي الكلي عبارة عن السعر مضروباً في حجم الدخل الحقيقي. وطالما يفترض ثبات الدخل الحقيقي عند مستوى الاستخدام التام، لذلك فإن زيادة إنفاق الجمهور للتخلص من فائض السيولة سيؤدي إلى إرتفاع المستوى العام للأسعار بنفس الزيادة في الإنفاق النقدي. وعلى ذلك، سيأخذ الدخل النقدي بالإرتفاع المستمر حتى يعود إلى مستوى الدخل التوازني عند النقطة  $Y_2$  حيث الطلب على النقود الحاضرة يساوي عرض النقود، أي  $M^S = KY_2$ .

ويحصل العكس عندما يكون مستوى الدخل النقدي أكبر من مستوى الدخل التوازني، فعند مستوى الدخل  $Y_3$  يكون الطلب على الأرصدة النقدية الحاضرة أكبر من العرض الكلي للنقود ( $KY_3 > M^S$ )، وفي هذه الحالة سيحاول المجتمع تحقيق التوازن بين العرض والطلب على الأرصدة النقدية الحاضرة، عن طريق تخفيض إنفاقهم النقدي، متسببين بذلك في إنخفاض الدخل النقدي الكلي. ونظرا لثبات مستوى الدخل الحقيقي، فإن الانخفاض في مستوى الدخل النقدي سيتمثل في انخفاض مستوى الأسعار، وسيستمر انخفاض مستوى الدخل النقدي حتى يعود إلى مستوى التوازن عند النقطة  $Y_2$ ، حيث  $M^S = K \cdot Y$ .<sup>84</sup>

<sup>84</sup> ضياء مجيد، مرجع سابق، ص ص 86-92.

## الدرس السادس: النظرية الكينزية للنقود:

## 1- أهم فرضيات النظرية الكينزية:

- يعتبر كينز أول اقتصادي قام بتقديم انتقادات لاذعة للنظرية الكلاسيكية سواء من ناحية الافتراضات التي تقوم عليها أو من ناحية تحليلها لبعض الظواهر وأهم هذه الانتقادات هي كالآتي:
- من الخطأ الاعتقاد بوجود حالة التشغيل الكامل، فكينز يرى بأن التشغيل الناقص هو الحالة الأكثر شيوعا وواقعية، ولهذا نلاحظ وجود بطالة إجبارية ناتجة عن نقص فرص العمل. وإن فكرة عدم وجود فائض في الإنتاج غير صحيحة والدليل على ذلك أزمة (1929-1933)، ومنه فإن الإنتاج لا يكون ثابتا كما جاء به الكلاسيك.
  - عدم قابلية الأجور للانخفاض بصورة مستمرة، لأن هناك حد أدنى للأجور تحدده الحكومات مع النقابات ورجال الأعمال SMIG.
  - يرى كينز بأن العامل الأكثر تأثيرا على التوازن هو الدخل وليس المستوى العام للأسعار، باعتبار أن الدخل هو الذي يؤثر على السعر باعتباره أداة للنمو الاقتصادي.
  - يعتبر كينز بأن العرض ليس هو الأساس بل الطلب، والذي يمكن أن يكون غير كافيا لامتصاص كل الإنتاج، ولهذا يرى زيادة النفقات الحكومية أي زيادة تدخل الدولة في النشاط الاقتصادي وبشكل فعال، بغرض إرجاع الاقتصاد إلى حالة التوازن، لأن زيادة النفقات الحكومية تؤدي إلى علاج نسبي للبطالة، بتشغيل جزء من العاطلين وبالتالي توزيع دخول إضافية، مما يؤدي إلى زيادة الطلب الكلي، وبالتالي التخفيض من البطالة.
  - زيادة الطلب الكلي أو نقصانه له تأثير أكبر على الإنتاج من تأثير التغير في الأسعار على الإنتاج، أي لا يمكن زيادة الإنتاج إلا في ظل زيادة الطلب.
  - إن فكرة المنافسة الكاملة ما هي إلا نموذج نظري فقط لا وجود له في الواقع، حيث لا يمكن عرض سلع متجانسة يكون فيها السعر ثابتا دائما.
  - إن حجم الإنتاج يعتمد على عدة عوامل وليس على عنصر العمل فقط، بل يعتمد أيضا على السياسة المالية والنقدية... الخ التي تسلكها الحكومات وعوامل أخرى.
  - يرفض كينز حيادية النقود، ويعتبر أن لها دور أساسي في الحياة الاقتصادية ومؤثرة على المتغيرات الاقتصادية الحقيقية، وهذا يعني أن زيادة عرض النقود يؤثر على الدخل، التشغيل والاستثمار، بحيث أنه بزيادته سيؤدي إلى نقصان معدل الفائدة ومنه يرتفع الاستثمار، فزيادة الإنتاج، مما يؤدي إلى تخفيض معدل البطالة.

- يرفض كينز فكرة عرض النقود يؤثر على المستوى العام للأسعار فقط، ويرى أن المستوى العام للأسعار يَأثر على حجم الكتلة النقدية المعروضة أيضا، حيث أن الزيادة في الأسعار ستؤدي إلى تخفيض النقود ومنه ضرورة زيادة عرض النقود<sup>85</sup>.

- يرى كينز أن الطلب الكلي الفعال يتكون من الطلب الاستثماري والاستهلاكي، يزداد مع زيادة مستوى التشغيل وينخفض مع انخفاضه، ويبحث تحليل كينز عن أثر النقود على المجمعات الكلية، كأثر تغير عرض النقد، أي أثر السياسة النقدية على المتغيرات الاقتصادية. فتبين أنه عند زيادة عرض النقود من طرف السلطات النقدية تنخفض أسعار الفائدة، فيؤثر على الاستثمار نحو الزيادة، مما يؤثر على الطلب الكلي الفعال، فيؤدي إلى نقل الدخل التوازني إلى قيمة أعلى وذلك بسبب المضاعف (والعكس في حالة انخفاض عرض النقود).

ويمكن تلخيص النظرة الحديثة في الطلب الفعال على أنها النقطة التي يتحقق عندها التوازن النقدي، والتي يتعادل عندها الادخار مع الاستثمار (تعادل معدل الفائدة النقدي مع معدل الكفاية الحدية للاستثمار)، وتحدث من خلال التغيرات في الدخل من تأثير مضاعف الاستثمار، حيث لا يوجد عندها أي دافع لدى رجال الأعمال لزيادة خططهم الاستثمارية. كما أنه عند استقرار الطلب الفعال في مستوى أقل من التشغيل الكامل، يتم زيادة الاستثمار لزيادة الطلب الكلي، والذي يتم من خلال تخفيض معدل الفائدة النقدي، فيزداد الاستثمار الخاص نتيجة زيادة توقعات الأرباح.

وبالتالي يصبح الدور الرئيسي للسياسة النقدية هو التأثير على الطلب الفعال من خلال آلية معدل الفائدة، وتبرز فعاليتها من خلال كل من منحى تفضيل السيولة ومنحى الكفاية لرأس المال. فمرونة منحى تفضيل السيولة بالنسبة لمعدل الفائدة حساس للتغير في عرض النقود. فتكون السياسة النقدية فعالة في حالة إذا كان التغير في معدل الفائدة أكبر من التغير في عرض النقد، والعكس تكون غير فعالة إذا كان التغير في معدل الفائدة أقل من التغير في عرض النقد، أما بالنسبة للكفاية الحدية لرأس المال فتكون السياسة النقدية فعالة كلما كانت حساسية الاستثمار بالنسبة إلى سعر الفائدة ذات مرونة أكبر، بمعنى أن أي تغير في معدل الفائدة بنسبة معينة يؤدي إلى زيادة في الاستثمار، وتكون السياسة النقدية غير فعالة في الحالة العكسية.

وعليه فإن شرط التوازن في السوق النقدي هو التعادل بين التفضيل النقدي وكمية النقود المتداولة، وشرط التوازن في الأسواق السلعية هو التعادل بين الادخار والاستثمار، وعلى ذلك فإن المستوى التوازني للدخل النقدي يتحدد عندما يتوافر شرطان هما:

<sup>85</sup> بريش السعيد: الاقتصاد الكلي، دار العلوم، عناية، 2007، ص ص 97-99.

- التعادل بين التفضيل النقدي و كمية النقود المتداولة؛
- للتعادل بين الادخار و الاستثمار.

ونظرا لكون تصحيح الاختلال في السوق النقدي يحدث بسرعة، فإن التعادل بين التفضيل النقدي و كمية النقود المتداولة يمثل شرط التوازن في الأجل القصير. ولأن تصحيح الاختلال في الأسواق السلعية يتطلب وقتا حتى يتم مضاعف الاستثمار مفعوله، فإن التعادل بين الادخار و الاستثمار يمثل شرط التوازن في الأجل الطويل.

## 2- دوافع الطلب على النقود عند كينز:

يرى كينز وجود ثلاثة دوافع للطلب على النقود، كالاتي:

**- دافع المعاملات والمبادلات:** يقوم الأفراد بإجراء مجموعة من المشتريات لإشباع حاجياتهم، ويقومون بتسويتها عن طريق النقود، ولذلك تظهر الحاجة إليها، ويشير كينز إلى أن هذا الطلب على النقود يتم من أجل تغطية الفترة الزمنية بين لحظة استلام الدخل ولحظة إنفاقه، كما يتوقف على مبلغ الدخل وطول فترة الدفع، حيث كلما ارتفع الدخل (أو طالت فترة الدفع) كلما زاد الطلب على النقود لغرض المعاملات.

**- دافع الاحتياط:** تعترض الأفراد حالات طارئة تتطلب القيام بنفقات لمجابهتها، وهي تأخذ طابعا احتماليا، ولذلك يقوم هؤلاء بطلب النقود من أجل مواجهتها. فالحرص على تلافي الاحتمالات التي تستدعي نفقات غير منتظرة، والأمل باغتنام فرص غير متوقعة لإجراء مشتريات ملائمة، والرغبة في المحافظة على ثروة نقدية ثابتة لمجابهة التزام مقبل مشترط بالعملة، كل هذه الأمور تشكل دوافع جديدة للإبقاء على نقود سائلة.

**- دافع المضاربة:** ترتبط المضاربة برغبة الأعدان الاقتصاديين في الاستفادة من معرفتهم للمستقبل أفضل من السوق، ويتوقف طلبهم للنقود من أجل المضاربة على رهاناتهم حول معدلات الفائدة في المستقبل التي يطبعها عدم اليقين. إن الأعدان الاقتصاديين يمكنهم الاحتفاظ بالنقود كأصل كامل للسيولة، كما يمكنهم أن يقوموا بتوظيفها في شراء الأصول المالية. إن المراجعة ما بين احتفاظهم بنقود سائلة أو شرائهم لأصول مالية يتوقف على مستوى معدل الفائدة السائد وعلى توقعاتهم حول تطورات المنتظرة في المستقبل طالما أن أسعار الأصول المالية تتحدد على أساس معدل الفائدة. إن المضاربين يقدمون على شراء الأصول المالية إذا رأوا أن أسعارها الآن منخفضة ويعتقدون بأنها سوف تنجح نحو الارتفاع، ويقومون ببيع هذه الأصول إذا اعتقدوا بأن أسعارها مرتفعة وسوف تبدأ اتجاهها التنازلي<sup>86</sup>.

<sup>86</sup> الطاهر لطرش: الاقتصاد النقدي والبنكي، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2013، ص ص 76-78.

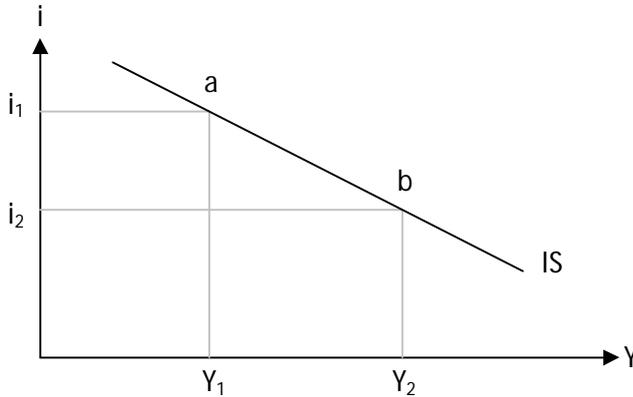
**3- اشتقاق منحنى LM-IS والتوازن الكلي:**

وذلك بغرض الربط ما بين الجزء النقدي والحقيقي في الاقتصاد، وبحث كيف يمكن أن يتحقق التوازن الكافي للسوقين معاً، وتحليل التوازن في السوقين.

**أ- اشتقاق منحنى IS (التوازن في سوق الإنتاج):**

يوضح هذا المنحنى مختلف مستويات الدخل وسعر الفائدة التي يتحقق في ظلها التوازن في سوق الإنتاج، وهذا بتعادل  $I$  و  $S$  (الادخار والاستثمار) المخططين بافتراض اقتصاد مغلق. ويبين منحنى  $IS$  مجموعة من التوافيق من سعر الفائدة والدخل، تحقق توازناً قصير الأجل في القطاع الحقيقي، وأي نقطة على  $IS$  تعكس التوازن في سوق الإنتاج، وهناك علاقة عكسية بين الدخل ( $Y$ ) ومعدل الفائدة ( $i$ ).

انتقال  $IS$  إلى اليمين في حالة تطبيق سياسة مالية توسعية، وانتقاله إلى اليسار في حالة سياسة مالية انكماشية.

**الشكل رقم 7: التوازن في سوق الإنتاج عند كينز IS**

المصدر: من إعداد المؤلف.

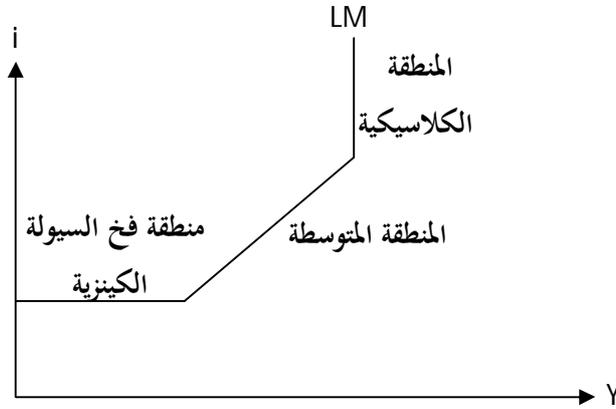
**ب- اشتقاق منحنى LM (التوازن في سوق النقد):**

يظهر منحنى  $LM$  نقاط تساوي العرض النقدي  $M$  مع الطلب عليه  $L$ . وبالنسبة لعرض النقود فهو معطى يتحدد خارج النموذج بقرار البنك المركزي، ولذلك فالتوازن يتحقق من خلال تكيف الطلب على النقود مع المعروض منها. ويتحدد الطلب على النقود حسب دوافع الطلب عليه. وبين منحنى  $LM$  العلاقة بين  $i$  (معدل الفائدة) ومستوى الدخل ( $Y$ ) تبعا لتغيرات كمية النقود  $M$ ، وبين أن هناك علاقة طردية بين  $i$  و  $Y$ .

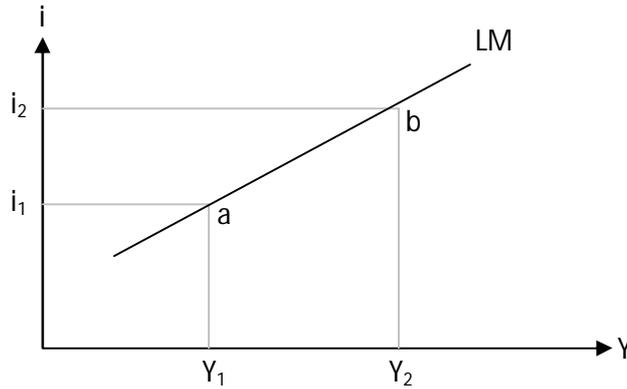
ويبين الشكل الموالي اشتقاق منحنى (LM) في النقطة الوسطى، ولكن يمكن أن نميز بين ثلاث مناطق لدالة تفضيل السيولة كالاتي:

- المنطقة الكلاسيكية التي تنطبق فيها دالة تفضيل السيولة على المحور الرأس سعر الفائدة دلالة على عدم وجود طلب على النقود. ويكون منحنى (LM) رأسيا عند مستوى الدخل الذي يتطلب كمية عرض النقد بكامله لأغراض المعاملات، ومنطقة فح السيولة الكينزية التي تكون فيها دالة تفضيل السيولة أفقية، أي أن الطلب على النقود بدافع المضاربة يصبح لا نهائي المرونة عند المستويات الدنيا لسعر الفائدة، وبالتالي يكون الشكل كما يلي:

### الشكل رقم 8: التوازن في سوق النقد عند كينز LM



وبالتالي فإن أثر السياسة النقدية سينعكس حسب وضع المنحنى LM



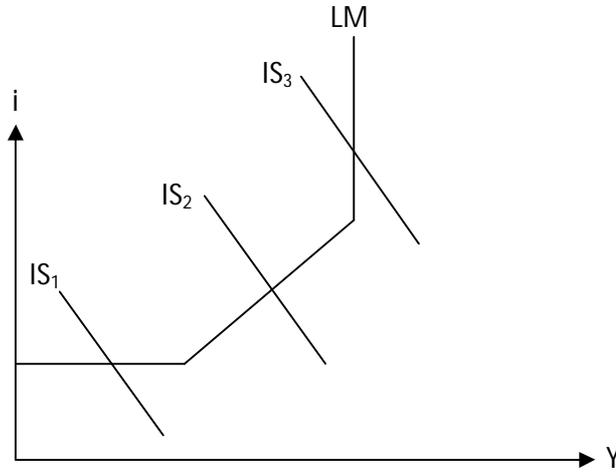
المصدر: من إعداد المؤلف.

كما أن كمية النقد M تخضع للسياسة النقدية المتبعة سواء كانت تقليدية أو توسعية، وهي موضوع السياسة النقدية، حيث يرتبط LM مع العرض النقدي بعلاقة طردية، وأي نقطة على يمين LM تبين عرضا نقديا زائدا، وأي نقطة على يساره تبين طلبا زائدا في السوق النقدي.

## ج- التوازن الكلي:

عند تجميع الأجزاء السابقة مع بعضها يمكن أن نشكل نموذجاً للتوازن العام يسمح بتحديد مدى فاعلية السياسة المالية والنقدية، وهو ما يطلق عليه تحليل "هيكس-هانسون" أو النظرية الكينزية الجديدة، وهي تحاول تحديد مستوى  $Y$  و  $i$  في آن واحد عن طريق ربطهما بالاستثمار ( $I$ ) والادخار ( $S$ ) والطلب النقدي وعرض النقد، وبتجميعهما في شكل واحد يتحدد  $Y$  و  $i$  تحديداً أياً، ويتضح من الشكل أن هناك 3 احتمالات لهذا التوازن، تتحدد تبعاً لوضع منحنى ( $LM$ ).

## الشكل رقم 9: التوازن الكلي سوق الإنتاج وسوق النقد IS-LM



المصدر: من إعداد المؤلف.

وإذا تحقق التوازن في أي نقطة وكانت هناك حاجة لزيادة حجم الدخل لوجود فجوة انكماشية مثلاً، فيمكن تحقيق ذلك بصفة عامة بإتباع السياسات الاقتصادية والمالية و/أو النقدية التوسعية، مما يؤثر على كل من منحنى  $IS$  و  $LM$  وهنا نجد أن فعالية كل سياسة تختلف من منطقة لأخرى، وقد تكون إحداها عديمة الفعالية.

فبالنسبة للسياسة المالية تكون فعالة في المنطقة الكينزية، وتكون غير فعالة في المنطقة الكلاسيكية، أما بالنسبة للسياسة النقدية، فتكون فعالة في المنطقة الكلاسيكية، وتكون غير فعالة في المنطقة الكينزية.

## الدرس السابع: نظرية التيار الليبرالي لمدرسة النقديين أو مدرسة شيكاغو:

## 1- مراحل تطور الفكر النقدي:

لقد بقيت نظريات كينز مهيمنة وصالحة حتى الستينات من القرن الماضي، عندما بدأت النظريات النقدية تنافسها، والتي كان من أشهر واضعيها والمروجين لها الاقتصادي الأمريكي ميلتون فريدمان من جامعة شيكاغو، ولقد حظيت بدفع قوي تمثل بما عرف بالركود التضخمي، وهي ظاهرة جديدة لم يعرفها العالم الصناعي من قبل، وتمثل بتلازم الركود الاقتصادي مع التضخم<sup>87</sup>، ففي الأزمات السالفة من الناحية النظرية التاريخية كان ظهور إحداها يؤدي إلى تراجع الأخرى، حيث أثناء انخفاض الأسعار ترتفع البطالة بسبب التخلي عن جزء من الجهاز الإنتاجي وينكمش الاقتصاد، غير أنه وبمجرد وصول الأسعار إلى نقطة معينة تبدأ في الارتفاع منذرة بداية مرحلة جديدة من الانتعاش فتتخفف البطالة بفعل زيادة الاستثمار والإنتاج لتلبية الطلب المتزايد وبالتالي تحقيق المزيد من الأرباح. هكذا تتناوب مرحلة الكساد ومرحلة الانتعاش في النظام الرأسمالي قبل السبعينات على شكل دالة جيبيية حيث تلعب هذه الآلية دورا هاما وأساسيا في النظام لمواجهة التناقض القائم بين الإنتاج والأسواق من خلال التخلص من المخزونات الراكدة. غير أن غياب هذه الآلية أثناء فترة السبعينات أدى إلى جدل واسع عن الأسباب الحقيقية لاختفائها<sup>88</sup>. وكانت أسوأ حالات الركود التضخمي التي عرفتها الدول الصناعية تلك التي نتجت من الارتفاع الكبير في أسعار النفط الخام أوائل السبعينات. ولقد وقفت نظريات كينز عاجزة عن تفسير هذه الظاهرة الجديدة<sup>89</sup>، في حين قدم النقديون انتقادات لاذعة لها رافعين بذلك العديد من الشعارات أو المبادئ الكلاسيكية منها:

- التدخل الواسع للدولة في الحياة الاقتصادية أدى حسب رأيهم إلى زيادة العجز في الميزانية، هذا العجز سيمول إما عن طريق الاقتراض الحكومي أو من خلال قيام الدولة بطبع الأوراق النقدية وفي كلتا الحالتين فالنتائج ستكون سلبية. ففي الحالة الأولى فإن اقتراض الحكومة سيؤدي إلى ارتفاع أسعار الفائدة وهو ما يؤدي إلى انخفاض الاستثمار الخاص، أما في حالة الإصدار النقدي دون مقابل فسيسمح ذلك ببروز الفجوات التضخمية؛

- نمو مستويات الأجور وإعانات البطالة أدى إلى إعاقة قوانين السوق؛

- زيادة الضرائب على الدخل والثروة مما انعكس سلبيا على الاستثمار؛

<sup>87</sup> الياس سابا: الأزمة المالية العالمية، أسبابها وانعكاساتها، المستقبل العربي، العدد 360، مركز دراسات الوحدة العربية، لبنان، 2009، ص 11.

<sup>88</sup> رواج عبد الباقي: المديونية الخارجية والإصلاحات الاقتصادية في الجزائر "دراسة تحليلية مقارنة"، أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة العقيد الحاج لخضر، باتنة، 2005-2006، ص 15.

<sup>89</sup> الياس سابا: مرجع سابق، ص 11.

- إعطاء الأولوية للسياسة المالية مع إهمال شبه كلي للسياسة النقدية.

المدرسة الكينزية ترى السياسة المالية والنقدية التوسعية كفيلة بزيادة الطلب الكلي، مما سيدفع الناتج القومي الحقيقي للارتفاع بشكل ملموس مع زيادة ضعيفة في المستوى العام للأسعار. في حين أن للمدرسة النقدية نظرة معاكسة تماما لذلك، فالسياسة النقدية والمالية التوسعية ستؤدي حتما إلى ارتفاع المستوى العام للأسعار دون أن يكون لها أثر ملموس على الناتج الكلي، لذا تحبذ هذه المدرسة إتباع سياسة انكماشية من شأنها تخفيض المستوى العام للأسعار على نحو أكبر من تأثيرها على تخفيض الناتج الكلي.

إن الخلاف الجوهرى بين المدرستين يكمن في الأساليب والسياسات الاقتصادية المناسبة لتحليل الاستقرار الاقتصادي، فالتحليل الكينزي يكون ذات فعالية أكبر في مكافحة الركود الاقتصادي بدرجة أكبر من مكافحته للتضخم، في حين سياسة الاستقرار الاقتصادي للمدرسة النقدية ستكون فعالة لو استهدفت مكافحة التضخم بدرجة أكبر مما تستهدف الركود الاقتصادي. وعلى ضوء ذلك توصي المدرسة النقدية لمواجهة الأزمة بما يلي:

- إعطاء الأولوية لسياسة نقدية صارمة في مواجهة التضخم وذلك لضبط النمو المبالغ فيه لكمية النقود في الاقتصاد الوطني بما يتناسب ونمو الناتج الداخلي الخام. كما يلعب سعر الفائدة دورا أساسيا في تحديد آليات السوق، ذلك أن تفسيرهم للتضخم هو: " ارتفاع متوسط نصيب الوحدة المنتجة من الناتج في كمية النقود "؛

- بما أن عرض النقود يجد تفسيره في زيادة الإنفاق العام، فلا بد من تقليص هذا الإنفاق و الحد من القروض إلى حين استعادة التوازن، علما أن عرض النقود يعتبر معطى خارجي في النموذج النقدي، ففريدمان يعرف النظرية الكمية للنقود بأنها " نظرية طلب النقود، فهي ليست نظرية إنتاج أو دخل نقدي أو مستوى الأسعار "؛

- الحد من تدخل الدولة في الحياة الاقتصادية، والرجوع إلى دورها التقليدي، مع فتح المجال أمام القطاع الخاص باعتباره القطاع الكفء في تسيير الموارد.

وبناء على ذلك، تقوم الدولة بإتباع سياسة انكماشية من خلال:

- الضغط على الإنفاق العام بشقيه الاستهلاكي والاستثماري؛

- خصوصية القطاع العام؛

- رفع أسعار الفائدة الدائنة والمدينة؛

- تخفيض الضرائب لتشجيع القطاع الخاص<sup>90</sup>.

وهكذا برز إلى جانب النظريات النقدية فكر اقتصادي جديد والذي يمكن تسميته بالفكر النيوليبرالي استند إلى وثيقة صدرت عام 1989، وأصبحت معروفة تحت أسم "إجماع واشنطن"، وهي تشتمل على عشر وصايا اقتصادية، منها الخصخصة، وتخفيض الضرائب على الأثرياء، وتحرير التجارة الدولية وانتقال رؤوس الأموال، وتخفيض الإجراءات والقيود الجمركية على عمل الأسواق، والانضباط المالي، خصوصا تخفيض عجوزات الخزينة... الخ. إلا أن الفكر الاقتصادي النيوليبرالي أخذ مع الوقت يزداد انحيازا لصالح الأسواق على حساب دور الحكومات، خاصة بعد انهيار الإتحاد السوفياتي ومنظومة الدول الاشتراكية ومع بروز الطبقة الأحادية في النظام العالمي، وهيمنة الاقتصاد الأمريكي على العولمة الاقتصادية، ووصل الأمر إلى حد أن المؤسسات الدولية والهيئات الرسمية المختصة والمصارف الكبرى ومؤسسات التصنيف أصبحت تقيس نسبة نجاح ومقبولية أي نظام اقتصادي بمدى قربه من النموذج الأمريكي الأصولي، كما أعتبر البعض أن لب العولمة يتمثل بطغيان الأسواق على الحكومات<sup>91</sup>.

وترى مدرسة شيكاغو، أنه فضلا على أن الطلب على النقود يعتمد على مستويات الأسعار والدخول، فإنه يعتمد أيضا على تكلفة الاحتفاظ بالنقود، وهي كالاتي:

- سعر الفائدة الذي يمكن أن يحصل عليه المقرضين للنقود بدل احتفاظهم بها على شكل سيولة نقدية عقيمة.
- معدل ارتفاع الأسعار، إذ يؤدي ارتفاع الأسعار إلى تخفيض قيمة النقود عند الاحتفاظ بها وعدم إنفاقها.

وأن أي زيادة في 1 و 2 أعلاه أو كلاهما من شأنه أن يؤدي إلى تقليل رغبة الأفراد في الاحتفاظ بالنقود، أي أن ارتفاع تكلفة الاحتفاظ بالنقود يدفع الأفراد إلى تقليل كمية النقود المحتفظ بها على شكل سائل عقيم، ممكن في البنوك على شكل ودائع جارية لا تدر عائدا أو في حوزتهم، لدفع أثمان مشترياتهم من السلع والخدمات. ويحصل العكس تماما عند انخفاض أي من العاملين أعلاه أو كلاهما، أي عند انخفاض تكلفة الاحتفاظ بالنقود يفضل الأفراد الاحتفاظ بكميات أكبر من النقود على شكل عاطل.

<sup>90</sup> رواج عبد الباقي: مرجع سابق، ص ص 139-142.

<sup>91</sup> الياس سابا: مرجع سابق، ص 12.

**2- العلاقة بين الطلب على النقود وتكلفة الاحتفاظ بها:**

إن العلاقة عكسية بين الطلب على السيولة النقدية وتكلفة الاحتفاظ بها، ويشير فريدمان إلى هذه العلاقة من خلال أربعة عوامل تعتبر المحدد للطلب على النقود كالاتي:

- 1- مستويات الأسعار؛
- 2- مستوى الدخل والإنتاج القومي؛
- 3- سعر الفائدة؛
- 4- معدل ارتفاع الأسعار أو انخفاضها.

إذ تؤدي التغيرات في 1 و 2 أعلاه إلى تغيرات في الطلب على النقود بنفس الاتجاه، في حين تؤدي التغيرات في 3 و 4 أعلاه، أي تكلفة الاحتفاظ بالنقود إلى تغيرات في الطلب على النقود في الاتجاه المعاكس. وفضلا عن ذلك، إن التغيرات في مستوى الأسعار يؤدي إلى تغير في الطلب على النقود بنفس النسبة، في حين تؤدي التغيرات في الدخل الحقيقي إلى تغير في الطلب على النقود بنسبة أكبر. ويرى فريدمان أهمية النظرية الكمية إلى الارتباط الوثيق بين مستوى الأسعر والتغيرات في كمية النقود في الفترة القصيرة.

**3- الأشكال المتعددة للاحتفاظ بالثروة:**

ويوضح فريدمان تحليل الطلب على النقود في بحث له نشر عام 1956، فيقول: "تعتبر النقود أحد أشكال الثروة التي يمكن أن يحتفظ بها الأثرياء أو الموسورين، وأن النقود لدى الوحدات الإنتاجية عبارة عن موجود رأسمالي تؤدي خدماتها الإنتاجية عند مزجها مع موجودات رأسمالية أخرى لأجل الحصول على مخرجات يعرضها المشروع للبيع، لذا الطلب على النقود يدخل في إطار نظرية رأس المال". وانتهى إلى أن النظرية الكمية للنقود عبارة عن نظرية طلب على النقود، وأن هذا الطلب يتوقف على نفس الاعتبارات التي تناقشها نظرية القيمة، وهي كما يلي:

- الثروة لدى الوحدة الاقتصادية التي تطلب النقود (قيد الثروة).
- الائتمان والعوائد من البدائل الأخرى للاحتفاظ بالثروة على شكل سائل عقيم.
- الأذواق وهو ما أطلق عليه فريدمان اصطلاحاً "ترتيب الأفضليات".

وعلى خلاف التحليل الكينزي لا يتضمن تحليل فريدمان فاصلاً بين الدوافع الثلاثة للطلب على النقود، إذ ينظر إلى دوافع المبادلات، الاحتياطي والمضاربة، على أنها تمثل طلب واحد على النقود. وأن الطلب على أحد الموجودات يعبر عن الثروة، الأسعار النسبية والذوق.

إن إمكانية الاحتفاظ بالثروة بأشكال متعددة من شأنه أن يدفع الوحدة الاقتصادية إلى الاحتفاظ بالثروة التي تمتلكها بأشكال متعددة بحيث يمكن أن يحقق لها أعلى منفعة ممكنة، أي عندما يتساوى معدل الإحلال المتحقق مع معدل الإحلال المرغوب به من الاحتفاظ بالأشكال المتعددة للثروة.

وتناول فريدمان خمسة أشكال يمكن أن تحتفظ بها الثروة، تتمثل في النقود، السندات، الأسهم، الأصول العينية ورأس المال البشري. وأن الطلب على النقود يعتمد على معدلات العوائد النقدية المتأتية من هذه الأشكال المتعددة للثروة، ما عدا الرأس المال البشري الذي لا يوجد له سوق محددة في المجتمعات الحديثة. غير أنه يرى إمكانية إحلال رأس المال غير البشري محل رأس المال البشري في الأشكال المتعددة للثروة. إذ يمكن في أي لحظة تقسيم حقيقية الأشكال المتعددة للثروة لدى الوحدة الاقتصادية إلى ثروة بشرية وثروة غير بشرية. ورغم أن مثل هذا التقسيم قد يتغير عبر الزمن، إلا أنه يعتبر معطى خلال فترة معينة من الزمن، والذي يعرف بأنه عبارة عن نسبة رأس المال البشري أو نسبة الدخل من رأس المال غير البشري إلى الدخل من رأس المال البشري، وهي التي يمكن أن تأخذ في الاعتبار طالما لا يمكن تقدير عائد رأس المال البشري في صورة أخرى، وعلى افتراض الذوق معطى.

أما المستوى العام للأسعار فهو عبارة عن متغير يمكن أن يؤثر على العائد "الحقيقي" لأي من هذه الأشكال المتعددة للاحتفاظ بالثروة. وهنا يفترض أن تقدم النقود عائد حقيقي يتمثل في الراحة، السهولة، الأمن والملائمة. وعلى ذلك فإن الأشكال الأخرى للاحتفاظ بالثروة كالأوراق المالية وغيرها ستأثر بالعائد الحقيقي للنقود الذي يعتمد على كمية النقود التي يمكن الحصول عليها بوحدة النقد، أي على المستوى العام للأسعار، ولذلك يتم التعبير عن العائد الحقيقي للنقود بالرقم القياسي للأسعار.

وتكلم فريدمان عن تيار الدخل المتأتي من الثروة والتي يعرفها على أنها كل مصادر الحصول على الدخل، والثروة بوصفها رصيد ترتبط بالدخل بوصفه تيار عن طريق سعر الفائدة. وعرض فكرة الدخل الدائم في طيات بحثه لدالة الاستهلاك، فهو يرى أن الدخل الذي يحدد الاستهلاك دالة في الدخل الجاري، وهو يتضمن الدخل الجاري مضافا إليه التوقعات الخاصة بالدخل في المستقبل، أي أن الدخل الدائم يتكون من الاثنين.

كما أن الوحدة الاقتصادية قد لا تقوم بتوزيع الثروة بين أشكالها المختلفة على أساس العوائد المتأتية منها فحسب، وإنما هناك اعتبارات أخرى لا تعتمد على معايير الفائدة أو العائد، وأنه قد ينظر إلى هذه الاعتبارات بعين الاعتبار. ففي حالات الحرب والأزمات، مثلا، قد يفضل الأفراد الاحتفاظ بثروتهم على شكل سائل أو شبه سائل (الذهب) بدلا من استثمارها في أصول مالية أو عينية.

## الدرس الثامن: الأهداف النهائية للسياسة النقدية:

تتمثل في استقرار المستوى العام للأسعار، العمالة الكاملة، تحقيق أعلى معدلات نمو إقتصادي وتحقيق التوازن في ميزان المدفوعات.

## 1- استقرار المستوى العام للأسعار:

يبرز هدف السياسة النقدية لتحقيق الاستقرار الاقتصادي استقرار الأسعار، فعدمه يعرض البنيان الاقتصادي لهزات أو أزمات كبيرة بسبب تقلبات الرواج والكساد، فتتعرض العملة لتدهور قيمتها في حالة التضخم، كما تحدث البطالة في حالة الكساد، ويخلف أضرارا وخيمة على عملية التنمية الاقتصادية.

ومن خلال استقرار التاريخ نجد أن معالجة استقرار الأسعار لم يتم إلا بتدخل الدولة في الاقتصاد، بإصدار القوانين والتشريعات التي كونت سياسات عديدة كالسياسة النقدية، وثبت أن التضخم ظاهرة نقدية، فالنقديون يرون أن العلاقة بين الأسعار وعرض النقود خطية وطرديّة، ذلك أن زيادة كمية النقود تؤدي لارتفاع الأسعار بنفس النسبة، بينما يرى كينز أنه يمكن للسياسة النقدية أن تقيد الاقتصاد ومن تم تسيطر على التضخم.

أما الاقتصادي فريدمان فيرجع أسباب التضخم إلى الآتي:

- زيادة الإصدار النقدي لتمويل الإنفاق الحكومي؛
- التمسك بأسعار صرف ثابتة، وهو ما أدى إلى انتشار التضخم المستورد؛
- التوسع في الدور الحكومي مع تفضيل الحكومات للضرائب غير المباشرة في وقت التضخم؛
- اعتماد الحكومات سياسة العمالة، وهو ما يجعلها تستعمل مقاييس لتقدير فترات البطالة الموسمية، والتي أدت إلى زيادة معدل النمو النقدي.

وحسب فريدمان فإن التضخم ظاهرة نقدية، ودليله أن أي بلد مر بتضخم عجز الموازنة، تضخم مستورد ناتج من التجارة الدولية، مر أيضا بمعدل نمو مرتفع للعرض النقدي.

كما أن استهداف السياسة النقدية لعلاج التضخم واستقرار الأسعار يظهر أن هناك علاقة بين النقود والأسعار، لأن وجهات نظر الكينزيين والنقديين لعملية التضخم ليست مختلفة كثيرا، إذ يعتقد كلاهما أن التضخم المرتفع يحدث فقط عندما يكون معدل نمو العرض النقدي مرتفعا، وهنا يبرز أثر النقود على مستويات الأسعار، والتضخم يحدث بسبب أسباب غير نقدية كالآتي:

- الاحتكارات في ميدان الأعمال والاتحادات العمالية؛

- زيادة الضرائب والقواعد التنظيمية الحكومية تولد آثار تضخمية، وخاصة إذا كانت سببا في انخفاض معدل نمو الناتج الحقيقي، كما أن القواعد التنظيمية إذا أدت إلى زيادة نفقات الإنتاج أو تدعيم الاحتكارات فإنها تخفض أيضا الناتج المتوقع للاقتصاد؛
- برامج الرفاهية، كالتأمين ضد البطالة ومعاشات الضمان الاجتماعي تشجع الأفراد على الخروج من العمل، وبالتالي تخفض القدرة الإنتاجية للاقتصاد؛
- عجز الموازنة إثر التوقعات الخاطئة، التضخم المستورد، تغييرات أسعار الصرف، دور الحكومات في الرقابة على الأسعار وانتشار المضاربة في الاقتصاديات التي تعاني من التضخم.

كل هذه الأسباب بالنسبة للنقديين تزيد من حدة التضخم، ولكنها ليست السبب الرئيسي له، وإنما هو زيادة معدل النمو النقدي، لكون الصدمات غير النقدية لا تستطيع تغيير معدل التضخم بشكل دائم إذا لم تكن صدمات متتالية ومستمرة أو عاملا محفزا ومدعما للسلطات النقدية لترفع باستمرار معدل نمو العرض النقدي.

وحسب فريدمان فإنه لا يمكن القضاء على التضخم المستمر لمدة إلا بسياسة نقدية انكماشية، وهي تخفيض معدلات النمو النقدي، مع معرفة أسباب هذه التوسع النقدي والوضع الاقتصادي، فإذا كان سبب التوسع النقدي هو تمويل الإنفاق الحكومي عن طريق زيادة الإصدار النقدي، فهذا يخفض عن طريق تخفيض الإنفاق الحكومي وزيادة الضرائب أو تمويل العجز في الميزانية بالاقتراض وليس بإصدار نقود جديدة.

إن تثبيت معدل نمو النقود قد يكون سهلا في الدول المتقدمة نظرا لوجود اقتصاد نقدي متطور وجهاز مصرفي متقدم، وتوافر الأسواق المالية والنقدية التي تتيح فرصة لتطبيق أدوات السياسة النقدية بشكل ملائم، ولكن الأمر يختلف عنه في الدول النامية نظرا لضيق السوق المالية والنقدية، واعتماد اقتصادها على اقتصاد المديونية.

إن في استعمال السياسة النقدية لمحاربة التضخم أو استقرار الأسعار ميزة، حيث أن آثارها على تقييد عرض النقود وتقييد الائتمان يتم الشعور بها بدرجات متساوية لدى الهيئات والأفراد، وهكذا فهي تتمتع بميزة تقبل الأفراد لها، ولا تبدو واضحة نظرا لاختفاء الآثار عليهم في محاربة التضخم، كما أن العمل النقدي لمحاربة التضخم عن طريق الطلب يمر عبر ثلاث قنوات كالتالي:

- توقيف خلق النقود الذي يقع على الطلب الداخلي.
- ارتفاع معدلات الفائدة وهو ما يحد من الاقتراض وتغيير تسيير المحافظ.
- أثر نشر هذه السياسة يكسر التوقعات التضخمية.

## 2- العمالة الكاملة:

تهدف معظم دول العالم للوصول إلى العمالة الكاملة، حيث تعمل قوانينها وتشريعاتها لتحقيق أقصى عمالة ممكنة، وما زالت تمثل هدفا للسياسة النقدية بصفة خاصة، ولكن ما هو المقصود بالعمالة الكاملة؟

إن مصطلح العمالة الكاملة يكتنفه الغموض، وهناك نقاش حاد حول تعريف من هو العاطل عن العمل، لأنه في الواقع ليس كل من لا يعمل يعد عاطلا عن العمل، لأن هناك فرق ما بين القعود عن العمل والبطالة، فقد لا يعمل الفرد في وقت ما لسبب ما مثل المرض أو الإحالة على التعاقد أو في فترة التكوين أو عدم القدرة على العمل إلى غير ذلك، فهؤلاء الأشخاص يكونون خارج قوة العمل ولكن ليسوا بالضرورة ضمن قائمة العاطلين عن العمل (البطالة)، ولكن البطالة تحدث عندما لا يجد كل قادر عن العمل وراغب فيه فرصة عمل، ويعرف الاقتصاديون العمالة الكاملة بأنها مستوى العمالة الذي يتحقق من استخدام الكفاء لقوة العمل، مع السماح لمعدل عادي من البطالة ينتج أساسا عن التغيرات الديناميكية والظروف الهيكلية للبيان الاقتصادي، ونجد في الاقتصاد الأمريكي مثلا أن مرحلة العمالة الكاملة تتحقق عندما تصل نسبة العمالة إلى 94 أو 95% من إجمالي قوة العمل، وتتحقق العمالة الكاملة عندما يكون لكل شخص لديه مهارة ويرغب في العمل منصب عمل، وتظهر أهمية العمالة الكاملة في أنها وسيلة وليست غاية، لأن الوصول إلى تحقيق العمالة هو الوصول إلى إنتاج السلع والخدمات التي يحتاجها المجتمع ويطلبها، ولذلك تبقى العمالة الكاملة هدفا طويلا للأجل ترسمه الحكومات تسعى جاهدة للوصول إليه نظرا لما للبطالة من مضار على الاقتصاد فهي تعبر عن هدر في طاقات المجتمع الإنتاجية وضياع في موارد الإنتاج، وكلما زاد انتشارها كلما قلت فرصة تعظيم النمو الاقتصادي، كما أنها لها سلبيات اجتماعية أخرى كالإحباط والفشل لدى الأفراد العاطلين عن العمل، ومحاربة البطالة وتحقيق هدف العمالة الكاملة يجب أن تلمس إجراءات السياسة النقدية تنشيط الحياة الاقتصادية، لزيادة الاستثمار وبالتالي زيادة العمالة.

أما النظرية الكلاسيكية فقد عاجلت ظاهرة البطالة في المجتمع الرأسمالي من خلال تخفيض الأجور النقدية، وهذا التخفيض سيعمل على تخفيض معدل الأجور الحقيقية، وبالتالي تنخفض تكلفة الإنتاج ويزداد الطلب عليه، ثم تعود حالة العمالة إلى التوازن الأولي، وهذا التحليل كان يوافق المرحلة عندما كان الرأسمالي يستطيع أن يخفض الأجور، أما بعد ظهور النقابات والاتحادات العمالية فإنه لا يمكن تصور تخفيض الأجور لأن ذلك سيواجه بمعارضة شديدة من جانبها.

أما النظرية الكينزية فإنها ترى المحافظة على ارتفاع مستوى الأجور النقدية، لأن تلك الزيادة تمثل دخولا تدفع بالطلب الكلي إلى الزيادة، وهذا يؤدي إلى زيادة التشغيل وتناقص البطالة، وأن البطالة تنشأ لنقص الطلب الكلي الفعال ويتطلب الأمر من السياسة النقدية تنشيط الطلب الفعال وزيادة الاستثمار للاقتراب من مرحلة العمالة الكاملة، ولكن من وجهة نظر النقديين الذين يرون أن السياسة النقدية التوسعية لا يمكنها تخفيض معدل البطالة بشكل دائم، لأنها تفشل في تحقيق ذلك في الأجل الطويل، كما أنها ستكون سببا في انتشار التضخم، وأن التغيرات في كمية النقود ذات آثار هامة في الأجل القصير على الإنتاج والعمالة، ووفقا لوجهة نظر النقديين ينحصر الاختيار بين الآتي:

- معدل أقل للبطالة حاليا وفي المستقبل القريب؛

- زيادة معدل التضخم خلال 12-14 شهرا في المستقبل وارتفاع معدل البطالة عندما يخمد التضخم.

إن معالجة البطالة وتحقيق العمالة الكاملة يختلف من البلدان الرأسمالية المتقدمة إلى البلدان النامية، وعلى الرغم من وصول البلدان المتقدمة إلى نمو اقتصادي كبير وتحقيق الرفاهية الاقتصادية إلا أنها لا تزال تعاني من البطالة، وهناك طاقة إنتاجية غير مستغلة منها.

أما البلدان النامية فلا زالت تعاني من ضعف استغلال الطاقة الإنتاجية العاطلة وعدم القدرة على توفير إمكانيات عمل لاستيعابها، هذا يتزامن مع برامج التنمية الاقتصادية واستقبال التيارات التضخمية المستوردة والهيكلة... إلخ.

نستنتج مما تقدم أن السياسة النقدية لها دور مهم في تحقيق العمالة وتخفيض البطالة عن طريق تقوية الطلب الفعال، فعندما تقوم السلطات النقدية بزيادة العروض النقدي تنخفض أسعار الفائدة فيقبل رجال الأعمال على الاستثمار فتتخفض البطالة، وبالتالي زيادة الاستهلاك ثم زيادة الدخل.

### 3- تحقيق معدل عال من النمو للاقتصاد الوطني:

كانت النظرية الكلاسيكية تنظر إلى أن تحقيق هدف النمو الاقتصادي هو متضمن في تحقيق هدف العمالة الكاملة، وهو أمر دفعهم لعدم وضع سياسات اقتصادية (مالية كانت أم نقدية) للوصول إلى ذلك. وبعد الحرب العالمية الأولى بدأ النمو الاقتصادي يشغل بال المفكرين، ومن ثم الاهتمام بدور السياسة النقدية في النمو الاقتصادي، وفي الخمسينيات من القرن الماضي أصبح النمو الاقتصادي من أهداف السياسة النقدية.

إن تحقيق هدف العمالة الكاملة بصفة مستمرة يستلزم نموا مستمرا في الاقتصاد الوطني بحيث يكون كافيا لتشغيل الإضافات السنوية في الأيدي العاملة الجديدة والعاطلة. بينما يرى فريدمان أن وضع معدل عال للنمو الاقتصادي كهدف محدد أو مرغوب فيه ليس أمرا محققا، وذلك في قوله: "ليس هناك طريقة في المجتمعات الحرة للقول مقدما أن هناك معدلا محددًا للنمو ترغبه أو تحتاج إليه، أو القول أن هناك معدل عال وآخر منخفض، ولكن معدل النمو هو الناتج الكلي لكل مجهودات الأفراد الذين نجحوا في تحقيق طموحاتهم بالمعدل السليم".

ولكن إذا نظرنا إلى دور السياسة النقدية في تحقيق معدل عال للنمو الاقتصادي، نجد أنها باستطاعتها أن تعمل على تحقيق ذلك، كما أنها تساعد في المحافظة على النمو، ولكن هناك عوامل أخرى غير نقدية يجب توفرها لتحقيق هذا المعدل العالي، كتوفر الموارد الطبيعية، القوى العاملة الكفؤة، توافر عوامل وظروف سياسة واجتماعية ملائمة، ولذلك فإن دور السياسة النقدية يجب أن يعمل بالتنسيق مع هذه العوامل، وكذلك مع سياسة مالية ملائمة غير متناقضة لدور السياسة النقدية.

#### 4- تحقيق توازن ميزان المدفوعات:

يعرف ميزان المدفوعات بأنه سجل يدون فيه كل المعاملات الاقتصادية التي تتم بين مقيمين في بلد معين وبلاد أخرى خلال فترة زمنية معينة وعادة ما تكون سنة، وينتج على هذه المعاملات في حالة الاستيراد أن ندفع ثمن السلع والخدمات المستوردة من الخارج، أو أنها تحصل على ثمن سلعها وخدماتها في حالة التصدير للخارج.

وتسجل في جانب المدفوعات دفع أثمان السلع أو الخدمات التي يتم استيرادها من الخارج، بينما ما يتحصل عليه من خلال عملية صادرات الدولة من السلع أو الخدمات فيسجل ضمن المتحصلات من ميزان المدفوعات، وتعمل الدول على توازن الجانبين في جميع الأحوال حتى يتساوى طرف الدائنية مع طرف المديونية.

ولكن هناك اختلاف بين الاقتصاديين في نظرهم إلى تحديد السياسة الواجب إتباعها لتحقيق التوازنين، فالتوازن الداخلي للاقتصاد يختلف عن التوازن الخارجي، فيمكن أن يتحقق التوازن الداخلي عند الوصول إلى العمالة مع المحافظة على استقرار المستوى العام للأسعار، أما التوازن الخارجي فيتحقق عند توازن ميزان المدفوعات للبلد، وإذا نشأ تناقض بينهما فإن الميزان الداخلي يأخذ عادة أولوية على الميزان الخارجي.

وتختلف سياسات الدول في استعمال السياسة النقدية لتجنب الاختلالات النقدية لأن الأمر يتعلق بعلاقة السياسة النقدية بسعر الصرف وحركة رؤوس الأموال، فإذا كانت السياسة النقدية تستهدف التضخم فإن سعر الصرف لا يمكن استخدامه مثلا لتحقيق أهداف خاصة بالحساب الجاري، وبالعكس إذا كان سعر الصرف يستهدف تحقيق أهداف خاصة بالحساب الجاري أو إذا كان سعر الصرف ثابتا فإن السياسة النقدية لن تكون مستقلة لتصبح كأداة لتحقيق الاستقرار الداخلي أو إدارة نتائج تدفق رؤوس الأموال قصيرة الأجل.

كما أن هناك من يرى أنه يجب على السلطات النقدية إتباع إجراءات تصحيحية لاختلال ميزان مدفوعاتها كلما كانت الدولة تمتلك احتياطات نقدية صغيرة، وليست لها القدرة الكافية للحصول على قروض من الخارج بشروط ميسرة، وبالتالي فإن نظام التعويم في هذه الحالة أكثر ملاءمة، وكلما كانت الدولة تمتلك احتياطات نقدية كبيرة، انخفضت الحاجة إلى اتخاذ إجراءات تصحيحية، لذلك فنظام التثبيت يعتبر أكثر ملاءمة مع أوضاعها. وهو ما يجعل السلع المحلية أكثر قدرة على منافسة السلع الأجنبية، كما أنه يشجع زيادة الصادرات، ويخفض العجز في الميزان المدفوعات.

وعليه فإن هذه الإجراءات تجعل دور السياسة النقدية مهما في تصحيح اختلال ميزان المدفوعات، وخاصة عندما يعاني الاقتصاد من معدل مرتفع للتضخم، بالإضافة إلى عوامل أخرى تؤدي إلى رفع قيمة العملة المحلية في سوق الصرف الأجنبي كما يلي:

- تزايد الصادرات أو انخفاض الواردات؛
- معدل التضخم في الداخل يكون منخفضا بالنسبة للدول المتعامل معها؛
- أسعار الفائدة الحقيقية الأعلى في الداخل؛
- أسعار الفائدة الحقيقية الأقل في الخارج.

##### 5- التناقض في أهداف السياسة النقدية:

إن تحقيق الأهداف النقدية في آن واحد يعتبر صعبا، فتحقيق أحده يواجه تعارضا مع الآخر، ويحتاج البلد إلى أداة السياسة الفعالة لكل هدف تنشده، وأحيانا يمكن أن تكون أداة واحدة تحقق أكثر من هدف، ولكنه من النادر بصفة عامة أن تحقق الدولة الأهداف كلها كاملة وفي نفس الوقت بأداة واحدة، أو عدد من الأدوات المتاحة لها دون أن يحدث تعارضا بينها، وهذا ما سنبينه في ما يلي:

- فعندما تريد السلطات النقدية تحقيق هدف استقرار الأسعار مع هدف زيادة العمالة فنجد أن هناك صعوبة في تحقيقهما معا في نفس الوقت، لأن محاولة زيادة العمالة تقتضي سياسة نقدية سهلة التي تؤدي إلى زيادة عرض النقود وتخفيض أسعار الفائدة، وهذا يؤدي إلى زيادة الإنفاق الاستثماري والاستهلاكي، وهو كثيرا ما يكن سببا في رفع مستوى الأسعار، بل إن انخفاض الأسعار لا يشجع رجال الأعمال على زيادة الاستثمارات والتوسع فيها، وهذا لا يدفع إلى زيادة العمالة، لذلك ينظر أحيانا إلى أن ارتفاع الأسعار تدريجيا عامل إغراء لمزيد من الاستثمارات وزيادة الأرباح، ولهذا نجد أن هدف استقرار الأسعار وتحقيق العمالة الكاملة هدفان يعتبر من الصعب تحقيقها في آن واحد.

- يمكن أن يحدث تناقض أو تعارض بين هدف زيادة العمالة وهدف تحقيق التوازن في ميزان المدفوعات، وبالتالي فإن اتخاذ سياسات نقدية توسعية سيؤدي إلى انخفاض أسعار الفائدة لتشجيع الاستثمار، وهو ما يؤدي إلى تدفق كبير لرأس المال قصير الأجل للخارج، وهذا يجعل ميزان المدفوعات يحتل ويزداد عجزه، كما أن زيادة الصادرات يفرض أن تكون السلع المحلية قادرة على منافسة السلع الأجنبية، وأن تكون أسعارها منخفضة ومع سياسة نقدية توسعية للوصول إلى العمالة الكاملة سيرتفع الدخل ويزداد الميل للاستيراد، وترتفع الأسعار المحلية مع اقتراب الاقتصاد من العمالة الكاملة، وستكون استجابة حركات رؤوس الأموال جاهزة للانخفاض في أسعار الفائدة، ونادرا ما يؤدي تحقيق هدف العمالة الكاملة إلى توازن ميزان المدفوعات.

- أما إذا اجتمع هدف محاربة التضخم مع هدف آخر هو تحسين ميزان المدفوعات، فلا يوجد تعارض بينهما، فإذا ما صاحب التضخم عجز في ميزان مدفوعات لدولة ما، فإن كبح التضخم بسياسة نقدية أشد تقييدا يؤدي إلى تدفق أكبر لرأس المال قصير الأجل إلى داخل البلد أو تدفق قليل خارجه، وهذا يجعل العجز في ميزان المدفوعات ينخفض، أو يزال تماما.

- أما تحقيق هدف تخفيض مستوى العمالة ومعدل النمو الاقتصادي فلا يوجد أيضا بينهما تضارب، لأنه لا يمكن تحقيق معدل عال للنمو إذا كانت البطالة منتشرة، فكلاهما يخدم الآخر، فمحاربة البطالة سيرفع معدل النمو، كما أن رفع معدل النمو يقضي على البطالة.

- أما عن هدف استقرار الأسعار وتحقيق النمو، فهذان الهدفان يكونان على علاقة متعارضة والتي تثير جدلا كبيرا، فهناك اتجاه يبين أن النمو الاقتصادي في الأجل الطويل لا يتحقق ما لم يحدث استقرار في مستويات الأسعار، بينما هناك نظرة أخرى إلى أن ارتفاع مستوى الأسعار تدريجيا لتحقيق الاستثمارات، وبالتالي دفع عجلة

التنمية، كما أن هناك فريق ثالث يرى أن ارتفاع مستويات الأسعار (أو التضخم) يكون عاملاً غير مساعد على تحقيق معدل سريع للنمو ومع ذلك فإن هذا يكون مرافقاً له.

من خلال ما تقدم يتبين لنا أن تخطيط سياسة نقدية لتحقيق أهداف اقتصادية، ليس في متناول كل دولة أن تحقق ذلك، بل إن الأمر يحتاج إلى دراية شاملة بالأهداف والأدوات المستخدمة لتحقيقها، كما يجب الانتباه إلى أن تحقيق أحدها المذكورة لا يكون منتجاً لمشكلة اقتصادية أخرى أكبر من الأولى، لأنه من النادر أن تتحقق كل الأهداف دفعة واحدة وبأداة واحدة دون أن تتعارض فيما بينها، ولذلك فإن استعمال الأداة اللازمة لمزاوجتها مع تحقيق هدفها يكون عاملاً مساعداً على تجنب الأضرار غير المرغوب فيها في تحقيق هذه الأهداف<sup>92</sup>.

<sup>92</sup> صالح مفتاح: مرجع سابق، ص ص 134-144.

## الدرس التاسع: أدوات السياسة النقدية في الجزائر:

## 1- تعريف معدل إعادة الخصم:

يقصد بمعدل إعادة الخصم، الفائدة التي يخصم بها البنك المركزي الأوراق المالية، والتي تقوم بخصمها البنوك التجارية لديه للحصول على احتياطات نقدية جديدة، تستخدمها لأغراض الائتمان ومنح القروض للمتعاملين معها. ويرتبط تحديد معدله بظروف سوق القروض، فلما تريد السلطات النقدية بالتوسع في منح القروض فإنها تلجأ إلى تخفيضه للتأثير على حجم القروض أو الائتمان المقدم من البنوك التجارية لعملائها، وعندما تريد تقييد حجم الائتمان فإنها تلجأ إلى رفع معدل إعادة الخصم<sup>93</sup>، فهو يعتبر الأسلوب الأكثر استعمالاً لإعادة تمويل البنوك التجارية والوسيلة الأكثر أهمية لتدخل بنك الجزائر لإدارة السياسة الائتمانية<sup>94</sup>.

وقد كان بنك الجزائر قبل صدور قانون النقد والقرض (90-10) يعامل القطاعات الاقتصادية وفق معايير المفاضلة في منح القروض بتطبيق معدل إعادة خصم خاص بكل قطاع، لكن بداية من عام 1990 تم تعويضه بنظام موحد لمعدل إعادة الخصم، يقوم بنك الجزائر بتحديدده حسب التوقعات المتعلقة بتطور المجاميع النقدية والقروض. كما يحدد في بداية كل ثلاثي المبالغ الإجمالية القصوى التي تكون قابلة لإعادة الخصم<sup>95</sup>، فبنك الجزائر يمنح إمكانية خصم الأوراق التجارية، تمويل البنوك التجارية وضمان السيولة وفقاً لأهداف السياسة النقدية، وتنص المواد (69، 70، 71، 70) من قانون النقد والقرض (90-10) المؤرخ بتاريخ 10-04-1990 على شروط استخدام أداة معدل إعادة الخصم<sup>96</sup>.

وكانت عملية إعادة الخصم تتم لدى بنك الجزائر بطريقة آلية على اعتبار أن وزارة المالية آنذاك هي من يحدد قيمته، حينها لم يكن بنك الجزائر يمارس أي نشاط ملموس في مجال الرقابة على المصارف باعتباره من النظام المصرفي، ولم تكن وظيفته في إعادة الخصم سوى أداة لتزويد البنوك بالسيولة والقروض اللازمة، لترتفع هذه النسبة إلى 7% بداية من عام 1989 لرفع معدلات الفائدة بغرض رفع مستوى الادخار، ليعزز هذا التوجه بإصدار قانون

<sup>93</sup> صالح مفتاح: مرجع سابق، ص ص 147-148.

<sup>94</sup> حسين حميد، الصادق بوشنافة: فعالية السياسة النقدية في ظل حرية تدفقات رؤوس الأموال الدولية - دراسة حالة الجزائر خلال الفترة 1990-2016، مجلة اقتصاديات شمال إفريقيا، المجلد 15، العدد 20، 2019، ص 44.

<sup>95</sup> تمان مورا، بن عروس رضوان: أثر الانفتاح الاقتصادي على فعالية السياسة النقدية في الجزائر خلال الفترة 1990-2015، دراسة قياسية باستعمال منهج الانحدار الذاتي للفجوات الزمنية الموزعة المتباطئة، مجلة الإستراتيجية والتنمية، المجلد 8، العدد 15 مكرر، ديسمبر 2018، ص ص 64-65.

<sup>96</sup> إكرام بن عزة، فتحي بلدغم: أثر السياسة النقدية على البنوك الإسلامية العاملة في الجزائر بنك البركة ومصرف السلام، مجلة مجاميع المعرفة، العدد 6، 2018، ص 121.

النقد والقرض (90-10) الذي منح بنك الجزائر صلاحيات تسيير السياسة النقدية<sup>97</sup>، فقد شرع في تعديل معدل إعادة الخصم تقريبا كل سنة، بسبب النمو الشديد للكتلة النقدية، والذي يرجع إلى تحرير الأسعار والسعي لتحقيق أهدافه، خاصة منها ما تعلق بالتخفيف من حدة التضخم في إطار التطهير المالي للاقتصاد<sup>98</sup>.

وبغية تمكين المصارف من حيازة المزيد من الموارد القابلة للإقراض ومرافقة ديناميكية نمو القروض الموجهة للاقتصاد، صادق مجلس النقد والقرض في شهر جويلية 2016 على أحكام متممة للنظام رقم 01-15 المؤرخ في 19 فيفري 2015، المتعلقة بعمليات خصم السندات العمومية وإعادة خصم السندات الخاصة والتسيقات والقروض للبنوك والمؤسسات المالية. ترخص هذه الأحكام المتممة إعادة تمويل بعض أجزاء القروض طويلة الأجل نظرا لهيمنة قائم هذه القروض ضمن محافظ المصارف (الذي تتعدى نسبته 54% من إجمالي القروض)، كما ترخص إعادة التمويل الجزئي لسندات القرض الوطني<sup>99</sup>.

ونلاحظ من الجدول رقم 8 أن معدل إعادة الخصم كان في انخفاض مستمر، وهذا نظرا للتحكم في معدل التضخم وانخفاضه مع تسجيل أسعار فائدة حقيقية موجبة. فمنذ عام 2004 استقر عند 4% وثبت إلى غاية 2015، وذلك لتحسن الوضعية المالية للبنوك، مما أدى بها إلى الإحجام عن طلب إعادة التمويل من بنك الجزائر<sup>100</sup>. لينخفض إلى أدنى قيمة له 3.5% عام 2016، وهذا دليل على تحسن مستوى التضخم (الجدول رقم 4) والوضعية المالية للمصارف وظهور فائض سيولة لديها.

#### الجدول رقم 8: تطور معدلات سعر إعادة الخصم خلال الفترة 2000-2018

السنوات	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
المعدل	6.0	6.0	5.5	4.5	4.0	4.0	4.0	4.0	4.0	4.0
السنوات	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
المعدل	4.0	4.0	4.0	4.0	4.0	4.0	3.5	3.75	3.75	3.75

المصدر: بنك الجزائر، النشرة الإحصائية الثلاثية، رقم 46، جوان 2019، ص 19.

<sup>97</sup> يمينة بن ذهيب: أدوات السياسة النقدية في الجزائر ومقدرتها على معالجة التضخم 1996-2014، مجلة التكامل الاقتصادي، المجلد 3 (العدد 4)، جامعة أدرار، ديسمبر 2015، ص ص 134-135.

<sup>98</sup> تھتان موراد، بن عروس رضوان: مرجع سابق، ص 65.

<sup>99</sup> بنك الجزائر: مداخلة السيد المحافظ حول التطورات المالية والنقدية لسنة 2015 وتوجهات السنة المالية 2016 في ظرف استمرار الصدمة الخارجية، مجلس الأمة، أبريل 2017، ص 24.

<sup>100</sup> عبود عبد المجيد، لخضر دولي: أثر السياسة النقدية على استقرار سعر الصرف في الجزائر، دراسة قياسية باستخدام نماذج أشعة الانحدار الذاتي VAR خلال الفترة 1990-2015، مجلة مجاميع المعرفة، العدد 6، 2018، ص 196.

وعند رفع معدل إعادة الخصم، البنوك التجارية ترفع معدل خصمها للأوراق المالية وسعر الفائدة على قروضها الممنوحة، مما ينتج عنه انخفاض الطلب على القروض، لأن تكلفتها تصبح مرتفعة، ومن ثم التأثير في عرض النقود، بانخفاض حجم النقد المتداول وارتفاعه يشجع المدخرين على زيادة ودائعهم بالبنوك التجارية للحصول على معدل فائدة مرتفع، مما ينخفض تفضيل السيولة لدى الجمهور، وعليه ينخفض الميل للاستثمار لانخفاض الطلب على النقود للاستثمار، ويمكن أن يؤثر سلبا على الميزان التجاري. أما عند تخفيض معدل إعادة الخصم، فإن ذلك سيؤدي إلى زيادة توسع البنوك التجارية في منح الائتمان بسبب رفع مقدرتها الإقراضية. فانخفاض معدلات الفائدة من قبل البنوك التجارية يؤدي إلى زيادة الطلب على الاقتراض بسبب انخفاض تكلفة القروض الممنوحة لهم، زيادة طلب البنوك التجارية على الاقتراض من البنك المركزي، زيادة كمية النقود في الاقتصاد وبالتالي زيادة المعروض النقدي<sup>101</sup>.

يتم استخدام معدل إعادة الخصم من خلال رفعه أو خفضه للتأثير على ميزان المدفوعات، حيث أنه في حالة عجز ميزان مدفوعات دولة، فإن رفع سعر الفائدة سيؤدي إلى الحد من تدفق رؤوس الأموال للخارج لارتفاع نسبة العوائد من سعر الفائدة في الداخل على عوائد الاستثمار الخارجي، وعليه فإن هذا الارتفاع سيجذب الأموال الأجنبية إلى الداخل ويحدث التوازن تلقائيا<sup>102</sup>.

**فخفض معدل إعادة الخصم يؤدي إلى خروج رؤوس الأموال من البلد إلى الخارج، لأن عائد استثمارات رأس المال الدولي يصبح غير مربح مقارنة مع العالم، الأمر الذي يجعل حساب رأس المال عاجز، مما ينخفض سعر صرف العملة المحلية، ونظرا لأن استجابة الأسواق المالية أسرع بكثير من استجابة الأسواق السلعية، فتدهور سعر صرف العملة المحلية يحول العجز في الحساب التجاري إلى فائض، لأن الطلب الدولي على الصادرات يزداد لأنها أصبحت أرخص، في حين ينخفض الطلب المحلي على الاستيراد لأنها أصبحت أغلى. وعندما يرى المستثمرون انخفاض أسعار الفائدة يسود الاعتقاد باستمرارها منخفضة مع وجود حالة التفاؤل لديهم، فسيقومون بزيادة استثماراتهم، والذي من شأنه أن يؤدي إلى زيادة حجم الدخل، وبالتالي زيادة في الطلب الكلي بما فيه الطلب على الواردات، مما يقود إلى العجز في الميزان التجاري<sup>103</sup>.**

<sup>101</sup> صالح مفتاح، مرجع سابق، ص ص 147-148.

<sup>102</sup> موساوي أمال، فطيمة مشتر: دور السياسة النقدية في تحقيق التوازن الخارجي -دراسة حالة الجزائر خلال الفترة 2000-2017، مجلة الدراسات الاقتصادية المعاصرة، المجلد 3، العدد 6، 2018، ص 162.

<sup>103</sup> باصور كمال: أثر فعالية السياسة النقدية في تحقيق التوازن الخارجي، بالإشارة لحالة الجزائر للفترة 2000-2012 -، العدد 6، جوان 2016، مجلة الاقتصاد والتنمية، جامعة يحيى فارس، المدينة، ص ص 63-66.

## 2- عمليات السوق المفتوحة:

يقصد بسياسة السوق المفتوحة تدخل البنك المركزي في السوق النقدية، إما بائعا أو مشتريا للأوراق المالية والتجارية بصفة عامة والسندات الحكومية بصورة خاصة بهدف التأثير على الائتمان وعرض النقود حسب الظروف الاقتصادية السائدة.

فعندما يرغب البنك المركزي في علاج التضخم، سيعمل على الحد من الائتمان وامتصاص العرض النقدي الفائض، وذلك بإتباع سياسة نقدية انكماشية، فيتدخل في السوق النقدية عارضا أو بائعا للأوراق المالية (كسندات الخزنة)، فتدفع البنوك التجارية ثمنها نقدا فتتخفف احتياطياتها النقدية، وبالتالي تقل قدرتها على منح الائتمان، مما يقلل من حجم الاستثمار، الدخل، العمالة وتتنخفض أسعار السندات ويرتفع سعر الفائدة، مما يتأثر سلبا ميزان المدفوعات.

وإذا قام البنك المركزي بشراء كمية من الأوراق المالية، فسيُدفع مقابلها نقدا للبنوك التجارية، فترتفع الاحتياطيات النقدية لها، وبالتالي تستطيع أن تقوم بعمليات الإقراض، فسيزداد عرض النقود، مما يرتفع من حجم الاستثمار والدخل والعمالة. وهذا عندما يتبع البنك المركزي سياسة نقدية توسعية للخروج من حالة الركود<sup>104</sup>، مما يؤثر ذلك إيجابيا على ميزان المدفوعات.

ولقد طبقت سياسة السوق المفتوحة لأول مرة عام 1996 عندما قام بنك الجزائر بشراء السندات العمومية التي لا تتجاوز 6 أشهر، وتلتها محاولة أخرى عام 1997، ولكن نظرا لضيق السوق النقدية وغياب سوق مالية متطورة، فكان يبدو من الصعب تصور قيامه بعمليات السوق المفتوحة في ظل تلك الظروف<sup>105</sup>. ومنذ ظهور فائض السيولة في السوق النقدية بداية من عام 2002 لم يستطع تحريك هذه الأداة، ببيع سندات عمومية لامتصاصها، ولكن منذ عام 2004 بذلت مجهودات لاستعمالها كأداة نقدية فعالة، على أن يقوم المتعاملون الاقتصاديون بطرح الأوراق المالية على المدين المتوسط والطويل لتفعيل عمل السوق النقدية، رغم المجهودات بقيت عمليات السوق المفتوحة إلى غاية 2009 غير مستعملة رغم أن دورها يبقى مهم وفعال وقوي الذي يسمح بتعديل السيولة البنكية. فالإشكال الذي يطرح في الجزائر يكمن في عدم توفر سوق مالية متطورة وذات ثقل

<sup>104</sup> صالح مفتاح: مرجع سابق، ص ص 150-151.

<sup>105</sup> بقيق ليلي اسمهان، شنيبي عبد الرحمن، بورقعة سنوسي: اختبار دور قناة سعر الصرف في نقل أثر السياسة النقدية في الجزائر، دراسة قياسية 1964-2012، المجلة المغربية للاقتصاد والتسيير، العدد 1، ماي 2015، ص 27.

اقتصادي، فضلا عن ضيق السوق النقدية، مما يجعل من إمكانية استخدام بنك الجزائر لعمليات السوق المفتوحة في التأثير في حجم الائتمان أمرا صعبا، وقد لا يعول عليه كثيرا<sup>106</sup>.

وتنقسم عمليات السوق المفتوحة إلى ثلاثة تقنيات كالآتي:

**العمليات النهائية:** وهي العمليات التي يقوم من خلالها بنك الجزائر بشراء وبيع نهائي في سوق السندات المقبولة، ويمكن أن تأخذ شكل مساهمة بالسيولة (شراء نهائي) أو سحب للسيولة (بيع نهائي)، وتقام هذه الإعلانات عن طريق المناقصة.

### استرجاع السيولة عن طريق نداءات العروض:

صدرت التعلية رقم 02-2002 في 11 أبريل 2002 المتعلقة باسترجاع السيولة من السوق النقدية، وتنص على أنه يمكن لبنك الجزائر استرجاعها على بياض في أي مرة يرى فيها ذلك ضروريا، وذلك من خلال نداءات العرض الآنية في أجل يقدر بـ 2 سا بين الإعلان والتسجيل لتتأجل العملية، ويمكنه استدعاء البنوك التجارية لوضع السيولة لديه على شكل ودائع لـ 24 سا أو لأجل بمعدل ثابت يسدد لدى استحقاق الوديعة، كما يمكن استرجاع السيولة أن يتم في أي وقت يرغبه بنك الجزائر<sup>107</sup>، على أن تتم إما لفترة نضج 7 أيام أو لفترة نضج 3 أشهر<sup>108</sup>.

فاعتبارا من عام 2002 أصبحت السوق البنينة للمصارف قناة إعادة تمويل البنوك، فدفعت وضعية فائض السيولة بنك الجزائر إلى التدخل بواسطة أداة استرجاع السيولة عن طريق المناقصة، بحيث يعرض المبلغ الذي يريد سحبه من السوق النقدية بمعدل فائدة يعينه. واستطاع استرجاع 129.7 مليار دج عام 2002 ليصل 450 مليار دج في 2006 و1100 مليار دج خلال الفترة 2007-2011، ففي ظرف فائض السيولة قام برفع عتبة المبلغ الإجمالي لامتنصاص السيولة تدريجيا إلى 1350 مليار دج، بإدخال في جانفي 2014 آلية امتصاص لسته أشهر. كما أدى الانخفاض القوي لسعر البترول المتزامن مع العجز المعتبر في الرصيد الإجمالي لميزان المدفوعات إلى انخفاض السيولة المصرفية<sup>109</sup>. أما خلال عام 2016 فقد سجلت عمليات استرجاع السيولة نسبة أدنى بسبب التراجع الكبير لفائض السيولة، حيث تم وقف عمليات استرجاع السيولة وألغيت تسعيرة عمليات تسهيلة

<sup>106</sup> بن ذبية مينة: مرجع سابق، ص ص 139.

<sup>107</sup> بن عزة إكرام، شليل عبد اللطيف: تقييم أدوات السياسة النقدية ودورها في تحقيق النمو - دراسة تحليلية خلال فترة 1990-2017، مجلة البشائر الاقتصادية، المجلد 4، العدد 2، ص ص 188-189.

<sup>108</sup> فراج الطيب، بروكي عبد الرحمن: دراسة قياسية حول أثر ارتفاع أسعار النفط على الكتلة النقدية، كمتغير يشير إلى السياسة النقدية في الجزائر للفترة 2000-2015، مجلة البشائر الاقتصادية، المجلد 3، العدد 3، سبتمبر 2017، ص 25.

<sup>109</sup> بن عزة إكرام، شليل عبد اللطيف: مرجع سابق، ص 189.

الإيداع، وبدا الاتجاه خلال شهر أوت من هذه السنة نحو استعمال أدوات لإعادة ضخ السيولة لضمان إعادة تمويل النظام المصرفي<sup>110</sup>.

### الجدول رقم 9: نداءات العروض لبنك الجزائر خلال الفترة 2006-2019

فوائد تسهيلات الودائع %	معدل فائدة عمليات السوق المفتوحة %				معدل الفائدة على استرجاع السيولة %			السنوات
	ل 12 شهر	ل 6 أشهر	ل 3 أشهر	ل 7 أيام	ل 6 أشهر	ل 3 أشهر	ل 7 أيام	
-	-	-	-	-	-	-	2.75	2002
-	-	-	-	-	-	-	1.75	2003
-	-	-	-	-	-	-	0.75	2004
0.30	-	-	-	-	-	1.90	1.25	2005
0.30	-	-	-	-	-	2.00	1.25	2006
0.75	-	-	-	-	-	2.50	1.75	2007
0.75	-	-	-	-	-	2.00	1.25	2008
0.30	-	-	-	-	-	1.25	0.75	2009
0.30	-	-	-	-	-	1.25	0.75	2010
0.30	-	-	-	-	-	1.25	0.75	2011
0.30	-	-	-	-	-	1.25	0.75	2012
0.30	-	-	-	-	1.50	1.25	0.75	2013
0.30	-	-	-	-	1.50	1.25	0.75	2014
0.30	-	-	-	-	1.50	1.25	0.75	2015
-	-	-	-	-	1.50	1.25	0.75	2016
-	3.5	3.5	3.5	3.5	-	-	-	2017
-	-	-	-	3.5	-	-	3.5	2018
-	-	-	-	3.5	-	-	3.5	2019

المصدر: محمود جمام، عمر سعيدان: مرجع سابق، ص ص 104-105.

بنك الجزائر، النشرة الإحصائية الثلاثية، رقم 42، جوان 2018، ص 17.

حسن بن العاربية، عبد السلام بلبالي: تحليل فعالية أدوات السياسة النقدية في ظل فائض السيولة المصرفية حالة الجزائر خلال الفترة 2000-2014، مجلة اقتصاديات المال والأعمال، ص 205.

بنك الجزائر، النشرة الإحصائية الثلاثية، رقم 46، جوان 2019، ص 17.

فمعدلات استرجاع السيولة ل 7 أيام تراوحت بين 1.25% و 1.75% ما بين عامي 2006-2008، لتستقر عند 0.75% منذ عام 2009 إلى غاية 2016، وترتفع إلى 3.5% ابتداء من عام 2018. أما استرجاع السيولة ل 3 أشهر فشهد ارتفاعا منذ 2006 ليبلغ عام 2007 معدل 2.5% ليعاود الانخفاض ويستقر

<sup>110</sup> محمود جمام، عمر سعيدان: فعالية السياسة النقدية في تخفيض معدل التضخم في الجزائر، مجلة العلوم الاجتماعية والانسانية، العدد 14، ص ص

عند 1.25% منذ 2009 ولغاية 2016، كما أن بنك الجزائر أدرج أداة استرجاع السيولة لستة أشهر بمعدل 1.50% خلال الفترة 2013-2016، وتم استعمال عمليات السوق المفتوحة ابتداءً من عام 2017 بهدف ضخ السيولة وذلك بمعدل 3.5%.

### تسهيل الوديعة المغلة للفائدة:

تم الشروع في تطبيقها عام 2005 من خلال التعليم رقم 04-05 المؤرخة في 14 جوان 2005، فهي تأتي بمبادرة من البنك، هذا الأخير يتصل ببنك الجزائر ويحدد ما هو المبلغ الذي يودعه لديه، وهي تسمح للبنوك بتشكيل ودائع لمدة 24 ساعة لدى بنك الجزائر، وقد تم استعمالها بشكل أكبر خلال عام 2006، ويرجع ذلك إلى فائض السيولة لدى بعض البنوك خصوصاً خلال العشرة أيام الأخيرة من الشهر<sup>111</sup>، والتي توظف في شكل عملية على بياض، تأخذ صورة قرض، تستحق عنه معدل فائدة ثابتة يحدده بنك الجزائر بحسب على أساس فترة استحقاقها<sup>112</sup>.

وقد سجلت هذه الأداة امتصاصاً ضعيفاً للسيولة خلال الفترة 2006-2007، لكنها عرفت تطوراً خلال السنوات 2008-2012، نظراً لاعتماد بنك الجزائر عليها أكبر من الاعتماد على آلية استرجاع السيولة، ووصلت أعلى نسبة لها عام 2012 بسبب اعتماد سياسة استهداف التضخم التي تتطلب سحب أكبر للسيولة الفائضة، إلا أنه خلال عامي 2013 و2014، لم تشهد اعتماداً كبيراً على هذه الآلية، بسبب الاعتماد على آلية استرجاع السيولة بصورة أكبر. أما خلال عام 2015 فقد انخفضت نسبتها في امتصاص السيولة بسبب انخفاض المتوسط السنوي لفائض السيولة، لتبلغ أدنى مستوى لها خلال عام 2016، نظراً للتراجع الكبير لفائض السيولة حيث تم إلغاء العمل بها<sup>113</sup>. فمعدلات أداة التسهيل الخاصة بالوديعة المغلة للفائدة استقرت عند 0.30% في أغلب السنوات منذ عام 2005 ولغاية 2016، ولم تعرف هذه المعدلات تغيرات كثيرة حيث ارتفعت عام 2007 و 2008 إلى 0.75%<sup>114</sup>.

<sup>111</sup> محمود جمام، عمر سعيدان: مرجع سابق، ص 105.

<sup>112</sup> فراج الطيب، بروكي عبد الرحمن: مرجع سابق، ص 26.

<sup>113</sup> محمود جمام، عمر سعيدان: مرجع سابق، ص ص 105-106.

<sup>114</sup> حسن بن العارية، عبد السلام بلبالي: مرجع سابق، ص 205.

**3- سياسة تعديل نسبة الاحتياطي الإجباري:**

الاحتياطي الإجباري هو التزام كل بنك بالاحتفاظ بنسبة من أصوله النقدية وودائعه في شكل رصيد دائن لدى بنك الجزائر، ففي البداية كان الهدف من ذلك هو حماية المودعين ضد أخطاء تصرفات البنوك التجارية، ولكن مع بداية 1994 تم استخدامها كذلك للتحكم في سيولة الجهاز المصرفي<sup>115</sup>، ممارسة الرقابة على عرض النقود والتأثير عليه، من أجل تحقيق أهداف السياسة النقدية، كما يمكن لبنك الجزائر أن يقوم بتغيير هذه النسبة بقرار منه عند اللزوم.

فعندما تظهر في الاقتصاد تيارات تضخمية فإن البنك المركزي يقوم برفع نسبة الاحتياطي النقدي الإجباري، وأحيانا يتوصل الأمر بالبنك المركزي إلى زيادة رفع هذه النسبة إلى الحد الذي تقوم البنوك التجارية باستدعاء بعض القروض مما يؤثر على حجم النقود المتداولة، وبالتالي التأثير على عملية خلق النقود وانخفاض حجم الائتمان، مما يتأثر سلبيا ميزان المدفوعات. أما في حالة الانكماش فإن البنك المركزي يقوم بتخفيض نسبة الاحتياطي، مما يجعل مقدرة البنوك التجارية على الإقراض ترتفع<sup>116</sup>، فيرتفع حجم الاستثمار، وعليه يتأثر إيجابا ميزان المدفوعات.

وتعد الجزائر من بين الدول التي تمنح عوائد على الاحتياطات الإجبارية للبنوك التجارية لدى البنك المركزي، وحدد سقف الاحتياطي الإجباري على الودائع المصرفية بنسبة 28% من المبالغ المعتمدة كأساس لحسابه بموجب المادة 93 من قانون النقد والقرض (90-10) من أجل تحكّم أكبر في سيولة البنوك تماشيا مع السياسة النقدية المسطرة، حيث تشكل هذه الاحتياطات من مجموع ودائع البنوك بالدينار مهما كانت طبيعتها (ودائع لأجل، ودائع تحت الطلب، دفاتر الاحتياط وسندات الصندوق).<sup>117</sup>

<sup>115</sup> عبد الغني حريري، أنساعد رضوان: السياسة النقدية في الجزائر من سياسة الكبح إلى التحرير وانعكاساتها على السوق النقدية، مجلة التنمية والاقتصاد التطبيقي، جامعة المسيلة، العدد 01، مارس 2017، ص 120.

<sup>116</sup> صالح مفتاح، مرجع سابق، ص ص 152-153.

<sup>117</sup> ذبية يمينة: مرجع سابق، ص ص 137-138.

## الجدول رقم 10: معدل الاحتياطي الإجمالي خلال الفترة 2006-2019

السنوات	2003	2007-2004	2009-2008	2011-2010	2012
المعدل	6.25	6.5	8.00	9.00	11.00
السنوات	2015-2013	2016	2017	2018	2019
السنوات	12.00	8.00	4.00	10.00	12.00

المصدر: بنك الجزائر، النشرة الإحصائية الثلاثية، رقم 46، جوان 2019، ص 17.

بنك الجزائر، النشرة الإحصائية الثلاثية، رقم 21، مارس 2013، ص 17.

بنك الجزائر، النشرة الإحصائية الثلاثية، رقم 05، ديسمبر 2008، ص 17.

ونظرا لوفرة السيولة لدى البنوك وتحسن الوضع العام للاقتصاد، أقدم بنك الجزائر على تفعيل أداة الاحتياطي الإجمالي، وذلك برفع المعدل إلى 6.5% عام 2004 بموجب (التعليمية رقم 02-04 بتاريخ 04 مارس 2004) وبقيت هذه النسبة إلى نهاية عام 2007، لترتفع إلى 8% عام 2008 (التعليمية رقم 02-08)، ثم 9% نهاية عام 2010، وهذا قصد المساهمة أكثر في الاستقرار المالي، 11% عام 2012 (التعليمية رقم 01-12 المؤرخة في 29 أبريل 2012) لتصل إلى 12% عام 2013 (التعليمية رقم 13-02 الصادرة بتاريخ 23 أبريل 2013)، ولم يسجل أي تعديل إلى غاية شهر أبريل 2016 لتتخفف إلى 8% (التعليمية رقم 16-03)، ثم 4% عام 2017 نظرا للانخفاض الكبير في الصادرات والتي بلغت 33 مليار دولار، مما تسببت في نقص كبير في احتياطات البنوك وحاجتها للسيولة، لترتفع إلى 10% عام 2018، ثم 12% عام 2019 مع تحسن نوع ما للصادرات الجزائرية، علماً بأن الحد الأدنى المحدد عالمياً من طرف لجنة بازل في اتفاقيتها الثالثة محدد بـ 10.5% بما فيها وسادة الأمان، وبذلك أصبح أكثر من المعدل العالمي، حيث يمكن أن يصل إلى الحد الذي تقوم البنوك التجارية باستدعاء بعض القروض، بهدف التأثير على حجم النقود المتداولة، قصد المساهمة في الاستقرار المالي، خاصة مع ارتفاع سيولتها الناتجة عن انخفاض العجز في الميزان التجاري.

كل هذا دل على رغبة بنك الجزائر بجعل معدل الاحتياطي الإجمالي وسيلة هامة للتحكم في سيولة البنوك بالتزامن مع الارتفاع المستمر في احتياطي البنوك التجارية، فقد كان يتدخل دائما في برفعه وهذا تماشيا مع فائض السيولة منذ عام 2003، وذلك في إطار سياسة التعقيم التي انتهجها من أجل امتصاص فائضها نتيجة لارتفاع صافي الأصول الخارجية. كما أنه قام بتخفيض نسبة الاحتياطي النقدي الإجمالي ابتداء من عام 2016، من أجل جعل مقدرة البنوك التجارية على الإقراض ترتفع، فيرتفع حجم الاستثمار، ليتأثر إيجابيا الميزان التجاري.

**4- سياسة تأطير القروض:**

- للقيام بسياسة تأطير القرض يقوم البنك المركزي باستخدام أدوات انتقائية للتحكم في القروض الموزعة من طرف البنوك، وهي كالاتي:
- تسديد خزينة الدولة لجزء من فوائد تكلفة القرض لبعض التمويلات المتعلقة بالتصدير أو بالسكن، الزراعة، الصناعة أو المهن الحرفية، فالجزء الذي تأخذه الخزينة على عاتقها يغطي الفارق بين معدل الفائدة على القرض وكلفة الموارد التي تمول القرض.
  - إعادة خصم الأوراق فوق مستوى السقف: عندما يشجع البنك المركزي بعض الأنشطة فإنه يقوم بإعادة خصم الكمبيالات الخاصة بهذه القروض مثل قروض الصادرات حتى بعد تجاوز السقف المحدد مع استعمال معدل إعادة الخصم العادي.
  - فرض أسعار تفاضلية لإعادة الخصم: تفرض السلطات النقدية معدل إعادة خصم مفضل للتأثير على القروض الموجهة لبعض الأنشطة التي تريد الدولة تشجيعها، وهذا حسب الظروف الاقتصادية السائدة انكماشية كانت أو تضخمية.
  - سياسة التمييز في أسعار الفائدة: تخفيض أسعار الفائدة على التمويلات في المجالات التي تريد الدولة تشجيعها بهدف تخفيض تكاليف إنتاج معين، كالقطاع الفلاحي، القروض المقدمة للحرفيين وأصحاب الصناعات الصغيرة، القروض المقدمة لتمويل عمليات التصدير.
  - وضع قيود على الائتمان الاستهلاكي: الغرض منه كبح الطلب على البضائع للتقليل من التضخم والعجز في الميزان التجاري، وتكون في الغالب السلع المقصودة هي السيارات، السلع الالكترونية، مشتريات التقسيط لبعض البضائع الاستهلاكية... إلخ. وفي الجزائر فقد تم إلغاء القرض الاستهلاكي خلال فترة سابقة، بهدف استغلال القروض في الجانب الإنتاجي وليس الاستهلاكي.
  - اشتراط البنك المركزي الحصول على موافقته في منح القروض عندما تتجاوز حدا معيناً.
  - متطلبات الإيداع المسبق مقابل الاستيراد: يشترط البنك المركزي مسبقاً للحصول على إجازات الاستيراد أو التحويل الأجنبي إيداعات مسبقة توضح من قبل المستوردين، وهي طريقة لتقييد الاستيراد خلال فترة عجز ميزان المدفوعات<sup>118</sup>.

<sup>118</sup> صالح مفتاح: مرجع سابق، ص ص 157-158.

## الدرس العاشر: الوساطة المالية:

يتولد عن النشاط الاقتصادي في المجتمع توزيع مداخيل يقوم أصحابها لاحقاً بإنفاقها لشراء السلع والخدمات، وعند مقابلة مداخيل مختلف الأعوان مع النفقات التي يقومون بها تبرز إلى الوجود أوضاع مالية تمثل فائض لبعض الأعوان وعجز للآخر، ويؤدي هذا الأمر إلى ظهور ما يسمى بالقدرة والحاجة إلى التمويل<sup>119</sup>، ومن ثم تظهر الوساطة المالية.

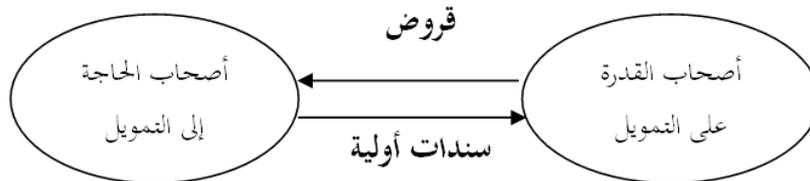
## 1- مفهوم الوساطة المالية:

إن الوساطة المالية تتشكل من مجموع الهيئات التي تسمح بتحويل علاقة التمويل المباشرة بين المقرضين والمقترضين المحتملين إلى علاقة غير مباشرة.

## أ- التمويل المباشر:

يوجد علاقة ما بين الأعوان الذين لديهم القدرة والحاجة إلى التمويل، حيث تقوم الأولى بإقراض الفئة الثانية بطريقة مباشرة. فأصحاب القدرة على التمويل، عندما يريدون الإقراض المباشر، فسيقومون بعملية بحث شاقة، ويواجهون مصاعب، كالتعارف والتقاء الطرفين، توافق إرادتهما فيما يتعلق بمبلغ العملية المالية وتوقيتها والمكان الذي تتم فيه، عدم قابلية الأموال المقترضة للتجزئة، مواجهة الأعوان ذوي قدرة على التمويل للعديد من المخاطر، كتجميد الأموال المقترضة وعدم قدرة المقترض على الوفاء في التاريخ المحدد، وتقييم هذه المخاطر وتقديرها. وتدفع هذه الصعوبات نحو إعادة تكييف العلاقة المالية المباشرة للتخلص منها أو التخفيف من حدتها. وذلك بإدماج أعوان متخصصين متجمعين فيما نسميه "الوساطة المالية".

## الشكل رقم 10: العلاقة المالية المباشرة

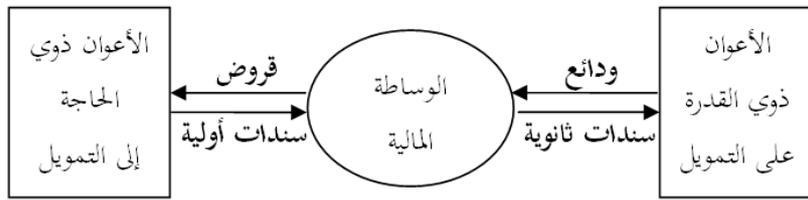


المصدر: من إعداد المؤلف.

<sup>119</sup> الطاهر لطرش: الاقتصاد النقدي والبنكي، ديوان المطبوعات الجامعية، 2013، ص 35.

**ب- التمويل الغير مباشر (إدماج الوساطة المالية):**

إن الوساطة المالية التي تتمثل غالبا في النظام البنكي تخلق قناة تمر عبرها الأموال من أصحاب الفائض المالي إلى أصحاب العجز المالي، حيث تقوم بتعبئة الإدخارات الخاصة من جهة والقيام بمنح القروض من جهة أخرى، وبهذا فهي تصل بين طرفين متناقضين في أوضاعهما الحالية وأهدافهما المستقبلية، فالذين يقدمون الأموال هم أصحاب فائض التمويل، والذين يأخذون الأموال هم أصحاب الحاجة إلى التمويل، والوساطة المالية هي الهيئات التي تربط بينهما<sup>120</sup>. ويمكن عرض العلاقة المالية على النحو التالي:

**الشكل رقم 11: العلاقة المالية غير المباشرة**

المصدر: من إعداد المؤلف.

كما تعتبر منتجا فعليا للتمويل، ويعود دورها إلى قدرتها على تجميع الإدخارات المنتشرة في أماكن متفرقة بأحجام صغيرة وجارية في معظمها (فترات قصيرة جدا)، وتقوم بتحويلها إلى قروض تمنح لعدد أقل من الأعوان مقارنة بالمدخرين، عالية التركيز (مبالغ كبيرة) وفترات أطول في الغالب<sup>121</sup>.

**2- مفاهيم حول البنوك:**

يمكن القول من وجهة النظر الكلاسيكية أن البنك هو مؤسسة تعمل كوسيط مالي بين مجموعتين من العملاء، المجموعة الأولى لديها فائض من الأموال وتحتاج إلى الحفاظ عليه وتنميته، والمجموعة الثانية تحتاج إلى أموال لأغراض أهمها الاستثمار أو التشغيل أو كلاهما. فهو يبادل المنافع المالية بما لا يتعارض مع مصلحة المجتمع وبما يتماشى مع التغير المستمر في البيئة البنكية.

أما من الزاوية الحديثة، فيمكن النظر إلى البنك على أنه مجموعة من الوسطاء الماليين الذين يقومون بقبول ودائع تدفع عند الطلب أو لآجال محددة، كما يزاوئ عمليات التمويل الداخلي والخارجي وخدمته بما يحقق

<sup>120</sup> قويدري قوشبخ، بريش عبدالقادر: أثر الوساطة المالية المصرفية على النمو الإقتصادي دراسة مقارنة بين الجزائر والمغرب، مجلة آفاق للعلوم، العدد

15، مارس 2019، ص 253.

<sup>121</sup> الطاهر لطرش: مرجع سابق، ص 35-40.



فالبنوك هي مشروعات رأسمالية هدفها تحقيق أكبر قدر ممكن من الأرباح بأقل نفقة ممكنة، وذلك بتقديم خدماتها المصرفية أو خلق نقود الودائع. وتتنوع البنوك حسب موضوع نشاطها والغاية منها، رغم التوجهات الحديثة نحو عدم التخصص والاندماج والبنوك الشاملة. وتعمل ضمن هيكل تنظيمي يرأسه البنك المركزي<sup>124</sup>.

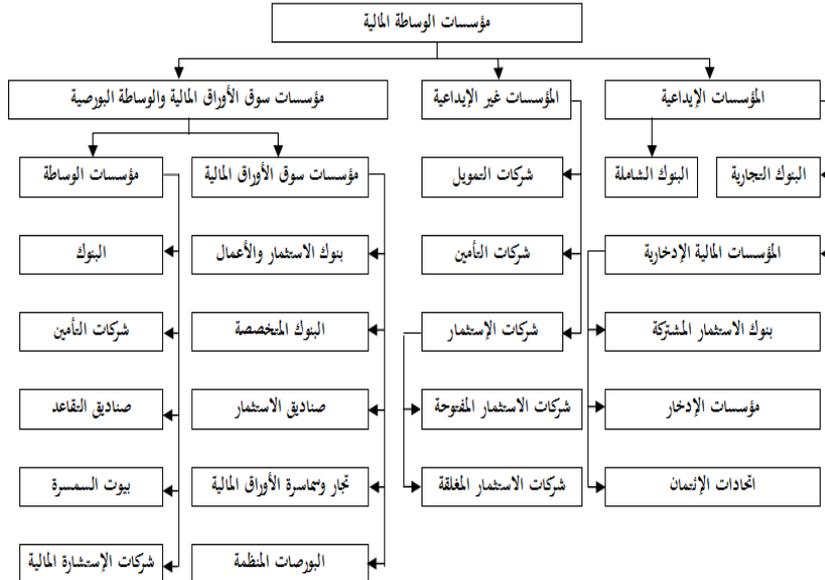
### الشكل رقم 13: هرم الجهاز المصرفي



المصدر: عبد القادر خليل: مرجع سابق، ص 14.

كما أن وظيفة الوساطة المالية تقوم بها أنواع عديدة من المؤسسات المالية، وتختلف فيما بينها في طبيعة الحقوق والخدمات التي تتيحها للدائنين والحقوق التي تحصل عليها من المدينين مقابل خدمات تقدمها لهم، ومن خلال الشكل الموالي يتم عرض ملخص لجميع أنواع مؤسسات الوساطة المالية.

### الشكل رقم 14: أنواع الوسطاء الماليين



المصدر: خالفي وهيبية، مفلح حسبية: تحليل وتقييم لواقع نشاط الوساطة المالية في بورصة الجزائر خلال الفترة 2008-

2017، مجلد معهد العلوم الاقتصادية، جامعة الجزائر 3، المجلد 22، العدد 1، 2019، ص 125.

<sup>124</sup> عبد القادر خليل: مبادئ الاقتصاد النقدي والمصرفي، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2014، ص ص 12-13.

## الدرس الحادي عشر: النظام المصرفي الجزائري:

## 1- النظام البنكي الجزائري قبل إصلاحات 1986:

## 1-1- النظام البنكي خلال 1962-1966.

لقد خرجت الجزائر بعد حصولها على الاستقلال بنظام بنكي ورثته عن فرنسا قائم على أساس الاقتصاد الحر الليبرالي، وقد اتخذت بعد الاستقلال جملة من الإجراءات الإستعجالية. ففي 29 أوت 1962 عزلت الخزينة العمومية الجزائرية عن الفرنسية، كما أنها قامت بتأسيس البنك المركزي الجزائري وذلك في 13 ديسمبر 1962.

وفي ماي 1963 أنشأ ما يعرف بالبنك المركزي الجزائري للتنمية، وقد جاء هذا الصندوق لملا الفراغ الذي أحدثه توقف بنوك كبرى فرنسية كانت تتعامل بالائتمان المتوسط وطويل الأجل.

## 1-2- النظام البنكي خلال الفترة 1966-1986:

أ- تأميم البنوك الأجنبية: قامت الجزائر بعملية التأميم عام 1966، وظهرت بعدها ثلاث بنوك إلى الوجود وهي البنك الوطني الجزائري، القرض الشعبي الجزائري والبنك الخارجي الجزائري، وذلك خلال الفترة 1966-1967.

ب- الإصلاح المالي لعام 1971: لقد جاء برؤية جديدة، حيث حدد طرق إصلاح تمويل الاستثمارات العمومية المخططة.

ج- إعادة هيكلة المنظومة البنكية عام 1980: سعى منها لإحصاء دور البنوك، قامت السلطات الجزائرية وابتداء من عام 1980 بإعادة هيكلة المنظومة البنكية، وذلك من أجل ما يلي:

- تحرير الخزينة من الأعباء التي كانت تثقل كاهلها؛
- إرجاع دور البنوك التجارية للقيام بوظيفتها الأساسية وإعطائها الدفع الفعال لتعبئة الموارد المالية الوطنية بجمع الادخار، ونتج عن ذلك بنكان في الساحة المصرفية وهما بنك الفلاحة والتنمية الريفية وبنك التنمية المحلية.

## 2- النظام البنكي الجزائري بعد إصلاحات عام 1986:

## 1-2- القانون المتعلق بنظام القروض والبنوك:

- وبصفة عامة جاء هذا القانون ليعيد للبنوك وظائفها التقليدية وقد تضمن ما يلي:
- إعادة البنك المركزي لدوره كبنك البنوك، بحيث يقوم بالمهام التقليدية التي يقوم بها أي بنك مركزي؛
- استعادة مؤسسات التمويل لدورها المتمثل في تعبئة الادخار وتوزيعه؛

- تقليص دور الخزينة في نظام التمويل؛
- إنشاء هيئات رقابية على النظام البنكي وأخرى استشارية.

## 2-2- القانون المتعلق باستقلالية البنوك:

لقد شرعت الجزائر منذ عام 1988 في تطبيق برنامج إصلاحات واسع أعطى للبنوك استقلاليتهما في إطار التنظيم الجيد للاقتصاد والمؤسسات، فبموجب القانون 88-06 أصبح البنك عبارة عن شخصية معنوية تجارية تخضع لمبدأ الاستقلالية المالية والتوازن المحاسبي، حيث أصبح يعمل بمبدأ الربحية والمردودية.

## 2-3- قانون النقد والقرض:

في عام 1990، أجريت على النظام البنكي الجزائري جملة من الإصلاحات وذلك بموجب القانون رقم 90-10 الصادر في أبريل 1990 المتعلق بالنقد والقرض والذي حمل في طياته مجموعة من المبادئ تمكنه من تحقيق أهدافه وهي كالآتي:

- الفصل بين الدائرة النقدية والدائرة الحقيقية: فالقرارات أصبحت تتخذ على أساس الأهداف النقدية التي تحددها السلطات النقدية، بحيث لم تعد تتخذ تبعاً للقرارات المتخذة على أساس كمي من طرف هيئة التخطيط.
- الفصل بين الدائرة النقدية ودائرة ميزانية الدولة: لم تعد الخزينة حرة بنفسها في اللجوء إلى عملة القرض، كما أن البنك لم يعد يمول عجزها بتلك التلقائية السابقة.
- الفصل بين دائرة ميزانية الدولة ودائرة القرض: انتزعت من الخزينة صلاحية منح القروض للاقتصاد وبالمقابل أوكلت هذه المهمة للبنك.
- إنشاء سلطة نقدية وحيدة ومستقلة: وذلك من خلال إنشاء هيئة جديدة أسماها مجلس النقد والقرض.
- وضع نظام بنكي على مستويين: يتكون من بنك مركزي يمثل سلطة نقدية، تتابع وتراقب نشاط البنوك التجارية في مهمتها بتجميع المدخرات وتوزيع القروض.

## 3- واقع المنظومة البنكية الجزائرية بعد الإصلاحات:

واقع البيئة القانونية: لقد نتج عن قانون 90-10 المتعلق بالنقد والقرض ما يلي:

- تكريس استقلالية السلطة النقدية بتحريرها من وصاية وزارة المالية وتمكينها من بلورة وإدارة السياسة النقدية بما يتوافق والقواعد الكلاسيكية النقدية.
- وضوح القواعد المحددة لعلاقة الخزينة العمومية والنظام البنكي.

- المساواة في منح القرض والتمويلات لمؤسسات القطاع العام والخاص وفقا لقواعد المتاجرة والجدوى الاقتصادية.
- الفصل بين دور الدولة كمالك لرأس المال البنوك العمومية وبين ضروريات التسيير وفق قواعد السوق، بما يفسح المجال لتكوين البنوك الخاصة وفتح فروع للبنوك الأجنبية وهو ما يعزز المنافسة ما بين البنوك.
- أصبح هناك لجنة مصرفية تقوم بدور ومتابعة تنفيذ المعايير المصرفية.
- حددت القواعد الاحترازية المطبقة على البنوك والمؤسسات المالية<sup>125</sup>.

#### 4- هيكل النظام البنكي الجزائري:

##### 4-1- بنك الجزائر:

يحتل قمة هرم الجهاز المصرفي ويسمى بنك الحكومة أو بنك الدولة، ويعتبر المسؤول عن تنظيم وإدارة شؤون النقد والجهاز المصرفي في بلد ما، ويقود السياسة النقدية في الاقتصاد الوطني. يقنن ويحدد الهيكل النقدي المصرفي، قصد تحقيق أكبر منفعة للاقتصاد الوطني، من خلال قيامه بتنظيم الإصدار النقدي للعملة الوطنية، ووظيفة بنك الحكومة ومستشارها المالي وإدارة الاحتياطات من النقد الأجنبي، ويمثل المقرض الأخير لبقية البنوك ويحتفظ باحتياطاتها النقدية. كما أنه مؤسسة وطنية تتمتع بالشخصية المعنوية والاستقلال المالي، يكلف بتنظيم الحركة النقدية، يوجه ويراقب بجميع الوسائل الملائمة توزيع القرض، ويسهر على حسن إدارة التعهدات المالية اتجاه الخارج واستقرار سوق الصرف<sup>126</sup>. وحسب قائمة البنوك والمؤسسات المالية المعتمدة من قبل بنك الجزائر في نهاية عام 2020، أصبحت تتكون من ما يلي:

##### 4-2- البنوك التجارية:

تتكون من البنوك العمومية والخاصة.

أ- البنوك العمومية: هي كالآتي:

- البنك الوطني لجزائري BNA
- بنك الفلاحة والتنمية الريفية BADR
- البنك الخارجي الجزائري BEA
- بنك التنمية المحلية BDL
- القرض الشعبي الجزائري CPA
- بنك الصندوق الوطني للتوفير والاحتياط CNEP-Banque

<sup>125</sup> نوال بن خالدي، محمد بن بوزيان: النظام المصرفي الجزائري: بين معوقات تطبيق نموذج الصيرفة الشاملة ومحدودية الصيرفة التقليدية، Les cahiers du MECAS، العدد 12، جوان 2016، ص ص 341-342.

<sup>126</sup> عبد القادر خليل: مرجع سابق، ص ص 57-58.

**ب- البنوك الخاصة: وتتكون من الآتي:**

- سيتي بنك جزائري Citi Bank Algeria
- البنك العربي Arab Bank PLC
- كاليون الجزائري Calyon Algérie
- HSBC الجزائر
- البنك العربي التعاوني ABC- Algeria
- ناتكسيس الجزائر Natixis Algérie
- بنك فرنسا الجزائر Fransabank El Djazair
- البنك الخليجي جزائري Gulf Bank Algéria
- الشركة العامة الجزائرية Société général Algerie
- ترست بنك جزائري Trust Bank Algeria
- هوسينغ بنك The Housing Bank Fortrade and Finance - Algeria
- البنك الوطني لباريس BNP Paribas El Djazair
- السلام بنك الجزائري Al Salam bank Algeria
- بنك البركة الجزائري Algeria alBaraka Bank

**د- المؤسسات المالية: مهمتها القيام بالأعمال البنكية ما عدا تلقي الأموال من الجمهور، وهي كما يلي:**

- شركة إعادة التمويل الرهن العقاري
- الصندوق الوطني للتعاضدية الفلاحية
- الجزائر إيجار
- إيجار ليزينغ الجزائر
- الشركة العربية للإيجار المالي
- سيتي لام الجزائري Cetelem Algerie
- القرض الإيجاري المغاربي الجزائري MLA Leasing
- الشركة الوطنية للقرض الإيجاري SNL
- الشركة المالية للاستثمار والمساهمة والتوظيف

**5- شروط تأسيس البنوك والمؤسسات المالية في الجزائر:**

من أجل ممارسة النشاط البنكي لا بد من الحصول على ترخيص من مجلس النقد والقرض، بالإضافة إلى الاعتماد الذي يصدر بموجب مقرر من محافظ بنك الجزائر. ويقدم ملف كامل والذي نص عليه قانون النقد والقرض والنظام رقم 02/06 المتعلق بتحديد شروط تأسيس بنك، مؤسسة مالية، وشرط إقامة فرع بنك ومؤسسة مالية أجنبية، وفي الأخير يتم نشر مقرر الاعتماد في الجريدة الرسمية، وهذا الإجراء يسمح له بمزاولة النشاط المصرفي في الجزائر.

**أ- إجراءات الترخيص:**

لقد تطرق قانون النقد والقرض رقم 03-11 والنظام رقم 06-03 المؤرخ في 24 سبتمبر 2006 والمتعلق بتحديد شروط تأسيس بنك ومؤسسة مالية وشروط إقامة فرع ومؤسسة مالية أجنبية إلى إجراءات الترخيص، حيث يوجه طلب الترخيص إلى مجلس النقد والقرض بصفته الجهة المختصة في منحه، وهذا حسب المادة 62 من

قانون النقد والقرض والمادة 02 من النظام 06-02، ويمنح بقرار فردي، ويجب أن يرفق الطلب بملف يتكون بما نصت عليه المادة 03 من النظام 02/06<sup>127</sup>، يتضمن الآتي:

- برنامج النشاط يمتد إلى 5 سنوات؛
- إستراتيجية تنمية الشبكة والوسائل المسخرة لهذا الغرض؛
- الودائع المالية، مصدرها والوسائل الفنية المستعملة؛
- نوعية وشرفية المساهمين وضامنيهم المحتملين؛
- القدرة المالية للمساهمين وضامنيهم؛
- المساهمين الرئيسيين، لاسيما فيما يتعلق بقدراتهم المالية وتجربتهم وكفاءتهم في الميدان المصرفي والمالي، ولتزاماتهم بتقديم المساعدة؛
- وضع المؤسسة التي تمثل المساهم المرجعي لاسيما في بلدها الأصلي، بما في ذلك المؤشرات حول سلامتها المالية.
- تقديم قائمة المسيرين حسب المادة 90 من الأمر 11/03؛
- مشاريع القوانين الأساسية إذا تعلق الأمر بإنشاء بنك أو مؤسسة مالية؛
- القوانين الأساسية للبنك أو المؤسسة المالية للمقر الرئيسي إذا ما تعلق الأمر بفتح فرع لها؛
- المخطط التنظيمي الداخلي، مع الإشارة إلى عدد الموظفين، وكذا الصلاحيات المخولة لكل مصلحة، ويجب أن يرفق الملف بخمس ملاحق، والتي ذكرتها التعليمات رقم 07-01 المؤرخة في 23 ديسمبر 2007.
- حيث تضمن الملحق الأول معلومات عن المساهمين مزودة بهوياتهم، وفي حالة وجود شخص اعتباري من بين المساهمين يجب تقديم إسم النشاط التجاري، الشكل القانوني والقيود في السجل التجاري، وممثلها الدائم إذا كان عضو في الإدارة.
- أما بالنسبة للشخص الطبيعي فيجب توفير معلومات شخصية عن هوية المساهم مع تحديد إن كان من بين مؤسسي البنك أو المؤسسة المالية وعدد الأسهم لكل عضو.
- و الملحق الثاني فمضمن أسماء المسيرين والمؤسسين أو الاسم التجاري المقترح، المقر ورقم الهاتف والفاكس. الملحق الثالث، تضمن التصريح بصحة المعلومات عن المساهمة وهذا بواسطة نموذج رسالة موجودة في الملحق.
- وتضمن الملحق الرابع المعلومات المطلوبة من قبل إدارة البنك أو المؤسسة المالية أو فرع أو ممثل مؤسسية عالمية في الخارج.

<sup>127</sup> جليل رضا محفوظ: تأسيس البنوك والمؤسسات المالية في الجزائر، مجلة البحوث في الحقوق والعلوم السياسية، المجلد 3، العدد 2، ص 83.

أما الملحق الأخير (الخامس) فيشمل التصريح بصحة المعلومات الموجودة في الملحق الرابع<sup>128</sup>.

### ب- شروط طلب الاعتماد:

- طبقا للمادة 08 من النظام 06-02، يتعين على البنك أو المؤسسة المالية أو الفرع التابع لبنك أو مؤسسة مالية أجنبية الذي تحصل على ترخيص أن يرسل طلب الاعتماد إلى السيد محافظ بنك الجزائر، على أن يرفق الطلب بالمستندات والمعلومات والوثائق في أجل 12 شهرا ابتداء من تاريخ تبليغ الترخيص، ويتضمن الملف حسب المادة 12 من التعليم رقم 01/07، طلب الاعتماد والمكون من سبع نسخ: كل النسخ تتضمن الآتي:
- رسالة تعهد مصادق عليها من قبل الجمعية العامة للمساهمين وموقعة من طرف رئيس مجلس إدارة البنك.
  - النسخ الأصلية للقوانين الأصلية واتفاق المساهمين محرر بموجب عقد توثيقي أو نسخ طبق الأصل مصادق عليها للقوانين الأساسية للمؤسسة، الأمر عندما يتعلق البنك بفرع بنكي أجنبي.
  - نسخة طبق الأصل للسجل التجاري مصادق عليها.
  - نسخة طبق الأصل مصادق عليها للتصريح باللجوء الضريبي محررة من طرف قباضة الضرائب في مكان تواجد المقر الاجتماعي.
  - شهادة التحرير الكامل لرأس المال الأجنبي أو جزء من رأس المال الاجتماعي، لما يفوق هذا الأخير رأس المال الأجنبي، أو التخصيص المكتتب لدى الموثق، وصوره مصادق عليها لوصول إيداع المبالغ المدفوعة فعليا في حساب بنكي.
  - نص النظام رقم 08-04 المؤرخ في 23 ديسمبر 2008 والمتعلق بالحد الأدنى لرأس المال البنوك والمؤسسات المالية العاملة في الجزائر، حيث يبلغ مليار دينار جزائري بالنسبة للبنوك، و 3.5 مليار دج بالنسبة للمؤسسات المالية.
  - شهادة تحويل العملة الصعبة بالنسبة للمساهمين غير المقيمين.
  - النسخ الأصلية لتقرير مندوب الحصص من قيم الحصص العينية.
  - محضر موثق للجمعية العامة التأسيسية يتضمن ولاسيما انتخاب رئيسها أو محضر مجلس المراقبة يتضمن تعيين أعضاء مجلس المديرين ورئيسه، أو محضر مجلس الإدارة أو مجلس المراقبة للبنك الأجنبي المتعلق بالسلطات الممنوحة لمسيري الفرع.
  - محضر الجمعية العامة العادية، يتضمن تعيين أعضاء جهاز التسيير، محضر جهاز التسيير لمقر المؤسسة الأم الذي يعين شخصين (2) على الأقل مكلفين بالنشاط و الفرع.

<sup>128</sup> جلجل رضا محفوظ: مرجع سابق، ص ص 88-89.

- مصادقة محافظ بنك الجزائر على أعضاء جهاز التسيير أو الأشخاص المكلفين بتسيير وإدارة الفرع.
  - محضر اجتماع جهاز التسيير والمتضمن انتخاب رئيسه وتعيين المديرين العامين.
  - نسخة مصادق عليها لسند الملكية أو عقد الإيجار للمقررات الخاصة بالبنك أو بالفرع مع العنوان ورقم الهاتف والفاكس.
  - حالة الذمة المالية محررة من طرف الموثق بالنسبة للأشخاص الطبيعيين أصحاب الحصص.
  - تقديم دراسة مفصلة للمشروع والمتمثلة في الهيكل التنظيمي للمؤسسة، هوية ووظيفية إطارات التسيير مع سيرهم الذاتية مخطط تطوير المؤسسة<sup>129</sup>.
- كما يتطلب ممارسة العمل البنكي مجموعة من الشروط، وهي كالآتي:
- وجود الحد الأدنى للرأسمال التأسيسي: بموجب التعديل لعام 2018 إشتراط المشرع الجزائري حد أدنى من رأسمال لا يقل عن عشرين مليار دينار جزائري بالنسبة للبنوك وستة ملايين دينار جزائري بالنسبة للمؤسسات المالية.
  - مساهمة الشريك الأجنبي: ليس بمقدور المستثمر المصرفي الأجنبي تأسيس بنك أو مؤسسة مالية برأسمال خاص به، حيث يتوجب عليه إيجاد شريك وطني مقيم أين تكون نسبة مساهمته 51% على الأقل من رأس المال، ويمكن أن يقصد بالمساهمة الوطنية جمع عدة شركاء<sup>130</sup>.
  - ضمان السر المصرفي: يعني عدم تقديم أية معلومات سرية تخص زبونه، إلا لمن يمثله قانونا أو لبعض السلطات (سلطات نقدية، إدارة الضرائب، إدارة الجمارك، قاضي الجمارك... إلخ)، وهذا لا يتعارض مع السر المهني والسر المصرفي، كما يمكن للزبون أن يرخص بالكشف عن أعماله أو أية معلومات عامة تخصه.
  - توفير السيولة: تمثل وسائل الدفع المتاحة للبنك لمواجهة طلبات السحب والائتمان.
  - القدرة على الوفاء: نعني قدرة البنك على رد ديونه في أية لحظة.
  - إعلام الجمهور: بكل الشروط المصرفية بطريقة واضحة ومكتوبة، ونشر كل البيانات الخاصة بالبنك (أهمها نتائج البنك).
  - احترام القواعد القانونية<sup>131</sup>.

<sup>129</sup> جلجل رضا محفوظ: مرجع سابق، ص ص 93-94.

<sup>130</sup> عزيزي جلال: تقييد تأسيس البنوك والمؤسسات المالية الخاصة في الجزائر، مجلة الأبحاث القانونية والسياسية، المجلد 3، العدد 1، 2011، ص ص 149-150.

<sup>131</sup> عبد القادر خليل: مرجع سابق، ص ص 23-24.

## الدرس الثاني عشر: السوق النقدي:

## 1- تعريف السوق النقدي:

هو الشق الثاني لسوق المال ويتم فيه تداول الأوراق المالية قصيرة الأجل، وذلك من خلال السماسرة، البنوك التجارية، وبعض الجهات الحكومية التي تتعامل بها، وتعتبر الأوراق المالية هنا صك مديونية تعطي لحاملها الحق في استيراد مبلغ من المال سبق أن أقرضه لطرف آخر، وعادة لا تزيد مدتها عن السنة، غير أنه يمكن التخلص منها في أي وقت ويحد أدنى من الخسائر أو دون خسائر على الإطلاق وذلك نظرا لضمان عملية السداد.

وتتميز السوق النقدية بقدرتها في تجميع المدخرات السائلة وفي خلق الاستثمارات قصيرة الأجل، وينحصر استحقال الأوراق المالية المتعامل بها في هذه السوق بين يوم واحد إلى سنة واحدة، إلا أنه في المؤلف عادة ما تكون (91) يوم أو أقل، وتمثلها حوالات الخزينة التي تصدرها الدولة والتي يرغب فيها المستثمرون الذين لا يفضلون المخاطرة لأنها بعيدة -نسبيا- عن المخاطر رغم انخفاض العائد عليها.

وتلعب المصارف التجارية دورا كبيرا في هذه السوق إضافة إلى البنك المركزي، إلا أن دور المستثمرين الأفراد يكون محدودا وضعيف في هذه الأسواق بسبب انخفاض العائد على الأوراق المطروحة للاستثمار والمتداولة في هذه السوق.

وبشكل عام فالسوق النقدية تمتاز بدرجة مرتفعة من الأمان ويقدر كبير من السيولة، بالإضافة إلى المرونة العالية، ومن أجل ذلك يتميز استثمار الأموال فيها بسهولة استردادها عند الحاجة إليها سواء كان ذلك لقصر ميعاد استحقالها أم لسهولة تحويل الأصول المستثمرة فيها لهذه الأموال<sup>132</sup>.

## 2- مزايا السوق النقدي:

أ- مرونته العالية: فمعظم الصفقات المالية التي تتم فيه تحدث في السوق الثانوي، وبإجراءات مبسطة تخفض تكاليف هذه الصفقات. كما أن الفاعلين فيه هم المؤسسات المالية (البنك المركزي، البنوك التجارية، صناديق الاستثمار... إلخ)، ولأنه بطبيعته سوق للمعاملات التي تقل مدتها عن سنة، فهو يتميز بالسيولة العالية وتدني درجة المخاطر فيه.

<sup>132</sup> مصطفى يوسف كافي: تحليل وإدارة بورصة الأوراق المالية، دار رسلان، سوريا، 2014، ص ص 137-138.

**ب- تدني درجة المخاطر النقدية:** ينشأ تدني درجة المخاطر النقدية عن احتمالات انخفاض أسعار الأوراق المالية المتداولة فيه، ونظرا لكونها قصيرة الأجل، لذا تترك التغيرات الحادثة في أسعار الفائدة أو نتيجة أية متغيرات اقتصادية أو مالية أخرى آثارا محدودة على أسعارها السوقية، مما يجعل قيمتها عند الاستحقاق شبه مؤكدة.

**ج- تدني درجة مخاطرة الدين:** ترتبط باحتمال عجز المدين عن الوفاء بدينه عند استحقاقه، وفي سوق النقد حيث الأدوات المتداولة فيه صادرة عن مؤسسات ذات مراكز ائتمانية قوية كالبنوك المركزية، البنوك التجارية، أو المؤسسات الحكومية، فإن مخاطر التعثر أو عدم السداد جد منخفضة<sup>133</sup>.

### 3- وظائف السوق النقدي:

بالنظر للمزايا التي يتمتع بها السوق النقدي، فإنها تؤدي دورا فعالا على مستوى الاقتصاد القومي من عدة زوايا. فبالنسبة للسياسة النقدية التي يديرها البنك المركزي، يساعد السوق النقدي في تخطيط السياسة النقدية من خلال قيام البنك المركزي بتغيير أسعار الفائدة قصيرة الأجل، ما يمكنه من التحكم في احتياطات البنوك التجارية التي تعتبر فاعلا رئيسيا في سوق النقد. إن التحكم في أسعار الفائدة قصيرة الأجل يساعد بدوره - ولو بشكل غير مباشر - في توجيه أسعار الفائدة طويلة الأجل. ومن أدوات السياسة النقدية التي يعتمد البنك المركزي على سوق النقد لتنفيذها هي سياسة إعادة الخصم وعمليات السوق المفتوحة.

إن توفر سوق نقدي فعال يمكن من إيجاد سيولة عالية للأصول المالية قصيرة الأجل. هذا من شأنه أن يخفض تكاليف التمويل قصيرة الأجل، والذي يزيد معدل دوران رأس المال العامل لدى المشروعات الاقتصادية، بما ينعكس إيجابا على الطاقة الإنتاجية لهذه المشروعات، ويؤدي في المحصلة النهائية إلى الانتعاش الاقتصادي.

### 4- المتدخلون في السوق النقدي:

**البنك المركزي:** يلعب الدور الرئيس في السوق النقدي، والذي من خلاله يؤدي وظيفته الأساسية المتمثلة في إدارة السيولة للوحدات الاقتصادية في المجتمع، من خلال التحكم في كمية العرض النقدي، وكذا تنفيذ السياسة النقدية بحسب الأوضاع الاقتصادية في البلد.

**البنوك التجارية:** هي مؤسسات مالية، وظيفتها الرئيسية قبول الودائع ومنح القروض قصيرة الأجل، كما تقدم مجموعة من الخدمات المالية والمصرفية الأخرى (التحويلات، صرف العملة، الكفالات... الخ). تدخل في سوق

<sup>133</sup> خالد أحمد فرحان المشهداني، رائد عبد الخالق عبدالله العبيدي: مدخل إلى الأسواق المالية، دار الأيام، عمان، 2013، ص 179.

النقد من خلال قيامها بدور مقرض أو مقترض بحسب الحاجة، فهي تقترض من البنوك (سوق ما بين البنوك) والمؤسسات المالية الأخرى عند حاجتها لسيولة طارئة، لمدة قصيرة جدا (يوم واحد على سبيل المثال)، كما تدخل مقرضة بغرض استثمار ما لديها من فوائض سيولة للحصول على عوائد شبه مضمونة.

**شركات الوساطة المالية:** تقوم بشراء وبيع الأوراق المالية نيابة عن العملاء.

**صناديق الاستثمار:** هي مؤسسات مالية تقوم بالاستثمار الجماعي في الأوراق المالية، حيث تجمع الأموال من أصحاب الفوائض المالية الراغبين في استثمار تلك الفوائض، ومن ثم استثمارها في مختلف أشكال الأدوات المالية (أسهم، سندات، وحدات السندات العقارية... إلخ) من خلال إدارة متخصصة، وتدخل صناديق الاستثمار إلى سوق النقد بغرض تنويع محافظها والاستثمار في أدوات ذات درجة سيولة عالية قد تحتاجها في إدارة السيولة.

**شركات الاستثمار:** يقوم نشاطها في الأساس على تقديم الاستشارات الفنية المتعلقة بتكوين وإدارة محافظ الأوراق المالية للعملاء (أفراد، شركات، بنوك... إلخ)، وتدخل سوق النقد لاستثمار جزء من محافظها في أدوات سائلة فضلا عن تحقيق عوائد شبه مضمونة.

## 5- أدوات السوق النقدي:

**سندات الخزنة:** لها سيولة عالية، وتعتبر أداة استثمارية قصيرة الأجل يمكن تسهيلها بسهولة وبأقل كلفة، وتستخدم أساسا في تمويل العجز المؤقت بموازنة الدولة، حيث يكون البنك المركزي وكيلا عن الحكومة بإصدار هذه السندات وبيعها للمتعاملين بخضم من القيمة الاسمية، وتتراوح مدتها ما بين شهر وسنة.

**شهادات الإيداع:** تصدر البنوك التجارية شهادات الإيداع لصالح عملائها الراغبين في اقتناء أدوات مالية قابلة للتسييل، حيث يمكن بيعها في السوق الثانوية إذا كانت قابلة للتداول، وعائدها غالبا ما يكون أعلى من العائد المستحق على سندات الخزنة نظرا لارتفاع درجة خطرها، وتستحق الدفع في تاريخ معين وبسعر فائدة محدد، وتتأثر بالسياسة النقدية وفقا لسعر الفائدة.

**اتفاقيات إعادة الشراء:** هي عبارة عن عملية للحصول على الأموال عن طريق بيع وإعادة شراء متزامن لأوراق مالية، يكون فيها البيع حاضرا والشراء في وقت لاحق، وبالتالي فهي تمثل أسلوب إقراض مضمون وقصير الأجل.

ودائع اليورو دولار: إيداعات بالدولار الأمريكي لدى بنوك خارج الولايات المتحدة الأمريكية خصوصا في أوروبا، يتم تحديد سعر الفائدة المرتبط بها وفقا للعرض والطلب بدون أية قيود.

الأوراق التجارية: هي مستند كتابي يحدد شكله في العادة القانون التجاري، ويتضمن التزاما بدفع مبلغ نقدي معين يستحق الأداء بمجرد الإطلاع، أو في أجل قصير لا يتجاوز في العادة 270 يوما. تتميز بكونها قابلة للتداول بالطرق التجارية ويقبلها العرف كأداة للوفاء تقوم مقام النقود، حيث أنها لا تنطوي على أية ضمانات بالسداد إلى سمعة الشركة المصدرة وقوتها الائتمانية، وتصدر في العادة من الشركات القوية التي تتميز بمراكز مالية قوية وسمعة طيبة<sup>134</sup>.

<sup>134</sup> عبد الكريم أحمد فندوز: الأسواق المالية، صندوق النقد العربي، العدد 21، أبو ظبي، 2021، ص ص 11-16.

## الدرس الثالث عشر: الفوركس:

## 1- مفهوم الفوركس:

هو سوق تداول العملات الأجنبية، وكلمة فوركس (forex) هي اختصار لـ (Foreign Exchange)، وهو سوق يهدف المتاجرون فيه إلى تحقيق الربح عن طريق شراء وبيع العملات، حيث تتغير أسعار العملات بناء على العرض والطلب.

وليس الفوركس سوقا بالمعنى التقليدي، فالفوركس سوق لا مركزي، أي أن ليس له مكان معين يجمع بين البائعين والمشتريين أو تتم فيه عمليات البيع والشراء، إنما هو نوعية الأسواق التي يتم التداول فيها عن طريق شبكات الاتصال الحديثة كالحاسب الآلي والهاتف، وهو ما يعرف باسم (Over The Counter) (OTC)، وهو ما يعني أنك تستطيع أن تتداول فيه بغض النظر عن موقعك الجغرافي.

وعملية تداول العملات في السوق لا تختلف كثيرا عن تبادل العملات التي تقوم بها شركات الصرافة، فإذا فرضنا أن هناك شخص في الولايات المتحدة الأمريكية يريد السفر إلى بريطانيا، فإنه حتما سيحتاج إلى استبدال الدولار الأمريكي بالجنيه الإسترليني، أو بمعنى آخر سيقوم ببيع الدولار الأمريكي وشراء الجنيه البريطاني في الوقت نفسه، وهذا هو أساس آلية التداول في سوق العملات.

## 2- مميزات سوق العملات:

لسوق العملات عدة مميزات جعلته السوق الأكثر جاذبية للكثير من المتاجرين، ومن أهمها الآتي:

**السيولة العالية:** يتمتع سوق العملات بسيولة ضخمة، وهذا يعني أنه بمجرد الضغط على الأوامر في برنامج التداول سيتم تنفيذها لحظيا، فالفوركس سوق تتوافر فيه طلبات وعروض عند كل الأسعار، على العكس سوق الأسهم، والذي يمكن أن يبقى معلقا في صفقة شراء لسهم معين لفترة نظرا لعدم وجود طلبات شراء هذا السهم.

**الرافعة المالية:** أداة توفرها شركات الوساطة تتيح للشخص المتاجرة بأضعاف رأس ماله، وتوفر شركات الوساطة أحجاما مختلفة منها، ويعني ذلك تحقيق أرباح كبيرة يصعب تحقيقها في أي سوق آخر بنفس رأس المال، مع العلم أن الروافع المالية الكبيرة ذات مخاطر عالية وينبغي استخدامها بحكمة وتعتل.

**الربح في الاتجاهين الصاعد والهابط:** الربح في الفوركس ممكن في الاتجاهين، فإذا توقعت الصعود ستقوم بالشراء وإذا توقعت الهبوط ستقوم بالبيع، على عكس أسواق الأسهم حيث ينتظر المستثمرون الصعود لأنه في حالة هبوط السعر يتعرض المستثمرون لخسائر كبيرة.

**العمل على مدار 24 الساعة:** يعمل سوق الفوركس على مدار 24 ساعة يوميا، خلال خمسة أيام عمل في الأسبوع، وهو ما يتيح للشخص العمل في الوقت الذي يناسبه سواء كان متفرغا أو غير متفرغ.

**المتاجرة بدون عمولات إضافية:** لا تتقاضى شركات الوساطة في سوق العملات أي عمولات إضافية مقابل تنفيذها للصفقات، ولا تستفيد من الربح إلا من خلال فروق الأسعار (Spreads)، في حين أنه في سوق الأسهم تأخذ شركات الوساطة عمولات على تنفيذ الصفقات بالإضافة إلى فروق الأسعار (Spreads).

**إمكانية فتح حساب تجريبي مجاني:** توفر شركات الوساطة حسابات تجريبية مجانية، يمكن من خلالها المتاجرة في السوق للتدريب عليه وعلى مواجهة ظروفه المختلفة واختبار طريقة التداول، والفارق الوحيد بين الحساب التجريبي والحساب الحقيقي هو أن الأموال في الحساب التجريبي وهمية، الغرض منها فقط التدريب، ولا يوجد أي اختلاف في الأسعار أو الأدوات عن الحساب الحقيقي إطلاقا، في حين أن هذه الميزة لا تتوفر في أسواق الأسهم.

**استحالة سيطرة فئة معينة على السوق:** لا يمكن لفئة معينة السيطرة على أسعار العملات والتلاعب بها صعودا أو هبوطا كما يحدث في أسواق الأسهم، نظرا للسيولة الضخمة للسوق واستحالة التلاعب في اقتصاديات الدول. ولا شك أن تحركات البنوك والمحافظ الكبرى تؤثر في حركة الأسعار لفترة وجيزة، ولكن لا تستطيع التحكم فيها.

**إمكانية المتاجرة بمبالغ صغيرة:** توفر شركات الوساطة للعملاء إمكانية فتح حسابات بمبالغ صغيرة، وهو ما يمكن صغار المستثمرين من المتاجرة في السوق، وبذلك لا تصبح المتاجرة في السوق قاصرة على كبار المستثمرين.

**سهولة المتابعة والتحليل:** في الفوركس يوجد أربعة أزواج رئيسية، وهي كالاتي:

(EUR/USD - GBP/USD - USD/JPY - USD/CHF)

وهو ما يسهل عملية المتابعة والتحليل، على عكس أسواق الأسهم فيوجد الآلاف من الأسهم التي تستغرق الكثير من الوقت والجهد لتحليلها واختيار الصالح منها للتداول.

**إمكانية التداول من أي مكان:** يمكن المتاجرة من أي مكان موجود فيه في سوق العملات، فشركات الوساطة توفر أشكالا مختلفة من برامج التداول المجانية. فيمكن المتاجرة من أي جهاز كمبيوتر متصل بالانترنت في أي مكان، أو من خلال الهاتف النقال سواء في المنزل أو العمل دون الحاجة للذهاب لمكان معين للتداول<sup>135</sup>.

<sup>135</sup> المتداول العربي للخدمات المالية والتدريب: خطوة بخطوة الفوركس، ط4، الجزء، 2009، ص ص 3-7.

## الدرس الرابع عشر: سوق الإنترنت:

## 1- مفهوم سوق الإنترنت:

هو نظام يجمع ما بين أكبر البنوك والمؤسسات المالية في العالم، وتعتبر أكبر الفئات التي تتداول في سوق العملات بما تملكه من سيولة ضخمة، وقد صنعت نظام الإنترنت بحيث يسهل عملية البحث عن مشتريين وبائعين فيما بينها، ويتيح لها تقديم أسعار العروض والطلبات الخاصة به. ويحتوي هذا السوق على أكثر من 2000 بنك ومؤسسة مالية حول العالم، بحيث تتعامل مع بعضها البعض من خلال منصات تداول إلكترونية توفرها أكبر مؤسسات تزويد الأسعار حول العالم فيها وهما (Reuters) و (EBS).

وستحوز هذه البنوك والمؤسسات المالية على نسبة ضخمة من حجم التداول الإجمالي لسوق العملات، حيث يمثل حجم تداولها وحدها ما يقرب من 34% من إجمالي حجم التداول، أما باقي فيمر أيضا على سوق الإنترنت سواء بطريقة مباشرة أو غير مباشرة، حيث تلجأ الشركات والمؤسسات التي تحتاج لتداول العملات إلى البنوك الموجودة في الأنتر بانك لتنفيذ عمليات الشراء والبيع.

وبذلك ينقسم حجم التداول في سوق العملات إلى قسمين:

أولاً: البنوك والمؤسسات المالية المكونة لنظام الإنترنت، والتي تمثل 34% من إجمالي حجم التداول في السوق.

ثانياً: عملاء الإنترنت بانك ويمثلون 66% من إجمالي حجم التداول في سوق العملاء، وينقسمون إلى فئتين:

- عملاء ذوو أغراض مالية: ويمثلون 59% من إجمالي حجم التداول في السوق.
- عملاء ذوو أغراض غير مالية: يقومون بالتداول في سوق العملات لأغراض الاستيراد والتصدير لسد حاجياتهم من العملات الأجنبية كالشركات التجارية متعددة الجنسيات، ويمثلون 7% من إجمالي حجم التداول في سوق العملات.

## 2- نبذة عن عملاء الإنترنت ذوو الأغراض المالية:

**البنوك المركزية:** وهي هيئات مالية مفوضة من الحكومة بإصدار النقود والحفاظ على استقرار أسعار الصرف واستقرار معدلات الفائدة والتضخم، وتقوم ببيع وشراء عملته المحلية للحفاظ على استقرار أسعار الصرف إذا دعت الحاجة لذلك، وكذلك شراء وبيع العملات الأجنبية لزيادة أو تخفيض حجم الاحتياطي النقدي الأجنبي لحكومته ولتلبية احتياجات بعض هيئات القطاع العام التي تحتاج لشراء احتياجات من الخارج.

**صناديق الاستثمار:** تقوم بطرح أسهمها للبيع في سوق الأسهم ثم تستثمر أنواع المساهمين في مختلف الأسواق المالية لتحقيق عائد ربحي معتدل.

**صناديق التحوط:** وهي صناديق استثمارية ضخمة تدار بمخاطرة عالية لتحقيق معدلات ربحية مرتفعة عن طريق استخدام روافع مالية كبيرة واستراتيجيات تداول متقدمة.

**شركات إدارة الاستثمار:** تقوم بإدارة الأصول المالية مثل صناديق التقاعد والهبات، بهدف تحقيق أرباح معتدلة مع أقل مخاطرة ممكنة.

**شركات الوساطة:** تقوم بشراء العملات بكميات ضخمة من الإنترنت، ثم تجزئتها على عملائها من صغار المستثمرين، أو بالتوفيق بين رغبات المشترين والبائعين من عملائها.

### 3- أوقات عمل سوق العملات:

إن لا مركزية واستمرارية عمل السوق يعتبر من أهم وأقوى المميزات التي جذبت إليه الكثير من المتاجرين حول العالم، فسوق العملات يعمل على مدار 24 ساعة ولمدة خمسة أيام أسبوعياً، حيث يبدأ التداول يوم الأحد الساعة 10:00 مساءً بتوقيت جرينتش (10:00 PM GMT)، وينتهي يوم الجمعة الساعة 10:00 مساءً بتوقيت جرينتش (10:00 PM GMT).

ويجمع سوق العملات ما بين أربعة أسواق إقليمية، هي: الأسترالية والآسيوية والأوروبية والأمريكية، وتستمر عمليات المتاجرة فيه خلال أيام العمل من يوم الاثنين إلى الجمعة، ويغلق السوق يومي السبت والأحد.

كما أن أكبر فترات عمل السوق هي الفترة الأوروبية (لندن) تليها الفترة الأمريكية (نيويورك) ثم الفترة الآسيوية (طوكيو)، ويكون السوق في أقصى حالات السيولة عندما تلتقي الفترة الأوروبية مع الفترة الأمريكية من الساعة الواحدة ظهراً بتوقيت جرينتش (01:00 PM GMT) وحتى الخامسة مساءً بتوقيت جرينتش (05:00 PM GMT).

### 4- العملات التي يتم تداولها:

كل عملات دول العالم يتم تداولها في سوق العملات، وتعد العملات الأكثر تداولاً هي الدولار الأمريكي، اليورو الأوروبي، الجنيه البريطاني، الين الياباني، الفرنك السويسري، الدولار الأسترالي، الدولار الكندي والدولار النيوزلندي.

وطبقا للمنظمة الدولية للتعريف والقياس (ISO)، يتم تمثيل كل عملة بثلاثة أحرف، بحيث يرمز الحرفان الأول والثاني لاسم الدولة، أما الحرف الثالث فيرمز إلى اسم العملة.

United States Dollar - USD

Great Britain Pound - GBP

### أزواج العملات:

إن المتاجرة في سوق العملات تتم بنظام الأزواج، وهو ما يعني شراء عملة مقابل أخرى أو تبادل عملة مكان أخرى. فزوج العملات (EUR/USD)، يعني مبادلة اليورو بالدولار الأمريكي.

وتسمى العملة الأولى (EUR) بـ (عملة الأساس)، أما العملة الثانية (USD) فيطلق عليها (العملة المقابلة). ولكل زوج من أزواج العملات سعر صرف يمثل المقدار المطلوب دفعه من (العملة المقابلة) للحصول على وحدة واحدة من (عملة الأساس).

مثال: إذا كان الدولار/ين (USD/JPY) = 82.58، فهذا يعني أن الدولار الواحد يساوي 82.58 ين، أي أنه علينا دفع 82.58 ين لشراء 1 دولار.

وتصنف أزواج العملات إلى ثلاثة أنواع كالاتي:

أزواج رئيسية: وهي أزواج العملات التي يكون الدولار الأمريكي طرفا بها، ويكون الطرف الآخر عملة رئيسية، وهم أربعة أزواج فقط:

EUR/USD      GBP/USD  
USD/CHF      USD/JPY

أزواج ثانوية: وهي الأزواج التي يكون الدولار الأمريكي طرفا بها، ويكون الطرف الآخر عملة ثانوية، وأشهرها.

AUD/USD      NZD/USD      USD/CAD

التقاطعات: وهي أزواج العملات التي لا يكون الدولار الأمريكي طرفا بها، ومن أمثلتها.

EUR/JPY      GBP/CHF      GBP/JPY  
GBP/AUD      AUD/NZD

تداول أزواج العملات: ينقسم إلى الآتي:

- عمليات شراء.

- عمليات بيع.

**عمليات الشراء:** هي عملية شراء لزوج العملات، ويتم فيها شراء (عملة الأساس) وبيع (العملة المقابلة).  
**مثال:** عندما تتخذ قرارا استثماريا يفيد بأن اليورو (EUR) سوف يرتفع أمام الدولار (USD)، فإنك تقوم بعملية شراء لزوج (EUR/USD) وبالتالي أنت تشتري اليورو (عملة الأساس) وتبيع الدولار (العملة المقابلة).

**عمليات البيع:** هي عملية بيع لزوج العملات، ويتم فيها بيع (عملة الأساس) وشراء (العملة المقابلة).  
**مثال:** عندما تتخذ قرارا استثماريا يفيد بأن اليورو (EUR) سوف ينخفض أمام الدولار (USD)، فإنك ستقوم بعملية بيع لزوج (EUR/USD)، وبالتالي أنت تبيع اليورو (عملة الأساس) وتشتري الدولار (العملة المقابلة).

وجدير بالذكر أن جماعة المشتريين يكون غرضهم هو دفع السعر للأعلى، أما البائعون فيكون غرضهم دفع السعر للأسفل، وحركة السوق هي نتيجة لتلك المعركة، فالأسواق تتحرك صعودا وهبوطا بشكل دائم، ومن الممكن أن يكون المستثمر نفسه من صف المشتريين ثم يتحول إلى صف البائعين، وذلك بناء على قراراته الاستثمارية وتوقعاته لحركة السعر في المستقبل.

**سعر الطلب (Ask) سعر العرض (Bid):** لكل زوج من أزواج العملات سعران، الأول سعر العرض والثاني سعر الطلب. فسعر الطلب هو السعر الذي تنفذ عنده عملية الشراء. وسعر العرض هو السعر الذي تنفذ عنده عملية البيع.

GBP/CHF	
Bid	Ask
1.6702	1.6714

GBP/JPY		EUR/USD	
Bid	Ask	Bid	Ask
135.99	136.08	1.3164	1.3167

ويلاحظ أن سعر الطلب يختلف عن سعر العرض ويزيد بمقدار بسيط يسمى الفارق السعري (Spread)، وهذا الفارق هو ما يحصل عليه الطرف المنفذ للصفقة (شركة وساطة - بنك - مكتب صرافة).

## 5- آلية توقع حركة العملات:

إن قوى العرض والطلب هي المحرك الأساسي للأسعار في سوق العملات، ولذلك فإن المتاجرة في سوق العملات تستلزم من المتاجر أن تكون قراراته مبنية على دراسة تحليلية.

وهناك مدارس مختلفة من التحليل يمكننا من خلالها التنبؤ بحركة الأسعار المستقبلية، ومن أشهرها التحليل الأساسي والتحليل الفني.

ونسنتعرض فيما يلي نبذة مختصرة عن كل منهما:

**التحليل الأساسي:** يقوم على افتراض رئيسي، وهو أن التغير في العرض والطلب ينتج عن الأحداث الجارية التي تؤثر في الاقتصاد. لذلك يدرس الأوضاع الاقتصادية، السياسية والاجتماعية للدولة التي تؤثر في قيمة العرض والطلب، حيث يعتمد المحللون في ذلك على البيانات الإخبارية والمؤشرات الاقتصادية لجمع كافة المعلومات حول السياسات الاقتصادية ومعدلات النمو للدولة. والمؤشرات الاقتصادية هي مجموعة من البيانات والإحصائيات تصدرها جهات حكومية أو مستقلة مختصة في الدولة بصفة دورية وتظهر أداء الاقتصاد، وتعتبر الوسيلة الرئيسية لقياس مدى قوته، وتوضع إذا كان اقتصاد الدولة قد تحسن أم تراجع.

**التحليل الفني:** هو دراسة الحركة السعرية الماضية على الرسوم البيانية (Chart) لتوقع حركة الأسعار في المستقبل. ويقوم على مبدأ رئيسي هو أن حركة السعر تحسم كل شيء، فالأحداث التي تجري هي التي تحرك قوى العرض والطلب، وبالتالي تتحرك الأسعار، لذلك يعكس السعر كل ما يحدث في السوق. ومن خلال التحليل الفني يمكن معرفة أفضل مناطق الدخول والخروج للصفقات باستخدام أنواع مختلفة من الأدوات والتقنيات الفنية المختلفة. وفي سوق العملات توفر شركات الوساطة برامج للتحليل الفني ويمكن الحصول على معظمها مجاناً.

### أيهما أفضل، التحليل الأساسي أم التحليل الفني؟

هناك بعض المحللين يعتمدون على التحليل الأساسي فقط في اتخاذ قراراتهم، اقتناعاً منهم بأن اقتصاد الدولة هو المحرك الرئيسي للعملة باعتباره المؤثر الأول في قوى العرض والطلب.

والبعض الآخر يرى أن التحليل الفني هو الأفضل، لأنه يكشف تحركات كبار المستثمرين وصناع السوق، ويتنبأ بالحركة المستقبلية للأسعار والتي يمكنهم الاستفادة منها في المتاجرة دون الدخول في التحليل الأساسي.

وفريق ثالث يرى أن الذي يعطي المستثمر رؤية أفضل للسوق ويزيد من أرباحه هو الدمج بين المدرستين، فإما أن يكون محللاً أساسياً ويستعين بالتحليل الفني لدعم تحليله، وإما أن يكون محللاً فنياً ويستعين بالتحليل الأساسي لدعم تحليله<sup>136</sup>.

<sup>136</sup> المتداول العربي للخدمات المالية والتدريب: مرجع سابق، ص 13-38.

## الدرس الخامس عشر: الأسواق المالية:

## 1- تعريف سوق الأوراق المالية:

تعتبر سوق الأوراق المالية المحرك الرئيسي للنمو الاقتصادي في الدول، إذ أن التطور الاقتصادي يرتبط بشكل وثيق بوجودها مزدهرة ومتطورة، وهي تختص بالمعاملات المتوسطة وطويلة الأجل. ويأتي العرض في هذه السوق من فئات عديدة من المدخرين الذين يرغبون في توظيف أموالهم لأمد طويل، أما الطلب فيأتي من جانب المنظمين الراغبين في استثمار هذه الأموال في مشروعات طويلة الأجل<sup>137</sup>. وتمثل سوق الأوراق المالية (بورصة الأوراق المالية) إحدى المؤسسات المالية الوسيطة في السوق المالية، وهي موقع لعرض وطلب الأوراق المالية في سوق ثانوية تجري خلالها عملية التداول بيعا وشراء بعد أن يتم إصدارها في السوق الأولية<sup>138</sup>.

## 2- أقسام سوق الأوراق المالية:

تتألف سوق الأوراق المالية من سوقين:

أ- السوق الأولية: تعرف بسوق الإصدارات، أين يتم بيع وشراء الأسهم والسندات وغيرها من الأوراق المالية التي تطرح لأول مرة للتداول، وبذلك يمكن للدولة أو المؤسسات أن تجمع الأموال التي تحتاجها لبناء نفسها أو توسعها أو لتمويل عجز تسجيله، خاصة إذا كانت تتمتع بسمعة لا بأس بها لدى الجمهور والمؤسسات المالية المختصة. غير أن حامل هذه الأوراق المالية قد يحتاج إلى سيولة في أي وقت من الأوقات، لسبب أو لآخر، وعليه فبمجرد بيع تلك الأوراق ولو لمرة واحدة لمستثمر آخر، تنتقل إلى السوق الثانوية.

ب- السوق الثانوية: هي ذلك الجزء من السوق المالية الذي يتم فيه تداول الأسهم والسندات وغيرها من الأوراق المالية التي سبق إصدارها، لهذا تعرف بسوق الإصدارات القديمة. وعليه فهي مكان لقاء الباعة والمشتريين (المستثمرين) لأوراق مالية سبق بيعها في السوق الأولية. فالبائعون تحركهم دوافع شتى أهمها تحقيق سيولة وأرباح على مستثمراهم، والمشترون مدفوعون برغبة الاستثمار في تلك الأوراق لغرض إعادة بيعها وتحقيق الأرباح أيضا، أو بغرض الاحتفاظ بها في المحفظة المالية لوقت لاحق.

<sup>137</sup> محمد يوسف ياسين: البورصة (عمليات البورصة - تنازع القوانين - اختصاص المحاكم)، منشورات الحلبي الحقوقية، لبنان، 2004، ص 12.

<sup>138</sup> محمود محمد الداغر: الأسواق المالية (مؤسسات - أوراق - بورصات)، دار الشروق للنشر والتوزيع، الأردن، 2007، ص 239.

ولعل أهم ما يميز هذا التقسيم هو الارتباط الوثيق بين السوقين الأولية والثانوية، فلولا السوق الأولية التي تباع فيها القيم المتداولة لأول مرة لما وجد هناك ما يتداول في السوق الثانوية، كما أنه لولا السير الحسن لهذه الأخيرة بالنسبة لورقة معينة وزيادة الطلب عليها لما سارت السوق الأولية كما ينبغي بالنسبة لتلك الورقة<sup>139</sup>.

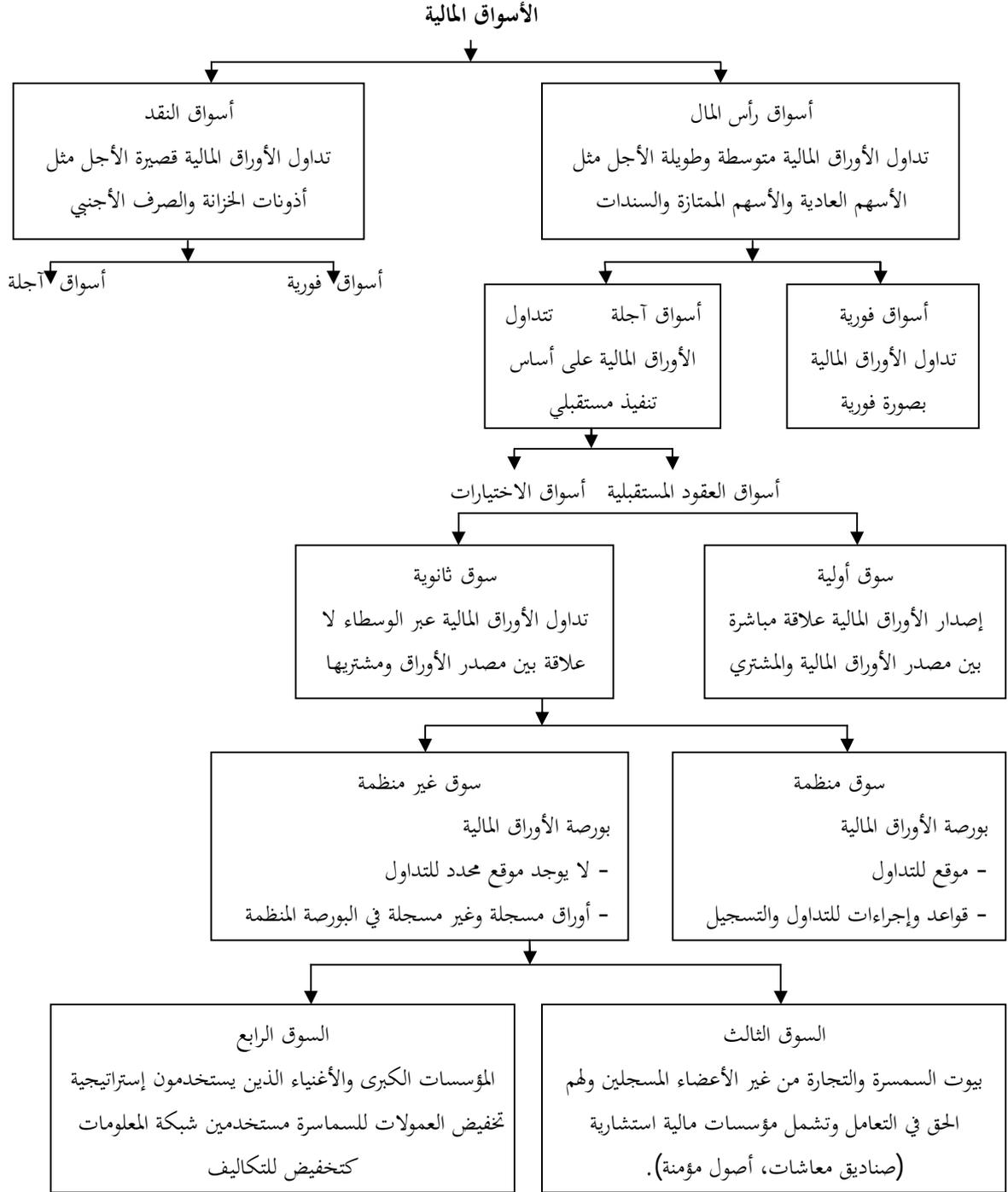
ولقد تم تقسيم الأسواق المالية وفق الأسس الآتية:

- سوق رأس المال (متوسط وطويل الأجل) وسوق النقد (قصير الأجل)؛
  - سوق فورية (حاضرة) وسوق آجلة (مستقبلية)؛
  - سوق أولية (إصدار) وسوق ثانوية (تداول)؛
  - سوق منتظمة (البورصة) وسوق غير منتظمة؛
  - سوق الأوراق المالية (دين، ملكية) وسوق الصرف الأجنبي<sup>140</sup>.
- ويساعد الشكل رقم (15) في استيضاح تقسيمات الأسواق المالية في عالمنا المعاصر ووفقاً للأسس السابقة.

<sup>139</sup> جبار محفوظ: البورصة، الجزء الأول، دار هومة، مكان الطبعة غير موجود، 2002، ص ص 55-60.

<sup>140</sup> محمود مجد الداغر: مرجع سابق، ص 44.

الشكل رقم 15: مكونات الأسواق المالية



المصدر: محمود مجد الداغر: مرجع سابق، ص 45.

**3- المشاركون في البورصة:**

يمكن حصرهم فيما يلي:

- أ- شركات البورصة:** شركة تجارية معتمدة من طرف مجلس البورصة للقيم وتحتكر المفاوضات للقيم المنقولة في السوق الأولية والثانوية، وهي وسيط إجباري لإبرام جميع الصفقات، وتعتبر منشط ومتدخل رئيسي في البورصة.
- ب- البنوك والمؤسسات المالية:** التي تحقق أكبر عدد من العمليات، وتلعب دور المستشار والوسيط للمؤسسات ولأصحاب القروض، فيما يخص إدخالهم البورصة وإصدار الأسهم. ومن هنا يظهر دورها في تنشيط البورصة.
- ج- هيئات توظيف الأموال:** يوجد لها مبالغ هامة مستثمرة في البورصة، ومنها: شركات التأمين، صناديق التقاعد، أجهزة التوظيف الجماعي للقيم المنقولة.
- د- مسيري الحسابات للأشخاص والمؤسسات:** وهم يؤدون ثلاث وظائف كما يلي:
- وظيفة الوساطة والتي يتقاضون عنها عمولة؛
  - وظيفة تسيير الحسابات في ميدان الاستثمارات؛
  - وظيفة مستشارين في ميدان الاستثمارات.
- هـ- المدخزين:** يستطيعون القيام بعملية البيع والشراء للقيم والسندات بمفردهم أو اختيار تسيير جماعي في البورصة. و الخواص الراغبين في الاستثمار في البورصة عليهم بالاتجاه غالباً للمؤسسات المالية وشركات البورصة.
- و- المؤسسات:** تلجأ المؤسسات العمومية والخاصة للبورصة لرفع رأسمالها من خلال إصدار الأسهم، فهي تساهم في تنشيط عملياتها. وهذه المؤسسات تكون لديها قيم مضافة هامة ينتج عنها ادخار صافي، والذي يتصل مباشرة بنسبة التمويل الذاتي.
- ز- الدولة:** تأتي في المرتبة الأولى في سوق البورصة من حيث الطلب على الأموال، حيث تلجأ إلى الاقتراض لتمويل العجز في الميزانية عن طريق إصدار الالتزامات (السندات الحكومية... الخ).
- ط- المحللين الماليين:** متخصصين في البورصة، ويقع على عاتقهم تحليل المؤسسات وحساباتها. متواجدين في البنوك وشركات البورصة وفي جميع أجهزة التسيير، ولآرائهم ثقل كبير خاصة فيما يخص سعر القيم<sup>141</sup>.

<sup>141</sup> بلعوز بن علي، مجدي الطيب المجد: دليلك في الاقتصاد، دار الخلدونية، الجزائر، 2008، ص ص 141-142.

**4- مصادر المخاطر في سوق الأوراق المالية:**

إن أهم مصادر المخاطر التي يمكن أن يتعرض لها سوق الأوراق المالية هي الآتي:

**أ- مخاطر سعر الفائدة:** يقصد بها قابلية التباين في العائد الناتج عن حدوث تغيرات في مستوى أسعار الفائدة، والتي تؤثر على الأوراق المالية، ويعود ذلك إلى أن قيمة الورقة المالية هي القيمة الحالية لدخلها، وحيث أن سعر الفائدة في السوق هو سعر الخصم المستخدم في حساب القيم الحالية للأوراق المالية، فإن أسعار كافة الأوراق المالية تميل إلى التحرك في اتجاه معاكس أو مضاد للتغيرات الحادثة في مستوى أسعار الفائدة، وتؤثر مخاطر سعر الفائدة على أسعار الأوراق المالية ذات الدخل الثابت مثل السندات أكثر من تأثيرها على الأسهم العادية.

**ب- مخاطر القوى الشرائية:** تتمثل في تراجع القوى الشرائية للمدخرات أو الثروة المستثمرة بسبب التضخم، وتصل إلى أقصاها في الاستثمارات ذات الدخل الثابت مثل المدخرات والودائع والسندات وغيرها من العقود التي تدفع فوائد ثابتة، وعندما يتجاوز معدل التضخم معدلات الفائدة الثابتة فإن المدخرات تعاني من هبوط في القوى الشرائية. كما أن الأسهم العادية تميل إلى المعاناة بدرجة أقل من مخاطرة القوى الشرائية مقارنة بالاستثمارات ذات الدخل الثابت، غير أنها لم تؤدي دائما إلى زيادات حقيقية في القوى الشرائية أثناء التضخم، ومن ثم فإنها تحوط جزئي فقط من التضخم.

**ج- المخاطر السوقية:** تحدث هذه الخسائر نتيجة لتقلبات السوق، ومن ثم تباين أسعار الأوراق المالية بشكل كبير إلى حد لا يتفق مع كثير من تقديرات قيم الأوراق المالية الذاتية أو الحقيقية، فهبوط التقديرات الذاتية تسبب هستيريا تسود السوق ورد فعل مبالغ فيه لأسعار الأوراق المالية وهبوطها دون مستوى قيمتها الاقتصادية الحقيقية. فمخاطر السوق تؤثر بشكل أساسي في الأسهم العادية، أما السندات والأوراق المالية الممتازة الأخرى فهي أقل عرضة لمثل هذه التقلبات لأن قيمتها الحقيقية يمكن تقديرها بدقة أكبر من قيمة الأسهم العادية.

**د- مخاطر الرافعة المالية:** تزيد الرافعة المالية لأي شركة مع زيادة استخدامها للتمويل بالديون مقارنة بحقوق الملكية، وتقاس الرافعة المالية عادة بنسبة الديون إلى حقوق الملكية أو النسبة بين الديون وإجمالي الأصول، ومع افتراض تثبيت كافة الأمور والأشياء الأخرى فإن قابلية حملة الأسهم للتباين تزيد مع استخدام المنشأة للرافعة المالية، وهو ما يطلق عليه مخاطرة الرافعة المالية.

هـ - **مخاطر الإدارة:** يمكن القول أن بعض المنشآت أشرفت على الإفلاس بسبب النظرة الساذجة للإدارة. ومن الأخطاء الإدارية الشائعة عدم الاستعداد لمواجهة الأزمات وانعدام البصيرة والحكمة في التعامل مع أزمة الطاقة والإضرابات العمالية، ضياع الآلات والمعدات غير المؤمن عليها، وخسارة العملاء والموردين المهمين.

و - **مخاطر الصناعة:** أحيانا تتعرض كل المنشآت العاملة في صناعة واحدة أو بضع صناعات لقابلية تغير العائد، فعلى سبيل المثال، عندما تنظم نقابة عمالية كبيرة في قطاع صناعي معين إضرابا، فإن المنشآت العاملة في تلك الصناعة وعملاؤها ومورديها سوف يتأثرون، فإذا كان الإضراب غير متوقع أو إذا استمر لفترة طويلة، فإن تأثيراته يمكن أن تحدث ضررا كبيرا للأرباح والقيم السوقية لأسهم المنشآت ذات الصلة بالإضراب. ويمكن أن تنبع مخاطر الصناعة من مصادر عديدة، منها تعطيل إمدادات المواد الخام، قوانين مكافحة التلوث، تعرض الصناعات التحويلية والبنوك لمنافسة أجنبية شرسة مع بدء تطبيق اتفاقيات منظمة التجارة العالمية، ومثل هذه التأثيرات يمكن أن تكون صغيرة ومؤقتة أو كبيرة ومستمرة لفترة طويلة<sup>142</sup>.

ز - **مخاطر الائتمان:** وهي التي تنتج عن عدم قدرة الجهة التي أصدرت السندات على سداد قيمتها في المواعيد المقررة، ويوجد هذا النوع من المخاطر خاصة عندما تكون السندات المصدرة غير مضمونة من طرف الحكومة<sup>143</sup>.

ح - **مخاطر الدورة التجارية:** تشهد الأسواق بمختلف أنواعها دورات تجارية منتظمة من رواج وكساد، وطالما كان هناك اتجاه متوقعا للدورة فلا بد للمستثمرين في الأسواق المالية من بناء توقعاتهم على أساس مدى تأثير الاستثمار بهذه الدورة، حيث أن السوق ما هو إلا حصيلة مكونات ممثلة لوحدة العجز ووحدات الفائض، ومن ثم فالأوراق المالية لهذه الوحدات المختلفة هي المتلقية لتأثير تقلب السوق بفعل دورة الأعمال، وبالتالي فالتقلبات في أسعار الأوراق المالية جزء مهم من تقلبات السوق<sup>144</sup>.

## 5- تعريف الأزمة البورصية:

هي أزمة تتميز باضطرابات شديدة في الأسواق المالية مما تضعف من قدرتها على العمل بكفاءة وتؤدي آثارا غير مواتية للاقتصاد الحقيقي ولها عدة صور كالآتي:

<sup>142</sup> طارق عبد العال: إدارة المخاطر (أفراد - إدارات - شركات - بنوك)، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2007، ص 368-375.

<sup>143</sup> زياد سليم رمضان، محفوظ أحمد جودة: الاتجاهات المعاصرة في إدارة البنوك، دار وائل للنشر والتوزيع، الأردن، 2003، ص 284.

<sup>144</sup> محمود مجد الداغر: مرجع سابق، ص 189.

- **أزمة السيولة:** هي غالباً ما تنتج عن الاندفاع نحو سحب الودائع من البنوك، فتتنافس البنوك على بيع بعض أصولها للبنوك الأخرى بهدف الحصول على سيولة يؤدي إلى انهيار قيمتها، ومن ثم تتحول مشكلة السيولة إلى أزمة التوقف على الوفاء بالالتزامات؛

- **أزمة التوقف عن الوفاء بالالتزامات:** تنشأ نتيجة اختلال الهياكل التمويلية للمشروعات وعدم توافق الاستحقاق بين أصول وخصوم البنوك ومحدودية رؤوس الأموال. وحينما تتعرض المشروعات والبنوك إلى التعثر وتصبح على وشك التوقف عن الوفاء بالتزاماتها، فإنها تميل للدخول في مجالات تتسم بالمغامرة وارتفاع درجة المخاطرة على أمل الحصول على عوائد مرتفعة، بدلاً من الدخول في مجالات استثمار آمنة منخفضة العائد. وفي معظم الأحيان ينتهي بها هذا السلوك إلى الانهيار؛

- **أزمة انفجار فقاقيع الأصول:** تنتج عند ارتفاع أسعار الأصول ارتفاعاً شديداً بسبب هجوم مضاربي عنيف، حيث يعتقد كل مضارب أنه بعيد عن مخاطر انهيار السوق لأنه يستطيع الخروج منه في الوقت المناسب، أو لأنه حقق مكاسب رأسمالية ضخمة تحميه من الخسارة، ولكن بمجرد عودة أسعار الأصول لقيمتها الحقيقية يحدث الانهيار؛

- **أزمة استراتيجيات وقف الخسائر:** تنشأ هذه الأزمة عندما يصدر التجار أوامرهم إلى السماسرة بالبيع بسعر معين، فإن انخفاضاً في الأسعار قد يتفاقم بشكل كبير نتيجة هذه الممارسات<sup>145</sup>.

هذه هي أنواع الأزمات المالية التي في حالة ما إذا انفجرت إحداها أدت إلى بعض أو كل الأزمات الأخرى.

## 6- أسباب وآثار الأزمة البورصية:

رغم أن أسباب الأزمات تختلف من اقتصاد دولة لأخرى بحسب ظروفه، إلا أن هناك أسباب عامة تمثل المناخ الذي تنهار فيه البورصات، ومن أبرزها تراكم الديون العامة والديون المشكوك في تحصيلها، وتسارع معدلات النمو في اقتصاديات دول بشكل لا تستوعبه طاقتها الاقتصادية، وكذلك استخدام القروض قصيرة الأجل لتمويل مشروعات ذات فترات طويلة الأجل، هذا إلى جانب تفشي الفساد في الجهاز المصرفي، ووصول الطلب إلى أدنى مستوياته بما يخلق حالة من الركود، كما أن المضاربات تخلق ما يسمى باقتصاد الفقاعات الذي ينهار إثر أي هزة.

<sup>145</sup> محمد العربي ساكر: محاضرات في الإقتصاد الكلي، دار الفجر للنشر والتوزيع، القاهرة، 2006، ص ص 192 - 193.

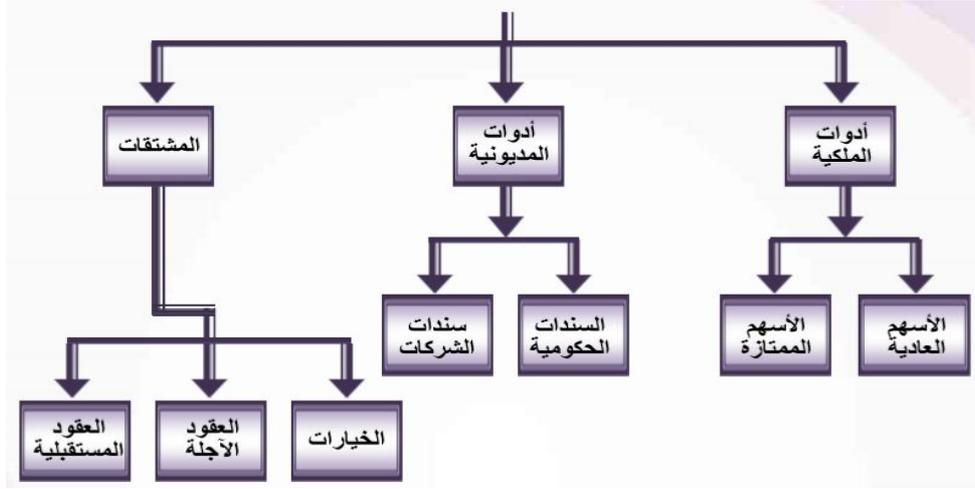
- ولأخيار البورصات مؤشرات يجب أن ينتبه لها المستثمرون ووكلائهم في عمليات التداول، ومن أبرزها:
- وجود غالبية المستثمرين الذين يتعاملون في الأسواق المالية من غير المحترفين، ونقص كبير في المعلومات خاصة فيما يتعلق بسوق المال، فضلا عن وجود عمليات بيع لجني الأرباح وأخرى لتعديل المراكز الاستثمارية في السوق؛
  - انعدام الإفصاح المالي، فالإدلاء بالمعلومات الخاطئة له عواقب وخيمة وانعكاسات سلبية على الأسواق المالية؛
  - توقع حدوث حرب قد تؤثر بالسلب على الاقتصاد، ومن تم على البورصات، أو وقوع اضطرابات بأحد القطاعات الاقتصادية القائدة في الاقتصاد القومي، كذلك انتشار عمليات كبيرة لغسيل الأموال، فذلك يعتبر نذيرا بوجود انهيار في البورصة؛
  - وجود انهيار في بورصة بها أسهم مشتركة أو مصالح اقتصادية ترتبط بها الدولة مع دولة أخرى يوجد بها الانهيار؛
  - عدم الاستقرار في الاقتصاد الكلي لا سيما فيما يتعلق بانخفاض شروط التبادل التجاري الذي يؤدي إلى عجز المشتغلين بالأنشطة التجارية عن الوفاء بالتزاماتهم تجاه البنوك مما يؤدي إلى حدوث الأزمة؛
  - التقلبات في أسعار الفائدة العالمية التي لا تؤثر فقط على تكلفة الاقتراض بل كذلك على تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر إلى الدول النامية، فضلا عن التوسع في منح الائتمان وضخامة التدفقات المالية الخارجية.
- ولهذه الأزمات المالية آثار سلبية منها انهيار أسعار صرف الدولة وتدهور قيمة عملتها الوطنية، مما تضعف الثقة بها داخليا وخارجيا، فتلجأ إلى الاقتراض من العالم الخارجي، الأمر الذي يتسبب في تراكم ديونها الخارجية، مما يؤثر على النمو الاقتصادي ورفاهية الفرد. كما أن المستهلك النهائي يتحمل الأعباء الناجمة عن ارتفاع الأسعار، وعدم قدرة الدولة على جذب رؤوس الأموال الأجنبية للاستثمار أو انسحاب الاستثمارات الحالية، مما يؤثر على قدرة الدولة على توفير العملات الأجنبية، فتتأثر حركة المبادلات التجارية الخارجية، مما تؤدي إلى زيادة ارتفاع الأسعار، وبالتالي قلة الدخل الحقيقي الذي يحصل عليه الفرد<sup>146</sup>.

<sup>146</sup> أوكيل نسيم: الأزمات المالية وإمكانية التوقي منها والتخفيف من آثارها مع دراسة حالة أزمة جنوب شرق آسيا، رسالة لنيل درجة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة الجزائر، 2008/2007، ص 109.

## الدرس السادس عشر: أنواع الأدوات المالية:

تعد الأوراق المالية وبخاصة الأسهم والسندات التي تصدرها منشآت الأعمال، السلعة الرئيسية المتداولة في سوق الأوراق المالية، فالورقة المالية بمثابة صك يعطى لحامله الحق في الحصول على جزء من عائد المنشأة أو جزء من أصولها، أو الحقين معا. ويمكن تقسيم أدوات سوق الأوراق المالية إلى ثلاث مجموعات أساسية هي: أدوات الملكية، أدوات المديونية والمشتقات، كما يبين المخطط التالي.

## الشكل رقم 16: أنواع الأدوات المالية



المصدر: حيدر حسين آل طعمة: الأسواق المالية: المنشأة، المفهوم، الأدوات، مركز الدراسات الإستراتيجية، جامعة كربلاء، 2014، ص 20.

## 1- أدوات الملكية:

تتمثل في الأسهم التي تصدرها الشركات المساهمة لتمويل احتياجاتها طويلة الأجل، وتعد شهادات ملكية تخول لصاحبها الحصول على جزء من موجودات الشركة المالية والحقيقية، وهي تختلف عن الأدوات المالية الأخرى كونها لا تحمل قيمة اسمية أو مدة استحقاق، فتبقى متداولة في الأسواق إلى ما لا نهاية، إلا في حالة قيام الشركة بإعادة شرائها أو عند حل الشركة وتصفيتها. وتقسّم الأسهم إلى نوعين هما:

**الأسهم العادية:** أحد أنواع الاستثمار بالأوراق المالية، ويعرف بأنه أداة ملكية ذات صفة مالية قابلة للتداول، يعطى حامله الحق في الحصول على عوائد غير ثابتة بجانب حصته برأس مال الشركة والمثبتة بشهادة السهم. ويتضح من التعريف ما يأتي:

- السهم العادي أداة تمويل رئيسية لرأس مال الشركة.
- السهم العادي أداة ادخارية واستثمارية في آن واحد، من وجهة نظر المستثمر طبقا للإستراتيجية المتبعة من قبله، إما بالاحتفاظ به للأجل القصير (المضاربة) أو للأجل الطويل (تعظيم الثروة).

- يحصل حامل السهم العادي على عوائد غير محددة، قد تكون سنوية أو نصف سنوية أو ربع سنوية.
  - يكتسب السهم العادي صفة التداول، مما يعطي مرونة كبيرة في تسيله.
  - يحصل السهم العادي على حصة من موجودات الشركة عند التصفية لأنه يمثل مشاركة في رأس مال الشركة.
- إلى جانب ذلك فالسهم العادي ليس له تاريخ استحقاق، لا يتعرض للتقادم، غير قابل للتجزئة، ولحامله حق التصويت في اختيار أعضاء الإدارة، فضلا على مشاركته في العديد من الموضوعات المهمة التي تخص الشركة المصدرة له، يتمتع بحق الأفضلية في شراء الأسهم، يمنح لمساهمي الشركة القدامى الأولوية في شراء الجديدة منها التي تصدرها الشركة، ويحصل حملته على نصيبهم من التوزيعات على شكل نسبة مئوية من قيمة رأس المال تعلن سنويا في مجلس إدارة الشركة. ويتقاضون الأرباح الموزعة نقدا أو على شكل أسهم وذلك بعد أن يتقاضى حملة الأسهم الممتازة كافة حقوقهم في الربح.

ورغم المزايا التي تحققها الأسهم العادية إلا أنها تعاني من بعض العيوب التي تجعلها غير جذابة لعدد من المستثمرين أهمها: تأخر حق الأولوية عند التصفية على اعتبار أن حملة الأسهم العادية يتقاضون حقوقهم من أصول الشركة وأرباحها بعد استيفاء حقوق كافة الدائنين، فضلا على تذبذب العائد على هذه الأسهم وعدم ثباته، سواء أكان ذلك العائد جاري أم رأسمالي.

**الأسهم الممتازة:** تعد من أدوات الاستثمار والتمويل في آن واحد، فهي أداة استثمارية لأن حملتها يحصلون على أسبقية في الأرباح بمقادير ثابتة وقبل حملة الأسهم العادية. ثم أنها أداة تمويلية لأنها تعد من أدوات الملكية. ويعرف بأنه أداة مالية هجينة تجمع بين صفات أدوات الدين (السندات) وأدوات الملكية (الأسهم العادية)، بوصفه يمثل مشاركة برأس مال الشركة كالأسهم العادي كونه يحصل على عائد دوري ثابت كالسندات. ولحامل السهم الممتاز الحق في الحصول على عائد محدد سنويا، إما بنسبة من القيمة الاسمية أو كمبلغ محدد بجانب المبلغ المثبت بشهادة السهم. وعلى الرغم من أن السهم الممتاز يعد شكلا من أشكال الملكية من الناحية القانونية والضريبية، إلا أنه يختلف عن السهم العادي في عدة جوانب أهمها:

- يعطى للسهم الممتاز الأولوية في السداد عند التصفية.
- يحصل صاحب السهم الممتاز على حصته من الأرباح (إذا تحققت) قبل السهم العادي.
- تعد الأسهم الممتازة أقل خطورة من الأسهم العادية بالنسبة إلى المستثمر.
- تتغير أسعار الأسهم العادية بصورة مستمرة تقريبا، إذا ما قورنت بالثبات شبه النسبي لأسعار الأسهم الممتازة.

- تعد الأسهم الممتازة أقل شيوعاً من الأسهم العادية.
- لا تشارك الأسهم الممتازة بالإدارة على العكس من الأسهم العادية.
- تأخذ الأسهم الممتازة نصيبها من الأرباح إذا تحققت كنسبة ثابتة، بينما تتغير أرباح الأسهم العادية حسب أرباح الشركة.

وتصدر الأسهم الممتازة بفئات مختلفة وفقاً للمزايا التي تحققها كل فئة منها سواء للمستثمر أو للشركة المصدرة خصوصاً من حيث توزيعات الأرباح أو القابلية للتحويل أو القابلية على الاستدعاء من الشركة. وعلى هذا الأساس تقسم الأسهم الممتازة إلى الآتي:

- أ- **الأسهم الممتازة المجمعة للأرباح:** في هذا النوع يحق لحامل السهم ترحيل الأرباح المجمعة غير الموزعة من سنة إلى أخرى، في حالة عجز الشركة عن الدفع أو تحقيقها أرباحاً ولم تعلن عن توزيعها لسبب ما.
- ب- **الأسهم الممتازة المشاركة في الأرباح:** يقصد بها تلك الفئة التي توفر لحاملها ميزة إضافية لحق الأولوية في توزيع الأرباح، وذلك بإعطائه الحق في مشاركة المساهمين العاديين في الأرباح الموزعة إما بالكامل أو جزئياً.
- ج- **الأسهم الممتازة القابلة للتحويل:** تعد قابلية تحويل السهم الممتاز إلى عادي ميزة تعطي حاملها أفضلية الحصول على نصيبه من الأرباح قبل السهم العادي، وفي الوقت ذاته توفر له خلال مدة زمنية محددة الفرصة لتحويل هذه الأسهم إلى أسهم عادية إذا ما ارتفع السعر السوقي للسهم العادي، مما يتيح لحاملها فرصة تحقيق مكاسب رأسمالية.
- د- **الأسهم الممتازة القابلة للاستدعاء:** في هذا النوع تقوم الشركة بإلزام حامل السهم برده للشركة بسعر محدد خلال مدة زمنية محددة من تاريخ الإصدار، الأمر الذي يوفر ميزة للشركة المصدرة وهي ميزة الإطفاء، إذا ما شعرت بأن لديها فائضاً من الأموال يمكنها من تضييق قاعدة المساهمين الممتازين لصالح المساهمين العاديين.

## 2- أدوات المديونية:

تعد مصدراً من مصادر التمويل المتاحة، تلجأ إليها الشركات والحكومات لسد احتياجاتها المالية الكبيرة التي لا يمكن تمويلها من جهة واحدة. إذ يجرى المبلغ المطلوب إلى فئات يتم تسنيدها وتسويقها إلى الجمهور. وتعد السندات، ولاسيما ذات الأجل الطويل النوع الأكثر شيوعاً. ويعرف السند بأنه أداة مديونية ذو صفة مالية قابلة للتداول، يعطي الحق لحامله في الحصول على عوائد دورية بنسبة مئوية من المبلغ المثبت بشهادة السند، هذا بجانب قيمة السند بتاريخ الاستحقاق. ويتضح من التعريف آنف الذكر ما يأتي:

- السند أداة استثمارية وادخارية في آن واحد.

- حامل السند دائن للجهة المصدرة له.
- عائد السند عبارة عن فائدة محددة بنسبة مئوية بمدة استحقاق (دورية نصف سنوية أو ربع سنوية).
- للسند قيمة اسمية تتمثل بالمبلغ المثبت بشهادة السند.
- صفة التداول تعطي للسند قيمة سوقية.
- وللسندات مزايا متعددة تجعلها أحيانا أكثر جاذبية للمستثمرين من الأسهم، وهي كالاتي:
  - الفوائد المدفوعة على السندات تحسب كنسبة مئوية من قيمة السند.
  - للسندات آجال محددة ومع ذلك يمكن إطفائها قبل تاريخ الاستحقاق.
  - على الرغم من أن الشركات قد لا تحقق أرباحا بشكل دائم، مع ذلك يتوجب عليها دفع عوائد السندات.
  - تنحصر مخاطر أسعار السندات عموما في تغير أسعار الفائدة.
- ويمكن تقسيم السندات إلى عدة أنواع وعلى أسس مختلفة، مثلا على أساس جهة الإصدار، شكل الإصدار، الأجل، الضمان أو على أساس القابلية للتداول والاستدعاء. إلا أن تقسيمها على أساس جهة الإصدار هو الأكثر شيوعا فضلا على أهميته، وتقسم إلى سندات حكومية وسندات شركات الأعمال.
- أ- السندات الحكومية:** تصدرها الحكومة لتحقيق أغراض اقتصادية، نقدية أو لمواجهة العجز في الموازنة العامة. وتباين أنواعها من بلد إلى آخر، وأكثرها شيوعا الآتية:
  - **أذونات الخزينة:** وهي أداة دين قصيرة الأجل عادة ما تستحق في (13.26.52) أسبوعا من تاريخ الإصدار.
  - **إشعارات الخزينة:** تمثل أحد أنواع السندات الحكومية، وتختلف عن أذونات الخزينة في جانبين: الأول كونها تصدر بالقيمة الدفترية بدلا من إصدارها بخصم من قيمتها الاسمية، والثاني كونها تعطي دفعات ثابتة من خلال معدل الكوبون المثبت عليها.
  - **سندات الخزينة:** تشكل جزءا صغيرا من الديون الحكومية، وعادة ما يكون استحقاقها ضمن مدة تتراوح ما بين (10-30) سنة من تاريخ إصدارها بخصم قيمتها الاسمية، والثاني كونها تعطي دفعات ثابتة من خلال معدل الكوبون المثبت عليها.
  - **الإصدارات الخاصة:** هذا النوع من الإصدارات الحكومية لا يمكن بيعه للجمهور، إذ تقوم الحكومة بإصداره وبيعه مباشرة إلى الصناديق الحكومية مثل صناديق التقاعد الحكومية وصناديق شركات التأمين.

وتعد السندات الحكومية أكثر جاذبية بالنسبة إلى المستثمرين من الأفراد والبنوك والجهات المستثمرة الأخرى، لما تتمتع به من محدودية في درجة المخاطرة والالتزام المالي من قبل الحكومة، بتسديد قيمة السند في تاريخ الاستحقاق المتفق عليه، فضلا على أنها عادة ما تكون مغرية للمستثمرين، بسبب الإعفاء الضريبي على عوائدها ودرجة سيولتها، باعتبارها أكثر سيولة من السندات الأخرى، إذ تلزم الدولة عند طرحها بأن تعطي الحق للمستثمرين بتحويلها إلى نقد من قبل البنك الوسيط بين الدولة وصاحب السند.

**ب- سندات الشركات:** تصدر من الشركات المساهمة العاملة في جميع القطاعات الاقتصادية، طبقا لتعليمات تنظم بموجب قانون الشركات بالبلد المعني. ولها أنواع مختلفة تختلف باختلاف شروط كل إصداريه، أهمها:

- **السندات المضمونة:** عادة ما يتم إصدارها بضمان رهن بعض أصول الشركة، وفي أخرى بضمان طرف ثالث، مثال ذلك قيام شركة قابضة بضمان الوفاء بأي التزامات تعجز شركاتها التابعة عن الوفاء بها.

- **السندات غير المضمونة:** يصدر عن الشركات الكبيرة الموثوق في أدائها، ويعتمد حملتها على الضمان العام للدائنين. وفي حالة الإفلاس أو التصفية تسدد مستحقات المستثمرين بعد سداد مستحقات السندات المضمونة.

- **السندات ذات الفائدة المتغيرة:** استحدثت نتيجة التقلبات الحاصلة في أسعار الفائدة مثل أذونات الخزينة. ويتم تعديل سعر الفائدة على هذه السندات بين مدة وأخرى ليتلاءم مع أسعار الفائدة الجارية في السوق.

- **السندات الرديئة:** ليست من الاستثمارات الجيدة لاحتوائها على مخاطر كبيرة، لذا يكون العائد عليها مرتفع لتعويض المستثمر عن هذه المخاطر، ومنها ارتفاع نسبة مديونية الشركة (الأموال المقترضة إلى مجموع الموجودات).

- **سندات المشاركة:** هذا النوع من السندات يعطي المستثمر الحق في أرباح الشركة فضلا على الفوائد الدورية التي يحصل عليها. وتصدر من لدن الشركات التي تعاني من وضع ائتماني ضعيف، وبالتالي لا يمكنها الحصول على الأموال لتبقى مستمرة بالعمل إلا بهذه الطريقة.

- **السندات ذات الكوبون الصفري:** هذا النوع يباع بخضم من القيمة الاسمية، إذ يسترد المستثمر القيمة الاسمية عند تاريخ الاستحقاق، ويمثل الفرق بين سعر شراء السند وقيمه الاسمية عند الاستحقاق، معدل الفائدة التي يحققها المستثمر.

- **السندات القابلة للإعادة:** في هذا النوع يسمح للمستثمر بإعادة السند بسعر محدد مسبقا، هذا يعني أن المصدر يكون مستعدا لإعادة شراء السند بسعر أدنى ثابت (على سبيل المثال 95% من القيمة الاسمية للسند) عندما يرغب حامله بذلك.

**3- المشتقات المالية:**

تعد كأدوات مالية، من أهم سمات التطورات الحديثة في الأسواق المالية الدولية، إذ بدأ التعامل بها مع التقلبات الحادة التي شهدتها الكثير من أسواق المال العالمية، فيما يتعلق بأسعار الفائدة، أسعار الصرف وأسعار الأسهم، فقد استخدمت للتحوط ضد مخاطر التقلبات في تلك الأسعار.

وتعرف المشتقات بأنها عقود مالية تشتق قيمتها من الأسعار الحالية للأصول المالية أو العينية محل التعاقد، كالسندات، الأسهم والسلع. وتستخدم لغرض التحوط من مخاطر التقلب في أسعار تلك الأصول. وهناك عدة أنواع من أدوات المشتقات، أهمها وأكثرها انتشاراً عقود الخيارات، العقود الآجلة، العقود المستقبلية والمبادلات، فضلاً على أنواع الأخرى مثل المبادلة الاختيارية والقاعدة والسقف، ومنها الآتي:

**3-1- الخيارات:** تعرف بأنها عقود مالية يقوم مالكيها محرر الخيار بمنح مشتري الخيار الحق في شراء أو بيع كمية من الأوراق المالية أو أي سلعة أخرى بسعر معين خلال مدة محددة أو في تاريخ محدد، مقابل مبلغ معين يدفعه محرر العقد إلى المشتري يسمى علاوة حق الاختيار، وله الحق في أن ينفذ أو لا ينفذ عملية البيع والشراء. ويمكن تقسيم الخيارات وفقاً لطبيعة وشروط العقد إلى قسمين كالآتي:

**أ- خيار الشراء:** يكون العقد خيار شراء، عندما يعطى للطرف الأول (المشتري) الحق بأن يشتري (إذا رغب) من الطرف الثاني (محرر الخيار) أصلاً معيناً بكمية معينة وسعر معين وفي تاريخ معين أو خلال مدة زمنية معينة، مقابل حصول الطرف الثاني (بائع الخيار) على علاوة معينة تحددها شروط العقد.

**ب- خيار البيع:** ويكون العقد خيار بيع، إذا ما أعطي للطرف الأول (المشتري) الحق في أن يبيع (إذا ما رغب) للطرف الثاني (محرر الخيار) أصلاً معيناً بكمية معينة وسعر معين وفي تاريخ معين أو خلال مدة زمنية معينة، مقابل حصول المحرر على علاوة معينة تحددها شروط العقد. أما من حيث مدة التنفيذ، فيمكن التمييز بين أسلوبين يتم من خلالهما تنفيذ عقد الخيارات:

**- الخيار الأمريكي:** بموجب الأسلوب الأمريكي، فإن العقد يعطى مشتري حق الخيار الحق في شراء أو بيع أوراق مالية بالسعر المتفق عليه في أي وقت خلال المدة الممتدة منذ إبرام العقد وحتى التاريخ المحدد لانتهائه.

**- الخيار الأوروبي:** بموجب هذا الأسلوب فإن العقد يعطى مشتري حق الخيار، الحق في شراء أو بيع أوراق مالية بالسعر المتفق عليه، إلا أن تنفيذ الخيار لا يتم إلا في تاريخ الاستحقاق فقط.

ويتضح مما سبق أن التعامل بالخيارات أمر مرهون برغبة المستفيد من الخيارات وتوقعاته، فالخيارات هي أدوات تأمين ضد المخاطر التي يتعرض لها المستثمر، خصوصاً مخاطر تغير أسعار الأوراق المالية في الأمد الطويل.

**3-2- العقود الآجلة:** يقصد بها تلك العقود التي تعطي لمشتريها الحق في شراء أو بيع قدر معين من أصل مالي أو عيني بسعر محدد مسبقا على أن يتم التسليم في تاريخ لاحق. وتعد عقودا شخصية يتفاوض الطرفان على شروطها، بما يتفق وظروف كل منهما، ومن ثم فهي لا تتداول في البورصة. وتحدد العقود الآجلة مواصفات الأصل أو السلعة، كدرجة الجودة، التصنيف، الكمية وطريقة التسليم، مكان التسليم، السعر وطريقة السداد، إذ يتم التفاوض مقدما على هذه الشروط بين البائع والمشتري، وتستخدم البنوك والشركات العقود الآجلة لتفادي التعرض لمخاطر أسعار الصرف في مجال الاستثمارات الدولية، كما قد يستخدمها المستثمرون للوقاية من تقلب أسعار الفائدة، وبإمكان الذي يريد الحصول على قرض أن يقوم بشراء عقد آجل لأسعار الفائدة بمعدل فائدة ثابت محدد مسبقا ويلزم الطرف الآخر بالتنفيذ خلال مدة محددة بالعقد، ويضمن هذا النوع من العقود للمستثمرين حماية أنفسهم (خلال مدة محددة) من مخاطر ارتفاع أسعار الفائدة.

**3-3- العقود المستقبلية:** تعود أصولها إلى بدايات القرن التاسع عشر إذ جاء تنظيمها نتيجة للعرض والطلب على المحاصيل الزراعية، وما يترتب عنها من تقلبات حادة للأسعار. فالمزارع كان يأتي بمحصوله في السوق الآنية حين تنخفض الأسعار في مواسم الحصاد نتيجة لضخامة العرض، وترتفع في موسم الربيع نظرا لزيادة الطلب على العرض. ومن هنا تطور السوق الآني إلى سوق آجل حيث كان يتم الاتفاق على السعر في موعد محدد ليتم تسليم السلع المتعاقد عليها في موعد محدد مستقبلا. وقد تطور هذا السوق ليصبح سوق العقود المستقبلية، والتي تعرف بأنها اتفاق نمطي بين طرفين لتسليم أو استلام موجودات مالية أو حقيقية معينة بسعر وتاريخ محدد. فالعقد ينشأ بين طرفين يكون أحدهما مشتري العقد والآخر بائعا له. أما الأصل الذي يسري التعامل به بموجب هذا العقد فيتراوح بين الأصول الحقيقية مثل السلع والمعادن أو العملات بأنواعها أو الأصول المالية كالأسهم والسندات. ويشار للطرف المتعاقد على الشراء (بالمركز الطويل) والطرف المتعاقد على البيع (بالمركز القصير). فالمركز الطويل يعني أن ماسك هذا المركز بحاجة إلى الموجود في تاريخ لاحق، لذا يقوم بالتثبيت على سعر الشراء تحسبا من ارتفاع الأسعار لحين الحاجة إلى الموجود. أما المركز القصير يعكس أن ماسك المركز يمتلك الموجود الآن أو سيكون بحوزته في تاريخ الاستحقاق ويرغب في التثبيت على سعر البيع تحسبا لانخفاض الأسعار لحين تاريخ البيع مستقبلا. ويلزم التعامل بالعقود المستقبلية كلا الطرفين بإيداع نسبة من قيمة العقد لدى السمسار الذي يتعامل معه إما بشكل نقد أو على شكل أوراق مالية، لحماية كلا الطرفين من مخاطر عدم السداد المترتبة عن عدم التزام أحد الطرفين بالوفاء بالتزاماته<sup>147</sup>.

<sup>147</sup> حيدر حسين آل طعمة: الأسواق المالية: النشأة، المفهوم، الأدوات، مركز الدراسات الإستراتيجية، جامعة كربلاء، 2014، ص ص 20-31.

**الدرس السابع عشر: المراكز المالية الدولية:**

تتضمن السوق المالية عدد من المراكز المالية، والتي تحتضن مجموعة من أسواق رأس المال والأسواق النقدية.

**1- تعريف المركز المالي الدولي:**

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 البنوك، أسواق العملات الأجنبية، أسواق رأس المال، شركات التأمين ومختلف الوسطاء الماليين. وإعادة توزيع التدفقات النقدية والمالية يتم من خلال العقود والعمليات المالية والتحويلات مع الخارج بقيم متداولة وبكافة العملات الأجنبية. وعليه يعد المركز المالي الدولي مكان حر دون قيود للدول والشركات المالية لإدارة أعمالها للالتقاء والتفاوض حول عدد كبير من العقود والعملات الأجنبية والمعادن النفيسة والأصول المالية الأخرى، وبمبالغ مالية ضخمة بدون التقيد بالحدود الوطنية.

**2- أسباب تمركز الصفقات المالية الدولية جغرافياً:**

تكمن في الآتي:

- الوصول إلى المعلومة بجانب المنافسة، المنظمات المكتملة، الزبائن والأسواق؛
- تنمية التكنولوجيا المتخصصة، ومنشآت القاعدة الاقتصادية لإنتاج السلع والخدمات المالية؛
- اقتصاد التكلفة من خلال تقسيم مختلف النظم في السوق؛
- الزيادة من السيولة المشاركة في تنمية الأسواق الفعالة؛
- التقرب من المتدخلين المحليين لكون المركزية تحدد الاتصال، ضمن الجهات.

**3- أنواع المراكز المالية الدولية:**

تنقسم من حيث نوع وحجم العمليات المالية المصرفية إلى أربعة أصناف، وهي كالآتي:

- مركز رئيسي:** وهو مركز عالمي، ومصدر أمواله عالمي واستخدامات أمواله عالمية مثل لندن ونيويورك.
- مركز حجز:** هو صوري، يتكون من مجرد مكتب تستخدمه البنوك للاستفادة من التشريعات المرنة كالتسهيلات الضريبية، مثل شركات الأفشور، وتكون مصادر الأموال خارجية للمركز وكذا استخداماتها خارجية.
- مركز تمويل:** وهو مركز تكون مصادر أمواله خارجية واستخداماتها داخلية مثل سنغافورة وبنما.
- مركز تجميع:** مصادر أمواله داخلية واستخداماتها خارجية مثل البحرين.

**4- خصائص المركز المالي الدولي:**

يتميز بالخصائص التالية:

- السماح للشركات المرخص لها بالعمل بالعملة المحلية والأجنبية.
  - البيئة الضريبية الجاذبة، حيث تصل نسبة الضرائب بها في الغالب إلى 10%، أو الإعفاء منها أو تخفيضها.
  - يسمح المركز بملكية 100% من قبل الشركات الأجنبية، وتحويل جميع الأرباح إلى الخارج.
  - له القدرة على النمو بسرعة وبدون احتياجات استثمارية مرتفعة.
  - يحتاج المركز إلى تكاليف استثمارية أقل في الأصول الثابتة مثل المعدات والتجهيزات.
  - تتركز مصاريف المركز المالي على الأجور والرواتب، حيث يتميز موظفوها بمكافآت عالية جدا.
- أما بالنسبة للدولة الحاضنة للمراكز المالية:
- يساهم المركز المالي في تنوع الاقتصاد وتطوير قطاع الخدمات المالية والارتقاء ببيئة الأعمال إلى المستويات العالمية عبر توفير منصة داعمة للنمو المحلي والإقليمي والدولي.
  - رفع القدرات التنافسية للبنوك المحلية نتيجة لتزايد عملية المنافسة من قبل البنوك الأجنبية العاملة بالمركز.
  - إيجاد فرص عمل في قطاع الخدمات المالية.
  - يساعد على تحسين معدلات نمو الناتج المحلي الإجمالي.
  - تمكين المؤسسات المالية الإقليمية والعالمية من الازدهار في بيئة مواتية للنمو.
  - تعزيز المكانة الدبلوماسية للدولة على المستويين الإقليمي والدولي.

**5- دور المراكز المالية الدولية:**

يتلخص في الآتي:

**تجميع وتصدير الأموال:** بتجميع المدخرات والودائع من المقيمين وغير المقيمين، ومن ثم إقراضها للمؤسسات والشركات المحتاجة للتمويل.

**الحلقة الدائرية:** تتمثل في تحويلات ثلاثية الأطراف ما بين مقرض ومقترض أجنبيين عبر مؤسسات مالية متمركزة في بلد كطرف ثالث.

**الدور التسجيلي:** تسجل حركة الأموال ما بين مقرض ومقترض غير مقيمين، والبلد الموجود فيه المركز المالي الدولي لا يتأثر بحركة الأموال، وهذا الدور تقتصر عليه شركات الأوفشور (مركز عبور أو حجز). وما يعاب على هذا الدور هو المساهمة في عملية غسل الأموال.

**6- شروط قيام المراكز المالية الدولية:**

لكي يصطلح على أي مركز مالي بأنه دولي وليس محلي، يجب أن تتوفر فيه الشروط الآتية:

**الشروط السياسية والأمنية:** إن طبيعة النظم السياسية تقوم بدور مهم في تمركز العمليات المالية حتى تتحول إلى مركز مالي دولي، فلا استقرار سياسي والأمني يترجم إلى مستويات متدنية أو مقبولة من المجازفة المالية، على عكس المناطق التي تمتاز بالتقلبات السياسية، كالانقلابات العسكرية، الثورات الشعبية والحروب الأهلية، وكذا عدم استقرار الحكومات وسرعة تغير القوانين والتشريعات، فهي تشكل مركز طرد للأموال الأجنبية العابرة للحدود، مما تسعى الشركات المالية لتوجيه أنظارها واهتماماتها نحو مناطق أكثر أمنا واستقرارا من الناحية السياسية والأمنية.

**الشروط الاقتصادية: تتركز على الآتي:**

- توفر المنشآت القاعدية لمختلف التعاملات المالية والمصرفية، من بنوك، بورصات، شركات ومؤسسات مالية.
- توفر مستوى عالي من التطور الاقتصادي في شتى الجوانب.
- المشاركة الواسعة في التجارة الدولية، من خلال قوة التجارة والانفتاح المحليين.

**الشروط المالية: تتركز على الآتي:**

- الإعفاء النسبي أو الكلي للضرائب، كما هو الحال في جزر البهاماس ولكسمبورغ، حيث تستفيد المؤسسات المالية هناك من تخفيضات ضريبية هامة.
- عدم فرض قيود على التعاملات المالية والمصرفية، مثل تحويل الأموال إلى الخارج والتعامل بأدوات مالية محددة، تسقيف القروض، وكذا تحديد معدلات الفائدة.
- عدم فرض قيود تحد من هامش ربح المؤسسات المالية، كالاحتياطي القانوني للبنوك.
- حجم ضخم من التعاملات المالية والمصرفية والتبادلات المالية الدولية.

**الشروط التقنية: تتمثل فيما يلي:**

- توفير البيئة الخاصة بوسائل الاتصال والربط بشبكاتها الداخلية والخارجية وشبكات التقنية الواسعة.
- التطور التكنولوجي والسرعة في أداء المعلومات آليا.
- توفر وانتشار الأجهزة والبرامج التقنية المساعدة لأداء العمليات المالية والمصرفية بسرعة عالية وبتكاليف معقولة.

**شروط أخرى:** والتي يجب توفرها في المراكز المالية الدولية، وهي كالاتي:

- وجود أسواق مالية مستقرة ومنفتحة على العالم الخارجي وبلا قيود.

- وجود يد عاملة متخصصة وتمتلك تكويناً وكفاءة عالية.
- السرية والكتمان في التعاملات.
- تعدد اللغات.

## 7- أهم المراكز المالية الدولية:

المراكز المالية العالمية مثل لندن، زيوريخ، نيويورك، طوكيو، وغيرها من المراكز المالية الدولية، وأهمها الآتي:

**بورصة نيويورك:** تعتبر الأولى في الولايات المتحدة الأمريكية والعالم، إذ يعود تاريخ إنشائها لعام 1817، وتعتبر الشركات المدرجة فيها من أكبر الشركات العالمية، ومؤشرات قياس أدائها داوجونز وستاندرز أند بورز التي تعتبر مرجعية لمجمل بورصات العالم والمعروفة باسم المجلس الكبير، وتقع في نيويورك وول ستريت، وتبلغ قيمتها أكثر من 16 تريليون دولار أمريكي، ومتوسط قيمة تداولاتها اليومية عام 2013 ما يقارب 169 مليار دولار أمريكي، واعتباراً من عام 2014 بلغ عدد الشركات المدرجة فيها 1900 شركة، منها 1500 شركة أمريكية.

**بورصة لندن:** تعتبر لندن أهم مركز مالي أوروبي، كما تحتل المركز الثاني بعد نيويورك في العالم، وبدأت تكتسب أهميتها منذ بداية القرن السابع عشر، حيث خلفت بورصة أمستردام بهولندا، ثم أخذت شهرتها تنتشر مع نهاية القرن التاسع عشر وبداية القرن العشرين، ومن أهم مؤسسات لندن كمركز مالي نجد بورصة لندن التي تقوم بدورين رئيسيين، إذ تمثل مصدراً لرؤوس الأموال بالنسبة للبريطانيين والأجانب، وكذلك تعتبر مركزاً عالمياً للتعامل بالأوراق المالية. ويرمز لسوق لندن للأوراق المالية بـ (LSE)، وتحتوي على عدة مؤشرات أهمها وأكبرها مؤشر فينيشال تايمز FTSE 100 لأكثر مئة شركة بريطانية. وتبلغ قيمتها السوقية 3.396 تريليون دولار أمريكي، وتضم 3000 شركة من 70 دولة مختلفة، وتعتبر سوقاً دولياً ضخماً لبيع وشراء الأسهم، واندجمت مع مجموعة TMX في عام 2011 لتصبح أكبر بورصة في المملكة المتحدة وأوروبا كلها.

**السوق الأوروبية للأوراق المالية:** تم إنشاء بورصة أوروبية مقرها أمستردام بهولندا وهي يورونيكست في عام 2000 بعد توحيد الاتحاد الأوروبي، ولها عدة فروع في بلدان أوروبية أخرى كبلجيكا، فرنسا، البرتغال والمملكة المتحدة، واعتباراً من عام 2010 بلغت قيمتها السوقية ما يقرب 2.93 تريليون دولار، مما جعلها خامس أكبر سوق أوراق مالية في العالم، اندجمت في عام 2007 مع السوق الأوروبية الأمريكية لأوراق المال، الأمر الذي عزز صدارتها لأن تصبح في مقدمة أسواق الأوراق المالية في العالم، خدماتها الرئيسية في الأسهم والأوراق المالية وتقديم خدمات المقاصة، وكذلك المعلومات والخدمات للغير.

**البورصة الألمانية للأوراق المالية:** إن أسواق المال الألمانية تتميز بصغير حجمها مقارنة باقتصادياتها الضخمة واحتياجات مشاريعها، كما أنها مجزأة، فليس هناك سوق نقدية أو مالية موحدة، فهناك ثلاث مراكز كبيرة في كل من فرانكفورت، ميونخ وهامبورج. وتعتبر بورصة فرانكفورت الأم والأكبر، والتي أنشئت عام 1994، فبالرغم من حداثتها إلا أنها تمتلك فروعاً متعددة تمثلها في عدة بلدان أوروبية مثل لوكسمبورغ، إسبانيا وسويسرا، وتبلغ قيمتها السوقية 1.468 تريليون دولار، وضمت حوالي 765 شركة في عام 2010، وتعد من الشركات الضخمة العالمية. ويتم قياس حركة واتجاه أسعار سوق الأوراق المالية من خلال مؤشر DAX في السوق المالي الألماني.

**سوق طوكيو للأوراق المالية:** أنشئت بورصة طوكيو في عام 1878 ومقرها طوكيو، اليابان. تحتوي قوائمها على أكثر من 2200 شركة من أكبر الشركات في العالم عام 2012، وهي أكبر بورصة في آسيا، وثالث أكبر بورصة في العالم، بقيمتها السوقية التي تبلغ 3.478 تريليون دولار أمريكي، واندمجت بورصة طوكيو مع أوساكا للأوراق المالية في منتصف عام 2012 لتعزز صدارتها كأكبر بورصة في آسيا، وهي حليف مقرب من بورصة لندن للأوراق المالية، الأمر الذي يسهل التجارة بينهما بشكل خاص، وبين قارتي آسيا وأوروبا بشكل عام. ويتم قياس حركة واتجاه أسعار سوق المالية في طوكيو من خلال مؤشر نيكاي.

**سوق هونج كونج للأوراق المالية (SEKH):** تأسست بورصة هونج كونج لأول مرة باسم رابطة وسطاء هونج كونج " في عام 1891 وأعيد تسميتها مرة أخرى عام 1914، وتعد واحدة من كبرى بورصات الصين، إذ تحتل المرتبة الثالثة من حيث القيمة السوقية بعد بورصة طوكيو وشنغهاي، بقيمة سوقية بلغت قرابة 2.831 تريليون دولار أمريكي. وتشمل في نشاطاتها اليومية حوالي 1599 شركة عالمية مدرجة في قوائمها من جميع أنحاء العالم، وتقوم بنشر مؤشر هانج سينج الذي يعد من أهم مؤشرات التداول في العالم.

**أسواق مالية أخرى:** هناك العديد من الأسواق المالية العالمية التي ترقى إلى مصاف المراكز المالية الدولية، منها سوق الأوراق المالية لأستراليا، بورصة منتريال، سوق فانكوفر وسوق تورنتو للأوراق المالية، سوق شانغهاي للأوراق المالية، سوق ناسداك للأوراق المالية، بورصة بوسطن، بورصة شيكاغو، بورصة واشنطن دي سي، بورصة سان فرانسيسكو، سوق الدوحة، بورصة لوكسمبورغ، سوق الرياض، سوق دبي، بورصة جنيف، بورصة زيورخ، بورصة سيول، سوق سنغافورة<sup>148</sup>.

<sup>148</sup> بن ابراهيم الغالي، بن ضيف محمد عدنان: الأسواق المالية الدولية - تقييم الأسهم والسندات -، دار علي بن زيد، بسكرة، 2019، ص ص 77-

## قائمة المراجع:

## الكتب:

- 1- الطاهر لطرش: الاقتصاد النقدي والبنكي، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2013.
- 2- المتداول العربي للخدمات المالية والتدريب: خطوة بخطوة الفوركس، ط4، الجيزة، 2009.
- 3- أمير فرج يوسف: التجارة الالكترونية، دار المطبوعات الجامعية، الإسكندرية، 2008.
- 4- بلعزوز بن علي، مُجدي الطيب المُجد: دليلك في الاقتصاد، دار الخلدونية، الجزائر، 2008.
- 5- بن ابراهيم الغالي، بن ضيف مُجد عدنان: الأسواق المالية الدولية - تقييم الأسهم والسندات -، دار علي بن زيد، بسكرة، 2019.
- 6- بسام الحجار: العلاقات الاقتصادية الدولية، المؤسسة الجامعية للدراسات، لبنان، 2003.
- 7- بريش السعيد: الاقتصاد الكلي، دار العلوم، عنابة، 2007.
- 8- جبار محفوظ: البورصة، الجزء الأول، دار هومة، مكان الطبعة غير موجود، 2002.
- 9- جمال خريس، أيمن أبو خضير، عماد خصاونة: النقود والبنوك، دار المسيرة، عمان، 2002.
- 10- زياد سليم رمضان، محفوظ أحمد جودة: الاتجاهات المعاصرة في إدارة البنوك، دار وائل، الأردن، 2003.
- 11- زينب حسين عوض الله: العلاقات الاقتصادية الدولية، الفتح للطباعة والنشر، الإسكندرية، 2003.
- 12- حيدر حسين آل طعمة: الأسواق المالية: النشأة، المفهوم، الأدوات، مركز الدراسات الإستراتيجية، جامعة كربلاء، 2014 .
- 13- طارق عبد العال: إدارة المخاطر (أفراد - إدارات - شركات - بنوك)، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2007.
- 14- يمينة بن ذهيبية: أدوات السياسة النقدية في الجزائر ومقدرتها على معالجة التضخم 1996-2014، مجلة التكامل الاقتصادي. المجلد 3 (العدد4) ، جامعة أدرار، ديسمبر 2015، ص ص 134-135.
- 15- مجدي محمود شهاب، سوزي عدلي ناثر: أسس العلاقات الاقتصادية الدولية، منشورات الحلبي الحقوقية، لبنان، 2006.
- 16- مجدي محمود شهاب: الوحدة النقدية الأوروبية الإشكاليات والآثار المحتملة على المنطقة العربية، الدار الجامعية، الإسكندرية، بدون سنة النشر.
- 17- مدحت صادق: النقود الدولية وعمليات الصرف الأجنبي، دار غريب، القاهرة، 1997.
- 18- محمود مُجد الداغر: الأسواق المالية (مؤسسات - أوراق - بورصات )، دار الشروق، الأردن، 2007.
- 19- محمود حامد محمود عبد الرزاق: اقتصاديات النقود والبنوك والأسواق المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2013.
- 20- محمود حسين الوادي، كاظم جاسم العيساوي: الاقتصاد الكلي تحليل نظري وتطبيقي، دار المسيرة، الأردن، 2007.

- 21- مُجَّد العربي ساكر: محاضرات في الإقتصاد الكلي، دار الفجر، القاهرة، 2006.
- 22- مُجَّد الصيرفي: إدارة المصارف، دار الوفاء، الإسكندرية، 2007.
- 23- مُجَّد دويدار، أسامة الفولي: مبادئ الإقتصاد النقدي، دار الجامعة الجديدة، الإسكندرية، 2003.
- 24- مُجَّد يوسف ياسين: البورصة (عمليات البورصة - تنازع القوانين - اختصاص المحاكم)، منشورات الحلبي الحقوقية، لبنان، 2004.
- 25- مُجَّد كمال خليل الحمزاوي: سوق الصرف الأجنبي، منشأة المعارف، مصر.
- 26- مصطفى يوسف كافي: تحليل وإدارة بورصة الأوراق المالية، دار رسلان، سوريا، 2014.
- 27- ناظم مُجَّد نوري الشمري: النقود والمصارف والنظرية النقدية، دار زهران، عمان.
- 28- سامر بطرس جلدة: النقود والبنوك، دار البداية، 2008.
- 29- سوزي عدلي ناثر: مقدمة في الإقتصاد النقدي والمصرفي، منشورات الحلبي الحقوقية، بيروت، 2007.
- 30- سمير صارم: اليورو، دار الفكر، دمشق، 1999.
- 31- عادل أحمد حشيش: أساسيات الإقتصاد الدولي، الدار الجامعية الجديدة، الإسكندرية، 2002/2001.
- 32- عبد الحميد بسيوني، عبد الكريم عبد الحميد البيوي: التجارة الالكترونية، دار الكتب العلمية، القاهرة، 2003.
- 33- عبد الكريم أحمد قندوز: الأسواق المالية، صندوق النقد العربي، العدد 21، أبو ظبي، 2021.
- 34- عبد الله الطاهر، موفق علي الخليل: النقود والبنوك والمؤسسات المالية، مركز يريد للنشر، الأردن، 2006.
- 35- عبد القادر خليل: مبادئ الإقتصاد النقدي والمصرفي، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2014.
- 36- عرفات تقي الحسني: التمويل الدولي، دار مجدلاوي للنشر، الأردن، 1999.
- 37- فليح حسن خلف: النقود والبنوك، عالم الكتاب الحديث، الأردن، 2006.
- 38- صالح مفتاح، النقود والسياسة النقدية (المفهوم - الأهداف - الأدوات)، دار الفجر، 2005، القاهرة.
- 39- رشاد العصار، رياض الحلبي: النقود والبنوك، دار صفاء، عمان، 2000.
- 40- خالد أحمد فرحان المشهداني، رائد عبد الخالق عبدالله العبيدي: مدخل إلى الأسواق المالية، دار الأيام، عمان، 2013.
- 41- ضياء مجيد: الإقتصاد النقدي للمؤسسات النقدية، البنوك التجارية، البنوك المركزية، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية.
- 42- ضياء مجيد: النقود والبنوك، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية، 2008.

## المجلات العلمية

- 1- إكرام بن عزة، فتحي بلدغم: أثر السياسة النقدية على البنوك الإسلامية العاملة في الجزائر بنك البركة ومصرف السلام، مجلة مجاميع المعرفة، العدد 6، 2018.
- 2- الياس سابا: الأزمة المالية العالمية، أسبابها وانعكاساتها، المستقبل العربي، العدد 360، مركز دراسات الوحدة العربية، لبنان، 2009.
- 3- باصور كمال: أثر فعالية السياسة النقدية في تحقيق التوازن الخارجي، بالإشارة لحالة الجزائر للفترة 2000-2012 -، العدد 6، جوان 2016، مجلة الاقتصاد والتنمية، جامعة يحيى فارس، المدية.
- 4- بن عزة إكرام، شليل عبد اللطيف: تقييم أدوات السياسة النقدية ودورها في تحقيق النمو - دراسة تحليلية خلال فترة 1990-2017، مجلة البشائر الاقتصادية، المجلد 4، العدد 2.
- 5- بقيق ليلي اسمهان، شنيبي عبد الرحمن، بورقعة سنوسي: اختبار دور قناة سعر الصرف في نقل أثر السياسة النقدية في الجزائر، دراسة قياسية 1964-2012، المجلة المغاربية للاقتصاد والتسيير، العدد 1، ماي 2015.
- 6- جلجل رضا محفوظ: تأسيس البنوك والمؤسسات المالية في الجزائر، مجلة البحوث في الحقوق والعلوم الساسية، المجلد 3، العدد 2.
- 7- حسن بن العارية، عبد السلام بلبالي: تحليل فعالية أدوات السياسة النقدية في ظل فائض السيولة المصرفية حالة الجزائر خلال الفترة 2000-2014، مجلة اقتصاديات المال والأعمال.
- 8- حسين حميد، الصادق بوشنافة: فعالية السياسة النقدية في ظل حرية تدفقات رؤوس الأموال الدولية - دراسة حالة الجزائر خلال الفترة 1990-2016، مجلة اقتصاديات شمال إفريقيا، المجلد 15، العدد 20، 2019.
- 9- مُجَّد بن بوزيان، بن عمر عبد الحق: العلاقات السببية وعلاقات التكامل المتزامن بين النقود والأسعار في الجزائر وتونس، مجلة أبحاث اقتصادية وإدارية، العدد 1، جوان 2007، جامعة بسكرة.
- 10- محمود جمام، عمر سعيدان: فعالية السياسة النقدية في تخفيض معدل التضخم في الجزائر، مجلة العلوم الاجتماعية والانسانية، العدد 14.
- 11- موساوي أمال، فطيمة مشتر: دور السياسة النقدية في تحقيق التوازن الخارجي -دراسة حالة الجزائر خلال الفترة 2000-2017، مجلة الدراسات الاقتصادية المعاصرة، المجلد 3، العدد 6، 2018.
- 12- نوال بن خالد، مُجَّد بن بوزيان: النظام المصرفي الجزائري: بين معوقات تطبيق نموذج الصيرفة الشاملة ومحدودية الصيرفة التقليدية، Les cahiers du MECAS، العدد 12، جوان 2016.
- 13- عبد الغني حريري، أنساعد رضوان: السياسة النقدية في الجزائر من سياسة الكبح إلى التحرير وانعكاساتها على السوق النقدية، مجلة التنمية والاقتصاد التطبيقي، جامعة المسيلة، العدد 1، مارس 2017.
- 14- عبود عبد المجيد، لخضر دولي: أثر السياسة النقدية على استقرار سعر الصرف في الجزائر، دراسة قياسية باستخدام نماذج أشعة الانحدار الذاتي VAR خلال الفترة 1990-2015، مجلة مجاميع المعرفة، العدد 6، 2018.

- 15- عزيزي جلال: تقييد تأسيس البنوك والمؤسسات المالية الخاصة في الجزائر، مجلة الأبحاث القانونية والسياسية، المجلد 3، العدد 1، 2011.
- 16- فراج الطيب، بروكي عبد الرحمن: دراسة قياسية حول أثر ارتفاع أسعار النفط على الكتلة النقدية، كمتغير يشير إلى السياسة النقدية في الجزائر للفترة 2000-2015، مجلة البشائر الاقتصادية، المجلد 3، العدد 3، سبتمبر 2017 .
- 17- قويدري قوشيوخ، بريس عبدالقادر: أثر الوساطة المالية المصرفية على النمو الإقتصادي دراسة مقارنة بين الجزائر والمغرب، مجلة آفاق للعلوم، العدد 15، مارس 2019.
- 18- تهمان موراد، بن عروس رضوان: أثر الانفتاح الاقتصادي على فعالية السياسة النقدية في الجزائر خلال الفترة 1990-2015، دراسة قياسية باستعمال منهج الانحدار الذاتي للفجوات الزمنية الموزعة المتباطئة، مجلة الإستراتيجية والتنمية، المجلد 8، العدد 15 مكرر، ديسمبر 2018.
- 19- خالفي وهيبه، مفلح حسيبة: تحليل وتقييم لواقع نشاط الوساطة المالية في بورصة الجزائر خلال الفترة 2008-2017، مجلد معهد العلوم الاقتصادية، جامعة الجزائر 3، المجلد 22، العدد 1، 2019.

### الأطروحات:

- 1- أوكيل نسيمه: الأزمات المالية وإمكانية التوقي منها والتخفيف من آثارها مع دراسة حالة أزمة جنوب شرق آسيا، أطروحة لنيل شهادة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة الجزائر، 2007-2008.
- 2- روايح عبد الباقي: المديونية الخارجية والإصلاحات الاقتصادية في الجزائر "دراسة تحليلية مقارنة"، أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة العقيد الحاج لخضر، باتنة، 2005-2006.

### التقارير:

- 1- بنك الجزائر: مداخلة السيد المحافظ حول التطورات المالية والنقدية لسنة 2015 وتوجهات السنة المالية 2016 في ظرف استمرار الصدمة الخارجية، مجلس الأمة، أفريل 2017.
- 2- بنك الجزائر، النشرة الإحصائية الثلاثية، رقم 46، جوان 2019.
- 3- بنك الجزائر، النشرة الإحصائية الثلاثية، رقم 42، جوان 2018.
- 4- بنك الجزائر، النشرة الإحصائية الثلاثية، رقم 21، مارس 2013.
- 5- بنك الجزائر، النشرة الإحصائية الثلاثية، رقم 05، ديسمبر 2008.

### المطبوعات البيداغوجية:

- 1- ضيف أحمد: محاضرات موجهة لطلبة السنة الثانية علوم اقتصادية، تجارية وعلوم التسيير في مقياس الاقتصاد النقدي وأسواق رأس المال، جامعة البويرة، 2015-2016.