

الجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية

وزارة التعليم العالي والبحث العلمي

جامعة فرحات عباس (سطيف 1)

كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير

قسم العلوم الاقتصادية

مطبوعة تحت عنوان:

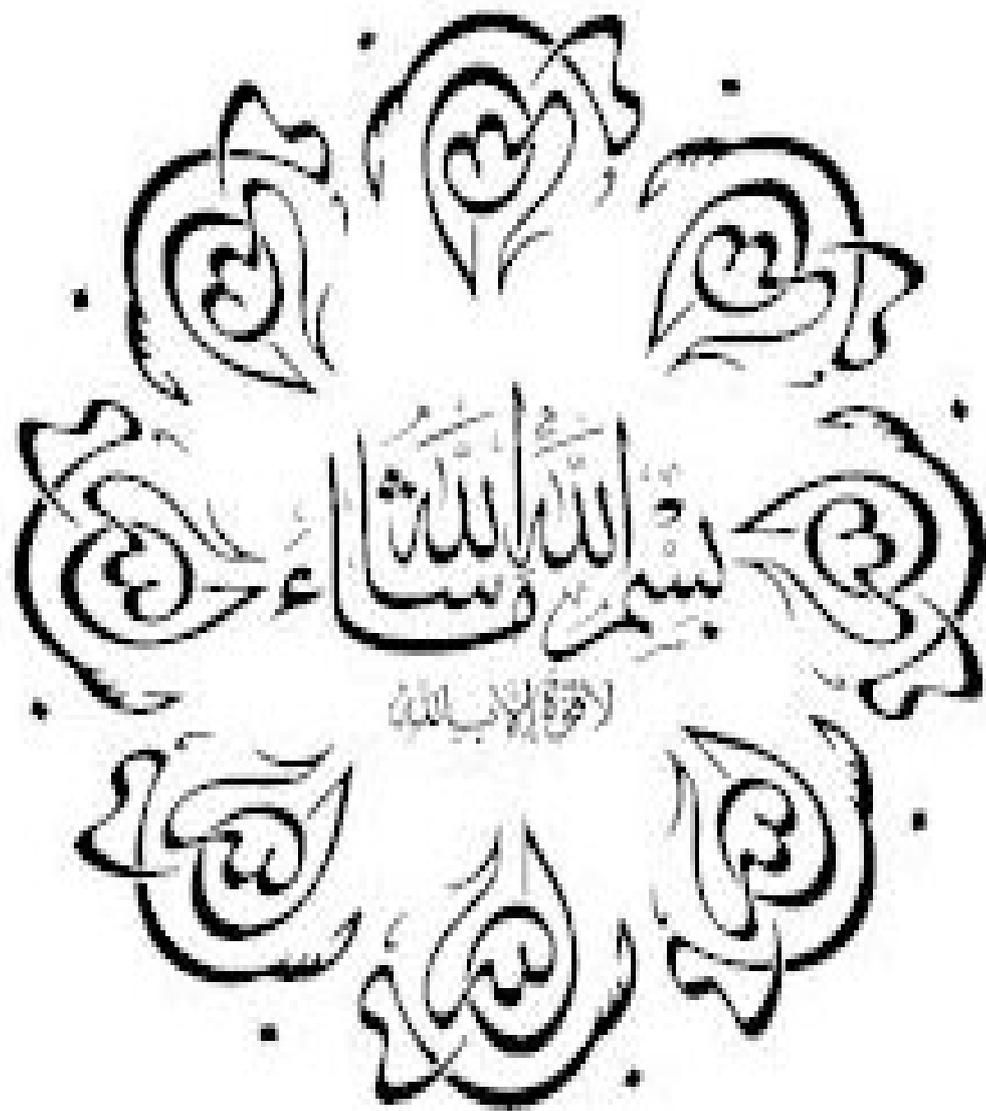
# محاضرات في الاقتصاد النقدي وأسواق رؤوس الأموال

الدكتورة: منيرة عباس

أستاذ محاضر قسم (أ)

كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير

جامعة فرحات عباس (سطيف 1)



المقدمة

## تمهيد:

تعتبر **النقود** أبرز ما توصل إليه فن الإبداع البشري عبر التاريخ الاقتصادي، فهي أداة سهلت عملية التبادل بين أفراد المجتمع، وأصبحت عنصراً فاعلاً يؤثر في العديد من المتغيرات الاقتصادية. وقد تطورت أشكال النقود ووظائفها وأنظمتها والنظريات المفسرة لها، كما تطورت المؤسسات المسؤولة عن إصدارها وخلقها وتنظيم تداولها (البنك المركزي والبنوك التجارية) بتطور المحيط المالي، هذا الأخير الذي أصبح محيطاً تحكيمياً تنتقل فيه الأموال من سوق إلى آخر بحثاً عن الأرباح والمردودية؛

لقد أدى التحرير المالي وتطور نشاط الأسواق المالية، إلى ظهور فن تمويلي آخر إلى جانب القطاع المصرفي، وهو التمويل المباشر أو التمويل عن طريق الأسواق المالية والنقدية، هذه الأسواق التي عرفت تطوراً واضحاً منذ الثمانينات خاصة في الدول المتقدمة، وذلك من ناحية التنظيم والأدوات المتداولة والمتدخلين فيها، وأصبحت تنافس القطاع المصرفي في الجانب التمويلي؛

تتم مادة الاقتصاد النقدي وأسواق رؤوس الأموال بدراسة النقود والبنوك وأسواق رؤوس الأموال قصيرة الأجل وطويلة الأجل، وكل ما يتعلق بذلك، خاصة في ظل التطورات الحديثة التي عرفها هذا المجال، حيث تعتبر هذه المادة، مادة قاعدية لتكوين الطلبة في مجال العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، لهذا تم عرض هذه المطبوعة المتواضعة التي تحمل عنوان "محاضرات في الاقتصاد النقدي وأسواق رؤوس الأموال" بأسلوب منهجي مفصل ومبسط، ووفق المقرر الوزاري، على أمل أن تغطي جزءاً من الاحتياجات العلمية للطلبة والمهتمين بهذا المجال.

## الأهداف التعليمية:

بعد دراسة الطالب لمحتويات هذه المطبوعة، سيتمكن من اكتساب المعارف والمهارات التالية:

- إدراك المفاهيم الأساسية المتعلقة بالنقود وأنواعها وتطورها التاريخي؛
- التعرف على مختلف الأنظمة النقدية التي عرفها الإنسان عبر التاريخ؛
- معرفة أهم النظريات النقدية (الكمية والكييفية والنقدية الحديثة)؛
- التعرف على مفهوم الوساطة المالية وأهميتها وأشكالها، وإدراك موقع البنك المركزي من النظام المصرفي وخصائصه ووظائفه؛
- التعرف على البنوك التجارية ووظائفها ومكونات ميزانيتها، مع إعطاء نظرة عامة حول مكونات النظام المصرفي في الجزائر؛
- معرفة مكونات الكتلة النقدية ومقابلاتها كمدخل نظري، وتحليل مكونات ومقابلات الكتلة النقدية في الجزائر خلال الفترة 2000-2017؛

- إدراك مفهوم السياسة النقدية ومختلف أدواتها وإستراتيجية البنك المركزي في تنفيذها؛
- التعرف على المفاهيم المتعلقة بالنظام المالي وظاهرة تطور أسواق رأس المال كمدخل لمعرفة أنواع وأدوات ووظائف سوق رأس المال؛
- التعرف على مفهوم السوق النقدي وأدواته، باعتباره سوق رأس مال قصير الأجل، مع التعرف على السوق النقدية في الجزائر؛
- التعرف على سوق رأس المال طويل الأجل ووظائفه وأدواته التقليدية والحديثة، مع التعرف على سوق رأس المال طويل الأجل في الجزائر؛
- معرفة الأسواق المالية الدولية كسوق الأورو دولار وسوق اليوروقروض وسوق السندات الدولية وسوق الأسهم الدولية، وأهم المراكز المالية الدولية.

### المكتسبات المعرفية المطلوبة:

يتطلب استيعاب وفهم محاور هذا المقياس، أن يكون الطالب لديه معارف مسبقة في المقاييس التالية:

- مدخل للاقتصاد؛
- مقياس الإحصاء.

### مضمون المطبوعة:

تتكون هذه المطبوعة من جزئين أساسيين هما:

● **الجزء الأول:** وقد خصص هذا الجزء لدراسة مادة **الاقتصاد النقدي**، حيث قسم هذا الجزء بدوره إلى ستة محاور نوردها على النحو التالي:

- **المحور الأول:** وحمل عنوان "**الإطار المفاهيمي للنقود وتطورها التاريخي**"، حيث تم التعرض في هذا المحور إلى نظام المقايضة وصعوباته، وتعريف النقود ووظائفها وأشكالها وتطورها عبر التاريخ؛
- **المحور الثاني:** تم في هذا المحور التعرف على **الأنظمة النقدية**، من خلال تناول مفهوم وخصائص النظام النقدي، بالإضافة إلى القواعد النقدية أهمها القواعد المعدنية وقاعدة النقد الورقي الإلزامي؛
- **المحور الثالث:** تعلق هذا المحور **بالنظريات النقدية**، حيث تم تناول أهم النظريات التي عرفها تاريخ الفكر الاقتصادي، كالنظرية النقدية التقليدية (الكمية) والنظرية الكينزية والنظرية النقدية الحديثة لمدرسة شيكاغو؛

- **المحور الرابع:** بعنوان "النظام المصرفي: مكوناته ووظائفه"، تعرض هذا المحور إلى مفهوم الوساطة المالية وأهميتها وأشكالها وأنواعها، مع دراسة البنك المركزي والبنوك التجارية، وإعطاء نظرة عامة حول مكونات النظام المصرفي في الجزائر؛
  - **المحور الخامس:** "الكتلة النقدية ومقابلاتها"، درس هذا المحور مفهوم الكتلة النقدية وأهميتها في الاقتصاد، بالإضافة إلى مكوناتها ومقابلاتها، مع دراسة مكونات الكتلة النقدية ومقابلاتها في الجزائر خلال الفترة 2000-2017؛
  - **المحور السادس:** تعلق المحور السادس بالسياسة النقدية، حيث تم تعريف السياسة النقدية وأهدافها وأدواتها، وإستراتيجية البنك المركزي في تنفيذها.
  - **الجزء الثاني:** خصص الجزء الثاني من المطبوعة لدراسة أسواق رؤوس الأموال، من خلال المحاور التالية:
  - **المحور السابع:** وهو محور خصص لدراسة النظام المالي وطرق التمويل ونماذج نظم التمويل، بالإضافة إلى تحول النظام المالي وتوسع ظاهرة اللاموساطة المالية، كمحور تمهيدي لدراسة سوق رأس المال؛
  - **المحور الثامن:** تناول دراسة السوق النقدية من خلال تعريفها وخصائصها وفروعها ودورها وأدواتها، بالإضافة إلى إعطاء نظرة عامة حول السوق النقدية في الجزائر؛
  - **المحور التاسع:** وعنوانه: "سوق رأس المال طويل الأجل، المفهوم والوظائف والأدوات"، حيث تمت دراسة مفهوم سوق رأس المال وأقسامه وتاريخ نشأته، ووظائفه، والأدوات المالية التقليدية المتداولة فيه (أسهم-سندات)، بالإضافة إلى إعطاء نظرة عامة حول سوق رأس المال طويل الأجل في الجزائر؛
  - **المحور العاشر:** حمل عنوان "المشتقات المالية"، ليكون محورا تكميليا للمحور التاسع، من خلال دراسة الأدوات المالية الحديثة المتداولة في سوق رأس المال طويل الأجل، والمتمثلة في المشتقات المالية (الخيارات-المستقبلات - عقود المبادلة)؛
  - **المحور الحادي عشر:** تناول هذا المحور الأسواق المالية الدولية من خلال تعريفها وخصائصها وعوامل تطورها، ومختلف أقسامها من سوق نقدية دولية وسوق سندات دولية وسوق أسهم دولية، بالإضافة إلى التعرف إلى أهم المراكز المالية الدولية.
- ولتعميق مفاهيم ومعارف الطالب واختبارها، ختمنا كل محور بمجموعة من الأسئلة التي تساعد الطالب على الفهم الجيد للمواضيع المبرجة. كما تم اقتراح مجموعة من البحوث المكتملة لمختلف المواضيع التي تتم دراستها على مستوى المحاضرات، لتعميق مفاهيم الطالب بشكل أفضل وتمكينه من المادة المعطاة.

والله ولي التوفيق

الكاتب (ة): الدكتورة بياس منيرة

**الجزء الأول:**  
**الاقتصاد النقدي**

## المحور الأول:

### الإطار المفاهيمي للنقود وتطورها التاريخي

#### الأهداف التعليمية للمحور:

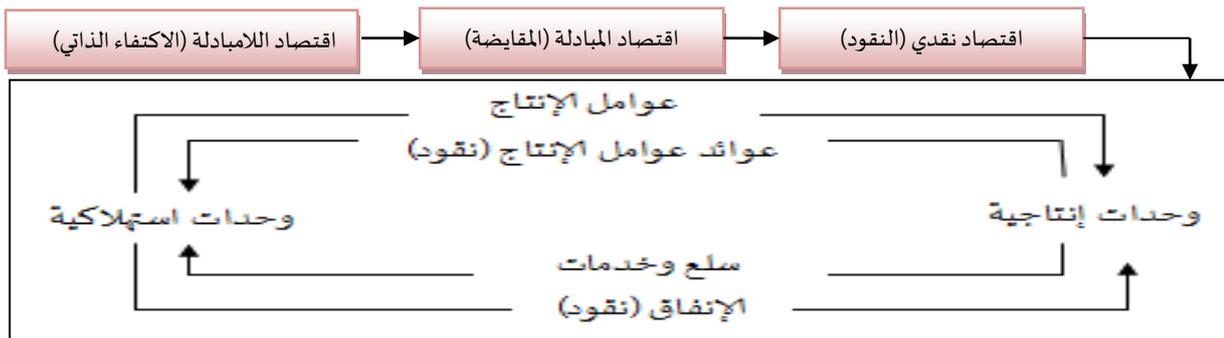
- ☞ التعرف على مفهوم نظام المقايضة؛
- ☞ معرفة صعوبات نظام المقايضة؛
- ☞ التعرف على مفهوم النقود وخصائصها؛
- ☞ معرفة وظائف النقود الأصلية منها والمشتقة والاقتصادية؛
- ☞ إدراك الأنكال المختلفة للنقود وتطورها التاريخي.

## تمهيد (مدخل للاقتصاد الحقيقي والاقتصاد النقدي):

في ظل النظام الاقتصادي البدائي، كانت صورة المجتمعات القديمة تقوم على أساس فكرة الاكتفاء الذاتي، فما تنتجه العائلة أو الجماعة يتم استهلاكه بشكل مباشر، فهي مرحلة عرفت بمرحلة اقتصاد اللامبادلة، لكن مع ظهور مبدأ التخصص (Specialization) وتقسيم العمل (Labour-Division) بين الأفراد والجماعات، زاد الإنتاج وظهر الفائض (Surplus)، الأمر الذي أدى إلى الحاجة إلى التبادل (Exchange)، وبالتالي ظهور مفهوم اقتصاد المبادلة والمقايضة الذي أخذ يتسع ليشمل كافة القطاعات الاقتصادية، ليظهر بعدها ما يعرف بالنقود (Monnaie) بسبب صعوبات المقايضة وتطور النشاط الاقتصادي، لتدخل بذلك البشرية في مرحلة الاقتصاد النقدي، حيث حولت النقود العلاقات الاقتصادية الحقيقية، وربطت بين مختلف أوجه النشاط الاقتصادي من إنتاج السلع والخدمات وتوزيعها واستهلاكها، وأصبح أي اقتصاد في العصر الحالي اقتصادا نقديا.

يمكن تلخيص مراحل تطور نظام التبادل والعلاقة بين الاقتصاد الحقيقي والاقتصاد النقدي في المخطط الموالي.

## المخطط رقم 1: مراحل تطور نظام التبادل



يتضح من المخطط المبسط\* أعلاه، أن التخصص في الإنتاج داخل الوحدات الإنتاجية أدى إلى ظهور فائض إنتاجي يوجه إلى الاستهلاك من طرف الوحدات الاستهلاكية، مقابل الإئفناق الذي يعتبر عائدا للوحدات الإنتاجية، في المقابل تشتري الوحدات الإنتاجية خدمات عوامل الإنتاج (العمل والأرض ورأس المال والتنظيم) من عند الوحدات الاستهلاكية مقابل عوائد، فالأجور عوائد عنصر العمل، والفوائد عوائد عنصر رأس المال، والريع عائدا عنصر الأرض والربح عائدا التنظيم، ولقيام عمليات التبادل هذه بين مختلف الوحدات الاقتصادية، ظهرت النقود التي ربطت بين مختلف الوحدات الاقتصادية من جهة وبين مختلف أوجه النشاط الاقتصادي من جهة أخرى.

وللتعرف على نظام المقايضة ومفهوم النقود وتطورها التاريخي، قسم المحور إلى النقاط التالية:

- 1- تعريف المقايضة وصعوباتها؛
- 2- تعريف النقود ووظائفها؛
- 3- أشكال النقود وتطورها التاريخي.

\* لم يتم الأخذ بعين الاعتبار القطاع الحكومي والقطاع الخارجي.

## 1- تعريف المقايضة وصعوباتها:

## 1-1- تعريف المقايضة (Le troc):

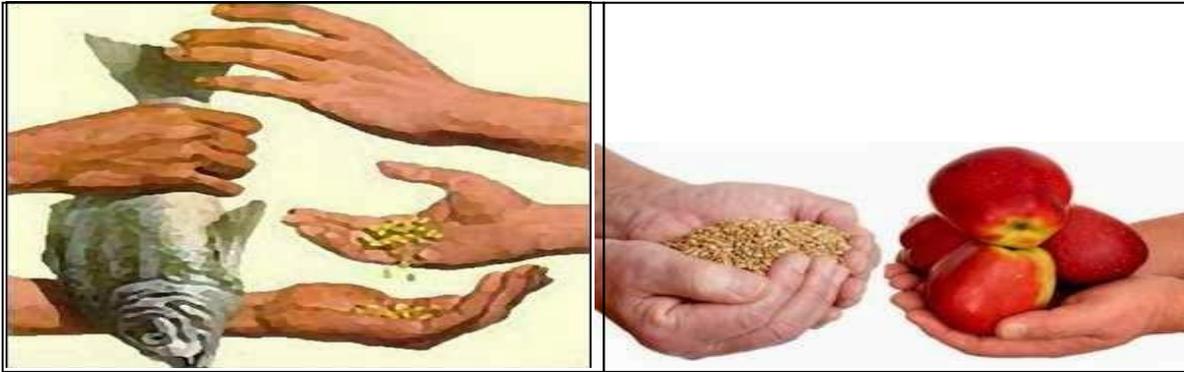
من بين مختلف التعاريف الخاصة بالمقايضة أختير ما يلي:

- "هي عملية مبادلة السلع والخدمات بعضها ببعض دون استخدام النقود."<sup>1</sup>
- "هي تبادل مباشر للسلع والخدمات دون استعمال النقود كوسيط، أي تبادل سلعة بسلعة."<sup>2</sup>
- "نظام المقايضة هو النظام الذي يقوم على أساس تبادل المنتجات بمنتجات، بمعنى تبادل السلع بسلع أخرى فضلا عن إمكانية تبادل الخدمات (العمل) بسلع (الأجر العيني) أو العكس."<sup>3</sup>
- "تمثل أولى أشكال التعبير الإنساني عن التبادل، هي شكل من أشكال تنظيم الاقتصاد يقوم على أساس تبادل سلعة مقابل سلعة أخرى بطريقة مباشرة."<sup>4</sup>

انطلاقاً من ذلك يمكن تعريف المقايضة بأنها:

عملية يتم من خلالها تبادل السلع والخدمات بصفة مباشرة بين مختلف المتعاملين، دون استعمال أي وسيط نقدي في العملية، كأن يتم مبادلة كمية من التفاح مقابل كمية من القمح، أو كمية من الشعير مقابل كمية من السمك، أو كمية من الحليب مقابل خدمة العلاج... إلخ. والشكل الموالي يبين لنا صورة مبسطة للمقايضة.

الشكل رقم 1: صورة مبسطة للمقايضة



## 1-2- صعوبات المقايضة:

بالرغم من بساطة عملية المقايضة، إلا أنها واجهت العديد من الصعوبات حالت دون استمرار هذا النظام، ومن

صعوبات المقايضة نذكر:<sup>5</sup>

<sup>1</sup> بسام الحجار، الاقتصاد النقدي والمصري، بيروت، دار المنهل اللبناني، 2006، ص.18.

<sup>2</sup> مفيد عبد اللاوي، محاضرات في الاقتصاد النقدي والسياسات النقدية، مطبعة مزوار، 2007، ص.26.

<sup>3</sup> أحمد فريد مصطفى ومحمد عبد المنعم عفر، الاقتصاد النقدي والمصري بين النظرية والتطبيق، مؤسسة شباب الجامعة، 2004، ص.14.

<sup>4</sup> الطاهر لطرش، الاقتصاد النقدي والبنكي، ديوان المطبوعات الجامعية، الطبعة الثانية، 2015، ص.14.

<sup>5</sup> راجع: صالح مفتاح، النقود والسياسة النقدية (المفهوم-الأهداف-الأدوات)، القاهرة، دار الفجر للنشر والتوزيع، 2005، ص.15-18:

- بسام الحجار، مرجع سابق، ص.18-20:

- مفيد عبد اللاوي، مرجع سابق، ص.27.

**أ- صعوبة توافق الرغبات بين الطرفين:**

في ظل نظام المقايضة لا بد أن يكون هناك توافق في الرغبات، وأن يكون هذا التوافق في نفس الوقت وبنفس الكمية، ولن يكون هذا ممكنا إلا إذا كان السوق مكونا من عدد قليل من السلع والخدمات، وعدد قليل من العارضين والطالبن. فعملية التبادل في ظل نظام المقايضة لا تتوقف على رغبة شخص واحد للحصول على سلعة أو خدمة، بل يجب أن يكون هناك شخص آخر يملك هذه السلعة ويرغب في مبادلته، ومستعدا للتنازل عنها مقابل السلعة التي لدى الشخص الأول، فمثلا إذا كان هناك شخص يملك عدسا ويريد مبادلته بسمك، فليس من السهل إيجاد من يملك السمك ويريد مبادلته بالعدس؛

**ب- صعوبة تقدير أو حساب نسب التبادل:**

يقصد بتحديد نسب التبادل، إيجاد طريقة من خلالها يتم قياس قيمة كل سلعة بالنسبة إلى باقي السلع الموجودة في السوق، بعبارة أخرى إيجاد قيمة كل سلعة بالنسبة إلى ملايين السلع والخدمات الموجودة في السوق، وهذا أمر صعب جدا سيعقد عمليات التبادل؛

يتم حساب نسب التبادل C وفق القاعدة التالية:

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

حيث:

C: نسبة التبادل؛

n: عدد السلع الموجودة في السوق.

**مثال:** إذا فرضنا أنه توجد 100 سلعة معروضة للتبادل في السوق، فإن نسبة التبادل C ستكون كما يلي:

$$c = \frac{100(100-1)}{2} = 4950$$

بمعنى أنه لا بد على الشخص الموجود في هذا السوق ويرغب في القيام بعملية التبادل أن يعرف 4950 معدل تبادل، وهذا أمر صعب جدا أو شبه مستحيل.

**ج- صعوبة تجزئة بعض السلع:**

أدت صعوبة تجزئة بعض السلع إلى الحد من استمرار نظام المقايضة، فهناك بعض السلع يستحيل تقسيمها إلى وحدات صغيرة دون أن تفقد خصائصها، خاصة إذا كانت هذه السلع كبيرة الحجم أو مرتفعة القيمة، فإذا كان هناك شخص يملك بقرة ويريد مبادلته بفأس، فإنه من الصعوبة بمكان إجراء هذه المبادلة، فكيف سيتم تجزئة البقرة من أجل الحصول على فأس؟

## د- صعوبة تخزين بعض السلع:

بالإضافة إلى الصعوبات السالفة الذكر، طرح نظام المقايضة مشكلا آخر كذلك، ألا وهو مشكل صعوبة تخزين بعض السلع، فقد كان الإنسان يلجأ إلى تخزين بعض السلع لاستعمالها في عملية المبادلة، لكن كان المخزون السلعي يتطلب عناية كبيرة من حيث المساحة والتكلفة والحراسة، خاصة في ظل ضعف إمكانيات التخزين آنذاك، فقد كانت السلع في تلك المرحلة تتعرض للمخاطر التالية:<sup>1</sup>

- قد تتعرض السلع، خاصة الزراعية منها والتي كانت تمثل الغالبية في نظام المقايضة إلى التلف أو العطب أو النقص في قيمتها؛
  - قد يكون من الصعب إخراج السلعة من المخازن وتحويلها من حالتها التي كانت مخزونة بها إلى حالة تكون فيها صالحة للمقايضة عندما يريد مبادلة هذه السلعة بغيرها من السلع التي يحتاج إليها؛
  - يتكلف الشخص في تخزين السلعة كثيرا من الوقت الذي يحتاج فيه إلى استهلاكها أو مبادلتها بغيرها من السلع.
- فقد أدت صعوبة تخزين السلع والحفاظ على قيمتها إلى صعوبة إيجاد وسيلة للمدفوعات الآجلة، وبالتالي وسيلة للوفاء بالديون.<sup>2</sup>
- نظرا لهذه الصعوبات اهتدى الإنسان إلى استخدام طريقة أخرى للتبادل، ألا وهي استخدام النقود كوسيط للمبادلة.

## 2- تعريف النقود ووظائفها:

## 1-2- تعريف النقود:

ليس هناك تعريف جامع للنقود، فكل اقتصادي يعرفها حسب الزاوية التي ينظر فيها إليها، ومن بين مختلف التعاريف، تمّ التعرض إلى ما يلي:

- "هي أداة لتسيير التبادل والمعاملة الاجتماعية بين الأفراد."<sup>3</sup>
- النقود أو عرض النقود هي أي شيء يلقي قبولا عاما من أجل شراء السلع والخدمات وكذلك سداد الدين.<sup>4</sup>
- "يتكون النقد من مجموع وسائل الدفع القابلة فورا للاستخدام بغية التسديد في أسواق السلع والخدمات، أي أنه بمعنى آخر يتكون من الأصول (الموجودات) المقبولة من الجميع في آن ومكان لتسديد الديون الناشئة عن التبادل، فالنقد هو إذا بمثابة أصول يمكن حيازتها، تبادلها، إقراضها أو الاحتفاظ بها."<sup>5</sup>

<sup>1</sup> صالح مفتاح، مرجع سابق، ص.18.

<sup>2</sup> المرجع نفسه.

<sup>3</sup> أحمد هني، العملة والنقود، الجزائر، ديوان المطبوعات الجامعية، 1999، ص.12.

<sup>4</sup> Frederic Mishkin et autres, Monnaie, banque et marchés financiers, Paris, Pearson Education, 7<sup>ème</sup> édition, 2004, p.56.

<sup>5</sup> وسام ملاك، النقود والسياسات النقدية الداخلية "فضايا نقدية ومالية"، بيروت، دار المنهل اللبناني، 2000، ص.11.

- "النقود هي أي شيء جرى العرف والقانون على استعماله في دفع ثمن السلع أو في تسوية الديون، بشرط أن يكون ذلك الشيء مقبولا قبولا عاما لدى الأفراد."<sup>1</sup>
  - "النقود هي كل ما تفعله النقود Money is that money does"
- ويعتبر هذا التعريف الذي يركز على وظيفة النقود، بأنه التعريف الشامل لجميع أنواع النقود، إذ لا يشترط أن تكون النقود ورقية أو معدنية، وإنما أي شيء تتوفر فيه شروط النقود يعتبر نقدا، وأهم هذه الشروط ما يلي:<sup>2</sup>
- ❖ أن تتمتع النقود بالقبول العام من قبل أفراد المجتمع كوسيلة لتبادل السلع والخدمات وإبراء الذمم؛
  - ❖ أن تكون وحداتها متجانسة ومتماثلة، أي تساوي القيمة الشرائية لجميع أنواع النقود، بحيث يمكن استبدال أي نوع أو أي فئة من الفئات ببعضها البعض دون أي خصم أو علاوة؛
  - ❖ أن توجد منها كميات مناسبة لأداء وظائفها، ولا تتعرض كمياتها أو عرضها لزيادات فجائية، مما يعمل على الحفاظ على القيمة التبادلية لها؛
  - ❖ أن تكون قابلة للتجزئة، الأمر الذي يؤدي إلى زيادة استعمال النقود في تمويل أحجام مختلفة من المعاملات، مما يزيد من قبولها في التعامل والمبادلات؛
  - ❖ أن تكون خفيفة الوزن وسهلة التداول، حيث ثبت تاريخيا أن العالم دائما يتجه نحو استخدام الأشياء الأخف وزنا وأسهل تناولا كوسيلة للتبادل؛
  - ❖ أن تكون غير قابلة للتلف أو الاهتلاك بسرعة.

## 2-2- وظائف النقود:

تتعدد وظائف النقود بين الوظائف الأصلية والوظائف المشتقة، بالإضافة إلى الوظائف الاقتصادية، حيث تؤثر النقود في مستوى النشاط الاقتصادي للدولة. يمكن تعداد هذه الوظائف كما يلي:

### أ- الوظائف الأصلية:

وتسمى أيضا بالوظائف الأساسية، وهي الوظائف التي لا غنى عنها، وتمثل في:

أ-1- **النقود وسيط للتبادل (Medium of exchange):** وهي أقدم وظيفة للنقود، حيث تمّ من خلال هذه الوظيفة التغلب على صعوبات المقايضة ولو جزئيا. فمعظم الصفقات التي تجري في الأسواق في الاقتصاديات المعاصرة تكون في شكل نقدي (numéraire)، الأمر الذي أدى إلى تحسين الكفاءة الاقتصادية (L'efficacité économique) وسمح بتقليل الوقت والجهد المبذول لمبادلة السلع والخدمات؛

لقد أدى استعمال النقود كوسيط للمبادلة إلى تفكيك عملية المقايضة إلى شقين هما:

- بيع منفرد: استبدال السلعة A مقابل النقود؛
- شراء منفرد: استخدام النقود لشراء سلعة أخرى B

<sup>1</sup>شاكر الفزوي، محاضرات في اقتصاد البنوك، الجزائر، ديوان المطبوعات الجامعية، 2000، ص.11.

<sup>2</sup>عبد المنعم السيد علي ونزار سعد الدين العيسى، النقود والمصارف والأسواق المالية، عمان، دار حامد للنشر والتوزيع، 2004، ص.29-31.

سلعة A ← ← نقود ← ← سلعة B

ويشترط لهذه الوظيفة أن تتمتع النقود بالقبول العام بين جميع أفراد المجتمع.

**أ-2- النقود مقياس للقيمة (Unit of measurement):** تستخدم النقود كوسيلة لقياس قيم السلع والخدمات وقيم السلع مقابل بعضها البعض، فمثلاً يقاس الوزن بالكيلوغرام والمسافة بالكيلومتر، تقاس قيم السلع والخدمات بالنقود، وبهذا تعتبر النقود معدلاً للاستبدال، خاصة بين السلع كبيرة الحجم التي يصعب تجزئتها إلى وحدات صغيرة دون أن تفقد قيمتها.

### ب- الوظائف المشتقة:

تتمثل الوظائف المشتقة للنقود في النقاط التالية:

**ب-1- النقود كمستودع للقيمة (Store of value):** تعمل النقود كمستودع للقيمة، حيث يمكن تحويلها مباشرة إلى سلع وخدمات، فالفرد يمكنه أن يحتفظ بثروته في شكل نقدي لأنه مطمئن إلى أن النقود تستطيع أن تخزن ثروته ومدخراته، ويمكن أن يحولها إلى أشياء أخرى في أي وقت يريده بدون جهد وتكلفة، فالنقود تتصف بالسيولة (قمة السيولة\*)، حيث يمكن استعمالها في الحال، كما يمكن ادخارها بغرض استعمالها في فترات لاحقة، بالتالي تقوم النقود بوظيفة مستودع أو مخزن للقيمة، فاستخدام النقود يقسم عملية التبادل إلى ثلاث عمليات هي:<sup>1</sup>

- عملية بيع: تباع السلعة مقابل النقود؛
- ادخار النقود في شكل سائل، حتى تحين الحاجة إلى إنفاقها؛
- عملية شراء: مبادلة النقود بالسلعة أو الخدمة المطلوبة في النهاية.

وتتوقف كفاءة النقود للقيام بهذه الوظيفة على مدى تمتعها بالقبول العام وثبات قيمتها في الحاضر والمستقبل.\*\*

**ب-2- النقود وسيلة للمدفوعات الآجلة (Standard of deferred payments):** وهي امتداد للوظيفة السابقة أي النقود كمستودع للقيمة، حيث تقيس النقود قيمة المدفوعات التي يقع ميعاد استحقاقها في المستقبل، فهي وسيلة لإبراء الذمم الآجلة وتسوية المبادلات الآنية، وقد زادت أهمية هذه الوظيفة خاصة من خلال التوسع في الأعمال وتقسيم العمل وكبر حجم الوحدات الإنتاجية، ولكي تستطيع النقود أن تقوم بهذه الوظيفة على أكمل وجه، يجب أن تحتفظ النقود بقيمتها لفترة طويلة أو لفترة الائتمان على الأقل.<sup>2</sup>

### ج- الوظائف الاقتصادية:

بالإضافة إلى الوظائف السابقة الذكر، تؤدي النقود وظائف أخرى ذات طابع اقتصادي، تتمثل في:

\*قمة السيولة: تحول النقود مباشرة إلى سلع وخدمات.

<sup>1</sup> بسام الحجار، مرجع سابق، ص.24.

\*\* لا تعتبر النقود المستودع الأمثل للقيمة، بسبب احتمال تغير المستوى العام للأسعار، والذي يؤثر على القوة الشرائية للنقود ( Purchasing Power of Money)، كما أن هناك بدائل أخرى يمكن أن تستخدم كمستودع للقيمة كالأسهم والسندات.

<sup>2</sup> راجع: - جميل الزيدانين، أساسيات في الجهاز المالي - المنظور العملي، عمان، دار وائل للنشر، 1999، ص.23-24:

- جمال بن دعاس، السياسة النقدية في النظامين الإسلامي والوطني "دراسة مقارنة"، الجزائر، دار الخلدونية، 2007، ص.35-36.

**ج-1- النقود كأداة من أدوات السياسة النقدية:** تستطيع السلطات النقدية أن تؤثر في المتغيرات الاقتصادية من دخل وإنتاج وعمالة، من خلال تأثيرها على الاستهلاك والاستثمار والادخار، وعن طريق التأثير في كمية النقود المتداولة، فالتغير في كمية النقود أو العرض النقدي، يعد من أهم أدوات السياسة النقدية التي تلجأ إليها السلطات النقدية للتأثير في مجرى النشاط الاقتصادي، ويصبح هدف السياسة النقدية هو التحكم في تحديد كمية النقود من أجل تحقيق التوازن الاقتصادي، فزيادة كمية النقود في فترات الركود والكساد يمكن أن يخلق موجة من الراج قد يكون المجتمع في حاجة إليها، كما يمكن أن يؤدي تخفيض العرض النقدي إلى امتصاص آثار ارتفاع الأسعار والتحكم في التضخم، لهذا فقد أصبحت النقود أداة من أدوات السياسة النقدية تهدف إلى التحكم في كمية النقود المتداولة لتحقيق أهداف السياسة الاقتصادية.<sup>1</sup>

**ج-2- تعتبر النقود كذلك عاملا من عوامل الإنتاج** ممثلا في رأس المال، كما تعتبر عنصرا ضروريا للفرد والمؤسسات، حيث تمكن حاملها من اقتناء حاجاته المختلفة وتحصيل مداخيله، كما تمنح القدرة لحائزها على توزيع مداخيله بين مختلف السلع والخدمات للاستهلاك أو الادخار أو الاستثمار، كما تعتبر النقود ضرورية للدولة من أجل الإنتاج وتوزيع وإعادة توزيع الدخل. أضف إلى ذلك للنقود تأثير على المستوى الدولي، فهي عنصر تكامل وتعاون وتبادل بين الدول (توحيد العملة)، كما أنها أداة سيطرة دولية خاصة في مجال القروض الدولية.<sup>2</sup>

### 3- أشكال النقود:

تعددت أشكال النقود تبعا للتطور التاريخي لها، يمكن تعدادها على النحو التالي:

#### 3-1- النقود السلعية (Commodity money):

أدت صعوبات المقايضة إلى اهتمام الإنسان إلى استعمال سلع عديدة كوسيط للتبادل كالتيغ والشاي والفراء والملح والحبر والقمح والمعادن كالحديد والبرونز... إلخ، ورغم أن الكثير من السلع قد استعملت كنقود في أوقات مختلفة، إلا أن السلعة التي سادت في النهاية، اتصفت عموما بالخصائص التالية:<sup>3</sup>

❖ **الندرة (Scarcity):** كانت السلعة المختارة تتميز بندرة نسبية وارتفاع قيمتها التبادلية مقارنة بالسلع الأخرى؛

❖ **الديمومة (Durability):** أي إمكانية الاحتفاظ بالسلعة على مدى فترات زمنية طويلة نسبيا، بدون تلفها أو تأثر قيمتها التبادلية؛

<sup>1</sup> راجع: - مفيد عبد اللاوي، مرجع سابق، ص ص. 41-42؛

- جمال بن دعاس، مرجع سابق، ص ص. 36-37.

<sup>2</sup> عبد القادر خليل، مبادئ الاقتصاد النقدي والمصرفي "مفاهيم أولية وتطبيقات حول النقود والنظريات النقدية"، الجزائر، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزء الأول، 2014، ص ص. 65-71.

<sup>3</sup> عبد المنعم السيد علي ونزار سعد الدين العيسى، مرجع سابق، ص. 35.

✦ **القابلية للتجزئة (Divisibility):** وهي صفة مهمة يجب توفرها في أي سلعة كوحدة قياس لقيم السلع الأخرى.

- وتعتبر النقود السلعية أقدم أنواع النقود، لكن لم تستمر لفترة طويلة بسبب:<sup>1</sup>
- لم تحظ السلع التي كانت منتشرة آنذاك بالقبول العام بين جميع أفراد المجتمع، ولم يجتهدوا في الحصول عليها؛
- تعرض السلع التي استعملت كنقود إلى التلف والنقص في قيمتها؛
- لم تكن السلع متجانسة الوحدات؛
- لم تتميز السلع بالثبات النسبي في قيمتها؛
- بعض النقود السلعية لم تكن قابلة للتجزئة لشراء بعض السلع الصغيرة؛
- صعوبة حمل وتخزين السلع.

أدت هذه الصعوبات إلى ظهور شكل آخر من النقود، ألا وهو النقود المعدنية.

### 3-2- النقود المعدنية (Mettalic money):

استعملت المعادن الرخيصة كالنحاس والبرونز في البداية كنقود، لكن مع اتساع النشاط الاقتصادي، أصبحت هذه المعادن غير قادرة على القيام بوظائفها، فحلّت محلها المعادن الثمينة كالذهب والفضة. ويمكن تلخيص مزايا استخدام النقود المعدنية في النقاط التالية:<sup>2</sup>

- ✦ تمتعها بالقبول العام، نظرا لصفاتها الذاتية (خاصيتها كمعدن) التي تتمتع بها؛
- ✦ غير قابلة للتلف، وبالتالي تعتبر مخزنا أو مستودعا للقيمة؛
- ✦ قابلة للتجزئة بدون نقص في قيمتها؛
- ✦ ندرتها النسبية جعلتها مرتفعة الثمن، والثبات النسبي في قيمتها؛
- ✦ سهولة حملها، وتكلفة نقلها ضئيلة؛
- ✦ سهولة التعرف عليها والتأكد من عيارها.

وقد مرّت النقود المعدنية بثلاث مراحل أساسية هي:<sup>3</sup>

#### أ- النقود الموزونة (la monnaie pesée):

انتشر استعمال النقود الموزونة في بلاد ما بين النهرين ومصر وإمبراطورية الصين، ففي هذه المرحلة كانت عملية الدفع تتم عن طريق وزن سبائك (lingots) أو مسحوق (poudre) من المعدن (ذهب- فضة- نحاس... إلخ)، واستلزمت هذه المرحلة وجود نظام للوزن (système pondéral) وبشكل منتظم، واستعمال متكرر للميزان (balance)، لكن اعتبرت

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

<sup>2</sup> راجع: - بسام الحجار، مرجع سابق، ص.31-32؛

- جمال بن دعاس، مرجع سابق، ص.24.

<sup>3</sup> Marc Montoussé et autres, **Economie monétaire et financière**, Bréal, 2000, pp.14-15.

هذه العملية عملية شاقة، لأنها تتطلب وجود صاحب ميزان خبير ليضمن وزن وعيار المعدن، وتكرر هذه العملية في كل صفقة؛

### ب- النقود المحسوبة (la monnaie comptée):

وتعرف كذلك بالنقود المعدودة، ففي هذا النظام يتم تقسيم أو تجزئة المعدن إلى وحدات متجانسة من ناحية الشكل والوزن، ويختلف شكل وحدات المعدن حسب المجتمعات (كريات- أقراص مسطحة- دوائر- أعواد صغيرة... إلخ)؛

### ج- النقود المضروبة (la monnaie frappée):

بدأت الدولة في هذا النظام بسك أو ضرب النقود المعدنية تجنباً للغش والتزوير، حيث أصبح للعملة شكل ووزن وعيار محدد من قبل الدولة، وتأخذ على وجهيها (العملة) أشكالاً وصوراً ورموزاً مختلفة، عادة ما ترمز لصاحب السلطة. بذلك أصبحت النقود المضروبة أو المسكوكة مضمونة من قبل الدولة، الأمر الذي جعلها تحظى بالقبول العام.

### 3-3- النقود الورقية (monnaie de papier):

بدأت مرحلة النقود الورقية في أوروبا في عصر الرأسمالية التجارية، أين كانت التجارة الخارجية جد نشطة، فقد كان التجار يحملون سندات أو شهادات تعبر عن ثروتهم، وكانت هذه الشهادات تصدر عن شخص معروف (الصائع أو الصيرفي) يثبت أن التاجر قد أودع مبلغاً معيناً عنده، ويتضمن وعداً بدفع المبلغ لصاحبه في تاريخ معين. ولتسهيل عملية التبادل، أصدر الصاغة والصارفة أوراقاً محددة القيمة وبفئات مختلفة تتناسب مع عمليات التبادل التجاري، فازدادت ثقة الأفراد فيها وتعودوا على تداولها دون أن يضطروا إلى سحب مقابلها من الذهب والفضة. بعدها أصبح الصيارفة يقومون بإصدار كميات تفوق ما لديهم من ذهب وفضة مستغلين ثقة الأفراد، ومع تماري الصيارفة في عملية الإصدار، حدثت اضطرابات (ارتفاع الأسعار)، فتدخلت الحكومات لتنظيم عملية الإصدار، لتتولى مؤسسة واحدة تخضع لرقابتها، والتي أطلق عليها فيما بعد اسم "البنوك المركزية"، فعادت ثقة الأفراد في هذه الصكوك، وأصبحت تعرف "بأوراق البنكوت (Bank Note)" تحمل تعهداً بدفع قيمة المبلغ المدون إلى ذهب وفضة لحاملها عند الطلب.<sup>1</sup>

وبعد قيام الحرب العالمية الأولى وازدياد نفقات الحرب، ازدادت حاجة الدول إلى النقود لتمويل نفقات الحرب، فطلبت قروضا من البنوك المركزية، الأمر الذي جعل الأفراد يقبلون على تحويل أوراقهم النقدية إلى معادن نفيسة، ولما خشيت الدول أن تعجز مصارفها المركزية عن تلبية هذه الطلبات، أصدرت قوانين تلزم الأفراد بقبول الأوراق النقدية في الوفاء بالديون والالتزامات، فأصبحت النقود إلزامية تستمد قوتها الإبرائية من قوة القانون، وانفصلت العلاقة بين النقود السلعية (ذهب وفضة) والنقود الورقية.<sup>2</sup>

انطلاقاً مما سبق، يمكن تقسيم مراحل تطور النقود الورقية إلى ثلاثة مراحل أساسية هي:<sup>3</sup>

<sup>1</sup> جمال بن دعاس، مرجع سابق، ص ص. 27-28.

<sup>2</sup> المرجع السابق، ص. 28.

<sup>3</sup> راجع: - وسام ملاك، مرجع سابق، ص ص. 18-20؛

- بسام الحجار، مرجع سابق، ص ص. 33-35.

**أ- النقود الورقية النائبة:**

في هذه المرحلة كانت الأوراق النقدية المتداولة تمثل كمية معينة من الذهب المودع لدى البنك، فقد كانت الأوراق النقدية المصدر من البنك مغطاة كلياً 100% بقيمة الذهب المودع، حيث تتوفر حرية كاملة لتحويل الأوراق إلى ذهب دون قيد أو شرط؛

**ب- النقود الورقية القابلة للتحويل:**

في ظل هذا النظام بقي شرط التحويل قائماً، لكن نسبة الغطاء الذهبي بدأت تقل، فقد أصبحت كمية البنكنوت المصدر أكبر من قيمة الذهب الموجود في الغطاء، ويختلف الاحتياطي الذهبي باختلاف الدول (50% - 60%...)، وتستمد هذه الأوراق قيمتها أساساً من إمكانية استبدالها بالذهب عند الطلب؛

**ج- النقود الورقية الإلزامية:**

تمّ في هذه المرحلة إلغاء شرط تحويل أوراق البنكنوت إلى ذهب، فلم تعد الورقة النقدية تستمد قيمتها مما يقابلها من ذهب، بل من القانون الذي يكرّس ويصغ عليها صفة الشرعية والقدرة على إبراء الديون وتسوية المعاملات، ويعاقب من يرفضها في التعامل.

**3-4- النقود الكتابية (نقود الودائع):**

أتى مصطلح لفظ النقود الكتابية كون المبلغ النقدي مدون أو مكتوب في دفاتر البنوك، وهي أكثر أنواع النقود المتداولة في العصر الحديث، تطورت بتطور وتنوع المبادلات التجارية، وتتكون نقود الودائع (Deposit Money) من الودائع تحت الطلب أو الودائع الجارية لدى البنوك التجارية، ويتم تداولها باستخدام الشيكات.<sup>1</sup>

**ملاحظة:** لا يعتبر الشيك أو الصك نقوداً، وإنما يعتبر وسيلة دفع، أما النقود فهي عبارة عن الودائع الموجودة في البنوك، فالشيك وسيلة لتداول النقود الكتابية، وقد تطورت وسائل الدفع بشكل كبير في العصر الحديث، خاصة بظهور الصيرفة الالكترونية، حيث أصبح يتم تداول الأموال باستخدام الحواسيب الآلية ومختلف البطاقات المصرفية، التي أصبحت تتميز بالكفاءة العالية والسرعة وتخفيض التكاليف.

**3-5- النقود الافتراضية (الالكترونية):**

تعتبر عملة البيتكوين\* (Bitcoin) أشهر العملات الافتراضية، فهي عملة افتراضية تخيلية مشفرة، حديثة الظهور في العالم، ليس لها وجود فيزيائي على أرض الواقع، حيث يتم تداولها عبر الأنترنت فقط.<sup>2</sup>

<sup>1</sup>راجع: - وسام ملاك، مرجع سابق، ص. 20؛

- بسام الحجار، مرجع سابق، ص. 35.

\* تمت الإشارة إلى البيتكوين أول مرة، في ورقة بحثية صدرت سنة 2008، من شخص مجهول، أطلق على نفسه اسم "ساتوشي ناكاموتو"، في حين تقول بعض الروايات أن الذي ابتكرها هو مجموعة من الطلبة الأيرلنديين، تخفوا وراء هذا الاسم المستعار. وقد تم وصف البيتكوين بأنها نظام نقدي إلكتروني يعتمد في المعاملات المالية على مبدأ الند للند (Peer-To-Peer)، والمقصود به التعامل المباشر بين المستخدمين دون الحاجة إلى وجود وسيط. وتهدف عملة البيتكوين التي تم طرحها للتداول أول مرة سنة 2009 حسب ساتوشي ناكاموتو هو تغيير الاقتصاد العالمي بنفس الطريقة التي غيرت بها الويب أساليب النشر.

راجع: - أحمد محمد عصام الدين، عملة البيتكوين Bitcoin، مجلة المصرفي، العدد 73، سبتمبر 2014، ص. 51.

<sup>2</sup>المرجع السابق، ص. 50.

فعملة البيتكوين هي عملة رقمية تعتمد على التشفير (cryptography)، وهي أيضا عملة لا مركزية، أي أن لا أحد يتحكم بها غير مستخدميها، فهم من يقومون بصنعها واستخدامها دون الحاجة إلى وسيط أو رقيب عليهم مثل حكومة أو مصرف مثل باقي العملات الموجودة في العالم. وتعتبر عملة البيتكوين من أشهر العملات الالكترونية وأكثرها توسعا، وعبارة البيتكوين تطلق على ثلاثة أمور هي<sup>1</sup>:

- **وحدة العملة:** ويرمز لها في الأسواق المالية بـ BTC، وتتجزأ إلى وحدات أقل هي:
    - ميللي بيتكوين mBTC: وتساوي 0.001 جزء من عملة البيتكوين؛
    - مايكرو بيتكوين uBTC: وتساوي 0.000001 جزء من عملة البيتكوين؛
    - ساتوشي (Satochi): وتساوي 0.00000001 جزء من عملة البيتكوين.
  - الشبكة الأنترنيتية (البروتوكول): التي تعتمد هذه العملة في الإنتاج والتعامل؛
  - البرامج المساعدة للتعامل بها.
- والمخطط الموالي يوضح لنا مراحل تطور النقود.

#### المخطط رقم 2: مراحل تطور النقود



<sup>1</sup>عبد الله بن محمد بن عبد الوهاب العقيل، الأحكام الفقهية المتعلقة بالعملات الالكترونية (Bitcoin)، وحدة البحوث والدراسات العلمية، المملكة العربية السعودية، الجامعة الإسلامية، المدينة المنورة، بدون سنة نشر، ص.9.

## خلاصة:

تعتبر النقود أبرز ما توصل إليه فن الإبداع البشري، فبسبب صعوبات نظام المقايضة، اهتدى الإنسان إلى استعمال النقود السلعية ثم النقود المعدنية ثم النقود الورقية ثم النقود الكتابية، إلى أن توصل إلى ابتكار نقود ليس لها أي تواجد فيزيائي أو مادي. هذه الوسيلة أي النقود سهلت عمليات التبادل، إذ تعتبر وسيطا للتبادل ومقياسا ومخزنا للقيمة ومقياسا للمدفوعات الآجلة، كما لديها وظائف اقتصادية جد مهمة.

## أسئلة للمناقشة:

- 1- ما المقصود بنظام المقايضة؟
- 2- ما هي الأسباب التي أدت إلى ظهور الاقتصاد النقدي؟
- 3- "النقود كل ما تفعله النقود"، حلّل العبارة؟
- 4- في مخطط، عدّد مختلف وظائف النقود؟
- 5- ما العلاقة بين وظيفة النقود كمستودع للقيمة ووظيفة النقود كمقياس للمدفوعات الآجلة؟
- 6- كيف تعتبر النقود أداة من أدوات السياسة النقدية؟
- 7- ما هي عيوب النقود السلعية؟
- 8- ما المقصود بالنقود المضروبة أو المسكوكة؟
- 9- ما هي عيوب النقود الموزونة؟
- 10- عدّد مراحل تطور النقود الورقية؟
- 11- هل يعتبر الشيك والبطاقات المصرفية نوعاً من أنواع النقود؟ علّل إجابتك؟
- 12- ما هو أحدث شكل وصلت إليه النقود في العصر الحديث؟ وكيف يتم التعامل بها؟

## المحور الثاني: الأنظمة النقدية

### الأهداف التعليمية للمحور:

- التعرف على مفهوم النظام النقدي وخصائصه؛
- التعرف على خصائص نظام المعدن الواحد ومختلف قواعده؛
- التعرف على مفهوم نظام المعدنين؛
- معرفة نظام النقد الورقي الإلزامي ومختلف مراحلته (أسباب تهيئه - مرتكزاته - مزاياه وعيوبه).

## تمهيد:

يعتبر النظام النقدي في أي دولة أساس النظام الاقتصادي، وقد تطور هذا النظام تبعاً للتطور التاريخي للنقود، لهذا فقد تعددت الأنظمة النقدية التي عرفت البشرية وفقاً لتعدد أشكال وأنواع النقود، فهناك ثلاثة أنواع للأنظمة النقدية تركز على القاعدة النقدية التي كانت تستعملها المجتمعات خلال تلك الفترة، تتمثل هذه الأنظمة في النظام النقدي السلعي والنظام النقدي المعدني ونظام النقد الورقي الإلزامي.

وللتعرف على مفهوم النظام النقدي وخصائصه ومختلف الأنظمة النقدية، قسم المحور إلى النقاط التالية:

1- النظام النقدي: مفهومه وخصائصه؛

2- القواعد المعدنية (النظام المعدني)؛

3- قاعدة النقد الورقي الإلزامي.

## 1- النظام النقدي: مفهومه وخصائصه:

## 1-1- تعريف النظام النقدي ومكوناته:

يعرف النظام النقدي على النحو التالي:

- "هو مجموعة القواعد التنظيمية والإجراءات التي تضبط إصدار وسحب (تدمير) النقود من التداول."<sup>1</sup>
  - "يعبر النظام النقدي عن بناء تتكون أركانه من مجموع العلاقات والآليات والمؤسسات التي تضبط أداء النقود في الاقتصاد وتنظمه."<sup>2</sup>
  - يشمل النظام النقدي مجموع المؤسسات التي لها القدرة والسلطة على إصدار وسحب النقود، أي خلق وتدمير المخزون النقدي المتاح في الاقتصاد المحلي، أما العناصر الأساسية التي يضمها القطاع النقدي فتشمل الحكومة والبنك المركزي والبنوك التجارية ومختلف المؤسسات المالية التي تصدر ديوناً مشابهاً لتلك التي تصدرها البنوك التجارية.<sup>3</sup>
  - يتمثل النظام النقدي في مجموع القواعد التي تختص بتنظيم سك النقود المعدنية وإصدار النقود الورقية بضمان من قبل الدولة التي تعمل على التوفيق بين حجم الكتلة النقدية المتداولة والاحتياجات الاقتصادية.<sup>4</sup>
- من التعاريف السابقة، يمكن تحديد مكونات النظام النقدي على النحو التالي:<sup>5</sup>

<sup>1</sup> بسام الحجار، مرجع سابق، ص.37.

<sup>2</sup> الطاهر لطرش، مرجع سابق، ص.25.

<sup>3</sup> Boreham and others, Money & Banking "Analysis and policy in Canadian context", Canada, Holt Rinehart and Winston of Canada, 1969, p.77.

<sup>4</sup> Gilles Labrecque, Monnaie, banque et crédit au canada, Sainte-Foy, les presses de l'université Laval, 3<sup>ème</sup> édition, 1993, p.16.

<sup>5</sup> عبد المنعم السيد علي ونزار سعد الدين العيسى، مرجع سابق، ص.54.

➤ **أنواع النقود المستخدمة:** وتتكون من النقود القانونية والنقود الكتابية (نقود الودائع) الموجودة لدى البنوك والمؤسسات المالية؛

➤ **المؤسسات المالية:** وتتمثل في المؤسسات المالية المسؤولة عن إصدار النقود وتدميرها وخلق النقود، وتتمثل في البنك المركزي والبنوك التجارية؛

➤ **القواعد والقوانين:** وتتمثل في القواعد والقوانين والتنظيمات والتعليمات والأساليب التي تحكم عملية إصدار وخلق النقود، وهي عديدة ومتنوعة، وتهدف إلى جعل السياسة النقدية سهلة ومرنة وكفأة؛

➤ **العلاقات النقدية:** وتتمثل في مجموع القنوات التي تسلكها النقود أثناء عملها في الاقتصاد، والتي تسمى بالمسارات أو القنوات النقدية (monetary channels)، وعند التكلم عن القنوات النقدية لا بد من التطرق إلى وصف السلوك النقدي لحائزي النقود، أي تصرفاتهم فيما يتعلق بكيفية استعمال النقود التي يحوزونها وتداولها من خلال القنوات النقدية المتاحة.<sup>1</sup>

## 2-1- خصائص النظام النقدي:

يتميز النظام النقدي بجملة من الخصائص يمكن تلخيصها في النقاط التالية:<sup>2</sup>

### أ- النظام النقدي نظام مركب:

يعتبر النظام النقدي كأي نظام اقتصادي، يتمتع بخاصية التركيب، فهو مكون من عناصر أساسية وأخرى ثانوية، أما العنصر الأساسي في النظام النقدي فهو **القاعدة النقدية** أو **قاعدة القيمة** (the standard of value)، ويقصد بقاعدة القيمة المقياس الذي يتخذه النظام أساساً لتحديد القيمة التبادلية للنقود، وبالتالي تحديد القيم الاقتصادية لجميع السلع والخدمات ومقارنتها ببعضها البعض في التبادل، وبما أن القاعدة النقدية تحتل مركزاً أساسياً في النظم النقدية، أصبح النظام النقدي يسمى باسم القاعدة النقدية التي تستند إليها، مثل قاعدة الذهب ونظام المعدنين أو نظام القاعدة الورقية؛<sup>3</sup>

أما العناصر الثانوية التابعة للقاعدة النقدية فتتمثل أساساً في وحدة النقد الرسمية كالـدولار أو الأورو أو الدينار... إلخ، حيث يجب أن تتوفر في الوحدة النقدية صفة القبول العام بين جمهور المتعاملين، وصفة الانتهائية، بحيث يكون لها سعر إلزامي، فلا يمكن تحويلها إلى نوع آخر من النقود.

### ب- النظام النقدي نظام اجتماعي:

يعكس النظام النقدي النظام الذي وجد فيه، فهو جزء لا يتجزأ عن النظام الاقتصادي الاجتماعي السائد، فمتى عرفت الظروف الاقتصادية والاجتماعية لاقتصاد معين أمكن تحديد نوع نقده، فالروابط النقدية هي أساساً روابط اجتماعية.

<sup>1</sup> الطاهر لطرش، مرجع سابق، ص. 26.

<sup>2</sup> راجع: - جمال بن دعاس، مرجع سابق، ص. 41-43؛

- بسام الحجار، مرجع سابق، ص. 37.

<sup>3</sup> عبد المنعم السيد علي ونزار سعد الدين العيسى، مرجع سابق، ص. 55.

## ج- النظام النقدي نظام تاريخي:

لا يتصف النظام النقدي بالثبات، بل يتطور ويتغير مع تطور وتغير النظام الاقتصادي والاجتماعي الذي ينتمي إليه.

والمخطط الموالي يبين لنا خصائص النظام النقدي.

المخطط رقم 3: خصائص النظام النقدي



## 2- القواعد المعدنية (النظام المعدني):

لقد كان النظام السلعي هو النظام النقدي الأول الذي عرفته البشرية، فقد كان هذا النظام نظاما ماديا (système matériel)، ترتبط فيه قيمة الوحدة النقدية بالقيمة الذاتية للسلعة، هذه الأخيرة التي تتحدد على أساس منفعتها (القيمة الاستعمالية)، أي قدرتها على إشباع حاجة معينة، لكن لم يستمر هذا النظام واهتدى الإنسان إلى استخدام المعادن كنقود خاصة المعادن الثمينة كالذهب والفضة، فهناك دول استعملت معدنا واحدا، ذهبا أو فضة، وسمي هذا النظام بنظام المعدن الواحد (monométallisme)، وهناك دول استعملت معدنين، وهو ما سمي بنظام المعدنين (bimétallisme).<sup>1</sup>

## 1-2- نظام المعدن الواحد (Système Monométallisme):

يرتكز هذا النظام على معدن واحد فقط (ذهب أو فضة)، حيث يتم تحديد علاقة ثابتة بين وحدة النقد ووزن معين من المعدن المتخذ أساسا للقاعدة النقدية.<sup>2</sup> ومن أهم القواعد النقدية التي عرفها التاريخ نظام الذهب.

## أ- نظام الذهب (Gold standard):

تمّ في هذا النظام إنشاء علاقة ثابتة بين وحدة النقد ووزن معين من الذهب، وقد أخذ هذا النظام ثلاثة أشكال

هي:

<sup>1</sup> الطاهر لطرش، مرجع سابق، ص ص. 28-29.

<sup>2</sup> بسام الحجار، مرجع سابق، ص. 39.

- أ-1- نظام المسكوكات الذهبية (coined money) (1816-1914):** يعتبر هذا النظام الشكل الأول لقاعدة الذهب، فقد شكلت المسكوكات الذهبية الجزء الغالب من النقد المتداول إلى جانب الأوراق النقدية النائية، لكن كانت المسكوكات هي النقد الأساسي والانهائي<sup>1</sup>.
- ولعمل هذا النظام يستلزم جملة من الشروط هي:<sup>2</sup>
- ✚ تحديد نسبة ثابتة بين وحدة النقد المستخدم وكمية معينة من الذهب بموجب قانون، إذ يكفي أن تكون النقود الورقية المتداولة قابلة للتحويل إلى ذهب بدون قيد أو شرط؛
  - ✚ حرية سك الذهب وبأية كميات دون مقابل لمنع زيادة القيمة الاسمية عن القيمة الحقيقية؛
  - ✚ توافر حرية كاملة لصهر المسكوكات الذهبية، أي تحويلها إلى سبائك بدون مقابل لمنع ارتفاع السعر السوقي عن السعر القانوني للذهب؛
  - ✚ قابلية أنواع النقود الأخرى للصرف بالسعر القانوني للمسكوكات الذهبية؛
  - ✚ ضمان حرية تصدير واستيراد الذهب (خروج ودخول الذهب) للمحافظة على التعادل بين القيمة الداخلية والقيمة الخارجية للذهب، الأمر الذي حافظ على ثبات واستقرار أسعار الصرف.
- وقد ساد هذا النظام حتى الحرب العالمية الأولى، حيث أخذت الدول تتخلى عنه تدريجياً بسبب حاجتها لاستخدام الذهب كغطاء للإصدار النقدي ولشراء العتاد الحربي<sup>3</sup>.
- أ-2- نظام السبائك الذهبية:** اتسمت الفترة التي تلت الحرب العالمية الأولى بالتقلبات الشديدة في أسعار صرف مختلف العملات، واختلال موازين مدفوعات العديد من دول العالم، الأمر الذي أدى إلى ضرورة الإصلاح النقدي والعودة إلى نظام الذهب، هذا الأخير الذي تمثل شروطه في:<sup>4</sup>
- ✚ تحديد قيمة ثابتة لوحدة النقد بوزن معين من الذهب؛
  - ✚ قابلية صرف النقود الورقية بالذهب دون قيد أو شرط، والعكس صحيح؛
  - ✚ الحد من سياسة التمويل التضخمي للموازنة العامة؛
  - ✚ الحفاظ على أسعار الصرف الثابتة من خلال العمل على التوازن الخارجي (التوازن التلقائي في ميزان المدفوعات)؛
  - ✚ توازن القوة الشرائية للنقود داخليا وخارجيا؛
  - ✚ توفير الثقة للأفراد في العملة، عن طريق ثبات قيمتها.

<sup>1</sup> المرجع السابق، ص.39.

<sup>2</sup> راجع: - المرجع السابق، ص.40؛

- جمال بن دعاس، مرجع سابق، ص.44.

<sup>3</sup> بسام الحجار، مرجع سابق، ص.42.

<sup>4</sup> المرجع السابق، ص.42-43.

**أ-3- نظام الصرف بالذهب:** في هذا النظام لا ترتبط عملة البلد بالذهب مباشرة، بل ترتبط بنسبة ثابتة بعملة أخرى لبلد آخر يسير على نظام الذهب، ومن الناحية التاريخية، ظهر هذا النظام بسبب علاقات التبعية السياسية والاقتصادية التي نشأت بين الدول المستعمرة والدول المستعمرة.<sup>1</sup>

ومن مزايا نظام الصرف بالذهب ما يلي:<sup>2</sup>

- ✧ وجود سعر صرف ثابت بين البلد التابع والبلد المتبوع؛
- ✧ الاقتصاد في استخدام الذهب والحصول على فوائد، لأن الاحتياطي مكون أساساً من عملات وأذونات وسندات البلد المتبوع؛
- ✧ تخفيض تكاليف تخزين الذهب والحراسة.

إلا أن هذا النظام اكتنف مجموعة من **العيوب**، تمثلت أساساً في:<sup>3</sup>

- ✧ خسائر البلد المتبوع تنعكس فوراً وتلقائياً على البلد التابع؛
- ✧ الارتباط الوثيق بين الدولتين قد يمس باستقلالية البلد التابع، وهذا يعني التبعية الاقتصادية والسياسية؛
- ✧ يتوقف النظام على بقاء الدولة المتبوعة على نظام السبائك الذهبية، فإذا عدلت عنه الدولة المتبوعة انتهى النظام بالنسبة للدولة التابعة.

### ب- أسباب انهيار نظام الذهب:

هناك مجموعة من الأسباب التي أدت إلى انهيار قاعدة الذهب، يمكن تلخيصها في النقاط التالية:<sup>4</sup>

- ✓ انخفاض الإنتاج العالمي من الذهب أمام حجم الطلب المتزايد عليه لغرض تغطية العملات النقدية أو لأغراض صناعية وغيرها؛
- ✓ سيطرة الولايات المتحدة الأمريكية وفرنسا على الجزء الأهم من الذهب العالمي، الأمر الذي أدى إلى اختلال توزيع الاحتياطيات الذهبية بين الدول، مما دفع الدول التي تفتقر للذهب إلى تقييد حركة دخول وخروج الذهب، وبالتالي انهيار قاعدة لنظام الذهب (حرية الاستيراد والتصدير)؛
- ✓ توسع الحكومات في الإصدار النقدي، دون الأخذ بعين الاعتبار الاحتياطي الذهبي الضروري لذلك بسبب السياسة الاستثمارية التوسعية التي انتهجتها هذه الدول لتنشيط اقتصادياتها وتقليص فجوة الانكماش التي تعاني منها؛

<sup>1</sup> راجع: - جمال بن دعاس، مرجع سابق، ص. 46.

- بسام الحجار، مرجع سابق، ص. 44.

<sup>2</sup> ميرندا زغلول رزق، النقود والبنوك، التعليم المفتوح، كلية التجارة، جامعة بنها، 2008-2009، ص. 93.

<sup>3</sup> المرجع السابق، ص. 88-89.

<sup>4</sup> المرجع السابق، ص. 89-91.

- ✓ إتباع الدول الصناعية الكبرى خاصة الولايات المتحدة الأمريكية وفرنسا وبريطانيا سياسة الحماية التجارية من خلال القيود الجمركية والسياسة الضريبية، من أجل تحسين الأوضاع الاقتصادية لديها، الأمر الذي أدى إلى اختلال العلاقة بين قيمة العملة الوطنية والسعر الموحد للذهب على الصعيدين المحلي والدولي؛
- ✓ ارتفاع أسعار السلع والخدمات بشكل مستمر بسبب هيمنة الاحتكارات الصناعية وارتفاع الأجور تحت ضغط النقابات العمالية، الأمر الذي أدى إلى زيادة الإصدار النقدي دون أن يكون هناك غطاء ذهبي وبالتالي انهارت قاعدة الذهب.

## 2-2- نظام المعدنين (Système Bémétallisme):

- ظل هذا النظام سائدا لفترة طويلة سواء في الشرق أو في أوروبا، حيث يتم تداول الذهب والفضة في نفس الوقت، وترتبط قيمة العملة بعلاقة ثابتة مع المعدنين، ويشترط لقيام هذا النظام ما يلي:<sup>1</sup>
- حرية ضرب أو سك أو صهر النقود، للأفراد والشركات والبنوك على حد سواء يتمتعون بحق إحضار السبائك الذهبية والفضية، والحصول بالمقابل على قطع نقدية ذهبية أو فضية بعد حسم أو خصم تكلفة السك؛
  - إعطاء قوة إبرائية غير محدودة للنقود الذهبية والفضية، فكل مشتر أو مدين يستطيع أن يتحرر من دينه حسب رغبته بواسطة قطع النقود الذهبية أو الفضية؛
  - تحديد نسبة قانونية ثابتة بين الذهب والفضة، فمثلا كل وحدة ذهبية في فرنسا تساوي 15.5 وحدة فضية، فقد كان الكيلوغرام من الفضة يساوي 200 فرنك فرنسي، والكيلوغرام من الذهب يساوي 3100 فرنك، بالتالي فالنسبة القانونية بين الذهب والفضة كانت ناتجة إذن عن النسبة  $15.5 = 200/3100$ ؛
- إن نجاح نظام المعدنين كان يقوم على أساس توفر علاقة ثابتة بين الذهب والفضة (15.5 مثلا)، أي استمرار التعادل بين القيمة السوقية والقيمة القانونية، أما إذا اختلفت هاتين النسبتين، فإن المعدن الذي ترتفع قيمته في السوق يميل إلى الاختفاء من التداول وفقا لقانون جريشام\* (Gresham's law) الذي فحواه: "النقد الرديء يطرد النقد الجيد من التداول".<sup>2</sup>
- إن عدم الاستقرار النقدي الذي ساد نظام المعدنين، والذي أدى إلى اكتناز الذهب بسبب ارتفاع قيمته السوقية (أكبر من 15.5) عن قيمته القانونية (15.5) مقارنة بالفضة، دفعت بعض الدول إلى تعديل هذه النسب، حيث جعلت من الذهب نقدا أساسيا والفضة نقدا مساعدا لإنقاذ النظام، وتحول بذلك نظام المعدنين إلى نظام المعدنين الأعرج والذي يفرض في التداول ثلاثة أنواع من النقود هي:<sup>3</sup>
- نقود ذهبية تتمتع بقوة إبرائية غير محدودة؛

<sup>1</sup> وسام ملاك، مرجع سابق، ص.16.

\* جريشام (1519-1579): هو وزير المالية البريطاني في عهد الملكة إليزابيث، وقد استنبط هذه القاعدة منذ القرن السادس عشر.

\*\* "Bad money drives good money out of circulation"

<sup>2</sup> بسام الحجار، مرجع سابق، ص.45.

<sup>3</sup> جمال بن دعاس، مرجع سابق، ص.49.

- نقود فضية تتمتع بقوة إبرائية غير محدودة، لكن ليس لها حرية الضرب؛
  - نقود فضية خفيفة لا تتمتع بحرية الضرب، كما أن قوتها الإبرائية محدودة.
- وعليه اعتبر نظام المعدنين نظاما أعرجا، حيث تدهورت قيمة الفضة مقارنة بالذهب خاصة بعد سنة 1890، مما أدى إلى اختفاء الذهب من التداول لصالح الفضة، الأمر الذي جعل معظم الدول تترك نظام المعدنين لصالح نظام المعدن الواحد، والذي كان في معظم الأحيان نظام الذهب، حيث تمّ تبنيه من طرف معظم الدول الكبرى عدا الصين التي اختارت نظام الفضة حتى الحرب العالمية الثانية.<sup>1</sup>

### ❖ أنصار نظام المعدنين:

- يرى أنصار نظام المعدنين أن هذا النظام أحسن من نظام المعدن الواحد بسبب:<sup>2</sup>
- ✦ إن استخدام معدنين بدل معدن واحد يزيد من حجم الكتلة النقدية، الأمر الذي يجعل العرض النقدي الكلي في هذا النظام أكبر مقارنة بنظام المعدن الواحد، وبذلك تستطيع السلطات النقدية أن تحقق حاجة الأفراد والاقتصاد للنقود؛
  - ✦ إن استخدام معدنين بدل معدن واحد، يعطي النظام النقدي نوعا من المرونة، مما يضمن الثبات النسبي للقوة الشرائية للوحدة النقدية أكبر من نظام المعدن الواحد؛
  - ✦ ليس بالضرورة أن يختفي المعدن الجيد من التداول بسبب ارتفاع قيمته السوقية عن قيمته القانونية، فعند ارتفاع القيمة السوقية (الذهب مثلا) سوف يؤدي إلى توجه الأفراد إلى صهر الذهب لتحقيق أرباح، وتستمر هذه العملية حتى يؤدي زيادة عرض السبائك الذهبية في السوق إلى انخفاض سعره تدريجيا، ليتساوى من جديد مع السعر القانوني، الأمر الذي يضمن استمرار النظام.

### 3- نظام النقد الورقي الإلزامي:

يشكل نظام النقد الورقي الإلزامي مرحلة مهمة من مراحل تطور النظام النقدي، هذا الأخير الذي أصبح يقوم على أساس اللامادية (dématérialisation)، حيث أصبح للأوراق النقدية قيمة قانونية (valeur faciale) منفصلة تماما عن قيمتها الذاتية (valeur intrinsèque)، وأصبحت مقبولة في التداول ولها قوة إبراء غير محدودة بسبب ثقة الجمهور في الجهة التي أصدرتها، وأصبحت هذه الأوراق تعرف باسم النقود القانونية (monnaie fiduciaire).<sup>3</sup>

<sup>1</sup> الطاهر لطرش، مرجع سابق، ص.29.

<sup>2</sup> راجع: - جمال بن دعاس، مرجع سابق، ص.50؛

- بسام الحجار، مرجع سابق، ص.46.

\* fiducia كلمة لاتينية تعني الثقة (confiance).

<sup>3</sup> Dominique Plihon, **la monnaie et ses mécanismes**, Alger, Casbah édition, 2004, p.8.

**3-1- أسباب تبني نظام النقد الورقي الإلزامي:**

لم تتمكن الدول بعد الحرب العالمية الأولى من العودة إلى نظام الذهب وتبنت نظام النقد الورقي الإلزامي بسبب:<sup>1</sup>

- الإفراط في إصدار النقود الورقية لتمويل نفقات الحرب، حيث ضعفت العلاقة بين الكمية المصدرة من الأوراق النقدية وكمية التغطية من المعدن النفيس، مما أدى إلى استحالة تحويل النقود الورقية إلى ذهب، لأن كمية هذا الأخير لم تعد كافية؛

- استخدم الاحتياطي الذهبي في شراء المعدات الحربية، الأمر الذي أدى إلى انخفاضه وبالتالي تعذر العودة إلى نظام الذهب وتبني نظام النقد الورقي الإلزامي.

لقد ألغيت قابلية تحويل معظم النقود الورقية إلى ذهب في منتصف الثلاثينات، بعد أزمة الكساد العظيم سنة 1929 وظهور المدرسة الكينزية، حيث فشلت محاولات بعض الدول في العودة إلى قابلية تحويل عملاتها إلى ذهب، عدا الولايات المتحدة الأمريكية التي استمرت في تحويل الدولار إلى ذهب حتى أوت. 1971<sup>2</sup>

**3-2- مرتكزات النظام النقدي الورقي:**

ظهرت النقود الورقية لأول مرة في أواخر القرن 18 في إنجلترا، ثم انتشرت تدريجياً في باقي الدول خلال القرن 19، ولم تعد هناك أي دولة اليوم بدون عملة نقدية ورقية، وتدل الشواهد التاريخية أن الصين أول من عرفت النقود الورقية نحو أوائل القرن التاسع، كما استحدثت الصيرافة في أوروبا التجارية لأول مرة أوراق البنكنوت في القرن 16 لكي تستخدم في المعاملات التجارية، وذلك تحت ضغط الحكومات بعدم إخراج المعدن النفيس.<sup>3</sup>

يرتكز نظام النقد الورقي الإلزامي على قانون تصدره الدولة، وتحدد بموجبه وحدة النقود المتداولة، دون أن تكون هناك علاقة بين النقود المتداولة والاحتياطيات الذهبية التي قد يحتفظ بها البنك المركزي، حيث لا يمكن تحويل النقود الورقية إلى ذهب أو فضة، ويصبح على الجمهور ضرورة قبول هذه الأوراق ثقة منهم في الجهة التي أصدرتها.<sup>4</sup>

**3-3- مزايا وعيوب النظام النقدي الورقي:**

إن اعتماد قاعدة النقد الورقي الإلزامي أعطت نوعاً من المرونة للسلطات النقدية للتحكم في العرض النقدي حسب الأوضاع الاقتصادية، لكن تعرض هذا النظام للعديد من الانتقادات منها:<sup>5</sup>

- لا يمكن في ظل قاعدة النقد الورقي الإلزامي تحقيق الاستقرار في أسعار صرف العملات بشكل تلقائي كما هو الحال في قاعدة الذهب؛

- الإفراط في إصدار النقود الورقية يسبب ضغوطاً تضخمية، لهذا تتطلب إدارة النظام النقدي الورقي كفاءة عالية.

<sup>1</sup> جمال بن دعاس، مرجع سابق، ص. 51.

<sup>2</sup> المرجع السابق، ص. 52.

<sup>3</sup> عبد الرحمن يسري أحمد، **النقود والفوائد والبنوك**، الإسكندرية، الدار الجامعية، 2000، ص. 27-28.

<sup>4</sup> عبد المنعم السيد علي ونزار سعد الدين العيسى، مرجع سابق، ص. 57.

<sup>5</sup> المرجع السابق، ص. 57-58.

## خلاصة:

يعبر النظام النقدي عن مجموع الإجراءات والتنظيمات والمؤسسات التي تضبط سياسة العرض النقدي في الاقتصاد، إذ يتميز هذا النظام بجملة من الخصائص، فهو نظام مركب ونظام اجتماعي ونظام تاريخي. وقد مرّ النظام النقدي عبر التاريخ بالعديد من الأشكال، أهم هذه الأشكال النظام المعدني الذي يركز على استخدام المعادن خاصة الثمينة منها كنفود، سواء في إطار استخدام معدن واحد فقط خاصة الذهب (نظام المعدن الواحد)، أو في إطار استخدام الذهب والفضة معا (نظام المعدنين)، لكن لم يستمر هذا النظام (المعدني)، ليظهر بعده نظام النقد الورقي الإلزامي، هذا النظام الذي أسفر عن ظهور النقود الورقية القانونية التي لها قوة إبراء غير محدودة.

## أسئلة للمناقشة:

- 1- ما المقصود بالنظام النقدي؟ وما هي مكوناته؟
- 2- اشرح مفهوم القاعدة النقدية؟ وما علاقتها بالنظام النقدي؟
- 3- كيف يتم التعامل في إطار نظام المعدن الواحد؟
- 4- حدّد في مخطط مراحل نظام الذهب؟ مع شرح مبسط لكل عملية؟
- 5- ما المقصود بنظام السبائك الذهبية؟ وما هي شروطه؟
- 6- ما المقصود بقانون جريشام؟
- 7- ما المقصود بنظام المعدنين الأعرج؟
- 8- حسب رأيك: أيهما أحسن نظام المعدن الواحد أو نظام المعدنين؟ (مع التعليل).
- 9- اشرح ما يلي:
  - القيمة القانونية للمعدن؟
  - القيمة السوقية للمعدن؟
  - القيمة الذاتية للمعدن؟
  - ما العلاقة بين هذه القيم في إطار نظام المعدنين؟
- 10- ما هي أسباب تبني نظام النقد الورقي الإلزامي؟
- 11- حدد مزايا وعيوب هذا النظام؟
- 12- هل يعتبر آخر صورة للأنظمة النقدية في العصر الحديث؟

## المحور الثالث:

### النظريات النقدية

الأهداف التعليمية للمحور:

- ☞ التعرف على أسس وافراضات النظرية النقدية التقليدية (الكمية)؛
- ☞ التعرف على مكونات معادلة التبادل ومعادلة الأرصدة النقدية؛
- ☞ معرفة مختلف الانتقادات التي وجهت إلى النظرية النقدية التقليدية؛
- ☞ التعرف على فرضيات التحليل الكينزي؛
- ☞ إدراك دوافع الطلب على النقود عند كينز؛
- ☞ التعرف على دالة الطلب الكلي على النقود ومصيدة السيولة؛
- ☞ الإحاطة بمختلف أوجه التشابه والاختلاف بين النظريتين الكمية والكينزية؛
- ☞ التعرف على محددات الطلب على النقود عند فريدمان؛
- ☞ معرفة دالة الطلب على النقود عند فريدمان؛
- ☞ إدراك الفرق بين نظرية فريدمان ونظرية كينز.

## تمهيد:

تعمل النظرية النقدية على دراسة تغيرات كمية النقود وعلاقتها خاصة بالمستوى العام للأسعار وباقي المتغيرات الاقتصادية الأخرى، ومن بين أهم النظريات النقدية التي عرفها تاريخ الفكر الاقتصادي، نجد النظرية الكمية التقليدية والنظرية الكينزية والنظرية النقدية الحديثة لفريدمان.

وللتعرف على هذه النظريات النقدية وتطورها التاريخي، قسم المحور إلى النقاط التالية:

- 1- النظرية النقدية التقليدية (النظرية الكمية)؛
- 2- النظرية الكينزية؛
- 3- النظرية النقدية الحديثة (النظرية النقدية لمدرسة شيكاغو).

## 1- النظرية النقدية التقليدية (النظرية الكمية):

تعتبر النظرية الكمية للنقود من أقدم النظريات النقدية، نشأت وتطورت من طرف المدرسة الكلاسيكية في القرن 19 والقرن 20، إذ تعتبر النظرية التقليدية خلاصة الفكر والتحليل التقليدي للظواهر النقدية والحقيقية في الاقتصاد.

## 1-1- أسس وافراضات النظرية النقدية التقليدية:

## أ- أسس النظرية النقدية التقليدية:

تستند النظرية النقدية التقليدية في تحليلها على أسس النظام الرأسمالي التي تتمثل أهمها في:<sup>1</sup>

- الحرية الاقتصادية: وفقا لمبدأ "دعه يعمل دعه يمر"، الأمر الذي يؤدي إلى تحقيق المصلحة الشخصية والمصلحة العامة؛
- عدم تدخل الدولة إلا في أمور محددة كالدفاع وتنظيم القضاء والقيام بالمشروعات العامة ذات النفع العام؛
- الملكية الخاصة لوسائل الإنتاج والمنافسة الحرة؛
- حيادية النقود: لا تعتبر النقود في الفكر الكلاسيكي سوى أداة تبادل، فهي بمثابة "عربة لنقل القيم"، أو هي مجرد "حجاب لغطاء الحقيقة"، والحقيقة هي أن السلع تبادل بالسلع، والنقود ليست إلا وسيط لذلك؛
- قانون ساي للأسواق: وفقا لمبدأ "العرض يخلق الطلب"، الأمر الذي يؤدي إلى تحقيق توازن، وطالما أن حاجات الأفراد لا نهائية، فإن كل فرد سيستغل كل ما هو متاح له من موارد حتى يتمكن من إشباع أكبر قدر من احتياجاته، ولن يتوقف إلا عندما يصبح كل ما لديه من موارد مستغلا بالكامل، لذا يحدث التوازن عند مستوى التشغيل الكامل.<sup>2</sup>

<sup>1</sup> بلعزوز بن علي، محاضرات في النظريات والسياسات النقدية، ديوان المطبوعات الجامعية، 2004، ص 8-10.

<sup>2</sup> أحمد أبو الفتوح الناقية، نظرية النقود والبنوك والأسواق المالية، الإسكندرية، مؤسسة شباب الجامعة، 1998، ص 318.

## ب- افتراضات النظرية النقدية التقليدية:

قامت النظرية النقدية التقليدية على أساس مجموعة من الافتراضات، تمثلت في:

- **ثبات حجم المعاملات T:** تفترض النظرية النقدية التقليدية أن حجم المعاملات ومستوى النشاط الاقتصادي يتم تحديده بعوامل موضوعية، وأن النقود ليس لها أي تأثير وأنها وسيط للمبادلات فقط، فحجم المعاملات بمثابة متغير خارجي لا يتأثر بالمتغيرات التي تشتمل عليها المعادلة، وبالتالي فهو ثابت خاصة وأن العوامل التي تؤثر في حجم المعاملات ثابتة<sup>1</sup>؛
- **ثبات سرعة دوران النقود V:** يمكن تعريف سرعة دوران النقود على أنها: "عدد المرات التي تدورها وحدة النقد في المتوسط خلال فترة معينة من الزمن".<sup>2</sup>، أو هي: "متوسط عدد المرات التي تنفق خلالها وحدة النقد في شراء السلع والخدمات المنتجة في الاقتصاد القومي في فترة زمنية معينة، وهي عادة السنة".<sup>3</sup>
- تفترض النظرية النقدية التقليدية ثبات سرعة دوران النقود  $V$  على الأقل في المدى القصير، لأنها تتحدد بعوامل بطيئة التغير.\*
- **ارتباط تغير المستوى العام للأسعار P بتغير كمية النقود M:** تعني هذه الفرضية أن المستوى العام للأسعار P هو متغير تابع للمتغير المستقل وهو كمية النقود M، وفقا للدالة:

$$P = f(M)$$

فكل تغير في كمية النقود يؤدي إلى تغير المستوى العام للأسعار بنفس القدر وفي نفس الاتجاه، وفقا للمنحنى البياني الموالي.

<sup>1</sup> بلعزوز بن علي، مرجع سابق، ص 10-11.

<sup>2</sup> ضياء مجيد الموسوي، النظرية الاقتصادية "التحليل الاقتصادي الكلي"، ديوان المطبوعات الجامعية، الطبعة الثالثة، 2005، ص 59.

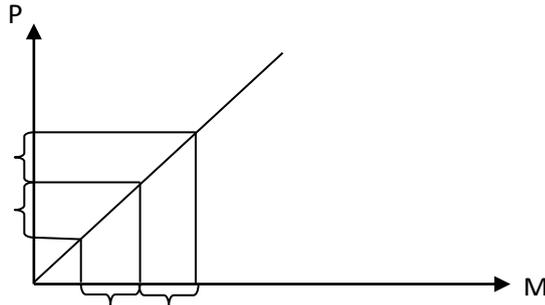
<sup>3</sup> أحمد أبو الفتوح الناقة، مرجع سابق، ص 229.

\* من أهم العوامل التي تؤثر في سرعة دوران النقود، ما يلي:

- مدى تقدم نظام الائتمان ودرجة استعمال أفراد المجتمع للتسهيلات التي يقدمها؛
- عادات المجتمع بالنسبة للادخار والاستهلاك؛
- نظام الدفع في المجتمع؛
- درجة الانتقال الجغرافي للأفراد؛
- حجم الدخل الحقيقي.

راجع: ضياء مجيد الموسوي، مرجع سابق، ص 59.

الشكل رقم 2: علاقة المستوى العام للأسعار بكمية النقود عند الكلاسيك



المصدر: عبد القادر خليل، مرجع سابق، ص.228.

## 1-2- معادلة التبادل ومعادلة الأرصدة النقدية:

### أ- معادلة التبادل:

تعد فكرة النظرية قديمة، تعود جذورها إلى كتابات الرومان واليونان والحضارة الإسلامية (ابن خلدون والمقريري)، إلا أنها تطورت أكثر في القرن 16 بعد ثورة الأسعار التي نتجت بسبب تدفق المعادن النفيسة إلى أوروبا (السياسة الاستعمارية والاكتشافات الجديدة)، الأمر الذي دفع العديد من المفكرين إلى البحث في العلاقة بين زيادة كمية النقود وارتفاع المستوى العام للأسعار، من بين هؤلاء نذكر:<sup>1</sup>

✚ الفيلسوف الفرنسي جون بودان (1530-1596): يعتبر أول من أعطى ملاحظة أن الزيادة في كمية

النقود المتداولة تؤدي إلى زيادة المستوى العام للأسعار، وبالتالي انخفاض قيمة النقود؛

✚ الفيلسوف الأيرلندي دافيد هيوم: سار على نهج الفيلسوف جون بودان؛

✚ الفيلسوف الأيرلندي كانتيون: لم يختلف عن جون بودان ودافيد هيوم، وقد عرض لأول مرة فكرة سرعة تداول النقود؛

✚ الاقتصادي دافيد ريكاردو: لقد أخذ بالتحليل السابق، واستخدمه في تفسير التضخم الذي ساد في بريطانيا

خلال القرن 19، حيث توصل إلى أن قيمة النقود تتناسب مع كميتها؛

✚ تحليل سيمون نيوكومب: حيث حاول تقديم صياغة رياضية للنظرية الكمية سنة 1886؛

✚ الاقتصادي فيشر (1867-1947): أكمل سنة 1917 عمل سيمون نيوكومب، وصاغ فكرة ريكاردو

رياضياً، ليأتي بما عرف بمعادلة التبادل لفischer؛

✚ الاقتصاديان ألفرد مارشال وبيجو: صاغوا ما يعرف بمعادلة الأرصدة النقدية.

<sup>1</sup>راجع: - عبد القادر خليل، مرجع سابق، ص.223-225:

- بلعوز بن علي، مرجع سابق، ص.12-13.

## ب- معادلة التبادل لفيشر:

تعرف نظرية ارفنج فيشر التي صاغها سنة 1917 بنظرية المعاملات أو المبادلات، حيث يؤكد فيشر على وظيفة النقود كوسيط للمبادلة، وقد صاغ المعادلة على النحو التالي:

$$MV = PT.....(1)$$

حيث:

$M$ : كمية النقود في الاقتصاد؛

$V$ : سرعة تداول أو دوران النقود؛

$P$ : المستوى العام للأسعار؛

$T$ : حجم المعاملات أو المبادلات؛

حسب معادلة فيشر، كلما تغيرت كمية النقود  $M$  تغير المستوى العام للأسعار  $P$  في نفس الاتجاه، بفرض ثبات سرعة دوران النقود  $V$  وحجم المعاملات  $T$ ، بالتالي تصبح المعادلة رقم (1) على النحو التالي:

$$P = MV/T.....(2)$$

$$\Rightarrow P = F(M)$$

## ج- معادلة الأرصدة النقدية (مدخل كامبردج):

لقد خضعت معادلة التبادل لفيشر إلى إعادة صياغة أولى من طرف الاقتصادي بيجو، فقد أخذ بعين الاعتبار الدخل النهائي الحقيقي  $Y$  بدل حجم المعاملات  $T$ ، الأمر الذي أدى إلى صياغة معادلة الدخل لبيجو على النحو التالي:

$$MV = Py.....(3)$$

ليتمكن ألفرد مارشال من إعادة صياغة المعادلة رقم (3)، بقسمة طرفي المعادلة على  $V$ ، حيث:

$$MV/V = Py/V \Rightarrow M = 1/V \cdot Py.....(4)$$

حيث:

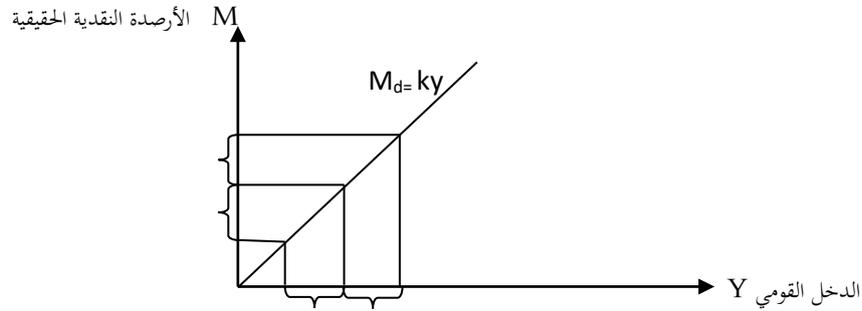
$K = 1/V$ ، لتصبح المعادلة رقم (4) كما يلي:

$$M = KPy \dots \dots \dots (5)$$

حيث:  $K$  هو معامل التفضيل النقدي، وهي مقلوب سرعة التداول  $V$ ، وهي عبارة عن تلك النسبة المتوسطة من الدخل التي يفضل الأفراد الاحتفاظ بها في شكل نقود سائلة.

ويوضح الشكل البياني الموالي معادلة كامبردج للأرصدة النقدية، فكلما زاد الدخل القومي الحقيقي زاد الطلب على كمية النقود الحقيقية بنفس النسبة.

الشكل رقم 3: تمثيل معادلة كامبردج رياضياً



المصدر: ضياء مجيد الموسوي، مرجع سابق، ص.65.

### 3-1- أوجه التشابه والاختلاف بين معادلة فيشر ومعادلة الأرصدة النقدية:

#### أ- أوجه التشابه:

تشابه معادلة التبادل لفischer ومعادلة كامبردج في النقاط التالية:<sup>1</sup>

المعادلتان متطابقتان ومبسطتان إلى حد كبير، حيث:

$$MV=PT \Rightarrow M=1/V.PT \Rightarrow M=1/V.Py \quad (T=y, k=1/V)$$

تبحث المعادلتان في نفس الظاهرة، ألا وهي تأثير كمية النقود على المستوى العام للأسعار؛

تستندان إلى نفس الأسس والافتراضات؛

يتفقان في دراسة الظاهرة في المدى القصير؛

يتفقان في أن التوازن في سوق النقود يتحدد عندما يتساوى العرض النقدي  $M_s$  مع الطلب على النقود  $M_d$ .

<sup>1</sup> عبد القادر خليل، مرجع سابق، ص.244-245.

## ب- أوجه الاختلاف:

يمكن تلخيص أوجه الاختلاف بين معادلة التبادل ومعادلة كامبردج في الجدول الموالي.  
الجدول رقم 1: أوجه الاختلاف بين معادلة التبادل ومعادلة كامبردج

معادلة التبادل ليفشر	معادلة كامبردج
<ul style="list-style-type: none"> <li>تهتم بالعرض النقدي <math>M_s</math> وإهمال الطلب على النقود</li> <li>تعتبر النقود وسيط للتبادل فقط</li> <li>تهتم بالإنفاق وسرعة تداول هذا الإنفاق <math>V</math></li> <li>تبحث في العوامل المؤثرة في عرض النقود <math>M_s</math> وتأثيرها</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>تهتم بالطلب على النقود <math>M_d</math> وإهمال العرض النقدي</li> <li>تعتبر النقود وسيلة للتبادل ومخزن للقيمة</li> <li>تهتم بالاحتفاظ بالسيولة <math>K</math> وعدم الإنفاق</li> <li>تبحث في العوامل المؤثرة في الطلب على النقود <math>M_d</math></li> </ul>

المصدر: عبد القادر خليل، مرجع سابق، ص. 245.

## 4-1- الانتقادات الموجهة للنظرية النقدية التقليدية:

تعرضت النظرية الكمية إلى العديد من الانتقادات تركزت حول الأسس والافتراضات التي قامت عليها، وأهم هذه الانتقادات ما يلي:<sup>1</sup>

- تفترض النظرية أن كمية النقود  $M$  متغير مستقل، والمستوى العام للأسعار  $P$  متغير تابع، وأن زيادة كمية النقود تؤدي إلى زيادة الأسعار، لكن الواقع أثبت عكس ذلك، إذ يمكن أن ترتفع الأسعار دون أن تزيد كمية النقود، كزيادة سرعة تداول النقود أو في حالات الاضطرابات أو زيادة الأجور... إلخ؛
- تفترض النظرية ثبات سرعة تداول النقود، وهذا الأمر غير واقعي لأن سرعة التداول تعتمد على الحالة النفسية وتوقعات المنظمين وظروف الاستيراد والتصدير وحالة البلد الاجتماعية، فسرعة تداول النقود لا ترتبط بكمية النقود، إذ يمكن أن تزيد سرعة تداول النقود دون أن تزيد كمية النقود، فيؤدي ذلك إلى ارتفاع الأسعار، فإذا ما توقع الأفراد ارتفاع أسعار العقارات فإنهم يشترون بالنقود المحتفظ بها الأراضي فتزداد سرعة التداول وترتفع الأسعار بالرغم من أن كمية النقود بقيت ثابتة؛
- تفترض النظرية أن زيادة كمية النقود وزيادة الأسعار يكون بنفس النسبة، والواقع أثبت عكس ذلك، فقد تزيد الدولة حجم الإصدار النقدي دون أن ترتفع الأسعار؛
- حصرت النظرية وظائف النقود في التبادل، في حين أن هناك وظائف أخرى لها كوظيفة مخزن للقيمة ومقياس للقيمة؛
- افتراض الكلاسيك ثبات حجم المبادلات  $T$  بسبب حالة التشغيل الكامل، وهذه حالة نظرية أكثر منها واقعية؛

<sup>1</sup> علي كنعان، النقود والصرافة والسياسة النقدية، جامعة دمشق، نيسان 2011، ص. 103.

- أهملت النظرية أثر سعر الفائدة، لأن زيادة كمية النقود سوف يؤدي إلى تخفيض أسعار الفائدة فيزيد الطلب على الاستثمار، والعكس صحيح، فتخفيض كمية النقود سوف يؤدي إلى ارتفاع أسعار الفائدة فينخفض الطلب على الاستثمار ويحصل الركود وتنخفض الأسعار.

## 2- النظرية الكينزية:

أدت أزمة الكساد العظيم التي حدثت سنة 1929 إلى فشل النظرية الكمية في تفسير الأحداث، خاصة ما تعلق بقانون ساي وحيادية النقود ومستوى التشغيل الكامل وعدم تدخل الدولة، الأمر الذي أدى إلى ميلاد نظرية جديدة، وهي نظرية "العمالة والفائدة والنقود" لجون ماينرد كينز.

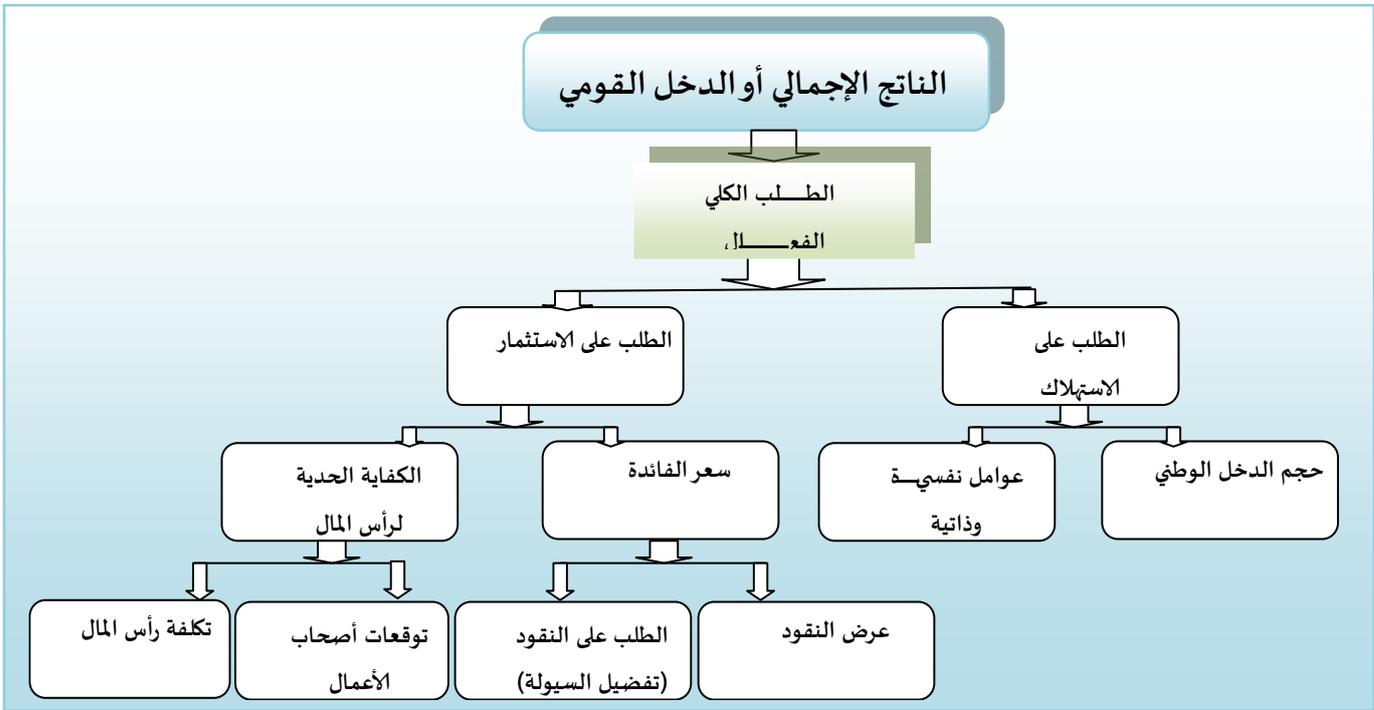
### 1-2- فرضيات التحليل الكينزي:

تحول الاهتمام بعد أزمة الكساد العظيم من دراسة التغير في المستوى العام للأسعار الذي اهتمت به النظرية النقدية الكمية إلى دراسة سلوك النقود وأثره على مجمل النشاط الاقتصادي، وذلك على أساس تحليل كلي شامل للمتغيرات الاقتصادية، وقد تبنى الاقتصادي الإنجليزي جون ماينرد كينز هذا الاتجاه، وبنى تحليله على أساس مجموعة من الفرضيات تختلف تماما عن تلك التي تبنتها النظرية التقليدية، تتمثل أساسا في:<sup>1</sup>

- كان لكينز الفضل في إنقاذ النظام الرأسمالي من الانهيار الذي أصابه بسبب أزمة الكساد العظيم، وبالتالي التخلص من أخطاء الفكر الكلاسيكي التي وقع فيها؛
- اهتم كينز بالطلب على النقود (نظرية تفضيل السيولة)، وأوضح أن الأفراد يفضلون الاحتفاظ بالنقود لذاتها (تفضيل السيولة) بسبب دوافع مختلفة (المعاملات والاحتياط والمضاربة)؛
- قام كينز بتحليل الطلب على النقود كمخزن للقيمة (دافع المضاربة)، وهذا ما ميّزه فعلا عن التقليديين، الأمر الذي فتح أمامه أفقا جديدة لتحليل أثر التغيرات النقدية على النشاط الاقتصادي، وبالتالي تحول الاهتمام من العوامل الكمية التي تؤثر في تحديد المستوى العام للأسعار إلى العوامل التي تؤثر في تحديد مستوى الناتج والتشغيل والدخل؛
- جاءت النظرية العامة لكينز لتفسير التضخم والبطالة، فكلاهما ينجم أساسا عن تقلبات حجم الطلب الكلي الفعال، فعندما يكون الطلب ضعيفا تحدث البطالة، وحينما يزيد يحدث التضخم؛
- اهتم كينز بالتحليل الكلي للمعطيات الاقتصادية، كحجم التشغيل العام والدخل الوطني والإنتاج الوطني والطلب الكلي والعرض الكلي والاستثمار الكلي والادخار الكلي... إلخ؛

<sup>1</sup> بلعوز بن علي، مرجع سابق، ص. 35.

- رفض كينز قانون المنافذ لساي، وطالب بضرورة تدخل الدولة لعلاج الاختلالات الاقتصادية عن طريق السياسة المالية والرفع من مستويات الإنفاق العام، والسياسة النقدية بزيادة المعروض النقدي، أو ما يسمى بسياسة النقود الرخيصة والتمويل بالتضخم؛
  - اهتم كينز بفكرة الطلب الكلي الفعال لتفسير أسباب عدم التوازن التي وقع فيها النظام الرأسمالي، فهو يرى أن حجم الإنتاج وحجم التشغيل ومن ثم حجم الدخل يتوقف بالدرجة الأولى على حجم الطلب الكلي الفعال، هذا الأخير الذي يتكون من الطلب على السلع الاستهلاكية - حيث يتوقف هذا الطلب على عوامل موضوعية وعوامل ذاتية ونفسية - والطلب على السلع الإنتاجية الذي يتوقف على الكفاية الحدية لرأس المال وسعر الفائدة. كما هو مبين في المخطط الموالي، والذي يطلق عليه النموذج الكينزي المبسط.
- المخطط رقم 4: النموذج الكينزي المبسط



المصدر: محب خلة توفيق، الاقتصاد النقدي والمصرفي "دراسة تحليلية للمؤسسات والنظريات"، الإسكندرية، دار الفكر الجامعي، 2015، ص.108.

## 2-2- الطلب على النقود عند كينز (نظرية تفضيل السيولة):

لقد أتى كينز بنظرية تفضيل السيولة، النظرية التي خالف من خلالها ممن سبقوه من الكلاسيك، خاصة فيما يتعلق بثبات سرعة دوران النقود، حيث طوّر نظريته مؤكداً على وجود علاقة بين كمية النقود وسعر الفائدة، محاولاً الإجابة عن السؤال التالي: لماذا يحتفظ الأفراد بالنقود؟، وأشار إلى وجود ثلاثة دوافع وراء الطلب على النقود، وهي:<sup>1</sup>

- دافع المعاملات (Transaction motive)؛
- دافع الاحتياط (Precautionary motive)؛

<sup>1</sup> محمود حامد محمود عبد الرزاق، اقتصاديات النقود والبنوك والأسواق المالية، الإسكندرية، الدار الجامعية، 2013، ص.133.

• دافع المضاربة (Speculative motive).

### أ- دافع المعاملات (المبادلات):

ويمثل هذا الدافع حاجة الأفراد والشركات إلى الاحتفاظ بالأرصدة النقدية لتلبية حاجات التبادل الجارية، فالأفراد يطلبون النقود للاحتفاظ بها لمواجهة المدفوعات المتوقعة خلال فترة استلام الدخل وإنفاقه، ويتوقف حجم الطلب على النقود لغرض المعاملات على حجم الدخل النقدي  $Y$  وطول الفترة الزمنية بين استلام الدخل وإنفاقه. فكلما زاد حجم الدخل وطالت الفترة الزمنية بين استلام الدخل وإنفاقه، زاد الطلب على النقود لغرض المعاملات. وعلى مستوى الشركات تطلب النقود لمواجهة تمويل شراء المواد الأولية والوسيلة ودفع الأجور، والطلب على الأرصدة النقدية لهذا الغرض يعتمد على الدخل الجاري، وهو ما يسمى بدافع المشروع. ويعتمد طلب الأفراد وطلب المشاريع على الأرصدة النقدية لغرض المعاملات على مستوى الأسعار  $P$  وحجم الإنتاج  $Y$ ، حسب المعادلة التالية:<sup>1</sup>

$$M_t = f(PY)$$

حيث أن:

$M_t$ : الطلب على النقود لغرض المعاملات؛

$PY$ : الدخل الكلي.

تؤدي زيادة الدخل الكلي  $PY$  إلى زيادة الأرصدة النقدية من أجل إشباع الحاجات الفردية والتجارية والإنتاجية، والعكس صحيح، ففي حالة انخفاض الدخل ينخفض الطلب على النقود لغرض المعاملات.

### ب- دافع الاحتياط:

ويمثل طلب الأفراد والمشاريع على النقود لمواجهة الأحداث الطارئة غير المتوقعة كحالات المرض والشيخوخة أو مواجهة ارتفاع تكاليف الإنتاج، وينشأ هذا الطلب بسبب الخوف من المستقبل، ويعتمد هذا الطلب على حجم الدخل الكلي ومستوى النشاط الاقتصادي، لذلك يزداد هذا الطلب مع زيادة مستوى الدخل الكلي ومستوى النشاط الاقتصادي، والعكس صحيح. ويمكن التعبير عن ذلك بالعلاقة التالية:<sup>2</sup>

$$M_p = f(PY)$$

حيث أن:

$M_p$ : الطلب على النقود لغرض الاحتياط؛

$PY$ : الدخل الكلي.

يمكن تمثيل دالة الطلب على النقود لغرض المعاملات والاحتياط  $M_{tp}$  على النحو التالي:

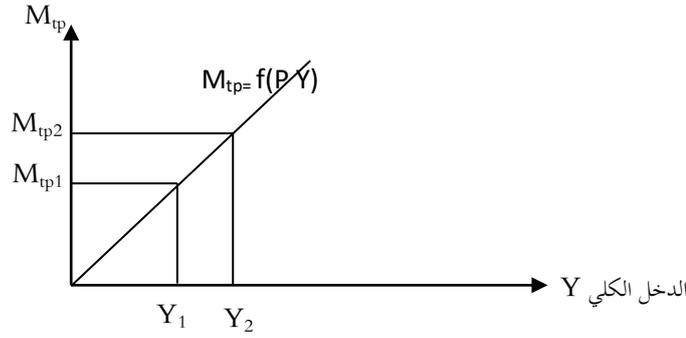
<sup>1</sup> هيل عجمي جميل الجنابي، النقود والمصارف والنظرية النقدية، عمان، دار وائل للنشر، الطبعة الثانية، 2014، ص 250.

<sup>2</sup> المرجع نفسه.

حيث:

$$M_{tp} = M_t + M_p \quad \longrightarrow \quad M_{tp} = f(PY)$$

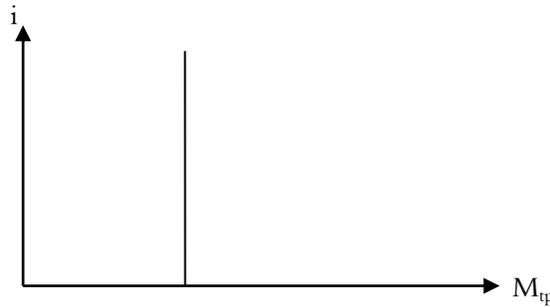
الشكل رقم 4: الطلب على النقود لغرض المعاملات والاحتياط



المصدر: هيل عجمي جميل الجنابي، مرجع سابق، ص. 251.

ويشير كينز إلى عدم وجود علاقة بين الطلب على النقود لغرض المعاملات والاحتياط وأسعار الفائدة، فمهما ارتفع أو انخفض سعر الفائدة فإنه لا يؤثر على الطلب على النقود لغرض المعاملات والاحتياط، حسب الشكل الموالي.

الشكل رقم 5: العلاقة بين الطلب على النقود لغرض المعاملات والاحتياط وسعر الفائدة



المصدر: هيل عجمي جميل الجنابي، مرجع سابق، ص. 251.

### ج- دافع المضاربة:

يشير كينز بأن هناك دافع آخر بالإضافة إلى دافع المعاملات والاحتياط للطلب على النقود، هو دافع المضاربة، إذ يطلب الأفراد الأرصدة النقدية لتحقيق عائد رأسمالي أو لتجنب خسارة رأسمالية عن طريق التنبؤ بالتغيرات في سعر الفائدة على السندات، لأن العلاقة عكسية بين سعر الفائدة وأسعار الأصول المالية. حيث:

$$M_s = f(i)$$

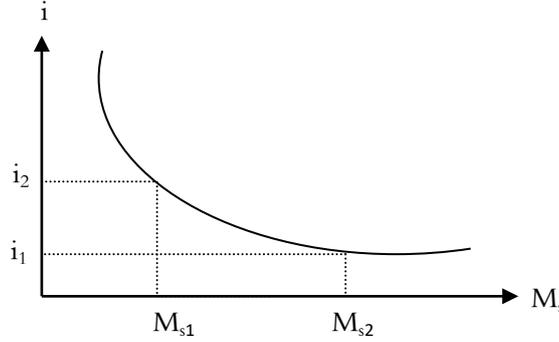
حيث:

$M_s$ : الطلب على النقود لغرض المضاربة؛

$i$ : معدل الفائدة.

يمكن توضيح العلاقة بين المتغيرين في الشكل البياني الموالي.

الشكل رقم 6: الطلب على النقود لغرض المضاربة



المصدر: محمود حامد محمود عبد الرزاق، مرجع سابق، ص. 137.

يتم الطلب على النقود لغرض المضاربة بدافع الاحتفاظ بها لغرض توظيفها في أصول مالية، للاستفادة من التذبذبات في أسعارها الناتجة عن تغيرات أسعار الفائدة، بالتالي تحقيق عائد رأسمالي، فارتفاع أسعار الفائدة على السندات يؤدي إلى انخفاض الطلب على النقود لغرض المضاربة، حيث يجد المضاربون فرصة لتحقيق عائد أكبر لشراء السندات بدلا من الاحتفاظ بالنقود بصورة عاطلة، والعكس يحدث في حالة انخفاض سعر الفائدة، فإن ذلك يؤدي إلى زيادة الطلب على النقود لغرض الاحتفاظ بها حتى يرتفع سعر الفائدة على السندات.<sup>1</sup>

### 2-3- دالة الطلب الكلي على النقود عند كينز ومصيدة السيولة:

#### أ- دالة الطلب الكلي:

تتألف دالة الطلب الكلي على النقود  $M_d$  عند كينز من الطلب على النقود لغرض المعاملات والاحتياط  $M_{tp}$  والطلب على النقود لغرض المضاربة  $M_s$ ، حيث:

$$M_d = M_{tp} + M_s \quad \Longrightarrow \quad M_d = f(PY) + f(i) \quad \Longrightarrow \quad M_d = f(Y, i)$$

$M_d$ : الطلب الكلي على النقود

$M_{tp}$ : الطلب على النقود لأغراض المعاملات والاحتياط؛

$M_s$ : الطلب على النقود لغرض المضاربة؛

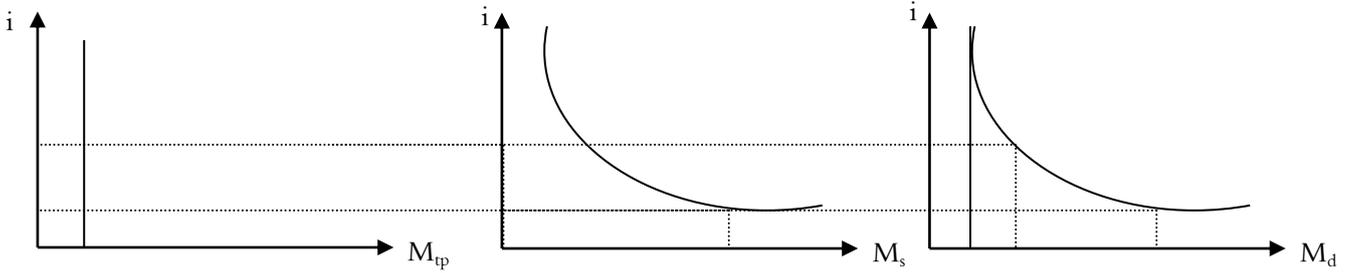
$PY$ : الدخل؛

$i$ : معدل الفائدة

<sup>1</sup> المرجع السابق، ص. 253.

يمكن تمثيل الدالة بيانيا على النحو التالي:

الشكل رقم 7: الطلب الكلي على النقود عند كينز



$$M_d = M_{tp} + M_s$$

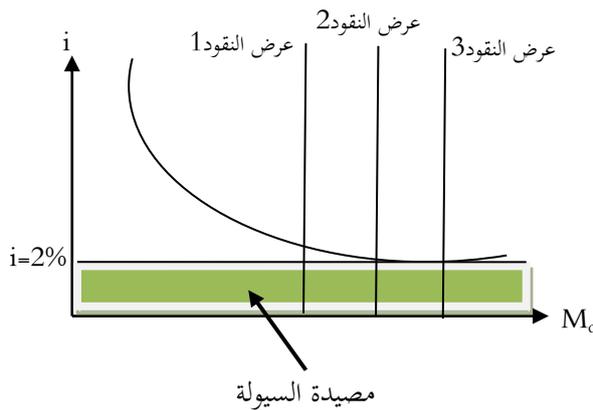
المصدر: هيل عجي جميل الجنابي، مرجع سابق، ص. 255.

### ب- مصيدة السيولة أو فخ السيولة (The Liquidity Trap):

**فخ السيولة أو مصيدة السيولة** هي ذلك المستوى المنخفض جدا من سعر الفائدة الذي يصبح عنده الطلب على النقود تام المرونة، حيث يتعد الأفراد عن الاستثمار في السندات، ويبيعون كل ما لديهم، لاقتناعهم تماما أن هذا المعدل سوف لن ينخفض إلى ما هو أدنى من ذلك، لذلك تصبح النقود هي المفضلة لغرض الاحتفاظ بها، ويصبح الطلب على النقود لا نهائي (infinite)، وهو الجزء السفلي من دالة الطلب على النقود، ولا تغير السياسة النقدية معدلات الفائدة، لذلك فهي غير فعالة تماما، فكلما كانت دالة تفضيل السيولة أكثر استقامة كلما كانت السياسة النقدية أقل فعالية في تغيير معدلات الفائدة أو في التأثير في الناتج المحلي الإجمالي.<sup>1</sup>

والشكل البياني الموالي يوضح لنا مصيدة السيولة عند كينز.

الشكل رقم 8: مصيدة السيولة عند كينز



<sup>1</sup> محمد صالح القرشي، اقتصاديات النقود والبنوك والمؤسسات المالية، عمان، إثراء للنشر والتوزيع، 2009، ص. 103-104.

4-2- اشتقاق سرعة دوران النقود  $V$  من دالة الطلب على النقود:

يفترض الكلاسيك أن دالة الطلب على النقود دالة مستقرة في الأجل القصير، لافتراضهم ثبات سرعة دوران النقود في الأجل القصير، لكن يذهب كينز إلى القول بأن سرعة دوران النقود غير ثابتة وأنها تتقلب مع تقلب سعر الفائدة السوقي (السائد في سوق السندات)، الأمر الذي يجعل دالة الطلب على النقود غير مستقرة.<sup>1</sup> يمكن التحصل على قيمة  $V$  رياضياً على النحو التالي:<sup>2</sup>

لدينا معادلة تفضيل السيولة التي تقرر أن الطلب على الأرصدة النقدية الحقيقية  $M_d/P$  هو دالة في الدخل  $Y$  وسعر الفائدة  $i$ ، حيث:

$$M_d/P = f(Y, i) \implies P/M_d = 1/f(Y, i)$$

ولدينا:  $M_d = M_s = M$ ، نجد:

بالضرب في  $Y$  نجد:

$$P/M = 1/f(Y, i) \implies PY/M = Y/f(Y, i)$$

ولدينا:  $V = PY/M$ ، نجد:

$$V = PY/M = Y/f(Y, i)$$

يلاحظ من المعادلة الأخيرة أن هناك علاقة عكسية بين سرعة دوران النقود  $V$  والطلب على النقود  $M$  في ظل مستوى معين من الدخل، فإذا زاد الطلب على النقود انخفضت سرعة تداول النقود، فإذا انخفض سعر الفائدة  $i$  في السوق يزيد الطلب على النقود، ومن ثم تنخفض سرعة دوران النقود  $V$ ، أما إذا ارتفع سعر الفائدة السوقي  $i$ ، فإن الطلب على النقود ينخفض وتزداد سرعة دوران النقود في ظل مستوى معين للدخل. يمكن تلخيص ذلك في الجدول الموالي:

الجدول رقم 2: العلاقة بين  $V$  و  $M_d$  عند كينز

سعر الفائدة $i$	الطلب على النقود $M_d$	سرعة دوران النقود $V$	نوع العلاقة بين $V$ و $i$
الارتفاع	الانخفاض	الارتفاع	طردية
الانخفاض	الارتفاع	الانخفاض	طردية

المصدر: أحمد أبو الفتوح الناقية، مرجع سابق، ص. 249. (بتصرف)

<sup>1</sup> أحمد أبو الفتوح الناقية، مرجع سابق، ص. 246.

<sup>2</sup> Frederic Mishkin et autres, op. cit., p.683.

## 2-5- أوجه التشابه والاختلاف بين النظرية الكينزية والنظرية الكلاسيكية: أ- أوجه التشابه:

تكاد تكون أوجه التشابه بين النظرية الكينزية والنظرية الكلاسيكية منعدمة، إلا فيما يخص<sup>1</sup>:

❖ استخدام كلا النظريتين التحليل الكلي في الدراسات؛

❖ استخدام الفترة القصيرة في التحليل؛

## ب- أوجه الاختلاف:

يمكن تلخيص أهم أوجه الاختلاف بين النظرية الكينزية والنظرية الكلاسيكية في الجدول الموالي.

الجدول رقم 3: أوجه الاختلاف بين النظرية الكينزية والنظرية الكلاسيكية

النظرية الكلاسيكية	النظرية الكينزية
- ركزت على أن النقود وسيط للتبادل فقط	- أضافت وظيفة أخرى للنقود، وهي مستودع للقيمة
- النقود تطلب لذاتها لاكتناز والمضاربة $M_d=f(Y, i)$	- النقود تطلب لذاتها بل للإنفاق فقط $M_d=f(P)$
- تفترض حالة التشغيل الجزئي، وترى أن الاستخدام الكامل حالة خاصة	- تفترض حالة التشغيل الجزئي، وترى أن الاستخدام الكامل حالة خاصة
- التوازن في سوق النقود يتم عن طريق حركة الأسعار $P$	- التوازن في سوق النقود يكون عن طريق $i$
- تبحث في تحديد المستوى العام للأسعار $P$	- تبحث في التوازن الكلي، وتحديد الدخل الوطني
- العرض يخلق الطلب (قانون ساي)	- الطلب أكثر ديناميكية
- $i$ متغير حقيقي، وهو ثمن التخلي عن الاستهلاك والتوجه إلى الادخار	- $i$ متغير نقدي، وهو ثمن التخلي عن السيولة
- طلب السيولة $M_d$ مرتبط بعاملين: الدخل $Y$ والفاائدة $i$ ، وأن معامل التفضيل النقدي $K$ غير ثابت، مع ومعدل تفضيل السيولة $K$ (ثابت) حسب معادلة كامبردج مراعاة مصيدة السيولة	- طلب السيولة $M_d$ مرتبط بعاملين: الدخل $Y$ والفاائدة $i$ ، وأن معامل التفضيل النقدي $K$ غير ثابت، مع ومعدل تفضيل السيولة $K$ (ثابت) حسب معادلة كامبردج مراعاة مصيدة السيولة

المصدر: عبد القادر خليل، مرجع سابق، ص.303.

## 2-6- تقييم النظرية النقدية الكينزية:

يمكن تلخيص أهم إيجابيات النظرية الكينزية في النقاط التالية:<sup>2</sup>

- استطاع كينز أن يقدم نموذجاً كاملاً عن تحليل الأوضاع الاقتصادية التي سادت فترة الكساد العالمي، فوصف تفسيره وتحليله بالواقعية والعلمية؛
- جمع كينز في تحليله بين الاقتصاد النقدي والعيني، عكس الكلاسيك الذين فصلوا بينهما؛

<sup>1</sup> عبد القادر خليل، مرجع سابق، ص.304.

<sup>2</sup> بلعزز بن علي، مرجع سابق، ص ص.57-59.

- ربط كينز بين الدراسة التحليلية للاقتصاد كعلم وبين السياسة الاقتصادية، واستخدام هذا التحليل في علاج المشاكل الاقتصادية في الحياة العملية؛
- للنقود دور كبير في تحديد مستوى الدخل والتشغيل، من خلال تأثيرها على سعر الفائدة، باعتبار هذه الأخيرة ظاهرة نقدية، لذلك استطاع أن يربط بين النظرية النقدية ونظرية الدخل والتشغيل؛
- درس كينز أثر زيادة كمية النقود على الطلب الكلي، ومن ثم أثر هذا الأخير على زيادة مستوى التشغيل والدخل؛
- يعود الفضل لكينز في تحليله لنظرية سعر الفائدة باعتبارها ظاهرة نقدية تتحدد عن طريق عرض وطلب النقود.

### 3- النظرية النقدية الحديثة لفريدمان (النظرية النقدية لمدرسة شيكاغو)

قام الاقتصادي ميلتون فريدمان بتطوير نظرية الطلب على النقود، في مقاله الشهيرة التي نشرت سنة 1956، حيث قام بإعادة صياغة نظرية كمية النقود، وقد كان فريدمان في تحليله يشير مرارا وتكرارا إلى فيشر، مما يوحي بأن تحليله هو امتداد أو تطوير لمدخل فيشر، إلا أن تحليل فريدمان للطلب على النقود هو أقرب إلى تحليل كينز ومدخل كامبردج منه إلى تحليل فيشر.<sup>1</sup>

#### 3-1- محددات الطلب على النقود عند فريدمان:

يرى فريدمان أن الطلب على النقود يتوقف على الاعتبارات التالية:<sup>2</sup>

- أ- الدخل أو الثروة التي تحوزها الوحدة الاقتصادية التي تطلب النقود؛
- ب- الأثمان والعوائد من البدائل الأخرى للاحتفاظ بالثروة؛
- ت- الأذواق وترتيب الأولويات.

#### أ- الثروة الكلية (W):

تشمل الثروة حسب فريدمان جميع مصادر الدخل، مثل إنتاجية الأفراد والموجودات النقدية والمالية والحقيقية، وقد استخدم فريدمان سعر الفائدة للربط بين الدخل Y والثروة W، حيث:<sup>3</sup>

$$W=Y/i$$

W: الثروة؛

Y: الدخل؛

i: معدل الفائدة.

<sup>1</sup> Frederic Mishkin et autres, op. cit., p.689.

<sup>2</sup> محب خلة توفيق، مرجع سابق، ص.138-139.

<sup>3</sup> هيل عجي جميل الجنابي، مرجع سابق، ص.260.

فالثروة من وجهة نظر فريدمان هي عبارة عن كل مصادر الدخل، فالثروة إذن هي المخزون، والدخل هو التدفقات الناتجة عن هذه الثروة أو المخزون، لكن تقديرات الثروة الكلية نادرا ما تكون متاحة، لهذا تم استخدام بديلا للثروة الكلية، وهو الدخل الدائم (Permanent Income).<sup>1</sup>

📖 **الدخل الدائم:** استخدم ميلتون فريدمان مفهوم الدخل الدائم الذي يختلف عن مفهوم الدخل الجاري، والدخل الدائم حسب رأيه يشمل جميع أنواع الدخول المتوقع الحصول عليها من مصادر الثروة المختلفة سواء البشرية أو المادية خلال فترة زمنية معينة.<sup>2</sup>

### ب- عوائد الثروة:

تتمثل عوائد الثروة بالنسبة لفريدمان في العناصر التالية:<sup>3</sup>

- **النقود:** ويتمثل عائد النقود في مقدار السلع التي تشتريها، وفي مقدار الفائدة المحصل عليها جراء إيداعها في البنوك؛
- **السندات:** ويتمثل عائدها في سعر الفائدة التي يدرها هذا السند، بالإضافة إلى التغير في قيمته السوقية؛
- **الأسهم:** وتدر الأسهم أرباحا سنوية (توزيعات الأرباح)، بالإضافة إلى الأرباح الرأسمالية الناتجة عن ارتفاع أسعار هذه الأسهم في السوق؛
- **السلع المادية:** وتدر هذه السلع عائدا، يتمثل في ارتفاع أسعارها في السوق؛
- **رأس المال البشري:** حسب فريدمان، هناك صعوبة في تقدير عائد رأس المال البشري، بسبب عدم وجود سوق لرأس المال البشري، لكن يمكن قياس ذلك من خلال الأجر المدفوع لعنصر رأس المال البشري.

### ج- الأذواق والتفضيلات:

يرى فريدمان أن أذواق الوحدات الاقتصادية تؤثر في الطلب على النقود، ولكنه افترض ثبات الأذواق لفترة معينة من الزمن.

### 3-2- دالة الطلب على النقود عند فريدمان:

حاول ميلتون فريدمان على غرار من سبقوه من الاقتصاديين أن يجيب عن السؤال التالي: لماذا يختار الأفراد حيازة النقود؟

حسب نظرية فريدمان يجب أن يكون الطلب على النقود دالة للموارد المتاحة (ressources disponibles) للأفراد (leur richesses) ومعدلات العوائد المتوقعة على أصولهم مقارنة بالعائد المتوقع على النقود. ومثله مثل كينز، يرى فريدمان أن الأفراد يرغبون في حيازة أرصدة نقدية حقيقية، الأمر الذي دفع فريدمان إلى صياغة دالة الطلب على النقود أو دالة الطلب على الأرصدة النقدية الحقيقية على النحو التالي:<sup>4</sup>

<sup>1</sup> بلعزوز بن علي، مرجع سابق، ص ص.66-67.

<sup>2</sup> هيل عجيبي جميل الجنابي، مرجع سابق، ص.260.

<sup>3</sup> المرجع السابق، ص ص.261-262.

<sup>4</sup> Frederic Mishkin et autres, op. cit., pp.689-690.

$$M_d/P = f(Y_p, r_b - r_m, r_e - r_m, \pi - r_m)$$

$$(+) \quad (-) \quad (-) \quad (-)$$

حيث:

$M_d/P$ : الطلب على الأرصدة النقدية الحقيقية؛

$Y_p$ : الدخل الدائم؛

$r_m$ : العائد المتوقع على النقود؛

$r_b$ : العائد المتوقع على السندات؛

$r_e$ : العائد المتوقع على الأسهم؛

$\pi$ : معدل التضخم المتوقع.

تشير الإشارات الموجبة (+) والسالبة (-) إلى نوعية العلاقة التي تربط بين الطلب على الأرصدة النقدية الحقيقية

$M_d/P$  وباقي المتغيرات، حيث:

- هناك علاقة طردية بين الطلب على الأرصدة النقدية الحقيقية  $M_d/P$  والدخل الدائم  $Y_p$  أو الثروة  $W$ ، فالأفراد الذين تزيد ثرواتهم، يحتفظون بكم أكبر من تلك الثروة في شكل نقود؛
- يمكن للفرد أن يحوز ثروته في أشكال عديدة بالإضافة إلى النقود، كالسندات وعائدها  $r_b$ ، والأسهم وعائدها  $r_e$  والسلع وعائدها معدل التضخم  $\pi$ . ويزيد الطلب على هذه الأصول إذا زاد عائدها مقارنة بالعائد المتوقع على النقود، وحيث أن ثروة الأفراد ثابتة، فإن زيادة كمية الأصول الأخرى يكون على حساب مقدار النقود، بمعنى أن الطلب على النقود يقل، لهذا فالعلاقة بين الطلب على الأرصدة النقدية الحقيقية  $M_d/P$  ومعدل العائد على الأصول الأخرى علاقة عكسية. يمكن تلخيص ذلك في الجدول الموالي.

الجدول رقم 4: العلاقة بين الطلب على النقود وعوائد الأصول عند فريدمان

العلاقة	اتجاه الطلب على النقود $M_d/P$	اتجاه التغير	العامل
• طردية	• الزيادة • النقصان	• الزيادة • النقصان	• الدخل الدائم $Y_p$ أو الثروة $W$
• عكسية	• النقصان • الزيادة	• الزيادة • النقصان	• معدل العائد على السندات $r_b$
• عكسية	• النقصان • الزيادة	• الزيادة • النقصان	• معدل العائد على الأسهم $r_e$
• عكسية	• النقصان • الزيادة	• الزيادة • النقصان	• معدل العائد على السلع المعمرة $\pi$

المصدر: أحمد أبو الفتوح الناقية، مرجع سابق، ص.ص. 260-262. (بتصرف)

## 3-3- الفرق بين نظرية فريدمان ونظرية كينز:

تتمثل أهم الفروقات بين النظرية النقدية الجديدة لفريدمان ونظرية تفضيل السيولة لكينز في النقاط التالية:<sup>1</sup>

أدخل ميلتون فريدمان الكثير من الأصول في دالة الطلب على النقود كبديل للنقود، في حين اقتصر كينز على تجميع مختلف الأصول عدا النقود في نوع واحد فقط، ألا وهو السندات، والتي يتمثل عائدها في معدل الفائدة  $i$ ، فحسب كينز، تتحرك عوائد جميع الأصول المالية في اتجاه واحد، وأن معدل الفائدة المتوقع على السندات هو المؤشر الجيد للعوائد المتوقعة على الأصول المالية الأخرى، بالتالي ليست هناك حاجة لإدخال هذه الأصول في دالة الطلب على النقود والاكتفاء بالسندات فقط؛

أخذ فريدمان في إطار تحليله لدالة الطلب على النقود بعين الاعتبار السلع والأصول الحقيقية، واعتبرها بدائل (substituts) للنقود، فالأفراد يختارون بين حيازة النقود وحيازة الأصول الحقيقية عندما يقررون كمية الأرصد النقدية الحقيقية التي يرغبون في حيازتها، الأمر الذي جعل فريدمان يدخل العائد المتوقع على السلع  $\pi$  مقارنة بالعائد المتوقع على النقود  $im$  ( $\pi - im$ )، وبما أن النقود والأصول الحقيقية بدائل، فإن التغيرات في كمية النقود لها تأثير مباشر على الإنفاق الكلي (la dépense globale)؛

اعتبر كينز أن العائد على النقود ثابت ويساوي الصفر، لكن فريدمان اعتبر أن العائد على النقود  $im$  غير ثابت، فعند ارتفاع سعر الفائدة على السندات  $r_b$ ، سوف يؤدي ذلك إلى ارتفاع سعر الفائدة على الودائع أو العائد على النقود  $im$  حتى تحافظ البنوك على زبائنها (ارتفاع  $r_b$  يؤدي إلى ارتفاع  $im$ )، وبحكم المنافسة البنكية (la concurrence bancaire) فإن المقدار ( $r_b - im$ ) يبقى تقريبا ثابت؛

<sup>1</sup> Frederic Mishkin et autres, op. cit., pp.692-693.

أما إذا كان معدل الفائدة محدد أو بتعبير آخر العائد على النقود  $rm$  محددًا، فإن المقدار  $(rb-rm)$  حسب فريدمان يبقى ثابتًا تقريبًا، لأن البنوك ستتنافس فيما بينها في مجال النوعية (*la qualité*)، أي نوعية الخدمات المصرفية التي تقدمها، كعدم دفع بعض الفواتير لعدد من العمليات المصرفية أو فتح موزعات آلية للنقود (*distributeurs automatiques*) في أماكن عديدة، الأمر الذي يؤدي إلى ارتفاع العائد النوعي على النقود، وبالتالي يبقى المقدار  $(rb-rm)$  تقريبًا ثابتًا، لهذا فحسب نظرية فريدمان فإن تغيرات أسعار الفائدة لها أثر بسيط (*peu d'effets*) على الطلب على النقود؛

لهذا تتركز نظرية الطلب على النقود عند فريدمان على الدخل الدائم  $Y_p$ ، وفقا للدالة التالية:

$$M_d/P = f(Y_p)$$

لأنه وحسب فريدمان فإن المقادير  $(rb-rm)$  و  $(re-rm)$  و  $(\pi-rm)$  تقريبًا تظل ثابتة، لأن ارتفاع العوائد على الأصول الأخرى (السندات  $rb$  والأسهم  $re$  والسلع الحقيقية  $\pi$ ) كنتيجة لارتفاع أسعار الفائدة، سيؤدي إلى ارتفاع العائد على النقود؛

يرى كينز أن دالة الطلب على النقود غير مستقرة بسبب تغيرات أسعار الفائدة التي تؤدي بدورها إلى تغير سرعة دوران النقود، أما فريدمان فيرى أن التقلبات العشوائية (*les fluctuations aléatoires*) لدالة الطلب على الأرصدة صغيرة، وأن الطلب على النقود يمكن التنبؤ به بدقة بواسطة دالة الطلب على النقود. وعندما نجمع بين هذه الفكرة وفرضية أن الطلب على النقود غير حساس لأسعار الفائدة، يمكن التوصل إلى أنه يمكن التنبؤ بكل سهولة بتطور سرعة دوران النقود  $V$ ، ويمكن توضيح ذلك على النحو التالي:

لدينا:

$$V = Y/f(Y_p)$$

حيث:  $Y$ : الدخل الجاري؛

$Y_p$ : الدخل الدائم.

إن العلاقة بين الدخل الجاري  $Y$  والدخل الدائم  $Y_p$  يمكن التنبؤ بها بشكل دقيق، وبالتالي يمكن التنبؤ بسرعة دوران النقود  $V$ ، فإذا ارتفع الدخل الجاري  $Y$  فإن الدخل الدائم  $Y_p$  يزداد ولكن بنسبة أقل من زيادة الدخل الجاري، الأمر الذي يؤدي إلى زيادة الطلب على النقود  $f(Y_p)$  كذلك بنسبة أقل من نسبة زيادة الدخل الجاري، الأمر الذي يؤدي إلى زيادة سرعة دوران النقود  $V$ ، والعكس صحيح كذلك في حالة الانخفاض، بمعنى أنه يمكن التنبؤ بدقة بسرعة دوران النقود التي يكون التغير فيها بطيئًا، مما يجعل دالة الطلب على النقود مستقرة.

على الرغم من أن سرعة دوران النقود غير مستقرة عند فريدمان، بقي العرض النقدي هو المحدد الأساسي للدخل النقدي، وهو نفس الفرض الأساسي للنظرية الكمية، ولهذا تعتبر نظرية فريدمان إعادة صياغة (reformulation) للنظرية الكمية، لأنها تفضي إلى نفس النتيجة وهي دراسة العلاقة بين كمية النقود والإنفاق الكلي.

### خلاصة:

عرف التاريخ الاقتصادي العديد من النظريات النقدية، أولى هذه النظريات، النظرية النقدية التقليدية، والتي قامت على دراسة العلاقة بين كمية النقود والمستوى العام للأسعار، في إطار معادلة التبادل ومعادلة كامبردج. لكن أزمة الكساد العظيم أثبتت عدم فعالية هذه النظرية، لتظهر النظرية الكينزية (نظرية تفضيل السيولة) التي حاولت دراسة سلوك النقود وأثره على مجمل النشاط الاقتصادي، حيث كان لكينز أفكارا عديدة أهمها: دوافع الطلب على النقود ومصيدة السيولة... إلخ، لكن أدت أزمة الركود التضخمي التي حدثت في السبعينات إلى ظهور فكر جديد حاول إحياء النظرية الكمية، وهو فكر ميلتون فريدمان الذي أدخل محددات عديدة لدالة الطلب على النقود (الثروة وعوائد العديد من الأصول والأذواق)، فكان تحليله أشمل من تحليل كينز، وبذلك أعاد فريدمان صياغة النظرية الكمية للنقود.

## أسئلة للمناقشة:

- 1- ما هي أسس وافتراضات المدرسة النقدية التقليدية؟
- 2- لماذا افترض الكلاسيك ثبات سرعة دوران النقود  $V$ ؟
- 3- اكتب معادلة فيشر؟ وشرحها؟
- 4- استخرج معادلة الأرصد النقدية انطلاقا من معادلة فيشر؟ واذكر أهم الفروقات بينهما؟
- 5- مثل معادلة كامبردج بيانيا؟
- 6- ما هي مختلف الانتقادات التي وجهت للنظرية النقدية التقليدية؟
- 7- ما المقصود بفكرة الطلب الكلي الفعال عند كينز؟
- 8- ما هي دوافع الطلب على النقود عند كينز؟
- 9- اكتب دالة الطلب على النقود لغرض المعاملات والاحتياط عند كينز؟ ومثلها بيانيا؟
- 10- ما هي العلاقة بين دالة الطلب على النقود لغرض المعاملات والاحتياط وسعر الفائدة؟
- 11- ما المقصود بالمضاربة عند كينز؟ وما علاقتها بأسعار الفائدة وأسعار السندات؟
- 12- ما المقصود بدالة الطلب الكلي عند كينز؟ اكتب صيغتها الرياضية؟ ومثلها بيانيا؟
- 13- اشرح مصيدة السيولة عند كينز؟ ومثلها بيانيا؟
- 14- ما مدى فعالية السياسة النقدية في منطقة مصيدة السيولة؟
- 15- ما العلاقة بين سرعة دوران النقود  $V$  ومعدل الفائدة  $i$  عند كينز؟ (رياضيا واقتصاديا)
- 16- حدد أوجه التشابه والاختلاف بين النظرية الكينزية والنظرية الكلاسيكية؟
- 17- ما العلاقة بين تحليل فيشر وتحليل فريدمان في إطار نظريتهما للطلب على النقود؟
- 18- حدد مفهوم الثروة عند فريدمان؟
- 19- ما المقصود بالدخل الدائم؟ وما علاقته بالثروة عند فريدمان؟
- 20- حدد عوائد الثروة عند فريدمان؟
- 21- اكتب دالة الطلب على الأرصد النقدية الحقيقية عند فريدمان؟ وشرحها بالتفصيل؟
- 22- لماذا يعتبر فريدمان أن دالة الطلب على النقود مستقرة تقريبا؟
- 23- حدد أهم الفروقات بين النظرية الكينزية ونظرية فريدمان؟

## المحور الرابع:

### النظام المصرفي: مكوناته ووظائفه

الأهداف التعليمية للمحور:

- ☞ التعرف على الوساطة المالية وأهميتها؛
- ☞ معرفة أشكال وأنواع الوسطاء الماليين؛
- ☞ التعرف على مفهوم البنك المركزي وخصائصه المميزة؛
- ☞ إدراك الوظائف الإستراتيجية التي يقوم بها البنك المركزي؛
- ☞ التعرف على البنوك التجارية ومختلف وظائفها؛
- ☞ تحليل ميزانية البنوك التجارية والتعرف على مشكلة السيولة وسياسة الإقراض فيها؛
- ☞ إعطاء نظرة عامة حول مكونات النظام المصرفي في الجزائر.

## تمهيد:

يمثل النظام البنكي أهمية بالغة في أي اقتصاد، فهو من مظاهر تطور الدولة أو من مظاهر تخلفها. يتكون هذا النظام من البنك المركزي ومختلف الوسطاء الماليين بما فيها البنوك التجارية، وللتعرف على أساسيات ومكونات هذا النظام ووظائفه، بالإضافة إلى إعطاء نظرة عامة حول النظام المصرفي الجزائري، قسم المحور إلى النقاط التالية:

## 1- الوساطة المالية: التعريف والأهمية والأشكال والأنواع؛

## 2- البنك المركزي؛

## 3- البنوك التجارية؛

## 4- نظرة حول مكونات النظام المصرفي في الجزائر.

## 1- الوساطة المالية: التعريف والأهمية والأشكال والأنواع:

## 1-1- تعريف الوساطة المالية وأهميتها:

يعرف الوسطاء الماليون على أنهم مجموع المؤسسات المالية التي تقوم بتعبئة الموارد الادخارية من أعوان الفائض التمويلي وتوجيهها في شكل قروض لتمويل احتياجات أصحاب العجز. وقد تناول العديد من الاقتصاديين\* موضوع الوساطة المالية، وذلك بالتركيز على وظيفتها أو مهمتها الأساسية، ألا وهي تعبئة الموارد الادخارية من المقرضين أو أصحاب الفائض التمويلي، ومنح القروض للمقترضين أصحاب العجز، مما يؤدي إلى التقليل من تكلفة المعلومات وتسهيل المعاملات بالنسبة للمقرضين والمقترضين. من هذا المنطلق، يمكن تلخيص أهمية الوساطة المالية بالنسبة لمختلف أطراف العلاقة وللإقتصاد الوطني في الجدول الموالي.

\* أمثال: - غورلي وشو في الستينات، حيث يعد أول من تناول تعريف الوساطة المالية وذلك بالتركيز على وظيفتها الأساسية ألا وهي شراء الأوراق المالية الأولية من المقرضين النهائيين وإصدار ديون غير مباشرة أو أوراق مالية ثانوية لصالح المقرضين النهائيين من أجل جلب الادخار. راجع:

John G. Gurley et Edward S. Shaw, **la monnaie dans une théorie des actifs financiers**, traduction sous la direction de Jean Dominique Lafay, Paris, Cujas, 1973, p.176.

- الاقتصادى Deniset في كتابه الذي يحمل عنوان: **Monnaie et financement dans les années 80**، حيث استعرض مخطط (ص.24) يبين فيه الوظيفة الأساسية للوسطاء الماليين، كما أتى بمصطلح Le préstage -بمعنى الإقراض- المشتق من المصطلح الإنجليزي Lending. راجع:

Jean Denizet, **Monnaie et financement dans les années 80**, Paris, Dunod, 1984, pp.23-24.

## الجدول رقم 5: أهمية الوساطة المالية

الوسطاء	الاقتصاد	أعوان العجز	أعوان الفائض
مصدقية الوسيط المالي مؤكدة -	توفر الأموال اللازمة -	تفادي عرقلة النشاط -	الفائدة على القروض؛
بفعل القوانين،	بالكميات المناسبة وفي الوقت	الاقتصادي، بسبب عدم توافق	استعمال موارد غير مكلفة أو
الحصول على السيولة في أي	المناسب، أي وفقا لاحتياجات	رغبات أصحاب الفائض	أن تكلفتها رمزية؛
وقت؛	المقترضين؛	وأصحاب العجز؛	إنشاء النقود الكتابية انطلاقا
تجنب مخاطر عدم التسديد؛	اقتصاد الوقت والجهد في	تعبئة موارد التمويل اللازمة؛	من الودائع المحصلة، مما يزيد من
اقتصاد الوقت والجهد؛	البحث عن المقرض؛	تقليص اللجوء إلى الإصدار	أرباح البنوك التجارية.
تحقيق عائد أكبر بفعل	الاقتصاد في تكاليف الحصول	النقدي كوسيلة للتمويل.	
تخفيض التكاليف؛	على القروض*.		
مساعدة المدخرين الصغار			
على التدخل في السوق المالي.			

المصدر: - الطاهر لطرش، تقنيات البنوك، ديوان المطبوعات الجامعية، الطبعة الثالثة، 2004، ص.ص. 8-10. (بتصرف)

- عبد المنعم السيد علي ونزار سعد الدين العيسى، مرجع سابق، ص.ص. 93-94. (بتصرف)

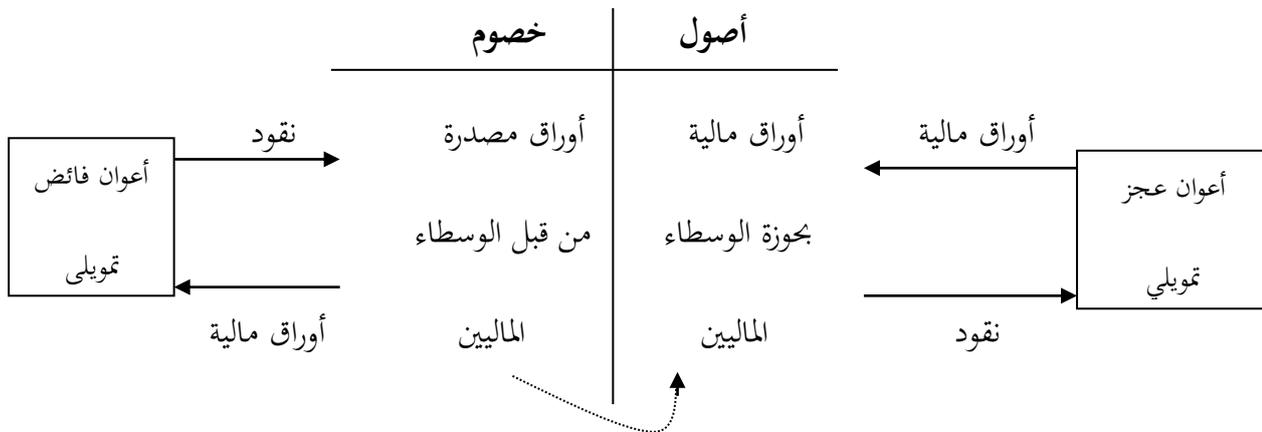
## 1-2- أشكال الوساطة المالية:

تأخذ الوساطة المالية ثلاثة أشكال أساسية هي:<sup>1</sup>

## أ- الوساطة المالية التمثيلية (أصل مالي/Titre/أصل مالي Titre):

في هذه الحالة يقوم الوسطاء الماليون بإصدار أوراق مالية، وتكن مثلا سندات بقيمة 1000 مليون دج لفائدة أعوان اقتصاديين ماليين أو غير ماليين، مما يسمح لهم بالحصول على موارد مالية (نقود) ليمنحوها فيما بعد في شكل قروض لأعوان العجز مقابل أوراق مالية تثبت مديونيتهم، ويمكن تمثيل هذا النوع من الوساطة في المخطط الموالي.

## ميزانية الوسيط المالي



\*يرتبط فرض الفوائد بحجم المخاطر والمدة، ونظرا للتقنيات العالية المستعملة من طرف الوسطاء الماليين، تكون الفوائد المفروضة ليست عالية مقارنة بالعلاقة المباشرة بين المقرضين والمقترضين.

<sup>1</sup> Mario Dehove, Institution et théorie de la monnaie, Mars 2001, pp.1-2. Dans le site:

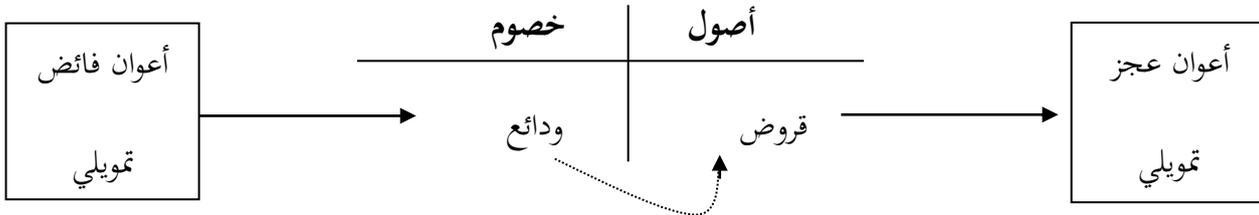
<http://perso.orange.fr/mario.dehove/chapitre2.pdf>

- يكون اتجاه هذه العلاقة من الموارد (الخصوم) إلى الاستخدامات (الأصول)، وتتجلى أهمية هذه الوساطة في:
- بسبب عدم توافق الأوراق المالية المصدرة من الطرفين، يقوم الوسيط المالي في هذا النوع من الوساطة بتحويل آجال الاستحقاق؛
  - قيام الوسطاء الماليين بالتوسط بين الطرفين من شأنه أن يقلل مخاطر عدم التسديد من طرف المقترض.

### ب- الوساطة النقدية (وساطة التحويل) (وديعة Dépôt/أصل مالي Titre):

يسعى البنك في هذه الحالة للحصول على ودائع الجمهور مقابل معدل فائدة، ليتمكن فيما بعد من متابعة نشاطه ومنح القروض، إذ يكون الاتجاه كذلك في هذه الحالة من الخصوم إلى الأصول، أي من الودائع إلى القروض، وتكمن أهمية هذا النوع من الوساطة في تحمل الوسطاء الماليين مسؤولية تسيير المخاطر المتعلقة بحصولهم على ودائع قصيرة بمعدلات فائدة ثابتة، ليمنحوها فيما بعد في شكل قروض طويلة الأجل.

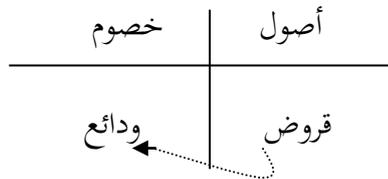
#### ميزانية الوسيط المالي



### ج- وساطة خلق النقود (قروض /Dépôts/Crédits):

على عكس الحالتين السابقتين فإن الاتجاه في هذه الحالة يكون من الاستخدامات إلى الموارد، لأن منح القروض من طرف البنوك يؤدي إلى خلق ودائع جديدة لدى نفس البنك وبنفس القيمة، الأمر الذي يؤدي إلى تشكيل وسائل دفع جديدة تؤدي إلى خلق النقود، والمخطط الموالي يوضح ذلك.

#### ميزانية الوسيط المالي



#### القروض تعود في شكل ودائع

تجدر الإشارة إلى أن تحديد أشكال الوساطة المالية يختلف من اقتصادي إلى آخر، فالأستاذ عبد الغفار حنفي في كتابه "إدارة المصارف"، يحدد ستة أشكال للوساطة المالية، يمكن تمثيلها في المخطط الموالي.<sup>1</sup>

<sup>1</sup> عبد الغفار حنفي، إدارة المصارف "السياسات المصرفية- تحليل القوائم المالية- الجوانب التنظيمية- البنوك الإسلامية والتجارية"، الإسكندرية، دار الجامعة الجديدة، 2002، ص.ص. 21-22.

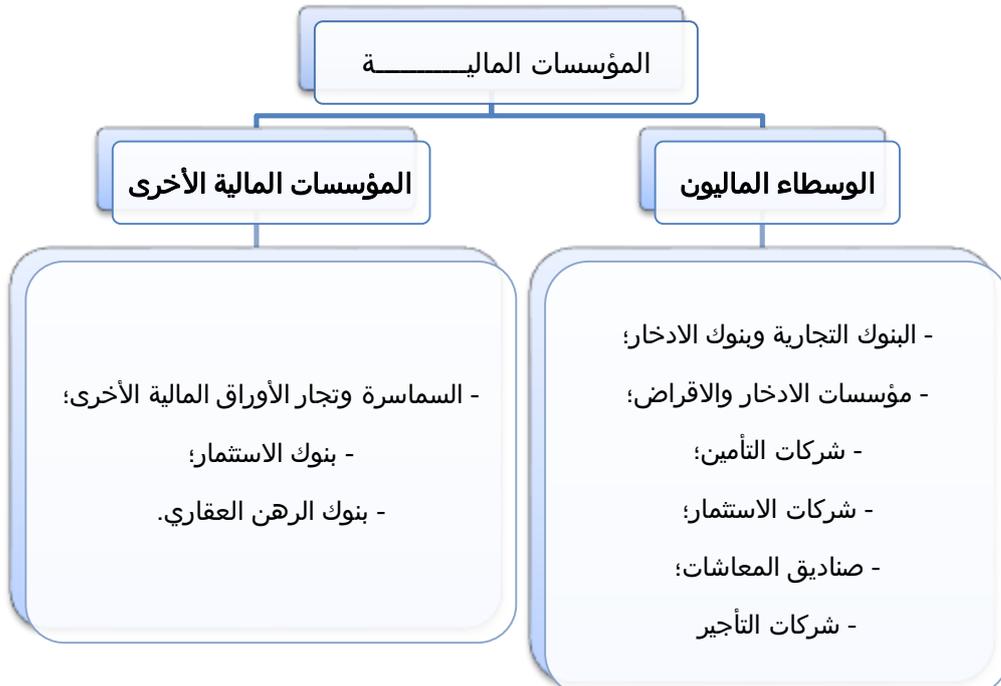
## المخطط رقم 5: أشكال الوساطة المالية



## 3-1- أنواع الوسطاء الماليين:

تنقسم المؤسسات المالية في أي اقتصاد إلى قسمين أساسيين هما (حسب المخطط الموالي):

## المخطط رقم 6: أنواع الوسطاء الماليين



المصدر: عبد الغفار حنفي ورسمية قرياقص، الأسواق والمؤسسات المالية "بنوك تجارية- أسواق الأوراق المالية- شركات التأمين- شركات الاستثمار"، الإسكندرية، الدار الجامعية، 2004، ص.13.

ويكمن الفرق الأساسي بين الوسطاء الماليين والمؤسسات المالية الأخرى في أن الوسطاء الماليين يمكنهم أن يخلقوا أصولاً مالية غير مباشرة خاصة بهم\*، في حين لا تستطيع المؤسسات المالية الأخرى ذلك.<sup>1</sup>  
ويصنف الوسطاء الماليون عموماً إلى:<sup>2</sup>

❖ **وسطاء الودائع:** ويدخل تحت هذه الفئة البنوك التجارية ومؤسسات الادخار والإقراض، تتشكل مواردها الأساسية من الودائع، أما الاستخدامات فتتمثل أساساً في القروض الممنوحة للأفراد والمؤسسات؛

❖ **وسطاء التعاقد:** حيث يتم التعاقد بين الوسيط المالي والعملاء سواء في إطار حماية الممتلكات أو التأمين على الحياة، ويدخل تحت هذه الفئة شركات التأمين وصناديق التقاعد؛

❖ **مؤسسات الاستثمار:** وتعرف كذلك هذه المؤسسات بوسطاء التوظيف (Intermédiaires de placement)، حيث تعمل هذه المؤسسات على تسهيل الاستثمار في الأصول المالية.

أما الأستاذ "هنري غتن Henri Guitton" فيقسم الوسطاء الماليين إلى قسمين أساسيين:<sup>3</sup>

أ- **الوسطاء الظاهرون (Intermédiaires explicites):** ويدخل تحت هذه الفئة المؤسسات النقدية؛

ب- **الوسطاء الضمنيون (Intermédiaires implicites):** وتضم هذه الفئة على حدّ تعبير الكاتب المؤسسات غير المباشرة (غير النقدية)، وتشمل شركات التأمين وصناديق الادخار وصناديق الودائع... الخ.  
وهكذا يختلف تقسيم الوسطاء الماليين حسب الدول والتشريعات السائدة، وكذا المعيار المعتمد في التقسيم.

## 2- البنك المركزي:

قبل أن يتم التعرف على البنك المركزي وخصائصه ووظائفه، لا بد من التعرف على مراحل تطور الفن المصرفي.

### 1-2- تطور الفن المصرفي:

إن الصورة الحديثة للبنوك\*\* لم تكن وليدة الصدفة، وإنما كانت وليدة تطورات عديدة تعود إلى فكرة الاتجار أو التجارة بالنقود، أي إلى عهد الصيرافة وكبار التجار والمرابيين الذين نشطوا في القرون الوسطى وقبل ذلك ببعيد،\*\*\* فقد قام في ذلك الوقت بعض التجار والمرابيين والصاغة في أوروبا وبالضبط في البندقية وجنوة وبرشلونة بقبول أموال المودعين للحرص عليها من الضياع والسرقة نظير عمولة يتقاضونها ومقابل إصدار شهادات تثبت حقوق المودعين، حيث كانت

\* يقوم الوسيط المالي بإصدار حقوق مالية لأصحاب الفوائض المالية (الودائع المصرفية، وثائق التأمين، وثائق صناديق الاستثمار... إلخ)، وذلك نظير الحصول على الأموال التي يتم استخدامها. وتجدر الإشارة أن هذا التقسيم يختلف حسب التشريعات والدول، فلكل دولة تركيبة نظام مالي خاص بها، والتقسيم الوارد في المخطط رقم 6 خاص بالولايات المتحدة الأمريكية.

<sup>1</sup> السيد البدوي عبد الحافظ، إدارة الأسواق والمؤسسات المالية "نظرة معاصرة"، القاهرة، دار الفكر العربي، 1999، ص.34.

<sup>2</sup> Voir: - Frederic Mishkin et autres, op. cit., p.43;

- عبد الغفار حنفي، مرجع سابق، ص.22.

<sup>3</sup> Voir: - Henri Guitton, **La monnaie**, Paris, Dalloz, 3<sup>ème</sup> édition, 1974, pp.77-78.

\*\* اشتقت كلمة بنك Bank من الكلمة الإيطالية Banco وفي مراجع أخرى Banca، والتي كان يقصد بها المصطبة التي كان يجلس عليها الصرافون لتحويل العملة، ثم تطور المعنى لتصبح تعني المنضدة التي يتم فوقها عدّ وتبادل العملات، لتستقر أخيراً على المكان الذي توجد به المنضدة وتجري به المتاجرة.  
\*\*\* ترجع البدايات الأولى للعمليات المصرفية إلى عهد بابل (4000 ق.م)، أما الإغريق فقد عرفوا العمليات المصرفية بأربعة قرون قبل الميلاد.

هذه الشهادات في البداية تصدر اسمية لتتحول إلى شهادات لحاملها، لترقى في النهاية إلى أوراق بنكنوت تصدرها البنوك المركزية. وبداية من القرن الرابع عشر سمح الصاغة والتجار لبعض عملائهم بالسحب على المكشوف، الأمر الذي أدى إلى حدوث العديد من الإفلاسات، مما أدى إلى إنشاء أول بنك حكومي في البندقية عرف باسم " Banca della piazza di Rialta " ليتم بعدها إقامة بنك أمستردام سنة 1609 لحفظ الودائع وتحويلها عند الطلب من حساب لآخر والتعامل في العملات وإجراء المقاصة بينها، وهكذا لم تعد مهمة البنوك تنحصر في حراسة الودائع كما كان يفعل التجار، أو منح القروض انطلاقاً من مواردها كما يفعل المرابون، ولا بعمليات الصرف كما يفعل الصيارفة وإنما تطورت مهمتها وأصبحت تشكل ركنا هاما في الهيكل الاقتصادي؛<sup>1</sup>

لقد كانت البنوك في البداية بنوكا تجارية، لكن مع انتشار الفوضى في عملية الإصدار، أدى ذلك إلى ضرورة إنشاء بنوك مركزية لخدمة المصلحة الاقتصادية العامة، حيث تم إنشاء أول بنك مركزي في السويد، ثم بنك إنجلترا المركزي سنة 1694، ليتوالى إنشاء البنوك المركزية حسب رغبة الدول حتى سنة 1920، أين عقد مؤتمر بروكسل الذي أصدر توصية تتضمن ضرورة تأسيس بنك مركزي في كل دولة، من أجل تحقيق الاستقرار في العملة والنظام المصرفي ككل، ومن أجل تحقيق مصلحة التعاون الدولي.<sup>2</sup>

## 2-2- تعريف البنك المركزي وخصائصه:

### أ- تعريفه:

من العادة أن يتم تعريف البنك المركزي من خلال وظائفه، حيث:

- عرفه **Ahmed Silem** وآخرون بأنه: مؤسسة تقوم بوظيفة إصدار النقود القانونية وتنفيذ السياسة النقدية، عن طريق التأثير المباشر وغير المباشر على كمية وتكلفة القروض في دولة ما.<sup>3</sup>
  - أما الأستاذ **مصطفى رشدي شريحة** فيعرفه على أنه: "هو مؤسسة نقدية قادرة على تحويل الأصول الحقيقية إلى أصول نقدية. والأصول النقدية إلى أصول حقيقية. وهو خالق ومدمر ذلك النوع من أدوات الدفع التي تتمتع بالقدرة النهائية والإجبارية على الوفاء بالالتزامات، والتي تمثل قمة السيولة. والتي نطلق عليها تعبير "النقود القانونية" وهو كذلك المهيمن على شؤون النقد والائتمان في الاقتصاد القومي".<sup>4</sup>
- وبتعبير آخر يمكن تعريف البنك المركزي على النحو الآتي:

هو مؤسسة نقدية تتصدر النظام المصرفي، تعاملاتها مباشرة مع البنوك دون الجمهور، تسعى إلى الحفاظ على الاستقرار النقدي من خلال السهر على متابعة نشاط البنوك.

<sup>1</sup> راجع: - أسامة محمد الفولي وزينب عوض الله، اقتصاديات النقود والتمويل، الإسكندرية، دار الجامعة الجديدة، 2005، ص ص.143-145؛

- رشاد العصار ورياض الحلبي، النقود والبنوك، عمان، دار الصفاء للنشر والتوزيع، 2000، ص.63؛

- عبد الحميد محمد الشواربي، ومحمد عبد الحميد الشواربي، إدارة المخاطر الائتمانية من وحي النظر المصرفية والقانونية، الإسكندرية، منشأة

المعارف، 2002، ص ص.55-56.

<sup>2</sup> جمال بن دعاس، مرجع سابق، ص ص.162-163.

<sup>3</sup> Ahmed Silem et autres, Lexique d'économie, Dalloz, 8<sup>ème</sup> édition, 2004, p.74.

<sup>4</sup> مصطفى رشدي شريحة، النقود والمصارف والائتمان، الإسكندرية، دار الجامعة الجديدة، 1999، ص.72.

**ب- خصائصه:**

تتمثل أهم خصائص البنك المركزي في النقاط التالية:

يقع على قمة هرم النظام المصرفي؛

مؤسسة مالية نقدية عامة تابعة للدولة في معظم دول العالم؛

لا يهدف إلى تحقيق الربح، وإنما تحقيق المصلحة العامة للاقتصاد والدولة؛

بنك واحد في معظم دول العالم، بالرغم من وجود أكثر من بنك مركزي في بعض الدول كالولايات المتحدة الأمريكية.

**2-3- وظائف البنك المركزي:**

يؤدي البنك المركزي وظائف مهمة جدا في أي دولة، تتمثل في:

**أ- البنك المركزي بنك الإصدار:**

- يعتبر البنك المركزي في كل بلدان العالم تقريبا الجهة الوحيدة التي يخول لها وظيفة إصدار النقود الورقية، ولعل هذه الوظيفة هي أول وأهم الوظائف التي امتلكت امتيازها البنوك المركزية خلال تطورها التاريخي، وتعود أسباب حصر امتياز إصدار النقود الورقية إلى البنك المركزي إلى ما يلي:<sup>1</sup>
- تماثل النقود الورقية المتداولة داخل الدولة؛
  - زيادة الثقة في النقود الورقية المصدرة؛
  - زيادة إشراف الدولة على التزام البنك المركزي بالقواعد المطبقة لإصدار النقود الورقية؛
  - إعطاء البنك المركزي رقابة وإشراف أكبر على حجم الائتمان المقدم من قبل البنوك التجارية، من خلال تأثير البنك المركزي على القاعدة النقدية؛
  - الخوف من إفراط الحكومة في إصدار النقود الورقية إذا ظل الإصدار بيدها.

**ب- البنك المركزي بنك البنوك:**

- تتضمن هذه الوظيفة أن يقوم البنك المركزي بأداء خدمات للبنوك التجارية حتى تستطيع القيام بوظائفها، فالبنك المركزي يحتفظ بحسابات للبنوك التجارية تحت مسمى "ودائع مصرفية"، وهي الودائع التي تشكل الاحتياطات التي يتعين على البنوك التجارية الاحتفاظ بها، وفي إطار وظيفته كبنك للبنوك يقوم البنك المركزي ب:<sup>2</sup>
- إجراء المقاصة وتسوية الحسابات الدائنة والمدينة بين مختلف البنوك التجارية؛
  - الإشراف على عمل البنوك التجارية لغرض ضمان التزامها بالقواعد المنظمة للعمل المصرفي، ومن أجل تحقيق الاستقرار النقدي.

<sup>1</sup> هيل عجمي جميل الجنابي، مرجع سابق، ص. 188.

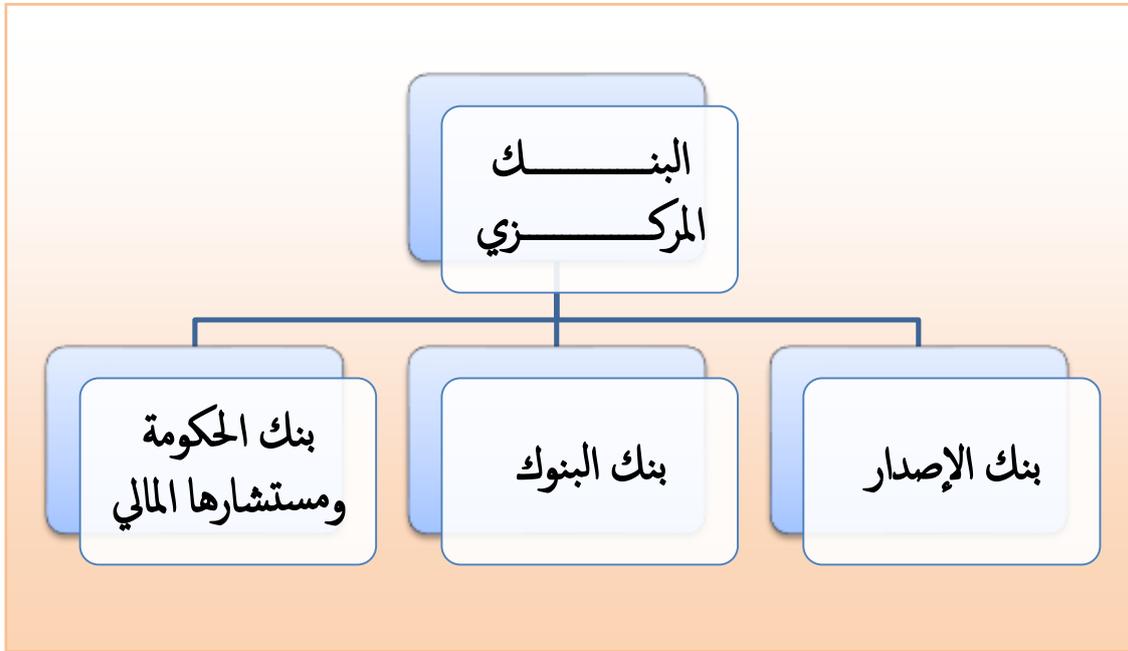
<sup>2</sup> محمود حامد محمود عبد الرزاق، مرجع سابق، ص. 284.

## ج- البنك المركزي بنك الحكومة ومستشارها:

يقوم البنك المركزي بوظيفته كبنك للحكومة ووكيلها المالي ومستشارها في الشؤون الاقتصادية والنقدية، ويتجلى ذلك من خلال:<sup>1</sup>

- مسك الحسابات المصرفية للحكومة: يحتفظ البنك المركزي بالحسابات المصرفية للحكومة، حيث يقبل الودائع الحكومية ويحصل الشيكات نيابة عنها، كما يوفر كمية النقود اللازمة لدفع نفقاتها... إلخ؛
  - وكيل الحكومة ومستشارها: ويتجلى ذلك من خلال قيام البنك المركزي بإدارة الدين العام الداخلي والخارجي نيابة عن الحكومة، كما يساعد الخزينة العمومية على تسويق سندات لها لصالح الحكومة، كما يقدم البنك المركزي النصح والإرشاد والمعلومات الضرورية عن حالة السوق النقدية والمالية وأساليب تمويل عجز الموازنة العامة وطرق معالجته؛
  - قروض البنك المركزي للحكومة: وتتخذ هذه القروض أشكالاً عدة، أهمها:
    - قروض نقدية قصيرة الأجل تمنح في بداية السنة المالية، حتى تقوم الحكومة بتحصيل إيراداتها؛
    - قروض غير مباشرة عن طريق شراء السندات الحكومية؛
    - قروض للمؤسسات الإنتاجية العمومية لتمويل عملياتها؛
    - قروض استثنائية للحكومة في أوقات الأزمات.
- والمخطط الموالي يوضح وظائف البنك المركزي.

المخطط رقم 7: وظائف البنك المركزي



<sup>1</sup> هيل عجي جميل الجنابي ورمزي يسع أرسلان، النقود والمصارف والنظرية النقدية، عمان، دار وائل، 2009، ص ص 184-186.

## 3- البنوك التجارية:

## 3-1- تعريف البنوك التجارية ووظائفها:

## أ- تعريفها:

يمكن تعريف البنوك التجارية كالتالي:

- يقصد بالبنوك التجارية\* "تلك البنوك التي تقبل ودائع الأفراد، وتلزم بدفعها عند الطلب أو في موعد يتفق عليه، والتي تمنح القروض قصيرة الأجل، وهي القروض التي لا تزيد مدتها عن سنة."<sup>1</sup>
- "أنها بنوك تركز عملياتها في الأجل القصير لتخدم بالدرجة الأولى قطاع التجارة، مستخدمة في ذلك ودائع المودعين."<sup>2</sup>

لكن يبدو من التعريفين (الأول والثاني) أن تعريف البنوك التجارية ارتكز على نشاطها المتمثل في تعبئة الودائع ومنح القروض قصيرة الأجل التي تعود إلى بدايات نشاطها، لكن في الوقت الراهن وبتطور المحيط المالي، لم تعد البنوك التجارية تركز على منح القروض قصيرة الأجل، بل تداخلت عملياتها مع باقي المؤسسات المالية، وأصبحت تقوم بمنح الائتمان متوسط وطويل الأجل، خاصة مع انتشار ما يعرف بالبنوك الشاملة.<sup>3</sup>

بهذا يمكن استخلاص التعريف التالي:

هي مؤسسات مالية نقدية، تقوم بتعبئة الموارد المالية في شكل ودائع من أعوان الفائض التمويلي لتمنح قروضا لآجال مختلفة انطلاقا من الموارد المالية المجمعة لديها.

وفي العالم يوجد نظامين رئيسيين للبنوك التجارية:<sup>4</sup>

- نظام البنوك ذات الفروع المنتشرة (Branching System): ويتنشر هذا النوع من البنوك خاصة في بريطانيا وكندا؛
- نظام البنوك المنفردة (Unit Banking): ويوجد هذا النوع في الولايات المتحدة الأمريكية. ويقول المدافعون عن هذا النظام بأنه يشجع المنافسة بين البنوك ويقضي على الاحتكار المتواجد في النوع الأول (نظام البنوك ذات الفروع المنتشرة).

\*تختلف تسمية هذه البنوك حسب الدول، ففي إنجلترا تعرف ببنوك الودائع Deposit Banks أو البنوك التجارية، وفي بقية الدول الأوروبية تعرف ببنوك الائتمان Credit Banks، وفي الولايات المتحدة تعرف بالبنوك الأهلية National Banks.

<sup>1</sup> مجدي محمد شهاب، اقتصاديات النقود والمال "النظرية والمؤسسات المالية"، الإسكندرية، دار الجامعة الجديدة، 2000، ص.193.

<sup>2</sup> شاكر القزويني، مرجع سابق، ص.31.

<sup>3</sup> محمد عزت غزلان، اقتصاديات النقود والمصارف، بيروت، دار النهضة العربية، 2002، ص.109.

<sup>4</sup> راجع: - زياد رمضان ومحفوظ جودة، الاتجاهات المعاصرة في إدارة البنوك، عمان، دار وائل للنشر، الطبعة الثانية، 2003، ص.11-12؛

- أسامة بشير الدباغ وأثيل عبد الجبار الجومرد، المقدمة في الاقتصاد الكلي، عمان، دار المناهج، 2002، ص.279؛

- Douglas Vickers, Money, banking, and the macroeconomy, New Jersey, Prentice-Hall, Inc., Englewood Cliffs, 1985, p.133.

## ب- وظائفها:

تطورت وظائف البنوك التجارية وتطورت معها النظريات المفسرة لها، فبعدما كانت مجرد أكشاك وصناديق لحفظ الأموال وإقراضها لأجل قصير، تطورت إلى بنوك عملاقة قائمة بذاتها تقوم بالعديد من الوظائف، والتي يمكن تقسيمها إلى عمليتين أساسيتين هما:<sup>1</sup>

للعمليات المصرفية العادية؛

للعمليات المصرفية غير العادية.

ب-1- العمليات المصرفية العادية: يقوم البنك بموجبها بالآتي:<sup>2</sup>

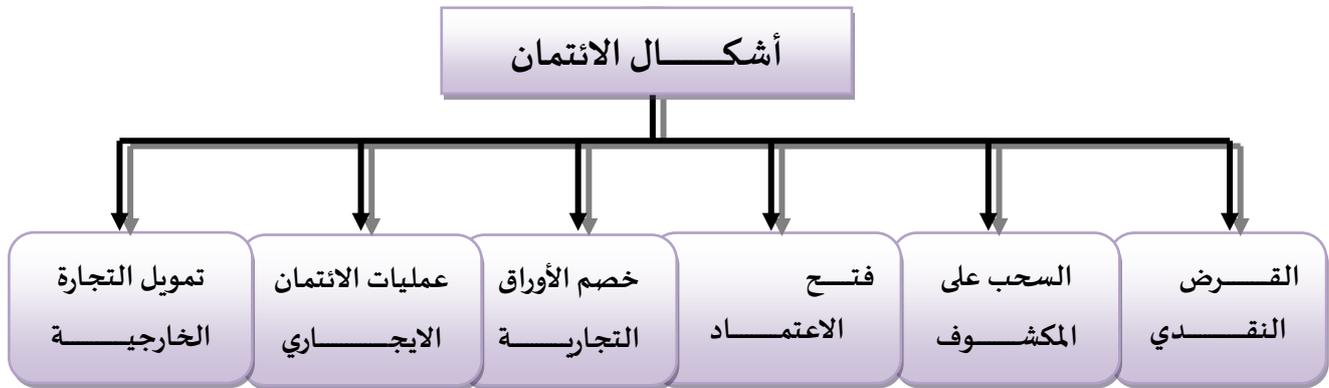
✚ تلقي الودائع من العملاء وفتح الحسابات: يتلقى البنك التجاري الودائع من العملاء، سواء كانوا أفراداً أو مؤسسات لفتح حسابات خاصة بهم، وتتعدد صور هذه الحسابات بتعدد أنواع الودائع، منها:

- الودائع تحت الطلب أو الحسابات الجارية؛
- الودائع لأجل أو الحسابات الادخارية.

✚ تأجير الخزائن: وذلك لحفظ الأموال والمجوهرات الثمينة والوثائق والأموال مقابل أجر متفق عليها مسبقاً؛

✚ منح الائتمان: بموجبها يقوم البنك التجاري بإقراض الأفراد والمؤسسات لأجل مختلف، على أن يتم رد القروض عند حلول آجال الاستحقاق، وتتعدد صور وأشكال الائتمان الذي تمنحه البنوك التجارية حسب المخطط الموالي.

المخطط رقم 8: أشكال الائتمان الذي تمنحه البنوك التجارية



✚ **توظيف المبالغ المودعة:** وذلك بهدف تحقيق الربح، وأهم صور هذا التوظيف هي:

- التعامل أو التوظيف في الأوراق المالية؛
- تمويل المشروعات الاقتصادية بشراء أسهمها وسنداتها؛
- التعامل في أسواق الصرف من أجل تحقيق الربح؛

<sup>1</sup>سوزي عدلي ناشد، مقدمة في الاقتصاد النقدي والمصرفي، الإسكندرية، منشورات حلبي الحقوقية، 2005، ص ص.213-232.

<sup>2</sup>راجع: - محمد دويدار وأسامة الفولي، مبادئ الاقتصاد النقدي، الإسكندرية، الدار الجامعية، 2003، ص ص.227-235؛

- خالد أمين عبد الله، العمليات المصرفية "الطرق المحاسبية الحديثة"، عمان، دار وائل للنشر، 2003، ص.36؛

- سوزي عدلي ناشد، مرجع سابق، ص ص.213-221.

- التجارة في السوق الدولية للمعادن النفسية؛

✚ **عمليات السمسرة:** ويرجع هذا الدور لتطور نشاط سوقي الأوراق المالية والنقدية.

✚ **الخدمات المالية:** حيث يقوم البنك بتأدية بعض الخدمات لعملائه سواء داخل حدود الدولة أو خارجها، كما يقوم بتحصيل مستحقات عملائه من مصادرها المختلفة سواء تعلقت هذه المستحقات بشيكات أو كمبيالات... الخ.

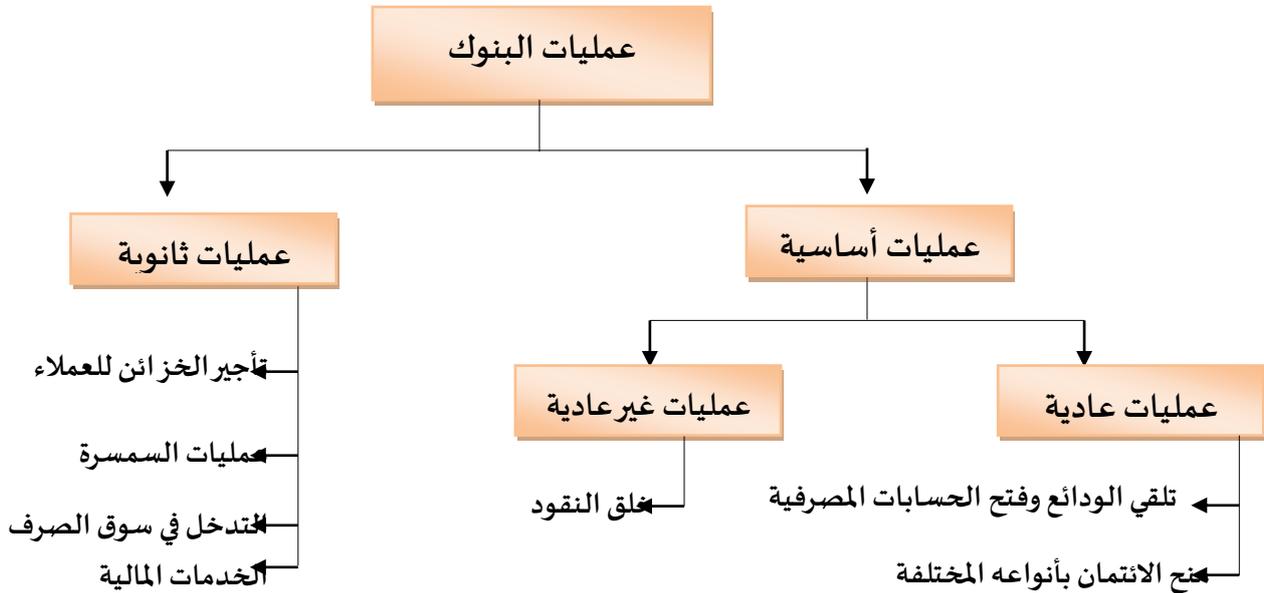
**ب-2- عملية خلق النقود:** تعود هذه العملية إلى التطور التاريخي للبنوك التجارية، فبداية كانت تركز على منح القروض من أموالها الخاصة، ليتطور الأمر وتصبح تمنح قروضا من ودائع الجمهور، ثم من لا شيء على حد تعبير الاقتصادي "موريس أليه"<sup>1</sup>، وذلك انطلاقا من تقنيات بسيطة تقوم بها البنوك التجارية، تجعلها قادرة على خلق النقود دون التعرض لمشاكل السيولة.<sup>2</sup> وهي الوظيفة الأساسية التي تميزها عن باقي البنوك. وتقسّم عمليات البنوك التجارية عموما إلى قسمين:<sup>3</sup>

- **عمليات أساسية:** تتمثل في جمع الودائع ومنح القروض وتسيير وسائل الدفع؛

- **عمليات ثانوية:** وهي العمليات التي تتم على الأوراق المالية وعمليات السمسرة والعمليات على المعادن الثمينة والصرف.

على هذا الأساس يمكن تلخيص وظائف البنوك التجارية في المخطط الآتي:

المخطط رقم 9: وظائف البنوك التجارية



<sup>1</sup> موريس أليه، الشروط النقدية لاقتصاد الأسواق من دروس الأمس إلى إصلاحات الغد، ترجمة ونشر المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب، دراسات اقتصادية، البصيرة، العدد الثاني، 2000، ص.16.

<sup>2</sup> لمزيد من المعلومات، راجع:

- صالح مفتاح، مرجع سابق، ص.71-80؛

- وسام ملاك، مرجع سابق، ص.135-146.

<sup>3</sup> Christian et Mireille Zambotto, **Gestion financière "Finance de marché"**, Paris, Dunod, 3<sup>ème</sup> édition, 2002, p.1.

وتتضح نشاطات البنوك التجارية وغيرها من أنواع البنوك بشكل جلي فيما يعرف بالميزانية، فما المقصود بميزانية البنك؟ وما هي مكونات ميزانية البنك التجاري؟

### 2-3- تحليل ميزانية البنك التجاري:

تعرف الميزانية على أنها وثيقة محاسبية، تقوم المؤسسة بإعدادها في نهاية فترة السنة تعرف بالسنة المحاسبية، حيث تعطي هذه الوثيقة صورة واضحة عن الوضعية المالية للمؤسسة في فترة زمنية معينة، كما تعطي أو تبين عددا من المعلومات المهمة عن ثروة ونشاطات المؤسسة.<sup>1</sup>

وباعتبار البنك مؤسسة كغيرها من المؤسسات تسعى لتحقيق الربح فإنه يقوم بإعداد ميزانية يبين فيها وضعيته المالية، وتكون ميزانية البنك التجاري على النحو التالي:

#### الجدول رقم 6: ميزانية البنك التجاري

الأصول (الاستخدامات)	الخصوم (الموارد)
1- أرصدة نقدية حاضرة	1- رأس المال المدفوع
• نقود حاضرة في خزانة البنك؛	2- الاحتياطي القانوني والخاص
• أرصدة نقدية مودعة لدى البنك المركزي؛	3- شيكات وحوالات واعتمادات دورية مستحقة الدفع.
• أرصدة سائلة أخرى.	4- مستحق للبنوك
2- حوالات مخصومة	5- الودائع
• أدونات الخزينة؛	• حكومية؛
• أوراق تجارية.	• جارية؛
3- أوراق مالية واستثمارات	• لأجل؛
• سندات حكومية؛	• بإخطار؛
• أوراق مالية أخرى.	• توفير.
4- قروض وسلفيات	
• مقابل ضمانات؛	
• بدون ضمانات.	

المصدر: ضياء مجيد، اقتصاديات النقود والبنوك، الإسكندرية، مؤسسة شباب الجامعة، 2002، ص.275.

<sup>1</sup>Jean-Yves Capul et Olivier Garnier, Dictionnaire d'économie et de sciences sociales, Paris, Hatier, 1999, p.15.

## أ- تحليل جانب الخصوم:

يحتوي جانب الخصوم في ميزانية البنك التجاري على النقاط التالية:<sup>1</sup>

☞ **رأس المال المدفوع:** ويعرف بالقيمة الصافية للبنك، ويمثل مجموع الأموال المدفوعة من طرف المؤسسين لتكوين رأسمال البنك، وهو لا يمثل إلا نسبة ضئيلة من إجمالي الخصوم ويمثل هذا الجانب ضمانا للمودعين في حالة انخفاض قيمة موجودات البنك التجاري؛

☞ **الاحتياطي:** ويشمل نسبة الأرباح المحتجزة سنويا لتدعيم بند رأس المال، وتوجد ثلاثة أنواع من الاحتياطات وهي:  
☞ **الاحتياطي القانوني:** وهو الاحتياطي الذي يلتزم البنك بتكوينه بحكم القانون؛

☞ **الاحتياطي الخاص:** وهو احتياطي اختياري يقوم البنك بتكوينه بحكم إرادته لتدعيم مركزه المالي وتعزيز رأسماله؛

☞ **الاحتياطي الخفي أو السري:** لا يظهر هذا النوع في ميزانية البنك التجاري أو في سجلاته ويشمل هذا الاحتياطي الارتفاعات المستمرة في قيمة الأصول أو المبالغة في تكوين احتياطي الديون المشكوك في تحصيلها.

☞ **شيكات وحوالات واعتمادات دورية مستحقة الدفع:** وهي عبارة عن ذمم على عاتق البنك يلتزم هذا الأخير بتسديدها عند تاريخ الاستحقاق؛

☞ **مستحق للبنوك:** قد تلجأ البنوك للاقتراض من بعضها البعض أو من البنك المركزي لتمويل احتياجاتها والظروف الطارئة التي تواجهها؛

☞ **الودائع:** تعتبر المصدر الرئيسي للبنك والتي يحصل عليها البنك التجاري من غير المؤسسين أو من غير المساهمين، وتتعدد أنواعها وآجالها من ودائع جارية وودائع لأجل وودائع بإشعار وودائع التوفير. بالإضافة إلى خصوم أخرى متنوعة مثل التعامل مع البنوك الأجنبية وفوائد الودائع وخطابات الضمان... الخ، والفرق بينها وبين باقي الخصوم أنها لا تمثل ديونا مؤكدة وإنما هي ديون احتمالية، إذ لا تتحقق إذا قام البنك بالوفاء بها في مواعيدها.

## ب- تحليل جانب الأصول

يحتوي جانب الأصول في ميزانية البنك التجاري على:

☞ **أرصدة نقدية حاضرة:** تعرف كذلك بالموجودات الجاهزة، وتنقسم بدورها إلى:<sup>2</sup>

• **نقد حاضرة في خزنة البنك:** حيث يحتفظ البنك بكمية من السيولة لمواجهة طلبات السحب، وهي تضم الأوراق النقدية والمسكوكات؛

<sup>1</sup> راجع: - أحمد زهير شامية، النقود والمصارف، عمان، دار زهران للطباعة والنشر، 2002، ص ص 257-263؛

- ناظم محمد نوري الشمري، النقود والمصارف والنظرية النقدية، عمان، دار زهران للنشر والتوزيع، 1999، ص ص 145-149؛

- أبو عتروس عبد الحق، الوجيز في البنوك التجارية "عمليات، تقنيات وتطبيقات"، بدون مكان نشر، بدون دار نشر، بدون سنة نشر، ص ص 7-8؛

- ضياء مجيد، مرجع سابق، ص ص 275-277؛

- سوزي عدلي ناشد، مرجع سابق، ص ص 238-243.

<sup>2</sup> ضياء مجيد، مرجع سابق، ص 277.

• **أرصدة نقدية لدى البنك المركزي:** وتشمل الاحتياطي القانوني المحدد من طرف البنك المركزي، والذي يحدده وفقا لتوجهات السياسة النقدية. لا تدر هذه الأرصدة أية فائدة، حيث أن البنك المركزي لا يقدم أو لا يمنح فوائد على الاحتياطي القانوني الخاص بالودائع.<sup>1</sup>

• **حوالات مخصصة:** من أدوات خزينة وأوراق تجارية، وتتميز هذه الحوالات بسيولتها العالية لذا تعرف بالاحتياطات الثانوية لدى البنوك التجارية؛<sup>2</sup>

• **أوراق مالية واستثمارات:** تقوم البنوك التجارية باستثمار جزء من مواردها المالية في مجموعة من الأوراق المالية مثل الأسهم والسندات، واستثمار البنوك لمواردها في هذا النوع يعطيها عائدا مرتفعا نسبيا، مع أنها أقل سيولة؛<sup>3</sup>

• **القروض والسلفيات:** يعتبر هذا الأصل أكثر الأصول ربحا وأقلها سيولة، ويتخذ شكلين أساسيين هما:<sup>4</sup>  
- قروض مقابل ضمانات: سواء كان الضمان عينيا في شكل بضائع، أوراق تجارية، عقارات... الخ، أو في شكل كفالات؛

- قروض بدون ضمان.

وترتب أصول البنك تنازليا طبقا لدرجة سيولتها، وتصاعديا طبقا لمعدلات ربحيتها.<sup>5</sup> حيث يمكن تمثيل ذلك في المخطط الآتي:

المخطط رقم 10: ترتيب أصول البنك وفقا لدرجة السيولة والربحية



<sup>1</sup> حسين بني هاني، اقتصاديات النقود والبنوك "الأسس والمبادئ"، أربد، دار الكندي للنشر والتوزيع، 2003، ص.220.

<sup>2</sup> ضياء مجيد، مرجع سابق، ص.278.

<sup>3</sup> ناظم محمد نوري الشمري، مرجع سابق، ص.151.

<sup>4</sup> ضياء مجيد، مرجع سابق، ص.279.

<sup>5</sup> جمال خريس وآخرون، النقود والبنوك، عمان، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة، 2002، ص.86.

## 3-3- مشكلة السيولة وسياسة الإقراض في البنوك التجارية:

يحاول البنك التجاري التوفيق بين مسألتين متعارضتين ألا وهما:

لل سيولة؛

لل الربحية.

إذ كلما زادت سيولة الأصل انخفضت ربحيته والعكس صحيح، ويعود هذا الأمر إلى طبيعة عمل البنك، حيث يسعى إلى تحقيق الربح انطلاقاً من استخدامه لموارد الغير، ويرتكز نجاح البنك على درجة ثقة الجمهور فيه وثقته على الوفاء بالتزاماته في كل وقت.<sup>1</sup>

ومسألة السيولة لا ترتبط بينك واحد وإنما ترتبط بالجهاز المصرفي بأكمله، لهذا ظهرت العديد من النظريات تتعلق بإدارة السيولة في البنوك التجارية هي:<sup>2</sup>

## أ- نظرية القروض التجارية:

تقتضي هذه النظرية أن يقتصر عمل البنوك التجارية على منح القروض قصيرة الأجل والتي تتناسب مع طبيعة الموارد التي تكون في معظمها ودائع جارية، لكن تعرضت هذه النظرية للعديد من الانتقادات لهذا ظهرت نظرية أخرى؛

## ب- نظرية التبدل:

بناء على قدرة ومرونة البنك في التمويل والتبدل والبيع، يمكنه بالإضافة إلى منح القروض التجارية إلى حيازة أو الاستثمار في الأوراق المالية والتجارية والتي يمكن تحويلها إلى نقد بأسرع وقت ممكن؛

## ج- نظرية الدخل المتوقع:

بناء على هذه النظرية يمكن للبنك أن يمنح قروضا متوسطة وطويلة الأجل ويتوقف هذا على البنك، أي على مدى جدية العملية ومقدار الدخل المتوقع؛

## د- نظرية إدارة الخصوم:

تركز هذه النظرية على جانب الخصوم أي على مصادر التغذية الرئيسية، وخاصة الودائع ودورها في توفير السيولة خاصة لمواجهة طلبات السحب المفاجئة من جانب المودعين أو رغبة البنك في توفير السيولة، إذ يمكن للبنك بالإضافة إلى التخلص من بعض الأصول الاقتراض من البنوك الأخرى أو من السوق النقدية وإصدار شهادات إيداع وشهادات ادخارية، وهذه السياسة هي التي تفسر في العصر الحاضر زيادة الودائع ما بين البنوك، ونمو عمليات البنوك وتوافر السيولة.

<sup>1</sup>سوزي عدلي ناشد، مرجع سابق، ص.243.

<sup>2</sup>زينب عوض الله وأسامة محمد الفولي، أساسيات الاقتصاد النقدي والمصرفي، الإسكندرية، منشورات الحلبي، 2003، ص.128-131.

## 4- نظرة عامة حول مكونات النظام المصرفي في الجزائر:

## 1-4- البنك المركزي في الجزائر (بنك الجزائر):

## أ- إنشائه وإدارته:

يعرف بنك الجزائر في المادة 09 من الأمر 03-11 المؤرخ في 26 أوت 2003 على النحو التالي:

"بنك الجزائر هو مؤسسة وطنية تتمتع بالشخصية المعنوية والاستقلال المالي، ويعد تاجرا في علاقاته مع الغير.<sup>1</sup>"

تم إنشاء بنك مركزي في الجزائر بموجب القانون رقم 62-144 الذي صوتت عليه الجمعية التأسيسية في 13 ديسمبر 1962، والمتعلق بإيجاد وتحديد النظام التأسيسي للبنك المركزي الجزائري. وقد تم إجراء العديد من التعديلات على هذا القانون خلال السبعينات والثمانينات، إلا أن الإصلاح الحقيقي كان سنة 1990 بموجب قانون النقد والقرض 90-10 المؤرخ في 14 أبريل 1990، الذي نص على منح الاستقلالية للبنك المركزي الذي أصبح يسمى ببنك الجزائر.<sup>2</sup>

تتم إدارة بنك الجزائر والإشراف عليه من قبل محافظ وثلاثة نواب ومجلس إدارة ومراقبين، يتكون مجلس الإدارة من ثلاثة نواب وثلاثة مسؤولين يتم تعيينهم لخبرتهم في المجال الاقتصادي والمالي. كما يتم تعيين المحافظ ونوابه بموجب مرسوم رئاسي، أما أعضاء مجلس الإدارة فيتم تعيينهم بموجب مرسوم تنفيذي.<sup>3</sup>

## ب- صلاحياته:

تتمثل صلاحيات بنك الجزائر في:<sup>4</sup>

✚ إصدار العملة الوطنية ضمن شروط التغطية المتمثلة في:

- السبائك الذهبية والنقود الذهبية؛

- العملات الأجنبية؛

- سندات الخزينة؛

- سندات مقبولة تحت نظام إعادة الخصم أو الضمان أو الرهن.

✚ توفير أفضل الشروط والحفاظ عليها في مجال النقد والقرض والصرف الأجنبي لنمو سريع للاقتصاد، مع السهر على

الاستقرار الداخلي والخارجي للنقد، لهذا الغرض يكلف بتنظيم الحركة النقدية ويوجه ويراقب بكل الوسائل الملائمة

توزيع القرض، ويسهر على حسن تسيير التعهدات المالية اتجاه الخارج وضبط سوق الصرف؛

<sup>1</sup>الأمر 03-11 المؤرخ في 26 أوت 2003 والمتعلق بالنقد والقرض.

<sup>2</sup> <https://www.bank-of-algeria.dz/html/present.htm>

<sup>3</sup>الأمر 11-03، مرجع سابق.

<sup>4</sup>راجع: - المرجع السابق؛

- <https://www.bank-of-algeria.dz/html/present.htm>

تحديد الشروط العامة التي بموجبها يجوز للبنوك والمؤسسات المالية الجزائرية والأجنبية أن تؤسس وتعمل في الجزائر، كما تحدد الشروط التي بموجبها يعدل هذا الترخيص أو يسحب، كما يحدد بنك الجزائر جميع المعايير التي يجب على كل بنك احترامها، خاصة تلك المتعلقة بـ:

- نسب التسيير البنكي؛

- نسب السيولة؛

- استخدام الأموال الخاصة، والمخاطر بشكل عام... إلخ.

الطلب من البنوك والمؤسسات المالية وكذا الإدارة المالية أن تزوده بكل الإحصاءات والمعلومات التي يرى فائدة منها لمعرفة تطور الأوضاع الاقتصادية والنقد والقرض وميزان المدفوعات والاستدانة الخارجية؛

تستشير الحكومة بنك الجزائر في كل مشروع قانون ونص تنظيمي يتعلقان بالمسائل المالية والنقدية، حيث يمكن لبنك الجزائر أن يقترح على الحكومة كل تدبير من شأنه أن يحسن ميزان المدفوعات وحركة الأسعار وأحوال المالية العامة، وبشكل عام تنمية الاقتصاد، كما يطلع الحكومة على كل طارئ من شأنه المساس باستقرار النقد؛

يحدد كيفية عمليات الاقتراض من الخارج ويرخص بها إذا تعلق الأمر بقروض قامت بها الدولة أو لحسابها، كما يقوم بجمع كل المعلومات المفيدة لمراقبة ومتابعة الالتزامات المالية نحو الخارج ويبلغها للوزارة المكلفة بالمالية؛

يساعد الحكومة في علاقاتها مع المؤسسات المالية المتعددة الأطراف والدولية، ويمكنه عند الحاجة أن تمثل الحكومة لدى هذه المؤسسات وفي المؤتمرات الدولية، كما يشارك في التفاوض بشأن عقد اتفاقات دولية للدفع والصرف والمقاصة، ويتولى تنفيذها، كما يعقد كل تسوية تقنية تتعلق بكيفيات انجاز هذه الاتفاقات، ويجري بنك الجزائر المحتمل لهذه الاتفاقات لحساب الدولة.

#### 4-2- البنوك والمؤسسات المالية في الجزائر:

##### أ- تطور عدد البنوك والمؤسسات المالية ووكالاتها:

بلغ عدد البنوك العاملة في الجزائر في نهاية سنة 2017، 29 مصرفا ومؤسسة مالية، تتمثل في:<sup>1</sup>

- 06 مصارف عمومية من بينها صندوق التوفير؛
- 14 مصرفا خاصا برؤوس أموال أجنبية، من بينهم مصرفا واحدا برؤوس أموال مختلطة؛
- 02 مؤسسة مالية عمومية ومؤسسة مالية خاصة؛
- 05 شركات تأجير، منها 03 شركات عمومية؛
- تعاقدية واحدة للتأمين الفلاحي، معتمدة للقيام بالعمليات المصرفية، والتي اتخذت في نهاية 2009 صفة مؤسسة مالية.

وتقوم البنوك بـ:<sup>2</sup>

<sup>1</sup> Evolution économique et monétaire en Algérie, rapport annuel 2017, banque d'Algérie, juillet 2018, p.53.

<sup>2</sup> Ibid.

تعبئة الموارد المالية من الجمهور، ومنح القروض للزبائن بصفة مباشرة، أو بصفة غير مباشرة من خلال شراء السندات المصدرة في السوق المالي من طرف المؤسسات الاقتصادية والمؤسسات المالية الأخرى؛ توفير وسائل الدفع للعملاء وتسييرها.

أما المؤسسات المالية فتقوم بجميع العمليات المصرفية باستثناء تعبئة الموارد المالية من عند الجمهور وتوفير وتسيير وسائل الدفع.

وتهيمن المصارف العمومية من خلال أهمية شبكاتها ووكالاتها الموزعة عبر كامل التراب الوطني مقارنة بالبنوك الخاصة والمؤسسات المالية، والجدول الموالي يوضح ذلك.

الجدول رقم 7: تطور شبكات ووكالات البنوك والمؤسسات المالية في الجزائر

البيان	2006	2016	2017
البنوك العمومية	1126	1134	1145
البنوك الخاصة	152	355	364
المؤسسات المالية	n.d	88	95

Source: *Evolution économique et monétaire en Algérie*, op. cit., p.54

يلاحظ من الجدول أعلاه أن البنوك العمومية تسيطر على القطاع المصرفي من حيث عدد الوكالات، حيث بلغت سنة 2017، 1145 وكالة، منتشرة عبر كافة التراب الوطني، في حين بلغ عدد وكالات البنوك الخاصة 364 وكالة خلال نفس السنة، وهي متمركزة في الشمال الجزائري، أما وكالات المؤسسات المالية والتي يحتل عددها المرتبة الأخيرة بـ 95 وكالة سنة 2017، بعدما كانت 88 وكالة سنة 2016.

#### ب- تطور الأصول المالية والودائع والقروض خلال الفترة 2008-2017

يبين المنحنيان التاليان تطور حجم أصول القطاع المصرفي إلى الناتج المحلي الإجمالي خلال الفترة 2009-2017، وتطور حجم القروض وحجم الودائع خارج المحروقات إلى الناتج المحلي الإجمالي خارج المحروقات خلال الفترة 2008-2017.

الشكل رقم 9: تطور حجم أصول القطاع المصرفي إلى الناتج المحلي الإجمالي خلال 2009-2017، وتطور حجم القروض وحجم الودائع خارج المحروقات إلى الناتج المحلي الإجمالي خارج المحروقات خلال الفترة 2008-2017.



Source: *Evolution économique et monétaire en Algérie*, op. cit., p.54 et p.55.

يلاحظ من المنحنيين البيانيين ما يلي:

- ❖ **تطور حجم الأصول/PIB:** انخفض حجم أصول القطاع المصرفي بالنسبة للناتج المحلي الإجمالي خلال الفترة 2010-2014 مقارنة بسنة 2009، حيث كانت أقل نسبة مسجلة سنة 2012 بـ 60% بعدما كانت 74% سنة 2009، لتعرف النسبة ارتفاعا واضحا سنة 2015، وتحافظ على استقرارها النسبي سنتي 2016 و2017 مقارنة بسنة 2015؛
- ❖ **تطور حجم القروض/PIB خارج المحروقات:** سجلت نسبة القروض إلى الناتج المحلي الإجمالي خارج المحروقات بشكل عام تزايدا خلال الفترة 2008-2017، إذ انتقلت النسبة من 43% سنة 2008 إلى 62% سنة 2017، بالرغم من الانخفاض الطفيف الذي شهدته الفترة 2010-2012 مقارنة بسنة 2009. والجدير بالذكر هو تركيز حجم القروض الممنوحة إلى المؤسسات الكبيرة، في حين أن القروض الممنوحة للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة ما زالت أدنى بكثير من المبالغ اللازمة للشروع في ديناميكية تنويع الاقتصاد؛
- ❖ **تطور حجم الودائع خارج المحروقات/PIB خارج المحروقات:** مقارنة بسنة 2008 سجلت هذه النسبة انخفاضا خلال الفترة 2009-2017، إذ انتقلت النسبة من 64% سنة 2008 إلى 54% سنة 2016، وهي السنة التي سجلت أقل معدل خلال الفترة 2008-2017، ليرتفع المعدل إلى 58% سنة 2017.

## خلاصة:

يؤدي النظام المصرفي دورا مهما في أي اقتصاد، حيث يتكون من البنك المركزي الذي يقع على هرم النظام المصرفي ومختلف المؤسسات المالية، والذين يعملون على تعبئة الموارد المالية من أعوان الفئاض التمويلي وتوجيهها لتمويل احتياجات أصحاب العجز؛

يقع البنك المركزي على قمة الهرم المصرفي، يتمتع بخصائص معينة، ويؤدي وظائف إستراتيجية في أي دولة، فهو بنك للإصدار وبنك للبنوك وبنك للحكومة ومستشارها المالي؛

إلى جانب البنك المركزي نجد البنوك التجارية، حيث تقوم هذه الأخيرة بعمليات أساسية وأخرى ثانوية، وتتجلى عملياتها بشكل واضح في ميزانياتها. وتواجه البنوك التجارية مشكلة أثناء ممارسة نشاطها، ألا وهي كيفية التوفيق بين السيولة من جهة والربحية من جهة أخرى؛

على غرار باقي دول العالم، يتصدر بنك الجزائر المنظومة المصرفية في الجزائر، ويقوم بوظائف البنك المركزي. أما باقي البنوك، فتسيطر البنوك العمومية من خلال شبكاتها وفروعها على مجموع البنوك والمؤسسات المالية العاملة في الجزائر.

## أسئلة للمناقشة:

- 1- حدد وظيفة الوسطاء الماليين (في مخطط)؟
- 2- ما هي أهمية الوسطاء الماليين بالنسبة لأعوان الفائض وأعوان العجز والاقتصاد ككل؟
- 3- ما الفرق بين الوساطة المالية التمثيلية والوساطة المالية النقدية ووساطة خلق النقود؟
- 4- كيف تختلف أشكال الوساطة المالية؟
- 5- ما الفرق بين الوسطاء الماليين والمؤسسات المالية الأخرى؟
- 6- ما المقصود بالوسطاء الظاهريين والوسطاء الضمنيين؟
- 7- اشرح خصائص البنك المركزي؟
- 8- لماذا يتميز البنك المركزي في أغلب دول العالم بالأحادية وأنه مملوك للدولة؟
- 9- ما هي وظائف البنك المركزي؟
- 10- ما هي وظائف البنوك التجارية؟
- 11- استعرض ميزانية البنوك التجارية وحلل مكوناتها؟
- 12- كيف يوفق البنك المركزي بين مسألتَي السيولة والإقراض؟ وما هي النظريات المفسرة التي تناولت الموضوع؟

## المحور الخامس:

# الكتلة النقدية ومقالاتها

الأهداف التعليمية للمحور:

- ☞ التعرف على مفهوم الكتلة النقدية وأهميتها في الاقتصاد؛
- ☞ معرفة مكونات الكتلة النقدية (المجمعات النقدية ومجمعات التوظيف)؛
- ☞ التعرف على مفهوم مقابلات الكتلة النقدية؛
- ☞ إدراك مكونات مقابلات الكتلة النقدية؛
- ☞ تحليل مكونات وهيكل الكتلة النقدية في الجزائر خلال الفترة 2000-2017؛
- ☞ تحليل مقابلات الكتلة النقدية في الجزائر خلال الفترة 2000-2017.

## تمهيد:

تحتل الكتلة النقدية أو المجمعات النقدية أو العرض النقدي أهمية بالغة في أي اقتصاد، إذ يتم من خلالها معرفة كمية النقود المتداولة في الاقتصاد، وبالتالي التحكم فيها وإدارة السياسة النقدية بشكل أفضل. ويتحكم في إصدار النقود مجموعة من المعايير تعرف بمقابلات الكتلة النقدية، حتى يكون هناك تناسب بين حجم الكتلة النقدية ومقابلاتها.

وللتعرف على مفهوم الكتلة النقدية ومقابلاتها، قسم المحور إلى النقاط التالية:

1- تعريف الكتلة النقدية وأهميتها في الاقتصاد؛

2- مكونات الكتلة النقدية؛

3- مقابلات الكتلة النقدية؛

4- الكتلة النقدية ومقابلاتها في الجزائر.

## 1- تعريف الكتلة النقدية وأهميتها في الاقتصاد:

## 1-1- تعريف الكتلة النقدية:

يمكن تعريف الكتلة النقدية (la masse monétaire) على النحو التالي:

- تعرف الكتلة النقدية أو المجمعات النقدية (les agrégats monétaires) بأنها مؤشرات إحصائية (indicateurs statistiques) معدة ومحسوبة من طرف السلطات النقدية، تعكس القدرة الإنفاقية للأعوان الاقتصاديين، ويتمثل دور المجمعات في إعطاء المعلومات للبنوك المركزية لكي تستطيع تسيير التطور النقدي وفق أهدافها المسطرة.<sup>1</sup>
- تسمح المجمعات النقدية بقياس كمية النقود المتداولة (la quantité de monnaie en circulation) في اقتصاد ما، حيث تستعمل هذه المجمعات من طرف البنك المركزي لتسيير السياسة النقدية.<sup>2</sup>
- "تحتوي الكتلة النقدية على كل أنواع وسائل الدفع الفورية التي بحوزة الأعوان الاقتصاديين داخل التراب الوطني، وتتكون أساسا من النقود الورقية البنكية والأنواع الأخرى من النقود والودائع عند المؤسسات المالية والمصرفية."<sup>3</sup>
- "هي جميع وسائل التداول والقرض الموجودة في وقت ما عند الأشخاص والمنشآت والبنوك والإدارات."<sup>4</sup>

وعليه يمكن تعريف الكتلة النقدية بأنها:

كمية النقود المتداولة في اقتصاد ما التي بحوزة الأعوان الاقتصاديين خلال فترة زمنية معينة.

<sup>1</sup> Dominique Plihon, op.cit., p.33.

<sup>2</sup> Shophie Brana et autres, **Economie monétaire et financière**, Paris, Dunod, 2<sup>ème</sup> édition, 2003, p.18.

<sup>3</sup> بلعوز بن علي، مرجع سابق، ص.167.

<sup>4</sup> أحمد هني، مرجع سابق، ص.91.

## 2-1- أهمية الكتلة النقدية:

تسمح الكتلة النقدية أو المجمعات النقدية بحساب كمية النقود في الاقتصاد، بهدف مراقبة تطورها، فهي ليست تعريفاً للنقود، وإنما هي بكل بساطة حسابات إحصائية تسمح بـ:<sup>1</sup>

## أ- القياس (Mesure):

تمثل المجمعات النقدية وسائل الدفع التقليدية، بالإضافة إلى التوظيفات المالية (les placements financiers) التي يمكن تحويلها إلى وسائل دفع بكل سهولة وبدون تكلفة (تكلفة ضئيلة جداً)، فهي إذن تشمل الأصول السائلة (les actifs liquides)، والهدف من هذه العملية هو تجميع (regrouper) هذه الأصول في أقسام متجانسة (homogènes) قابلة للقياس والمراقبة بشكل دقيق، حيث يتم تجميع وترتيب النقود وبدائلها القريبة (ses substituts proches) وفقاً لسيولتها، من الأكثر سيولة إلى الأقل سيولة.

## ب- المراقبة (Contrôle):

لا تعتبر عملية تأسيس المجمعات النقدية من طرف السلطات النقدية عملية إحصائية فحسب، وإنما الهدف من هذه العملية قبل كل شيء هو معرفة ومراقبة تطور حجم الكتلة النقدية ومختلف مكوناتها، لأن هناك علاقة بين كمية النقود المتداولة في الاقتصاد وارتفاع المستوى العام للأسعار، فالمجمعات النقدية عبارة عن أداة جد مهمة لتسيير السياسة النقدية.

## 2- مكونات الكتلة النقدية:

إن العناصر المكونة للكتلة النقدية الأكثر شيوعاً واستعمالاً في التحليل الاقتصادي، هي تلك التي تنشرها السلطات النقدية أو البنوك المركزية، فهي تمثل ما يعرف بالمجمعات النقدية الرسمية (les agrégats monétaires officiels).<sup>2</sup>

## 2-1- المجمعات النقدية (les agrégats monétaires):

تتكون الكتلة النقدية من المجمعات النقدية التالية:<sup>3</sup>

$M_0$ : القاعدة النقدية؛

$M_1$ : الكتلة النقدية بالمعنى الضيق؛

$M_2$ : الكتلة النقدية بالمعنى الواسع؛

$M_3$ : السيولة الكلية للاقتصاد.

<sup>1</sup>Jean François Goux, Economie monétaire & financière "théories, institutions, politiques", Paris, Economica, 3<sup>ème</sup> édition, 1998, p.16.

<sup>2</sup>محمد الشريف إلمان، محاضرات في النظرية الاقتصادية الكلية "الدوال الاقتصادية الكلية الأساسية: القطاع النقدي"، ديوان المطبوعات الجامعية، 2003، ص.45.

<sup>3</sup>المرجع نفسه.

حيث أن كل مجموعة محتواة في الأخرى ( $M_0 \subset M_1 \subset M_2 \subset M_3$ )

### أ- القاعدة النقدية $M_0$ (la base monétaire):

وتتمثل في النقود القانونية أو نقود البنك المركزي (monnaie banque centrale)، وتتكون أساساً من الأوراق النقدية (billets de banque) مضافاً إليها القطع النقدية (pièces ou monnaie divisionnaire)؛

**ملاحظة:** لا يتم حساب الكتلة النقدية بأكملها في المجمع النقدي  $M_0$ ، بل الجزء المتداول من النقود فقط، أي ذلك الرصيد من النقود القانونية الموجودة لدى الجمهور، أما الجزء غير المتداول من القاعدة النقدية والموجود كاحتياطات مصرفية الذي يكون في حيازة البنوك في الصندوق لديها أو في حسابات جارية مفتوحة لدى البنك المركزي، فلا يتم حسابه ضمن  $M_0$ .<sup>1</sup>

### ب- الكتلة النقدية بالمعنى الضيق $M_1$ :

وتساوي المجمع النقدي  $M_0$  مضافاً إليه الودائع تحت الطلب (Dépôts à vue)، وتمثل هذه الأخيرة في أرصدة الحسابات الجارية المفتوحة لصالح الجمهور لدى البنوك التجارية ومراكز البريد وحتى لدى الخزينة العمومية والبنك المركزي. يعرف المجمع النقدي  $M_1$  بالكتلة النقدية المتاحة أو المتاحات النقدية (disponibilités monétaire).

$$M_1 = \text{الكتلة النقدية بالمعنى الضيق} = \text{النقود القانونية} + \text{النقود الكتابية.}$$

### ج- الكتلة النقدية بالمعنى الموسع $M_2$ :

بالإضافة إلى النقود القانونية والودائع تحت الطلب، يضم هذا المجمع نوعاً آخر من الودائع هو الودائع لأجل (Dépôts à terme).

$$M_2 = \text{الكتلة النقدية بالمعنى الموسع} = \text{النقود القانونية} + \text{النقود الكتابية} + \text{أشباه النقود (الودائع لأجل).}$$

من وجهة النظر العملية، يمثل المجمع النقدي  $M_2$  أوسع مجمع نقدي يمكن أن تراقبه وتتحكم فيه السلطات النقدية، لأن هذا المجمع يوجد لدى الجهاز المصرفي الذي تتحكم فيه السلطات النقدية وتراقب نشاطه بشكل دقيق.<sup>2</sup>

### د- السيولة الكلية (Liquidité totale) للاقتصاد $M_3$ :

وتشمل بالإضافة إلى المجمع النقدي  $M_2$ ، الودائع لدى المؤسسات المالية غير المصرفية، وهي الودائع الموجودة لدى صناديق التوفير والاحتياط، وكذلك سندات الخزينة العمومية والمكتتبه من طرف الخواص والمؤسسات غير المالية أو سندات الخزينة العمومية على الوثائق (Bons de trésor sur formules).

<sup>1</sup>المرجع نفسه.

<sup>2</sup>المرجع السابق، ص.60.

**ملاحظة:** نظرا لكون هذه المؤسسات لا تنتمي إلى القطاع المصرفي، فإنه من الصعب مراقبتها من طرف السلطات النقدية، وبالتالي فمن الصعب إدراج هذه الودائع في حساب الكتلة النقدية، لكن في الحقيقة لهذه الودائع دور لا يستهان به في عرض النقود ومشاكله خاصة التضخم.<sup>1</sup>

## 2-2- مجموعات التوظيف (les agrégats de placement):

تحاول السلطات النقدية في جميع اقتصاديات العالم أن تقيس كمية النقود المتداولة بشكل جيد، لهذا تستعمل العديد من المجموعات النقدية، لكن منذ بداية الثمانينات، أصبح تعريف أو تحديد المجموعات النقدية أمرا أكثر صعوبة، بسبب ظهور ما يعرف بالإبداعات المالية (les innovations financières)، فمنذ سنة 1980 قامت معظم البنوك المركزية بتعديل طريقة قياسها للكتلة النقدية في العديد من المرات؛<sup>2</sup>

أدى ظهور الإبداعات المالية إلى أن أصبحت الحدود الفاصلة بين الأصول النقدية (actifs monétaires) والأصول غير النقدية (actifs non monétaires) غير واضحة (flou)، إذ يمكن بكل سهولة ملاحظة مختلف التغيرات في المجموع الناتجة عن زيادة الإصدارات وتحويل الأوراق المالية من فئة لأخرى. وعكس المجموعات النقدية، لا تحوي المجموعات المالية بعضها البعض، فمثلا لا يضم مجمع التوظيف  $P_3$  المجمع  $P_2$ ، كما لا يضم مجمع التوظيف  $P_2$  المجمع  $P_1$ ، أما ترتيبها فيكون حسب درجة السيولة شأنها في ذلك شأن المجموعات النقدية.<sup>3</sup>

يمكن تصنيف مجموعات التوظيف على النحو التالي:<sup>4</sup> (حسب الاقتصاد الفرنسي)

✓  $P_1$ : ويضم هذا المجمع ما يلي:

برامج الادخار السكني (plans d'épargne-logement PEL)

برامج الادخار الشعبي (plans d'épargne-populaire PEP)

قسائم الرسالة (bons de capitalisation)

دفاتر ادخار الشركة (livrets d'épargne-entreprise)

عقود الادخار من طرف صناديق الادخار ومؤسسات الإقراض

سندات OPCVM المضمونة

✓  $P_2$ : ويضم:

السندات (les obligations)

أوراق OPCVM السندية

توظيفات التأمين على الحياة

✓  $P_3$ : ويشمل:

<sup>1</sup> المرجع السابق، ص ص.60-61.

<sup>2</sup> Frederic Mishkin et autres, op., cit, p.67.

<sup>3</sup> Xavier Bradley et Christian Descamps, **Monnaie, Banque, Financement**, Paris, Dalloz, 2005, p.130.

<sup>4</sup> Ibid, p.74.

الأسهم (les actions)

أوراق OPCVM في مجال الأسهم

أوراق OPCVM المتنوعة

أوراق OPCVM أخرى

### 3- مقابلات الكتلة النقدية:

#### 3-1- مفهوم مقابلات الكتلة النقدية:

يمكن تعريف مقابلات الكتلة النقدية بأنها:

- "مجموع التسليفات (التي تشمل ضمنا الذهب والعملات الصعبة المعتبرة كسلف على الخارج) العائدة لمصدري النقد وشبه النقد والتي تبدو كمصدر لخلق النقد."<sup>1</sup>
  - "تمثل مجموع الديون العائدة لمصدري النقد وشبه النقد التي تكون سبب أو مصدر الكتلة النقدية."<sup>2</sup>
- وعليه تمثل مقابلات الكتلة النقدية مجموعة العناصر اللازمة التي يتم من خلالها إصدار وخلق وتدمير المخزون النقدي.

وبتعبير آخر، حتى تتمكن المؤسسات المصدرة من إصدار وخلق النقود وتدميرها، فلا بد أن تترجم هذه العمليات الاقتصادية الحقيقية على مستوى ميزانيتها، أي تسجل في طرف الأصول كل العمليات التي تمكنها من تحويل هذه الالتزامات إلى نقد، أو ما يسمى بعملية **التنقييد** (opération de monétisation) أو العمليات المعاكسة، مما يؤدي إلى تدمير النقود.<sup>3</sup>

يمثل الجدول الموالي ميزانية الجهاز المصرفي، حيث تكون الكتلة النقدية في جانب الخصوم أو في جانب مطلوبات القطاع المصرفي، أما في جانب الأصول فنجد مقابلات الكتلة النقدية التي تشمل العناصر التالية:

- الذهب (or)؛
- العملات الصعبة (devises)؛
- القروض للاقتصاد (crédit à l'économie)؛
- القروض للخزينة العمومية (crédit au trésor public).

<sup>1</sup> وسام ملاك، مرجع سابق، ص. 160.

<sup>2</sup> صالح مفتاح، مرجع سابق، ص. 61.

<sup>3</sup> محمد الشريف إلمان، مرجع سابق، ص. 64.

## الجدول رقم 8: ميزانية الجهاز المصرفي

الأصول	الخصوم
<ul style="list-style-type: none"> <li>● الذهب</li> <li>● العملات الأجنبية</li> <li>● قروض للاقتصاد</li> <li>● قروض للخبزنة العمومية</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>● الكتلة النقدية</li> </ul>

وفيما يأتي تحليل لمقابلات الكتلة النقدية.

## 3-2- الذهب والعملات الأجنبية:

يتمثل الرصيد الذهبي في مجموع السبائك والقطع النقدية الذهبية لدى البنك المركزي، فهو صافي العمليات التي أجريت على الذهب خلال السنة.<sup>1</sup>

يتم استعمال الرصيد الذهبي للأغراض التالية:<sup>2</sup>

✚ يستخدم كغطاء للإصدار النقدي، وتخلت عنه الكثير من الدول لصالح استخدام حقوق السحب الخاصة؛

✚ يستعمل كوسيط لتحديد سعر الصرف الدولي؛

✚ أداة دفع عالمية، يلجأ إليها في حالة عجز ميزان المدفوعات؛

✚ لا يعتمد على الذهب كثيرا في تحديد قوة العملة، بل تعتمد على قوة الجهاز الإنتاجي؛

✚ للذهب دور مزدوج (غطاء للإصدار ووسيلة دفع دولي)، لكن تضائل دوره بعد إهمال نظام قاعدة الذهب.

إلى جانب الرصيد الذهبي نجد العملات الأجنبية، خاصة العملات التي لها طابع دولي كالدولار، ويؤخذ رصيد العملات الأجنبية الموجود في جانب أصول ميزانية البنك المركزي، ولا يؤخذ بعين الاعتبار العمليات التي تتم بين البنوك التجارية وزبائنها غير المقيمين.<sup>3</sup>

تؤثر العملات الأجنبية في إصدار العملة المحلية، حيث يمكن التحصل على العملات الأجنبية من:<sup>4</sup>

✚ صافي الميزان التجاري نتيجة تصدير سلع وخدمات وطنية إلى الخارج؛

✚ صافي رؤوس الأموال الأجنبية والقروض؛

✚ صافي عوائد الملكية وعوامل الإنتاج من وإلى الخارج؛

✚ تحويلات الأفراد من وإلى الخارج والهبات والإعانات.

<sup>1</sup> المرجع السابق، ص.65.

<sup>2</sup> عبد القادر خليل، مرجع سابق، ص.132.

<sup>3</sup> محمد الشريف إلمان، مرجع سابق، ص.66.

<sup>4</sup> عبد القادر خليل، مرجع سابق، ص.133.

**3-3- القروض المقدمة للاقتصاد:**

وتتمثل في القروض الممنوحة من طرف البنوك للأسر وقطاع الأعمال للقيام بمختلف النشاطات والمشاريع، وتمنح البنوك هذه القروض انطلاقاً من الودائع المجمعة لديها، الأمر الذي يؤدي إلى زيادة حجم الكتلة النقدية، وفي نفس الوقت تغذية ودايع البنوك نفسها، لذا يقال أن القروض تخلق الودائع (Loans creat deposits). إذ يمكن أن تكون القروض المقدمة للاقتصاد إما:<sup>1</sup>

- أن تكون مباشرة بفتح حساب دائن، أو غير مباشرة بخضم الأوراق التجارية؛
- أن تتحول هذه القروض إلى نقود قانونية، عندما تقوم البنوك التجارية بإعادة التمويل من طرف البنك المركزي عن طريق تقنية إعادة الخضم؛
- أن تكون هذه القروض قصيرة أو متوسطة أو طويلة الأجل.

**3-4- القروض المقدمة للخزينة العمومية:**

تمثل الخزينة العمومية المسير المالي للدولة، إذ تقوم بتحصيل الإيرادات وتمويل النفقات، ومع توسع نشاط الدولة، أصبحت الخزينة العمومية غالباً ما تعاني من عجز، لذا فإنها تتوجه إلى طلب الاقتراض من البنك المركزي أو البنوك التجارية أو الوحدات الاقتصادية، وتشمل القروض المقدمة للخزينة العمومية ما يلي:<sup>2</sup>

- ✚ التسبيقات المقدمة من طرف البنك المركزي؛
- ✚ السندات التي تكتتب فيها المؤسسات المصرفية والمالية؛
- ✚ السندات التي يكتتب فيها الجمهور.

وتؤدي التسبيقات المقدمة من طرف البنك المركزي والسندات التي تكتتب فيها المؤسسات المصرفية والمالية إلى زيادة الكتلة النقدية، بينما السندات التي يكتتب فيها الجمهور فلا تؤدي إلى زيادة الكتلة النقدية، لأنها نقود كانت موجودة من قبل.

**4- الكتلة النقدية ومقابلاتها في الجزائر:****4-1- تحليل الكتلة النقدية في الجزائر خلال الفترة 2000-2017:**

تعتبر الجزائر دولة لم ترق بعد إلى مستوى التطور النقدي الذي وصلت إليه الدول المتقدمة، لذا نجد أن المجمعات النقدية التي تعتمد عليها الجزائر مجمعات بسيطة، تتمثل في:

- أ- **النقود القانونية:** وتتمثل في الأوراق النقدية والقطع النقدية المتداولة؛

<sup>1</sup>راجع: - محمد الشريف إلمان، مرجع سابق، ص.67-68؛

- عبد القادر خليل، مرجع سابق، ص.133.

<sup>2</sup>راجع: - محمد الشريف إلمان، مرجع سابق، ص.69-70؛

- عبد القادر خليل، مرجع سابق، ص.133-134.

- ب- النقود الكتابية: تشمل الودائع تحت الطلب لدى البنوك وودائع الحساب الجاري وصناديق التوفير؛  
ت- أشباه النقود: وتشمل الودائع لأجل.

حيث:

$$M_1 = \text{النقود القانونية} + \text{النقود الكتابية}$$

$$M_2 = \text{(السيولة المحلية)} = M_1 + \text{أشبه النقود.}$$

والجدول الموالي يوضح تطور هيكل الكتلة النقدية في الجزائر خلال الفترة 2000-2017

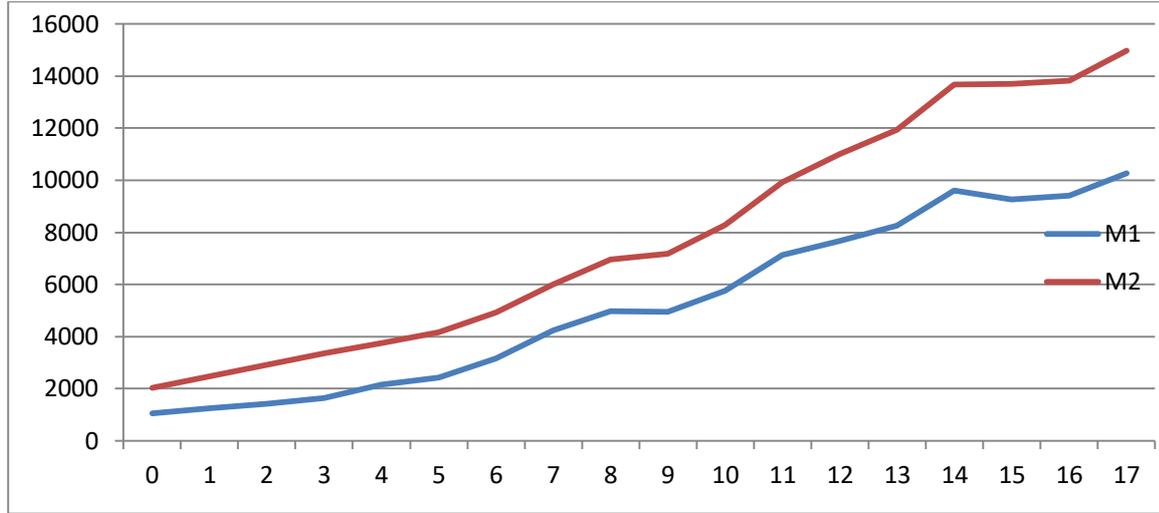
الجدول رقم 9: تطور هيكل الكتلة النقدية في الجزائر خلال الفترة 2000-2017

الوحدة: مليار دج

M2	M1	أشبه نقود	نقود كتابية	نقود قانونية	البيان
2022.5	1048.2	974.3	563.7	484.5	2000
2473.5	1238.5	1235	661.3	577.2	2001
2901.5	1416.3	1485.2	751.6	664.7	2002
3354.4	1630.4	1724	849	781.4	2003
3738	2160.5	1577.5	1326.2	874.3	2004
4157.6	2421.4	1736.2	1500.4	921	2005
4933.7	3167.6	1766.1	2086.2	1081.4	2006
5994.6	4233.6	1761	2949.1	1284.5	2007
6955.9	4964.9	1991	3424.9	1540	2008
7173.1	4944.2	2228.5	3114.8	1829.4	2009
8280.7	5756.4	2524.3	3659.8	2098.6	2010
9929.2	7141.7	2787.5	4570.2	2571.5	2011
11015.1	7681.5	3333.6	4729.2	2952.3	2012
11941.5	8249.8	3691.7	5045.8	3204	2013
13686.7	9603	4083.7	5944.1	3658.9	2014
13704.5	9261.2	4443.3	5153	4108.1	2015
13816.3	9407	4409.3	4909.8	4497.21	2016
14974.5	10266	4708.5	5549.1	4716.9	2017

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على تقارير بنك الجزائر المختلفة.

يمكن تمثيل الجدول بيانيا على النحو التالي:

الشكل رقم 10: تطور  $M_1$  و  $M_2$  في الجزائر خلال الفترة 2000-2017

من الجدول والمنحنى البياني يتبين أن حجم الكتلة النقدية في الاقتصاد ( $M_1$  و  $M_2$ ) في تطور مستمر خلال الفترة 2000-2017، حيث ارتفع حجم الكتلة النقدية بالمعنى الضيق  $M_1$  من 1048.2 مليار دج سنة 2000 إلى 10266 مليار دج سنة 2017، بمعدل زيادة قدره 879.39% - عدا الانخفاض البسيط الذي شهدته سنة 2015 مقارنة بسنة 2014-، كما ارتفع حجم الكتلة النقدية بالمعنى الموسع  $M_2$  من 2022.5 مليار دج إلى 14974.5 مليار دج خلال نفس الفترة، بمعدل زيادة قدره 640.3%؛

كما يلاحظ كذلك من الجدول هيمنة أشباه النقود على حجم الكتلة النقدية بالمعنى الموسع خلال الفترة 2000-2005، لتصبح النقود الكتابية المهيمنة خلال باقي الفترة 2006-2017، بالرغم من انخفاضها خلال الفترة 2015-2017 مقارنة بسنة 2014.

#### 2-4- تحليل مقابلات الكتلة النقدية خلال الفترة 2000-2017

يوضح الجدول الموالي تطور مقابلات الكتلة النقدية في الجزائر خلال الفترة 2000-2017.

## الجدول رقم 10: تطور مقابلات الكتلة النقدية في الجزائر خلال الفترة 2000-2017

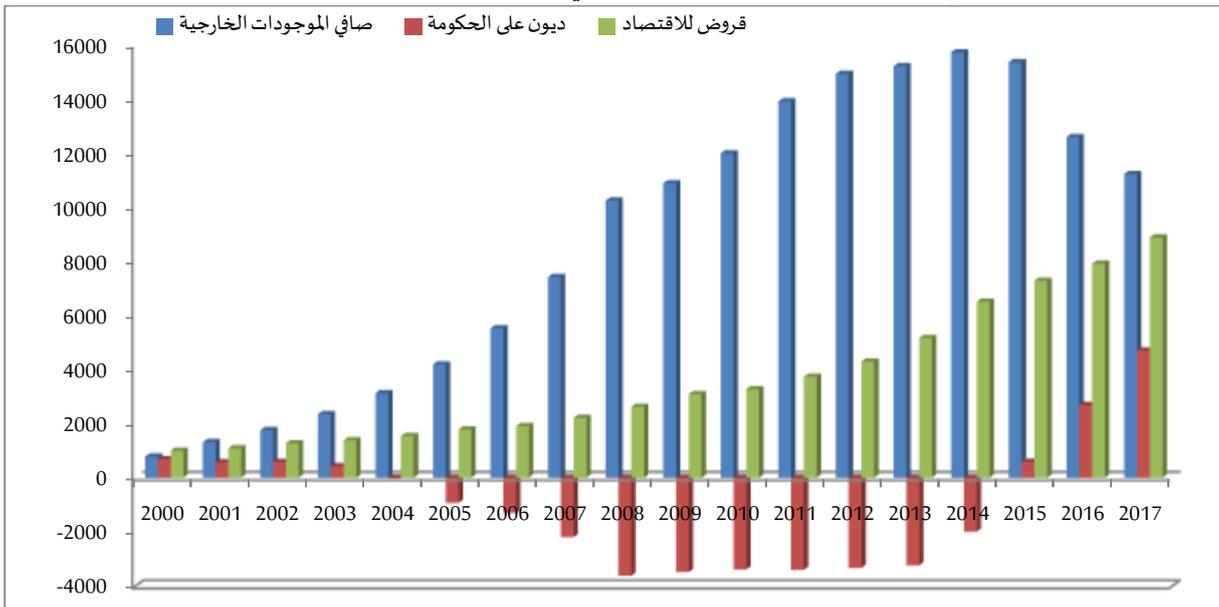
الوحدة: مليار دج

البيان	صافي الموجودات الخارجية	ديون على الحكومة	قروض للاقتصاد
2000	775.9	677.5	993.7
2001	1310.7	569.7	1078.4
2002	1755.7	578.7	1266.8
2003	2342.7	423.4	1380.2
2004	3119.2	20.6-	1535
2005	4179.7	933.2-	1779.8
2006	5515	1304.1-	1905.4
2007	7415.5	2193.1-	2205.2
2008	10247	3627.3-	2615.5
2009	10885.7	3488.9-	3086.5
2010	11996.5	3392.9-	3268.1
2011	13922.4	3406.6-	3726.5
2012	14940	3334-	4287.6
2013	15225.2	3235.4-	5156.3
2014	15734.5	1992.3-	6504.6
2015	15375.4	587.5	7277.2
2016	12596.1	2682.2	7909.8
2017	11227.4	4691.9	8880.03

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على تقارير بنك الجزائر.

ويمكن تمثيل الجدول بيانيا على النحو التالي:

## الشكل رقم 11: تطور مقابلات الكتلة النقدية في الجزائر خلال الفترة 2000-2017



يلاحظ من خلال الجدول والمنحنى البياني الممثل له أن الذهب والعملات الأجنبية تمثل المقابل الأول للكتلة النقدية في الجزائر خلال الفترة 2001-2017، بالرغم من الانخفاض المسجل في حصيلتها خلال الفترة 2015-2017، بسبب انخفاض أسعار البترول، لتحتل القروض للاقتصاد المرتبة الثانية في مقابلات الكتلة النقدية بعد حصيلة الذهب والعملات الأجنبية، أما القروض للخزينة العمومية فتحتل المرتبة الثالثة، وقد سجلت انخفاضا واضحا خلال الفترة 2004-2014، لتعرف ارتفاعا ملحوظا خلال الفترة 2015-2017 بسبب لجوء الخزينة العمومية الجزائرية إلى الاقتراض من طرف البنك المركزي مقابل سندات لمدة 20 سنة، بسبب عجز خزينة الدولة الراجع إلى انخفاض أسعار البترول، وقد كان هذا الخيار، الخيار الصعب والوحيد.

### خلاصة:

تمثل الكتلة النقدية أو المجمعات النقدية مؤشرات إحصائية، تستعملها السلطات النقدية للرقابة على كمية النقود الموجودة في الاقتصاد، إذ تتكون الكتلة النقدية من العديد من المجمعات تختلف من دولة إلى أخرى حسب درجة التطور النقدي لها، فبعد ظهور الإبداعات المالية منذ الثمانينات أدى ذلك إلى ظهور مجمعات أخرى غير نقدية، سميت بمجمعات التوظيف، والتي تختلف هي الأخرى من دولة لأخرى؛

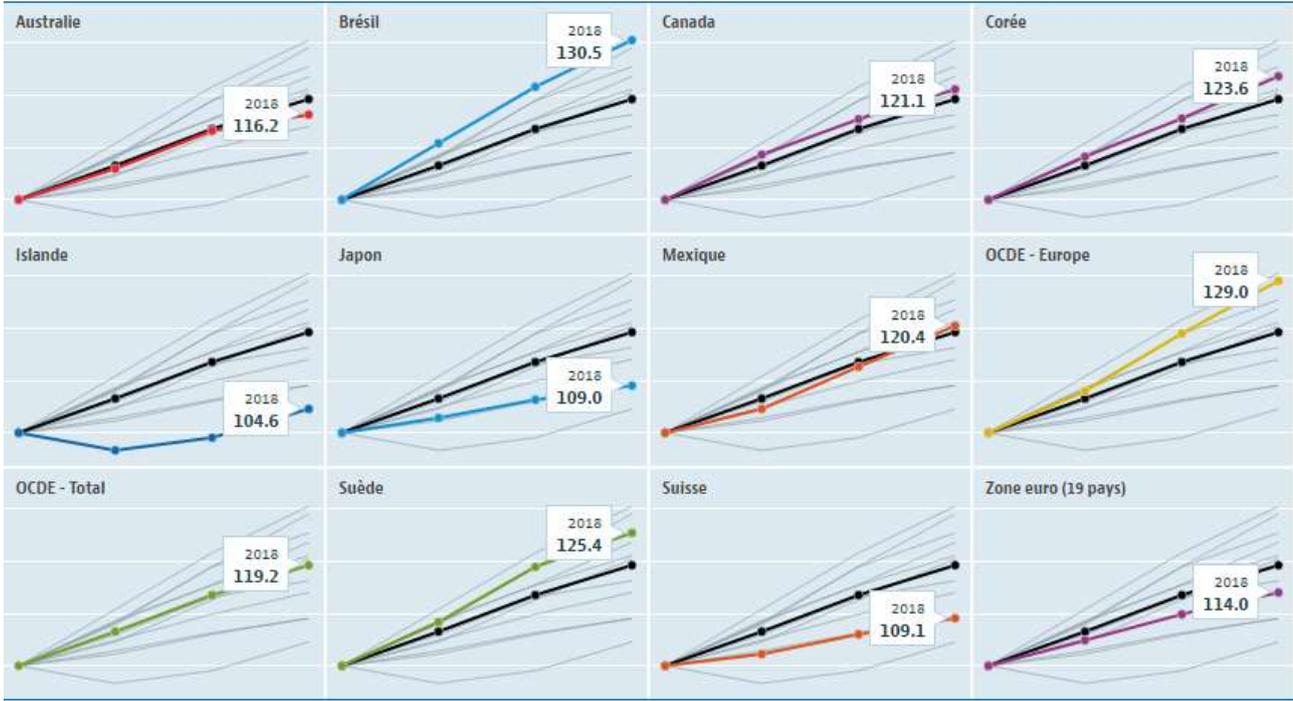
إن إصدار وخلق النقود لا يتم إلا من خلال مقابلات، حيث تتمثل هذه المقابلات في الذهب والعملات الأجنبية والقروض للاقتصاد والقروض للدولة، فكلما زادت المقابلات زاد حجم الكتلة النقدية. أما الجزائر فلم ترق بعد في المجال النقدي (مكونات الكتلة النقدية) إلى مستوى الدول المتقدمة، حيث ما زالت مجموعاتها النقدية بسيطة تتكون من النقود القانونية والنقود الكتابية وأشباه النقود، ويسيطر الذهب والعملات الأجنبية على مقابلاتها (الكتلة النقدية).

## أسئلة للمناقشة:

- 1- ما المقصود بالكتلة النقدية؟ وما علاقتها بالمجمعات النقدية؟
- 2- لماذا تهتم السلطات النقدية بالكتلة النقدية في الاقتصاد؟
- 3- ما هي أنواع المجمعات النقدية الموجودة في الاقتصاد؟ وعلى أي أساس يتم ترتيبها؟
- 4- كيف أثرت الإبداعات المالية على هيكل المجمعات النقدية؟
- 5- ما المقصود بمقابلات الكتلة النقدية؟
- 6- ما المقصود بـ: - عملية التنقيد (monétisation)؛  
- عملية تدمير النقود.
- 7- كيف يساهم كل من: الذهب والعملات الأجنبية والقروض للاقتصاد والقروض للخزينة العمومية في التأثير على حجم الكتلة النقدية؟
- 8- لماذا لا تؤدي القروض الممنوحة للدولة من طرف الجمهور إلى زيادة حجم الكتلة النقدية؟
- 9- من خلال معاينتك لموقعي الأنترنت التاليين:  
- موقع بنك الجزائر: <https://www.bank-of-algeria.dz>  
- موقع البنك المركزي التونسي: <https://www.bct.gov.tn/bct/siteprod/index.jsp>  
ستحصل على الإحصائيات المتعلقة بالكتلة النقدية ومقابلاتها.
- حلل تطور الكتلة النقدية في الاقتصاد الجزائري مقارنة بالاقتصاد التونسي؟
- قارن بين مختلف المجمعات النقدية في الجزائر وتونس؟
- حلل مقابلات الكتلة النقدية في كل من الجزائر وتونس؟
- قارن بين درجة التطور النقدي في الجزائر وتونس؟
- 10- تبين المنحنيات البيانية التالية تطور حجم الكتلة النقدية  $M_3$  في عدد من دول OCDE خلال الفترة 2015-2018، حيث:  
- تمثل 2015 سنة الأساس 100%؛  
- يمثل المنحنى الأسود تطور حجم الكتلة النقدية  $M_3$  في دول OCDE مجتمعة؛  
- المجمع النقدي  $M_3$  = النقود في التداول + ودائع لأجل (مدتها تساوي أو أقل من سنتين) + ودائع قابلة للاسترداد بإخطار (مدتها 3 أشهر أو أقل) + اتفاقيات إعادة الشراء + وحدات صناديق الاستثمار المشترك + سندات الدين التي يصل تاريخ استحقاقها سنتين.<sup>1</sup>

<sup>1</sup> <https://data.oecd.org/fr/money/monnaie-au-sens-large-m3.htm#indicator-chart>

الشكل رقم 12: تطور حجم الكتلة النقدية M3 في عدد من دول OCDE خلال الفترة 2015-2018



Source: <https://data.oecd.org/fr/money/monnaie-au-sens-large-m3.htm#indicator-chart>

- حلل مكونات المجمع النقدي  $M_3$  في هذه الدول؟ مستنتجا درجة التطور النقدي فيها؟

- حلل وقارن بين تطورات المجمع النقدي  $M_3$  في هذه الدول؟

## المحور السادس:

### السياسة النقدية

#### الأهداف التعليمية للمحور:

- ⊖ التعرف على مفهوم السياسة النقدية؛
- ⊖ معرفة أهداف السياسة النقدية؛
- ⊖ التعرف على الأدوات الكمية أو غير المباشرة للسياسة النقدية؛
- ⊖ إدراك الأدوات الكيفية أو الأدوات المباشرة للسياسة النقدية؛
- ⊖ معرفة استراتيجية البنك المركزي في تنفيذ السياسة النقدية؛
- ⊖ التعرف على الأهداف العاملة والأهداف الوسيطة للسياسة النقدية؛
- ⊖ إدراك معايير اختيار الأهداف الوسيطة للسياسة النقدية.

## تمهيد:

تعتبر السياسة النقدية أداة من أدوات السياسة الاقتصادية - إلى جانب السياسة المالية-، تستعملها الحكومة ممثلة في البنك المركزي من أجل تحقيق الاستقرار النقدي، والتأثير على كمية النقود الموجودة في الاقتصاد، من أجل تحقيق أهداف معينة، الأمر الذي يؤدي إلى تحقيق الاستقرار الاقتصادي.

ولمعرفة المقصود بالسياسة النقدية وأدواتها واستراتيجياتها، تناول المحور النقاط التالية:

- 1- تعريف وأهداف السياسة النقدية؛
- 2- أدوات السياسة النقدية؛
- 3- إستراتيجية البنك المركزي في تنفيذ السياسة النقدية.

## 1-1- تعريف وأهداف السياسة النقدية:

## 1-1-1- تعريف السياسة النقدية:

يمكن تعريف السياسة النقدية على النحو التالي:

- "هي الإجراءات اللازمة التي تمكن السلطات النقدية من ضبط عرض النقود أو التوسع النقدي ليتماشى وحاجة المتعاملين الاقتصاديين، وهي هدف البنك المركزي في ممارسته للرقابة على النقود وعلى معدلات الفائدة وعلى شروط القروض. ويمكن لهذه السياسة أن تكون تقييدية، بمعنى أنها تسعى إلى تقليص عرض النقود ورفع معدلات الفائدة قصد كبح نمو الناتج المحلي الخام، خفض التضخم أو رفع سعر صرف العملة الوطنية، ويمكن لهذه السياسة أن تكون توسعية (سياسة نقود السوق الجيد)، وتسعى إلى زيادة عرض النقود قصد تخفيض معدلات الفائدة، تشجيعاً لزيادة الاستثمار ومنه نمو الناتج المحلي الخام."<sup>1</sup>
- "هي مجموعة التدخلات التي تقوم بها السلطات النقدية والتي تهدف إلى التحكم في تطور كمية النقود ونمو تكلفة النقود سواء على المستوى الداخلي أو على المستوى الخارجي، وهذا بغية تحقيق أهدافها المسطرة."<sup>2</sup>
- للسياسة النقدية مفهومين هما:<sup>3</sup>
- **المفهوم الضيق:** هي كافة الوسائل التي يستخدمها البنك المركزي لمراقبة عرض النقد لتحقيق أهداف اقتصادية معينة كهدف النمو والاستخدام الكامل؛

<sup>1</sup> عبد المجيد قدي، المدخل إلى السياسات الاقتصادية الكلية "دراسة تحليلية تقييمية"، ديوان المطبوعات الجامعية، 2003، ص.53.

<sup>2</sup> خبابة عبد الله، الاقتصاد المصري في "النقود-البنوك التجارية-البنوك الإسلامية-السياسة النقدية-الأسواق المالية-الأزمة المالية"، الإسكندرية، دار الجامعة الجديدة، 2013، ص.296.

<sup>3</sup> هيل عجيبي جميل الجناني ورمزي ياسين يسع أرسلان، مرجع سابق، ص.259.

- **المفهوم الواسع:** جميع الوسائل التي تتخذ من قبل الحكومة والبنك المركزي والخزينة بهدف التأثير على مقدار وتوفير واستعمال النقد والائتمان.

ومنه يمكن تعريف السياسة النقدية على أنها:

مجموعة الإجراءات التي تتخذها السلطات النقدية ممثلة في البنك المركزي بهدف التأثير على العرض النقدي (كمية النقود في الاقتصاد) من أجل تحقيق أهداف السياسة الاقتصادية.

## 1-2- أهداف السياسة النقدية:

تسعى السياسة النقدية إلى تحقيق الأهداف التالية:<sup>1</sup>

☞ **استقرار مستوى الأسعار:** يرى العديد من الاقتصاديين أن الهدف الأساسي للسياسة النقدية هو استقرار الأسعار من خلال مراقبة الائتمان المصرفي، لأن التغير في الأسعار يؤدي إلى إلحاق الضرر بفئة الدائنين لصالح فئة المدينين، مما يؤدي إلى سوء توزيع الثروة بين الطرفين؛

☞ **استقرار سعر العملة الوطنية:** وذلك من خلال الحد من التوسع المفرط في عرض النقود، بالإضافة إلى التزام البنك المركزي بالحفاظ على حجم مناسب من الاحتياطات الدولية وعدم التوسع في إقراض الحكومة لتحقيق الاستقرار في قيمة العملة الوطنية؛

☞ **تشجيع النمو الاقتصادي:** المقصود بالنمو الاقتصادي هو تحقيق زيادة مستمرة في الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي للبلد، إذ تساهم السياسة النقدية في دفع عجلة النمو الاقتصادي من خلال رقابتها على حجم الائتمان (حجم احتياطات البنوك التجارية وقدرتها على خلق الائتمان) وتكلفتها (سعر الفائدة)، فالسياسة النقدية التوسعية تساعد على خلق الائتمان من خلال تخفيض أسعار الفائدة، مما يشجع الطلب على القروض والاستثمار وبالتالي تحقيق النمو الاقتصادي، والعكس صحيح؛

☞ **تحسين وضعية ميزان المدفوعات:** تعمل السياسة النقدية على الرفع من أسعار الفائدة من أجل جلب رؤوس الأموال الأجنبية إلى داخل الدولة، واتباع سعر صرف أجنبي مناسب يؤدي إلى تشجيع الصادرات والحد من الواردات؛

☞ **تحقيق مستوى عالي من العمالة:** هناك إجماع بين الاقتصاديين على أن تحقيق مستوى عالي من العمالة هو هدف من أهداف السياسة النقدية، حيث تهدف السلطات النقدية إلى تثبيت النشاط الاقتصادي عند أعلى مستوى ممكن من التوظيف للموارد الطبيعية والبشرية، وتجنب الاقتصاد البطالة وما يرافقها من عوامل انكماشية في الإنتاج والدخل واضطرابات في العلاقات الاجتماعية<sup>2</sup>؛

<sup>1</sup> المرجع السابق، ص. 260.

<sup>2</sup> زكريا الدوري وسير السمراني، البنوك المركزية والسياسات النقدية، عمان، دار البازوري، 2013، ص. 189.

استقرار أسعار الفائدة: أصبح هدف تحقيق استقرار أسعار الفائدة من الأهداف المرجوة بالنسبة للسياسة النقدية، لأن تغيراتها قد تؤدي إلى عدم التأكد في الاقتصاد، ويصبح من الصعوبة بمكان اتخاذ القرارات في المستقبل.<sup>1</sup>

استقرار الأسواق المالية: تؤدي الأزمات المالية إلى التأثير على وظيفة الأسواق المالية في تحويل الموارد من أصحاب الفائض إلى أصحاب العجز، الأمر الذي يؤدي إلى تباطؤ النشاط الاقتصادي وبالتالي عدم تحقيق أهداف السياسة النقدية، لهذا فقد أصبح تحقيق استقرار الأسواق المالية بالإضافة إلى استقرار أسعار الفائدة من بين أهداف البنك المركزي.<sup>2</sup>

**ملاحظة: التعارض بين الأهداف:** رغم أن الكثير من أهداف السياسة النقدية متكاملة (sont complémentaire) كهدف العمالة المرتفعة مع النمو الاقتصادي، أو استقرار أسعار الفائدة مع استقرار الأسواق المالية، لكن هناك تعارض فيما بينها في الكثير من الأحيان في المدى القصير والمدى الطويل، فقد يتعارض هدف استقرار المستوى العام للأسعار واستقرار أسعار الفائدة مع هدف التشغيل والعمالة، فعندما يكون الاقتصاد في حالة رواج وبطالة منخفضة، فإن التضخم وأسعار الفائدة قد يبدآن في الارتفاع، يمكن أن يقوم بالخيارات التالية: ففي حالة ارتفاع أسعار الفائدة، قد يؤدي هذا الأمر إلى خطر ارتفاع معدل التضخم، وإذا قام البنك المركزي برفع أسعار الفائدة من أجل الحد من التضخم قد يؤدي إلى ارتفاع البطالة، فالتعارض بين الأهداف قد يضع البنك المركزي في مواقف صعبة.<sup>3</sup>

## 2- أدوات السياسة النقدية:

تسعى السياسة النقدية إلى التأثير على العرض النقدي من خلال استخدام الأدوات الكمية (Quantitative) أو غير المباشرة والأدوات النوعية (Qualitative) المباشرة.

### 1-2- الأدوات الكمية (غير المباشرة):

تهدف الأدوات النقدية الكمية إلى التأثير على حجم الائتمان المصرفي المقدم للأعوان الاقتصاديين، دون الاهتمام أو التركيز على نوعيته، وتمثل أهم أدوات السياسة النقدية الكمية في:

#### أ- إعادة الخصم (Rediscount Rate):

يعرف سعر الخصم بأنه: "سعر الفائدة التي يتقاضاه البنك المركزي لقاء تقديم قروض أو سلفيات للبنوك التجارية أو إعادة خصم أوراق تجارية والأذون الحكومية للبنوك التجارية."<sup>4</sup>

<sup>1</sup> Frederic Mishkin et autres, op. cit., p.518.

<sup>2</sup> Ibid.

<sup>3</sup> Ibid, p.519.

<sup>4</sup> بسام الحجار، مرجع سابق، ص.223.

تلجأ البنوك التجارية إلى الاقتراض من طرف البنك المركزي كلما احتاجت إلى موارد نقدية لتمويل عملياتها المصرفية، باعتباره بنكا للبنوك والمقرض الأخير سواء بالاقتراض المباشر أو عن طريق خصم أذونات الخزينة، ومختلف الأوراق التجارية التي بحوزتها. وتعتبر سياسة إعادة الخصم أقدم وسيلة للرقابة غير المباشرة، استخدمت لأول مرة من طرف بنك إنجلترا سنة 1839، وقد سبقت وظيفة إعادة الخصم وظيفته الملجأ الأخير للإقراض، حيث كان البنك المركزي يقبل إعادة خصم مختلف الأوراق الخاصة بالبنوك التجارية لتزويدها بالسيولة مقابل سعر فائدة يدعى سعر إعادة الخصم.<sup>1</sup>

يستطيع البنك المركزي عن طريق سياسة إعادة الخصم التأثير على قرارات البنوك التجارية في مجال منح الائتمان من خلال:<sup>2</sup>

- تغيير سعر الخصم ارتفاعا وانخفاضا، فانخفاضه يشجع البنوك على الاقتراض بتكلفة أقل، وبالتالي منح القروض إلى الأعوان الاقتصاديين -زيادة المعروض النقدي- وارتفاعه لا يشجعهم على الاقتراض بسبب ارتفاع تكلفة الأموال المقترضة، وبالتالي انخفاض نسبة الإقراض.

سعر الخصم ← تكلفة الاقتراض (البنوك التجارية) ← لجوء البنوك التجارية للبنك المركزي  
أسعار الفائدة ← منح القروض للأعوان الاقتصاديين ← المعروض النقدي  
والعكس صحيح، أي:

سعر الخصم ← تكلفة الاقتراض (البنوك التجارية) ← لجوء البنوك التجارية للبنك المركزي  
أسعار الفائدة ← منح القروض للأعوان الاقتصاديين ← المعروض النقدي

- يستطيع البنك المركزي في حالة الضغوط التضخمية، أن يرفض منح القروض للبنوك التجارية، حتى وإن كان هناك طلب على القروض من طرف الجمهور.
- لكن بالرغم من أهمية سياسة إعادة الخصم، إلا أنها قد تصبح سياسة غير فعالة في الحالات التالية:<sup>3</sup>
- توافر احتياطات نقدية لدى البنوك التجارية، الأمر الذي يسمح لها باتباع سياسة إقراضية مستقلة، حيث لا تتأثر قروضها المصرفية بسعر إعادة الخصم؛
- توفر مصادر أخرى بالنسبة للبنوك التجارية للحصول على السيولة، سواء بالاقتراض من البنوك الأخرى، أو من سوق رأس المال أو من فروع البنوك العاملة في الخارج؛

<sup>1</sup>راجع: - جمال بن دعاس، مرجع سابق، ص ص. 172-173؛

- رمزي ياسين يسع أرسلان، مرجع سابق، ص ص. 261-262.

<sup>2</sup>عبد المنعم السيد علي ونزار سعد الدين العيسى، مرجع سابق، ص. 366.

<sup>3</sup>هيل جميل ورمزي ياسين، مرجع سابق، ص. 263.

- قد لا يؤدي ارتفاع سعر إعادة الخصم إلى تخفيض الطلب على القروض من طرف رجال الأعمال، خاصة إذا كانت التوقعات متفائلة بالنسبة لزيادة الطلب والأرباح، في هذه الحالة يكون العائد المتوقع الحصول عليه أكبر من معدل إعادة الخصم؛
- تكون سياسة الخصم فعالة في حالة وجود سوق خصم واسعة ومنظمة، وينتشر التعامل بمختلف الأوراق التجارية والمالية، الأمر الذي نجده متوفرا في الدول المتقدمة ولا نجده في الدول النامية.

### ب- السوق المفتوحة (Open Market):

- تعرف عملية السوق المفتوحة بأنها عملية يقوم من خلالها البنك المركزي ببيع وشراء السندات الحكومية وأذونات الخزينة من عند البنوك التجارية، بغرض التأثير على حجم احتياطياتها، وبالتالي قدرتها على منح الائتمان؛
- ظهرت أهمية السوق المفتوحة سنة 1930 بعد اكتشاف محدودية سياسة إعادة الخصم، وبعد استخدامها من قبل بنك إنجلترا والولايات المتحدة الأمريكية، لتستخدم العديد من الدول المتقدمة -بعد سنة 1930- هذه الأداة بدرجة كبيرة، بسبب فعالية هذه الأداة في التأثير المباشر على حجم النقود والائتمان وكذلك أسعار الفائدة، في حين أن تأثير سعر الخصم غير مباشر على النقود والائتمان.<sup>1</sup>
- عندما يرغب البنك المركزي في معالجة التضخم عن طريق سياسة السوق المفتوحة، فإنه يتبع سياسة انكماشية بغرض تقليل كمية النقود أو العرض النقدي في الاقتصاد، حيث يتدخل في السوق النقدي عن طريق سياسة السوق المفتوحة ببيع مختلف الأوراق التجارية وأذونات الخزينة التي بحوزته، مما يقلل من احتياطيات البنوك التجارية، الأمر الذي يقلل من قدرتها في منح الائتمان، وبالتالي تقليص كمية النقود المتداولة، والعكس صحيح.<sup>2</sup>



غير أنه يمكن لسياسة السوق المفتوحة أن تكون غير فعالة في الحالات التالية:<sup>3</sup>

- إذا كانت البنوك التجارية تمتلك احتياطيات نقدية فائضة؛

<sup>1</sup> زكريا الدوري وسيرا السمرائي، مرجع سابق، ص. 204.

<sup>2</sup> محب خلة توفيق، مرجع سابق، ص. 364.

<sup>3</sup> عبد المنعم السيد علي ونزار سعد الدين العيسى، مرجع سابق، ص. 363.

- إذا أراد البنك المركزي من خلال هذه السياسة مساعدة الخزينة على شراء وبيع السندات الحكومية، فإن مثل هذه العمليات إذا جرت على نطاق واسع، قد تؤدي إلى تقلبات كبيرة في أسعار هذه الأوراق، وبالتالي تقلبات أسعار الفائدة، مما قد يدفع البنوك إلى اتخاذ سياسة دفاعية قد تتعارض وأهداف البنك المركزي؛
- إن بيع وشراء السندات الحكومية على نطاق واسع، قد يهدد ربحية البنوك التجارية التي تحتفظ بكميات معتبرة من هذه الأوراق، مما قد يدفعها لاتخاذ عمل مضاد يحميها من الآثار الضارة لهذه السياسة. ولعمليات السوق المفتوحة العديد من المزايا أهمها:<sup>1</sup>

➤ يملك البنك المركزي المبادرة للقيام بعمليات السوق المفتوحة؛

- بحكم أنها تتم بشكل مستمر، فإنها توفر نوعاً من المرونة من حيث اختيار التوقيت والمقدار ومكان الاستعمال؛
- تتخذ بهدف مواجهة الآثار غير الملائمة للإجراءات المالية وغيرها على الاحتياطات المصرفية على المدى القصير؛
- تساعد في تحديد حجم الدين العام بمعدل فائدة والذي يحتفظ به الجمهور، فالبنك المركزي يستطيع التأثير في أسعار الفائدة عن طريق عملية شراء وبيع السندات الحكومية قبل تاريخ استحقاقها.

### ج- الاحتياطي القانوني (Reserve Ratio):

تعتبر هذه الأداة من أحسن الأدوات النقدية التي يستخدمها البنك المركزي في الرقابة على الائتمان، وتنص التشريعات والقوانين على ضرورة التزام كل بنك تجاري بالاحتفاظ بجزء معين من ودائعه في شكل رصيد نقدي لدى البنك المركزي، بهدف:<sup>2</sup>

- ضمان سيولة البنك وحماية حقوق المودعين؛
- التأثير على سياسة البنوك الاقراضية.

عند ظهور الضغوط التضخمية، يعمل البنك المركزي على رفع نسبة الاحتياطي القانوني، بل قد يغالي البنك المركزي في رفع هذه النسب إلى درجة تقوم بها البنوك باستدعاء بعض قروضها، مما يؤدي إلى تخفيض حجم القروض الممنوحة، وبالتالي المعروض النقدي، وتأخذ هذه الأداة عدة أشكال هي:<sup>3</sup>

- ☞ تعديل نسبة الاحتياطي القانوني المتعين الاحتفاظ به كنسبة من رأسمال البنك التجاري لدى البنك المركزي؛
- ☞ تعديل نسبة الاحتياطي النقدي إلى الودائع الواجب الاحتفاظ بها لدى البنك المركزي؛
- ☞ فرض نسبة تصاعدية تتزايد نسبتها كلما زاد حجم الودائع؛
- ☞ إلزام البنوك بإيداع احتياطات إضافية في شكل ودائع بفائدة أو بدون فائدة لدى البنك المركزي.

<sup>1</sup> راجع: - المرجع السابق، ص.104.

-Frederic Mishkin, op.cit; p.496.

<sup>2</sup> بسام الحجار، مرجع سابق، ص.228.

<sup>3</sup> محب خلة توفيق، مرجع سابق، ص.368.

## 2-2- الأدوات الكيفية (المباشرة):

## أ- مراقبة القروض:

ترتكز سياسة مراقبة القروض على أداتين أساسيتين هما:

أ-1- **تأطير القروض:** وهي تقنية يستخدمها البنك المركزي، يفرض فيها على البنوك التجارية معدلا أقصى لنمو قروضها، حيث لا يستطيع بموجبه البنك التجاري أن يتجاوز ذلك الحد، وإلا تعرض لعقوبات، وتعتبر هذه السياسة جد فعالة في كبح التطور السريع للكتلة النقدية، إلا أن لها آثارا سلبية، خاصة وأنها تخفف من حدة المنافسة بين البنوك، كما أنها قد تؤدي إلى توزيع غير كافي للقروض مقارنة باحتياجات الاقتصاد.<sup>1</sup>

أ-2- **السياسة الانتقائية:** تقوم السلطات النقدية باتباع سياسة انتقائية للقروض الممنوحة، والهدف من هذه السياسة هو الحد من حجم القروض الممنوحة، وإعطائها إلى قطاعات معينة ذات أولوية (صادرات، سكن اجتماعي، زراعة... إلخ)، حسب استراتيجية الدولة.<sup>2</sup>

## ب- الإقناع الأدبي:

يعني الإقناع الأدبي، قدرة البنك المركزي على إقناع البنوك بصفة خاصة والمجتمع المالي بصفة عامة على اتباع سلوك معين، وهذا الشكل من الرقابة قد يكون في حالات معينة مؤثرا أكثر مما يبدو عليه، خاصة وأن المصالح الشخصية للبنوك والمؤسسات المالية تتوافق مع مصالح البنك المركزي.<sup>3</sup>

## ج- التوجيهات والأوامر:

يوجه البنك المركزي تعليمات مباشرة إلى البنوك التجارية والمؤسسات المالية من أجل توجيهها إلى إتباع سياسة إقراضية معينة، وذلك من خلال تحديد حجم الائتمان ونوعه، كأن تأمر السلطات النقدية البنوك بمنح القروض إلى المشروعات والصناعات الاستثمارية التي تؤدي إلى زيادة الإنتاج، ولا تمويل الصناعات الاستهلاكية، أو تأمرها بضرورة تخصيص جزء من مواردها لشراء سندات الخزينة العمومية... إلخ. وقد استعملت بريطانيا هذه السياسة سنة 1953 عندما أصدر البنك المركزي البريطاني تعليمات للبنوك التجارية بعدم إقراض الشركات التي تقوم بعمليات تمويل الشراء بالتقسيط، وأن تخفض الأنواع الأخرى من القروض.<sup>4</sup>

## د- الإجراءات العقابية:

قد يلجأ البنك المركزي إلى إتباع سياسة عقابية أو تأديبية اتجاه البنوك التجارية والمؤسسات المالية في حالة عدم تقيدها بالتعليمات المفروضة، ومن بين هذه العقوبات رفض عملية إعادة التمويل، أو رفع معدلات إعادة التمويل بشكل معتبر.

انطلاقا من ذلك يمكن تلخيص أدوات السياسة النقدية في المخطط التالي.

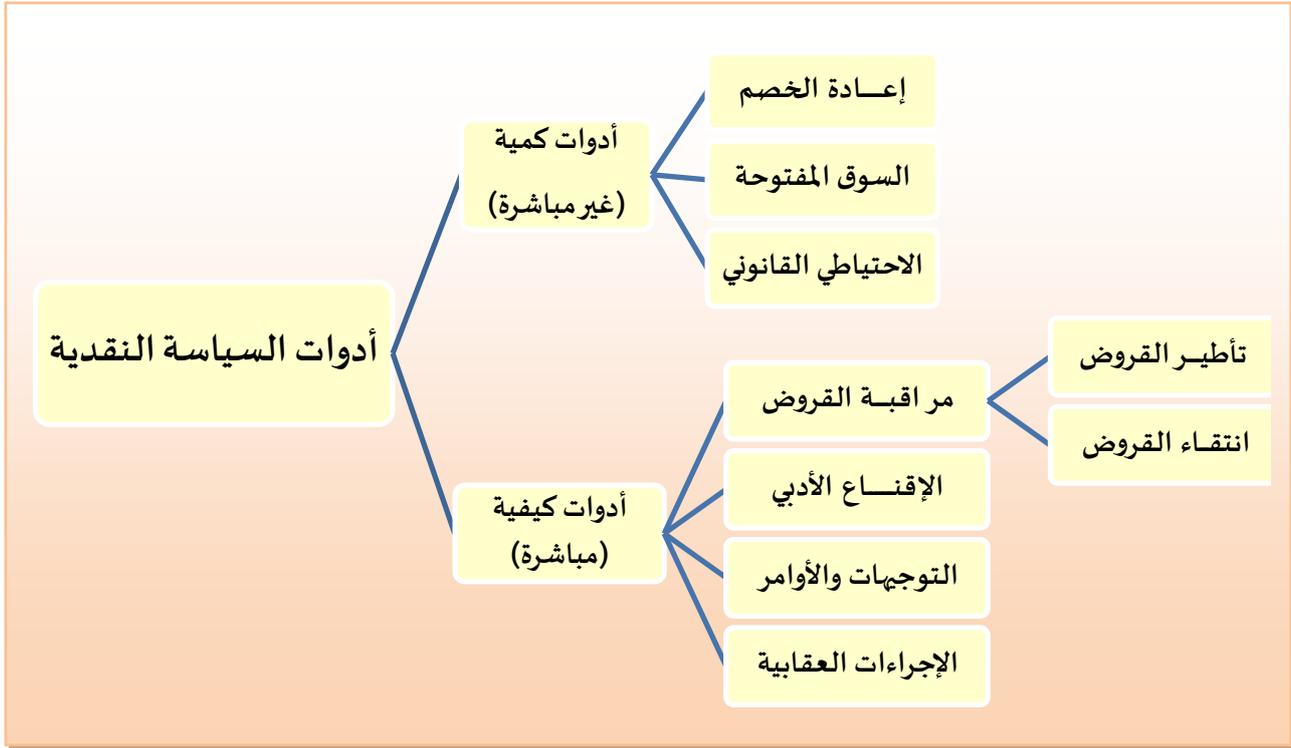
<sup>1</sup> وسام ملاك، مرجع سابق، ص. 253-254.

<sup>2</sup> Marie Delaplace, **Monnaie et financement de l'économie**, Paris, Dunod, 2003, p.126.

<sup>3</sup> توماس ماير وآخرون، **النقود والبنوك والاقتصاد**، ترجمة السيد أحمد عبد الخالق وأحمد بديع بليج، الرياض، دار المريخ، 2002، ص. 517-518.

<sup>4</sup> جمال بن دعاس، مرجع سابق، ص. 185.

## المخطط رقم 11: أدوات السياسة النقدية



## 3- إستراتيجية البنك المركزي في تنفيذ السياسة النقدية:

## 3-1- الأهداف الوسيطة والأهداف العاملة:

يواجه البنك المركزي مشكلة عندما يرغب في تحقيق أهداف السياسة النقدية، مثل استقرار الأسعار مع مستوى مرتفع من العمالة، لكن قد لا يستطيع البنك المركزي التأثير على هذه الأهداف مباشرة، مما يجعله يستخدم مجموعة أدوات أخرى مثل تسهيلات القروض والسوق المفتوحة والاحتياطي الإجمالي، مما يسمح له بالتأثير على الأهداف النهائية (les objectifs finals) بطريقة غير مباشرة بعد فترة زمنية (في العادة أكثر من سنة)، فإذا انتظر البنك المركزي لكي يرى النتيجة على الأهداف النهائية، فلا يستطيع تصحيح سياسته المتبعة، فالأخطاء قد تكون غير قابلة للتصحيح (irréversibles)<sup>1</sup>؛

لكي يحل البنك المركزي هذا المشكل، يقوم بتحديد مجموعة من المتغيرات (des variables) تقع بين أدواته وبين تحقيق أهدافه، في هذه الحالة تتمثل الإستراتيجية في:

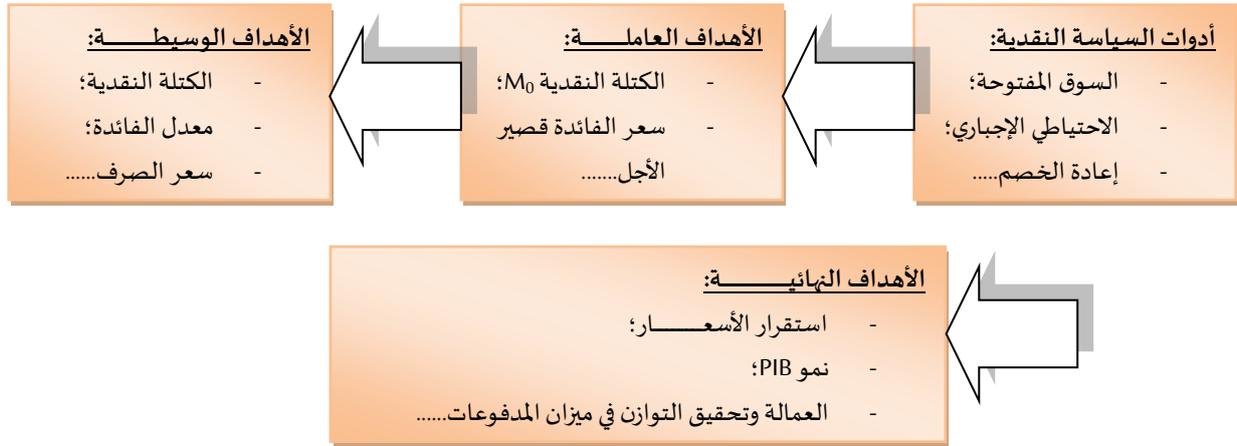
بعد تحديد الأهداف النهائية (التضخم والنمو الاقتصادي مثلا) يقوم البنك المركزي باختيار مجموعة من المتغيرات التي عن طريقها يؤثر في باقي المتغيرات، تسمى هذه الأهداف بالأهداف الوسيطة (objectifs intermédiaires)، مثل المجمعات النقدية  $M_1$  و  $M_2$  و  $M_3$  وسعر الفائدة (قصيرة وطويلة الأجل) التي لها أثر مباشر على الأهداف النهائية، حتى إذا كانت الأهداف الوسيطة لا تتأثر مباشرة بأدوات السياسة النقدية، يقوم البنك المركزي باختيار متغيرات أخرى

<sup>1</sup> Frederic Mishkin, op.cit., p.523.

تسمى بالأهداف العاملة (objectifs opérationnels) مثل المجمع النقدي بالمعنى الضيق أو معدل الفائدة قصير المدى.<sup>1</sup>

يتبع البنك المركزي هذه الإستراتيجية لأنه من السهل على البنك المركزي أن يؤثر على الأهداف الوسيطة من أجل تحقيق الأهداف النهائية، حيث يمكن للبنك المركزي أن يقيم بسرعة ما إذا كانت سياسته تسير في الطريق الصحيح أو لا، بدلا من الانتظار لكي يرى النتيجة النهائية لسياساته. والمخطط الموالي يوضح إستراتيجية البنك المركزي في تنفيذ السياسة النقدية.

المخطط رقم 12: إستراتيجية البنك المركزي في تنفيذ السياسة النقدية



**Source:** Frederic Mishkin et autres, op.cit., p.524.

### 3-2- معايير اختيار الأهداف الوسيطة:

هناك ثلاثة معايير على أساسها يتم اختيار الأهداف الوسيطة، تتمثل في:<sup>2</sup>

#### أ- القابلية للقياس (Measurability):

تقدم الأهداف الوسيطة إشارات واضحة عن اتجاهات سياسة البنك المركزي، فالهدف الوسيط هو إشارة لما إذا كانت السياسة النقدية تسير في الاتجاه الذي يحقق الهدف النهائي أولا، لهذا يعتبر القياس الدقيق والسريع للأهداف الوسيطة أمرا ضروريا، كما يجب أن تكون البيانات متاحة في فترة زمنية قصيرة، كبيانات معدل الفائدة، فعادة ما تكون متاحة وأكثر دقة وبدرجة أسرع مقارنة بباقي المتغيرات.

#### ب- القدرة على السيطرة (Controllability):

يجب أن يكون البنك المركزي قادرا على السيطرة على الهدف الوسيط، فإن لم يكن يستطيع ذلك، فإن معرفة أن السياسة النقدية قد خرجت عن مسارها لن يفيد، طالما أن البنك المركزي لا يستطيع السيطرة وإعادة المتغير الوسيط إلى المسار المطلوب، ويقترح البعض استخدام الناتج المحلي الإجمالي الاسمي كهدف وسيط، لكن البنك المركزي ليست له

<sup>1</sup> Ibid.

<sup>2</sup> أحمد أبو الفتوح الناقه، مرجع سابق، ص ص.139-141.

سيطرة على هذا المتغير، بالتالي لن يكون مفيدا في عملية تسيير السياسة النقدية، بالمقابل هناك متغيرات أخرى يستطيع البنك المركزي السيطرة عليها بشكل جيد كالقاعدة النقدية وسعر الفائدة.

### ج- القدرة على التنبؤ بالأثر على الهدف النهائي:

والمقصود هو أن يكون المتغير المستخدم كهدف وسيط له أثر يمكن التنبؤ به على الهدف النهائي، ويدور الجدل حول فائدة سعر الفائدة والعرض النقدي كأهداف وسيطة لها صلة بالأهداف النهائية (العمالة - مستوى الأسعار - الناتج المحلي الإجمالي)، والدليل التجريبي يميل إلى تفضيل الصلة الوثيقة أو الأثر الذي يمكن التنبؤ به للعرض النقدي على الأهداف النهائية بالمقارنة بأثر سعر الفائدة، مما يعطي تأييدا لاستخدام القاعدة النقدية كهدف وسيط.

### خلاصة:

تعتبر السياسة النقدية عن مجموع الإجراءات التي بيد البنك المركزي من أجل تحقيق أهداف السياسة الاقتصادية، حيث يستعمل البنك المركزي مجموعة من الأدوات منها أدوات كمية غير مباشرة كإعادة الخصم والسوق المفتوحة والاحتياطي القانوني وأدوات كيفية مباشرة كتأطير القروض والإقناع الأدبي... إلخ. ولكي يحقق البنك المركزي أهدافه النهائية يختار مجموعة من الأهداف العاملة والأهداف الوسيطة ذات مواصفات محددة حتى يستطيع مراقبة وتعديل مجال سير السياسة النقدية من أجل تحقيق الأهداف النهائية.

## أسئلة للمناقشة:

- 1- حدد أهداف السياسة النقدية؟
- 2- كيف تطورت أهداف السياسة النقدية بتطور ظروف المحيط المالي؟
- 3- كيف يستطيع البنك المركزي تحقيق أهداف السياسة النقدية رغم التعارض فيما بينها-الأهداف- في كثير من الأحيان؟
- 4- في مخطط، عدد مختلف أدوات السياسة النقدية؟
- 5- كيف تستعمل سياسة إعادة الخصم في التأثير على العرض النقدي؟
- 6- متى تصبح سياسة إعادة الخصم غير فعالة؟
- 7- كيف تستعمل سياسة السوق المفتوحة في التأثير على العرض النقدي؟
- 8- متى تصبح سياسة السوق المفتوحة غير فعالة؟
- 9- كيف تستعمل سياسة الاحتياطي الإجباري في التأثير على العرض النقدي؟
- 10- لماذا لا يؤثر البنك المركزي على الأهداف النهائية مباشرة؟
- 11- ما هي معايير اختيار الأهداف الوسيطة؟
- 12- من خلال دراستك لأدوات السياسة النقدية، حدد الأدوات التي يستخدمها بنك الجزائر لتحقيق أهداف السياسة النقدية في الجزائر؟

## المحور السابع:

### مدخل إلى عالم التمويل

الأهداف التعليمية للمحور:

- ⊖ التعرف على مفهوم النظام المالي؛
- ⊖ معرفة أنواع طرق التمويل، وتوازن سوق رأس المال في إطار طرق التمويل المختلفة؛
- ⊖ التعرف على مختلف نماذج نظم التمويل الموجودة في الاقتصاد؛
- ⊖ التعرف على مفهوم ظاهرة الالوساطة المالية؛
- ⊖ معرفة تأثيرات تطور نشاط الأسواق المالية على أنشطة القطاع المصرفي؛
- ⊖ التعرف على الأنشطة الجديدة للبنوك في أسواق رأس المال.

## تمهيد:

بعد تناول مادة الاقتصاد النقدي في الجزء الأول من المطبوعة، سيتم في الجزء الثاني منها دراسة الأسواق المالية بمختلف مكوناتها (السوق النقدي وأدواته، سوق رأس المال طويل الأجل ومختلف أدواته التقليدية والحديثة)، لكن وقبل أن يتم التعرض لهذه النقاط، لا بد من التعرف على ماهية النظام المالي وطرق التمويل وأنواع الاقتصاديات، وكيف تتم تحول النظام المالي من نظام يعتمد على التمويل غير المباشر (البنوك ومختلف الوسطاء الماليين) إلى نظام يعتمد على التمويل المباشر (الأسواق المالية)، وذلك من خلال النقاط التالية:

- 1- تعريف النظام المالي؛
- 2- أنواع التمويل؛
- 3- نماذج نظم التمويل؛
- 4- تحول النظام المالي وتطور نشاط الأسواق المالية (اللاوساطة المالية).

## 1- تعريف النظام المالي:

للنظام المالي أهمية بالغة في أي اقتصاد كان، باعتباره نظاما يضمن انسياب التمويل بين مختلف المتعاملين الاقتصاديين، وحسب الباحثة نيرمين السعدني فإن: "القطاع المالي داخل أي دولة يعدّ من أهم القطاعات وأكثرها حساسية، حيث يعكس قوة الدولة اقتصاديا ويحدد مركزها على الخريطة العالمية."<sup>1</sup> لقد تعددت تعريفات النظام المالي حسب الاقتصاديين، لكن وإن اختلفت التعابير فإن مرامها واحد. ومن بين مختلف التعاريف يتم ذكر التعاريف التالية:

- "يمثل النظام المالي نقطة الالتقاء بين أعوان الفاضل التمويلي أو المقرضون (les prêteurs) الذين يبحثون عن عوائد (rémunérations) على ادخاراتهم، وأعوان العجز التمويلي أو المقرضون (les emprunteurs) الذين يبحثون عن موارد مالية (des fonds) لتمويل استثماراتهم."<sup>2</sup>
  - "مجموع المؤسسات والآليات التي تعمل على تحقيق التعادل بين النفقات D والإيرادات R على المستوى الكلي."<sup>3</sup>
  - "يمثل النظام المالي مجموع المؤسسات، والوسائل والآليات التي عن طريقها يستطيع أعوان العجز التمويلي التواصل بالأعوان الذين لهم القدرة على التمويل."<sup>4</sup>
- استنادا إلى التعاريف السابقة، يمكن تعريف النظام المالي على النحو الآتي:

<sup>1</sup> نيرمين السعدني، القطاع المصرفي بين عوائق الأداء وتحجيرات الإدارة، السياسة الدولية، العدد 141، الجزء الثاني، يوليو 2000، ص. 217.

<sup>2</sup> Marc Montoussé et autres, op. cit., p.131.

<sup>3</sup> Jean-Pierre Allegret et Bernard Courbis, Monnaie et financement, Paris, Vuibert, 2000, p.23.

<sup>4</sup> Sophie Brana et autres, op. cit., p.125.

هو الإطار العام الذي يسمح بتبادل مختلف الأصول المالية والنقدية باستعمال آليات معينة، من شأنها أن تضمن انسياب التمويل من أعوان الفائض التمويلي وتوجيهها لتمويل احتياجات أصحاب العجز. لكن السؤال الذي يطرح نفسه في هذا الشأن هو: ما الفرق بين النظام المالي والنظام النقدي؟ يختص النظام النقدي بتحديد قواعد إصدار وتبادل الأصول النقدية فقط، أما النظام المالي فهو أشمل من ذلك كما ورد في التعريفات السابقة، وبالتالي فإن النظام النقدي ما هو إلا جزء فقط من النظام المالي. ولكي يضمن النظام المالي آلية انتقال الموارد المالية من أعوان الفائض التمويلي إلى أعوان العجز التمويلي، هناك طرق محددة يتم من خلالها ذلك، فما هي هذه الطرق؟ وما هي خصائصها؟

## 2- أنواع التمويل\*:

من المعروف أن هناك نوعين أساسيين من طرق التمويل، تمويل مباشر وتمويل غير مباشر، لكن في حقيقة الأمر يوجد ثلاث أنواع أو طرق للتمويل هي:

### 1-2- التمويل المباشر (Direct Financing):

وهو الحلقة التي يتم من خلالها تلبية احتياجات أصحاب العجز (المقترضين) مباشرة من طرف أصحاب الفائض، حيث يصدر أصحاب العجز أوراقا مالية تعرف بالأوراق الأولية\*\* (Titres primaires) والتي تحصل مباشرة من طرف أصحاب الفائض، وتتميز هذه الأوراق بجملة من الخصائص هي:<sup>1</sup>

- السيولة (liquidité)؛
- العائد (rendement)؛
- درجة مخاطرة (degré de risque).

وتتطلب هذه الأوراق وجود سوق ثانوي والذي من شأنه أن يسهل على المقرض استرجاع مدخراته.<sup>2</sup>

### 2-2- التمويل شبه المباشر (Semi-direct Financing):

ويعرف كذلك بالتمويل نصف المباشر، يتم هذا النوع من التمويل من خلال السماسرة وتجار الأوراق المالية، حيث يتوسط هؤلاء بين أصحاب السيولة وأصحاب العجز، لذا فإن المهمة الأساسية للسماسرة وتجار الأوراق المالية هو

\* هناك أسلوبان للتمويل على مستوى المؤسسات هما:

1- التمويل الذاتي: ويعرف كذلك بالتمويل الخاص، ويضم الأرباح المحتجزة والاحتياطات والاهتلاكات، وعادة ما يكون التمويل الذاتي غير كافي لتمويل احتياجات المؤسسة، الأمر الذي يؤدي إلى الاعتماد على التمويل الخارجي؛

2- التمويل الخارجي: يتم التمويل الخارجي عن طريق القطاع المصرفي (تمويل غير مباشر) أو التمويل عن طريق سوق رأس المال طويل الأجل والسوق النقدي (تمويل مباشر).

\*\* حسب غورلي وشو في كتابهما الذي يحمل عنوان: La monnaie dans une théorie des actifs financiers

<sup>1</sup>Xavier Bradley et Christian Descamps, op. cit., p.5.

<sup>2</sup>Ibid.

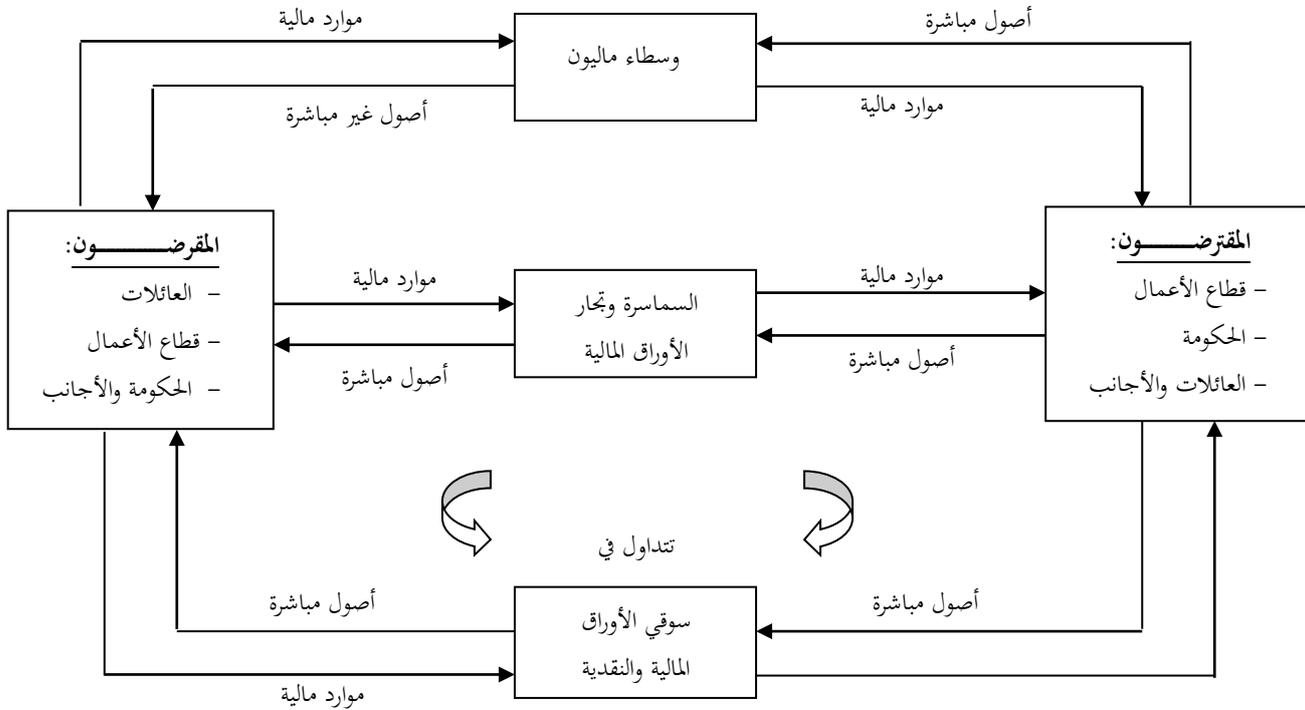
خلق وتنشيط السوق الثانوي لضمان سيولة الأوراق المالية.<sup>1</sup>

### 3-2- التمويل غير المباشر (Indirect Financing):

من أجل التغلب على الصعوبات التي تحدث أثناء التمويل المباشر ونصف المباشر، ظهر ما يعرف بالوسطاء الماليين، حيث يقوم هؤلاء الوسطاء بتعبئة الموارد الادخارية من أعوان الفائض التمويلي وإقراضها لأعوان العجز. ويعتبر "غورلي وشو" أولاً من تناولوا تعريف الوساطة المالية بناء على تجربة الولايات المتحدة الأمريكية، حيث يعرفان الوسطاء الماليين من خلال وظيفتهم الأساسية ألا وهي شراء الأوراق المالية الأولية من المقترضين النهائيين وإصدار ديون غير مباشرة أو أوراق مالية ثانوية لصالح المقترضين النهائيين من أجل جلب الادخار.<sup>2</sup>

وللمزيد من التوضيح، يتم استعراض المخطط الآتي الذي يبين مختلف طرق التمويل.

#### المخطط رقم 13: تدفقات الأموال في إطار النظام المالي



المصدر: محمود يونس وعبد النعيم مبارك، مقدمة في النقود وأعمال البنوك والأسواق المالية، الإسكندرية، الدار الجامعية، 2002، ص.130. (بتصرف)

الملاحظ من خلال المخطط أن العائلات غالباً ما تمثل المقرض الأول أو مقرض صافي في الاقتصاد، في حين يعتبر قطاع الأعمال أكبر مقترض بالإضافة إلى الحكومة.

<sup>1</sup> راجع: - عبد الغفار حنفي، مرجع سابق، ص.18-19؛

- محمد صالح الحناوي والسيدة عبد الفتاح عبد السلام، المؤسسات المالية "البورصة والبنوك التجارية"، الإسكندرية، الدار الجامعية، 2001، ص.201-202.

<sup>2</sup> John G. Gurley et Edward S. Shaw, op. cit., p.176.

لكن في ظل هذه العلاقات المختلفة بين المتعاملين الاقتصاديين، كيف يتم تحقيق التوازن بين عرض وطلب رأس

المال؟

## 2-4- توازن سوق رأس المال في إطار طرق التمويل:

يتحقق التوازن في سوق رأس المال من خلال تساوي الادخار  $S$  والاستثمار  $I$  أي  $(S=I)$  لكن لا بد من

الأخذ بعين الاعتبار جملة من الأمور، تتمثل في:<sup>1</sup>

### أ- التمويل الذاتي:

لا يقتصر سوق رأس المال على الادخار والاستثمار  $(S=I)$ ، وإنما يضم كذلك جزءا من الادخار المخصص

للتمول الذاتي سواء أكان من جانب أصحاب الفائض أو من جانب المستثمرين، بالتالي تصبح العلاقة كما يلي:

$$I = i - s \quad \text{و} \quad S = s - i$$

مع العلم أن:

$s$ : الادخار المحتفظ به من طرف أصحاب الفائض من أجل التمويل الذاتي؛

$i$ : الادخار المحتفظ به من طرف المستثمر من أجل التمويل الذاتي.

وانطلاقا من العلاقة  $S = I$  فإن:

$$s - i = i - s \Rightarrow s + s = i + i \Rightarrow S = I \dots\dots\dots (1)$$

وهذه العلاقة محققة في إطار التمويل المباشر.

### ب- الاكتناز:

من المعلوم أنه لا يتم توظيف كل الادخار، وإنما يحتفظ بجزء منه في شكل اكتناز  $(L)$ ، وبالتالي تنخفض كمية

الادخار، وتصبح العلاقة رقم (1) كما يلي:

$$S - L = I \dots\dots\dots (2)$$

### ج- عمل المؤسسات المالية:

عندما يتم إدخال عمل المؤسسات المالية فإن العلاقة (2) ستتغير، باعتبار أن المؤسسات المالية تطرح منتجات

مالية  $(Q)$  أكثر جاذبية من حيث العائد والسيولة من شأنها أن تحفز من الاكتناز، بذلك يتم الحصول على العلاقة

الآتية:

<sup>1</sup>بخراز يعدل فريدة، تقنيات وسياسات التسيير المصرفي، الجزائر، ديوان المطبوعات الجامعية، 2000، ص ص.31-32.

$$S - L + Q = I \dots\dots\dots (3)$$

### د- عمل البنوك:

تعمل البنوك في هذا الإطار على خلق النقود (M) التي تؤدي إلى زيادة عرض النقود، وبالتالي تصبح العلاقة رقم (3) كالاتي:

$$S - L + Q + M = I \dots\dots\dots \text{وهو شرط توازن سوق رأس المال}$$

لكن رغم أن التمويل المباشر والتمويل غير المباشر قناتين أساسيتين لتمويل النشاط الاقتصادي، إلا أنه في مختلف دول العالم يسيطر نظام على حساب الآخر، الأمر الذي أدى إلى تصنيف الاقتصاديات إلى اقتصاديات استنادة واقتصاديات أسواق مالية. فما المقصود بهذه الاقتصاديات؟ وما هي مميزاتهما؟

### 3- نماذج نظم التمويل:

يمكن التفرقة بين نوعين أساسيين من نماذج نظم التمويل، اقتصاد استنادة (Économie d'endettement) واقتصاد أسواق مالية (Économie de marchés financiers)، ويرجع الفضل في تقسيم هذين النظامين إلى الاقتصادي "هيكس Hicks"،\* وذلك في كتابه الشهير "أزمة النظام الكينزي" (The crisis in keynesian economics)،<sup>1</sup> حيث يبين في هذا الكتاب أن هناك بعض المؤسسات وبعض الأفراد يعتمدون مباشرة على التمويل الذاتي أو سوق الأوراق المالية، في حين هناك بعضا منهم يعتمدون بالأساس على القطاع المصرفي.

#### 3-1- اقتصاد الاستنادة:

يمكن تعداد المميزات الأساسية لهذا النوع من الاقتصاد في النقاط التالية:<sup>2</sup>

- الاعتماد بصفة أساسية على الاقتراض المصرفي في التمويل؛
- أسعار الفائدة ليست مرنة، تحدد إدارياً؛
- سيطرة الحكومة على الجهاز المصرفي (البنك المركزي والبنوك التجارية) والمؤسسات المالية؛
- تتسم السوق النقدية وسوق رأس المال طويل الأجل بالضييق وقلة الاتصالات فيما بينهما؛

\* هيكس: اقتصادي بريطاني، ولد سنة 1904، حاز على جائزة نوبل سنة 1972.

<sup>1</sup> Jean-François Goux, Économie monétaire & financière "théories, institutions, politiques", Paris, Economica, 3<sup>ème</sup> édition, 1998, p.124.

<sup>2</sup> راجع: - محمد الشريف إلمان، مرجع سابق، ص.126؛

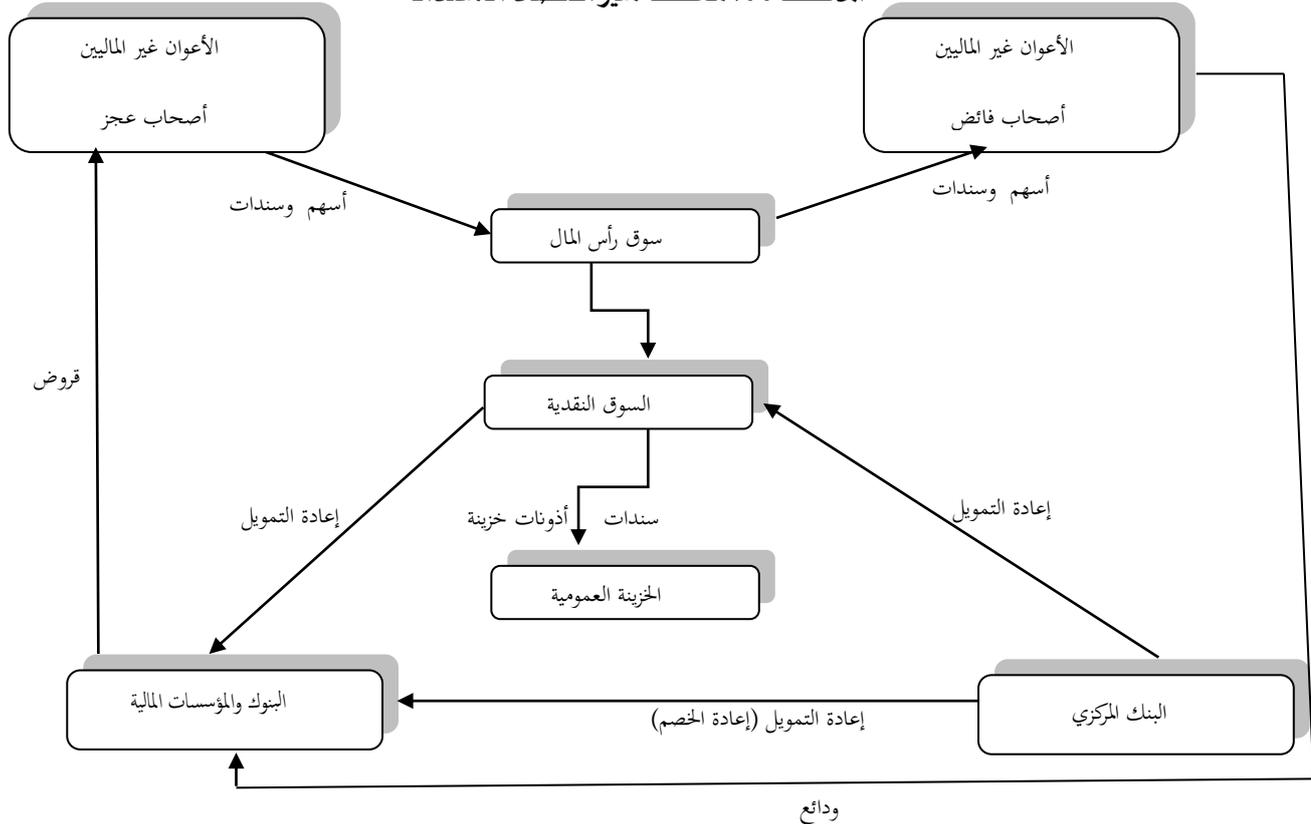
- عبد المجيد قدي، مرجع سابق، ص.264.

- عملية خلق النقود عملية داخلية.\*

أطلق على هذا الاقتصاد اسم اقتصاد السحب الزائد (Overdraft Economy)<sup>1</sup>، لأن البنوك تلعب دورا مهما في تمويل القطاعات الإنتاجية والنشاط الاقتصادي، وعادة ما تتجه البنوك لإعادة التمويل من طرف البنك المركزي الذي يعتبر المقرض الأخير، لهذا يوجد هذا النوع من الاقتصاد في وضع تضخمي وسيولة زائدة.<sup>2</sup>

يمكن تمثيل سير هذه النوع من الاقتصاد في المخطط الآتي:

المخطط 14: مخطط سير اقتصاد الاستدانة



Source : Jean-François Goux, op. cit., p.127.

يتبين من خلال المخطط ملامح اقتصاد الاستدانة الذي تسيطر عليه الوساطة المالية، في حين أن سوق رأس المال ضيقة تداول فيها منتجات مالية تقليدية محدودة، كما أن إشباع السيولة يتم بتدخل البنك المركزي في السوق النقدية باستعمال أدوات رقابة نقدية تقليدية، مما يجعل من الضبط النقدي غير فعال.

\* أن الكتلة النقدية هي التي تحدد القاعدة النقدية وليس العكس، حيث أن البنوك التجارية تقوم بمنح قروض بنكية للأفراد والمؤسسات أولاً ثم تقوم بإعادة التمويل لدى البنك المركزي.

<sup>1</sup> محمد الشريف إلمان، مرجع سابق، ص.124.

<sup>2</sup> Xavier Bradley et Christian Descamps, op. cit., p.9.

يمكن القول على حدّ تعبير "شو Shaw ومكينون Mac kinnon" أنه اقتصاد يتميز بالكبح المالي (Financial Repression)<sup>1</sup>.

على عكس هذا النوع من الاقتصاد، فإن هناك نوعا آخر له مميزات مغايرة تماما، ألا وهو اقتصاد الأسواق المالية.

### 2-3- اقتصاد الأسواق المالية:

يتميز هذا الاقتصاد بـ:<sup>2</sup>

- هيمنة التمويل المباشر، في حين أن القطاع المصرفي لا يمول إلا بشكل هامشي؛
- معدلات الفائدة مرنة تعكس التوازن بين عرض وطلب رؤوس الأموال؛
- تتم عملية الضبط النقدي في السوق النقدية باستعمال تقنية السوق المفتوحة؛
- عملية خلق النقود عملية خارجية\*؛
- استقلالية المؤسسات المالية والمصرفية فيما بينها واتجاه السلطة التنفيذية؛
- الأوراق المالية المتداولة مشكّلة أساسا من سندات الخزينة، الأمر الذي يعمل على تطوير سوق رأس المال طويل الأجل والسوق النقدية.

أما المخطط الممثل لسير هذا النوع من الاقتصاد فهو على النحو التالي:

<sup>1</sup>Voir: - Audrey CHouchane-Verdier, **Libéralisation financière et croissance économique "Le cas de l'Afrique subsaharienne"**, Paris, l'harmattan, 2001, p.90.

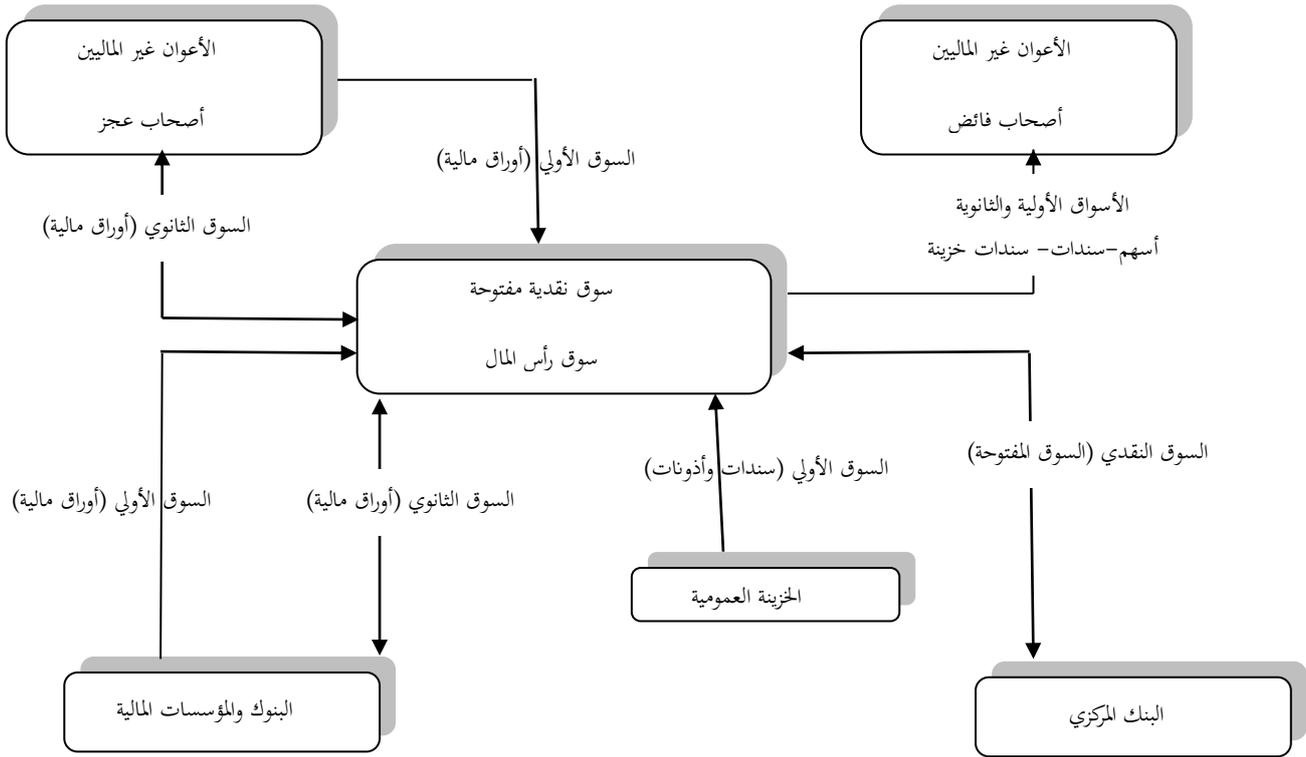
<sup>2</sup>راجع: - محمد الشريف إلمان، مرجع سابق، ص ص.125-126:

- عبد المجيد قدي، مرجع سابق، ص ص.261-262.

\* القاعدة النقدية هي التي تحدد العرض النقدي. ولزيد من المعلومات عن نظريات العرض النقدي، راجع:

- Michelle de Mourgues, **Macroéconomie monétaire**, Paris, Economica, 2000, pp.51-63.

## المخطط 15: مخطط سير اقتصاد الأسواق المالية



**Source :** Jean-François Goux, op. cit., p.126.

من خلال هذا المخطط يتبين بشكل جلي ملامح ومميزات اقتصاد الأسواق المالية، أين تلعب فيه سوق رأس المال طويلة الأجل والسوق النقدية دوراً أساسياً في التمويل وتوفير السيولة، كما أن أدوات السياسة النقدية فعالة تتمثل أساساً في تقنية السوق المفتوحة يمكن من خلالها للبنك المركزي أن يتحكم بشكل جيد في الكتلة النقدية.

لكن يطرح هذا النوع من الاقتصاد العديد من المشاكل منها:<sup>1</sup>

- تطور الإبداع المالي وتنوع تركيب الأوراق المالية جعل المدخرين خاصة في البلدان السائرة في طريق النمو غير قادرين على فهم خصائصها ومواكبة تطورها.

استناداً إلى ما سبق، يمكن تبيان النقاط الأساسية التي تميز اقتصاد الاستدانة عن اقتصاد الأسواق المالية في

الجدول الموالي.

<sup>1</sup> عبد المجيد قدي، مرجع سابق، ص.263.

الجدول رقم 11: أهم الفروقات بين اقتصاد الاستدانة و اقتصاد الأسواق المالية

اقتصاد الأسواق المالية	اقتصاد الاستدانة	معيّار التفرقة
مباشر	غير مباشر	⊙ طبيعة التمويل
مرنة تعكس توازن السوق	غير مرنة محددة إداريا	⊙ معدلات الفائدة
السوق المفتوحة في السوق النقدي	إعادة الخضم من طرف البنك المركزي	⊙ الضبط النقدي (السياسة النقدية)
مستقلة فيما بينها وعن السلطة التنفيذية	غير مستقلة فيما بينها، وتتحكم فيها السلطة التنفيذية	⊙ البنوك والمؤسسات المالية
واسعة وملتصقة فيما بينها	ضيقة وقلة الاتصال فيما بينها	⊙ السوق النقدية وسوق رأس المال
عملية خارجية	عملية داخلية	⊙ خلق النقود

#### 4- تحول النظام المالي وظاهرة تطور الأسواق المالية (اللاوساطة المالية):

شهدت الأسواق المالية والنقدية تغيرات جذرية منذ بداية السبعينيات في الولايات المتحدة الأمريكية والثمانينيات في باقي الدول الأوروبية، الأمر الذي أدى إلى توسع نشاطها -اللاوساطة المالية- وزيادة هيمنتها في مجالي التمويل والتوظيف وانتقال معظم الأنظمة المالية من اقتصاديات استدانة إلى اقتصاديات أسواق مالية.

#### 4-1- مفهوم ظاهرة اللاوساطة المالية (La désintermédiation financière) :

لقد برز مع صدور كتاب المالية الدولية (Finance internationale) للكاتب هنري بورغينات ( Henri Bourguinat ) مصطلح يعرف بـ 3D الذي يضم المفاهيم التالية:<sup>1</sup>

⊖ عدم الفصل بين أسواق رأس المال (le **décloisonnement**)؛

⊖ اللانظامية (la **déréglementation**)؛

⊖ اللاوساطة (la **désintermédiation**).

وهي أسس العولمة المالية، حيث:

#### أ- عدم الفصل بين أسواق رأس المال:

وتتمثل هذه العملية في فتح الأسواق المالية المحلية أمام تدفقات رؤوس الأموال الخارجية، وكذلك انفتاح أقسام الأسواق المالية المحلية على بعضها البعض، وتطبيق هذا المبدأ يكون على مستويين:

← **المستوى الداخلي:** وذلك بإلغاء التخصيص بالنسبة للأسواق، حيث تمّ إلغاء الفصل بين سوق رأس المال طويل الأجل وسوق رأس المال قصير الأجل، وأصبح هناك سوقا ماليا موحدا؛

← **المستوى الخارجي:** ويعني فتح الأسواق المالية المحلية أمام المتعاملين الأجانب، عن طريق تحرير أسعار الصرف وحركة رؤوس الأموال.

<sup>1</sup> Henri Bourguinat, **Finance internationale**, Paris, Presses Universitaires de France, 4<sup>ème</sup> édition, 1999, pp.77-78.

## ب- اللانظامية:

لقد ظهر مفهوم اللانظامية مع السياسة النقدية التي اتخذتها الولايات المتحدة الأمريكية خلال الثمانينات، حيث ألغت العديد من القيود، كإلغاء الفروقات بين الحسابات لأجل والحسابات الجارية، إذ يمكن السحب من الحساب لأجل بشرط الإبقاء على رصيد أدنى، كما يمكن إجراء عملية تحويل مباشرة من الحساب الجاري إلى الحساب لأجل، ثم تمت إزالة القيود على أسعار الفائدة وأسعار الصرف، مما أدى إلى ظهور العديد من الإبداعات لتجنب تلك المخاطر الناجمة عن تحرير أسعار الفائدة وأسعار الصرف، كما تم أيضا إزالة القيود التنظيمية التي كانت توضع لتجنب تلك المخاطر.

## ج- اللأوساطة المالية:

تعتبر ظاهرة اللأوساطة المالية الظاهرة المقابلة لظاهرة الوساطة المالية، وهي من مظاهر اقتصاد الأسواق المالية، وتعني اعتماد المتعاملين الاقتصاديين على التمويل المباشر أو سوق رأس المال طويل الأجل والسوق النقدي بدل الاعتماد على الوسطاء الماليين، وقد تجلت مظاهرها في:

- تناقص حصة البنوك في التمويل؛
  - تزايد حصة التمويل المباشر؛
  - تحول العلاقة بين المتعاملين الاقتصاديين من علاقة غير مباشرة إلى علاقة مباشرة.
- ويمكن حساب معدل الوساطة المالية وبالتالي معدل اللأوساطة المالية من خلال القانون التالي:<sup>1</sup>

القروض الممنوحة من طرف الوسطاء الماليين (مؤسسات الإقراض+شركات التأمين+OPCVM)

معدل الوساطة بالمعنى الضيق (حانب الطلب)=

إجمالي التمويل (قروض ممنوحة +أوراق مالية مصدرة)

القروض الممنوحة من طرف الوسطاء الماليين+نسبة الأوراق المحصلة من طرف الوسطاء الماليين

معدل الوساطة بالمعنى الواسع (جانب العرض)=

إجمالي التمويل (قروض ممنوحة +أوراق مالية مصدرة)

بالتالي:

معدل اللأوساطة المالية = 1- معدل الوساطة المالية بالمعنى الواسع

<sup>1</sup> Gunther Cappelle-Blancard, **Une nouvelle mesure du taux d'intermédiation financière: l'approche en volume**, Revue d'économie financière, N° 59, 2000, p.6

## 4-2- تأثير ظاهرة اللأوساطة المالية على نشاط القطاع المصرفي:

لقد أثرت ظاهرة اللأوساطة المالية على النشاط المصرفي التقليدي، وقد تجلّى ذلك بشكل واضح في ميزانياتها، على مستوى جانبي الأصول والخصوم، الأمر الذي حتم على البنوك تبني استراتيجيات عديدة لمواكبة الوضع.

### أ- على مستوى ميزانيات البنوك:

إن التغيير الأول الذي مس جانب ميزانية البنوك، هو جانب الأصول، إذ انتقلت البنوك من هيكل ميزانية تحكمه القروض البنكية بأسعار فائدة ثابتة، إلى هيكل أصول ذات إيراد متغير (أوراق مالية)، والتغيير الثاني مس جانب الخصوم، فقد تمّ الانتقال من هيكل خصوم تسيطر عليه الودائع الجارية والودائع لأجل بفائدة ثابتة إلى إبداعات سنديه بفائدة متغيرة ومختلف الأوراق المالية، وبالتالي ظهر لدينا ما يعرف بـ **بورقنة** (Mobilierisation) ميزانيات القطاع المصرفي، على النحو المبين أسفله.

### الجدول رقم 12: ورقنة ميزانية البنوك

أصول	خصوم
قروض	ودائع
أوراق مالية	أوراق مالية

بالتالي يمكن تعريف ورقنة ميزانية البنك بأنها:

هي الظاهرة التي صاحبت ظاهرة اللأوساطة المالية، حيث تزداد نسبة الأوراق المالية في ميزانية البنوك في جانبي الأصول والخصوم على حساب القروض والودائع المصرفية.

### ب- أنشطة البنوك في أسواق رأس المال:

في ظل تزايد نشاط اللأوساطة المالية وتوسع اقتصاد الأسواق المالية، تأثر نشاط القطاع المصرفي التقليدي وأصبحت البنوك تقوم بأدوار جديدة في سوق رأس المال (السوق الأوّلي والسوق الثانوي) في إطار ما يعرف بظاهرة **إعادة الوساطة** (Réintermédiation) أو وساطة السوق، تتمثل أهم هذه الأدوار في:

➤ **على مستوى السوق الأوّلي (سوق الإصدارات):** تتمثل وظيفة البنوك في السوق الأوّلي فيما يلي:

- تقديم النصيحة للشركات بخصوص كيفية التعامل مع الإصدارات الجديدة من حيث اختيار نوعية الإصدار وتوقيته وتحديد سعر الورقة المالية؛

- تسجيل الوثائق الخاصة بالشركات لدى لجان البورصة؛

- الاكتتاب في الأوراق المالية وضمّان الإصدار؛

- تسويق وبيع الأوراق المالية.

➤ **على مستوى السوق الثانوي (البورصة):** تقوم البنوك في السوق الثانوي بالأدوار التالية:

- نشاط السمسرة: من خلال التوسط بين بائعي ومشتري الأوراق المالية؛

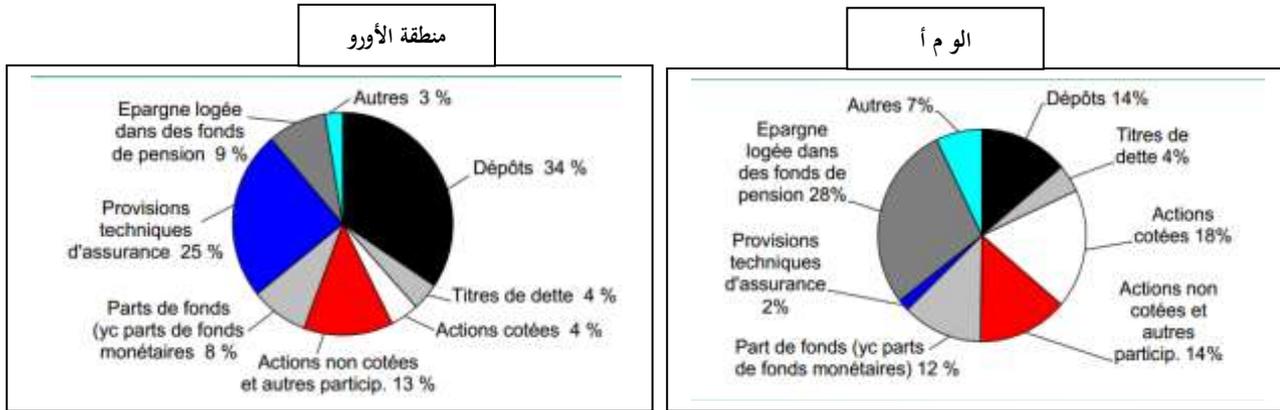
- نشاط المتاجرة: من خلال شراء وبيع الأوراق المالية لصالحها الخاص؛
  - تجزئة الأوراق المالية ذات المبالغ الكبيرة لصالح صغار المستثمرين؛
  - تسيير محافظ الأوراق المالية.
- وبذلك أصبحت البنوك من بين أهم المتدخلين في سوق رأس المال.

### خلاصة:

يحتل النظام المالي أهمية بالغة في أي اقتصاد، فهو القناة الرئيسية التي يتم من خلالها تحويل الموارد المالية من أعوان الفئات التمويلي إلى أعوان العجز التمويلي، كما تتعدد طرق التمويل بين التمويل غير المباشر والتمويل المباشر، وبالتالي تنوع الاقتصاديات أو نماذج نظم التمويل، بين اقتصاديات استنادة تعتمد على البنوك في التمويل، واقتصاديات أسواق مالية تعتمد على التمويل المباشر، ونتيجة لتطور نشاط الأسواق المالية وبالتالي تزايد ظاهرة الوساطة المالية بسبب العديد من العوامل، تأثر نشاط المصارف التقليدي، إذ تجلى ذلك بشكل واضح على مستوى ميزانياتها، من خلال تغير هيكل الأصول وهيكل الخصوم، الأمر الذي حتم عليها القيام بوظائف جديدة لمواكبة الوضع، وذلك بالتدخل على مستوى السوق الأولي والسوق الثانوي والقيام بنشاطات عديدة كنشاط السمسرة والمتاجرة .

## أسئلة للمناقشة:

- 1- ما المقصود بـ 3D؟ وما علاقة الظواهر الثلاث فيما بينها؟
  - 2- في إطار دراستك لمميزات اقتصاد الاستدانة ومميزات اقتصاد الأسواق المالية، حسب رأيك، أيهما أحسن؟ مدعماً إجابتك بجملة من المبررات؟
  - 3- هل يمكن في ظل ظاهرة اللأوساطة المالية الاستغناء عن البنوك؟ حلّل وناقش؟
  - 4- كيف أثرت ظاهرة اللأوساطة المالية على نشاط الوساطة المالية؟
  - 5- ما هي أسباب ومظاهر ظاهرة إعادة الوساطة المالية؟
  - 6- يمثل الشكلان البيانيان التاليان حصة الأصول المالية في محفظة العائلات في الولايات المتحدة الأمريكية ومنطقة الأورو خلال الثلاثي الثاني من سنة 2015.
- الشكل رقم 13: حصة الأصول المالية في محفظة العائلات في الولايات المتحدة الأمريكية ومنطقة الأورو خلال الثلاثي الثاني من سنة 2015



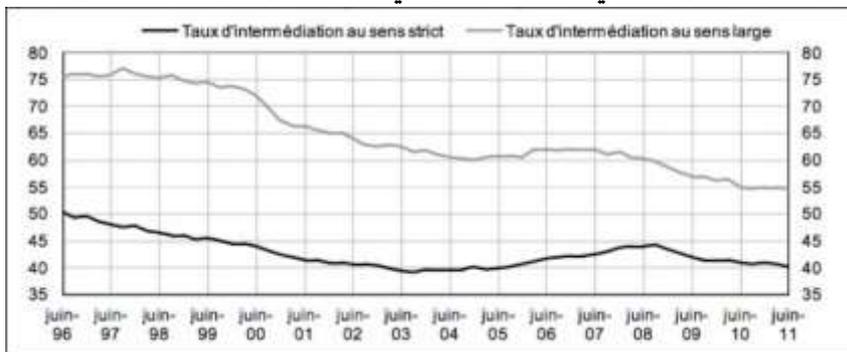
Source : Céline Choulet et Yelena Shulyatyeva, **Aux origines de la désintermédiation bancaire américaine**, Janvier 2016, p.21. dans le site:

<http://economicresearch.bnpparibas.com/Views/DisplayPublication.aspx?type=document&IdPdf=27425>

- حلّل الشكل البياني؟ وماذا تستنتج؟

7- يبين الشكل البياني الموالي تطور معدلات الوساطة في فرنسا خلال الفترة جوان 1996-جوان 2011.

الشكل رقم 14: تطور معدلات الوساطة في الاقتصاد الفرنسي خلال الفترة جوان 1996-جوان 2011



Source : Chapitre 4 – Qu'est-ce qu'un système financier ? dans le site :

<https://prepanoisy.files.wordpress.com/2016/09/chapitre-4-e28093-systecc80mes-financiers-version-ecc81lecc80ve.pdf>

- حلّ الشكل البياني؟
- بيّن كيفية حساب معدل الوساطة بالمعنى الضيق ومعدل الوساطة بالمعنى الواسع؟
- استنتج معدلات الـلأوساطة المالية؟ انطلقا من الأرقام المبينة في المنحنى البياني؟
- ما هي وضعية النظام المالي في الاقتصاد الفرنسي؟ علّل إجابتك؟

## المحور الثامن:

# السوق النقدية وأدواتها

الأهداف التعليمية للمحور:

- ⊖ التعرف على مفهوم السوق النقدية وخصائصها؛
- ⊖ معرفة مختلف فروع السوق النقدية؛
- ⊖ التعرف على الدور التمويلي للسوق النقدية بالنسبة للنظام المصرفي؛
- ⊖ التعرف على مختلف الأدوات المالية المتداولة في الأسواق النقدية؛
- ⊖ معرفة تنظيم السوق النقدية في الجزائر؛
- ⊖ التعرف على مختلف الطرق والوسائل الجديدة لدخول بنك الجزائر في السوق النقدية.

## تمهيد:

تعتبر **السوق النقدية** سوقاً للسيولة المصرفية، تتميز بقصر أجال التعاملات المالية الذي تتم فيها، ولها دور جد مهم في الحياة الاقتصادية خاصة بالنسبة للجهاز المصرفي، تتداول فيها أدوات مالية قصيرة الأجل. وللتعرف على الجانب النظري المتعلق بهذه السوق، بالإضافة إلى إعطاء نظرة عامة حول تطور السوق النقدية في الجزائر، قسم المحور إلى النقاط التالية:

- 1- تعريف السوق النقدية وخصائصها؛
- 2- فروع السوق النقدية ودورها؛
- 3- الأدوات المالية المتداولة في الأسواق النقدية؛
- 4- نظرة عامة حول السوق النقدية في الجزائر.

## 1- تعريف السوق النقدية وخصائصها:

## 1-1- تعريف السوق النقدية:

يمكن تعريف السوق النقدية على النحو التالي:

- "مجموع المؤسسات والأجهزة المالية المستخدمة لإدارة الأدوات المالية قصيرة الأجل والتي لا يتجاوز أجلها سنة."<sup>1</sup>
  - "السوق النقدي هو السوق الذي يقوم من خلاله الأعوان الاقتصاديين الذين يحتاجون للسيولة للأجل القصير بالاقتراض من الذين يعرضون أموالهم ويريدون توظيفها."<sup>2</sup>
  - "السوق الذي يتعامل في الأوراق قصيرة الأجل، حيث تمثل هذه الأوراق أدوات دين أو صكوك مديونية، مدوّن عليها ما يؤيد أن لحاملها أو لحائزها الحق في استرداد مبلغ معين من المال سبق أن أقرضه لطرف آخر (المبلغ الأصلي بالإضافة إلى العائد) وهذه الأدوات تكون قابلة للتداول وأن تواريخ استحقاقها لا تزيد عن سنة."<sup>3</sup>
  - "السوق التي يتم فيها تداول "النقود والقروض" أي السيولة الحالية الحاضرة مقابل سيولة مستقبلية، لتلبية احتياجات الدولة والمؤسسات المالية التي تقوم بتعديل خزينتها يوميا عن طريق الإقراض والاقتراض لفترة قصيرة."<sup>4</sup>
- من خلال التعاريف السابقة يمكن استخلاص التعريف التالي:
- السوق النقدية هي السوق التي يتم من خلالها التقاء العرض والطلب على السيولة للأجل القصير.

<sup>1</sup> أكرم حداد ومشهور هذلول، **النقود والمصارف "مدخل تحليلي ونظري"**، عمان، دار وائل، 2005، ص.137.

<sup>2</sup> David Begg et autres, **Macroéconomie**, Paris, Dunod, 2<sup>ème</sup> édition, 2002, p.147.

<sup>3</sup> عبد النافع الزرري وغازي فرج، **الأسواق المالية**، عمان، دار وائل للنشر، 2001، ص.36.

<sup>4</sup> Bernard Belletante, **La Bourse: temple de la spéculation ou marchés financiers?**, Paris, Hatier, 1986, p.119.

**2-1- خصائصها:**

- من التعاريف السابقة، يمكن استنتاج خصائص السوق النقدية على النحو التالي:
- هي سوق اقتراض الأموال وتوظيف السيولة للأجل القصير؛
- المتعاملون الاقتصاديون في هذه السوق هم المؤسسات النقدية والمالية (البنوك، البنك المركزي، الخزينة العمومية وشركات التأمين... الخ)؛
- موضوع المبادلة في هذه السوق هي أوراق مالية ذات طبيعة خاصة (قصيرة الأجل)، قد يصل تاريخ استحقاقها إلى يوم واحد؛
- تتميز بسيولتها العالية، نظرا لقصر آجال التعامل فيها، وبالتالي انخفاض نسبة المخاطر فيها.

**2- فروع السوق النقدية ودورها:****2-1- فروع السوق النقدية:**

تنقسم السوق النقدية إلى قسمين أساسيين هما:

- السوق ما بين البنوك (marché interbancaire)؛

- سوق القيم المدينة المتداولة (marché des titres de créances négociables TCN)

**أ- السوق ما بين البنوك (السوق النقدي بالمفهوم الضيق):**

وهي سوق خاصة بالبنوك وبعض المؤسسات المالية، هدفها الأساسي هو إحداث التوازن اليومي لميزانية البنوك والمؤسسات المالية، حيث يسمح هذا السوق للبنوك ذات العجز التمويلي من الحصول على السيولة (liquidité) اللازمة، في حين تقوم البنوك ذات الفائض التمويلي بتوظيف فوائضها المالية لأجل قصير.<sup>1</sup>

تكون الأموال المقرضة أو المقترضة في السوق ما بين البنوك ليوم بيوم (au jour le jour) أو لأجل (à terme)، وتأخذ العمليات في هذا السوق الأشكال التالية:<sup>2</sup>

- قروض بدون مقابل (prêts sans contre partie): وتعرف بالقروض على بياض (prêts en blanc)؛

- القروض بضمانات: أو القروض المضمونة بمجموعة من الأدوات المالية قصيرة الأجل (عامة أو خاصة).

**ب- سوق القيم المدينة المتداولة TCN (السوق النقدي الموسع):**

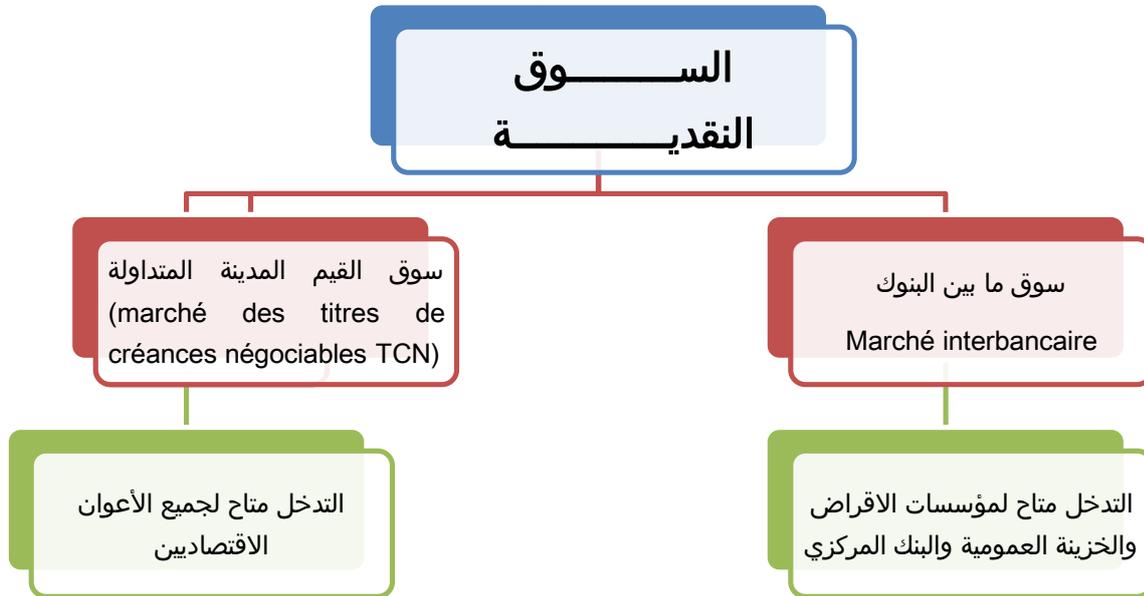
وهي سوق مفتوحة لجميع المتعاملين الاقتصاديين، حيث تشمل هذه السوق نشاط مختلف المؤسسات المالية المصرفية وغير المصرفية، ويتم تداول مختلف الأصول المالية حسب نوعية المؤسسة الاقتصادية والمالية المصدرة لها، وتتمثل في مجموعة الأوراق التجارية والمالية ذات الأجل القصير والمتوسط، ويكون قوامها الأساسي من المشروعات والأفراد من

<sup>1</sup> Christian et Mireille Zambotto, op. cit., p.8.

<sup>2</sup> Ibid.

ناحية، والبنوك التجارية وبعض مؤسسات الإقراض المتخصصة في منح الائتمان قصير ومتوسط الأجل من ناحية أخرى، وذلك خلال آجال تتراوح ما بين أسبوع واحد وسنوات محددة حسب التشريع المعمول به في النظام المصرفي لكل بلد.<sup>1</sup> والمخطط الموالي يوضح أقسام السوق النقدي.

### المخطط رقم 16: أقسام السوق النقدي



- وقد تكون السوق النقدية سوقا داخل البنك (en banque) أو سوقا خارج البنك (hors banque)، حيث:<sup>2</sup>
- السوق النقدية داخل البنك (en banque): وهي السوق النقدية التي تكون في حالة عجز، أي بحاجة إلى السيولة، مما يضطر البنك المركزي إلى التدخل كمقرض أخير (prêteur en dernier ressort) لضخ السيولة، وهذا النوع من السوق موجود في اقتصاديات الاستدانة؛
  - السوق النقدية خارج البنك (hors banque): وهي السوق التي تكون فيها السيولة كافية لتلبية احتياجات البنوك التي تعاني من عجز تمويلي، وهذا النوع موجود في اقتصاديات الأسواق المالية.

### 2-2- دور السوق النقدية بالنسبة للنظام المصرفي:

يعتبر البنك المركزي والبنوك التجارية والخزينة العمومية من أهم المتدخلين في السوق النقدي، إذ تؤدي هذه الأخيرة دورا مهما بالنسبة لهم، وذلك من خلال:<sup>3</sup>

#### أ- بالنسبة للبنوك التجارية:

تعمل السوق النقدية بشكل فعلي على التخصيص الكفؤ للموارد المالية للأجل القصير، قد يصل إلى يوم واحد، وذلك عن طريق تسوية الحسابات اليومية لمختلف البنوك، حيث يتم توظيف الموارد المالية الفائضة لدى البنوك نحو

<sup>1</sup> حدة رايس، دور البنك المركزي في إعادة تجديد السيولة في البنوك الإسلامية، ايتراك للطباعة والنشر والتوزيع، 2009، ص.178.

<sup>2</sup> Ahmed Silem, op. cit., pp.453-454.

<sup>3</sup> وسام ملاك، مرجع سابق، ص.230-231.

تمويل العجز في خزينة بنوك أخرى، الأمر الذي يضمن توفير السيولة لأصحاب العجز من ناحية وتحقيق العوائد بالنسبة لأصحاب الفائض من ناحية أخرى؛

### ب- بالنسبة للـخزينة العمومية:

تلجأ الخزينة العمومية لتمويل عجز موازنتها إلى السوق النقدي، وذلك بطرح مختلف السندات والأذونات التي يشتريها في معظم الأحيان القطاع المصرفي، حيث تمثل هذه السندات والأذونات أهم الأدوات المالية المتداولة في السوق النقدي؛

### ج- بالنسبة للبنك المركزي:

يمكن للبنك المركزي من خلال السوق النقدي أن يتحكم بشكل جيد في السياسة النقدية عن طريق مختلف التقنيات التي تكفل له ذلك، خاصة تقنية السوق المفتوحة.

## 3- الأدوات المالية المتداولة في الأسواق النقدية:

تمثل الأدوات والمنتجات المالية المتداولة في السوق النقدية في الأوراق المالية قصيرة الأجل، وتتميز هذه الأدوات بسيولة عالية وبانخفاض مخاطرها والعائد المتوقع منها، إذ يمكن التخلص منها في أي وقت وبأدنى تكلفة ممكنة، أما المتعاملون في السوق النقدي والذين يعرفون بصناع السوق (Market Makers) فيتمثلون أساساً في البنوك التجارية وبيوت السمسرة، بالإضافة إلى دور الوساطة والسمسرة.<sup>1</sup> ومن أبرز الأدوات المالية المتداولة في هذه السوق ما يلي:

<sup>1</sup>راجع:- عبد النافع الزرري وغازي فرج، مرجع سابق، ص.36؛

- منير إبراهيم هندي، أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية، الإسكندرية، منشأة المعارف، 1999، ص.11.

## الجدول رقم 13: الأدوات المالية المتداولة في السوق النقدي

الأدوات	المميزات
1-3- أذونات الخزينة ( Bons du trésor )	◆ تعدّ من أهم الأدوات التي تصدرها الحكومات لتمويل عجز الميزانية، ويتم إصدارها عادة عن طريق البنك المركزي؛
	◆ يتم تداولها في السوق النقدي على أساس معدل خصم من قيمتها الاسمية مقابل عائد تعويضي، وهو عبارة عن الفرق بين سعر الشراء وسعرها الاسمي، وبالتالي فإن الفائدة المدفوعة على هذه الأدوات هي معدل الخصم (Discount Rate DR) على سعر البيع؛
	◆ تتراوح فترة استحقاقها بين ثلاثة وستة شهور؛
	◆ تتميز بسهولة التصرف فيها دون أن يتعرض حاملها لخسائر مالية؛**
	◆ يتم إصدار أذونات الخزينة في العديد من الدول بشروط محفّزة كالإعفاء من الضرائب، لكن تمنح الحكومات عادة سعر فائدة منخفض نسبيا، وذلك بسبب السيولة المرتفعة لهذه الأداة؛
	◆ يوجد نوعان رئيسيان من أذونات الخزينة هما:
	- سلاسل منظمة، تصدر أسبوعيا أو شهريا في مزادات تنافسية ولفترة 3 أشهر (13 أسبوع) وستة أشهر (26 أسبوع) وسنة (52 أسبوع)، وكل مجموعة جديدة لثلاثة أو ستة أشهر تباع أسبوعيا بالمزاد، ولسنة تباع مرة كل شهر؛
	- سلاسل غير منظمة، تصدر كلما احتاجت الخزينة العمومية إلى سيولة.
	◆ تعتبر تطورا لمفهوم الوديعة المصرفية؛
	◆ شهادات يصدرها البنك تثبت إيداع مبلغ معين بسعر فائدة محدد (عادة ما يكون أعلى من أسعار الفائدة في السوق) أو معوم (Floating CDs Rate)؛
2-3- شهادات الإيداع (CDs) Certificats de (dépôt	◆ يذكر في ظهر هذه الشهادة شروط التعامل بها وطريقة احتساب معدل الفائدة ودفعها؛
	◆ يمكن لحامل هذه الشهادات التصرف بها بالبيع أو التنازل في السوق النقدي قبل تاريخ الاستحقاق؛
	◆ تصدر شهادات الإيداع بطريقتين هما:
	- طريقة الإصدار المعلن (Tranche Issue): حيث يعلن البنك المصدر لها عن إصدارها، ويدعو الجمهور للاكتتاب فيها خلال فترة تسبق موعد الإصدار؛
	- الإصدار بناء على طلب العميل (Tap Issue): وهنا يتم الاتفاق بين العميل والبنك على المبلغ والمدة وسعر الفائدة.
◆ تصدر من طرف المؤسسات ذات النشاط التجاري الضخم والبنوك ذات السمعة المالية	

\* في مراجع أخرى 12 شهرا.

\*\* فكثرة المستثمرين والبائعين لأذونات الخزينة يزيد من التنافس في هذه السوق، الأمر الذي يؤدي في النهاية إلى التوصل إلى ما يعرف بالسعر العادل Fair Price.

<p>الجيدة؛</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>◆ تباع إلى المؤسسات المالية الوسيطة لتحصل على الأموال مباشرة؛</li> <li>◆ تودع هذه الأموال لتحصل على ائتمان مفتوح Open lines of credit؛</li> <li>◆ تقوم البنوك بدفع قيمة تلك الأوراق في تاريخ الاستحقاق لحامل تلك الأوراق.</li> </ul>	<p><b>3-3- الأوراق التجارية (Commercial papers):</b></p>
<ul style="list-style-type: none"> <li>◆ يعني سوق الأورو دولار ودائع الدولار الموجودة في بنوك خارج الولايات المتحدة الأمريكية، لكن تطور الأمر بعد ذلك ليمسّ العديد من العملات (Eurocurrencies)؛</li> <li>◆ يعدّ هذا السوق من أكبر الأسواق النقدية في العالم، وحجم التعامل فيه كبير جدا؛</li> <li>◆ هي الأسواق التي يتمّ من خلالها الإقراض والاقتراض بعملة بلد آخر غير عملة البلد الأصلي؛</li> <li>◆ يتمّ إقراض فائض احتياطي البنوك التجارية لدى البنك المركزي إلى بنوك أخرى تعاني عجزا في السيولة؛</li> <li>◆ تلعب البنوك المركزية دور الوسيط في ذلك؛</li> <li>◆ يمكن للعملية أن تتم مباشرة بواسطة سماسرة متخصصين.</li> </ul>	<p><b>3-4- الأورو دولار (Eurodollar)</b></p>
<ul style="list-style-type: none"> <li>◆ نشأت بفعل التطور في المعاملات التجارية الدولية؛</li> <li>◆ القبول المصرفي عبارة عن حوالة مصرفية مضمونة السداد من قبل البنك التجاري الذي تتعامل معه الشركة، حيث يتولى البنك الضامن دفع قيمة الحوالة في حالة عدم تمكن الشركة من دفع قيمتها؛</li> <li>◆ تقدم البنوك خدمات القبول المصرفي مقابل عمولة؛</li> <li>◆ تباع في السوق النقدية على أساس الخصم إذا رغب العميل في بيعها قبل تاريخ الاستحقاق.</li> </ul>	<p><b>3-5- القبولات المصرفية (Bankers accepted)</b></p>

المصدر: راجع: - أنطوان الناشف وخليل الهندي، العمليات المصرفية والسوق المالية "المفهوم القانوني للسوق المالية ومدى علاقتها بالنظام المصرفي"، طرابلس، المؤسسة الحديثة للكتاب، الجزء الثاني، 2000، ص.38-39؛ (بتصرف)

- منير إبراهيم هندي، مرجع سابق، ص.12-16؛ (بتصرف)

- نعمة الله نجيب وآخرون، مقدمة في اقتصاديات النقود والصرافة والسياسات النقدية، الإسكندرية، الدار الجامعية، 2001، ص.129-131؛ (بتصرف)

- إسماعيل أحمد الشناوي وعبد النعيم مبارك، اقتصاديات النقود والبنوك والأسواق المالية، الإسكندرية، الدار الجامعية، 2002، ص.129-132؛ (بتصرف)

- عبد النافع الزري وغازي فرج، مرجع سابق، ص.37-44. (بتصرف)

#### 4- نظرة عامة حول السوق النقدية في الجزائر:

## 4-1- تنظيم السوق النقدية في الجزائر:

تم إنشاء السوق النقدية في الجزائر في جوان 1989، بموجب صدور التعليمات الداخلية لبنك الجزائر رقم 2، المؤرخة في 25 ماي 1989 والمتعلقة بتنظيم السوق النقدية، فقد كانت الأداة المستخدمة في إعادة تمويل القطاع المصرفي قبل إنشاء هذه السوق هي إعادة الخصم، هذه الأداة التي أدت إلى إحداث العديد من الضغوطات التضخمية؛ كما حدد الإطار التنظيمي الجديد، عن طريق القانون رقم 08-91 المؤرخ في 14 أوت 1991، المتعلق بتنظيم السوق النقدي، والتعليمات رقم 33-91 المتعلقة بتطبيق تنظيم السوق النقدي، طرق وكيفية إجراء الصفقات في السوق النقدي، وشروط الدخول إلى السوق (ترخيص مسبق من طرف مجلس النقد والقرض)، وإجراءات وتقنيات تدخل بنك الجزائر، الأمر الذي أدى إلى توسيع السوق النقدي، وذلك من خلال السماح لمتدخلين جدد، وهم المستثمرون المؤسسيون والمؤسسات المالية غير المصرفية، من التدخل في السوق كمقرضين فقط، وقد بلغ عدد المتدخلين 17 متدخلا، هم:

الجدول رقم 14: المتدخلون في السوق النقدية في الجزائر

أخرى*	المستثمرون المؤسسيون	المؤسسات المالية	البنوك
BAD	CAAR	SRH	BADR
	CAAT		BEA
ELBARAKA	CNAS	SOFINANCE	BDL
	CNL		BNA
	CNR	ALC	CPA
	SAA		CNEP BANQUE
	CASNOS	CETELEM	CNMA BANK
	CCR		CITIBANK
	CNAC		ARAB BANK PLC
	CASH		HOUSING BANK
	CIAR		NATIXIS ALGERIE
	TRUST ALG		TRUST BANK
			GULF BANK
			FRANSABANK
			CALYON ALG
			HSBC ALG
			AL SALAM BANK
			ABC
			SOCIETE
			GENERALE
			BNP-PARIBAS

\* يعتبر البنك الجزائري للتنمية BAD مؤسسة مالية غير مصرفية، أما بنك البركة فيتدخل في السوق النقدية في إطار خاص.

Source : <http://www.bank-of-algeria.dz/html/marche11.htm>

يبدأ العمل في السوق النقدية في الجزائر من الساعة التاسعة صباحا إلى الساعة الثالثة والنصف مساءً، حيث يقوم المتدخلون بتقديم عروضهم وطلباتهم على السيولة لدى مصالح إدارة السوق النقدية والمالية ( services de la Direction des marchés monétaire et financier) والتي تعمل كوسيط في السوق، وعند نهاية عمليات الإقراض

والاقتراض، تقوم قناة السوق للنتائج (le canal du marché des résultats) بمقابلة العروض والطلبات وإبلاغ المتدخلين بذلك.<sup>1</sup>

ويقوم بنك الجزائر بضبط السوق النقدي، حيث يتدخل عن طريق:<sup>2</sup>

- سحب أو ضخ السيولة لمدة 24 ساعة (des prises ou mises en pensions à 24h)؛
- سحب السيولة من السوق لعدة أيام بناء على طلب البنوك (des prises en pensions à plusieurs jours à l'initiative des banques)؛
- إجراء مناقصات القروض في مدة لا تتجاوز 3 أشهر (des adjudications de crédits dont la durée ne peut excéder 3 mois).

#### 2-4- مختلف الطرق والوسائل الجديدة لتدخل بنك الجزائر في السوق النقدية:

يعتبر النظام المصرفي الجزائري مدينا هيكلية (structurellement emprunteur)، فالعرض في السوق لا يغطي الطلب الكلي، ويتم تغطية العجز أو الفائض كلياً من طرف بنك الجزائر، وتمثل أهم الوسائل والطرق التي يستخدمها بنك الجزائر في السوق النقدي في:

##### أ- مناقصة القروض (Adjudication de crédits):

تأسس نظام مناقصة القروض (système d'adjudication de crédits) عن طريق النداء للعرض (d'appel d'offres)، بموجب الأمر رقم 95/28 المؤرخ في 22 أبريل 1995 المتضمن تنظيم السوق النقدي، ليعوض سياسة إعادة الخصم (réescompte) باعتباره مصدراً أساسياً للسيولة، وبهذا ستتجه طلبات السيولة نحو السوق النقدية، وتصبح مناقصة القروض الوسيلة الرئيسية لتغذية النظام المصرفي بالسيولة، وتتم عملية مناقصة القروض على النحو التالي:<sup>3</sup>

**الدعوة إلى مناقصة القروض:** يدعو بنك الجزائر البنوك والمؤسسات المالية، عن طريق التليفاكس أو التلكس لإجراء عملية مناقصة القروض، وتقدم لهم جملة من المعلومات تتمثل في:

- معدلات الفائدة المستهدفة؛
- نوع السندات المؤهلة؛
- تاريخ وقيمة العملية؛
- الساعة الأخيرة لقبول العروض.

**استقبال العروض (Réception des offres):** في يوم المناقصة وإلى غاية ساعة محددة، يتقدم المزايدون (les soumissionnaires) بطلبات الاقتراض في حدود 500 مليون دج أو ضعف هذا المبلغ، مصحوبة بقائمة (listing) من الضمانات (أوراق عمومية أو خاصة)، وتلتزم البنوك والمؤسسات المالية بطريقة غير قابلة للإلغاء

<sup>1</sup> <http://www.bank-of-algeria.dz/html/marche11.htm>

<sup>2</sup> Ibid.

<sup>3</sup> <http://www.bank-of-algeria.dz/html/marche12.htm>

(irrévocable)، بحفظ عروضهم لغاية إعلان نتائج المناقصة، وبالنسبة للضمانات غير المطابقة للنداء للعرض، من شأنها أن تخفّض من حجم المبلغ المراد اقتراضه؛

✚ **نتائج المناقصة (Résultats de l'adjudication):** في يوم إجراء المناقصة، يتم الإعلان عن النتائج لجميع المزايدين عن طريق مكالمة هاتفية، وبعدها يتم تأكيد ذلك عن طريق التيليفاكس أو التلكس، ويتم وضع المبالغ الممنوحة في الحسابات الجارية المفتوحة في بنك الجزائر في نفس اليوم.

### ب- سحب السيولة من السوق لعدة أيام (Les prises en pension à plusieurs jours):

يتم استخدام سحب السيولة من السوق لعدة أيام بمبادرة من طرف البنوك، وفي الوقت الراهن لا تستعمل هذه التقنية، لأنه يتم تضمينها في سقف إعادة التمويل المخصصة لكل بنك، والمرخصة من طرف بنك الجزائر، والضمانات المطلوبة تستعمل في تغطية عملية إعادة الخصم أو في تغطية السيولة لمدة 24 ساعة.

### ج- عمليات الضبط الأخير أو النهائي (réglage fin):

يتابع بنك الجزائر يوميا العمليات التي تتم في السوق النقدية، بالإضافة إلى المعدلات المطبقة، وفي حالة وجود ضغط كبير (tension importante) على مستويات المعدلات المطبقة، سواء بالارتفاع أو الانخفاض، يتدخل بنك الجزائر لسحب أو ضخ السيولة لمدة 24 ساعة، من خلال عمليات محددة ودقيقة، الأمر الذي يسمح له بتحديد المعدلات المطبقة.

كما تتدخل الخزينة العمومية في السوق النقدي عن طريق طرح مختلف السندات، كأذونات الخزينة (BTC) لـ 13 و 26 أسبوع، وأذونات الخزينة المماثلة (BTA) لسنة و 5 سنوات، وسندات الخزينة المماثلة (OTA) لـ 7 و 15 سنة.

### خلاصة:

تعتبر السوق النقدية سوقا ماليا قصير الأجل، لها أهمية بالغة في الاقتصاد الوطني، ولها خصائص تميزها عن باقي الأسواق، كقصر أجال الأدوات المتداولة فيها وسيولتها العالية وقلة مخاطرها، وتنقسم هذه السوق إلى قسمين (سوق ما بين البنوك وسوق القيم المدينة المتداولة)، كما قد تكون سوقا داخل البنك أو خارج البنك. وتتداول في السوق النقدية العديد من الأدوات كأذونات الخزينة والأوراق التجارية والقبولات المصرفية وغيرها من الأدوات؛

عرفت السوق النقدية في الجزائر العديد من الإصلاحات، حيث تم السماح لمتدخلين جدد في السوق، كما تم النص على استخدام تقنيات جديدة كمنافسة القروض وعمليات سحب السيولة وعمليات الضبط النهائي أو الأخير. وتستخدم الخزينة العمومية العديد من السندات لآجال مختلفة للحصول على السيولة بدل اللجوء إلى البنك المركزي من أجل إعادة التمويل.

- 1- ما المقصود بالسوق النقدية؟ وما هو موقعها من الأسواق المالية؟
- 2- لماذا تم إنشاء السوق النقدي الموسع؟
- 3- ما هو دور السوق النقدية بالنسبة للبنوك التجارية والخزينة العمومية والبنك المركزي؟
- 4- كيف يمكن للسوق النقدية أن تكون أحسن موطن لتجسيد فعالية السياسة النقدية؟
- 5- حدد مختلف الأدوات المالية المتداولة في السوق النقدي؟ مع تحديد الخصائص الأساسية لكل أداة؟ وما هي الأداة الأكثر تداولاً؟
- 6- إليك معطيات الجدول التالي التي تخص وضعية السوق النقدية الجزائرية.

الجدول رقم 15: وضعية السوق النقدية خلال أشهر من سنة 2017 وشهرين من سنة 2018

En millions de DA	Mars 2017		Juin 2017		Septembre 2017		Décembre 2017		Mars 2018		Juin 2018	
	MONTANT	TAUX D'INTERET %	MONTANT	TAUX D'INTERET %	MONTANT	TAUX D'INTERET %	MONTANT	TAUX D'INTERET %	MONTANT	TAUX D'INTERET %	MONTANT	TAUX D'INTERET %
REESCOMPTE	324 382	3,50										
ADJUDICATIONS												
PENSIONS												
OPEN MARKET	58 000	3,50	386 222	3,50	559 532	3,50						
- 7 Jours *	58 000	3,50			81 376	3,87						
- 3 Mois *			205 782	3,54	237 149	3,87						
- 6 Mois *			92 337	3,54	92 337	3,87						
- 1 AN *			88 103	3,54	88 103	3,87						
OPERATION REGLAGE FIN					60 967	3,50						
FACILITE DE PRÊT MARGINAL									24 791	5,5		
TOTAL REFINANCEMENT	382 382		386 222		559 532				24 791			
REPRISES DE LIQUIDITE												
- A 7 Jours									567 000	1,850	55 500	1,600
- A 1 Mois											200 000	0,500
- A 3 Mois												
- A 6 Mois												
FACILITES DE DEPÔTS												
TOTAL :	-		-		-		-		567 000		255 500	
INTERBANCAIRE AU JU	31 000	0,9052	94 800	2,2992	24 500	2,0931	-	-	30 600	1,3633	50 000	1,0000
INTERBANCAIRE A TERME	256 800	1,3720	167 150	2,5024	136 350	4,2241	55 300	3,4480	88 080	2,0094	31 460	1,5247
TOTAL INTERBANCAIRE	287 800		261 950		160 850		55 300		118 680		81 460	

Source : [https://www.bank-of-algeria.dz/pdf/Indicateur\\_monetaire/MM.pdf](https://www.bank-of-algeria.dz/pdf/Indicateur_monetaire/MM.pdf)

المطلوب: حلل وضعية السوق النقدية بناءً على الأرقام الموضحة في الجدول؟

- 7- إليك معطيات الجداول التالية (الوضعية الشهرية للسوق النقدية الجزائرية).

الجدول رقم 16: الوضعية الشهرية للسوق النقدية الجزائرية (جولية وأوت 2016)

En Millions de dinars

Tableau I

Intervention Banque d'Algérie	31/07/2016	31/08/2016	Variation
Les opérations d'Open Market	-	-	-
Reprise de Liquidité	39 000,00	39 000,00	0,00
Facilités Permanentes	-	-	-
dont: Facilité de Prêt Marginal à 24 H	-	-	-
Facilité de dépôt Rémunéré à 24 H	396 952,00	290 500,00	-106 452,00

Tableau II

Marché Interbancaire	31/07/2016	31/08/2016	Variation
Demande Exprimée	500 000,00	240 000,00	-260 000,00
a) Offres à 24 h	10 000,00	53 500,00	43 500,00
b) Offres à Terme (Encours)	69 000,00	44 200,00	-24 800,00
Offres de Fonds prêtables ( a + b )	79 000,00	97 700,00	18 700,00

Tableau III

Encours des Valeurs d'Etat émis par Adjudication	31/07/2016	31/08/2016	Variation
Encours BTC 13 Semaines	121 584,00	118 084,00	-3 500,00
Encours BTC 26 Semaines	111 587,00	101 852,00	-9 735,00
Encours BTA 1 an	69 842,00	70 092,00	250,00
Encours BTA 2 ans	48 666,00	48 666,00	0,00
Encours BTA 3 ans	103 937,00	103 937,00	0,00
Encours BTA 5 ans	157 964,00	158 964,00	1 000,00
Encours OAT 7 ans	93 974,00	93 974,00	0,00
Encours OAT 10 ans	142 664,00	142 664,00	0,00
Encours OAT 15 ans	177 437,00	177 437,00	0,00
Total	1 027 655,00	1 015 670,00	-11 985,00

Tableau IV

Taux de Rendement des Valeurs d'Etat	31/07/2016	31/08/2016	Variation
	TMP/PMP	TMP/PMP	
Encours BTC 13 Semaines	1,45%	1,45%	0,00%
Encours BTC 26 Semaines	1,36%	1,49%	0,13%
Encours BTA 1 an	2,35%	2,36%	0,00%
Encours BTA 2 ans	2,37%	2,37%	0,00%
Encours BTA 3 ans	2,35%	2,35%	0,00%
Encours BTA 5 ans	2,26%	2,26%	0,01%
Encours OAT 7 ans	2,78%	2,78%	0,00%
Encours OAT 10 ans	3,27%	3,27%	0,00%
Encours OAT 15 ans	3,89%	3,89%	0,00%

Tableau V

Taux du Marché Monétaire	31/07/2016	31/08/2016	Variation
Taux Moyen Pondéré des opérations au jour le jour	0,34375%	0,86916%	0,53%
Taux Moyen Pondéré des opérations à terme	0,86957%	0,97653%	0,11%
Taux Moyen Pondéré des opérations interbancaires	0,80301%	0,91773%	0,11%
Taux de la Reprise de Liquidité à 7jours	0,75000%	0,75000%	0,00%
Taux de la Reprise de Liquidité à 3 mois	1,25000%	1,25000%	0,00%
Taux de la Reprise de Liquidité à 6 mois	1,50000%	1,50000%	0,00%
Taux de facilité de dépôts rémunéré à 24 H	0,30000%	0,30000%	0,00%

Source : <http://www.bank-of-algeria.dz/pdf/mmaout2016.pdf>

**المطلوب:** حلل وضعية السوق النقدية من خلال معطيات الجداول؟ مبيّن درجة تطور هذه السوق، من خلال العمليات والأدوات والمعدلات المطبقة؟ وتدخلات بنك الجزائر؟

## المحور التاسع:

# سوق رأس المال: المفهوم والوظائف والأدوات

### الأهداف التعليمية للمحور:

- ⊖ التعرف على مفهوم سوق رأس المال وأقسامه وتاريخ نشأته؛
- ⊖ معرفة مراحل تطور سوق رأس المال ومفاهيم تطوره؛
- ⊖ التعرف على وظائف السوق الأولي والسوق الثانوي؛
- ⊖ التعرف على أساسيات الأدوات التي تمثل ملكية؛
- ⊖ التعرف على مفهوم وخصائص وأنواع الأدوات التي تمثل  
دينا؛
- ⊖ إعطاء نظرة عامة حول سوق رأس المال في الجزائر،  
من حيث التنظيم والأقسام وشروط إدراج الشركات.

## تمهيد:

يعتبر سوق رأس المال أو سوق رأس المال طويل الأجل عامل جذب للعديد من المدخرين نظرا للمزايا التي يقدمها، ولقد تطورت هذه الأسواق بتطور المحيط الاقتصادي وتوفر الشروط الملائمة لتطورها، ولمزيد من المعلومات عن سوق رأس المال ومراحل تطوره، ووظائفه والأدوات التقليدية المتداولة فيه، قسم هذا المحور إلى النقاط الآتي ذكرها:

- 1- سوق رأس المال: تعريفه وأقسامه وتاريخ نشأته؛
- 2- مراحل تطور سوق رأس المال ومقومات تطوره؛
- 3- وظائف سوق رأس المال؛
- 4- الأدوات المالية التقليدية المتداولة في سوق رأس المال؛
- 5- نظرة عامة حول سوق رأس المال في الجزائر؛

## 1- سوق رأس المال: تعريفه وأقسامه وتاريخ نشأته:

## 1-1- تعريف سوق رأس المال:

يعرّف سوق رأس المال\* على النحو الآتي:

- يعتبر السوق المالي أو سوق رأس المال بمثابة نظام صناعي (système industriel) لجمع (collecte) وتحويل (transformation) وتخصيص (allocation) الموارد المالية، فمن الضروري أن يؤدي دوره بفعالية، بمعنى أن يكون عمله قليل التكاليف، وأن أسعار الأوراق المالية المتداولة فيه تكون قريبة جدا من قيمتها الحقيقية.<sup>1</sup>
  - "هو الآلية التي يمكن بواسطتها شراء وبيع الأدوات المالية بكلفة تداول قليلة، كما أنها الآلية التي تجمع كلا من البائعين والمشتريين في مكان واحد، أو وسيلة أو آلية مشتركة لتسهيل عمليات البيع والشراء."<sup>2</sup>
  - "هو ذلك الإطار الذي يجمع بائعي الأوراق المالية بمشتري تلك الأوراق، وذلك بغض النظر عن الوسيلة التي يتحقق بها هذا الجمع، أو المكان الذي يتم فيه، ولكن بشرط توفر قنوات اتصال فعالة فيما بين المتعاملين في السوق، بحيث تجعل الأثمان السائدة في أية لحظة زمنية معينة واحدة بالنسبة لأية ورقة مالية متداولة فيه."<sup>3</sup>
- انطلاقا من ذلك يمكن تعريف سوق رأس المال بأنه:

\* يستعمل العديد من الاقتصاديين مصطلح السوق المالي ومصطلح سوق رأس المال طويل الأجل على سبيل الترادف، حيث أن:

- السوق المالي بالمعنى الضيق = سوق رأس المال طويل الأجل؛

- السوق المالي بالمعنى الموسع = سوق رأس المال طويل الأجل + سوق رأس مال قصير الأجل + سوق الإقراض المصرفي.

<sup>1</sup>Bertrand Jacquillat et autres, **Marchés financiers « Gestion de portefeuille et des risques »**, Paris, Dunod, 6<sup>ème</sup> édition, 2014, p.8.

<sup>2</sup>محمد موسى أحمد علي، إدارة المؤسسات والأسواق المالية من منظور الإدارة المالية العالمية، الإسكندرية، مكتبة الوفاء القانونية، 2015، ص.375.

<sup>3</sup>محمد مطر وفايز تيم، إدارة المحافظ الاستثمارية، عمان، دار وائل للنشر، 2005، ص.60-61.

سوق مالي طويل الأجل، يعمل على تحقيق التمويل والتوظيف طويلي الأجل، عن طريق إصدار وشراء وبيع مجموعة من الأدوات المالية طويلة الأجل، الأمر الذي يسمح بالتخصيص الكفؤ للموارد الادخارية للأجل الطويل.

## 1-2- أقسام سوق رأس المال:

ينقسم سوق رأس المال حسب معيار توقيت الإصدار إلى قسمين هما:

### أ- السوق الأولي (Marché primaire):

وهو السوق الذي يختص بتصريف وبيع الإصدارات الجديدة للمكتتبين (Souscripteurs)، والسوق الأولي لا يكون معروفا بشكل كبير لدى الجمهور لأن البيع الأولي للأوراق ليس له مكان عام، وإنما يكون منظما خاصة عن طريق بنوك الاستثمار التي تقوم بضمان الإصدار، يعرف هذا الأخير بالإنجليزية بـ "Underwriting"<sup>1</sup>، كما يعرف السوق الأولي كذلك بأنه سوق الاستثمار الحقيقي بالنسبة للشركة المصدرة، وسوق الاستثمار المالي بالنسبة لمشتري الورقة المالية؛<sup>2</sup> ويتم طرح الأوراق المالية للاكتتاب في السوق الأولي بأسلوبين هما:<sup>3</sup>

- الأسلوب الأول: الطرح العام (Public placement): حيث يتم طرح الأوراق المالية للبيع للمستثمرين بصفة عامة؛

- الأسلوب الثاني: الطرح الخاص (Private placement): يتم طرح الأوراق المالية لعدد محدود من المستثمرين، وغالبا ما يكونوا الملاك الحاليين للشركة، بالإضافة إلى عدد قليل من المستثمرين المحتملين.

### ب- السوق الثانوي (Marché secondaire):

ويعرف بسوق الإصدارات القديمة (Marché de l'occasion)، وهو السوق الذي يتم فيه تداول القيم المنقولة التي سبق إصدارها في السوق الأولي، فهو سوق البورصة (La bourse) أين يتم تسهيل الأوراق المالية. ويتم خلق السوق الثانوي (البورصة) من خلال السماسرة (Brokers) والتجار (Dealers)، حيث يعمل السماسرة كوسطاء للتقريب بين المشتري والبائعين، بينما يعمل التجار لصالحهم الخاص، ويحددون الأسعار التي يكونوا عندها على استعداد لإتمام البيع أو الشراء.<sup>4</sup>

وتنقسم السوق الثانوية بدورها إلى سوق منظمة وسوق غير منظمة، حيث:

- السوق المنظمة (Marché organisé): وتعرف بالسوق الرسمية، حيث تخضع الصفقات إلى تنظيمات محددة من طرف السلطات المسؤولة عن البورصة؛

- السوق غير المنظمة (Over the counter): وتعرف كذلك بالسوق بالتراضي (gré à gré) أو السوق غير الرسمية، ويتم التعامل فيها بالأدوات المالية غير المسجلة في السوق الرسمية، وتمتاز بسهولة التعامل فيها، لأن المتعاملين يحددون

<sup>1</sup>Frederic Mishkin et autres, op. cit., p.34.

<sup>2</sup>أحمد أبو الفتوح الناقة، مرجع سابق، ص.22.

<sup>3</sup>عاطف وليد أندراوس، السياسة المالية وأسواق الأوراق المالية خلال فترة التحول لاقتصاد السوق، الإسكندرية، مؤسسة شباب الجامعة، 2005، ص.7.

<sup>4</sup>المرجع السابق، ص.8.

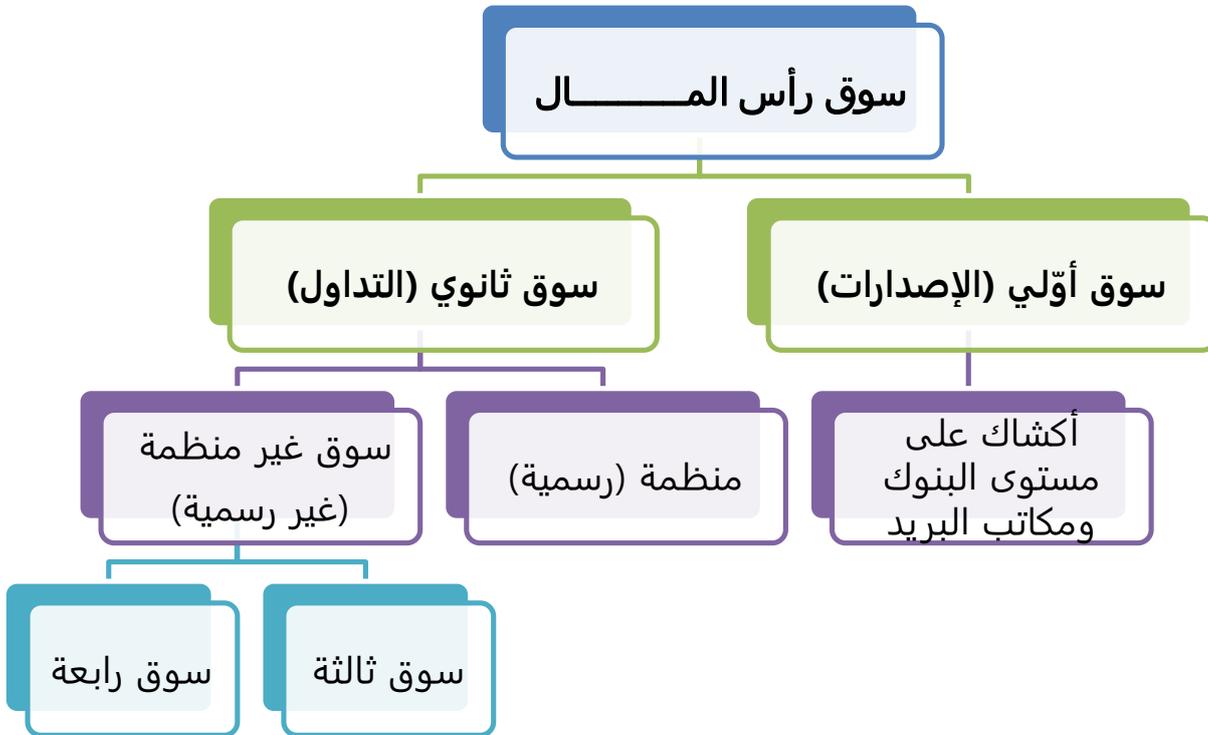
بحرية طريقة التعامل، لكنها أكثر مخاطرة، وتنقسم بدورها السوق غير المنظمة إلى السوق الثالثة والسوق الرابعة، حيث:

**السوق الثالثة:** وهي سوق غير منظمة، تتكون من بيوت السمسرة من غير أعضاء السوق المنظمة، وتكون بيوت السمسرة هذه مستعدة لشراء وبيع الأوراق المالية مهما كان حجمها، وتعمل في هذه السوق المؤسسات الاستثمارية الكبرى؛

**السوق الرابعة:** وهي السوق التي تتعامل فيها المؤسسات الكبرى والأفراد الذين يتعاملون فيما بينهم في شراء وبيع الأوراق المالية في طلبات كبيرة، من أجل الحد من العملات التي يدفونها للسماسرة، لذلك يتم إبرام الصفقات في السوق الرابعة بسرعة وبتكلفة أقل.

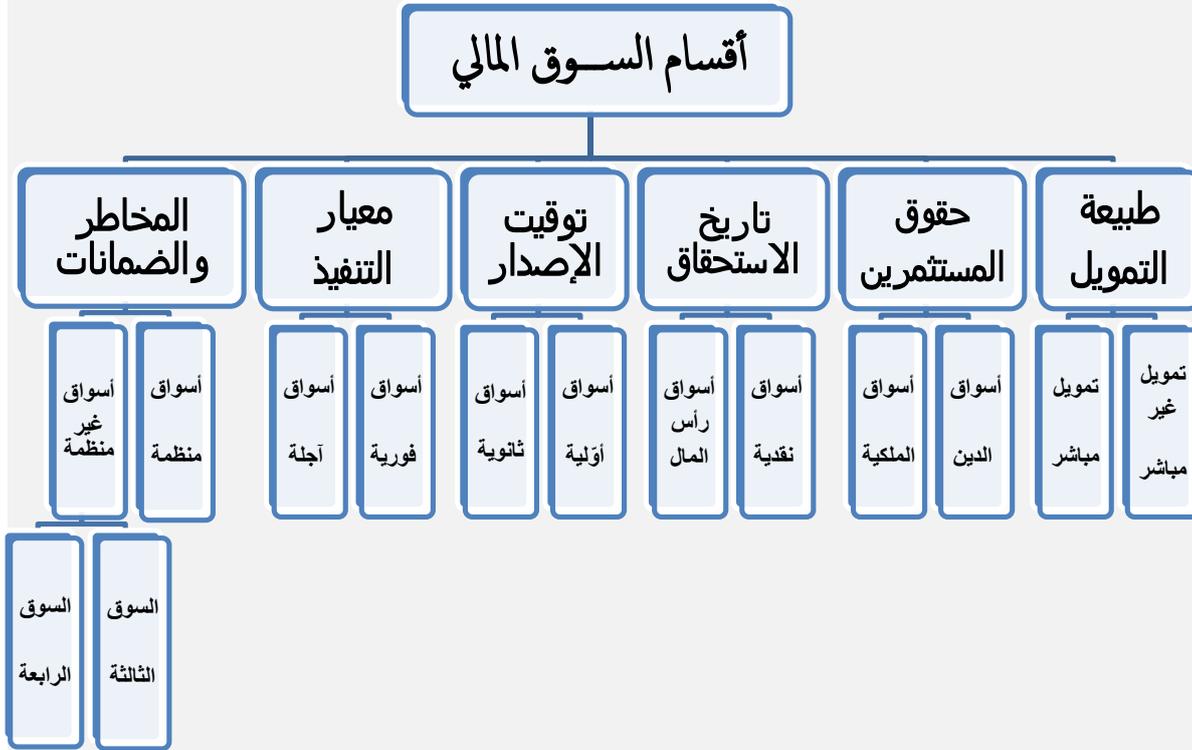
انطلاقاً مما سبق، يمكن تمثيل أقسام سوق رأس المال حسب توقيت الإصدار في المخطط الموالي.

المخطط رقم 17: أقسام سوق رأس المال حسب توقيت الإصدار



ملاحظة: لقد اختلف تقسيم السوق المالي حسب العديد من الاقتصاديين حسب المعيار المتخذ في التقسيم، ويمكن تلخيص أقسام السوق المالي في المخطط الموالي.

المخطط رقم 18: أقسام السوق المالي (حسب مختلف المعايير)



كما يمكن تلخيص مختلف الفروقات بين السوق الأولي والسوق الثانوي في الجدول الموالي.

الجدول رقم 17: أهم الفروقات بين السوق الأولي والسوق الثانوي

السوق الثانوي	السوق الأولي	معيار التفرقة
- تداول (شراء وبيع) الأوراق المالية	- إصدار الأوراق المالية	- الوظيفة
- الجمهور والمؤسسات المالية المختصة	- المؤسسات، الدولة، الجمهور والمؤسسات المالية المختصة	- المتعاملون
- توفير الادخار وتداول أدوات المحفظة المالية	- توفير الادخار	- أهميتها بالنسبة للمستثمر
- سوق الإصدارات القديمة	- سوق الإصدارات الجديدة	- طبيعة الإصدارات
- البنوك، المؤسسات المالية المختصة والوسطاء	- الدولة (الخزينة العمومية)، البنوك، صناديق الادخار... الخ	- المؤسسات المختصة في جمع الأموال

المصدر: محفوظ جبار، البورصة وموقعها من أسواق العمليات المالية، سلسلة التعريف بالبورصة، الجزائر، دار هومة، الجزء الأول، 2002، ص.63.

**ملاحظة:** هناك ترابط وثيق بين السوق الأولي والسوق الثانوي، إذ لا يمكن أن يكون هناك سوقا للتداول بدون إصدارات، ولا يمكن أن يكون هناك سوقا أوليا أو إصدارات جديدة إذا لم يكن هناك سوقا لضمان سيولة هذه الإصدارات. كما تعتبر البورصة أكثر ديناميكية من السوق الأولي (نادرا ما تكون)، لهذا يتم تسمية سوق رأس المال طويل الأجل في كثير من الحالات بالبورصة، لكثرة التعامل في هذا السوق مقارنة بالسوق الأولي.

### 1-3- تاريخ نشأة سوق رأس المال وأصل كلمة بورصة:

تعتبر سوق رأس المال مقارنة بأسواق السلع الأخرى حديثة النشأة نسبيا، إلا أنها سبقت غيرها من الأسواق من حيث تنظيمها أو من حيث الإمكانيات والتسهيلات المتاحة للمتعاملين فيها، وذلك بسبب ضخامة الاستثمارات المالية التي يتم تبادلها في هذه الأسواق، وقد ازداد الدور الاقتصادي لأسواق رأس المال وأصبحت منتشرة في جميع أنحاء العالم؛ ولقد اختلف الباحثون في تحديد أصل مصطلح بورصة، وحسب أغلب الروايات كلمة بورصة كلمة فرنسية تعني "كيس النقود"، ويعود سبب إطلاق هذا المصطلح على السوق الذي تعقد فيه الصفقات على السلع والأوراق المالية والتجارية إلى أن التجار كانوا يأتون إلى السوق المخصص لذلك وهم يحملون نقودا في أكياس، وذلك في مدينة بروج (Bruges) البلجيكية، وكانوا ينزلون في فندق تملكه عائلة تحترف الصرافة تدعى عائلة "فاندر بورز Van der Buerze"، وكانوا ينقشون على منزلهم وفندقهم أكياس نقود؛<sup>1</sup>

وهكذا فقد نشأت البورصة في نهاية القرن الثالث عشر بمفهومها المعاصر كسوق منظمة للتداول، إلا أن الصفقات والعقود التي أجريت فيها آنذاك كانت متنوعة وغير منظمة، إذ تتداول مختلف السلع والبضائع مع الأوراق التجارية المختلفة، كما كانت توجد كذلك أعمال للصرافة، مع عدم وجود للأوراق المالية من أسهم وسندات، حيث لم تكن بورصة الأوراق المالية معروفة بين الناس آنذاك، وإنما رافق وجودها نشأة وتأسيس الشركات المساهمة الكبرى وتقسيم رأسمالها إلى حصص متساوية سميت بالأسهم في القرنين السادس عشر والسابع عشر، وقامت هذه الشركات بالاقتراض عن طريق إصدار أدوات المديونية المتمثلة في السندات، وبعد قيام الحروب بين مختلف الدول، زادت الحاجة إلى الاقتراض عن طريق طرح مختلف السندات، حيث كانت هذه الأدوات -السندات- تتداول في البداية في بورصة السلع والأوراق التجارية، إذ لم يكن هناك فاصل بينهما، ثم انفصلت بعد ذلك ليتم تداول الأوراق المالية في المقاهي وعلى قارعة الطرقات، ليتم تأسيس أول بورصة للأوراق المالية في لندن سنة 1773، ثم تأسيس بورصة باريس سنة 1808، ثم بورصة نيويورك سنة 1821، ليتوالى بعدها إنشاء البورصات في مختلف دول العالم.<sup>2</sup>

والجدول الموالي يوضح تاريخ إنشاء البورصات في الدول العربية والإسلامية والتي تعتبر بشكل عام حديثة العهد، حيث تعد بورصة الإسكندرية أول بورصة عربية، أنشئت سنة 1883.

<sup>1</sup> محمد وجيه حنيني، تحويل بورصة الأوراق المالية للعمل وفق أحكام الشريعة الإسلامية -دراسة تطبيقية-، عمان، دار النفائس، 2010، ص.32.

<sup>2</sup> المرجع نفسه.

الجدول رقم 18: تاريخ إنشاء البورصات في الدول العربية

تاريخ الانشاء	البلد أو البورصة
1904	القاهرة
1920	لبنان
1967	المغرب
1968	تونس
1977	الكويت
1978	الأردن
1989	البحرين وعمان والعراق
1995	السعودية
1997	السودان وقطر والإمارات وفلسطين والجزائر

المصدر: العديد من المراجع.

## 2- مراحل تطور سوق رأس المال ومقوماته:

### 1-2- مراحل تطور سوق رأس المال:

إن أسواق رأس المال بصورتها الحالية من حيث المستوى الإداري ومستوى التعامل أو حتى التكنولوجيا لم تكن وليدة الصدفة، وإنما هي نتاج تطور تاريخي ومراحل عديدة تزامنت مع التغيرات التكنولوجية وتوسيع شركات المساهمة وتضخم النشاط الإنتاجي الذي أصبح يحتاج إلى موارد مالية ضخمة تفوق قدرة المستثمر الفرد، لهذا فقد ارتبط تطور أسواق رأس المال بالتطور الاقتصادي للدول، فقد تميزت المرحلة الأولى لتطور سوق رأس المال بوجود عدد كبير من البنوك الخاصة ومحال الصرافة، بعدها ظهرت البنوك المركزية لتقوم بالسيطرة والتحكم في نشاط البنوك التجارية، لتظهر بعد ذلك البنوك المتخصصة التي أخذت تصدر السندات لتلبية احتياجاتها التمويلية، بعدها زاد الاهتمام والتعامل بالأوراق التجارية والمالية واستفحل بعد ذلك تداول هذه الأوراق أين بدأ ظهور الاندماج بين السوق النقدي وسوق رأس المال على المستوى المحلي ليتعدى الاندماج إلى المستوى الدولي.<sup>1</sup>

انطلاقاً مما سبق ذكره، يمكن تمثيل مراحل تطور سوق رأس المال في المخطط التالي.

<sup>1</sup>راجع: - جميل الزيدانين، مرجع سابق، ص.209؛

- جمال جويدان الجمل، الأسواق المالية والنقدية، عمان، دار صفاء للنشر والطباعة، 2002، ص.18-19؛

- حسين بني هاني، الأسواق المالية "طبيعتها-تنظيمها-أدواتها المشتقة"، أريد، دار الكندي، 2002، ص.3-7؛

- صلاح الدين حسن السيسى، بورصات الأوراق المالية "الأهمية والأهداف والسياسات ومقومات النجاح"، القاهرة، عالم الكتب، 2003، ص.7-8.

## المخطط رقم 19: مراحل تطور سوق رأس المال



وهكذا فقد تطورت سوق رأس المال من مجرد حزمة من البنوك ومحال صرافة متناثرة إلى أسواق منظمة بتشريعات وقوانين صارمة، تتداول فيها كميات هائلة من الثروات حسب الأسواق المخصصة لها. لكن قيام سوق رأس المال بدورها يتطلب توفر شروط وظروف ملائمة، فما هي هذه الظروف والشروط؟

## 2-2- مقومات تطوير سوق رأس المال:

إن قيام ووجود سوق رأس مال فعّالة، يستوجب جملة من المقومات أو الشروط يمكن تلخيصها في النقاط

التالية:<sup>1</sup>

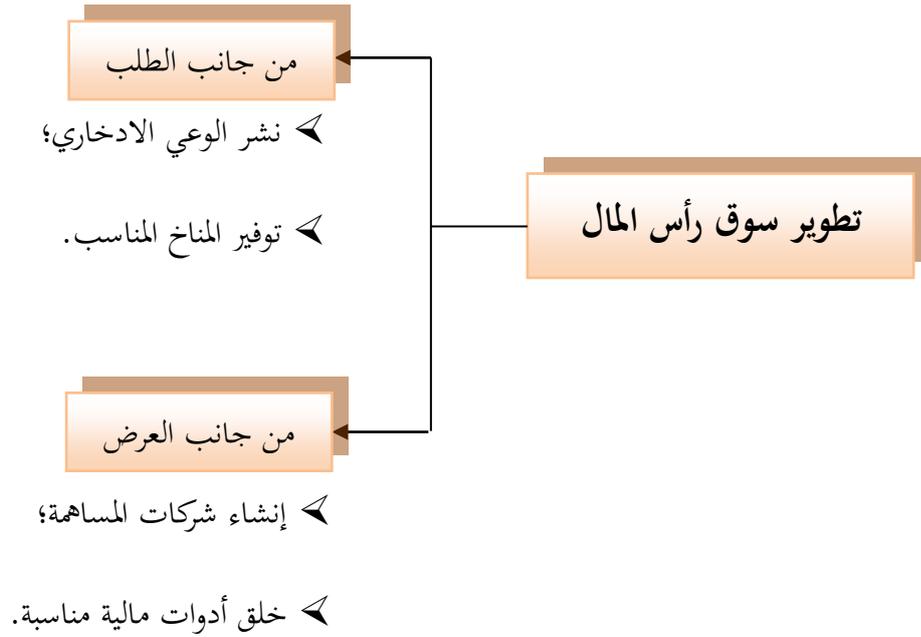
- ✚ وجود مناخ اقتصادي وسياسي ملائم، وتشريعات ملائمة؛
- ✚ تنوع الأدوات الاستثمارية المتاحة في السوق؛
- ✚ تطور المؤسسات المصرفية والمالية؛
- ✚ وفرة المدخرات مع وجود المحفزات اللازمة لتعبئتها؛
- ✚ انتشار الوعي والثقافة المالية.

ويتم تطوير سوق رأس المال من جانب الطلب أو من جانب العرض، من جانب العرض من خلال خلق مؤسسات وأدوات مختلفة، أو من جانب الطلب بتوفير المناخ الاقتصادي والسياسي ونشر الوعي الادخاري وتوفير المعلومات الكافية، وفي البلاد المتقدمة يكفي تطوير جانب واحد، في حين يلزم الجانبين في الدول السائرة في طريق النمو.<sup>2</sup> يمكن تمثيل مقومات تطوير سوق رأس المال في المخطط التالي.

## المخطط رقم 20: مقومات تطوير سوق رأس المال

<sup>1</sup> أرشد فؤاد التميمي وأسامة عزمي سلام، الاستثمار بالأوراق المالية "تحليل وإدارة"، عمان، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة، 2004، ص ص 112-113.

<sup>2</sup> عبد الغفار حنفي ورسمية قرياقص، أسواق المال "بورصات-مصارف-شركات تأمين-شركات الاستثمار"، الإسكندرية، دار الجامعة الجديدة، 2003، ص ص 9-



### 3- وظائف سوق رأس المال

يؤدي سوق رأس المال طويل الأجل بشقيه السوق الأولي والسوق الثانوي وظائف مهمة في أي اقتصاد، يمكن تلخيص هذه الوظائف في النقاط التالية:<sup>1</sup>

#### 3-1- دور السوق الأولي (Rôles du marché primaire):

يتمثل دور السوق الأولي في:

##### أ- تمويل الأعوان الاقتصاديين (Financement des agents économiques):

ويتم ذلك من خلال:

- يقوم السوق الأولي بتمويل الاقتصاد (financement de l'économie)، فهو يسمح بالتوفيق بين احتياجات أصحاب الفئات التمويلي وأصحاب العجز التمويلي؛
- هناك ثلاث فئات تقوم بالإصدار في السوق الأولي هي: الشركات والدولة والجماعات المحلية والوسطاء الماليون، حيث:

##### أ-1- الشركات (Les entreprises):

يتمثل دور سوق رأس المال للمؤسسات بالحصول على الأموال اللازمة لتمويل استثماراتها، إذ يمكن للشركات من خلال سوق رأس المال أن تقوم بـ:

##### أ-1-1- رفع رأس المال (Augmentation du capital):

ويتم ذلك من خلال إصدار أسهم جديدة يتم بيعها للمستثمرين، الأمر الذي يسمح بزيادة رأس المال من خلال مساهمات جديدة (des apports nouveaux)

##### أ-1-2- إصدار سندات (Emission d'obligations):

لا تصدر السندات في البورصة إلا من خلال الشركات الكبيرة (les grandes sociétés) وذلك مقابل سعر فائدة.

<sup>1</sup> <http://www.sabbar.fr/sabbar/Schema/marchfinroleco.pdf> (بتصرف)

**أ-2- الدولة والجماعات المحلية (L'Etat et les collectivités locales):** تصدر الدولة في سوق رأس المال سندات طويلة الأجل (des obligations à long terme) لتمويل عجز الميزانية، تتمثل في السندات المماثلة للخزينة (les obligations assimilables du trésor (OAT)). كما تصدر الدولة والجماعات المحلية سندات قصيرة الأجل ممثلة في سندات الخزينة (Bons du trésor) لتمويل احتياجات الخزينة.

**أ-3- الوسطاء الماليون (Les intermédiaires financiers):** يستخدم الوسطاء الماليون سوق رأس المال للحصول على الموارد المالية، ويستخدمون في ذلك نفس الأساليب التي تستخدمها الشركات.

### ب- تخصيص الموارد (Allocation des ressources):

يقوم السوق الأولي بتخصيص الموارد عن طريق:

- يسمح السوق الأولي بتخصيص الموارد بين مختلف الأنشطة (les activités) وبين مختلف الأماكن الوطنية والدولية (les espaces régionaux et nationaux)؛
- من السهل تعبئة الادخار المحلي والأجنبي (l'épargne nationale et étrangère) من أعوان الفائض التمويلي؛
- تسهيل تمويل الاستثمارات والابتكار (l'innovation) الضروري للنمو الاقتصادي.

### 2-3- دور السوق الثانوي (Rôles du marché secondaire):

ويتجلى ذلك من خلال:

#### أ- تسييل الأوراق المالية (Liquidité des titres):

يعتبر السوق الثانوي هو السوق الذي يسمح بضمان سيولة الأوراق المالية من أسهم وسندات، حيث يتمكن المتعاملون من خلال هذا السوق من بيع وشراء الأدوات المالية في أي وقت وبأدنى تكلفة، خاصة إذا كانت السوق سائلة تماما (le marché est parfaitement liquide)؛

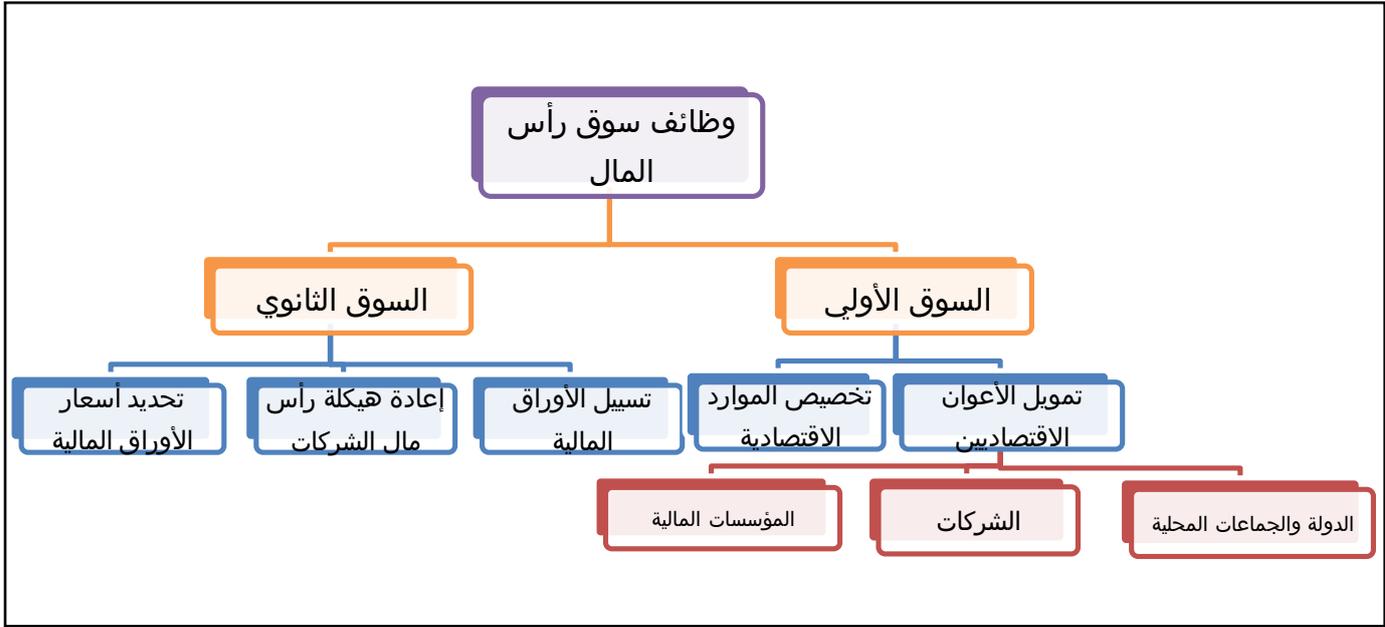
#### ب- أسعار الأوراق المالية (Cours des titres):

يتم تحديد أسعار الأوراق المالية في السوق الثانوي من خلال قانون العرض والطلب، فإذا كان الطلب أكبر من العرض يرتفع سعر الورقة المالية، وإذا كان العرض أكبر من الطلب ينخفض سعرها؛ كما يعكس السعر توقعات (les anticipations) المستثمرين حول مستقبل وأرباح الشركات المدرجة، فإذا توقع المستثمرون زيادة أرباح الشركات فإنهم يقومون بشراء الأسهم، مما يزيد من الطلب ويزيد من السعر، أما إذا توقع المستثمرون انخفاض في أرباح الشركات فإنهم يقومون ببيع الأسهم، مما يزيد العرض وينخفض السعر.

#### ج- إعادة هيكلة رأس مال الشركات (Restructurations du capital des entreprises):

يسمح السوق الثانوي للشركات بالنمو الخارجي (croissance externe) عن طريق الاستحواذ (l'acquisition) على مجموعة أسهم شركات أخرى، أو الاندماج (Fusion) معها. انطلاقاً مما سبق، يمكن تلخيص وظائف سوق رأس المال في المخطط الموالي.

المخطط رقم 21: وظائف سوق رأس المال



#### 4- الأدوات المالية المتداولة في سوق رأس المال

تعتبر الأوراق المالية السلعة المتداولة في سوق رأس المال، حيث تعرّف بأنها:

"قيما منقولة تصدر من قبل أشخاص معنويين سواء عموميين (الدولة والسلطات الولائية، المحلية) أو مؤسسات خاصة، وينتج عنه دين على عاتق الهيئة المصدرة أو مشاركة في الملكية من قبل المشتريين للأوراق".<sup>1</sup>

وتلقى الأوراق المالية إقبالا كبيرا من طرف المتعاملين الاقتصاديين بسبب:<sup>2</sup>

✦ انخفاض تكاليف الورقة المالية وسهولة تداولها في البورصة؛

✦ إمكانية تنويع المحافظ الاستثمارية وبالتالي تنويع المخاطر؛

✦ الحصول على الفوائد والأرباح التي تدرها هذه الأوراق؛

✦ حماية رأس المال المستثمر من التآكل بفعل التضخم.

ويوجد نوعان أساسيان من الأوراق المالية هما:

✓ الأوراق المالية التي تمثل ملكية؛

✓ الأوراق المالية التي تمثل دينا.

#### 4-1- الأدوات المالية التي تمثل ملكية (الأسهم Stocks):

أ- تعريفها وخصائصها:

<sup>1</sup> محفوظ جبار، الأوراق المالية المتداولة في البورصات والأسواق المالية، الجزائر، دار هومة، الجزء الثاني، 2002، ص.5.

<sup>2</sup> هشام فضلي، إدارة محافظ الأوراق المالية لحساب الغير "دراسة قانونية مقارنة"، الإسكندرية، دار الجامعة الجديدة، 1999، ص.3.

يعرّف السهم بأنه:

- "صك قابل للتداول، يصدر عن شركة مساهمة، ويُعطى للمساهم، ليمثّل حصة في رأس مال الشركة."<sup>1</sup>
- يتكون رأس مال الشركات المساهمة وحصة المساهمين بشركات التوصية بالأسهم، من عدد من الحصص المتساوية، يسمى كل منها سهما (share)، ويتمّ تمثيل ملكية الأسهم بصكوك (stock certificate)، حيث يمثل كل صك:<sup>2</sup>
  - أسهم الشركة المصدرة للسهم؛
  - نوع السهم ورقمه؛
  - عدد الأسهم بالصك.

إذن فالسهم عبارة عن ورقة مالية، يمثل حصة الشريك في رأس مال الشركة، لحامله جملة من الحقوق والواجبات. وللشهم عدة خصائص، يمكن تلخيصها في النقاط الآتية:<sup>3</sup>

**● الأسهم أنصبة متساوية القيمة:** إذ يقسّم رأس المال إلى أسهم متساوية القيمة، ونتيجة لهذه القيمة المتساوية، تتساوى حقوق والتزامات المساهمين في الشركات؛

**● عدم القابلية للتجزئة:** لا تقبل الأسهم التجزئة؛ إذ لا يمكن أن تتمثل في صورة كسور، حين يتعدّد مالكو السهم في مواجهة الشركة، فإذا مات الشريك، اختار الورثة ممثلاً عنهم في الجمعية العمومية للمساهمين، لياشر الحقوق المتعلقة بالسهم؛

**● قابلية التداول:** أي يمكن نقل ملكيتها من شخص لآخر، بأي طريقة من طرق نقل الملكية، كالبيع والهبة والوصية... إلخ.

**● للسهم عدة قيم أهمها:** القيمة الإسمية وقيمة الإصدار والقيمة السوقية والقيمة الحقيقية وأخرى دفترية، حيث:<sup>4</sup>

- القيمة الاسمية: وهي القيمة التي تظهر على وجه السهم، والتي يدفعها المساهمون عند تأسيس الشركة؛
- قيمة الإصدار: وهي القيمة التي تصدر بها الأسهم الجديدة، عندما تريد الشركة زيادة رأسمالها، لدعم مشاريعها أو التوسّع في أعمالها، وقد تكون مساوية للقيمة الاسمية، أو أعلى أو أقلّ منها؛

<sup>1</sup> محمد مطر وفايز تيم، مرجع سابق، ص.77.

<sup>2</sup> نهال فريد مصطفى والسيدة عبد الفتاح المغربي، الأسواق والمؤسسات المالية، الإسكندرية، دار الفكر الجامعي، 2007، ص.70.

<sup>3</sup> راجع: - شعبان محمد إسلام البرواري، بورصة الأوراق المالية من منظور إسلامي "دراسة تحليلية نقدية"، دمشق، دار الفكر، 2002، ص.87؛

- عصام أبو النصر، أسواق الأوراق المالية (البورصة في ميزان الفقه الإسلامي)، القاهرة، دار النشر للجامعات، 2006، ص.56-57؛

- مبارك بن سليمان بن محمد آل سليمان، أحكام التعامل في الأسواق المالية المعاصرة، دار كنوز اشبيليا، 2005، ص.363-364؛

- سيد حسن عبد الله، الأسواق المالية والبورصات من المنظور الشرعي والقانوني، ورقة عمل مقدمة إلى مؤتمر أسواق الأوراق المالية والبورصات، كلية

الشرعية والقانون، جامعة الإمارات العربية المتحدة، المجلد 5، 6-8 مارس 2006، المجلد 2، ص.24.

<sup>4</sup> راجع: - شعبان محمد إسلام البرواري، مرجع سابق، ص.99-100؛

- مبارك بن سليمان بن محمد آل سليمان، مرجع سابق، ص.114-116.

- القيمة الدفترية: وهي قيمة السهم كما تظهر في دفاتر الشركة، ويتم حسابها بقسمة أصول الشركة بعد خصم التزاماتها على عدد الأسهم المصدرة، أو بقيمة حقوق الملكية (حقوق المساهمين)، والتي تشمل رأس المال المدفوع والاحتياطات والأرباح المحتجزة على عدد الأسهم المصدرة؛
- القيمة السوقية: وهي قيمة الأسهم عند عرضها للبيع، وتتغير قيمتها حسب قانون العرض والطلب، وبحسب نجاح الشركة في أعمالها ورأسمائها الاحتياطي، وبحسب الظروف السياسية والاقتصادية؛
- القيمة الحقيقية: وهي نصيب السهم في ممتلكات الشركة بعد إعادة تقويمها وفقا للأسعار الجارية، وذلك بعد خصم ديونها.

### ب- حقوق حملة الأسهم وأنواعها:

#### ب-1- حقوق حملة الأسهم:

يمكن تلخيص الحقوق الأساسية لحملة الأسهم في:<sup>1</sup>

- حق المشاركة في الإدارة، وحق حضور الجمعيات العمومية العادية وغير العادية، كذلك حق التصويت وحق انتخاب مجلس الإدارة، وحق الترشح لعضوية مجلس الإدارة، كما يمكن له، أن يتولّى حقه في التصويت لأحد الأعضاء الآخرين. لكن ما يلاحظ في الواقع العملي أن بعض المساهمين الكبار في شركات المساهمة هم الذين يتمتعون عمليا بسلطة الإدارة، من خلال امتلاكهم لحصة أكبر من أسهم الشركات، تتيح لهم قوة تصويتية أعلى، تتناسب مع حصتهم؛
- حق الحصول على حصة من الأرباح التي تحققها الشركة، وتقرر توزيعها، ويقدر يتناسب مع حصته في أسهم الشركة؛
- حق الاكتتاب في الأسهم الجديدة المصدرة التي تقرر الشركة إصدارها في الغالب؛
- حق الحصول على حصة من موجودات الشركة وعلى قدر المساواة مع المساهمين الآخرين، أي بدون تفضيل أو إعطاء الأولوية لأحدهم على الآخر، وبشكل يتناسب مع حصتهم في أسهم الشركة؛
- الحق في مراقبة عمل الشركة ومتابعة هذا العمل، وفق آليات وصيغ تنظيم هذا الحق، كما ينص عليه النظام الداخلي للشركة، وحق العضو في التعرف على نشاطات الشركة والنتائج التي تحققها، والأوضاع والظروف التي ترافق عملها.

#### ب-2- أنواع الأسهم:

هناك أنواع عديدة من الأسهم، تبعا للمعيار المتخذ في التقسيم، يمكن تلخيصها في الجدول الموالي على النحو الموالي.

<sup>1</sup> فليح حسن خلف، الأسواق المالية والنقدية، أريد، عالم الكتب الحديث، 2006، ص ص 200-202.

الجدول رقم 19: أنواع الأسهم

حسب الحصص التي يدفعها الشريك

أسهـم نقديـة ✧ وهي التي تدفع قيمتها نقداً

أسهـم عينيـة ✧ وهي التي تدفع أموالاً من غير النقود، كالعقارات أو منقولات

حسب الشكل

أسهـم اسميـة ✧ وهي الأسهم التي يظهر ويسجل اسم حاملها على الورقة المالية، وتثبت ملكيته لها، وتداول بطريقة التسجيل، حيث تنتقل ملكيتها بالقيود في سجل المساهمين بالشركة

أسهـم حاملها ✧ وهي التي لا تحمل اسم حاملها، ويعتبر حامل السهم هو المالك

أسهـم لأمر ✧ وهي الأسهم التي يكتب عليها عبارة "للأمر"، وتداول بطريقة التظهير

من حيث الحقوق التي تعطيها لصاحبها

أسهـم عاديـة ✧ وهي الأسهم التي تتساوى في قيمتها، وتعطي للمساهمين حقوقاً متساوية، ويحصل حاملها على جزء من الربح يتفق مع ما دفعه إلى الشركة، ويتحمل الخسارة بقدر أسهمه، ويتمتع حملتها بجملة من الحقوق (سبق بيانها في النقطة السابقة).

أسهـم ممتازة ✧ وهي تلك الأسهم التي تسبق الأسهم العادية في استحقاق الأرباح الموزعة، وفي استرجاع رأس مالها عند تصفية الشركة صاحبة الأسهم، وقد يحق لأصحابها تجميع الأرباح المتأخر سدادها والحصول عليها مع الأرباح الجارية، أو قد يكون حقها في التصويت محدوداً ونادراً، بالمقارنة مع حقوق الأسهم العادية في هذا الشأن

من حيث إرجاعها لصاحبها أو عدم إرجاعها

أسهـم رأس المال ✧ وهي الأسهم التي لم تستهلك قيمتها

أسهـم التمتع ✧ وهي الأسهم التي استهلك قيمتها، بأن رُدت قيمة السهم إلى المساهم

من حيث التصويت

أسهـم مصوتة ✧ وهي الأسهم التي تجمع بين حقوق الملكية وحق الإدارة والتصويت والانتخاب

أسهـم غير مصوتة ✧ وهي الأسهم التي تمثل حقوق المشاركة في أرباح المشروع، دون أن يكون لمالكها حق الإدارة أو التصويت أو الانتخاب أو الترشيح لعضوية مجلس الإدارة

من حيث المنح وعدمها

أسهـم منح مجانيـة ✧ وهي الأسهم التي تمنحها الشركة للمساهمين مجاناً، في حالة زيادة رأس المال، على شكل ترحيل جزء من الأرباح المحتجزة أو الاحتياطي إلى رأس المال الأصلي، ويتم توزيعها حسب قدر الأسهم

أسهـم غير مجانيـة ✧ وهي الأسهم التي يدفع صاحبها قيمتها

مجانياً

المصدر: راجع: - عبد العزيز الخياط، الأسهم والسندات من منظور إسلامي، دار السلام للطباعة والنشر والتوزيع، 1997، ص ص. 20-23؛ - شعبان محمد إسلام البرواري، مرجع سابق، ص ص. 90-97؛ - مبارك بن سليمان بن محمد آل سليمان، مرجع سابق، ص ص. 116-126؛ - عبد السلام فيغو، البورصة والأسهم "دراسة قانونية شرعية"، ورقة عمل مقدمة إلى مؤتمر أسواق الأوراق المالية والبورصات، مرجع سابق، المجلد 2، ص ص. 23-35.

\* الاستهلاك: إرجاع قيمة السهم إلى المساهم، كأن يتم شراء السهم مثلاً من صاحبه.

**ملاحظة:** الأسهم الممتازة هي الأسهم التي تمنح لأصحابها حقوقاً أعلى من حقوق أصحاب الأسهم العادية، وتتمثل هذه الحقوق في:

- ↪ تحديد نسبة معينة من الأرباح لحملة أصحاب الأسهم الممتازة قبل توزيعها بالتساوي على المساهمين؛
- ↪ منح أصحاب الأسهم الممتازة نسبة أرباح أعلى من نسبة أرباح أصحاب الأسهم العادية؛
- ↪ منح أصحاب الأسهم الممتازة الحق في التحويل إلى أسهم عادية، ولا شك أن لهذا الحق تكلفة، حيث يباع السهم الممتاز في السوق بأعلى من قيمة السهم العادي؛
- ↪ تتمتع هذه الأسهم بخاصية تجميع الأرباح للسنوات السابقة التي لم تدفع فيها الشركة أرباح حملة الأسهم الممتازة؛
- ↪ تتمتع بإمكانية الاستدعاء والتسديد، فعلى الرغم من أن الأسهم الممتازة تمثل جزءاً من ملكية الشركة، وليس لها تاريخ استحقاق، إلا أنه بإمكان الشركة استرداد تلك الأسهم، سواءً بالشراء من حاملتها أو باستبدالها بأسهم عادية إذا رغبوا في ذلك؛
- ↪ أولوية الحصول على الأرباح مقارنة بالأسهم العادية، لكنها تأتي في المرتبة الثانية من حيث الأسبقية، إذ يجب على الشركة دفع فوائد حملة السندات أولاً؛
- ↪ تتمتع هذه الأسهم في بعض الأحيان بخاصية المشاركة، وتعرف بأسهم المشاركة، ووفقاً لذلك فإن حملة الأسهم الممتازة بعد حصولهم على نسبة الأرباح المتفق عليها، وبعد حصول المساهمين العاديين على نفس النسبة أو أية نسبة محددة مسبقاً، الحق في المشاركة في بقية الأرباح إلى جانب المساهمين العاديين؛
- ↪ تتمتع بأنها وسيلة لتمويل الشركة دون تدخل المساهمين في إدارتها، لأنه لا يحق لهم التصويت في معظم الحالات؛
- ↪ للسهم الممتاز ثلاث قيم هي: اسمية ودفترية وسوقية شأنه في ذلك شأن المساهم العادي، غير أن القيمة الدفترية للسهم الممتاز، تتمثل في قيمة الأسهم الممتازة التي تظهر في دفاتر الشركة مقسومة على عدد الأسهم المصدرة، إذ ليس لحملة الأسهم الممتازة نسبة من الاحتياطات والأرباح المحتجزة.
- ومن الناحية التمويلية يعاب على الأسهم الممتازة ما يلي:
- ارتفاع تكلفتها، حيث لا تسمح الجهات الضريبية باعتبار توزيعات هذه الأسهم عبئاً على الإيراد كما هو الحال بالنسبة لفوائد الاقتراض، مما يجعل تكلفة التمويل بالأسهم أعلى من تكلفة الاقتراض؛
- ثقل الأرباح المتراكمة لسنوات متتالية وغير الموزعة على حملة الأسهم الممتازة، لأنها تتميز بخاصية تجميع الأرباح.

#### 4-2- الأدوات المالية التي تمثل ديناً (السندات):

##### أ- تعريف السندات وخصائصها وقبها:

يعرّف السند بأنه:

- ورقة مالية تصدرها الشركات أو المؤسسات، وهو الصك القابل للتداول الذي تصدره الشركة أو المؤسسة، ويمثل قرضاً طويل الأجل، يعقد عادة عن طريق الاكتتاب العام؛<sup>1</sup>

<sup>1</sup> عبد العزيز الخياط، مرجع سابق، ص. 52.

- "هو مستند مديونية قابل للتداول ولأجل محدد وبفائدة محددة، وبهذا فإن مالك السند أو حامله يعتبر دائنا للجهة المصدرة، أي أن له الحق في الحصول على قيمة السند الاسمية في وقت استحقاقه، وكذلك له الحق في الحصول على فائدة محددة، وبصورة دورية."<sup>1</sup>
- انطلاقاً من ذلك يمكن تعريف السند بأنه عبارة عن ورقة مالية، يثبت مديونية الشركة اتجاه حامله، كما أن لحامله الحق في فائدة سنوية محددة واسترجاع المبلغ الأصلي عند تاريخ الاستحقاق.
- للسندات جملة من الخصائص تتمثل في:<sup>2</sup>
  - ❖ السندات قابلة للتداول كالأسهم، بطريقة القيد أو التسليم؛
  - ❖ السندات أوراق مالية متساوية القيمة، تصدر بقيمة اسمية، ولا تقبل التجزئة أمام الجهة المصدرة، ولحاملها الأولوية في الحصول على قيمتها الاسمية قبل أصحاب الأسهم؛
  - ❖ للسندات أجل لاستفائها قيمتها، وهذا الأجل قد يكون قصيراً أو متوسطاً أو طويلاً؛
  - ❖ يعطي السند لحامله حقين أساسيين؛ حق الحصول على فائدة ثابتة، وحق استرداد قيمة السند في أجل الاستحقاق، إضافة إلى تمتعه بحقوق الدائن اتجاه مدينه وفقاً للأحكام القانونية.
- كما تحمل السندات عدة قيم، تتمثل في:<sup>3</sup>

- ① **القيمة الاسمية (La valeur nominale):** وهي القيمة المكتوبة على السند عندما كان السند في شكل ورقة مالية لها تواجد مادي، وهي القيمة التي على أساسها يتم احتساب الفوائد السنوية، حيث كان هناك ما يعرف بالكوبون أو القسيمة (le coupon)، وهي أوراق مالية مرافقة للورقة المالية وقابلة للانفصال، تسمح بالحصول على الفائدة من الجهة المخولة، لكن حالياً ومع تطور المحيط المالي أصبح هناك ما يعرف بلامادية الأوراق المالية، فقد أصبحت السندات مجرد حسابات فقط على أجهزة الكمبيوتر ليس لها أي تواجد مادي؛
- ② **قيمة الإصدار (La valeur d'émission):** وهي القيمة التي يدفعها المكتتب (Souscripteur) عند شرائه السند، ومن أجل تشجيع وتسهيل عملية الإصدار، يقوم المصدر (L'émetteur) في كثير من الأحيان بتحديد قيمة إصدار تكون أقل من القيمة الاسمية (émission au-dessous du pair)، ويعرف الفرق بعلاوة الإصدار (prime d'émission)؛
- ③ **قيمة التسديد (La valeur de remboursement):** وهو المبلغ المدفوع من قبل المصدر إلى حامل السند في تاريخ الاستحقاق وهو ما يعرف بإطفاء أو اهتلاك السندات (Amortissement)، وقد تسدد السندات

<sup>1</sup> فليح حسن خلف، مرجع سابق، ص.244.

<sup>2</sup> راجع: - شعبان محمد إسلام البرواري، مرجع سابق، ص.138؛

- محمد الصيرفي، البورصات، الإسكندرية، دار الفكر الجامعي، 2006، ص.135-136؛

- أنطوان الناشف وخليل الهندي، مرجع سابق، ص.43.

<sup>3</sup> Voir : - Paul-Jacque Lehmann, **Bourse et marchés financiers**, Paris, Dunod, 2<sup>ème</sup> édition, 2002, pp.22-23;

- Paul-Jacque Lehmann, **Economie des marchés financiers**, De Boeck, 2<sup>ème</sup> édition, 2014, p.46.

بقيمتها الاسمية، كما قد تسدد بأعلى من قيمتها الاسمية (au-dessus du pair)، ويعرف الفرق بعلاوة التسديد (prime de remboursement)

يتحمل مصدر السند قيمة علاوة الإصدار وقيمة علاوة التسديد من أجل تشجيع المكتتبين على شراء السندات الخاصة بهذه الشركة.

## ب- أنواع السندات:

تقسّم السندات إلى أنواع عديدة، يتمثل أهمها في:<sup>1</sup>

1- **السندات التقليدية:** وهي الشكل البسيط من الأوراق المالية التي تدرّ فائدة، فهي سندات تمثل ديننا على المصدر الذي يلتزم بـ:

- دفع مبلغ سنوي لحامل السند؛

- تسديد المبلغ الأصلي للدائن.

2- **السندات القابلة للتحويل إلى أسهم (OBSA):** يستطيع حامل هذا النوع من السندات استبدالها حسب رغبته بأسهم عادية لنفس الشركة المصدرة، وبذلك يصبح من ملاكها، وذلك خلال فترة محددة في عقد إصدار هذه السندات، وفي أية فترة قبل تسديدها؛

3- **السندات بكوبونات الاكتتاب في السندات (OBSO):** يسمح هذا النوع من السندات، بالاكتتاب في سندات مماثلة في مدة زمنية محددة، وبسعر محدد مسبقاً، إذ يرفق كل سند قديم بكوبون يمكن استبداله بسند جديد، عندما تمرّ فترة يتمّ تحديدها في عقد الإصدار؛

4- **السندات المضمونة بأصول الشركة:** يمكن للشركات أن تصدر سندات مضمونة (Mortgage bonds)، أو مرهونة ببعض ممتلكاتها، كالأراضي أو الآلات أو أوراق مالية في محفظتها، أو غيرها من الأصول المالية والمادية، وفي هذه الحالة لا يمكن للشركة المعنية التصرف في تلك الأصول المرهونة، إلا في حدود ما سددته من تلك السندات، وبالتالي فإن أي تخلي عن التزاماتها اتجاه حملة السندات، سيجعل هؤلاء يبيعون الأصول المرهونة، ويقتسمون العائد فيما بينهم، كما أن لحملة هذا النوع من السندات الحق في باقي الموجودات، ولكن ليس لهم صفة الأسبقية على باقي المستثمرين؛

5- **السندات غير المضمونة:** وهي عكس السندات المضمونة، إذ تمثل ديننا عادياً غير مرتبط بأي أصل من أصول الشركة، وعادة ما تتعهد الشركة بعدم إصدار هذا النوع من السندات أو عدم الاستدانة أكثر، مما يجعل المستثمرين يقبلون على شرائها؛

6- **السندات بمعدل فائدة متغير:** وفي هذا النوع من السندات يكون معدل الفائدة متغير، وترتكز معدلات الفائدة هنا على بعض العوامل كمعدل العائد لبعض الأنواع من السندات الحكومية، التي تمتاز بنوع من الاستقرار، أو أسعار الفائدة السائدة في السوق النقدية... إلخ، وذلك حفاظاً على مصالح المصدر والمستثمر؛

<sup>1</sup> محفوظ جبار، الأوراق المالية المتداولة في البورصات والأسواق المالية، مرجع سابق، ص 51-70.

7- **السندات المرتبطة بالمؤشرات**: وهي السندات التي يرتبط فيها معدل الفائدة أو المبلغ الأصلي أو الاثنين معا، بتغيرات مؤشر معين، كمعدل التضخم، بغرض الحفاظ على القوة الشرائية لقيمة السند، لهذا يعرف هذا النوع من السندات بالمستقرة؛

8- **سندات الحكومة (الربوع)**: وهي عبارة عن أوراق مالية تصدرها الحكومات، لتمويل مشاريع ذات منافع اجتماعية، كالمدارس والمستشفيات، أو لتغطية العجز في ميزانيتها، أو بغرض تقليص الكتلة النقدية، وتخفيض نسبة التضخم. انطلاقاً مما سبق، يمكن تلخيص أهم الفروقات بين الأسهم العادية والسندات في الجدول الموالي.

الجدول رقم 20: أهم الفروقات بين الأسهم العادية والسندات

السندات	الأسهم العادية	طبيعة الفرق
تمثل ديناً على الشركة أو الحكومة	تمثل ملكية الشركة (المساهمة)	الطبيعة القانونية
حقوق حملة السندات ممتازة، تسدد بغض النظر عن النتيجة المحققة	حقوق المساهم تأتي بعد حقوق حملة السندات	الأسبقية
فوائد ثابتة دورية	أرباح موزعة متغيرة	العائد
محدد في عقد الإصدار	غير محدد	تاريخ الاستحقاق
ليس لهم الحق في التصويت ولا في انتخاب مجلس الإدارة	للمساهمين الحق في التصويت وإدارة الشركة	التصويت
يمكن استرداده في نهاية مدة القرض	لا يمكن استرداده من الشركة	استرداد المبلغ المستثمر
ليس لهم الحق في ذلك	لهم الحق في ذلك	حضور الجمعيات العامة
الشركات-الحكومة-المؤسسات المالية المختصة والمرخصة	شركات المساهمة	المصدرون

المصدر: محفوظ جبار، الأوراق المالية المتداولة في البورصات والأسواق المالية، مرجع سابق، ص.78.

## 5- نظرة عامة حول سوق رأس المال في الجزائر:

### 5-1- تنظيم سوق رأس المال في الجزائر:

بورصة الجزائر أو شركة تسيير بورصة القيم؛ هي شركة ذات أسهم برأس مال قدره 475200000.00 دج، تأسست بموجب المرسوم التشريعي رقم 93-10 المؤرخ في 23 ماي 1993، لتبدأ نشاطها الفعلي في 25 ماي 1997. ويشرف على سوق رأس المال في الجزائر، هيئتان تعملان على الإشراف والتنظيم وحسن سير المعاملات وضمن حماية حقوق المستثمرين، تتمثل في:

✚ لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة ( La Commission d'Organisation et de Surveillance des Opérations )  
(de Bourse (COSOB)

شركة تسيير بورصة القيم (La Société de Gestion de la Bourse des Valeurs (SGBV)

### أ- لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة COSOB:

تمثل مهام لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة COSOB في تنظيم ومراقبة سوق القيم المنقولة، حيث تعمل على<sup>1</sup>:

- حماية المستثمرين في القيم المنقولة؛
- السير الحسن وشفافية السوق.

تشكل لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة COSOB من رئيس يعين بموجب مرسوم رئاسي، لمدة أربع سنوات، وستة أعضاء يعينون بقرار من وزير المالية لمدة أربع سنوات، وتقوم هذه اللجنة بدور تنظيمي ورقابي وعقابي، حيث لديها السلطات التالية:<sup>2</sup>

#### ✧ السلطة التنظيمية: تصدر اللجنة اللوائح التنظيمية المتعلقة بـ:

- التزامات الإفصاح عن المعلومات من جانب الجهات المصدرة عند إصدار القيم المنقولة من أجل اللجوء العلني للادخار، وعند القبول في البورصة أو العروض العلنية؛
- اعتماد الوسطاء في عمليات البورصة، والقواعد المهنية التي تنطبق عليهم؛
- شروط التداول والمقاصة للقيم المنقولة المسجلة في البورصة؛
- القواعد المتعلقة بمسك حساب الحفاظ على السند أو الورقة المالية؛
- القواعد المتعلقة بتسيير نظام التسوية وتسليم الأوراق المالية؛
- تسيير محفظة القيم المنقولة.

وتخضع هذه اللوائح لمصادقة وزير المالية وتشر في الجريدة الرسمية.

#### ✧ سلطة المراقبة والإشراف: حيث تسهر لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة COSOB على:

- الالتزام بالقوانين والأنظمة من قبل المشاركين في السوق؛
- قيام الشركات باللجوء العلني للادخار بما يتوافق مع التزامات الإفصاح عن المعلومات التي تخضع لها؛
- السير الحسن للسوق.

#### ✧ السلطة التأديبية والتحكيمية: توجد لدى لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة COSOB غرفة تأديبية

وتحكيمية، تتألف من رئيس وعضوين منتخبين من بين أعضاء اللجنة، وعضوين من القضاة يعيّنهم وزير العدل، وتختص الغرفة بالمسائل التأديبية، حيث تقوم بالتحقيق في أي خرق للالتزامات المهنية والأخلاقية التي يمكن أن يرتكبها الوسطاء في عمليات البورصة، وكل انتهاك للأحكام التشريعية والتنظيمية المطبقة عليهم، كما تختص الغرفة

<sup>1</sup> الموقع الرسمي لبورصة الجزائر <http://www.sgbv.dz/ar/?page=rubrique&mod=152>

<sup>2</sup> المرجع نفسه.

بالتحقيق في النزاعات التقنية الناشئة عن تفسير القوانين واللوائح التنظيمية التي تحكم نشاط سوق البورصة، والناشئة بين:

- الوسطاء في عمليات البورصة؛
- الوسطاء في عمليات البورصة وشركة تسيير بورصة القيم المنقولة SGBV؛
- الوسطاء في عمليات البورصة وزبائنهم؛
- الوسطاء في عمليات البورصة والجهات المصدرة.

### ب- شركة تسيير بورصة القيم SGBV:

تقوم شركة تسيير بورصة القيم المنقولة SGBV بالأنشطة التالية:<sup>1</sup>

- التنظيم الفعلي لعملية الإدراج في بورصة القيم المنقولة؛
  - التنظيم المادي لحصص التداول في البورصة، وإدارة نظام التداول والتسعير؛
  - نشر المعلومات المتعلقة بالمعاملات في البورصة، وإصدار النشرة الرسمية للتسعيرة.
- ويتم تنفيذ مهام شركة تسيير بورصة القيم المنقولة SGBV تحت إشراف لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة COSOB. ولضمان حسن سير وإتمام الصفقات في بورصة الجزائر، يتدخل كذلك كل من:

### ج- المؤتمن المركزي (الجزائر للمقاصة) (Algérie Clearing) (Le Dépositaire Central des titres):

تمّ تحديد دور المؤتمن المركزي بموجب القانون 03-04 المؤرخ في 17 فيفري 2003، ويقوم بالعمليات التالية:<sup>2</sup>

- فتح وإدارة الحسابات الجارية للأوراق المالية المفتوحة باسم ماسكي الحسابات حافظي السندات (TCC) المتدخلين؛
  - مركزة حفظ الأوراق المالية، مما يسهّل انتقالها بين الوسطاء الماليين؛
  - إنجاز المعاملات على الأوراق المالية لفائدة الشركات المصدرة، (توزيعات الأرباح، زيادة رأس المال...)
  - الترقيم القانوني للأوراق المالية المقبولة في عملياته، وفقا للمعايير الدولية (ISIN: الرقم الدولي لتعريف الأوراق المالية)؛
  - نشر المعلومات المتعلقة بالسوق.
- ويساعد إنشاء هذه الهيئة، على تقليل التكاليف وآجال عمليات التسوية والتسليم، وغيرها من العمليات المتعلقة بالأوراق المالية (استلام توزيعات الأرباح والفوائد وممارسة الحقوق...).

### د- الوسطاء (Les Intermédiaires):

يقوم الوسطاء في عمليات البورصة بتوفير الخدمات الاستثمارية المالية، المحددة بموجب المرسوم التشريعي رقم

10-93 المعدل والمتمم، المؤرخ في 23 ماي 1993، وهي:<sup>3</sup>

- توظيف القيم المنقولة والمنتجات المالية للجهة المصدرة؛

<sup>1</sup> الموقع الرسمي لبورصة الجزائر <http://www.sgbv.dz/ar/?page=rubrique&mod=141>

<sup>2</sup> الموقع الرسمي لبورصة الجزائر <http://www.sgbv.dz/ar/?page=rubrique&mod=153>

<sup>3</sup> الموقع الرسمي لبورصة الجزائر <http://www.sgbv.dz/ar/?page=rubrique&mod=154>

- التداول في السوق لحساب زبائنهم؛
  - تسيير حافظة الأوراق المالية بموجب تفويض؛
  - نشاط البيع والشراء كطرف مقابل؛
  - عمليات الترويج المتصلة بأحد الأنشطة المذكورة أعلاه؛
- وقد تمّ توسيع نشاط الوسطاء في عمليات البورصة IOB، ليشمل مجالات جديدة، مثل ضمان الأداء الجيد للمعاملات المالية، وإرشاد المستثمرين... إلخ

### ه- المرقى (Le Promoteur):

يرافق المؤسسات الصغيرة والمتوسطة مرقى يقوم بمساعدتها في إصدار الأوراق المالية، والإعداد لعملية قبولها في البورصة، وضمان إيفائها بالتزاماتها القانونية والتنظيمية فيما يخص الإفصاح عن المعلومات.<sup>1</sup>

### و- ماسكو الحسابات حافظو السندات TCC (Teneurs de Comptes-Conservateurs):

وهم البنوك والمؤسسات المالية الذين يمتلكون صفة الوسطاء في عمليات البورصة، ويوفر ماسكو الحسابات حافظو السندات للمستثمرين، خدمات فتح وتسيير الحسابات الجارية المخصصة للقيم المنقولة المكتتب عليها في السوق الأولية أو المكتسبة في السوق الثانوية.<sup>2</sup>

### ي- هيئات التوظيف الجماعي للقيم المنقولة OPCVM (Organismes de Placement Collectif en Valeurs) (Mobilières):

وتتألف من شركات الاستثمار ذات رأس المال المتغير SICAV والصناديق المشتركة للتوظيف FCP، وتعتبر هذه الهيئات بمثابة محفزات حقيقية لضمان السيولة، ولها دورا جوهريا في نشر القيم المنقولة في أوساط الجمهور، وتوجد حاليا في بورصة الجزائر شركة استثمار ذات رأس مال متغير واحدة، تعرف بـ "شركة الاستثمار المالي".<sup>3</sup>

### 5-2- أقسام سوق رأس المال في الجزائر:

لقد قامت الجزائر كغيرها من الدول، بتقسيم سوقها المالي إلى سوقين رئيسيين هما:<sup>4</sup>

- سوق سندات رأس المال؛

- سوق سندات الديون.

أ- سوق سندات رأس المال: ويتكون بدوره من:

### ● السوق الرئيسية: وهي سوق موجهة للشركات الكبرى التي لا يقل رأسمالها المحرر عن 5000.000

دج، ويوجد حاليا خمسة شركات مدرجة في تسعيرة السوق الرئيسية. والجدول الموالي يوضح ذلك.

<sup>1</sup> Société de Gestion de la Bourse des Valeurs, **Guide d'Introduction en Bourse**, 2015, p.6.

<sup>2</sup> الموقع الرسمي لبورصة الجزائر <http://www.sgbv.dz/commons/ar/document/document833843090.pdf>

<sup>3</sup> المرجع نفسه.

<sup>4</sup> راجع: - الموقع الرسمي لبورصة الجزائر <http://www.sgbv.dz/ar/?page=rubrique&mod=145>

- Société de Gestion de la Bourse des Valeurs, op. cit., p.6.

الجدول رقم 21: عدد الشركات المدرجة في السوق الرئيسية في أبريل 2019

رمز ISIN	الرمز في البورصة	اسم الشركة	القطاع / الفئة	القيمة الاسمية دج	عدد الأسهم
DZ0000010037	ALL	أليانس للتأمينات	التأمينات	200	5 804 511
DZ0000010045	ROUI	أن سي أ روبية	الصناعة الغذائية	100	8 491 950
DZ0000010029	AUR	م.ت.فد. الأوراسي	الفندقة	250	6 000 000
DZ0000010003	SAI	صيدال	الصناعة الصيدلانية	250	10 000 000
DZ0000010052	BIO	بيوفارم	الصناعة الصيدلانية	200	25 521 875

المصدر: راجع موقع بورصة الجزائر: [http://www.sgbv.dz/ar/?page=ligne\\_societe](http://www.sgbv.dz/ar/?page=ligne_societe)

● **سوق المؤسسات الصغيرة والمتوسطة:** وهي سوق مخصصة للشركات الصغيرة والمتوسطة، وقد تم إنشاء هذه السوق سنة 2012، بموجب نظام لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة COSOB رقم 01-12، المؤرخ في 12 جانفي 2012، المعدل والمتّم للنظام رقم 03-97، المؤرخ في 18 نوفمبر 1997، المتعلق بالنظام العام لبورصة القيم المنقولة، والصادر في الجريدة الرسمية رقم 41، بتاريخ 15 جويلية 2012؛ وتجدر الإشارة أنه لا توجد أي شركة مقيدة في هذا السوق لحد الآن.

### ب- سوق سندات الدين:

ويتكون من سوق سندات الدين التي تصدرها الشركات ذات الأسهم والهيئات الحكومية والدولة؛

### ج- سوق سندات الخزينة المماثلة:

تقبل سندات الخزينة المماثلة بقوة القانون، ويعرف هذا السوق بسوق كتل سندات الخزينة العمومية **Marché (de Blocs OAT)**. والجدول الموالي يبين سندات الخزينة المدرجة خلال الفترة 2013-2017.

الجدول رقم 22: سندات الخزينة المدرجة خلال الفترة 2013-2017

الفئة	الرمز	ISIN	سعر الأدرج	تاريخ الأدرج	تاريخ الاستحقاق	حجم الأصدار 10 <sup>9</sup> دج	نسبة الفائدة
O.A.T 7 ans	O070520	DZ0000700280	105.84	08/05/2013	12/05/2020	5 000,00	3,00 %
O.A.T 10 ans	O100521	DZ0000700231	111.56	04/05/2011	05/05/2021	5 000,00	3,50 %
O.A.T 15 ans	O150721	DZ0000700074	102.16	12/07/2008	12/07/2021	27 000,00	5,00 %
O.A.T 15 ans	O150122	DZ0000700090	103.05	17/01/2007	17/01/2022	16 000,00	5,00 %
O.A.T 15 ans	O150123	DZ0000700132	110.66	16/01/2008	16/01/2023	6 000,00	5,00 %
O.A.T 10 ans	O100320	DZ0000700207	111.37	17/03/2010	18/03/2020	14 999,00	3,50 %
O.A.T 10 ans	O100422	DZ0000700264	108.85	18/04/2012	20/04/2022	15 000,00	3,50 %
O.A.T 10 ans	O100623	DZ0000700290	108.93	05/06/2013	09/06/2023	5 000,00	3,50 %
O.A.T 15 ans	O151223	DZ0000700157	120.22	10/12/2008	11/12/2023	1 000,00	3,75 %
O.A.T 15 ans	O150324	DZ0000700181	108.58	18/03/2009	18/03/2024	15 000,00	3,75 %
O.A.T 15 ans	O150425	DZ0000700215	109.6	07/04/2010	07/04/2025	19 900,00	3,75 %
O.A.T 15 ans	O150826	DZ0000700249	115.82	01/08/2011	01/08/2026	5 000,00	3,75 %
O.A.T 15 ans	O150527	DZ0000700272	108.3	02/05/2012	03/05/2027	15 000,00	3,75 %
O.A.T 15 ans	O150720	DZ0000700306	100.00	03/07/2013	07/07/2028	5 000,00	3,75 %
O.A.T 7 ans	O070121	DZ0000700314	100.05	26/01/2014	26/01/2021	37 692,00	3,00 %
O.A.T 10 ans	O100224	DZ0000700322	100.05	23/02/2014	23/02/2024	41 232,00	3,50 %
O.A.T 15 ans	O150329	DZ0000700330	100.10	23/03/2014	23/03/2029	46 177,00	3,75 %
O.A.T 7 ans	O070722	DZ0000020348	98.43	05/07/2015	05/07/2022	21 882,00	3,25 %
O.A.T 15 ans	O150730	DZ0000700363	90.50	15/07/2015	19/07/2030	21 860,00	4,00 %
O.A.T 10 ans	O100725	DZ0000700355	92.20	08/07/2015	12/07/2025	15 633,00	3,75 %
O.A.T 7 ans	O070124	DZ0000700371	95.50	18/01/2017	22/01/2024	953,00	4,00 %
O.A.T 10 ans	O101027	DZ0000700397	77.00	29/10/2017	29/10/2027	1 000,00	4,00 %

المصدر: راجع موقع بورصة الجزائر: <http://www.sgbv.dz/ar/?page=oat>

### 3-5- شروط إدراج الشركات في بورصة الجزائر:

ليست كل الشركات قادرة على الدخول إلى السوق المالي، فهناك مجموعة من الشروط تتعلق بحجم رأس المال والمساهمين والأرباح... إلخ، وتتوقف هذه الشروط حسب درجة تطور البلد ودرجة تطور فروع أسواقه المالية.

#### أ- شروط الإدراج في السوق الرئيسي:

تعتبر السوق الرئيسية بمثابة السوق الأولى، وهي مخصصة للشركات الكبيرة، لذا فإن شروط الإدراج في هذه السوق أكثر صرامة مقارنة بالأسواق الأخرى، حيث تتمثل هذه الشروط في:<sup>1</sup>

- يجب أن تكون الشركة شركة ذات أسهم SPA؛
- أن لا يقل رأس مالها المدفوع عن خمسة ملايين دينار (5000000 دينار جزائري)؛
- نشر الكشوف المالية المعتمدة للسنوات المالية الثلاثة السابقة للسنة التي تمّ فيها تقديم طلب القبول؛
- أن تقدم تقريرا تقييما لأصولها، يعدّه عضو في الهيئة الوطنية للخبراء المحاسبين، من غير محافظ حسابات الشركة، أو أي خبير آخر، بحيث تعترف اللجنة بتقريره التقييمي، على أن لا يكون عضوا في هذه الأخيرة؛
- أن تكون قد حققت أرباحا خلال السنة السابقة لطلب القبول، ما لم تعفها اللجنة من هذا الشرط؛
- يجب على الشركة إحاطة اللجنة بكل عمليات التحويل أو البيع التي طرأت على عناصر من الأصول قبل عملية الإدراج؛

- إثبات وجود هيئة داخلية لمراجعة الحسابات، تكون محل تقدير من قبل محافظ الحسابات في تقريره عن الرقابة الداخلية للشركة، وإن لم يوجد ذلك، فيجب على الشركة أن تنصّب مثل هذه الهيئة خلال السنة المالية التالية لقبول أوراقها في البورصة؛

- ضمان التكفل بعمليات تحويل الأوراق المالية؛

- تسوية النزاعات الكبرى بين المساهمين والمؤسسة؛

- العمل على الامتثال لشروط الكشف عن المعلومات.

#### ب- شروط الإدراج في سوق الشركات الصغيرة والمتوسطة:

تعتبر الشروط الخاصة بهذه السوق أقل مقارنة بالسوق الرئيسية، وذلك من أجل تشجيع المؤسسات الصغيرة والمتوسطة على الحصول على التمويل بطريقة مباشرة، لكن بالرغم من ذلك ما زالت هذه الشروط قاسية لتجلب المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، حيث تتمثل شروطها في:<sup>2</sup>

- أن تكون على شكل شركة ذات أسهم، وينبغي لها أن تعيّن لمدة خمس سنوات مستشارا مرافقا يسمى بمرفقي البورصة؛

- أن تفتح رأسمالها بنسبة 10% كحد أدنى يوم الإدراج في البورصة؛

<sup>1</sup>الموقع الرسمي لبورصة الجزائر <http://www.sgbv.dz/ar/?page=rubrique&mod=149>

<sup>2</sup>المرجع نفسه.

- أن تطرح للاكتتاب العام سندات رأس المال التابعة لها، بحيث توزع على ما لا يقل عن خمسين مساهما أو ثلاثة مستثمرين من المؤسسات يوم الإدراج؛

- أن تنشر كشفها المالية للعامين الماضيين، ما لم تعفها لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة COSOB من ذلك؛

وأما شروط الأرباح والحد الأدنى لرأس المال فليست مفروضة على الشركة التي تطلب الإدراج في سوق المؤسسات الصغيرة والمتوسطة.

### ج- شروط الإدراج في سوق السندات:

تعتبر سندات الاستحقاق والسندات القابلة للتحويل إلا سندات رأسمال وسندات المساهمة، أو أي وصل آخر يخول الحق في سندات رأس المال، كسندات دين، باستثناء سندات الخزينة التي تقبل بقوة القانون، حيث يجب أن يكون سعر السندات المطروحة في البورصة مساويا على الأقل لخمسمائة مليون دينار (500.000.000 دج) وذلك يوم الإدراج.<sup>1</sup>

### خلاصة:

يختص سوق رأس المال طويل الأجل بإصدار وتداول الأدوات المالية طويلة الأجل، وينقسم من حيث توقيت الإصدار إلى سوقين: أولي للإصدارات وثانوي للتداول، وتعود نشأته حسب المؤرخين إلى القرن الرابع عشر ميلادي؛ يؤدي سوق رأس المال وظائف عديدة ومهمة في الاقتصاد، كتحويل الموارد الاقتصادية وتجميعها وتخصيص الادخار المحلي والأجنبي وتمويل الشركات وتسييل الأوراق المالية وتحديد السعر العادل... إلخ؛

تشرف على تنظيم وتسيير بورصة الجزائر هيئتان هما: لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة COSOB وشركة تسيير بورصة القيم SGBV، بالإضافة إلى المؤمن المركزي والوسطاء والمرقي وماسكو الحسابات حافظو السندات TCC وهيئات التوظيف الجماعي OPCVM، وتتألف بورصة الجزائر من سوقين هما: سوق سندات رأس المال - والتي تنقسم بدورها إلى السوق الرئيسية وسوق المؤسسات الصغيرة والمتوسطة-، وسوق سندات الدين، ولكل سوق شروطها الخاصة بها لإدراج الشركات فيها، حيث تقل هذه الشروط كلما انتقلنا من السوق الرئيسية إلى سوق المؤسسات الصغيرة والمتوسطة.

<sup>1</sup>المرجع نفسه.

## أسئلة للمناقشة:

- 1- ما هي مختلف أقسام سوق رأس المال؟
- 2- لماذا يسمى سوق رأس المال بالبورصة؟
- 3- تعتبر السوق الأولية سوق الاستثمار الحقيقي بالنسبة لمصدري الأوراق المالية، بينما تعتبر السوق الثانوية سوق الاستثمار المالي. حلّل هذه العبارة؟
- 4- حدّد العلاقة بين السوق الأوّلي والسوق الثانوي؟
- 5- حدّد أهم الفروقات بين السوق الأوّلي والسوق الثانوي؟
- 6- ما هي وظائف سوق رأس المال؟
- 7- ما الفرق بين الأسهم العادية والأسهم الممتازة؟
- 8- ما هي مختلف قيم الأسهم؟
- 9- ما هي مختلف قيم السندات؟
- 10- من خلال مواقع الأنترنت التالية:
  - الموقع الرسمي لبورصة الجزائر: (بورصة الجزائر)  
<http://www.sgbv.dz/ar/?page=rubrique&mod=149>
  - الموقع الرسمي لبورصة تونس: (بورصة تونس)  
<http://www.bvmt.com.tn/ar/content/%D8%B4%D8%B1%D9%88%D8%B7-%D8%A7%D9%84%D8%A5%D8%AF%D8%B1%D8%A7%D8%AC>
  - الموقع الرسمي لبورصة المغرب: (بورصة الدار البيضاء)  
<http://www.casablanca-bourse.com/bourseweb/ar/content.aspx?IdLink=159&Cat=5>
- قارن بين مختلف أقسام البورصات الثلاث؟
- قارن بين مختلف الأدوات المتداولة في هذه الأسواق؟

## المحور العاشر:

### المشتقات المالية

الأهداف التعليمية للمحور:

- ⊖ التعرف على مفهوم المشتقات المالية؛
- ⊖ معرفة خصائص وأسباب اللجوء إلى المشتقات المالية؛
- ⊖ التعرف على الخيارات المالية وأركانها وأنواعها، وأرباح وخسائر المستثمرين فيها؛
- ⊖ التعرف على العقود المستقبلية وعناصرها والفرق بينها وبين عقود الخيارات؛
- ⊖ التعرف على مفهوم عقود المبادلة وخصائصها وأهدافها وأهم أنواعها.

## تمهيد:

تعتبر المشتقات المالية من أبرز الأدوات المالية التي تم توصل إليها فن الإبداع المالي، حيث تطورت بشكل كبير منذ السبعينات (1970)، وأصبحت من أهم المنتجات المالية المتداولة في سوق رأس المال. وتتمثل أهم المشتقات المالية في الخيارات والمستقبليات وعقود المبادلة.

وللتعرف أكثر على عقود المشتقات المالية وأنواعها، تناول المحور النقاط التالية:

1- مفهوم المشتقات المالية؛

2- الخيارات؛

3- المستقبليات؛

4- عقود المبادلة.

## 1- مفهوم المشتقات المالية:

## 1-1- تعريف المشتقات المالية:

قبل أن يتم تعريف المشتقات المالية، تجدر الإشارة إلى أن المشتقات المالية ليست أصولاً مالية (financial assets) وليست أصولاً عينية (real assets)، وإنما هي عقود (contracts) تجري بين طرفين أحدهما بائع والآخر مشتري، ويتربط عليها حق لطرف والتزاما لطرف آخر، لهذا عرف الكتاب الغربيون المشتقات المالية بأنها: "تلك العقود ليست أوراقاً مالية بالمعنى التقليدي، وإنما ينظر إليها باعتبارها اتفاقيات تجارية يتم التفاوض بشأنها مباشرة بين طرفين لتنفيذ عملية في موعد لاحق وفقاً لما هو مجدول لها."<sup>1</sup>

انطلاقاً من ذلك يمكن تعريف المشتقات المالية على النحو التالي:

- "هي أدوات ترتب لحاملها التزاماً أو اختياراً لشراء أو بيع أصل مالي، وتشتمل تلك الأدوات قيمتها من أسعار الأوراق المالية الأصلية (قد تكون أسهم أو سندات أو مجموعة من الأسهم والسندات)."<sup>2</sup>
- "هي عقود فرعية تبنى أو تشتمل من عقود أساسية لأدوات استثمارية مشتقة (أوراق مالية- عملات أجنبية- سلع... إلخ) لينشأ عن تلك العقود الفرعية أدوات استثمارية مشتقة، وذلك في نطاق المصطلح المتعارف عليه حالياً بالهندسة المالية (Financial Engineering)."<sup>3</sup>

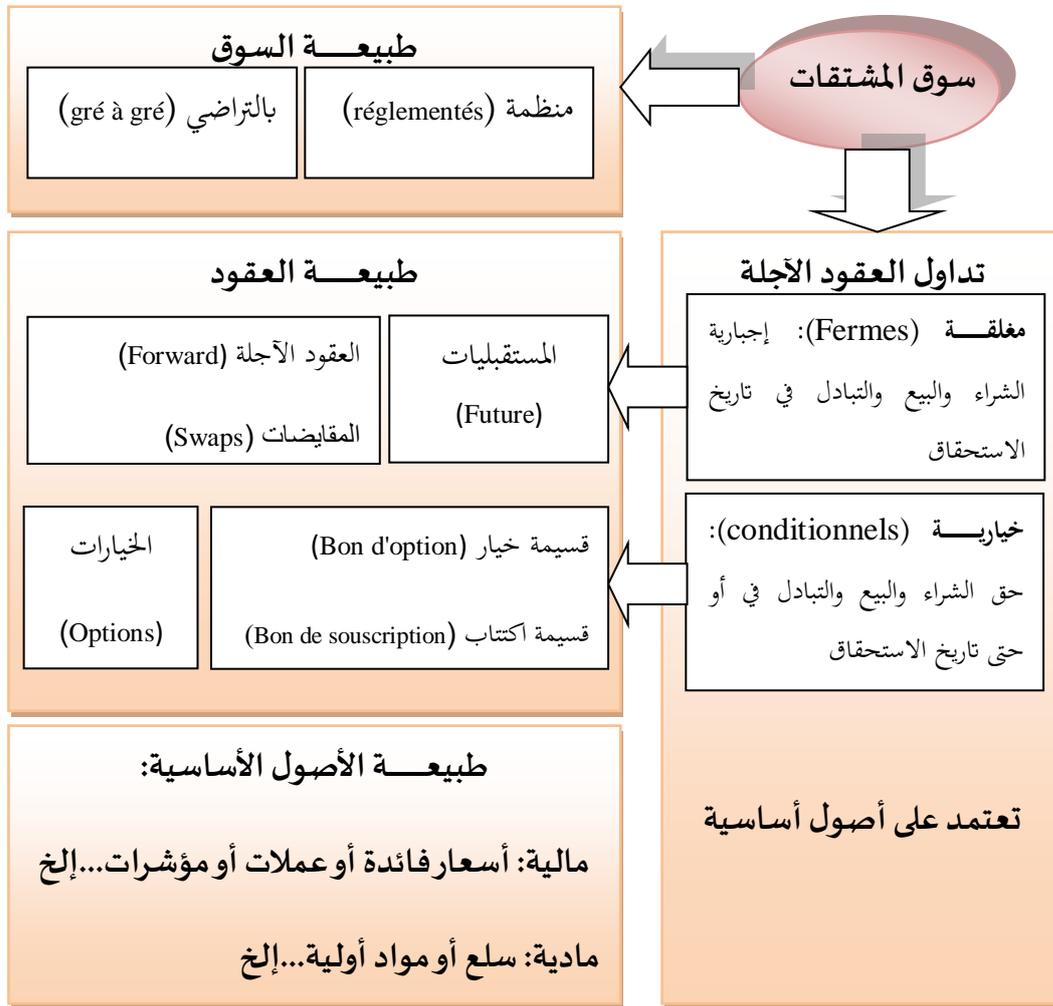
<sup>1</sup> سمير عبد الحميد رضوان حسن، المشتقات المالية ودورها في إدارة المخاطر ودور الهندسة المالية في صناعة أدواتها "دراسة مقارنة بين النظم الوضعية وأحكام الشريعة الإسلامية"، القاهرة، دار النشر للجامعات، 2005، ص.56.

<sup>2</sup> عاطف وليد أندراوس، مرجع سابق، ص.22..

<sup>3</sup> محمد مطر وفايز تيم، مرجع سابق، ص.254-255.

- هي أدوات مالية مبنية على أساس منتجات مالية موجودة فعلياً، تعرف بالمنتجات الأساسية (sous-jacent)، كما تعتبر قيمتها مشتقة من قيمة المنتجات الأصلية موضوع العقد، والتي يمكن أن تكون أسهم أو سندات أو عملات أو معادن أو بترول... إلخ.<sup>1</sup>
- وعليه تعرف المشتقات المالية بأنها عقود تشتق قيمتها من قيمة الأصول موضوع العقد (أوراقاً مالية، أسعار فائدة، عملات،... إلخ).
- وتتداول المشتقات المالية في الأسواق المنظمة (réglementés) وفي الأسواق بالتراضي (gré à gré)، كما تأخذ عقود المشتقات شكل عقود مغلقة (contrats fermes) أو شكل عقود خيارية (contrats conditionnels). والمخطط الموالي يوضح ذلك.

المخطط رقم 22: طبيعة وأسواق المشتقات المالية



**Source:** Christian et Mireille Zambotto, op. cit., p.50.

<sup>1</sup> Xavier Bradley et Christian Descamps, op. cit., p.29.

## 2-1- خصائص المشتقات المالية:

تمثل خصائص المشتقات المالية فيما يلي:<sup>1</sup>

- ترتبط العقود المالية للمشتقات بسعر الفائدة أو سعر ورقة مالية أو سعر عملة معينة.... إلخ؛
- تشتق قيمة العقود المالية من الأسعار الحالية للأصول المالية أو العينية محل التعاقد؛
- يتم تسوية عقود المشتقات في تاريخ مستقبلي؛
- لا تتطلب العقود المالية للمشتقات عادة استثمارات مبدئية؛
- تستخدم العقود المالية ضد مخاطر التغيرات المتوقعة في أسعار تلك الأصول.

## 3-1- أسباب اللجوء إلى عقود المشتقات:

- عرفت المخاطر في الأسواق المالية تصاعدا واضحا منذ السبعينات (1970)، ويرجع السبب في ذلك إلى التخلي عن نظام سعر الصرف الثابت سنة 1973، وتصاعد موجة التحرير المالي واللائقراطية منذ سنة 1980، ولمواجهة هذه المخاطر، قام المهندسون الماليون (les ingénieurs financiers) بإبداع منتجات مالية جديدة لتغطية ضد هذه المخاطر، وكانت هذه المنتجات هي المشتقات المالية؛<sup>2</sup>
- وبصفة عامة تستخدم المشتقات المالية من أجل:<sup>3</sup>
- التحوط ضد مخاطر التغير المتوقع في أسعار الأصول محل التعاقد، أي للتحوط ضد مخاطر التغير في معدلات العائد وأسعار الأسهم وأسعار الأصول... إلخ؛
  - إدارة الأصول والخصوم، خاصة وأن البنوك لها حساسية لمخاطر سعر الفائدة؛
  - زيادة السيولة، حيث أنها تنوب عن الأوراق الأصلية (Proxies)؛
  - تعمل المشتقات المالية كغطاء تأمين من حيث تقليل المخاطر وتوفير الحماية ضدها؛
  - تستخدم المشتقات المالية بغرض المضاربة والاستفادة من تقلبات الأسعار؛
  - تستخدم المشتقات المالية بهدف الاستثمار طويل الأجل المتمثل في الاحتفاظ بهذه المشتقات لفترة زمنية طويلة أو حتى تاريخ استحقاق العقد.
- وتتنوع عقود المشتقات بين عقود الاختيار (Options) والعقود المستقبلية (Futures) والعقود الآجلة (Forwards) وعقود المبادلات (Swaps).

<sup>1</sup> عادل محمد رزق، الاستثمارات في البنوك والمؤسسات المالية (من منظور إداري ومحاسبي)، دار طبعة للنشر والتوزيع والتجهيزات العلمية، 2004، ص 98-99.

<sup>2</sup> Dominique Plihon et autres, **les désordres de la finance "Crises boursières, corruption, mondialisation"**, Universalis, OPU, 2005, p.103.

<sup>3</sup> عادل محمد رزق، مرجع سابق، ص 99-100.

## 2- الاختيارات (Options):

## 1-2- الخيارات: تعريفها وأركانها:

## أ- تعريف الخيارات:

تعرف عقود الخيارات على النحو الآتي:

- "تعطي لمالكها حق شراء أو بيع كمية معينة من أصل مالي، أوراق مالية مثلاً، بسعر يحدد مقدماً مقابل دفع علاوة لبائع العقد (المحرر Writer)، ويبقى هذا الحق صالحاً حتى تاريخ استحقاقه، وتسمى عمليات البيع بـ Put Option، أما الشراء فيسمى بـ Call Option، والمشتري غير ملزم بممارسة حقه طالما لم يصل السعر في السوق إلى المستوى الذي يمكنه من تحقيق الأرباح."<sup>1</sup>
  - "عقد بين طرفين يتعهد بموجبه الطرف الأول (البائع) أن يعطي للطرف الثاني (المشتري) الحق وليس الإلزام، لشراء أو لبيع أوراق مالية معينة، بسعر معين ولأجل معين، يدفع المشتري ثمناً مقابل تمتعه بذلك الحق، ويقبضه البائع مقابل تعهده والتزامه."<sup>2</sup>
  - هو العقد الذي يعطي لحامله (son porteur) الحق (le droit) وليس الإلزام بشراء أو بيع عدد محدد من الأصول بسعر محدد (prix fixé) أثناء التعاقد، يعرف بسعر التنفيذ (prix d'exercice). فإذا تضمن العقد إمكانية الشراء بالنسبة لحامله، فنحن أمام خيار شراء (Option d'achat- Call)، أما إذا تضمن العقد إمكانية البيع، فهو خيار بيع (Option de vente –PUT-) ومقابل هذا الحق، يجب على المشتري دفع مبلغ معين للبائع سواء نفذ الخيار أم لا، يعرف هذا المبلغ بالعلاوة (prime) أو مكافأة (سعر الخيار).<sup>3</sup>
- فالخيارات عقود مشتقة، تعطي لحاملها الحق وليس الإلزام بشراء أو بيع عدد من الأصول (أوراق مالية، عملات، سلع... إلخ)، بسعر محدد الآن، والتنفيذ يكون مستقبلاً، مقابل علاوة أو مكافأة يدفعها المشتري للبائع.

## ب- أركان عقد الخيار:

يتكون عقد الخيار من الأركان التالية:<sup>4</sup>

- ✧ **مشتري الحق (Buyer):** وهو المتعامل الذي يملك أو يشتري حق الشراء أو حق البيع، ويدفع مقابل هذا الحق مبلغ معين كمكافأة أو علاوة للطرف الثاني (البائع)، ومشتري الحق هو الذي يملك الحق في تنفيذ أو عدم تنفيذ العقد؛
- ✧ **محرر حق الخيار (Writer):** وهو المتعامل الذي يقوم ببيع حق الخيار للمشتري، ويحصل مقابل ذلك على علاوة، وهو بذلك ملزم بالتنفيذ إذا ما رغب المشتري في ذلك؛

<sup>1</sup> ضياء مجيد، **البيورصات "أسواق رأس المال وأدواتها: الأسهم والسندات"**، الإسكندرية، مؤسسة شباب الجامعة، 2005، ص.78.

<sup>2</sup> زكريا سلامة عيسى شطناوي، مرجع سابق، ص.150.

<sup>3</sup> Guy Caudamine et Jean Montier, **Banque et Marchés financiers**, Economica, 1998, p.346.

<sup>4</sup> هاشم فوزي دباس العبادي، **الهندسة المالية وأدواتها بالتركيز على استراتيجيات الخيارات المالية**، عمان، مؤسسة الوارق، 2008، ص.96-95.

✧ **سعر التنفيذ (Exercise or Striking Price):** وهو السعر المحدد عند إبرام العقد، وهو كذلك السعر الذي سوف يتم به تنفيذ العقد؛

✧ **السعر السوقي (Market Price):** وهو سعر الورقة المالية أو الأصل موضوع العقد، السائد في السوق؛

✧ **تاريخ الانتهاء (Expiration Date):** ويعرف بتاريخ التنفيذ، وهو التاريخ الذي يقوم فيه المشتري (مشتري الحق) بتنفيذ العقد؛

✧ **المكافأة أو العلاوة (Premium):** وهو المبلغ الذي يدفعه مشتري حق الخيار إلى البائع، كتعويض عن الحق المكتسب في التنفيذ أو عدم التنفيذ.

## 2-2- أنواع الخيارات:

تنقسم الخيارات إلى أنواع عديدة حسب المعيار المتخذ في التقسيم، يمكن تلخيصها في الجدول الموالي.

### الجدول رقم 23: أنواع الخيارات

#### الأنواع الرئيسية

عقد بين طرفين، يمنح فيه الطرف الأول، البائع أو محرم العقد إلى الطرف الثاني الحق في شراء أو عدم شراء أصل معين بسعر محدد الآن في تاريخ مستقبلي، مقابل علاوة يدفعها المشتري للبائع، ويراهن في ذلك المشتري على ارتفاع السعر السوقي عن السعر المحدد في العقد.	خيار الشراء (Call)
عقد بين طرفين، يمنح فيه الطرف الأول، البائع أو محرم العقد إلى الطرف الثاني الحق في بيع أو عدم بيع أصل معين بسعر محدد الآن في تاريخ مستقبلي، مقابل علاوة يدفعها المشتري للبائع، ويراهن في ذلك المشتري على انخفاض السعر السوقي عن السعر المحدد في العقد.	خيار البيع (Put)
عقد يعطي الحق لحامله بأن يكون مشتريا وبائعا للأصول موضوع العقد، مقابل علاوة مزدوجة يدفعها المشتري للبائع، ويبرم هذا النوع من العقود بسبب عدم القدرة على التنبؤ بالأسعار المستقبلية، نتيجة حساسية وتقلبات أسعار الأصول محل العقد، بذلك تكون خسائر المشتري محدودة بمقدار العلاوة المزدوجة، وأرباحه غير محدودة، في المقابل تكون أرباح البائع محدودة بمقدار العلاوة وخسائره غير محدودة إذا نُفذ المشتري الخيار. وتنقسم الخيارات المزدوجة بدورها إلى نوعين:	الخيار المزدوج (Straddle)
عقد اختيار مزدوج لا يتغير فيه سعر الشراء عن سعر البيع خلال فترة العقد، ويعرف بـ <b>Straddle</b>	
عقد خيار مزدوج يتغير فيه سعر الشراء عن سعر البيع خلال فترة العقد، ويعرف بـ <b>Strangle</b>	
يمكن النظر إلى الضمانات بأنها عقود اختيارات شراء، تصدر بواسطة شركات على أسهمها، وعادة ما تكون لفترة زمنية طويلة مقارنة بعقود الخيارات.	الضمانات (Warrants)

#### حسب تاريخ تنفيذ الخيار

خيار أمريكي إمكانية تنفيذ الخيار في أي وقت خلال مدة سريان العقد

خيار أوروبي لا يمكن تنفيذ العقد إلا في تاريخ الاستحقاق

خيار برمودا يتّم وضع عدة محطات محددة يمكن فيها تنفيذ الخيار، حيث تجمع هذه الطريقة بين الخيارين الأمريكي والأوروبي

### حسب التغطية

خيار شراء مغطى عقود يمتلك فيها البائع الأصول موضوع العقد، وبالتالي يستطيع تغطية التزاماته في حال قرر المشتري أن ينفذ العقد

خيار شراء غير مغطاة لا يمتلك فيها البائع محرر العقد الأصول موضوع العقد، وإذا قرر مشتري العقد التنفيذ، فإن البائع سيضطر إلى شراء الأصل من السوق وتسليمه للمشتري.

### حسب الربحية

الخيار المربح In-The-Money يكون في عقود خيار الشراء عندما يكون سعر السوق أكبر من سعر التنفيذ

يكون في عقود خيار البيع عندما يكون سعر السوق أقل من سعر التنفيذ

الخيار غير المربح Out-Of-The-Money يكون في عقود خيار الشراء عندما يكون سعر السوق أقل من سعر التنفيذ

يكون في عقود خيار البيع عندما يكون سعر السوق أكبر من سعر التنفيذ

الخيار المتكافئ At-The-Money يكون في عقود خيار الشراء وعقود خيار البيع عندما يكون سعر السوق يساوي سعر التنفيذ

### حسب التداول

خيارات متداولة تتداول عقود الخيارات في السوق المنظمة

خيارات غير متداولة تتداول عقود الخيارات في السوق بالتراضي ولا تتداول في السوق المنظمة

المصدر: راجع - طارق عبد العال حماد، المشتقات المالية "المفاهيم- إدارة المخاطر- المحاسبة"، الدار الجامعية، 2003، ص ص.45-46؛  
- زكريا سلامة عيسى شطناوي، مرجع سابق، ص.145؛

- Guy Caudamine et Jean Montier, op. cit., p.349.

## 2-3- أرباح وخسائر المستثمرين في الاختيارات:

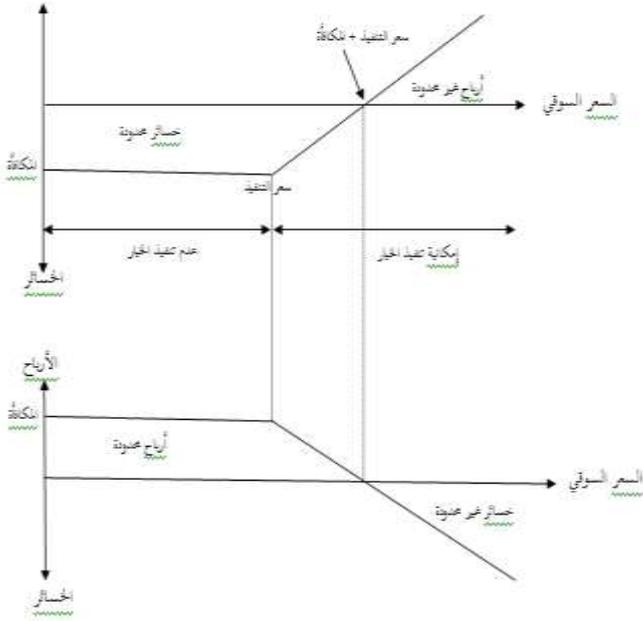
توجد أربع وضعيات رئيسية يتم من خلالها معرفة أرباح وخسائر المستثمرين في عقود الخيارات، وتبين هذه الوضعيات عدم تماثل (L'asymétrie) الوضعيات الموجودة بين البائع والمشتري في خيار الشراء وخيار البيع، فألية الخيارات تقوم على أساس مبادلة خطر غير محدد (Risque illimité) مقابل خطر محدد (Risque limité)، فهي بمثابة عقد تأمين (contrat d'assurance)، يقبل في مقابله طرف تحمل المخاطر مقابل علاوة أو مبلغ معين يدفعه الطرف المقابل.

وفيما يلي تلخيص للوضعيات الأربع الأساسية في عقود الخيارات، والتي توضح أرباح وخسائر المستثمرين في هذه العقود، مع الأشكال البيانية الممثلة لها.

الشكل البياني

الوضعية الأساسية

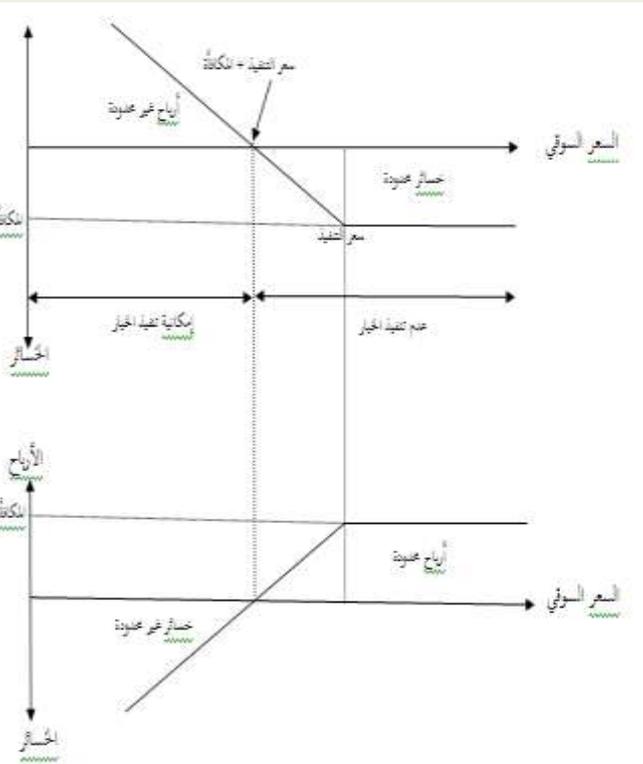
الخيار



شراء خيار شراء  
المشتري يتوقع ارتفاع سعر السوق  
المضاربة على الصعود

خيار الشراء  
Call()

بيع خيار شراء  
يتوقع البائع استقراراً أسعار حول  
سعر التنفيذ، ويتمنى عدم تنفيذ



شراء خيار بيع  
المشتري يتوقع انخفاض السعر  
المضاربة على الهبوط

خيار البيع  
(Put)

بيع خيار شراء  
يتوقع البائع استقراراً أسعار حول  
سعر التنفيذ، ويتمنى عدم تنفيذ

Source: Guy Caudamine et Jean Montier, op. cit., p.355

من الأشكال البيانية أعلاه يلاحظ ما يلي:

- إن وضعية المشتري والبائع متعاكستان تماما، فالاختلاف في توقعات الأطراف المتعاملة في عقود الاختيار هي السبب وراء إبرام هذه العقود بيعا وشراء، وأن التوقعات المتضاربة هي الأساس في إنشاء خيار البيع والشراء، إذ يلاحظ لا محدودية أرباح المشتري التي تزداد كلما زاد سعر السوق عن سعر التنفيذ مضافا إليه المكافأة، في حين أن أرباح البائع محدودة بمقدار المكافأة، أما خسائر المشتري فهي محدودة بمقدار المكافأة التي يدفعها للبائع، في المقابل خسائر البائع غير محدودة إذا ما قرر المشتري تنفيذ الخيار؛
- يلاحظ كذلك أن وضعية المشتري والبائع في اختيار البيع، تشبه وضعية المشتري والبائع في اختيار الشراء، فأرباح المشتري غير محدودة تتوقف على السعر السائد في السوق، فكلما انخفض السعر السوقي عن سعر التنفيذ مضافا إليه المكافأة، اختار المشتري تنفيذ الخيار، وبالتالي تزداد أرباحه، بالمقابل يحقق البائع خسائر غير محدودة لأنه مجبر على تنفيذ الخيار، أما إذا زاد السعر السوقي عن سعر التنفيذ زائد المكافأة، فإن المشتري لن ينفذ الخيار متخليًا بذلك عن المكافأة التي تعتبر كربح محدود بالنسبة للبائع.

**مثال:** اشترى متعامل حق شراء أمريكي لـ 1000 سهم لشركة معينة، خلال مدة معينة (5 أشهر)، بسعر 60 ون مقابل علاوة 5 ون لكل سهم.

**المطلوب:** حدّد أرباح وخسائر المشتري والبائع؟

**الحل:** 1- تحديد أرباح وخسائر المشتري:

- خلال مدة العقد التي تدوم 5 أشهر، يمكن للسعر أن يتغير على النحو التالي:
- ① السعر السوقي > سعر التنفيذ (60 ون) ⇨ لا ينفذ الخيار ⇨ خسارة المشتري محدودة = مقدار العلاوة = 5000 ون؛
- ② السعر السوقي = سعر التنفيذ = 60 ون ⇨ لا ينفذ الخيار ⇨ خسارة المشتري محدودة = مقدار العلاوة = 5000 ون؛
- ③ السعر السوقي < سعر التنفيذ، وليكن السعر = 64 ون ⇨ لا ينفذ الخيار وتنحصر خسارة المشتري بالفرق (5000 - 4000 = 1000 ون)؛
- ④ السعر السوقي < سعر التنفيذ، وليكن السعر = 65 ون ⇨ ينفذ الخيار إذ لا يحقق المشتري لا ربح ولا خسارة ⇨ خيار متكافئ؛
- ⑤ السعر السوقي < سعر التنفيذ أكبر من 65 ون ⇨ ينفذ الخيار ⇨ ربح المشتري يتمثل في [سعر السوق - (سعر التنفيذ + العلاوة)]. عدد الأسهم.

**2- تحديد أرباح وخسائر البائع:**

- وفقا لاحتمالات السابقة بالنسبة للمشتري، فإن احتمالات الربح والخسارة بالنسبة للبائع، تكون كما يلي:
- ① ربح البائع محدد بمقدار العلاوة = 5000 ون؛
- ② ربح البائع محدد بمقدار العلاوة = 5000 ون؛
- ③ ربح البائع محدد يقدر بـ 1000 ون؛

- ④ لا ربح ولا خسارة؛
- ⑤ خسائر غير محددة مرتبطة بارتفاع السعر السوقي.

### 3- العقود المستقبلية (Futures):

#### 3-1- تعريف العقود المستقبلية واستخداماتها:

يعرّف العقد المستقبلي على النحو التالي:

- "التزام قانوني متبادل بين طرفين، يفرض على أحدهما أن يسلم الآخر (أو يستلم منه) وبواسطة طرف ثالث (الوسيط) كمية محددة من أصل أو سلعة معينة في مكان محدد وبموجب سعر محدد."<sup>1</sup>
- "هي التزام قانوني متبادل بين طرفين يفرض على أحدهما أن يسلم للآخر (أو يستلم منه) وبواسطة طرف ثالث (الوسيط) كمية محددة من أصل أو سلعة معينة، في مكان محدد وزمان محدد، وبموجب سعر محدد."<sup>2</sup>
- حسب أنتوني سوندرز فإن: "العقد المستقبلي يجري الترتيب له من خلال سوق منظمة، وهو اتفاقية بين مشتري وبائع على تبادل أصل مقابل نقد في تاريخ لاحق، ووجه الخلاف بين هذا العقد والعقد الآجل، أنه بينما يكون السعر ثابتاً في العقد الآجل طول مدة العقد، فإن العقود المستقبلية تخضع للتسويات اليومية ويتم تعديل قيمتها وفقاً لسعر التسوية، ويستفاد من ذلك أن تسويات نقدية حقيقية تتم بصفة يومية بين الشاري والبائع استجابة لعمليات التسويات اليومية، حيث توصف السوق بأنها Marked to Market."<sup>3</sup>

انطلاقاً من التعاريف السابقة يمكن استخلاص مميزات العقود المستقبلية على النحو التالي:

✍ عقود تتداول في السوق المنظمة؛

✍ عقود معيارية (منمّطة) فيما يتعلق بقيمة العقد وتاريخ الاستحقاق؛

✍ ليس بالضرورة أن يتم التسليم الفعلي للأصل موضوع العقد، لأنه يمكن تداول هذه العقود في السوق الثانوي.

وتستخدم العقود المستقبلية في:<sup>4</sup>

- نقل خطر تغير الأسعار إلى طرف آخر مقابل أجر؛
- إمكانية استخدامها في المضاربة؛
- تغطية الخطر الناتج عن تقلبات أسعار الفائدة وذلك في حالة قيام الشركة بإصدار سندات بأسعار فائدة متغيرة وفقاً لأسعار الفائدة المنتظر سريانها في السوق، كما يمكن استخدامها في تغطية الخطر المتوقع نتيجة احتمال ارتفاع أسعار الفائدة في حالة رغبة الشركة في الاقتراض مستقبلاً.

<sup>1</sup> محمد مطر وفايز تيم، مرجع سابق، ص.270.

<sup>2</sup> محمد وجيه حنيني، مرجع سابق، ص.95.

<sup>3</sup> سمير عبد الحميد رضوان حسن، مرجع سابق، ص.213.

<sup>4</sup> عادل محمد رزق، مرجع سابق، ص.114-115.

### 3-2- عناصر العقود المستقبلية:

يجب أن تتضمن العقود المستقبلية أربعة عناصر أساسية، تتعلق بكمية ونوع الأصل محل العقد، وتاريخ التسليم والسعر وكيفية التسليم، ولضمان سوق منظم لسوق المستقبلية، عملت لجان البورصات على تنميط شروط التعاقد في المجالات التالية:<sup>1</sup>

#### أ- وحدة التعامل (Trading Unit):

ويقصد بها الكمية والوحدة التي تقاس بها مكونات العقد المستقبلي، فمثلا يكون التعاقد على أذونات الخزينة الأمريكية بمبلغ مليون دولار وعلى سندات الخزينة بـ 100 ألف دولار، حيث لا يمكن التعامل بأجزاء هذه العقود في هذه الأسواق، إذ يمكن التعامل على كميات كسرية في السوق الحاضرة، ولا مجال للتعامل بعقود كسرية في السوق المستقبلية؛

#### ب- شروط التسليم (Delivery Terms):

وتتضمن شروط التسليم، الشهور التي سيتم التعامل فيها على العقد (Contract Months) والفترة الزمنية خلال الشهر التي ينبغي أن يتم فيه التسليم، ودرجة جودة (Grade) الأصل محل التعاقد، والوسيلة الفعلية التي يمكن بها للبائع تسليم الأصل؛

ورغم أن السائد في بورصات العقود المستقبلية أن التسليم لبعض الأصول يتم في دورات شهرية، فإن هناك عقودا أخرى، مثل العقود على سندات الخزينة يتحدد موعد التسليم فيها في شهور معينة على أساس دورات فصلية، حتى أنه بالنسبة لبعض السلع الزراعية، لا توجد دورات على فترات منتظمة يتم فيها التسليم، إذ تتفاوت الفترة الزمنية من شهر إلى خمسة شهور، كذلك يختلف يوم التسليم باختلاف الأصل محل التعاقد؛

تحدد شهور التسليم من طرف لجان البورصة، على أن تعتمد من لجنة تعاملات العقود المستقبلية للسلع (Commodity Futures Trading Commission)، وهي اللجنة القائمة على شؤون أسواق العقود في الولايات المتحدة الأمريكية، وشروط التسليم خاصة في العقود المتعلقة بالأصول المالية، فهي ليست جامدة -شروط التسليم-، فالورقة المالية محل العقد قد تحل محلها ورقة مالية أخرى، بل قد تمتد المرونة إلى تاريخ التسليم أيضا، فالمستثمر الذي لا يمكنه تدبير سندات الخزينة، يمكنه تنفيذ العقد بتسليم ورقة حكومية أخرى، يمتد تاريخ استحقاقها إلى أكثر من 15 سنة؛

#### ج- حدود تقلب الأسعار (Price Change Limits):

تفرض أسواق العقود المستقبلية حدودا قصوى وأخرى دنيا للتغيرات السعرية اليومية، ويتفاوت الحد الأدنى والحد الأقصى حسب الأصل موضوع التعاقد، فإذا ارتفع أو انخفض السعر بمقدار الحد الأقصى المحدد (Days Limits) في لحظة ما خلال اليوم، فلا يمكن أن يتخطى السعر تلك الحدود، إذ يظل السعر سائدا حتى نهاية اليوم، بل قد تقرر إدارة السوق وقف التعامل على ذلك العقد، ويبدأ التعامل في اليوم التالي بأعلى سعر وصل إليه العقد في اليوم السابق. ويرجع السبب في وضع حد أقصى للتغيرات السعرية، هو الحد من أثر الاستجابة إلى المعلومات التي قد ترد إلى السوق؛

<sup>1</sup> هاشم فوزي دباس العبادي، مرجع سابق، ص ص 71-76.

**د- حدود المتاجرة والمراكز (Trading Position Limit):**

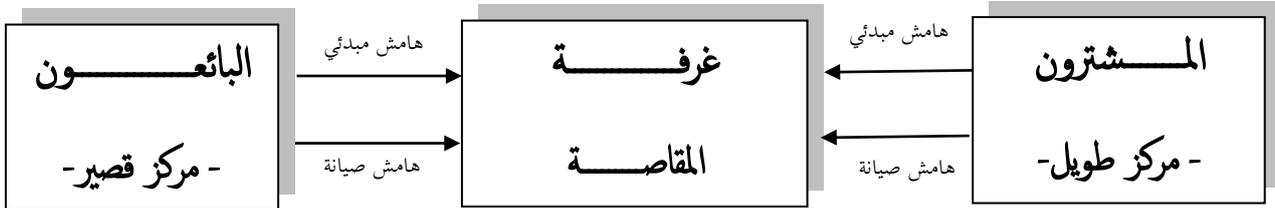
ويقصد بحدود المتاجرة والمراكز، تحديد الحد الأقصى للعقود محل المضاربة التي بجوزة مستثمر ما، من أجل الحد من التصرفات غير الأخلاقية التي يقوم بها بعض المضاربين، ويختلف العدد المحدد للمراكز باختلاف الأصل محل التعاقد؛

**هـ- الهامش المبدئي (Initial Merging):**

إن الاستثمار في أسواق العقود المستقبلية هو نوع من الاستثمار غير التقليدي، ولكي لا يتعرض أي طرف إلى ضرر نتيجة عدم التزام الطرف المقابل، فرض هامش مبدئي يختلف حسب حجم العقد ودرجة التقلب في قيمته السوقية، يدفعه كل من الطرفين إلى بيت السمسرة الذي يتعامل معه، وتقوم بإدارته غرفة المقاصة التي تكون بمثابة الوسيط بين الطرفين، وتتراوح نسبة الهامش المبدئي ما بين 5% و15% من قيمة العقد؛ والغرض من دفع الهامش هو إجراء المقاصة والتسوية اليومية للعقد، إذ يتم الخصم أو الإضافة إلى الهامش لكل طرف حسب موقعه، سواء كان بائعا (مركز قصير) أو كان مشتريا (مركز طويل)، كما يمكن أن يتم تحديد هامش إضافي آخر، يسمى هامش الصيانة (Maintenance Margin) تتراوح نسبته ما بين 75% إلى 80% من قيمة الهامش المبدئي، وذلك لضمان تنفيذ الطرفين للعقد.

ويمكن تمثيل آلية سير العقود المستقبلية في المخطط التالي:

المخطط رقم 23: آلية سير سوق العقود المستقبلية



تسوية يومية للسعر

**3-3- الفرق بين العقود المستقبلية والعقود الآجلة وعقود الخيارات:**

بداية لا بد من معرفة المقصود بالعقود الآجلة، حيث يمكن تعريفها على النحو التالي:

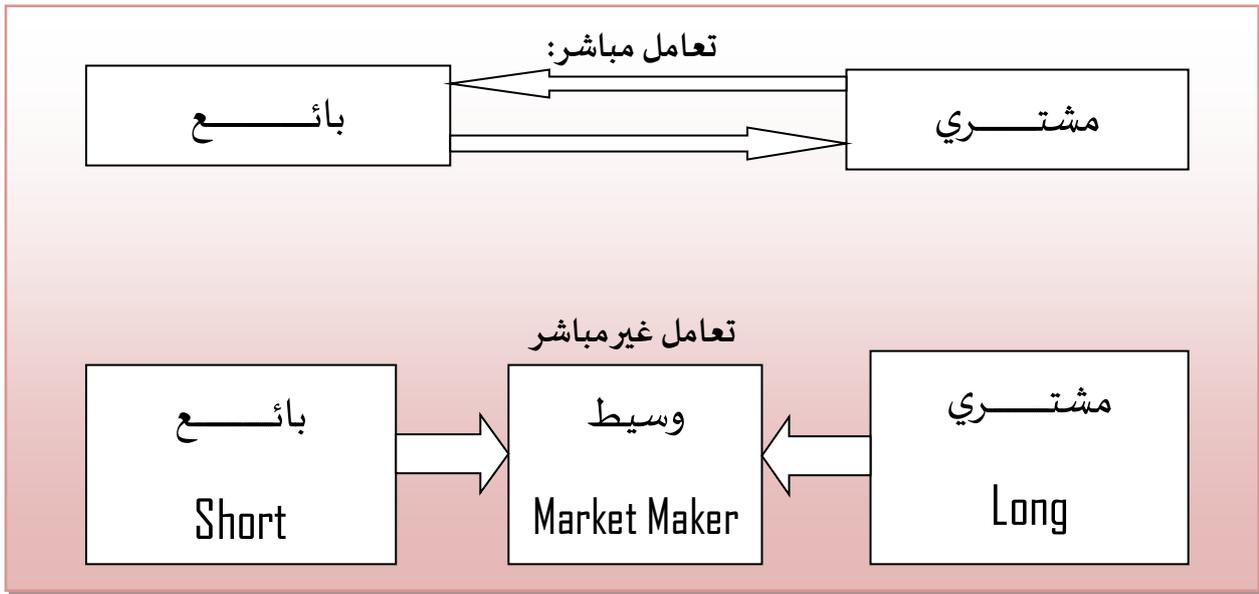
- "عبارة عن اتفاق بين طرفين البائع والمشتري لتبادل أصل في تاريخ لاحق بسعر يتفق عليه في الوقت الحالي".<sup>1</sup>
- "العقد الآجل هو عقد على شراء أو بيع كمية محددة من سلعة ما بمواصفات محددة في تاريخ مستقبلي معين بسعر متفق عليه عند إنشاء العقد".<sup>2</sup>

ويتم التعامل على العقود الآجلة في السوق غير الرسمية بطريقة مباشرة أو باستخدام وسيط أو صانع سوق، وذلك حسب المخطط التالي.

<sup>1</sup> محمد الحناوي وآخرون، الاستثمار في الأوراق المالية وإدارة المخاطر، الإسكندرية، المكتب الجامعي الحديث، 2007، ص.235.

<sup>2</sup> سمير عبد الحميد رضوان حسن، مرجع سابق، ص.209.

## المخطط رقم 24: التعامل في العقود الآجلة



المصدر: سمير عبد الحميد رضوان حسن، مرجع سابق، ص.210.

والجدول الموالي يوضح الفرق بين العقود المستقبلية والعقود الآجلة وعقود الخيارات.

## الجدول رقم 24: الفرق بين العقود المستقبلية والعقود الآجلة وعقود الخيارات

وجه المقارنة	العقود المستقبلية	العقود الآجلة	عقود الخيارات
المفهوم	هي عقود نمطية، إذ أن جميع الشروط عدا السعر والكمية ليست محلا للتفاوض، مما يجعلها عقودا غير شخصية. والعلاقة بين الطرفين المتعاقدين غير مباشرة، حيث يتوسط بيت التسوية بين الطرفين، مما يضمن حقوقهما	هي عقود شخصية إذ أن العلاقة بين الطرفين شخصية، حيث يتفاوض الطرفان على شروطها بما يتفق وظروفهما الشخصية	هي عقود اختيارية بالنسبة لمشتري عقد الخيار، أي يكون لمشتري الخيار الحق في تنفيذ العقد أو عدم تنفيذه، بينما يكون العقد ملزم لمصدره. وهي نمطية ولا تتم فيها التسوية اليومية للسعر.
درجة الالتزام	لها سوق ثانوي، يمكن لأي من الطرفين إقفال مركزه في التاريخ المرغوب.	ليس لها سوق ثانوي، فبمجرد إبرام العقد لا يستطيع الطرفين إلغاؤه (دون خسائر) وبالتالي فهي تنطوي على مخاطر عدم القدرة على التسليم ومخاطر حدوث تغير في سعر الأصل	ليس لها سوق ثانوي.

	محل التعاقد في المستقبل.		
التعرض للخسارة	تتحدد خسائر الطرفين المتعاقدين وفقاً لتحركات أسعار الأصل محل التعاقد في السعر الحاضر.	خسائر مشتري العقد المستقبلي قد تمتد لتشمل قيمة العقد بالكامل، ولكن يمكن استرداد الهامش المبدئي بالكامل إذا لم يتعرض المشتري للخسارة.	
استخدامها	لا يجد المضاربون مكاناً في سوق العقود الآجلة	يجد المضاربون في سوق العقود المستقبلية الفرصة لتحقيق الأرباح	
	تستخدم للتغطية ضد مخاطر تغيرات أسعار الأصول محل التعاقد، كما تستخدم للمضاربة		

المصدر: عادل محمد رزق، مرجع سابق، ص ص. 115-116.

#### 4- عقود المبادلة (Swaps):

##### 1-4- عقود المبادلة: تعريفها وخصائصها وأسباب تطورها:

##### أ- تعريف عقود المبادلة:

يمكن تعريف عقود المبادلة بأنها:

- عقود لاحقة التنفيذ (Forward Contracts)، حيث يتم تسوية عقد المبادلة على فترات دورية (شهرية، ربع سنوية، نصف سنوية... الخ).<sup>1</sup>
- عقود بين طرفين، لتبادل تدفق نقدي، مقابل تدفق نقدي آخر، ويتم تحديد ميعاد تسليم التدفق وطريقة الحساب، ويتم استخدام المبادلات للتحوط ضد المخاطر، ولا تخضع هذه العقود لشروط نمطية محددة فقد يملئ كل طرف شروطه، ولذا يتم تداولها في الأسواق غير منظمة فقط؛<sup>2</sup>
- عملية تبادل مزدوجة (double opération de change)، واحدة منها نقدية (au comptant) والأخرى آجلة (à terme).<sup>3</sup>

##### ب- خصائص عقود المبادلة:

يتميز عقد المبادلة بـ:<sup>4</sup>

- عقد المبادلة ملزم لطرفي العقد على عكس ما هو معروف في عقود الخيارات؛
- لا يتم تسوية المتحصلات أو المدفوعات يومياً كما هو الحال في عقود المستقبلات؛

<sup>1</sup> محمد صالح الحناوي وجمال إبراهيم العبد، بورصة الأوراق المالية بين النظرية والتطبيق، الإسكندرية، الدار الجامعية، 2002، ص. 331.

<sup>2</sup> السيد متولي عبد القادر، مرجع سابق، ص. 261.

<sup>3</sup> J-P-Gourlaouen, **Les nouveaux instruments financiers**, Vuiber, 1988, p.91.

<sup>4</sup> محمد صالح الحناوي وآخرون، **الاستثمارات في الأوراق المالية ومشتقاتها "مدخل التحليل الأساسي والفني"**، الإسكندرية، الدار الجامعية، 2004، ص. 371.

- لا يتم تسويته مرة واحدة كما هو الحال في العقود لاحقة التنفيذ.

### ج- أسباب تطور عقود المبادلة:

بدأت عقود المبادلة منذ سنة 1981، لكنها تطورت بعد ذلك بشكل مستمر بسبب<sup>1</sup>:

+ تعتبر عقود المبادلات وسيلة سريعة للمقترض لتغيير طبيعة الأصول والخصوم أو للمساواة بين نوعية وآجال الأصول ونوعية وآجال الخصوم؛

+ عدم وجود السوق الكاملة بسبب الأنظمة والضرائب وتكاليف المعاملات، والتي أدت إلى وجود ما يسمى بفرص المراجعة، والتي تمكن المقترض من تخفيض تمويله بالاقتراض بالعملة الأجنبية، وتغطية المخاطر المصاحبة لذلك، وهي مخاطر أسعار الصرف الأجنبي من خلال مبادلة العملات؛

+ ساهم الوسيط في عقود المبادلة في تطوير عقود المبادلة، حيث تحول دوره من مجرد سمسار إلى تاجر أو شريك في العقد، وذلك لعدة أسباب منها:

- صعوبة إيجاد الطرفين المتطابقين لقيمة وشروط العقد؛
- دور الوسيط كضامن للطرف الأقل ائتمانا؛
- ضالة الهامش بين سعر البيع وسعر الشراء لعقد المبادلة، جعل الوسطاء يدخلون في حجم تعاملات كبير في سوق المبادلات لتحقيق مستوى معين من الأرباح.

### 4-2- أنواع عقود المبادلة:

هناك أنواع عديدة من عقود المبادلة، أشهرها تتمثل في:

#### أ- عقود مبادلة أسعار الفائدة (Interest Rate Swap):

هي عبارة عن اتفاق بين طرفين لمبادلة مدفوعات الفوائد على فترات منتظمة، حيث يعتمد مقدار هذه المدفوعات على قيمة العقد المتفق عليه (notional principal). وتتمثل المدفوعات التي يدفعها كل طرف دوريا في معدل الفائدة المتفق عليه مضروبا في قيمة العقد، أما المبالغ التي تتبادل بين الطرفين فهي عبارة عن صافي مدفوعات الفائدة وليس قيمة العقد. والطرف الذي يوافق على أن يدفع للطرف الآخر مدفوعات فائدة ثابتة في تواريخ محددة خلال فترة العقد يسمى دافع معدل الفائدة الثابت (Fixed-Rate Payer) والطرف الآخر يسمى دافع معدل الفائدة المتغير (Floating-Rate Payer) وهو الذي يوافق على أن يدفع للطرف الأول مدفوعات فائدة متغيرة وفقا لمعدل مرجعي هو معدل الليبور.<sup>2</sup>

#### ب- عقود مبادلة العملات (Currency Swap):

تتمثل عقود مبادلة العملات في عملية مبادلة بين عملتين معينتين، في شراء أحدهما ولتكن العملة X وبيع الأخرى ولتكن عملة Y على أساس السعر الآني أو الفوري لكل منهما، وفي الوقت نفسه إعادة بيع الأولى وشراء الثانية بموجب

<sup>1</sup> محمد الحناوي وآخرون، الاستثمار في الأوراق المالية وإدارة المخاطر، مرجع سابق، ص 313-314.

<sup>2</sup> المرجع السابق، ص 281-282.

السعر الآجل، والذي يتم تحديده وفق الفرق القائم بين أسعار الفائدة السائدة حينئذ على الإيداع والإقراض بالنسبة لكل من العملتين.<sup>1</sup>

وتتخذ عقود مبادلة العملات شكلين أساسيين هما:<sup>2</sup>

- **عقود مبادلة متوسطة أو طويلة الأجل:** تحدث في أسواق رأس المال، يطلق عليها "المقايضات الرأسمالية"، ويغلب عليها طابع التحوط، وتلجأ إليها عادة المؤسسات المالية التي تلجأ إلى الاقتراض الطويل الأجل من أسواق رأس المال؛

- **عقود مبادلة قصيرة الأجل:** تحدث عادة في السوق النقدية، ويتعامل فيها المضاربون لأغراض تحقيق الأرباح نتيجة تقلب أسعار صرف العملات وأسعار الفائدة على تلك العملات.

### ج- عقود مبادلة الأسهم:

هي مبادلة يتم من خلالها اتفاق بين طرفين على أن يؤدي كل منهما مدفوعات للطرف الآخر، على أن تكون مدفوعات أحد الطرفين على الأقل محتسبة طبقاً لأداء سهم أو مؤشر للأسهم، أما مدفوعات الطرف الآخر فيمكن احتسابها بأي طريقة، ولقد لقيت هذه الأداة قبولا كبيرا في الأسواق المالية منذ نشوئها في أواخر الثمانينات، حيث قدمت لأول مرة من خلال إحدى شركات أمناء الاستثمار وهي Bankers trust company سنة 1989.<sup>3</sup>

### د- عقود مبادلة السلع:

هي مبادلة يقوم بموجبها أحد الطرفين بالشراء الآني من الطرف الآخر، لكمية معينة من السلعة محل التعاقد بالسعر السائد، ويتم سداد الثمن فورا، ويبيعها في نفس الوقت بيعا آجلا بسعر متفق عليه مسبقا، بحيث يتم السداد على فترات متفق عليها.<sup>4</sup>

ويمكن تحديد السعر الآجل على أساس سعر الشراء، مضافا إليه معدل التغير في سعر السلعة في كل فترة من فترات السداد، كما يمكن أن يتحدد على أساس سعر الشراء مضافا إليه العائد لعملة ما. وما يلاحظ على هذه العمليات وإن كان يترتب عليها التزام من كلا الطرفين بدفع المبالغ المستحقة عليهما، إلا أنها لا تتضمن تبادلا فعليا للسلع محل التعاقد.<sup>5</sup>

<sup>1</sup> محمد مطر وفايز تيم، مرجع سابق، ص 286.

<sup>2</sup> المرجع السابق، ص 287.

<sup>3</sup> سمير عبد الحميد رضوان حسن، مرجع سابق، ص ص 260-261.

<sup>4</sup> عادل محمد رزق، مرجع سابق، ص 119.

<sup>5</sup> مبارك بن سليمان بن محمد آل سليمان، مرجع سابق، ص 1129.

## خلاصة:

تعتبر المشتقات المالية من بين أرقى ما وصلت إليه تقنيات الهندسة المالية، وهي عقود تشتق قيمتها من قيمة الأصل موضوع العقد، وهناك أنواع عديدة من المشتقات تتمثل في الخيارات والمستقبليات وعقود المبادلة؛ تعتبر الخيارات عقودا تعطي الحق للمالكها بالشراء أو البيع، بسعر محدد مسبقا وفي تاريخ لاحق مقابل علاوة، ولها أركان عديدة، كما أنها متنوعة وكثيرة، كما أن وضعيات البائع والمشتري فيها متعاكسة تماما، فما يعتبر ربحا لطرف يعتبر خسارة بالنسبة للطرف الآخر؛ تعتبر المستقبليات عقودا معيارية منمّطة إلزامية، لها خصائص معينة، كما تختلف عن العقود الآجلة (شخصية وغير منمّطة) وعن الاختيارات في أمور عديدة، يستعملها أعضاؤها لأغراض عديدة، وتقف دائما غرفة المقاصة كوسيط بين البائع والمشتري؛ إلى جانب المستقبليات توجد عقود المبادلة التي تعتبر عملية مزدوجة الأولى فورية والثانية آجلة، وهي عملية لها خصائصها وأغراضها الخاصة بها، وأشهر أنواعها عقود مبادلة أسعار الفائدة وعقود مبادلة العملات وعقود مبادلة الأسهم وعقود مبادلة السلع.

## أسئلة للمناقشة:

- 1- ما المقصود بالمصطلحات التالية:
  - مشتق مالي؟
  - خيار الشراء وخيار البيع؟
  - خيار مزدوج؟
  - سعر السوق؟
  - سعر التنفيذ؟
  - العالوة؟
- 2- ما هي أشكال المشتقات المالية؟
- 3- ما الفرق بين الخيار الأمريكي والخيار الأوروبي؟
- 4- ما الفرق بين الخيار المغطى والخيار غير المغطى؟
- 5- إليك وضعيات الخيار التالية:
  - خيار شراء: سعر السوق أقل من سعر التنفيذ
  - خيار بيع: سعر السوق أقل من سعر التنفيذ
  - خيار شراء: سعر السوق أكبر من سعر التنفيذ
  - خيار بيع: سعر السوق أكبر من سعر التنفيذ
 حدّد وضعية ونتيجة كل خيار في تاريخ التنفيذ؟
- 6- ما المقصود بالعقود المستقبلية؟ ولماذا تعتبر عقوداً مغلقة؟
- 7- ما هي خصائص العقود المستقبلية؟ مع الشرح؟
- 8- اشرح دور غرفة المقاصة في العقود المستقبلية؟ ولماذا تعتبر ضرورية؟
- 9- ما المقصود بتسوية العقود المستقبلية؟ وما الغرض من ذلك؟
- 10- ما الفرق بين: - العقود الآجلة والعقود المستقبلية؟  
- عقود الاختيار والعقود المستقبلية؟
- 11- ما هي خصائص وأهداف عقود المبادلة؟
- 12- ما هي أنواع عقود المبادلة؟
- 13- ما الفرق بين السعر الآني للعملة وسعرها الآجل المحدد في عقود المبادلة؟
- 14- تتخذ عقود مبادلة العملات شكلين، اشرحهما وحدد الفرق بينهما؟

# المحور الحادي عشر: الأسواق المالية الدولية والمراكز المالية الدولية

الأهداف التعليمية للمحور:

- ⊖ التعرف على مفهوم الأسواق المالية الدولية وأهم خصائصها؛
- ⊖ معرفة عوامل قيام وتطور الأسواق المالية الدولية؛
- ⊖ التعرف على مختلف المتدخلين في الأسواق المالية الدولية؛
- ⊖ التعرف على أساسيات سوق الأورو عملات؛
- ⊖ التعرف على سوق اليوروقروض وخصائصه وأهم أدواته؛
- ⊖ معرفة سوق السندات الدولية وخصائصه وأنواع السندات الدولية؛
- ⊖ إدراك مفهوم سوق الأسهم الدولية وأنواع الأسهم الدولية؛
- ⊖ التعرف على المركز المالي الدولي وشروطه وأنواعه ومقوماته.

## تمهيد:

حتى نهاية السبعينات من القرن العشرين، كانت الأسواق المالية مغلقة في حيزها الوطني أو المحلي، كما كانت مقسمة إلى أسواق عديدة حسب تواريخ الاستحقاق (échéances)، إلى أسواق نقدية تختص بتوفير التمويل قصير الأجل، وأسواق رؤوس الأموال طويلة الأجل خاصة بالعمليات المتوسطة وطويلة الأجل. فقد كانت الحركات الدولية للادخار خلال تلك الفترة مكبلة إلى حد كبير، لكن منذ ذلك الحين ظهر مفهوم التكامل المالي (L'intégration financière)، حيث زاد الارتباط بين مختلف الأسواق المالية الوطنية، كما تمت إعادة الهيكلة وبروز مختلف الأسواق المالية الدولية التي أصبحت منفتحة على مختلف الابتكارات المالية (innovation financière)، لنشهد بروز سوقا ماليا علميا أو دوليا أكثر تعقيدا وتشابكا.<sup>1</sup>

وللتعرف على السوق المالي الدولي وعوامل تطوره والمتدخلين فيه وأقسامه، قسّم المحور إلى النقاط التالية:

- 1- تعريف الأسواق المالية الدولية وخصائصها؛
- 2- عوامل قيام وتطور الأسواق المالية الدولية والمتدخلين فيها؛
- 3- السوق النقدية الدولية؛
- 4- سوق السندات الدولية وسوق الأسهم الدولية؛
- 5- المراكز المالية الدولية.

## 1- تعريف الأسواق المالية الدولية وخصائصها:

## 1-1- تعريف الأسواق المالية الدولية:

تعرف الأسواق المالية الدولية على النحو التالي:

- هي أسواق يتم فيها تبادل وتداول القروض أو الديون (des créances) والأصول النقدية والمالية المتعلقة بالمعاملات والصفقات أو التداول الدولي (circulation internationale) للتدفقات المالية (flux financiers).<sup>2</sup>
- يضم السوق المالي الدولي مجموع التمويلات القصيرة والمتوسطة والطويلة الأجل المتاحة للمقترضين خارج بلدانهم الأصلية، ويضمن هذا السوق قسمين رئيسيين هما:<sup>3</sup>
  - السوق الأوروبي (euromarchés): والذي يضم بدوره سوق الأوروعملات (eurodevises) وسوق الأوروقروض (eurocrédits) وسوق الأوروسندات (euro-obligations) وسوق الأورواسهم (euro-actions).

<sup>1</sup> Les marchés financiers internationaux, p.2. dans le site:

<https://d1n7iqsz6ob2ad.cloudfront.net/document/pdf/53bbbee76fd15.pdf>

<sup>2</sup> Ibid, p.3.

<sup>3</sup> Jean-Pierre Allegret et Bernard Courbis, op. cit., p.123.

- سوق السندات الأجنبية (obligations étrangères).

- "هي أسواق الديون المقومة بالعملات المختلفة، وإن كان الدولار أهمها، والصادرة عن الحكومات والمؤسسات الخاصة من مختلف الجنسيات والتي لا تخضع لرقابة السلطات النقدية والمالية لأي من الدول."<sup>1</sup>
- "أسواقاً تنشأ فيها وتتم عمليات التبادل والتداول والتصفية للديون والأصول النقدية والمالية، المرتبطة بعمليات تتجاوز الحدود الوطنية للدولة."<sup>2</sup>

انطلاقاً من ذلك يمكن تعريف الأسواق المالية الدولية بأنها:

سوقاً مالية شأها شأن الأسواق المالية المحلية، حيث تعمل على التوسط بين أعوان الفائض التمويلي وأعوان العجز التمويلي على المستوى الدولي، حيث يكون التعامل خارج الحدود الوطنية وبعملة مختلفة.

## 1-2- خصائص الأسواق المالية الدولية:

تتميز الأسواق المالية الدولية بجملة من الخصائص، يمكن تلخيصها في النقاط التالية:<sup>3</sup>

- ارتفاع حجم المعاملات المالية الخاصة بالأدوات الاستثمارية الأجنبية في سوق محلية معينة، بحيث يشكل هذا الحجم نسبة عالية من التبادلات الجارية، مثل أدوات الأورو دولار في سوق لندن؛
- ارتفاع نسبة مساهمة بلد ما أو عدد محدد من الدول بشكل عام وأسواق معينة بشكل خاص في القيمة الكلية للتبادلات الدولية؛
- اعتماد شبكات الاتصالات الدولية في التعاقدات على التبادلات الدولية، ومتابعة إجراءات تنفيذها، ويغطي هذا الاعتماد مختلف الأدوات المتداولة ومختلف الأسواق سواء كانت نظامية أو غير نظامية؛
- زيادة المعاملات غير النظامية، سواء كان ذلك بطريقة مباشرة بين مختلف المتعاملين في الأسواق المالية الدولية، أو بطريقة غير مباشرة عن طريق الوسطاء أو الاتصالات السلكية واللاسلكية، وقد أصبحت هذه التعاملات الميزة البارزة لهذه الأسواق، بسبب تعاظم نسبتها في القيمة الكلية لهذه الأسواق؛
- قيام مؤسسات ائتمانية وتجارية واستثمارية عابرة للقارات أو شركات متعددة الجنسيات بممارسة وظائف المشاركة أو الضمان أو الإدارة في التبادلات المالية الجارية بشكل مباشر أو من خلال أسواق مالية معينة؛
- غالبية الأسواق يغلب عليها طابع المضاربة، فتعاني من تقلبات شديدة في الأسعار؛

**ملاحظة:** رغم الخصائص السابقة، إن إعطاء صفة الدولية لسوق مالية معينة يعد أمراً نسبياً، وذلك لأن غالبية الأسواق القائمة وحتى في الدول النامية، أصبحت تتعامل جزئياً بشكل مباشر أو بآخر بأدوات صادرة من مؤسسات أجنبية، وقد تمتد تأثيرات معينة من هذه الأسواق خارج اقتصادياتها المحلية، كما تساهم شبكة الاتصال المتطورة في إخراج الكثير من

<sup>1</sup> محفوظ جبار، البورصة وموقعها من أسواق العمليات المالية، مرجع سابق، ص.92.

<sup>2</sup> محفوظ جبار وسامية عمر عبدة، أسواق رأس المال الدولية: الهياكل والأدوات، أبحاث اقتصادية وإدارية، كلية العلوم الاقتصادية والتسيير، جامعة محمد خيضر، بسكرة، العدد الثالث، جوان 2008، ص.75.

<sup>3</sup> هوشيار معروف كاكامولا، الاستثمارات والأسواق المالية، عمان، دار صفاء للنشر والتوزيع، 2003، ص.184-187.

الأسواق المحلية من عزلتها. ومع ذلك، فإن اعتماد الخصائص السابقة كمعيار أساسي للتمييز بين الأسواق المالية في العالم إلى ثلاثة مجموعات رئيسية هي:<sup>1</sup>

- ✚ أسواق متقدمة تشمل أسواقا أمريكية وأوروبية ويابانية؛
- ✚ أسواق ناهضة متقدمة عبر المحيط الهادي وأستراليا ونيوزلندا وكندا؛
- ✚ أسواق ناهضة نامية في آسيا وأمريكا اللاتينية.

## 2- عوامل قيام وتطور الأسواق المالية الدولية والمتدخلين فيها:

### 2-1- عوامل قيام وتطور الأسواق المالية الدولية:

هناك مجموعة من العوامل التي أدت إلى قيام وتطور الأسواق المالية الدولية، من بين هذه العوامل يتم ذكر ما يلي:<sup>2</sup>

- إن العامل الأساسي الذي أدى إلى نشوء الأسواق المالية الدولية هو انفتاح الاقتصاديات المتقدمة على بعضها البعض، في البداية في أوروبا ثم مع الوم أ واليابان، وذلك لتلبية المتطلبات المختلفة لحركات رؤوس الأموال والسلع والخدمات؛
- ساهم تزايد حركة رؤوس الأموال الدولية خاصة الأمريكية منها إلى الدول المتضررة من الحرب العالمية الثانية في بروز أسواق مالية أوروبية وأمريكية، وذلك لتكثيف وتنظيم وتوجيه هذه الحركة، فقد ساهمت هذه السيولة الدولية الواسعة التي وفرتها هذه الحركة والعقود الاستثمارية والتجارية التي رافقتها في زيادة نشاط الأسواق المالية الدولية في الدول الرأسمالية المتقدمة؛
- توجه رؤوس الأموال الغربية خاصة الأمريكية واليابانية إلى بعض المناطق الآسيوية ككوريا الجنوبية وتايوان وهونغ كونغ وسنغافورة وتايلندا وماليزيا والفلبين، قد أسهم في ظهور أسواق مالية دولية في هذه الدول، ومع تطور الصناعات التصديرية واتساع التجارة الدولية لهذه الدول مع انخفاض تكلفة العمالة، زاد الاهتمام بهذه الأسواق (الآسيوية) كمجالات خصبة للاستثمار في مختلف الأدوات المالية المتاحة؛
- شهدت الدول البترولية منذ بداية السبعينيات من القرن الماضي زيادة مداخيلها البترولية، ومن أجل إعادة تدوير الأموال البترولية، قامت هذه الدول بـ:
  - ✚ شراء حصص من أسهم الشركات الغربية وخاصة الأوروبية؛
  - ✚ تقديم الديون إلى البلدان النامية غير البترولية بشكل مباشر أو من خلال المؤسسات المصرفية أو الأسواق المالية الغربية؛
  - ✚ الاستثمار في السندات الصادرة عن الحكومات أو الشركات في الدول الرأسمالية.

<sup>1</sup> المرجع السابق، ص ص. 186-187.

<sup>2</sup> المرجع السابق، ص ص. 187-190.

- تطور وسائل الاتصال السلكية واللاسلكية منذ بداية القرن العشرين، خاصة بظهور شبكة الأنترنت، والتي ساهمت في تكثيف المعلومات المالية وتوفير التسهيلات الكافية لتداول الأدوات الاستثمارية وفي تحويل الأموال في أوقات قياسية بضمانات أكبر؛
- دخول المؤسسات المصرفية وشركات التأمين في تعبئة المدخرات من مصادر تمويلية مختلفة والاستثمار في الأسواق المالية المعروفة؛
- أدى ظهور سوق الأورو دولار في نهاية الخمسينات إلى زيادة نمو واتساع رقعة الأسواق المالية الدولية، حيث فرضت الوم أضرية تعادل الفائدة على المقيمين الأمريكيين الذين يشترون الأدوات الأجنبية، بهدف تقليص تدفقات الأموال الخارجة من الوم أ عند تدهور ميزان مدفوعاتها؛
- التطور الإداري للأسواق المالية الدولية وشمولها على وكالات متخصصة في تقديم الخبرات والتسهيلات الإدارية، والتي يمكن من خلالها التعرف على فرص الاستثمارات الدولية المختلفة؛
- كان للحكومات دورا بارزا في قيام العديد من الأسواق المالية الدولية وتطويرها كاليابان وجنوب شرق آسيا.

## 2-2- المتدخلون في الأسواق المالية الدولية:

هناك خمسة متدخلين رئيسيين في الأسواق المالية الدولية هم:<sup>1</sup>

### أ- البنوك والسماسة: متدخلون رئيسيون في الأسواق المالية الدولية:

❖ **البنوك (les banques):** تتدخل البنوك في الأسواق المالية للعمل لحسابها الخاص أو لحساب عملائها، وتجدر الإشارة أنه ليس كل البنوك نشطة في هذه الأسواق، إذ تسيطر البنوك الكبيرة على هذا المجال في الوم أ، وتنشط البنوك المتوسطة على المستوى المحلي، في حين تمتلك البنوك المتوسطة في أوروبا عملاء نشطون في العديد من الأسواق، يوجب عليها أن توفر لهم الخدمات المالية بشكل ملائم؛

في الواقع تؤدي البنوك دورين أساسيين في الأسواق المالية الدولية، دور تستخدم فيه البنوك هذه السوق، ودور تلعب فيه البنوك دور صانع سوق (Market-Maker)، حيث تقوم بشراء وبيع العملات، وتكون في وضعية دائمة لتحديد سعر شراء وبيع العملات الأكثر أهمية في السوق.

❖ **السماسة (les courtiers):** يفضل الكثير من العملاء اللجوء إلى السماسة (brokers) لإتمام معاملاتهم المالية، وعلى عكس البنوك لا يعمل السماسة لحسابهم الخاص أو دور صانع السوق، فدورهم كوسطاء يمكنهم من تجميع (regrouper) وضعيات الزبائن، وإخفاء هوية الصفقات لتجنب المتدخلين من معرفة المراكز، وفي مقابل ذلك يحصل السماسة على عمولة (rémunération) يختلف سعرها باختلاف حجم وسيولة سوق العملة المتداولة.

### ب- المؤسسات الصناعية والتجارية (les entreprises industrielles et commerciales):

تعتبر المؤسسات الصناعية والتجارية من بين أهم المتعاملين في الأسواق المالية الدولية، إذ تطلب هذه المؤسسات خدمات هذه السوق لتلبية التزاماتها اتجاه عمليات الاستيراد وتمويل عملياتها الخارجية، كما تستخدم أسواق رأس المال

<sup>1</sup>Voir: - **Les marchés financiers internationaux**, op. cit., pp.11-13.

الدولية لضمان وتأمين تدفق الأموال بين الشركة الأم والشركات التابعة لها، وللتحوط لمواجهة مخاطر تقلبات سعر الصرف.

### ج- البنوك المركزية (les banques centrales):

تتدخل البنوك المركزية في الأسواق المالية الدولية من أجل تحقيق الاستقرار واستعادة الاختلالات المؤقتة للوصول إلى هدف تكافؤ أو تعادل العملة الوطنية، أو في سياق إدارة الاحتياطات الرسمية، فمنذ إنشاء نظام سعر الصرف العائم (taux de change flottants) أصبحت تدخلات البنوك المركزية أكثر تشتتاً (متقطعة)، ومع ذلك يشعر المتدخلون بالقلق إزاء هذه التدخلات، خاصة عندما تكون في وقت واحد.

### د- المستثمرون المؤسساتيون (les investisseurs institutionnels):

يعتبر المستثمرون المؤسساتيون من بين أهم المتدخلين في الأسواق المالية الدولية، فقد أصبحت شركات التأمين وصناديق التقاعد وشركات الاستثمار... إلخ على مر السنين من أهم مستخدمي هذه الأسواق، بسبب تدويل أنشطة هذه المؤسسات والاتجاه الواسع الانتشار نحو تنويع المنتجات الاستثمارية.

## 3- السوق النقدية الدولية:

ينقسم السوق المالي الدولي شأنه شأن السوق المالي المحلي إلى سوق نقدي قصير الأجل وسوق رأس ما طويل الأجل (سوق السندات الدولية وسوق الأسهم الدولية).

إذ تعرف السوق النقدية الدولية على أنها: "مجموعة الصفقات التجارية والمالية التي تتم بواسطة العملات الصعبة خارج بلدانها، أي خارج بلد إصدارها، كأن نتكلم عن الدولارات الأوروبية (Eurodollars) الموجودة خارج الو م أ.<sup>1</sup> وقد تزايدت أهمية هذه السوق كمصدر تمويلي عالمي، بسبب تطور المصدر الرئيسي لرؤوس الأموال في هذه السوق، وهو الودائع بالعملات الأجنبية في البنوك، أو ما يعرف بسوق اليورو عملات (Eurodevises).

### 3-1- سوق الأورو عملات:

#### أ- تعريفه وأصل تسميته:

يعرف سوق الأورو دولار على النحو التالي:

- هو عبارة عن سوق لرأس المال، تتم فيه العمليات المالية (opérations financières) أي الإقراض والاقتراض المحررة بالأورو عملة، بمعنى محررة بنقود مختلفة عن عملة البلد الأصلي، فهو سوق أوفشور (offshore)، يفلت من الضوابط الرقابية للسلطات النقدية والمالية في مختلف الأسواق الوطنية.<sup>2</sup>

<sup>1</sup> محفوظ جبار، اليورصة وموقعها من أسواق العمليات المالية، مرجع سابق، ص 94-95.

<sup>2</sup> Support de cours Finance Internationale (BTC internationale), p.11 . dans le site:

[eftg-dz.com/index.php/component/k2/.../119\\_63c835e7225952f397dc3da827277f19](http://eftg-dz.com/index.php/component/k2/.../119_63c835e7225952f397dc3da827277f19)

- "هي عبارة عن ودائع بنكية بعملات تختلف عن عملة البلد الذي يوجد فيه البنك." <sup>1</sup>
- وهناك شرطين أساسيين لكي تكون الوديعة أوروبية أو دولية هما: <sup>2</sup>
- ✚ المؤسسة التي تقبل الوديعة يجب أن تكون بنكا تجاريا والمودع يمكن أن يكون بنكا آخر أو أي شخص أو مؤسسة أخرى غير بنكية؛
- ✚ أن يكون البنك خارج البلد الذي تحمل الوديعة عملته، وتسمى البنوك التي تقبل وتقرض بعملات أوروبية بالبنوك الأوروبية (Eurobanques)
- وتعني كلمة أورو أو يورو (Euro) الإنجليزية واستخدامها مع العملات، إلى أن المعاملة تمت بعملة معينة خارج بلد تلك العملة، لهذا فالعملة الأجنبية الأوروبية هي ودائع وقروض بعملة معينة لدى بنوك متواجدة خارج البلد الذي تستعمل فيه تلك العملة كوحدة نقد وطنية، فعلى سبيل المثال، الأورودولار هو عبارة عن الدولارات الأمريكية الموجودة في بنوك خارج أمريكا، وقد تكون هذه البنوك بنوكا أوروبية أو غير أوروبية، كما توجد أسواق أورودولار في آسيا ويطلق عليها البعض تسمية آسيادولار (Asiadollard). <sup>3</sup>
- لقد استمد هذا السوق تسميته عندما بدأت البنوك الأوروبية تفتح لعملائها حسابات ودايع لأجل بالدولار، وتلتزم برد هذه الودائع عندما يحين أجلها للسداد بالدولار، وهذه الطريقة تخالف العرف السائد لدى البنوك التجارية والقاضي برد الودائع بالعملات المحلية. ومع مرور الوقت عممت البنوك الأوروبية تجربتها على البنوك التجارية الأخرى في معظم أنحاء العالم، كما أن الأمر أصبح مختلفا، حيث لم تعد البنوك الأوروبية تقتصر على قبول الودائع بالدولار فقط، بل ذهبت إلى أبعد من ذلك، بقبول ودائع بعملات أجنبية أخرى، لذلك تغيرت التسمية إلى الأوروعملات (Eurocurrencies). <sup>4</sup>

### ب- مميزات:

- يتميز سوق اليورودولار بالمميزات التالية: <sup>5</sup>
- ✚ يؤدي هذا السوق دورا رئيسيا في زيادة العرض من الأموال بالعملات الأجنبية، مما يسهل عمليات التمويل فيه وخفض تكلفتها؛
- ✚ يؤدي هذا السوق إلى تضيق الفجوة بين أسعار الفائدة على القروض الدولية؛
- ✚ تذبذب أسعار العملات المحلية المقومة بالعملات الأجنبية، فصارت أسعار صرف هذه العملات تتذبذب صعودا وهبوطا حسب زيادة أو انخفاض عرض العملات في سوق اليورودولار.

<sup>1</sup> جمال جويدان الجميل، مرجع سابق، ص. 67.

<sup>2</sup> المرجع سابق، ص. 68.

<sup>3</sup> محفوظ جبار وسامية عمر عبدة، مرجع سابق، ص. 76.

<sup>4</sup> جمال جويدان الجميل، مرجع سابق، ص. 67.

<sup>5</sup> المرجع السابق، ص. 68.

## ج- أسباب ظهوره:

هناك أسباب عديدة لنشوء وتطور سوق الأورو دولار، يمكن تلخيصها في النقاط التالية:<sup>1</sup>

✧ ساعد قانون الضريبة المتساوي على الفوائد الذي أصدرته الوم أ سنة 1963، بسبب عجز ميزان مدفوعاتها والحد من خروج رؤوس الأموال على بروز هذا السوق، إذ عزف الأمريكيون عن شراء سندات الشركات الأجنبية التي تطرح في الأسواق المالية الأمريكية، بسبب الضرائب المفروضة على فوائد هذه السندات، مما أدى إلى تقليص دور السوق المالي الأمريكي في مواجهة المقترضين الأجانب، وهروب المستثمرين الأجانب إلى السوق المالي الأوروبي لاستثمار رؤوس أموالهم فيها؛

✧ حاجة السوق المالي الأوروبي إلى رؤوس أموال كبيرة لاستثمارها، خاصة بعد الحرب العالمية الثانية، مما شجع المستثمرين الأمريكيين على تصدير ملايين الدولارات للمساهمة في عملية التنمية في أوروبا من ناحية، وحصولهم على أكبر العوائد الثابتة نتيجة استثمار أموالهم من ناحية أخرى، خاصة بعد قانون الضريبة المتساوية على الفوائد الصادر سنة 1963؛

✧ فتح فروع لبنوك أمريكية لها في أوروبا نتيجة لقانون الضريبة المتساوية على الفوائد، شجع على تطوير هذا السوق؛  
✧ العائدات العالية التي يمنحها هذا السوق مقابل العائدات في السوق المحلية؛  
✧ رفض الاتحاد السوفياتي أن يعهد بالدولارات التي يملكها إلى الوم أ، خوفاً من أن تقوم هذه الأخيرة بتجميد حساباته إثر الحرب الباردة؛<sup>2</sup>

✧ أزمة الجنيه الإسترليني (la crise de livre sterling) سنة 1957، حيث منعت البنوك البريطانية من تمويل التجارة الخارجية خارج منطقة الإسترليني، وهذا ما دفع بالبنوك البريطانية من قبول ودائع بالدولار ومنح قروض بالدولار من أجل توسيع نشاطها.<sup>3</sup>

## 3-2- سوق اليورو قرض:

## أ- تعريفه وخصائصه:

يعرف سوق الأورو قروض كما يلي:

- هي قروض يصل تاريخ استحقاقها إلى 8 سنوات، ومحركة بعملة تختلف عن عملة المقترضين والمقرضين، وتكون غالباً مولة (financés) بموارد مالية قصيرة الأجل، وقابلة للتجديد (renouvelable) والتعبئة (mobilisées) من طرف تكتل أو اتحاد مجموعة من البنوك (syndicats de banques).<sup>4</sup>

<sup>1</sup> المرجع السابق، ص. 65 و 68.

<sup>2</sup> Support de cours Finance Internationale (BTC internationale), op. cit, p.11.

<sup>3</sup> محفوظ جبار وسامية عمر عبدة، مرجع سابق، ص. 77.

<sup>4</sup> Henri Bourguinat, op. cit., p.69.

• "هي تلك القروض الدولية الممنوحة من المصارف لآجال متوسطة وطويلة الأجل، باستعمال عملات أجنبية، أي خارج الدولة التي أصدرتها."<sup>1</sup>

انطلاقاً من التعريفين السابقين، يمكن تحديد خصائص سوق اليوروبوروز في النقاط التالية:<sup>2</sup>

✚ تتراوح مدة استحقاق القروض من 5 سنوات إلى 8 سنوات؛

✚ تكون المبالغ المقرضة والمقترضة في هذا السوق ضخمة؛

✚ الخطر المصاحب لهذا النوع من القروض مرتفع نسبياً؛

✚ نظراً لكبر حجم المبالغ والمخاطر المتعلقة بسوق القروض الدولية، تتجمع مجموعة من البنوك والمؤسسات المالية العالمية لتشكيل تكتلات بنكية (consortiums) لمنح هذا النوع من القروض؛

✚ تكون أسعار الفائدة على هذا النوع من القروض ثابتة أو متغيرة، وعادة ما تكون قريبة من أسعار الفائدة المطبقة في سوق لندن على ودائع البنوك فيما بينها (LIBOR) بالإضافة إلى هامش (spread) محدد حسب مدة القرض؛

✚ تتعلق أسعار الفائدة بمستوى المخاطر المتعلقة بالدولة، إذ تقسم الدول إلى أربع مجموعات حسب درجة مخاطرها، مبيّنة في الجدول الموالي.

الجدول رقم 25: تصنيف الدول حسب درجة مخاطرها

الدول	خصوصياتها	أسعار الفائدة	مخاطرها
الدول الصناعية	-----	2/1 أقل من الليبور	منخفضة
دول نامية أعلى من حد معين من النمو	أمريكا اللاتينية ما عدا البرازيل والمكسيك	متوسطة	متوسطة
دول نامية من جنوب شرق آسيا	-----	متوسطة	متوسطة
الدول الإفريقية	-----	من 1 إلى 2 أعلى من الليبور	مخاطر عدم التسديد عالية

المصدر: محفوظ جبار، البورصة وموقعها من أسواق العمليات المالية، مرجع سابق، ص. 112 (بتصرف)

✚ تنوع المقترضين في سوق اليوروبوروز، إذ نجد تقريباً كافة الدول المتطورة والنامية ومختلف المؤسسات العمومية والخاصة، ومختلف المؤسسات المالية؛

✚ يسيطر على سوق القروض الدولية نوع معين من القروض يعرف بـ Roll-over، وهي قروض ذات أسعار فائدة متغيرة ومتجددة (renouvelable) إذ تتغير أسعار الفائدة كل 3 أو 6 أو 12 شهراً، وهذا ما يخفف الخطر بالنسبة للمقرض ويرفعه بالنسبة للمقترض.

<sup>1</sup> محفوظ جبار وسامية عمر عبدة، مرجع سابق، ص. 76.

<sup>2</sup> راجع: محفوظ جبار، البورصة وموقعها من أسواق العمليات المالية، مرجع سابق، ص. 106-117.

## ب- أدوات سوق اليورو قروض:

يبين الجدول الموالي الأدوات المستخدمة في منح القروض الدولية، وخصائصها.  
الجدول رقم 26: أدوات سوق اليورو قروض وخصائصها

الأداة	خصائصها
✚ القروض الآجلة	هي قروض بقيمة محددة ومدة محددة، حيث يسمح للمقترض بالسحب من مبلغ القرض خلال هذه المدة، لكنه يفقد هذا الحق بعد نهاية المدة المتفق عليها، أما تسديد القرض فيتم على دفعات أو في نهاية المدة دفعة واحدة
✚ تسهيلات القروض القابلة للتجديد	هي شبيهة بالنوع الأول، إذ تمنح للمقترض حق السحب، مع تسديد المبلغ ودفع الفوائد كل فترة، ثم يقوم بعملية السحب مرة أخرى على أن يكون المبلغ المسحوب أقل من المبلغ الأول، وهكذا تتواصل العملية.
✚ خط القرض (ligne de crédit)	نوع من التسهيلات الممنوحة للمقترضين، حيث تتميز هذه القروض بإمكانية عدم استعمالها من طرف المقترض، إلا في حالة عدم الحصول على تمويل من مصدر آخر يقدم مزايا أفضل، حيث يستعمل القرض في هذه الحالة
✚ القروض مزدوجة العملة الأجنبية (les prêts à double devise)	يسمح هذا النوع من القروض للمقترض بتحويل القرض إلى عملة أجنبية أخرى خلال فترة محددة بمعدل محدد مسبقا.

المصدر: محفوظ جبار وسامية عمر عبدة، مرجع سابق، ص 87-88. (بتصرف)

## 4- سوق السندات الدولية وسوق الأسهم الدولية:

## 4-1- سوق السندات الدولية:

## أ- تعريفه ونشأته:

تعرف السندات الدولية بأنها: "أوراق مالية تمثل ديناً على المصدر لها وتصدر بالعملة غير عملة أو عملات الدول التي تتداول فيها."<sup>1</sup>

ولقد تطور سوق السندات الدولية واتسع التعامل بها منذ الستينات من القرن الماضي، حيث أصبحت تشكل أداة هامة للقروض الدولية طويلة الأجل وبالعملات الدولية المختلفة، كما أصبحت تشكل جزءاً هاماً في تكوين الحوافز المالية الاستثمارية (portofilio investments). وتسيطر الدول الصناعية المتقدمة على هذه السوق بسبب مركزها الاقتصادي القوي، وعوامل الثقة والاستقرار السياسي والاقتصادي والاجتماعي، في حين تفتقر الدول النامية لمثل هذه الضمانات، وكانت الغالبية العظمى للمقترضين في سوق السندات الدولية، مؤسسات أمريكية وذلك عن طريق فروعها في أوروبا حتى سنة 1969، ومع بداية السبعينات بدأت المؤسسات غير الأمريكية تتدخل في هذه السوق، وكانت

<sup>1</sup> محفوظ جبار، البورصة وموقعها من أسواق العمليات المالية، مرجع سابق، ص 117.

الحكومات والبلديات وشركات القطاع العام في أوروبا هي السبابة في استخدام السندات الدولية، بالإضافة إلى مؤسسات التنمية الدولية.<sup>1</sup>

### ب- مزايا السندات الدولية:

تتميز السندات الدولية بجملة من الخصائص، يمكن تلخيصها في النقاط التالية:<sup>2</sup>

- **تعدد عملات الإصدار:** تصدر السندات الدولية بعملات دولية مختلفة، ويعتبر الدولار العملة المفضلة لإصدار هذا النوع من السندات، وينصب اهتمام المقترضين والمستثمرين في هذا السوق عند اختيارهم لعملة القرض أو شراء الإصدارات على التوقعات المستقبلية لأسعار صرف العملات الدولية، إذ يحاول المقترض تجنب الاقتراض بعملات قوية، في حين يفضلها المستثمرون أملاً في تحقيق أرباح نتيجة إعادة تقييم العملة أو تحسن سعر صرفها مستقبلاً؛
- **جمع المدخرات وإعادة توزيعها على المستوى الدولي:** تمثل السندات الدولية حلقة وصل بين المدخرات المتوفرة عالمياً والاحتياجات التمويلية لأعوان العجز، إذ تقوم سوق السندات الدولية بتجميع مختلف المدخرات وإعادة توزيعها على نطاق دولي واسع بين مختلف فئات المقترضين الذين يلجؤون إلى هذا السوق، كما تعتبر هذه السندات وسيلة لتنويع الحافظة الاستثمارية بالنسبة للمستثمرين؛
- **السيولة النقدية العالمية:** تمتاز السندات الدولية بسيولة عالية، حيث يمكن تحويلها إلى نقود عن طريق بيعها في السوق الثانوي، كما أن هذه السندات مضمونة من قبل الجهات التي أصدرتها (حكومات أو مصارف)؛
- **انعدام حق المراقبة والإشراف:** لا تلتزم الجهة التي أصدرت السندات الدولية بمجالات استثمار محددة، كما لا تتم المراقبة والإشراف على المشاريع المزمع تنفيذها.

### ج- أنواع السندات الدولية:

تنقسم السندات الدولية إلى نوعين أساسيين هما:

- ✚ **السندات الأجنبية (Foreign Bond):** وهي السندات التي تصدرها الشركات الأجنبية (غير المقيمين) بعملة البلد الذي تتم فيه الإصدار، كأن تصدر شركة أمريكية سندات في اليابان بالين الياباني، حيث لا يتعرض المستثمرون اليابانيون إلى مخاطر صرف العملة في حالة شراء السندات الأجنبية؛
  - ✚ **الأوروسندات (Euro Bond):** وهي سندات تصدر من طرف شركة أجنبية مقومة بعملة ليست العملة المحلية للمستثمرين، كأن تصدر شركة أمريكية سندات في اليابان بالدولار، وإذا أصدرت شركة أمريكية سندات بالجنه إسترليني في اليابان، فسيتم اعتبارها أيضاً سندات أورو، في الحالة الأولى يتم اعتبارها سوق أورو دولار، بينما الثانية فتعرف باسم سندات الأورو جنه إسترليني.
- والجدول الموالي يوضح الفرق بين السندات المحلية والأجنبية والأوروسندات.

<sup>1</sup> هيثم صاحب عجم، نظرية التمويل، عمان، دار زهران للنشر، 2001، ص 384-385.

<sup>2</sup> المرجع السابق، ص 391-392.

الجدول رقم 27: الفرق بين السندات المحلية والأجنبية والأوروسندات

نوع الإصدار	عملة الإصدار	الشركة المصدرة
محلية	محلية	محلية
أجنبية	محلية	أجنبية
أوروسندات	أجنبية	أجنبية
أوروسندات	أجنبية	محلية

**Source:** Brabina Rajib, **International Bond Market: An Introduction**, NPTEL International Finance, Vinod Gupta School of Management, p.4. from the site: [https://nptel.ac.in/courses/110105031/pr\\_pdf/Module%2035.pdf](https://nptel.ac.in/courses/110105031/pr_pdf/Module%2035.pdf)

وتصدر السندات الأجنبية بتسميات عديدة، تختلف حسب المصدر وعملة الإصدار، يمكن تلخيصها على

النحو التالي:<sup>1</sup>

• سندات اليانكي (Yankee bonds): وهي سندات أجنبية تباع في الو م أ؛

• سندات الساموراي (Samurai bonds): وهي سندات أجنبية تباع في اليابان؛

• سندات البولدوغ (Bulldog bonds): وهي سندات تباع في بريطانيا؛

• سندات رامبرنت (Rembrandt bonds): وهي سندات تباع في هولندا؛

• سندات المابل (Maple bonds): وهي سندات تصدر في كندا؛

• سندات الكنغرو (Kangaroo bonds): وهي سندات تباع في استراليا.

أما سندات الأورو فتصدر في السوق الخارجية (offshore Market) ولا تخضع لأية لوائح أو قواعد خاصة بكل بلد، بل يتم إصدار معظم سندات اليورو في دول أوروبا الغربية والشرق الأوسط ودول آسيا، كما يتم إصدار سندات اليورو إما بالدولار الأمريكي أو اليورو، وسندات اليورو كثيرة لا يمكن تصنيفها، كما يجب أن يتمتع المصدر بسمعة طيبة حتى يجلب المستثمرين.<sup>2</sup>

## 2-4- سوق الأسهم الدولية:

### أ- تعريف الأسهم الدولية:

تعرف الأسهم الدولية بأنها:

• "تمثل ملكية المستثمر أو المشتري لتلك الأسهم لجزء من الشركة المصدرة، يتم الإصدار من قبل شركة معينة في بلدان غير البلد الأصلي لها."<sup>3</sup>

• هي عبارة عن أسهم مصدرة من طرف تجمعات صناعية في سوق أخرى غير السوق الوطنية عن طريق تجمع من البنوك (syndicat de banques) وبيوت السمسرة (maisons de courtage).<sup>4</sup>

<sup>1</sup> Brabina Rajib, op. cit., pp.4-5.

<sup>2</sup> Ibid. p.6.

<sup>3</sup> محفوظ جبار، البورصة وموقعها من أسواق العمليات المالية، مرجع سابق، ص.123.

<sup>4</sup> Henri Bourguinat, op. cit., p.71.

ويعود أول إصدار للأسهم الدولية سنة 1976، حيث قامت شركة ألكان الكندية للألمنيوم، ببيع 5 ملايين سهم في كل من الو م أ وأوروبا وليس في كندا.<sup>1</sup>

يتم إصدار الأسهم الدولية في العديد من دول العالم، ويتم تقييدها في مراكز مالية دولية مختلفة أهمها وول ستريت (Wall Street).

### ب- أنواع الأسهم الدولية:

يضم إصدار الأسهم الدولية ثلاثة شرائح هي:<sup>2</sup>

❖ شريحة محلية؛

❖ شريحة أوروبية: توجه للأسواق الأجنبية، وتصدر بعملة مختلفة عن عملة تلك الأسواق؛

❖ شريحة أجنبية: توجه للأسواق الأجنبية.

إذا ضم الإصدار الشرائح الثلاث، فيعرف الإصدار بالأسهم العالمية (planétaire)، أما إذا ضم الإصدار الشريحتين الثانية والثالثة، فتعرف بالأسهم الدولية.<sup>3</sup>

لا يختلف تنظيم إصدار الأسهم الدولية كثيرا عن الأسهم المحلية، حيث يتم الإصدار بمساعدة تجمع بنكي، الذي يقوم بتوزيع الإصدار بأسلوبين هما:<sup>4</sup>

❖ التوزيع المفتوح: تترك الحرية لأعضاء التجمع البنكي في اختيار أماكن توزيع الإصدار؛

❖ التوزيع المحاط: يراقب التوزيع ويمنع من العودة، خاصة إلى سوق الإصدار.

## 5- المراكز المالية الدولية:

### 5-1- تعريف المركز المالي الدولي وشروطه:

#### أ- تعريف المركز المالي الدولي:

يمكن تعريف المركز المالي الدولي على النحو التالي:

- "هو تكتل أو تجمع من المؤسسات المالية المتخصصة في تعبئة وتجميع الأموال والثروات وكيفية إدارتها."<sup>5</sup>
- "يمثل منصة لشركات الخدمات المالية التي تهدف إلى توفير خدمات مثل إدارة الأصول، والخدمات الاستشارية لعمليات الاندماج والشراء، وخدمات الملكيات الخاصة، والخدمات المصرفية الخاصة في منطقة معينة."<sup>6</sup>

<sup>1</sup> Ibid.

<sup>2</sup> محفوظ جبار وسامية عمر عبدة، مرجع سابق، ص.98.

<sup>3</sup> المرجع نفسه.

<sup>4</sup> المرجع نفسه.

<sup>5</sup> بدر السميط، تقييم الكويت كمركز مالي، اتحاد الشركات الاستثمارية، ديسمبر 2010، ص.1.

<sup>6</sup> المرجع نفسه.

• "هي الأماكن المالية الدولية، وهي كذلك المراكز المصرفية الدولية. وهي في وظيفتها الأماكن التي تحدث فيها مختلف الصفقات المالية الدولية."<sup>1</sup>

ومنه نستنتج أن المركز المالي الدولي بأنه: الساحة المالية ومجموع المؤسسات المالية العاملة (وسطاء ماليون وأسواق رؤوس الأموال) في هذه الساحة من أجل عقد وتنفيذ الأعمال المالية الدولية.

### ب- شروط المركز المالي الدولي:

هناك مجموعة من الشروط التي يجب توفرها في المركز المالي الدولي، يمكن تلخيصها في النقاط التالية:<sup>2</sup>

#### ✚ شروط اقتصادية: تتمثل في:

- كبر حجم الأعمال وتنوعها؛
- المنشآت القاعدية التي تستجيب للنشاط، وتستجيب للطلب الناشئ والمتزايد على الوساطة المالية؛
- وجود قوة التجارة والإنتاج التي تستوعب الاستثمار، ثم حجم التبادل والصرف الدوليين.

#### ✚ شروط قانونية:

وتتمثل في القوانين التي تفتح على النشاط في الخارج، إلى جانب قوانين حرية التسوق، وحرية إنشاء الأسواق المالية.

#### ✚ شروط تقنية:

وتشمل الاتصالات وتنمية شبكات الاتصال والتكنولوجيا ومدى استجابتها للمشاكل المالية.

### 5-2- تصنيف المراكز المالية وأدوارها:

يمكن تلخيص مختلف تصنيفات المراكز المالية وأدوارها فيما يلي:<sup>3</sup>

#### أ- المراكز المالية الوطنية (المحلية):

تقدم العديد من الخدمات المالية ولكنها محدودة بالاحتياجات المحلية للاقتصاد الوطني دون الإقليم أو العالم، وأهم هذه المراكز تورنتو وطوكيو. ويقوم هذا المركز من خلال هيئاته التنظيمية بالخدمات التالية:

- تحديد أسعار التحويل؛
- عمليات إدارة المخاطر والتأمين وإعادة التأمين؛
- إدارة الضرائب.

#### ب- المراكز المالية الحرة المتخصصة (الأوفشور):

هي مراكز مالية متخصصة وتمتع بالصدارة على مستوى العالم في قطاع بعينه، حيث تعتبر ملاذا ضريبيا لإدارة الثروات فيما يتعلق بالاستثمارات المصرفية، أهم هذه المراكز زيوريخ وبرمودا وجزر البهاما وجزر فيرجن البريطانية، تتمثل أدوار هذا المركز في:

<sup>1</sup>ياحي عيسى، أداء المراكز المالية الدولية في تسويق الخدمات المالية، مجلة العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة فرحات عباس سطيف، العدد 5، 2005، ص.37.

<sup>2</sup>المرجع السابق، ص.40.

<sup>3</sup>بدر السميط، مرجع سابق، ص.2 وص.5.

- عمليات الاندماج والاستحواذ والتمويل الهيكلي؛
- الشراكة بين القطاعين العام والخاص وتمويل المشاريع؛
- التمويل الإسلامي.

### ج- المراكز المالية الإقليمية:

وهي مراكز تخدم الاقتصاديات الإقليمية التي تقع بجوارها، ومن أهم هذه المراكز سنغافورة وديي وهونغ كونغ، وتقوم هذه المراكز بـ:

- إدارة الأصول والتنويع في محافظ الاستثمار العالمية؛
- الهندسة المالية والهيكلية للمشاريع الكبرى؛
- عمليات إدارة الخزينة للمؤسسات.

### د- المراكز المالية العالمية:

ويعتبر نطاقها الجغرافي هو الأوسع، وتخدم قاعدة العملاء في شتى أنحاء العالم في مجال أوسع للخدمات المالية، وتتواجد في أسواق تتميز بالعمق المالي والسيولة النقدية، أشهرها مركز لندن ونيويورك، وتقوم بـ:

- تداول الأسهم والأوراق المالية والسلع الأساسية وعقود المشتقات المالية؛
- تجميع الأموال؛
- تحسين الالتزام الضريبي عبر الحدود.

**ملاحظة:** تعتبر كل من المراكز المالية الحرة المتخصصة والمراكز المالية الإقليمية والمراكز المالية العالمية، مراكز مالية دولية.

### 3-5 مقومات وترتيب المراكز المالية الدولية:

#### أ- مقومات المركز المالي الدولي:

توضح الأبحاث أن هناك العديد من العوامل التي تحدد تنافسية المركز المالي، تتمثل هذه العوامل في:<sup>1</sup>

- العنصر البشري؛
- بيئة الأعمال؛
- البنية التحتية؛
- مدى النفاذ للأسواق؛
- القدرة التنافسية العامة

يمكن تمثيل مقومات وعناصر ريادة المركز المالي الدولي في المخطط الموالي.

<sup>1</sup> المرجع السابق، ص.3.

## المخطط رقم 25: عناصر ريادة المركز المالي الدولي



المصدر: بدر السميط، مرجع سابق، ص.3.

## ب- ترتيب المراكز المالية الدولية سنة 2016:

يمكن تحديد أفضل عشر مراكز مالية دولية سنة 2016 في الجدول الموالي.

الجدول رقم 28: أفضل عشر مراكز مالية دولية سنة 2016

المرتبة	المركز	عدد النقاط
01	لندن	795
02	نيويورك	794
03	سنغافورة	752
04	هونغ كونج	748
05	طوكيو	734
06	سان فرانسيسكو	720
07	بوسطن	719
08	شيكاغو	718
09	زيوريخ	716
10	واشنطن دي سي	713

Source: <https://www.argaam.com/ar/article/articledetail/id/446549=>

أما ترتيب المراكز العربية فكان على النحو التالي:

الجدول رقم 29: ترتيب المراكز المالية العربية سنة 2016

المرتبة	المركز	المرتبة عالميا	عدد النقاط
01	دبي (الإمارات)	18	698
02	الدار البيضاء (المغرب)	30	671
03	أبو ظبي (الإمارات)	32	662
04	الدوحة (قطر)	40	641
05	المنامة (البحرين)	58	619
06	الرياض (السعودية)	82	585

Source: <https://www.argaam.com/ar/article/articledetail/id/446549=>

يلاحظ من الجدول أن المراكز المالية في الدول العربية ما زالت بعيدة عن مستوى المراكز المالية في الدول المتقدمة بالرغم من احتلال دبي المرتبة 18 عالميا برصيد 698 نقطة.

ملاحظة: يبحث مؤشر GFCI في حوالي 87 مركزا ماليا حول العالم وترتيبها حسب الأفضلية.

## خلاصة:

تعتبر الأسواق المالية الدولية مظهرا من مظاهر تطور النظام المالي العالمي، حيث تطورت هذه الأسواق بشكل كبير بفعل العديد من العوامل -خاصة التطور التكنولوجي-، وينشطها العديد من المتدخلين كالبانوك والسماسة والشركات المتعددة الجنسيات والمستثمرين المؤسساتيين... إلخ. وتنقسم الأسواق المالية الدولية شأنها شأن الأسواق المالية المحلية إلى سوق نقدية دولية تضم سوق العملات الأوروبية (الأوروعملة) وسوق القروض الأوروبية (الأوروقروض)، وإلى سوق رأس مال دولية وتضم سوق السندات الدولية وسوق الأسهم الدولية؛ هناك العديد من المراكز المالية الدولية، هذه المراكز التي تقوم بإبرام الصفقات الدولية، وتتنوع أنواعها -المراكز- من دولة إلى أخرى، حسب درجة توفر الشروط المناسبة لقيام المركز، وتعتبر لندن ونيويورك وسنغافورة وهونج كونغ ودبي من أهم المراكز المالية الدولية.

## أسئلة للمناقشة:

- 1- ما الفرق بين الأسواق المالية الدولية والأسواق المالية المحلية؟
- 2- ما هي المعايير التي يتم على أساسها تحديد السوق المالي الدولي؟
- 3- ما هي خصائص الأسواق المالية الدولية؟
- 4- يغلب على الأسواق المالية الدولية، طابع المضاربة، اشرح ذلك؟
- 5- ما هي العوامل التي أدت إلى ظهور وتطور الأسواق المالية الدولية؟
- 6- ما هو دور كل من البنوك والسماسة في الأسواق المالية الدولية؟ وما هو الاختلاف بين الدورين؟
- 7- ما المقصود بعبارة أورو أو يورو في الأسواق المالية الدولية؟ وكيف تطور استعمالها؟
- 8- عدد شروط الوديعة الأوروبية؟ ولماذا سميت بهذا الاسم؟
- 9- ما هي خصائص سوق اليوروقروض؟
- 10- في جدول، حدد أدوات سوق اليوروقروض وخصائصها؟
- 11- ما الفرق بين:
  - السندات الأجنبية والسندات الأوروبية؟
  - الأسهم الأجنبية والأسهم الأوروبية؟
  - الأسهم الدولية والأسهم العالمية؟
- 12- ما المقصود بسوق الأوفشور؟
- 13- لماذا يتم الاستعانة بالتجمع البنكي في الإصدارات المالية الدولية؟
- 14- ما المقصود بالمركز المالي الدولي؟ وما هي شروطه؟
- 15- عدد في جدول أنواع المراكز المالية الدولية وأدوارها؟
- 16- ما المقصود بينوك الأوفشور؟

# قائمة المراجع

## قائمة البحوث

سيتم استعراض مجموعة من البحوث المكملة والمساعدة على الفهم الجيد للمحاضرات.

### البحث الأول: مكانة النقود في الاقتصاد

أهم النقاط التي يتضمنها البحث:

أولاً: مفاهيم عامة حول النقود:

الانتقال من نظام المقايضة إلى النظام النقدي- تعريف النقود- خصائصها- أنواعها- تطورها التاريخي... إلخ

ثانياً: مكانة النقود في الأنظمة الاقتصادية:

في النظام الرأسمالي- في النظام الاشتراكي- في النظام الإسلامي

### البحث الثاني: النظم النقدية

أهم النقاط التي يتضمنها البحث:

أولاً: مفهوم النظام النقدي:

تعريفه- مكوناته- خصائصه... إلخ

ثانياً: نظام المعدن الواحد ونظام المعدنين:

نظام المعدنين (تعريفه- خصائصه- مميزاته وأسباب اختياره)- نظام المعدن الواحد (تعريفه وخصائصه ومميزاته وأسباب اختياره)

ثالثاً: نظام النقد الورقي الإلزامي والنظام النقدي الدولي

### البحث الثالث: النظريات النقدية

يتضمن هذا البحث النقاط التالية:

أولاً: مقارنة بين النظرية الكلاسيكية والنظرية الكينزية

النظرية الكمية (افتراضاتها وأسسها...)- النظرية الكينزية (فرضياتها وأسسها...)- أوجه التشابه والاختلاف بينهما

ثانياً: النظريات الحديثة

النظرية النقدية الحديثة- نظرية التوقعات الرشيدة- نظرية بومول... إلخ

### البحث الرابع: مكونات النظام المصرفي (دراسة حالة الجزائر)

المحاور الأساسية لهذا البحث تتمثل في:

أولاً: الجهاز المصرفي:

تعريفه - مكوناته - أنواع البنوك...

ثانياً: البنوك التجارية:

تعريفها - وظائفها - تحليل ميزانيتها - خلق النقود....

ثالثاً: تطور ومكونات النظام المصرفي في الجزائر

### البحث الخامس: دراسة مقارنة بين مكونات ومقاربات الكتلة النقدية في الجزائر وتونس

يمكن تلخيص بعض محاور هذا البحث في النقاط التالية:

أولاً: تحليل الكتلة النقدية ومقارباتها في الجزائر خلال الفترة 2000-2018:

مكونات الكتلة النقدية والمجمعات النقدية في الجزائر - مقاربات الكتلة النقدية في الجزائر - إحصائيات الكتلة النقدية ومقارباتها خلال الفترة 2000-2018

ثانياً: تحليل الكتلة النقدية ومقارباتها في تونس خلال الفترة 2000-2018:

مكونات الكتلة النقدية والمجمعات النقدية في تونس - مقاربات الكتلة النقدية في تونس - إحصائيات الكتلة النقدية ومقارباتها خلال الفترة 2000-2018

ثالثاً: دراسة مقارنة:

استنتاج درجة التطور النقدي في الجزائر وتونس.

### البحث السادس: دور البنك المركزي في ضبط السياسة النقدية (حالة الجزائر)

يتضمن هذا البحث النقاط التالية:

أولاً: البنك المركزي:

تعريفه - خصائصه - وظائفه...

ثانياً: السياسة النقدية وإستراتيجيتها:

مفهوم السياسة النقدية، أهدافها - أدواتها - إستراتيجيتها...

ثالثاً: أدوات السياسة النقدية المطبقة من طرف بنك الجزائر قبل وبعد الإصلاحات.

### البحث السابع: دور التحرير المالي في تحول الأنظمة المالية وتطور الأسواق المالية

يتضمن هذا البحث النقاط التالية:

أولاً: التحرير المالي والعملة المالية:

التعريف - الأسباب - المظاهر...

ثانياً: الأسواق المالية:

تعريفها - أنواعها - وظائفها.....

ثالثاً: تحول الأنظمة المالية وتطور ظاهرة اللاموساطة المالية

تطور نماذج نظم التمويل - مفهوم اللاموساطة المالية وعوامل تطورها - تأثير اللاموساطة على الأنشطة التقليدية للبنوك

### البحث الثامن: دراسة مقارنة بين بورصة الجزائر وبورصة تونس والمغرب

يتضمن هذا البحث النقاط التالية:

أولاً: بورصة الجزائر ومختلف مؤشراتهما:

تعريفها - نشأتها - أدواتها - مؤشراتهما (إحصائيات من حيث عدد الشركات المدرجة والأدوات المتداولة والرسملة البورصية ومعدل الدوران.... إلخ)

ثانياً: بورصة تونس ومؤشراتهما:

تعريفها - نشأتها - أدواتها - مؤشراتهما

ثالثاً: بورصة الدار البيضاء ومؤشراتهما:

تعريفها - نشأتها - أدواتها - مؤشراتهما

رابعاً: المقارنة واستنتاج درجة التطور المالي في هذه الدول

### البحث التاسع: الأسواق المالية الدولية

يتضمن هذا البحث النقاط التالية:

أولاً: مدخل إلى الأسواق المالية الدولية:

تعريفها - نشأتها وأسباب تطورها - أهميتها - المتدخلين فيها....

ثانياً: أسواق السوق المالي الدولي وأدواتها:

السوق النقدي الدولي (سوق الأرو دولار) - سوق السندات الدولية - سوق الأسهم الدولية....

رابعاً: المراكز المالية الدولية:

شروط المركز المالي الدولي - أنواع المراكز المالية الدولية - دور المركز المالي الدولي....

# قائمة المراجع

## المراجع باللغة العربية:

### أولاً: الكتب:

- 1- أبو عتروس عبد الحق، الوجيز في البنوك التجارية "عمليات، تقنيات وتطبيقات"، بدون مكان نشر، بدون دار نشر، بدون سنة نشر.
- 2- أحمد أبو الفتوح الناقة، نظرية النقود والبنوك والأسواق المالية، الإسكندرية، مؤسسة شباب الجامعة، 1998.
- 3- أحمد زهير شامية، النقود والمصارف، عمان، دار زهران للطباعة والنشر، 2002.
- 4- أحمد فريد مصطفى ومحمد عبد المنعم عفر، الاقتصاد النقدي والمصرفي بين النظرية والتطبيق، مؤسسة شباب الجامعة، 2004.
- 5- أحمد هني، العملة والنقود، الجزائر، ديوان المطبوعات الجامعية، 1999.
- 6- أدهم ابراهيم جلال الدين، الصكوك والأسواق المالية الإسلامية ودورها في تمويل التنمية الاقتصادية، دار الجوهرة، 2014.
- 7- أرشد فؤاد التميمي وأسامة عزمي سلام، الاستثمار بالأوراق المالية "تحليل وإدارة"، عمان، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة، 2004.
- 8- أسامة بشير الدباغ وأثيل عبد الجبار الجومرد، المقدمة في الاقتصاد الكلي، عمان، دار المناهج، 2002.
- 9- أسامة محمد الفولي وزينب عوض الله، اقتصاديات النقود والتمويل، الإسكندرية، دار الجامعة الجديدة، 2005.
- 10- إسماعيل أحمد الشناوي وعبد النعيم مبارك، اقتصاديات النقود والبنوك والأسواق المالية، الإسكندرية، الدار الجامعية، 2002.
- 11- أكرم حداد ومشهور هذلول، النقود والمصارف "مدخل تحليلي ونظري"، عمان، دار وائل، 2005.
- 12- أنطوان الناشف وخليل الهندي، العمليات المصرفية والسوق المالية "المفهوم القانوني للسوق المالية ومدى علاقتها بالنظام المصرفي"، طرابلس، المؤسسة الحديثة للكتاب، 2000.
- 13- بخراز يعدل فريدة، تقنيات وسياسات التسيير المصرفي، الجزائر، ديوان المطبوعات الجامعية، 2000.
- 14- بسام الحجار، الاقتصاد النقدي والمصرفي، بيروت، دار المنهل اللبناني، 2006.
- 15- بلعوز بن علي، محاضرات في النظريات والسياسات النقدية، ديوان المطبوعات الجامعية، 2004.
- 16- توماس ماير وآخرون، النقود والبنوك والاقتصاد، ترجمة السيد أحمد عبد الخالق وأحمد بديع بليح، الرياض، دار المريخ، 2002.
- 17- جمال بن دعاس، السياسة النقدية في النظامين الإسلامي والوطني "دراسة مقارنة"، الجزائر، دار الخلدونية، 2007.
- 18- جمال جويدان الجميل، الأسواق المالية والنقدية، عمان، دار صفاء للنشر والطباعة، 2002.

- 19- جمال خريس وآخرون، النقود والبنوك، عمان، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة، 2002.
- 20- جميل الزيدانين، أساسيات في الجهاز المالي - المنظور العملي-، عمان، دار وائل للنشر، 1999.
- 21- حدة ريس، دور البنك المركزي في إعادة تجديد السيولة في البنوك الإسلامية، ايتراك للطباعة والنشر والتوزيع، 2009.
- 22- حسين بني هاني، اقتصاديات النقود والبنوك "الأسس والمبادئ"، أربد، دار الكندي للنشر والتوزيع، 2003.
- 23- حسين بني هاني، الأسواق المالية "طبيعتها-تنظيمها-أدواتها المشتقة"، أربد، دار الكندي، 2002.
- 24- خالد أمين عبد الله، العمليات المصرفية "الطرق المحاسبية الحديثة"، عمان، دار وائل للنشر، 2003.
- 25- خبابة عبد الله، الاقتصاد المصرفي "النقود-البنوك التجارية-البنوك الإسلامية-السياسة النقدية-الأسواق المالية-الأزمة المالية"، الإسكندرية، دار الجامعة الجديدة، 2013.
- 26- رشاد العصار ورياض الحلبي، النقود والبنوك، عمان، دار الصفاء للنشر والتوزيع، 2000.
- 27- زكريا الدوري وسير السمراي، البنوك المركزية والسياسات النقدية، عمان، دار اليازوري، 2013.
- 28- زياد رمضان ومحفوظ جودة، الاتجاهات المعاصرة في إدارة البنوك، عمان، دار وائل للنشر، الطبعة الثانية، 2003.
- 29- زينب عوض الله وأسامة محمد الفولي، أساسيات الاقتصاد النقدي والمصرفي، الإسكندرية، منشورات الحلبي، 2003.
- 30- سمير عبد الحميد رضوان حسن، المشتقات المالية ودورها في إدارة المخاطر ودور الهندسة المالية في صناعة أدواتها "دراسة مقارنة بين النظم الوضعية وأحكام الشريعة الإسلامية"، القاهرة، دار النشر للجامعات، 2005.
- 31- سوزي عدلي ناشد، مقدمة في الاقتصاد النقدي والمصرفي، الإسكندرية، منشورات حلبي الحقوقية، 2005.
- 32- السيد البدوي عبد الحافظ، إدارة الأسواق والمؤسسات المالية "نظرة معاصرة"، القاهرة، دار الفكر العربي، 1999.
- 33- شاعر القزويني، محاضرات في اقتصاد البنوك، الجزائر، ديوان المطبوعات الجامعية، 2000.
- 34- شعبان محمد إسلام البرواري، بورصة الأوراق المالية من منظور إسلامي "دراسة تحليلية نقدية"، دمشق، دار الفكر، 2002.
- 35- صالح مفتاح، النقود والسياسة النقدية (المفهوم- الأهداف- الأدوات)، القاهرة، دار الفجر للنشر والتوزيع، 2005.
- 36- صلاح الدين حسن السيسى، بورصات الأوراق المالية "الأهمية والأهداف والسبل ومقومات النجاح"، القاهرة، عالم الكتب، 2003.

- 37- ضياء مجيد الموسوي، النظرية الاقتصادية "التحليل الاقتصادي الكلي"، ديوان المطبوعات الجامعية، الطبعة الثالثة، 2005.
- 38- ضياء مجيد، اقتصاديات النقود والبنوك، الإسكندرية، مؤسسة شباب الجامعة، 2002.
- 39- ضياء مجيد، البورصات "أسواق رأس المال وأدواتها: الأسهم والسندات"، الإسكندرية، مؤسسة شباب الجامعة، 2005.
- 40- طارق عبد العال حماد، المشتقات المالية "المفاهيم - إدارة المخاطر - المحاسبة"، الدار الجامعية، 2003.
- 41- الطاهر لطرش، الاقتصاد النقدي والبنكي، ديوان المطبوعات الجامعية، الطبعة الثانية، 2015.
- 42- الطاهر لطرش، تقنيات البنوك، ديوان المطبوعات الجامعية، الطبعة الثالثة، 2004.
- 43- عادل محمد رزق، الاستثمارات في البنوك والمؤسسات المالية (من منظور إداري ومحاسبي)، دار طيبة للنشر والتوزيع والتجهيزات العلمية، 2004.
- 44- عاطف وليد أندراوس، السياسة المالية وأسواق الأوراق المالية خلال فترة التحول لاقتصاد السوق، الإسكندرية، مؤسسة شباب الجامعة، 2005.
- 45- عبد الحميد محمد الشواربي، ومحمد عبد الحميد الشواربي، إدارة المخاطر الائتمانية من وجهتي النظر المصرفية والقانونية، الإسكندرية، منشأة المعارف، 2002.
- 46- عبد الرحمن يسري أحمد، النقود والفوائد والبنوك، الإسكندرية، الدار الجامعية، 2000.
- 47- عبد العزيز الخياط، الأسهام والسندات من منظور إسلامي، دار السلام للطباعة والنشر والتوزيع، 1997.
- 48- عبد الغفار حنفي ورسمية قرياقص، أسواق المال "بورصات-مصارف-شركات تأمين-شركات الاستثمار"، الإسكندرية، دار الجامعة الجديدة، 2003.
- 49- عبد الغفار حنفي ورسمية قرياقص، الأسواق والمؤسسات المالية "بنوك تجارية- أسواق الأوراق المالية- شركات التأمين- شركات الاستثمار"، الإسكندرية، الدار الجامعية، 2004.
- 50- عبد الغفار حنفي، إدارة المصارف "السياسات المصرفية- تحليل القوائم المالية- الجوانب التنظيمية- البنوك الإسلامية والتجارية"، الإسكندرية، دار الجامعة الجديدة، 2002.
- 51- عبد القادر خليل، مبادئ الاقتصاد النقدي والمصرفي "مفاهيم أولية وتطبيقات حول النقود والنظريات النقدية"، الجزائر، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزء الأول، 2014.
- 52- عبد الله بن محمد بن عبد الوهاب العقيل، الأحكام الفقهية المتعلقة بالعملات الالكترونية (Bitcoin)، وحدة البحوث والدراسات العلمية، المملكة العربية السعودية، الجامعة الإسلامية، المدينة المنورة، بدون سنة نشر.
- 53- عبد المجيد قدي، المدخل إلى السياسات الاقتصادية الكلية "دراسة تحليلية تقييمية"، ديوان المطبوعات الجامعية، 2003.

- 54- عبد المنعم السيد علي ونزار سعد الدين العيسى، النقود والمصارف والأسواق المالية، عمان، دار حامد للنشر والتوزيع، 2004.
- 55- عبد النافع الزرري وغازي فرج، الأسواق المالية، عمان، دار وائل للنشر، 2001.
- 56- عصام أبو النصر، أسواق الأوراق المالية (البورصة في ميزان الفقه الإسلامي)، القاهرة، دار النشر للجامعات، 2006.
- 57- علي كنعان، النقود والصرافة والسياسة النقدية، جامعة دمشق، نيسان 2011.
- 58- فليح حسن خلف، الأسواق المالية النقدية، أربد، عالم الكتب الحديث، 2006.
- 59- مبارك بن سليمان بن محمد آل سليمان، أحكام التعامل في الأسواق المالية المعاصرة، دار كنوز اشبيليا، 2005.
- 60- مجدي محمد شهاب، اقتصاديات النقود والمال "النظرية والمؤسسات المالية"، الإسكندرية، دار الجامعة الجديدة للنشر، 2000.
- 61- محب خلة توفيق، الاقتصاد النقدي والمصرفي "دراسة تحليلية للمؤسسات والنظريات"، الإسكندرية، دار الفكر الجامعي، 2015.
- 62- محفوظ جبار، البورصة وموقعها من أسواق العمليات المالية، الجزائر، دار هومة، الجزء الأول، 2002.
- 63- محفوظ جبار، الأوراق المالية المتداولة في البورصات والأسواق المالية، الجزائر، دار هومة، الجزء الثاني، 2002.
- 64- محمد الحناوي وآخرون، الاستثمار في الأوراق المالية وإدارة المخاطر، الإسكندرية، المكتب الجامعي الحديث، 2007.
- 65- محمد الشريف إلمان، محاضرات في النظرية الاقتصادية الكلية "الدوال الاقتصادية الكلية الأساسية: القطاع النقدي"، ديوان المطبوعات الجامعية، 2003.
- 66- محمد الصيرفي، البورصات، الإسكندرية، دار الفكر الجامعي، 2006.
- 67- محمد دويدار وأسامة الفولي، مبادئ الاقتصاد النقدي، الإسكندرية، الدار الجامعية، 2003.
- 68- محمد صالح الحناوي والسيدة عبد الفتاح عبد السلام، المؤسسات المالية "البورصة والبنوك التجارية"، الإسكندرية، الدار الجامعية، 2001.
- 69- محمد صالح القريشي، اقتصاديات النقود والبنوك والمؤسسات المالية، عمان، إثراء للنشر والتوزيع، 2009.
- 70- محمد عزت غزلان، اقتصاديات النقود والمصارف، بيروت، دار النهضة العربية، 2002.
- 71- محمد مطر وفايز تيم، إدارة المحافظ الاستثمارية، عمان، دار وائل للنشر، 2005.
- 72- محمد موسى أحمد علي، إدارة المؤسسات والأسواق المالية من منظور الإدارة المالية العالمية، الإسكندرية، مكتبة الوفاء القانونية، 2015.

- 73- محمد وجيه حنيني، تحويل بورصة الأوراق المالية للعمل وفق أحكام الشريعة الإسلامية "دراسة تطبيقية"، دار النفائس للنشر والتوزيع، 2010.
- 74- محمود حامد محمود عبد الرزاق، اقتصاديات النقود والبنوك والأسواق المالية، الإسكندرية، الدار الجامعية، 2013.
- 75- محمود حامد محمود عبد الرزاق، اقتصاديات النقود والبنوك والأسواق المالية، الإسكندرية، الدار الجامعية، 2013.
- 76- محمود يونس وعبد النعيم مبارك، مقدمة في النقود وأعمال البنوك والأسواق المالية، الإسكندرية، الدار الجامعية، 2002.
- 77- مصطفى رشدي شيحة، النقود والمصارف والائتمان، الإسكندرية، دار الجامعة الجديدة للنشر، 1999.
- 79- مفيد عبد اللاوي، محاضرات في الاقتصاد النقدي والسياسات النقدية، مطبعة مزوار، 2007.
- 80- منير إبراهيم هندي، أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية، الإسكندرية، منشأة المعارف، 1999.
- 81- ميرندا زغلول رزق، النقود والبنوك، التعليم المفتوح، كلية التجارة، جامعة بنها، 2008-2009.
- 82- ناظم محمد نوري الشمري، النقود والمصارف والنظرية النقدية، عمان، دار زهران للنشر والتوزيع، 1999.
- 83- نعمة الله نجيب وآخرون، مقدمة في اقتصاديات النقود والصرافة والسياسات النقدية، الإسكندرية، الدار الجامعية، 2001.
- 84- نحال فريد مصطفى والسيدة عبد الفتاح المغربي، الأسواق والمؤسسات المالية، الإسكندرية، دار الفكر الجامعي، 2007.
- 85- هاشم فوزي دباس العبادي، الهندسة المالية وأدواتها بالتركيز على استراتيجية الخيارات المالية، عمان، مؤسسة الوارق، 2008.
- 86- هشام فضلي، إدارة محافظ الأوراق المالية لحساب الغير "دراسة قانونية مقارنة"، الإسكندرية، دار الجامعة الجديدة للنشر، 1999.
- 87- هوشيار معروف كاكامولا، الاستثمارات والأسواق المالية، عمان، دار صفاء للنشر والتوزيع، 2003.
- 88- هيثم صاحب عجام، نظرية التمويل، عمان، دار زهران للنشر، 2001.
- 89- هيل عجمي جميل الجنابي ورمزي يسع أرسلان، النقود والمصارف والنظرية النقدية، عمان، دار وائل، 2009.
- 90- هيل عجمي جميل الجنابي، النقود والمصارف والنظرية النقدية، عمان، دار وائل للنشر، الطبعة الثانية، 2014.
- 91- وسام ملاك، النقود والسياسات النقدية الداخلية "قضايا نقدية ومالية"، بيروت، دار المنهل اللبناني، 200.

### كـ ثانيا: المجالات والأبحاث والقرارات:

- 1- أحمد محمد عصام الدين، عملة البيتكوين Bitcoin، مجلة المصرفي، العدد 73، سبتمبر 2014.

- 2- الأمر 03-11 المؤرخ في 26 أوت 2003 والمتعلق بالنقد والقرض.
- 3- بدر السميطة، تقييم الكويت كمركز مالي، اتحاد الشركات الاستثمارية، ديسمبر 2010.
- 4- سيد حسن عبد الله، الأسواق المالية والبورصات من المنظر الشرعي والقانوني، ورقة عمل مقدمة إلى مؤتمر أسواق الأوراق المالية والبورصات، كلية الشريعة والقانون، جامعة الإمارات العربية المتحدة، المجلد 2، 6-8 مارس 2006
- 5- عبد السلام فيغو، البورصة والأسهم "دراسة قانونية شرعية"، ورقة عمل مقدمة إلى مؤتمر أسواق الأوراق المالية والبورصات، كلية الشريعة والقانون، جامعة الإمارات العربية المتحدة، المجلد 5، 6-8 مارس 2006
- 6- محفوظ جبار وسامية عمر عبدة، أسواق رأس المال الدولية: الهياكل والأدوات، أبحاث اقتصادية وإدارية، كلية العلوم الاقتصادية والتسيير، جامعة محمد خيضر، بسكرة، العدد الثالث، جوان 2008.
- 7- موريس أليه، الشروط النقدية لاقتصاد الأسواق من دروس الأتمس إلى إصلاحات الغد، ترجمة ونشر المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب، دراسات اقتصادية، البصيرة، العدد الثاني، 2000.
- 8- نيرمين السعدني، القطاع المصرفي بين عوائق الأداء وتحجيرات الإدارة، السياسة الدولية، العدد 141، الجزء الثاني، يوليو 2000.
- 9- يحيى عيسى، أداء المراكز المالية الدولية في تسويق الخدمات المالية، مجلة العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة فرحات عباس سطيف، العدد 5، 2005.

### المراجع باللغة الأجنبية:

#### a- Les livres:

- 1- Audrey CHouchane-Verdier, Libéralisation financière et croissance économique "Le cas de l'Afrique subsaharienne", Paris, l'harmattan, 2001.
- 2- Bernard Belletante, La Bourse: temple de la spéculation ou marchés financiers?, Paris, Hatier, 1986..
- 3- Bertrand Jacquillat et autres, Marchés financiers « Gestion de portefeuille et des risques », Paris, Dunod, 6<sup>ème</sup> édition, 2014.
- 4- Boreham and others, Money & Banking "Analysis and policy in Canadian context", Canada, Holt Rinehart and Winston of Canada, 1969.
- 5- Christian et Mireille Zambotto, Gestion financière "Finance de marché", Paris, Dunod, 3<sup>ème</sup> édition, 2002.
- 6- David Begg et autres, Macroéconomie, Paris, Dunod, 2<sup>ème</sup> édition, 2002.
- 7- Dominique Plihon et autres, les désordres de la finance "Crises boursières, corruption, mondialisation", Universalis, OPU, 2005.
- 8- Dominique Plihon, la monnaie et ses mécanismes, Alger, Casbah édition, 2004.
- 9- Douglas Vickers, Money, banking, and the macroeconomy, New Jersey, Prentice-Hall, Inc., Englewood Cliffs, 1985.
- 10- Frederic Mishkin et autres, Monnaie, banque et marchés financiers, Paris, Pearson Education, 7<sup>ème</sup> édition, 2004.

- 11- Gilles Labrecque, Monnaie, banque et crédit au canada, Sainte-Foy, les presses de l'université Laval, 3<sup>ème</sup> édition, 1993.
- 12- Guy Caudamine et Jean Montier, Banque et Marchés financiers, Economica, 1998.
- 13- Henri Bourguinat, Finance internationale, Paris, Presses Universitaires de France, 4<sup>ème</sup> édition, 1999.
- 14- Henri Guitton, La monnaie, Paris, Dalloz, 3<sup>ème</sup> édition, 1974.
- 15- Jean Denizet, Monnaie et financement dans les années 80, Paris, Dunod, 1984.
- 16- Jean François Goux, Economie monétaire & financière "théories, institutions, politiques", Paris, Economica, 3<sup>ème</sup> édition, 1998.
- 17- Jean-François Goux, Économie monétaire & financière "théories, institutions, politiques", Paris, Economica, 3<sup>ème</sup> édition, 1998, p.124.
- 18- Jean-Pierre Allegret et Bernard Courbis, Monnaie et financement, Paris, Vuibert, 2000.
- 19- Jean-Yves Capul et Olivier Garnier, Dictionnaire d'économie et de sciences sociales, Paris, Hatier, 1999.
- 20- John G. Gurley et Edward S. Shaw, la monnaie dans une théorie des actifs financiers, traduction sous la direction de Jean Dominique Lafay, Paris, Cujas, 1973.
- 21- J-P-Gourlaouen, Les nouveaux instruments financiers, Vuiber, 1988.
- 22- Marc Montoussé et autres, Economie monétaire et financière, Bréal, 2000.
- 23- Marie Delaplace, Monnaie et financement de l'économie, Paris, Dunod, 2003.
- 24- Michelle de Mourgues, Macroéconomie monétaire, Paris, Economica, 2000.
- 25- Paul-Jacque Lehmann, Bourse et marchés financiers, Paris, Dunod , 2<sup>ème</sup> édition, 2002 .
- 26- Paul-Jacque Lehmann, Economie des marchés financiers, De Boeck, 2<sup>ème</sup> édition, 2014.
- 27- Shophie Brana et autres, Economie monétaire et financière, Paris, Dunod, 2<sup>ème</sup> édition, 2003.
- 28- Xavier Bradley et Christian Descamps, Monnaie, Banque, Financement, Paris, Dalloz, 2005.

### b- Revues et recherches et dictionnaires:

- 1- Ahmed Silem et autres, Lexique d'économie, Dalloz, 8<sup>ème</sup> édition, 2004.
- 2- Evolution économique et monétaire en Algérie, rapport annuel 2017, banque d'Algérie, juillet 2018.
- 3- Gunther Cappelle-Blancard, Une nouvelle mesure du taux d'intermédiation financière: l'approche en volume, Revue d'économie financière, N° 59, 2000.
- 4- Société de Gestion de la Bourse des Valeurs, Guide d'Introduction en Bourse, 2015.

### مواقع الأنترنت:

- <https://www.bank-of-algeria.dz/html/present.htm>  
<http://www.bank-of-algeria.dz/html/marche11.htm>  
<http://www.bank-of-algeria.dz/html/marche12.htm>  
[https://www.bank-of-algeria.dz/pdf/Indicateur\\_monetaire/MM.pdf](https://www.bank-of-algeria.dz/pdf/Indicateur_monetaire/MM.pdf)  
<http://www.bank-of-algeria.dz/pdf/mmaout2016.pdf>

### 1- مواقع بنك الجزائر:

### 2- مواقع بورصة الجزائر:

- <http://www.sgbv.dz/ar/?page=rubrique&mod=152>

<http://www.sgbv.dz/ar/?page=rubrique&mod=141>  
<http://www.sgbv.dz/ar/?page=rubrique&mod=153>  
<http://www.sgbv.dz/ar/?page=rubrique&mod=154>  
<http://www.sgbv.dz/commons/ar/document/document833843090.pdf>  
<http://www.sgbv.dz/ar/?page=rubrique&mod=149>  
<http://www.sgbv.dz/ar/?page=rubrique&mod=145>  
<http://www.sgbv.dz/ar/?page=rubrique&mod=163>  
<http://www.sgbv.dz/ar/?page=rubrique&mod=164>  
<http://www.sgbv.dz/ar/?page=rubrique&mod=147>  
[http://www.sgbv.dz/ar/?page=ligne\\_societe](http://www.sgbv.dz/ar/?page=ligne_societe)  
<http://www.sgbv.dz/commons/ar/document/document114989558.pdf>

3- الموقع الرسمي لبورصة تونس: (بورصة تونس)

<http://www.bvmt.com.tn/ar/content/%D8%B4%D8%B1%D9%88%D8%B7-%D8%A7%D9%84%D8%A5%D8%AF%D8%B1%D8%A7%D8%AC>

4- الموقع الرسمي لبورصة المغرب: (بورصة الدار البيضاء)

<http://www.casablanca-bourse.com/bourseweb/ar/content.aspx?IdLink=159&Cat=5>

5- Brabina Rajib, **International Bond Market: An Introduction**, NPTEL International Finance, Vinod Gupta School of Management, from the site:

[https://nptel.ac.in/courses/110105031/pr\\_pdf/Module%2035.pdf](https://nptel.ac.in/courses/110105031/pr_pdf/Module%2035.pdf)

6- Chapitre 4 – Qu'est-ce qu'un système financier ? dans le site :

<https://prepanoisy.files.wordpress.com/2016/09/chapitre-4-e28093-systecc80mes-financiers-version-ecc81lecc80ve.pdf>

7- Céline Choulet et Yelena Shulyatyeva, **Aux origines de la désintermédiation bancaire américaine**, Janvier 2016, dans le site:

<http://economicresearch.bnpparibas.com/Views/DisplayPublication.aspx?type=document&IdPdf=27425>

8- **Les marchés financiers internationaux**, dans le site:

<https://d1n7iqsz6ob2ad.cloudfront.net/document/pdf/53bbbee76fd15.pdf>

9- Mario Dehove, **Institution et théorie de la monnaie**, Mars 2001, Dans le site:

<http://perso.orange.fr/mario.dehove/chapitre2.pdf>

10- **Support de cours Finance Internationale (BTC internationale)**, dans le site:

[http://eftg-dz.com/index.php/component/k2/.../119\\_63c835e7225952f397dc3da827277f19](http://eftg-dz.com/index.php/component/k2/.../119_63c835e7225952f397dc3da827277f19)

11- <http://www.sabbar.fr/sabbar/Schema/marchfinroleco.pdf>

**فهرس الجداول  
والأشكال والمخططات**

# فهرس المحتويات

الصفحة	الموضوع
أ - ث	المقدمة
96-1	<b>الجزء الأول: الاقتصاد النقدي</b>
15-3	<b>المحور الأول: الإطار المفاهيمي للنقود وتطورها التاريخي</b>
04	1- تعريف المقايضة وصعوباتها
04	1-1- تعريف المقايضة
04	2-1- صعوبات المقايضة
06	2- تعريف النقود ووظائفها
06	1-2- تعريف النقود
07	2-2- وظائف النقود
09	3- أشكال النقود
09	1-3- النقود السلعية
10	2-3- النقود المعدنية
11	3-3- النقود الورقية
12	4-3- النقود الكتائبة (نقود الودائع)
12	5-3- النقود الافتراضية (الالكترونية)
15	أسئلة للمناقشة
26-17	<b>المحور الثاني: الأنظمة النقدية</b>
17	1- النظام النقدي: مفهومه وخصائصه
17	1-1- تعريف النظام النقدي ومكوناته
18	2-1- خصائص النظام النقدي

19	2- القواعد المعدنية (النظام المعدني)
19	1-2- نظام المعدن الواحد
22	2-2- نظام المعدنين
23	3- نظام النقد الورقي الإلزامي
24	1-3- أسباب تبني النظام النقدي الورقي
24	2-3- مميزات النظام النقدي الورقي
24	3-3- مزايا وعيوب النظام النقدي الورقي
26	أسئلة للمناقشة
48-28	المحور الثالث: النظريات النقدية
28	1- النظرية النقدية التقليدية (النظرية الكمية)
28	1-1- أسس وافترضاات النظرية النقدية التقليدية
30	2-1- معادلة التبادل ومعادلة الأرصدة النقدية
32	3-1- أوجه التشابه والاختلاف بين معادلة فيشر ومعادلة الأرصدة النقدية
33	4-1- الانتقادات الموجهة للنظرية النقدية التقليدية
34	2- النظرية الكينزية
34	1-2- فرضيات التحليل الكينزي
35	2-2- الطلب على النقود عند كينز (نظرية تفضيل السيولة)
38	3-2- دالة الطلب الكلي على النقود عند كينز ومصيدة السيولة
40	4-2- اشتقاق سرعة دوران النقود $V$ من دالة الطلب على النقود
41	5-2- أوجه التشابه والاختلاف بين النظرية الكينزية والنظرية الكلاسيكية
41	6-2- تقييم النظرية النقدية الكينزية
42	3- النظرية النقدية الحديثة لفريدمان (النظرية النقدية لمدرسة شيكاغو)
42	1-3- محددات الطلب على النقود عند فريدمان

43	2-3- دالة الطلب على النقود عند فريدمان
45	3-3- الفرق بين نظرية فريدمان ونظرية كينز
48	أسئلة للمناقشة
70-50	<b>المحور الرابع: النظام المصرفي: مكوناته ووظائفه</b>
50	1- الوساطة المالية: التعريف والأهمية والأشكال والأنواع
50	1-1- تعريف الوساطة المالية وأهميتها
51	2-1- أشكال الوساطة المالية
53	3-1- أنواع الوسطاء الماليين
54	2- البنك المركزي
54	1-2- تطور الفن المصرفي
55	2-2- تعريف البنك المركزي وخصائصه
56	3-2- وظائف البنك المركزي
58	3- البنوك التجارية
58	1-3- تعريف البنوك التجارية ووظائفها
61	2-3- تحليل ميزانية البنك التجاري
64	3-3- مشكلة السيولة وسياسة الإقراض في البنوك التجارية
65	4- نظرة عامة حول مكونات النظام المصرفي في الجزائر
65	1-4- البنك المركزي في الجزائر (بنك الجزائر)
66	2-4- البنوك والمؤسسات المالية في الجزائر
70	أسئلة للمناقشة
84-72	<b>المحور الخامس: الكتلة النقدية ومقالاتها</b>
72	1- تعريف الكتلة النقدية وأهميتها في الاقتصاد
72	1-1- تعريف الكتلة النقدية

73	2-1- أهمية الكتلة النقدية
73	2- مكونات الكتلة النقدية
73	1-2- المجمعات النقدية
75	2-2- مجمعات التوظيف
76	3- مقابلات الكتلة النقدية
76	1-3- مفهوم مقابلات الكتلة النقدية
77	2-3- الذهب والعملات الأجنبية
78	3-3- القروض المقدمة للاقتصاد
78	4-3- القروض المقدمة للخرينة العمومية
78	4- الكتلة النقدية ومقابلاتها في الجزائر
78	1-4- تحليل الكتلة النقدية في الجزائر خلال الفترة 2000-2017
80	2-4- تحليل مقابلات الكتلة النقدية خلال الفترة 2000-2017
83	أسئلة للمناقشة
96-86	المحور السادس: السياسة النقدية
86	1- تعريف وأهداف السياسة النقدية
86	1-1- تعريف السياسة النقدية
87	2-1- أهداف السياسة النقدية
88	2- أدوات السياسة النقدية
88	1-2- الأدوات الكمية (غير المباشرة)
92	2-2- الأدوات الكيفية (المباشرة)
93	3- استراتيجية البنك المركزي في تنفيذ السياسة النقدية
93	1-3- الأهداف الوسيطة والأهداف العاملة
94	2-3- معايير اختيار الأهداف الوسيطة

96	أسئلة للمناقشة
180-97	<b>الجزء الثاني: أسواق رؤوس الأموال</b>
112-99	<b>المحور السابع: مدخل إلى عالم التمويل</b>
99	1- تعريف النظام المالي
100	2- أنواع التمويل
100	1-2- التمويل المباشر
100	2-2- التمويل شبه المباشر
101	3-2- التمويل غير المباشر
102	4-2- توازن سوق رأس المال في إطار طرق التمويل
103	3- نماذج نظم التمويل
103	1-3- اقتصاد الاستدانة
105	2-3- اقتصاد الأسواق المالية
107	4- تحول النظام المالي وظاهرة تطور الأسواق المالية (اللاوساطة المالية)
107	1-4- مفهوم ظاهرة اللاوساطة المالية
109	2-4- تأثير ظاهرة اللاوساطة المالية على نشاط القطاع المصرفي
111	أسئلة للمناقشة
124-114	<b>المحور الثامن: السوق النقدية وأدواتها</b>
114	1- تعريف السوق النقدية وخصائصها
114	1-1- تعريف السوق النقدية
115	2-1- خصائصها
115	2- فروع السوق النقدية ودورها
115	1-2- فروع السوق النقدية
116	2-2- دور السوق النقدية بالنسبة للنظام المصرفي

117	3- الأدوات المتداولة في الأسواق النقدية
118	3-1- أذونات الخزينة
118	3-2- شهادات الإيداع
118	3-3- الأوراق التجارية
119	3-4- الأورودولار
119	3-5- القبولات المصرفية
120	4- نظرة عامة حول السوق النقدية في الجزائر
120	4-1- تنظيم السوق النقدية في الجزائر
121	4-2- مختلف الطرق والوسائل الجديدة لتدخل بنك الجزائر في السوق النقدية
123	أسئلة للمناقشة
149-126	<b>المحور التاسع: سوق رأس المال: المفهوم والوظائف والأدوات</b>
126	1- سوق رأس المال: تعريفه وأقسامه وتاريخ نشأته
126	1-1- تعريف سوق رأس المال
127	1-2- أقسام سوق رأس المال
130	1-3- تاريخ نشأة سوق رأس المال
131	2- مراحل تطور سوق رأس المال ومقوماته
131	2-1- مراحل تطور سوق رأس المال
132	2-2- مقومات تطوير سوق رأس المال
133	3- وظائف سوق رأس المال
133	3-1- دور السوق الأولي
134	3-2- دور السوق الثانوي
135	4- الأدوات المالية التقليدية المتداولة في سوق رأس المال
136	4-1- الأدوات المالية التي تمثل ملكية (الأسهم)

139	2-4- الأدوات المالية التي تمثل ديننا (السندات)
142	5- نظرة عامة حول سوق رأس المال في الجزائر
142	1-5- تنظيم سوق رأس المال في الجزائر
145	2-5- أقسام سوق رأس المال في الجزائر
147	3-5- شروط إدراج الشركات في بورصة الجزائر
149	أسئلة للمناقشة
166-151	المحور العاشر: المشتقات المالية
151	1- مفهوم المشتقات المالية
151	1-1- تعريف المشتقات المالية
153	2-1- خصائص المشتقات المالية
153	3-1- أسباب اللجوء إلى عقود المشتقات
154	2- الاختيارات
154	1-2- الخيارات: تعريفها وأركانها
155	2-2- أنواع الخيارات
156	3-2- أرباح وخسائر المستثمرين في الاختيارات
159	3- العقود المستقبلية
159	1-3- تعريف العقود المستقبلية واستخداماتها
160	2-3- عناصر العقود المستقبلية
161	3-3- الفرق بين العقود المستقبلية والعقود الآجلة وعقود الخيارات
163	4- عقود المبادلة
163	1-4- عقود المبادلة: تعريفها وخصائصها وأهدافها
164	2-4- أنواع عقود المبادلة
167	أسئلة للمناقشة

185-169	المحور الحادي عشر: الأسواق المالية الدولية والمراكز المالية الدولية
169	1- تعريف الأسواق المالية الدولية وخصائصها
169	1-1- تعريف الأسواق المالية الدولية
170	2-1- خصائص الأسواق المالية الدولية
171	2- عوامل قيام وتطور الأسواق المالية الدولية والمتدخلين فيها
171	2-1- عوامل قيام وتطور الأسواق المالية الدولية
172	2-2- المتدخلون في الأسواق المالية الدولية
173	3- السوق النقدية الدولية
174	3-1- سوق الأورو عملات
175	3-2- سوق الأورو قروض
177	4- سوق السندات الدولية وسوق الأسهم الدولية
177	4-1- سوق السندات الدولية
179	4-2- سوق الأسهم الدولية
180	5- المراكز المالية الدولية
180	5-1- تعريف المركز المالي الدولي وشروطه
181	5-2- تصنيف المراكز المالية وأدوارها
182	5-3- مقومات وترتيب المراكز المالية الدولية
185	أسئلة للمناقشة
187	قائمة البحوث
191	قائمة المراجع
200	فهرس الجداول
201	فهرس الأشكال
202	فهرس المخططات