



وزارة التعليم العالي والبحث العلمي

جامعة العربي التبسي - تبسة -

كلية العلوم الإقتصادية والتجارية وعلوم التسيير

قسم علوم التسيير

مطبوعة دروس، في مادة:

اقتصاد نقدي وأسواق

رأس المال

موجهة للسنة الثانية علوم التسيير

من إعداد:

د. عثمان عثمانية

السنة الجامعية 2022 - 2023

فهرس المطبوعة:

2	مقدمة.....
4	أولاً: النقود: المفهوم، الوظائف والأشكال.....
17	ثانياً: المحملات (Agrégats) والإحصاءات النقدية.....
20	ثالثاً: الأنظمة النقدية.....
27	رابعاً: النظرية الكمية للنقود.....
31	خامساً: الطلب على النقود لدى كينز.....
36	سادساً: النظرية النقدية الحديثة.....
40	سابعاً: التضخم.....
52	ثامناً: السياسة النقدية.....
56	تاسعاً: الوساطة المالية.....
61	عاشراً: الجهاز المصرفي الجزائري.....
68	إحدى عشرة: الأسواق المالية.....
88	إثنا عشرة: الساحات المالية الدولية.....
89	ثلاثة عشرة: العولمة الإقتصادية والمالية.....
93	أربعة عشرة: الأزمات المالية.....
112	قائمة المراجع.....

مقدمة:

إن الباحث في التاريخ الإنساني يجد أنه تاريخ سعي الإنسان للإنسجام مع الطبيعة، وهذا ما أدى إلى تحقيق كل الإختراعات والإبتكارات التي نصبتة سيدا للعالم. وتعد النقود أحد أهم تلك الإبتكارات التي حددت العلاقات وهياكل السلطة في المجتمعات والتنظيمات المختلفة.

تعد النقود ضاربة في الزمن، وما عدا المرحلة التي كان يوصف فيها الناس بأنهم صيادون وجامعون، كل المراحل الموالية شكلت فيها النقود، سواء كانت سلعا، معادن نفيسة أو عملات معدنية وورقية محور التقدم الإنساني. وهذا ما جعلها موضوع الكثير من النظريات والدراسات، في إطار ما يسمى بالإقتصاد أو النظرية النقدية.

تأتي هذه المطبوعة لتقديم المفاهيم الأساسية حول النقود والأسواق المالية لطلبة السنة ثانية علوم التسيير، ابتداء بمفهوم النقود وتطورها التاريخي ووظائفها، ثم المفاهيم المرتبطة بالنقود في الإقتصاد وهي المجتمعات النقدية، ثم القواعد النقدية التي تمثل الأنظمة التي تم تبنيها من قبل الدول في إصدار النقود فيها وتداولها، ابتداء بقاعدة الذهب وصولا إلى نظام بريتون وودز وأنظمة الصرف الحالية.

كما تقدم المطبوعة النظريات النقدية، التي تفسر الطلب على النقود في الإقتصاد، وأيضا ما يسمى باقتصاديات جانب العرض، من النظرية الكلاسيكية والنظرية الكينزية إلى النظرية النقدية الحديثة. يضاف إلى ذلك شرحا وافيا للسياسة النقدية وظاهرة التضخم، كعناصر أساسية ضمن الإقتصاد النقدي.

ثم تخصص المطبوعة جزءا هاما للاقتصاد المالي أيضا، من خلال عرض المفاهيم الأساسية للأسواق المالية، الأدوات المالية المتداولة فيها، مؤشرات وأشكال كفاءتها والمعلومات التي تؤثر عليها، وكيف يتم كل ذلك.

وتخصص أيضا مجالا واسعا للأزمات المالية، من خلال توضيح المفاهيم المتصلة بها، وعرض بعض تلك الأزمات، كأزمة الكساج العظيم لسنة 1929، وأزمة 1987 وأزمة الرهن العقاري الأمريكية، ثم الأزمة المالية العالمية لسنة 2008.

أولاً: النقود: المفهوم، الوظائف والأشكال

1- مفهوم النقود:

يعرف الإقتصاديون النقود على أنها أي شيء مقبول عموماً للدفع مقابل السلع أو الخدمات أو في إعادة دفع الديون. العملة التي تشمل النقود الورقية والمعدنية ينطبق عليها أيضاً هذا التعريف، وهي أحد أنواع النقود. ولتعريف النقود على أنها عملات فقط يعتبر تعريفاً ضيقاً بالنسبة للإقتصاديين، لأن الصكوك تقبل أيضاً للدفع من أجل المشتريات، وودائع الحساب الجاري تعتبر نقوداً أيضاً.¹ يوسع هذا التعريف النقود إلى ما أبعد من العملات الورقية والمعدنية التي تعتبر مقابلاً نموذجياً للنقود في أذهاننا، بل يشمل أيضاً أدوات أخرى تعتبر نقوداً مثل الشيكات، كما يبين وظيفتين أساسيتين للنقود، الأولى هي أداة تبادل وهي الوظيفة التي تبرر وجود النقود، بل ويجادل العديد بأنها وظيفتها الوحيدة، أما الثانية فتنتج عن كونها أداة لإبراء المدفوعات الآجلة ودفع الدين.

2- نشأة النقود:

يمكن القول بأنه لا يعرف على وجه التحديد متى استخدم الإنسان النقود لأول مرة، ولكن المتفق عليه بين المهتمين بالشؤون النقدية من الإقتصاديين بصفة عامة، هو أن الحاجة إلى استعمال النقود نشأت عندما عجز نظام المقايضة عن القيام بمهمة تسهيل التبادل أمام تزايد درجات التخصص، واتساع تقسيم العمل وبالتالي تعقيد عمليتي الإنتاج والتوزيع.

وقد أدى تزايد عدد السكان وتجمعهم في أماكن متقاربة، إلى تبادل ما يرغبون فيه مع جيرانهم أو مع مجموعات أخرى تعيش بالقرب منهم، وقد كان التبادل آنذاك دون استخدام منتجات وسيطة في البداية، لذلك كان التبادل تجسيدا لما يعرف اليوم بنظام المقايضة. هذه الأخيرة أثبتت قصورها في إتمام المبادلات بشكل كفؤ مع مرور الزمن، فمع صعوبة حمل الأشياء محل التبادل، صعوبة التخزين والنقل، طرحت أيضاً

¹ Frederic S. Mishkin, *The Economics of Money, Banking, and Financial Markets*, 11th ed. (Harlow, UK: Pearson Education Limited, 2016), P.95.

مسألة توافق الرغبات، فلا بد من شخصين في نقطة زمنية محددة، يمتلكان منتجات يرغبان في تبادلها مع بعضهم البعض، وهذا ما يصعب تحقيقه في الغالب، إضافة إلى مشكلة قياس القيمة التي يطرحها هذا النظام، أو ما نسميه بالسعر.

في إقتصاد المقايضة سنكون بحاجة لـ 45 سعر لما تكون لدينا 10 سلع مختلفة، أو 4950 سعر لم تكون لدينا 100 سلعة، و499500 سعر لما تكون لدينا 1000 سلعة.¹ ويبدو أن ذلك مستحيل من الناحية العملية، فنجد أنفسنا أمام نظام بدائي لا يمكنه الإستمرار.

وقد توصلت عدة مجتمعات سابقة إلى طرق لتجاوز هذه المشكلة، فإستخدم الأزيك (إحدى حضارات أمريكا اللاتينية السابقة) الشوكلاطة كنقود، أو بالتحديد بذور الكاكاو، وباستخدام هذه البذور يمكن لأي أحد شراء فواكه وخضر وجواهر وملابس ولحوم ومشروبات.² وقد كانت النقود السلعية مثل الكاكاو آنذاك تعمل في نظام قائم على المقايضة بدل الشراء، فالأزيكي يستبدل الإغوانا مقابل حمولة من الحطب أو سلة ذرة مقابل حبل من الفلفل الحار، وإذا لم يكن للبضائع نفس القيمة على وجه التحديد، فقد إستخدم التجار الكاكاو للخروج من هذا المشكل وإتمام الصفقة. إذن، كان يتم استخدام حبة الكاكاو كأداة لحساب القيمة والقيام بعملية التبادل، لكنها لم تكن وسيلة التبادل الحصرية.³

كانت هذه الممارسات والحلول تهدف لحل المشاكل التي إعتضت نظام المقايضة، لكن مع التزايد الكبير للسكان وتزايد الإنتاج والمبادلات، لم يعد نظام المقايضة قادرا على الصمود والإستمرار. دعونا نعود إلى مثالنا السابق حول عدد الأسعار اللازمة لإتمام عدد من المعاملات، الحل لتلك المشكلة يكمن في تقديم النقود في الإقتصاد، وجعل كل الأسعار تتحدد نسبة لتلك النقود. لما تكون لدينا 10 سلع فنكون بحاجة لـ 10 أسعار فقط، وبالنسبة لـ 1000 سلعة نكون بحاجة لـ 1000 سعر فقط بدل 499500. وهكذا أصبحت هناك مبررات عملية لتجاوز نظام المقايضة البدائي وتعويضه بنظام تبادل قائم على النقود، والسؤال الأهم هنا هو: متى ظهرت النقود؟

¹ Frederic S. Mishkin, *Op.Cit.*, p.97.

² Jack Weatherford, *The History of Money* (New York: Crown Publishers, Inc., 1997), p.17.

³ *Ibid.*, p.19.

أولى النقود المعروفة تعود لـ 600 ق.م وقد وجدت من طرف علماء الآثار في معبد أرتميس Artemis بـ EPHEBUS (جانب IZMIR تركيا اليوم، أنظر الصورة رقم 1). هذه القطع اللودية المصنوعة من الذهب والفضة تعرف على أنها إلكتروم Electrum أي خليط طبيعي من الذهب والفضة تحمل رأس أسد، كانت ممهدة لظهور الدراخمة الأثينية Tetrachm والتي كانت قطعة فضية موحدة¹ (أنظر الصورة رقم 2). وفي العصر الروماني كانت النقود تصنع في ثلاثة معادن مختلفة: الذهب Aureus، الفضة Dinarius، والبرونز Systerius.²

صورة رقم 1: بقايا معبد أرتميس بتركيا



صورة رقم 2: العملة اللودية



¹ Niall fergusson, *The Ascent of Money* (New York: Penguin Books, 2008), p.25.

² Ibid. p.25.



إذن لقد ظهرت النقود الأولى في منطقة البحر الأبيض المتوسط، إلى غاية سنة 221 ق.م أين تم طرح عملة برونزية موحدة بالصين من طرف الامبراطور الأول Qin Shi huangdi¹.

صورة رقم 3: العملة الصينية البرونزية



وبالنسبة للنقود الورقية في الصين، كان التطبيق الصارم يفرض من خلال فرض عقوبة الإعدام على أي شخص يرفض قبول العملة الورقية، وكانت القدرة على إسترداد القيمة هي ما يجعل النظام قابلا للتطبيق.² وهذا ما يبرر وجود مؤسسة مركزية تحول لها لوحدها سلطة إصدار و ضمان قيمة ما يتم إصداره من نقد، أو

¹ Ibid. p.25.

² David Wolman, *the End of Money* (Boston, MA: DaCapo Press, 2012), p.2.

بعبارة أخرى كسب ثقة الناس حتى يعمل النظام بشكل سليم في العصر الحديث. ثم تم طرح عملة برونزية موحدة بالصين من طرف الامبراطور الأول Qin Shihuangdi سنة 221 ق.م.¹

ويعود تاريخ أول نقود صينية جلدية، والتي تتألف من قطع من جلد الأيل الأبيض من حوالي قدم مربع بحدود ملونة، يمثل كل منها قيمة عالية تبلغ 40.000 نقدا في حوالي عام 118 ق.م. وبعد حوالي 900 سنة سمعنا الإشارة المهمة التالية، هذه المرة الأوراق النقدية الورقية من النقود الأكثر حداثة، في عهد هين تسونغ (806 – 21 Hien Tsung) ويبدو أن نقصا حادا في النحاس أدى بالإمبراطور إلى إختراع هذا الشكل من النقود ليحل محل النوع التقليدي.² ويعتبر هذا تطورا طبيعيا تبعا للتطور الإقتصادي والتجاري الذي شهدته الصين في هذه الفترة، ففي الجانب التجاري أدى طريق الحرير التجاري إلى إزدهار الصين والوصول إلى مستويات تمدن لم يصل إليها الغرب إلا بعد العصور المظلمة.

وبنهاية القرن 14، كان كل بلد في أوروبا تقريبا يستخدم ثلاثة معادن لسك العملة: الذهب، الفضة، ومعدن أساسي مثل النحاس أو النيكل، وهذا يعرف في الأدبيات المعاصرة بالنقود "الصفراء"، "البيضاء" و"السوداء." وقد تم تداول عملات الذهب والفضة جنبا إلى جنب في أغلب الدول الأوروبية بداية من القرن الثالث عشر.³

أما في العصر الحديث ظهرت لأول مرة النقود المعدنية الرمزية في كتالونيا في القرن 15 (العملات التي ليست لها قيمة جوهريّة، لكنها مطلية بقدر ثابت من السلعة)، ثم ظهرت الأوراق القابلة للتحويل حسب الطلب في السويد ثم في إنجلترا في القرن 17.⁴ وقد ساهم نظام الإئتمان الذي ظهر مبكرا في عدة دول أوروبية مثل إيطاليا وهولندا في تطوير نظام المدفوعات، وبالتالي تطور النقود إلى الأشكال المعروفة لدينا اليوم.

3- النقود في الإسلام

¹ Niall fergusson, Op.Cit., p.25.

² Glyn Davies, *History of Money: Form Ancient Times to the Present Day*, 3rd ed. (Cardiff, UK: University of Wales Press, 2002), p.181.

³ John F. Chown, *A History of Money from AD 800* (London: Routledge, 1994), p.13.

⁴ François R. Velde and Warren E. Weber, 'Commodity Money.' In: Steven N. Durlauf and Lawrence E. Blume (eds), *Monetary Economics* (Hampshire, England: Palgrave Macmillan, 2010), p.28.

إستخدم العرب في شبه الجزيرة العربية عدة عملات في معاملاتهم التجارية قبل الإسلام، ولم تكن أيا منها خاصة بهم، إذ أنّها كانت قد إنتقلت إليهم إما من روما أو من بلاد فارس. وحتى بعد الإسلام إستمر تداول تلك العملات، إلى غاية سك الخليفة العباسي عبد الملك بن مروان الدنانير والدراهم سنة 76 للهجرة.

تداول العرب في عصري الجاهلية والإسلام ثلاث عملات:¹

- **الدينار:** عرف العرب هذه العملة الرومانية الذهبية وتعاملوا بها قبل الإسلام وبعده. وهناك أجزاء للدينار كالتى وجدت في مصر من قطع نصف الدينار (semis) والثلث (Tremis) والثلثين والرابع (Quadrans)، وقد أشير إلى هذه العملات كلها في أوراق البردي، والظاهر أنّ إصدار مثل هذه الأجزاء من الذهب يعود إلى هدف الدولة في تسهيل أمور الشراء والبيع. وقد إحتفظ العرب بعد حركة الفتح الإسلامي بكل هذه العملات لإستخدامها في عملياتها التجارية من جهة، وللوفاء بالإلتزامات الضريبية من جهة أخرى.

- **الدرهم:** كلمة أعجمية عرّبت عن الكلمة اليونانية "الدراخما Drachma"، وهو عملة فضية إستخدمها العرب في معاملاتهم نقلا عن الفرس، إذ كانت الأقاليم الشرقية عن العالم الإسلامي تتعامل بالدرهم، أي أنّها كانت تتبع قاعدة الفضة، بإعتبار الدرهم الفضة هو نقدها الرئيسي. وقد تداول المسلمون هذه الدراهم مع إضافة عبارات إسلامية عليها أدخلها الخليفة الراشدي عمر بن الخطاب، ثم عرّبت مع الدينار على يد الخليفة عبد الملك بن مروان.

- **الفلس:** إشتق العرب لفظ فلس من اليونانية Follis، ولكنهم لم يتقيدوا بأوزان هذا النوع من الفلوس البيزنطية، إذ كان في غاية الإضطراب والإهتزاز عند الفتح العربي للشام ومصر، وهي نقود نحاسية كان الغرض منها تسهيل وإجراء العمليات التجارية البسيطة.

يتضح من العناصر السابقة أنّ العملات التي كان يستخدمها العرب كانت رومانية، يونانية وبيزنطية، وكانت كلها تندرج ضمن النقود السلعية، فكانت إما ذهباً أو فضة أو نحاساً. وقد إستمر التعامل بها حتى بعد بعث نبينا مُحَمَّد ﷺ الذي لم ينكر على المسلمين إستخدامها.

¹ حسان حلاق، تعريب النقود والدواوين في العصر الأموي: الحياة المالية والإقتصادية والإدارية (بيروت: دار النهضة العربية، 1988)، ص ص 17-21.

فقد إستمر تداول النقود البيزنطية والساسانية في عهد الرسول ﷺ، بالإضافة إلى بعض النقود المحلية الأخرى، مثل الدراهم الفضية الحميرية. وقد ورد ذكر الدينار والدراهم والورق (الدراهم الفضية المسكوكة) في القرآن الكريم، إذ شاع إستعمالها لدى العرب. وقد أقرّ الرسول ﷺ هذا النظام النقدي المتداول، وتعامل بهذه النقود وفرض الزكاة بها، ولم يحدث أي تغيير على هذه النقود من حيث الشكل أو المضمون أو الوزن، ولكنه حث المسلمين على الإلتزام بوزن هذه النقود وعدم الغش فيها.¹ وفي عد إنكار الرسول ﷺ للنقود المتداولة آنذاك إشارة واضحة إلى أنّ النقود هي ما يقبل كوسيط للمبادلات، وفق ما تقتضيه الشريعة الإسلامية من شروط سنأتي على ذكرها فيما بعد.

وبعد وفاة الرسول ﷺ، لم تسمح الظروف التي عاشتها الدولة الإسلامية الناشئة إبان حكم الخليفة الأول أبي بكر الصديق رضي الله عنه له بالنظر إلى النظام النقدي، وذلك على العكس من عهد الخليفة الثاني عمر بن الخطاب رضي الله عنه، والذي أتاحت له الإنتصارات المتوالية في العراق وإيران والشام ومصر الفرصة لبناء الدولة الإسلامية على أسس منظمة، فصار لها كيان سياسي وعسكري وإداري وإقتصادي، لذلك نظر أمير المؤمنين عمر بن الخطاب رضي الله عنه في أمر النقود وقام بالعديد من الإصلاحات في النظام النقدي، ويُنسب إليه الفضل في أنّه أول خليفة في الإسلام يقوم بإصدار النقود برعاية الدولة الإسلامية.² إذ يذكر العلامة تقي الدين أحمد عبد القادر المقرئ الشافعي³ أنّه لما أُستخلف عمر بن الخطاب رضي الله عنه، وفتح الله على يديه مصر والشام والعراق، وفي السنة الثامنة من خلافته أته وفود من بينها وفد البصرة يكلمونه عن مصالحهم، ف ضرب حينئذ الدراهم على نقش الكسروية وشكلها، غير أنّه زاد في بعضها "الحمد لله"، وفي بعضها "مُجّد رسول الله"، وفي بعضها "لا إله إلا الله وحده". ولما بويع عثمان بن عفان رضي الله عنه ضرب في خلافته دراهم نقش فيها "الله أكبر".

وضرب عبد الله بن الزبير رضي الله عنهما بمكة دراهم مدورة، وكان أول من ضرب الدراهم المستديرة، وما ضرب منها قبل ذلك ممسوحا غليظا قصيرا، فدورها عبد الله ونقش على أحد وجهي الدرهم "مُجّد رسول الله" وعلى الآخر "أمر الله بالوفاء والعدل". وضرب أخوه مصعب بن الزبير دراهم بالعراق، وجعل كل عشرة

¹ عاطف منصور مُجّد رمضان، النقود الإسلامية وأهنتها في دراسة التاريخ والآثار والحضارة الإسلامية (القاهرة: مكتبة زهراء الشرق، 2008)، ص 40-41.

² عاطف منصور مُجّد رمضان، موسوعة النقود في العالم الإسلامي: نقود الخلافة الإسلامية، ج. 1 (القاهرة: دار القاهرة، 2004)، ص. 21.

³ تقي الدين أحمد عبد القادر المقرئ الشافعي، النقود الإسلامية، ص. 62.

سبعة مثاقيل وأعطاهما الناس، حتى قدم الحجاج بن يوسف من العراق من قبل أمير المؤمنين عبد الله بن مروان، وقال ما يبق من سنة الفاسق أو قال المنافق فغيرها. وبعد وفاتهما، عبد الله ومصعب بن الزبير، ضرب عبد الملك بن مروان الدينار والدراهم سنة 76 للهجرة، فجعل وزن الدرهم 15 قيراطا سوى، والقيراط أربع حبات، وكل دائق قيراطين ونصف، وكتب إلى الحجاج وهو بالعراق إن إضرها قبلك فضرها، وقدمت مدينة الرسول ﷺ وبها بقايا من الصحابة فلم ينكروا منها سوى نقشها.¹

وتعود قصة سك النقود أول مرة في الإسلام على يد أمير المؤمنين عبد الملك بن مروان، عندما كتب بن مروان إلى ملك الروم وكان في صدر كتابه "قل هو الله أحد" وذكر النبي ﷺ، فأنكر ملك الروم ذلك وقال إن لم تتركوا هذا ذكرنا نبيكم في دنانيرنا بما تكروهون، فعظم على عبد الملك فضرب الدينار والدراهم الإسلامية.²

وهكذا ظهرت أول نقود سكها المسلمون في الإسلام، ثم عرف التاريخ الإسلامي فيما بعد العديد من الأشكال والأوزان، التي تعكس التطور الاقتصادي، السوسولوجي، العلمي والإشعاع الحضاري الذي عرفته الحضارة الإسلامية فيما بعد.

2- تعريف النقود:

ليس هناك حتى الآن تحديد نهائي وقاطع لما تعنيه النقود أو ما يمكن تعريفه بالنقود ويرجع ذلك إلى انقسام الآراء حول دورها وأهميتها في النشاط الاقتصادي.

يرى فيشر I.Fisher أن أي سلعة حتى يطلق عليها إسم نقود يجب أن تكون مقبولة عموماً، وكل سلعة مقبولة عموماً في التبادل يجب أن تسمى نقوداً.

النقود هي الشيء الذي يلقي قبولاً عاماً في التداول، بحيث تحقق الوظائف المرجوة من استخدامها على أكمل وجه، ولهذا فإن التعريف الموجز للنقود هو أن "النقود كل ما تفعله النقود" بمعنى أن أي شيء يقوم

¹ تقي الدين أحمد عبد القادر المقرئ الشافعي، ثلاث رسائل (قسطنطينية: مطبعة الجوائب، 1298)، ص.5.

² خالد الصايغ، النقود الإسلامية (أبو ظبي: المجمع الثقافي، 2002)، ص.7.

بوظيفة النقود يكون بالفعل نقودا. وأفضل أنواع النقود هو الذي يتمتع بصفة القبول العام بحرية تامة، فالنقطة الجوهرية هي أن تمتلك النقود القدرة على تأدية وظائفها بشكل أمثل.

النقد هو كل شيء يلقى قبولا عاما في التداول ويستخدم كوسيط للتبادل ومقياسا للقيم ومستودعا له، ويستخدم أيضا كوسيلة للمدفوعات الآجلة.

ويجب أن تتوفر في النقد الخصائص الآتية:

- القبول العام؛
- تجانس وحداتها؛
- قابلية التجزئة؛
- طول البقاء؛
- سهولة الحمل؛
- الثبات النسبي في القيمة؛
- كفاية المقدار؛
- لا تتسم بالوفرة.

4- وظائف النقود:

وينسب الإقتصاديون نموذجيا ثلاثة وظائف تؤديها النقود، هي:¹

- وسيط للمبادلات: تعتبر النقود سواء في شكل عملة أم صكوك بمثابة وسيط للمبادلات، هي تستعمل في الدفع مقابل السلع والخدمات، وتسمح بتجاوز أهم مشاكل نظام المقايضة: توافق الرغبات. لفهم نظام المقايضة فلننظر في حالة وداد أستاذة الإقتصاد التي يمكن أن تفعل شيئا واحدا فقط: تقديم محاضرات ممتازة في الإقتصاد. إذا أرادت وداد أن تأكل في إقتصاد المقايضة عليها أن تجد مزارعا، الذي لا ينتج الغذاء الذي تحب فحسب، لكن يريد أيضا أن يتعلم علم الإقتصاد. هذا البحث سيكون صعبا ومكلفا للوقت.

¹Frederic S. Mishkin, Op.Cit., pp.96-98.

وحتى تؤدي سلعة ما وظيفة النقود، عليها أن تستوفي عدة معايير:

- يجب أن تكون قابلة للتنميط بسهولة، ما يجعل من السهل التأكد من قيمتها؛
- يجب أن تكون مقبولة على مدى واسع؛
- يجب أن تكون قابلة للتجزئة، حتى يكون من السهل إجراء تغيير؛
- يجب أن تكون سهلة الحمل؛
- يجب ألا تتدهور بسرعة.

- **وحدة حساب:** ثاني دور هو أن تقدم النقود وحدة للحساب، وبذلك فهي تستخدم لقياس القيمة في الإقتصاد. نقيس قيمة السلع والخدمات نسبة للنقود، تماما كما نقيس الوزن بالكيلوغرام أو المسافة بالكيلومترات.

- **مستودع للقيمة:** تعمل النقود أيضا كمستودع للقيمة، فهي مستودع للقدرة الشرائية المتاحة مع مرور الوقت. مستودع القيمة يستخدم للحفاظ على القدرة الشرائية من وقت الحصول على الدخل إلى وقت إنفاقه. وهذه الوظيفة لا تؤديها النقود لوحدها، بل تؤديها أيضا الأسهم، السندات، الأرض، المساكن، الفن أو الجواهر... ولكن النقود هي الأصل الأكثر سيولة من بينها جميعا، لأنها الوسيط في المبادلات، فهي ليست بحاجة لتحويل إلى أي شيء آخر للقيام بعمليات الشراء. ولكن تجدر الإشارة إلى أن النقود كمستودع للقيمة يعتمد على مستوى الأسعار. إذ أن التضخم، الذي يشار إليه ببساطة تتم عن سذاجة على أنه عدم إستقرار المستوى العام للأسعار، يؤدي إلى إنخفاض القدرة الشرائية للنقود وبالتالي يحول دون أدائها لهذه الوظيفة بالشكل الأمثل.

والجدول رقم 1 يوسع التحليل إلى وظائف أخرى للنقود على مستوى المعاملات الفردية أو ما يخص الإقتصاد الجزئي، كما يبين تلك الأدوار التي تؤديها على مستوى الإقتصاد ككل.

جدول 1: وظائف النقود العامة والخاصة

وظائف خاصة (أغلبها إقتصاد-جزئية) وظائف عامة (في الغالب إقتصاد-كلية ومجردة)

أصل سائل

وحدة للحساب (مجردة)

إطار لنظام التخصيص في السوق (الأسعار)	مقياس مشترك للقيمة (مجردة)
عامل مسبب في الإقتصاد	وسيط للتبادل (ملموسة)
مراقب للإقتصاد	أداة للدفع (ملموسة)
	معيار للمدفوعات الآجلة (مجردة)
	مستودع للقيمة (ملموسة)

Source: Glyn Davies, 2002, pp.27-28.

يتضح من الجدول رقم 1 أنّ النقود تؤدي أدواراً أبعد من الوظائف التي ذكرناها سابقاً، إضافة إلى كونها وسيطاً في المبادلات، أداة حساب وقياس، ومستودع للقيمة، تعتبر أيضاً عاملاً مراقباً للإقتصاد، فمختلف الحسابات الإقتصادية الوطنية تقاس بالنقود، كما أنّها أساس نظام الأسعار الذي يعتبر هاماً جداً كنظام للتخصيص في الإقتصاد.

وبعكس التصنيف الإقتصادي السائد لوظائف النقود، أشار لودفيغ فون ميسز Ludwig Von Mises (1881-1973) إلى أنّ وسيط التبادل هي وظيفة النقود الوحيدة، وكل الوظائف الأخرى التي ينسبها الناس للنقود -وحدة حساب، مستودع للقيمة ومعيار للمدفوعات المؤجلة- ستكون مجرد جوانب لوظيفتها الأساسية والوحيدة: وظيفة وسيط للتبادل.¹

4- أنواع النقود:

يمكن تقسيم النقود انطلاقاً من مجموعة اعتبارات أهمها ما يلي:²

- الجهة التي تصدرها - حيث تقسم إلى نقود حكومية تصدرها وزارة المالية ونقود (بنكنوت) يصدرها البنك المركزي ونقود ودائع تخلقها المصارف التجارية.
- نوع المادة المصنوعة منها - ويمكن تقسيمها إلى نقود ورقية وأخرى معدنية؛

¹ Ansgar Belke and Thorsten Polleit, *Monetary Economics in Globalised Financial Markets* (Heidelberg, Germany: Springer – Verlag Berlin Heidelberg, 2009), p.3.

² Ibid., p.7.

- درجة قبولها العام - وتقسم إلى نقود قابلة للتحويل ونقود نهائية؛
- الإعتماد على نوع العلاقة التي تربط بين النقود وبين الأساس الذي تقام عليه وتقسم إلى نقود سلعية وأخرى إئتمانية.
- أ- **النقود السلعية:** هي أول النقود التي عرفتها البشرية، ظهرت مباشرة بعد العيوب التي انتابت نظام المقايضة، فاستعملت المجتمعات السلع التي تحضى بالأهمية وتمتع بقيمة عالية وتحوز على أكبر تقدير كالقمح والحبر والسكر... الخ. لكن سرعان ما تم التخلي على السلع الإستهلاكية لأسباب متعددة أبرزها عدم تجانسها وفقدانها لعنصر الدوام النسبي، فتم إتخاذ سلع صلبة مثل تلك المصنوعة من الأصداق والقواقع البحرية والأحجار النادرة ثم المعادن بعد ذلك في أواخر العهد البدائي.
- ب- **النقود المعدنية:** لقد إستعملت معظم المجتمعات البشرية في مرحلة مبكرة من مراحل التاريخ النقدي المعادن كالنقود واحتل الذهب والفضة الصدارة وتلتها معادن أخرى تمثلت في الحديد والنحاس والزنك والقصدير، واختيار المعادن النفيسة نابع من توفر هذه الأخيرة على السمات الآتية:
 - سهولة النقل وعدم قابليتها للتلف؛
 - صعوبة تزييفها وتمتعها بالندرة النسبية؛
 - قابليتها للتجزئة؛
 - ثبات قيمتها بالمقارنة بالسلع الأخرى.
- ج- **النقود الورقية:** تاريخيا يمكن إرجاع أصل النقود الورقية إلى عهد الرومان، عندما كانت تودع المعادن النفيسة لدى الصيارفة مقابل إيصالات بهدف الإحتفاظ بها، على أن يرد الصائغ (الصيرفي) هذه المعادن المودعة عند طلبها من طرف أصحابها من أجل البيع والشراء، لكن نظرا للثقة التي يتمتع بها الصيارفة، أصبح الناس يتعاملون فيما بينهم فقط بتلك الإيصالات دون العودة في كل مرة إلى المعدن النفيس، والسبب في ذلك هو سهولة حمل تلك الأوراق والتقليل من مخاطر السرقة إلى جانب عنصر الثقة.

- د- **النقود الائتمانية أو المصرفية:** وتطلق على نقود الودائع أو النقود الكتابية، وهي أحدث أشكال النقود، وأهمها النقود الائتمانية، لأنها تمثل وسيلة مهمة للدفع وتشكل نسبة مرتفعة من إجمالي النقود المتداولة في الدول المتقدمة ذات الأنظمة المصرفية الحديثة.
- هـ- **النقود الإلكترونية:** نظرا للدور الكبير الذي لعبه التطور التكنولوجي في حياة البشر على مختلف الأصعدة، ونتيجة للثورة الحضارية والتقنية التي أفرزتها مراحل التقدم التكنولوجي والعمولة، كل ذلك أدى إلى ظهور شكل جديد للنقود بما يسمى بالنقود الإلكترونية، والتي تعرف على أنها قيمة نقدية تتخذ شكل وحدات إئتمانية مخزونة على شكل إلكتروني أو أداة إلكترونية، وقد تتخذ شكل البطاقات الإلكترونية الممغنطة بأنواعها.
- و- **النقود المساعدة:** وهي النقود التي تصدرها السلطة التنفيذية في شكل قطع نقدية من معادن مختلفة: فضة أو برونز أو نحاس... وقد تكون في شكل نقود ورقية، ذات قيم صغيرة كأجزاء وحدة النقد، تكون مهمتها القيام بمساعدة النقود الورقية، في تسهيل المبادلات صغيرة القيمة، التي يحتاج إليها الأفراد في حياتهم اليومية.
- ي- **النقود المساعدة:** وهي النقود التي تصدرها السلطة التنفيذية في شكل قطع نقدية من معادن مختلفة: فضة أو برونز أو نحاس... وقد تكون في شكل نقود ورقية، ذات قيم صغيرة كأجزاء وحدة النقد، تكون مهمتها القيام بمساعدة النقود الورقية، في تسهيل المبادلات صغيرة القيمة، التي يحتاج إليها الأفراد في حياتهم اليومية.

ثانياً: المحملات (Agrégats) والإحصاءات النقدية

تمهيد:

المجمعات النقدية هي عبارة عن مؤشرات إحصائية لكمية النقود المتداولة وتعكس قدرة الأعوان الماليين المقيمين على الإنفاق، بمعنى أنها تضم وسائل الدفع لدى هؤلاء الأعوان، ويرتبط عدد هذه المجمعات بطبيعة الاقتصاد ودرجة تطور الصناعات المصرفية والمنتجات المالية، وتعطي هذه المجمعات معلومات للسلطات النقدية عن وتيرة نمو مختلف السيولات، ويهدف المسح النقدي إلى المساعدة على تحليل المتغيرات النقدية الكلية التي تتأثر بتدخلات السلطات النقدية:¹

1- عرض النقود بالمفهوم الضيق M1

ويطلق على هذا النوع اسم الكتلة النقدية، ويعرف بعرض النقد M1، ويتمثل في مجموع وسائل الدفع المتداولة في بلد ما خلال فترة زمنية معينة. إذ يدخل في هذا التعريف ما يلي:

✓ النقود المتداولة: والمتمثلة في العملة الورقية والمعدنية، والتي تستخدم في المعاملات المختلفة.

✓ الودائع المحتفظ بها على شكل حسابات جارية أو ودائع تحت الطلب في البنوك التجارية، وتعتبر كلا الأدوات وسائل دفع فورية ذات سيولة عالية، حيث يمكن تعريف عرض النقد المبسط ليشمل:

✓ $M1 = \text{النقود المتداولة} + \text{الودائع تحت الطلب}$

ويختلف مفهوم عرض النقد M1 عن الأساس النقدي والمعروف بالرمز M0، إذ يمثل الأخير إجمالي النقود المتداولة، إضافة إلى ودائع البنوك لدى البنك المركزي (الاحتياطيات).

¹ طاهر فاضل البياتي وميرال روجي سمارة، النقود والبنوك والمتغيرات الاقتصادية المعاصرة (عمان: دار وائل للنشر، 2013)، ص ص. 65-70.

2- عرض النقود بالمفهوم الواسع M2:

نظرا لاقتران مفهوم النقد بالمعنى الضيق على الأرصدة النقدية الأكثر سيولة والمتمثلة بوسائل الدفع التي يمكن تحويلها واستخدامها كوسيلة للتبادل بسرعة وبدون خسارة، ولكنها ليست وحيدة، فإن التطور في الأداء المصرفي وظهور أنواع وأصول أخرى تتمثل في التعامل بالودائع الآجلة وودائع التوفير دعت إلى التوسع في مفهوم عرض النقد ليظهر المفهوم الواسع أو ما يرمز له بـ M2 أو ما يطلق عليه إجمالي السيولة المحلية، بحيث احتوى هذا المفهوم على مكوناته عرض النقد M1 إضافة إلى ما يدعى بأشبه النقد والمتمثلة بالودائع الآجلة وودائع التوفير ويمكن كتابة معادلة احتسابها كما يلي:

$$\checkmark M2 = \text{العملة المتداولة خارج الجهاز المصرفي} + \text{ودائع تحت الطلب} + \text{أشبه النقد}$$

3- المفهوم الأوسع لعرض النقد M3، M4:

مع استمرارية التطور الاقتصادي والمصرفي الذي يشهده العالم وتقدم الوعي المصرفي في تحديد سلوكيات استخدام الأدوات المالية أو وسائل الدفع المتاحة إضافة إلى توسع دائرة الخدمات المالية المصرفية، وتعدد أشكالها وخاصة في البلدان المتقدمة، امتد مفهوم عرض النقد ليشمل بنود جديدة، إذ يعرف بعرض النقد M3 حيث يمكن احتسابه من خلال المعادلة الآتية:

$$\checkmark M3 = M2 + \text{ودائع الإيداع لدى المؤسسات الإيداعية (خارج البنوك التجارية)}$$

تعود أسباب ظهور هذا المفهوم إلى تطور النظام المالي للاقتصاديات الصناعية وازدياد عدد المؤسسات الوسيطة وتوسع دائرة الخدمات المالية والمصرفية المتخصصة، لذلك ظهر إلى جانب البنوك التجارية مجموعة من المؤسسات غير المصرفية التي تقدم للجمهور إلى جانب البنوك التجارية مجموعة من المؤسسات غير المصرفية التي تعرض على الجمهور أصناف من موجودات مالية جديدة والتي تتمتع بصفة مخزن للقيمة الشرائية.

في حين يمكن احتساب M4 أو ما يعرف بالسيولة العامة للاقتصاد من خلال:

✓ $M3 = M4 +$ الأصول المالية المملوكة من قبل الوحدات الاقتصادية غير المصرفية من الأوراق

المالية والسندات المتمثلة بالقروض سواء أصدرتها الحكومة أو المشروعات الخاصة أو شركات الإستثمار

المتخصصة.

ثالثاً: الأنظمة النقدية

1- تمهيد:

تشكل القواعد النقدية الدعامة الأساسية التي يستند إليها النظام النقدي، والذي يمكن تعريفه على أنه مجموعة من القوانين والتشريعات المتبعة في دولة معينة، والتي تحكم عملية تنظيم وضبط واستقرار وحدة النقد في الدولة. ويمكن تلخيص أهم العناصر المكونة للنظام النقدي بما يلي:

✓ النقود المتداولة في المجتمع؛

✓ التشريعات والقوانين التي تحكم عملية خلق النقود وتنظيم أداءها لوظائفها؛

✓ الأجهزة المصرفية والمالية التي بدورها تتكفل بعملية أداء النقود لوظائفها بشكل فعال.

يُقسم بول كروغمان وزملاؤه Paul Krugman et al. تطور النظام النقدي العالمي إلى 4 مراحل أساسية:¹ عصر معيار الذهب (1870-1914)، فترة ما بين الحربين (1918-1939)، مرحلة ما بعد الحرب العالمية الثانية التي تُثبت فيها أسعار الصرف تحت إتفاقية بريتون وودز (Bretton Woods 1946-1973)، والمرحلة الحديثة التي إنتشر فيها الإعتماد على معدلات الصرف المعومة (1973- وقتنا الحاضر).

2- قاعدة الذهب:

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

¹ Paul R. Krugman, Maurice Obstfeld, and Marc J. Melitz, *International Finance: Theory and Policy*, 11th ed. (Harlow, UK: Pearson Education Ltd., 2018), pp. 261.

أ- نظام المسكوكات الذهبية: وهي أولى الصيغ التي تم التعامل بها من خلال قاعدة الذهب، إذ تسك النقود من معدن الذهب، بحيث تمثل قيمة الوحدة الواحدة ما تحتويه من ذهب، وقد اتسم الأخذ بهذا النظام بالخصائص الآتية:

- تحدد الدولة وزنا معيناً من الذهب ودرجة نقائه، وتعتبر وحدة قياس ويطلق عليها إسم معين كالدينار.
- تحدد الدولة العلاقة بين هذه النقود ومعدن الذهب وقابليتها للتحويل من وإلى سبائك من الذهب وكذلك من حيث الاحتياطي كتحديد ما نسبته 20% من قيمة ما يصدر من أوراق البنكنوت؛
- يحق لأي فرد أن يقوم بتحويل أية كمية من النقود (البنكنوت) إلى الذهب وبالعكس؛
- تكفل الدول للأفراد والمجتمع حق تصدير واستيراد الذهب اما لغرض الاستثمار أو لغرض تسوية المدفوعات الدولية ويتم ذلك دون وجود عوائق.

ب- نظام السبائك الذهبية: حيث تم تطبيق هذه الصورة بعد قيام الحرب العالمية الأولى، إذ قامت الدول وبهدف الحفاظ على الكميات المتاحة من الذهب لديها، وتمويل نفقات الحرب والتي أدت إلى ازدياد الانفاق الحكومي، في الوقت الذي كانت تعاني منه الدول من محدودية انتاج الذهب واستخدامه، إضافة إلى ازدياد التوسع التجاري والنشاط الاقتصادي في تلك الفترة، حيث اتسمت هذه الصورة بتعهد البنوك المركزية بالاحتفاظ بالذهب في خزينتها على شكل سبائك ذات قيم كبيرة في الوقت الذي تقوم به مقابلها بإصدار أوراق البنكنوت قابلة للتحويل إلى ذهب، بحيث يقتصر حق التحويل من وإلى السبائك الذهبية على من يملك أوراقاً نقدية ذات قيمة كبيرة؛

ج- نظام الصرف بالذهب: وهي الصيغة الأخيرة لقاعدة الذهب والتي قامت على ربط العملة المحلية بعملة أخرى قابلة للتحويل إلى ذهب بدلا من قابلية تحويل وحدة النقد المحلية بشكل مباشر، كما ساد خلال فترة التعامل بصيغة الصرف بالسبائك الذهبية، وقد تم التعامل بهذه الصيغة من خلال مؤتمر جنوة عام 1922، إذ كانت بريطانيا من أهم الدول المشجعة للتعامل بها وذلك من خلال قدرتها على سحب سندات على خزينتها لصالح الدول التي تخضع لسيطرتها دون اللجوء إلى استخدام أو هدر مواردها التي تمتلكها من ذهب.

يرجع الفضل في تبني قاعدة الذهب إلى تبني بريطانيا عرضيا لمعيار ذهبي فعلي عام 1717، عندما حدد السير إسحاق نيوتن Isaac Newton، وكان مدير دار السك آنذاك، سعرا منخفضا للغاية للذهب، مما تسبب عن غير قصد في اختفاء جميع العملات الفضية بإستثناء القطع النقدية البالية من التداول.¹

خلال سنوات 1800، تحولت أغلب الدول المتقدمة نحو إستخدام نوع من إحتياطات الذهب لدعم عملاتها. وقد كانت إنجلترا السبّاقة في الإبتكار النقدي، حيث أسست معيار الذهب في 1821، لَمَّا ربطت عملتها الرسمية بمخزونات الذهب. وبوتيرة بطيئة خلال الخمسين السنة القادمة إتبعها فرنسا، ألمانيا والولايات المتحدة الأمريكية التي دعمت كلا منها عملتها بإحتياطات الذهب. قدّم القبول الواسع لمعيار الذهب القاعدة للدول من أجل التعاون في السياسات النقدية، وغالبا ما أُعتبرت الفترة ما بين 1871 و1914 الأكثر تأثرا بقاعدة الذهب، زمن تميز بمكاسب قوية في التجارة العالمية، تضخم محدود، وتعاوننا واسعاً بين البنوك المركزية للحفاظ على التوازنات الخارجية عند تكلفة التوازنات الداخلية.²

وكانت إنجلترا تشهد نظاما مزدوجا يدعى بـ"نظام المعدنين"، تعمل فيه الفضة إلى جانب الذهب في إبراء المدفوعات. وقد دعا إستمرار هذا النظام خلال النصف الثاني من القرن العشرين الأكاديميين لتقديم الكثير من التفسيرات، خاصة أنه نظام تصعب إدارته.

أحد التفسيرات التي نعتقد أنها مقبولة عمليا، ما قدمته أنجلا ريدش Angela Redish³، حيث ترى أن معيار الذهب لم يكن ممكنا من الناحية التقنية إلى غاية ظهور الطاقة البخارية، فقد كانت قيمة أصغر عملة نقدية ذهبية قابلة للإنتقال من يد ليد أعلى من قيمة الصفقات اليومية، وقيمتها تعادل أجر عدة أيام عمل، فكان من الصعب تقديمها لعامل ما، لذلك كان يجب دعمها بعملات فضية أقل قيمة، كما هو الأمر تحت نظام المعدنين.

ويرى باري آيكنغرين Barry Eichengreen أن ميزات الحفاظ على نفس التسويات النقدية الدولية التي تمتلكها الدول الأخرى تسهل التجارة، وهذا يبدو واضحا من حالة السويد، دولة تستند إلى معيار

¹ Barry Eichengreen, *Globalizing Capital: A History of the International Monetary System*, 2nd ed. (New Jersey: Princeton University Press, 2008), p.6.

² Sarah Swamy, Richard Thompson, and Marvin Loh, 'History of Money.' In: Sarah Swamy, Richard Thompson, and Marvin Loh, *Crypto Uncovered: the Evolution of Bitcoin and the Crypto Currency Marketplace* (Gewerbstrasse, Switzerland: Palgrave Macmillan, 2018), p.10.

³ Barry Eichengreen, Op.Cit., pp.13-14.

الفضة أسست بالموازاة مع ذلك نظاما يستند إلى الذهب من أجل تخليص المعاملات مع بريطانيا، كما أنّ نظاما مشتركا يسهل الإقتراض الأجنبي.

وقد شكلت مرحلة قاعدة الذهب الحلقة الأولى في النظام النقدي العالمي الذي سيشهد تطورا هاما في القرن العشرين، وسيُفضي في النهاية إلى نظام المدفوعات الذي يحكم العلاقات النقدية والمالية في عالم اليوم.

لكن قاعدة الذهب ستختفي في سنوات ما بين الحربين (1918-1939)،¹ حيث قامت الحكومات بإلغاء معيار الذهب خلال الحرب العالمية الأولى، ومولت جزءا من نفقاتها العسكرية الهائلة عن طريق طباعة النقود. إضافة إلى ذلك إنخفضت القوى العاملة وقدرات الإنتاج بشكل حاد من خلال خسائر الحرب. نتيجة لذلك، كانت مستويات الأسعار أعلى في كل مكان عند نهاية الحرب سنة 1918، وحتى عودة الولايات المتحدة الأمريكية إلى قاعدة الذهب في 1919 لم يمنع القاعدة من الإنهيار فترة قصيرة بعد ذلك، ولم تعد قادرة على الصمود والتماسي مع تطور الإقتصاد العالمي وتغير الخارطة الجيوسياسية وموازن القوى بعد الحرب العالمية الأولى.

يرى كروغمان وزملاؤه أنّ لقاعدة الذهب إيجابية واحدة، تتمثل في كونها تعمل بمثابة كابح آلي لإمكانية البنوك المركزية في التسبب بإرتفاع مستويات الأسعار من خلال سياسات نقدية توسعية. لكنّها تتميز بعدة سلبيات، هي:²

- يشكل معيار الذهب قيда غير محبذ على إستخدام السياسة النقدية لمكافحة البطالة، فلمواجهة حالة الركود العالمي، يُفضل أن توسع كل الدول سوية من عرضها النقدي، حتى وإن كان ذلك سيرفع سعر الذهب بالعملات الوطنية.
- يتحقق إستقرار المستوى العام للأسعار عند ربط قيمة العملة بالذهب، إذا كان السعر النسبي للذهب وباقي السلع والخدمات مستقرا.

¹ Ibid., p. 277.

² Ibid., pp. 561-562.

- يعتبر نظام مدفوعات دولي مرتكز على الذهب مشكلة، لأن البنوك المركزية لا يمكنها زيادة احتياطياتها الدولية عند نمو اقتصادياتها إلا إذا كانت هناك استكشافات ذهب جديدة باستمرار.
- قد يعطي معيار الذهب الدول التي لها إمكانية إنتاج كبيرة للذهب مثل روسيا وجنوب إفريقيا القدرة على التأثير على الظروف الاقتصادية الكلية عبر العالم، من خلال بيع الذهب في السوق.

3- نظام بريتون وودز:

في جويلية 1944، إلتقى ممثلو 44 بلد في مدينة بريتون وودز بولاية نيو هامبشاير New Hampshire الأمريكية، حيث صاغوا ووقعوا مواد تحكم وتنظم النظام النقدي العالمي الجديد. النظام الذي وُضع في بريتون وودز دعا إلى معدلات صرف ثابتة مقابل الدولار الأمريكي وسعر دولار غير متغير للذهب عند 35 دولار للأونصة.

وإحتفظت الدول الأعضاء بإحتياطياتها الدولية الرسمية في شكل أصول من ذهب أو دولار وكان لها الحق في بيع الدولار إلى الإحتياطي الفيدرالي مقابل الذهب عند السعر الرسمي. وبالتالي كان النظام معيارا لتبادل الذهب، أدى فيه الدولار دور الوسيط بين عملات البلدان والذهب ومن ثمة تحول إلى عملة الإحتياط الرئيسية، في تحول كبير أصبح فيه أمريكا القوة المهيمنة على النظام المالي والنقدي العالمي.

فالولايات المتحدة الأمريكية ظهرت بعد الحرب العالمية الثانية كأقوى دولة في العالم، كما أنها أيضا لديها ما بين 65% و 75% من الذهب العالمي، ما يمنح الدولار الأمريكي ميزة واضحة أمام العملات الأخرى في التجارة الدولية.

لكن الفائض التجاري الذي كانت تراكمه الولايات المتحدة الأمريكية بعد الحرب العالمية الثانية سرعان ما تحول إلى عجز في سنوات الخمسينيات، حيث تجاوز طلب الدولار مقابل إحتياطي الذهب عرضه الفعلي بحلول الستينيات. وبالإضافة إلى حرب فيتنام، العجز المالي، والتضخم الزاحف في الولايات المتحدة الأمريكية خلال الستينيات وحتى أوائل السبعينيات، لم يعد إستمرار إتفاقية بريتون وودز أمرا ممكنا. وبينما حاول الرئيسان كينيدي وجونسون الحفاظ على النظام، أعلن الرئيس نيكسون في 1971 أن نافذة الذهب قد أغلقت، وأن الولايات المتحدة الأمريكية لن تحول الدولار إلى ذهب بعد الآن، فيما يعرف ب "صدمة

نيكسون.¹ وقد فشلت عدة محاولات لإعادة تأسيس قاعدة الذهب بعد ذلك، مع ظهور أسعار الصرف المعومة.

وهكذا وصلنا إلى المرحلة الأخيرة من تطور النظام النقدي العالمي، فنجد أغلب الدول اليوم تعمد لتبني أسعار الصرف المعومة، أو أسعار الصرف الثابتة،...

4- قاعدة النقود الورقية الإلزامية:

إذا أخذنا بالاعتبار أن الهدف النهائي لأي نشاط اقتصادي هو تحقيق الرفاهية الاقتصادية للمجتمع وبالتالي تحقيق الاستقرار الداخلي لذلك، يكون من الأفضل لحكومات الدول أو السلطات النقدية أن تتبع سياسة تؤدي إلى تحقيق الاستقرار الداخلي للاقتصاد الوطني، حتى لو أدى ذلك إلى تقلبات في أسعار الصرف، ففي أثناء الأزمات والحروب التي حصلت وجدت الدولة أنه لا يمكن تحويل نقودها إلى ذهب، لذلك خرجت الدول من قاعدة الذهب إلى قاعدة النقود الغير قابلة للتحويل إلى ذهب، وبموجب هذه القاعدة تنقطع العلاقة بين كمية النقود الورقية المصدرة وبين كمية الذهب الموجودة لدى الجهاز المصرفي. وتقوم الدولة بموجب هذه القاعدة بوضع مجموعة من المعايير التي تحدد على أساسها كمية النقود المصدرة والتي من خلالها تحقق الدولة مجموعة من الأهداف الوطنية.

5- بعض القواعد النقدية الأخرى:

إضافة إلى القواعد الثلاثة التي تم ذكرها سابقا والتي استخدمها الانسان عبر التاريخ، فقد ظهرت بعض القواعد النقدية التي لم يكتب لها البقاء ومن هذه القواعد:

أ- قاعدة الفضة: لا تختلف هذه القاعدة عن قاعدة الذهب وتسمى أيضا بقاعدة المعدن الواحد كقاعدة الذهب، إلا أن هناك فروقا في التطبيق، حيث أن الدول التي أخذت بقاعدة الفضة قليلة العدد ومحدودة من حيث التأثير، ولم تلعب دورا مهما في التأثير على النشاط الاقتصادي العالمي.

¹ Sarah Swamy, Richard Thompson, and Marvin Loh, Op.Cit., p.12.

ب- قاعدة المعدنين: بموجب هذه القاعدة تحدد الدولة نوعان من النقود المعيارية، كل منهما من معدن مختلف ولكل منهما قوة إبراء غير محدودة، لذلك ترتبط قيمة النقود الورقية - المصدرة بكميات معينة من كلا المعدنين، فمثلا الوحدة الواحدة من النقود تعادل 1 غرام ذهب أو 5 غرامات من الفضة. لقد أدت زيادة انتاج الفضة إلى انخفاض قيمتها وهذا ما دفع بالأفراد للابتعاد عن التعامل بها والتعامل فقط بالنقود الذهبية.

رابعاً: النظرية الكمية للنقود

تمثل هذه النظرية خلاصة تطور الفكر النقدي التقليدي وتعتمد على أن كمية النقود، هو المحدد الأساسي للمستوى العام للأسعار، وأن عرض النقود هو المتحول المركزي، الذي تدور حوله المتغيرات الأخرى في الاقتصاد.

1- النظرية النقدية الكلاسيكية:

اهتمت المدرسة الكلاسيكية بتحليل العوامل المحددة لقيمة النقود والمستوى العام للأسعار فحاول البعض أن يوجز أسباب تقلب الأسعار في تغير عرض النقود، بينما نظر البعض إلى ذلك الجزء من النقود الذي يتداوله الأفراد بوصفه دخلاً لهم، ولقد ظهرت نظريتان في تفسير قيمة النقود، هما نظرية كمية النقود ونظرية الدخل، وجهت الأولى اهتماماً ناحية عرض النقود، واهتمت الثانية بالطلب على النقود سواء عند اكتسابها أو إنفاقها.

ويستند النموذج الكلاسيكي إلى الافتراضات التالية:¹

- ارتباط المستوى العام للأسعار بتغير كمية النقود المعروضة؛
- ثبات حجم الإنتاج السلعي عند مستوى التشغيل الكامل؛
- ثبات سرعة تداول النقود خلال الزمن، لأن هذا يرتبط بعادات المجتمع المصرفية وتطور النظام المصرفي، وهي عوامل لا تتغير عادة في الأجل القصير.

2- نظرية كمية النقود: أرفينج فيشر Irving Fisher

قامت هذه النظرية على بعض الافتراضات، من أهمها:

¹ عبد الحلیم عمار غربي، الوجيز في الاقتصاد النقدي والمصرفي (KIE Publications، 2018)، ص.29.

- إن الطلب على النقود هو طلب مشتق من الطلب على السلع والخدمات ووظيفة النقود كوسيط في التبادل.
- ثبات حجم عوامل الانتاج عند مستوى التشغيل الكامل.
- إن سرعة تداول النقود ثابتة ومستقلة من كمية النقود المتداولة، وكذلك الحجم الحقيقي للمبادلات وتعتبر كعوامل مستقلة بطيئة التغيير.
- النظر إلى المستوى العام للأسعار كمتغير تابع وهو كنتيجة وليس سببا للتغيير في العوامل الأخرى، وهناك علاقة طردية بين الإصدار النقدي ومستوى الأسعار، وبهذا يفسر الكلاسيك الارتفاع في المستوى العام للأسعار (التضخم).

3- مضمون النظرية

تقوم نظرية كمية النقود على أساس مجموعة من الافتراضات المتعلقة بأهمية تغيرات كمية النقود بالنسبة إلى غيرها من العوامل في التأثير على مستوى الأسعار، فيرى أنصار هذه النظرية في كمية النقود العامل الفعال والمؤثر في تحديد المستوى العام للأسعار والتناسب بينهما تناسباً طردياً، ويتخذ أنصار هذه النظرية معادلة التبادل أداة تحليلية لبيان وجهات نظرهم كما يلي:

$$MV = PT$$

- M: كمية النقود المتداولة وتشتمل النقود الورقية والنقود المساعدة والودائع الجارية.
 - V: سرعة تداولها (وهي متوسط عدد المرات التي تنتقل فيها وحدة النقد من يد لأخرى).
 - P: المستوى العام للأسعار.
 - T: حجم المبادلات.
- إن كل تغيير في عنصر من العناصر النقدية له تأثير فقط على الأسعار، وبالتالي فإن النقد محايد. إذن السياسة النقدية عند الكلاسيك هي سياسة محايدة يتمثل دورها في خلق النقود لتنفيذ المعاملات، أي أن حجم المعاملات هو الذي يحدد كمية النقود الواجب توافرها.

4- طريقة الأرصدة النقدية (معادلة كمبريدج):

تنظر "طريقة الأرصدة النقدية" إلى طلب وعرض النقود في لحظة معينة وليس عبر فترة من الزمن كما هو الحال في طريقة المعاملات. وترى هذه الطريقة أن عرض النقود هو عبارة عن رصيد النقود في لحظة معينة وليس هو تيار النقود خلال فترة معينة، ومن هنا فإن سرعة تداول النقود لا تلعب أي دور في معادلة الأرصدة النقدية.

ووفقا لهذه الطريقة فإن طلب النقود لا يقتصر على دورها كوسيط في عملية المبادلة وإنما أيضا بغرض الاحتفاظ بها (طلب الأرصدة النقدية). فطلب المجتمع للنقود هو مجموع الأرصدة النقدية (النقود) التي يحملها كل أفراد المجتمع في لحظة معينة من الزمن.

وترجع طريقة الأرصدة النقدية التفضيل النقدي أساسا لدافع الدخل، ويقصد به الاحتفاظ بأرصدة نقدية لتمويل شراء السلع والخدمات، فالأفراد يحتفظون بنسبة من دخولهم في شكل أرصدة نقدية لهذا الغرض، حيث تتغير هذه النسبة مع التغيرات في مستوى الدخل.¹

وقد وجهت لهذه النظرية العديد من الانتقادات من بينها:²

- تعتبر هذه النظرية أن النقود محايدة في تأثيرها في النشاط الاقتصادي، وهي لا تتطلب لذاتها وإنما كوسيط للتبادل.
- عدم واقعية العلاقة الآلية بين كمية النقود ومستوى الأسعار: فقد تتغير الأسعار نتيجة عوامل غير نقدية، كما أن الأسعار قد تكون هي المتغير المستقل الذي يترتب عليه حدوث تغير في كمية النقود كمتغير تابع.
- عدم واقعية افتراض ثبات الحجم الحقيقي للإنتاج: أثبت الواقع أن حجم الإنتاج والتشغيل لا يستقر بصفة دائمة، ومن ثم لا يتحقق التناسب الطردي بين كمية النقود ومستوى الأسعار.

¹ عزت قناوي، أساسيات في النقود والبنوك (الفيوم (مصر): دار العلم، 2005)، ص ص. 89-90.

² عبد الحلیم عمار غربي، الوجيز في الاقتصاد النقدي والمصري (KIE Publications، 2018)، ص ص. 33-34.

- عدم واقعية افتراض ثبات سرعة دوران النقود ليست ثابتة: فهي تتغير بتغير حجم المعاملات أو ظروف السوق، وهي تختلف في فترات الكساد والرواج.

رغم هذه الانتقادات فإن هذه النظرية إنما تعتبر خطوة قيمة، فقد أفلحت في تركيز الانتباه حول بعض الكميات الكلية الهامة التي تعكس النشاط الاقتصادي، مثل كمية المبادلات، وكمية النقود، كما أنها مهدت لدراسة الجوانب الأخرى من الاقتصاد التي تتحكم في مسلك النقود وسرعة تداولها.

خامسا: الطلب على النقود لدى كينز

1- تمهيد:

لقد بنيت النظرية الكلاسيكية حول مبدأ "حياد النقود". وأن التوازن الاقتصادي العام إنما يتحدد بتفاعل القوى الداخلة في إطار النموذج العيني ذلك أن العرض يخلق الطلب المساوي له عند أي مستوى من العمالة، نظرا لأن كل ادخار يتحول حتما إلى استثمار بفعل تلقائية حركات سعر الفائدة.

لكن ظهر عجز هذه الفلسفة الاقتصادية بأحداث الكساد العظيم سنة 1929، واستلزمت هذه الأحداث ثورة حقيقية في الفكر الاقتصادي، تغير فيه حقل الدراسة وأدوات التحليل المستخدمة، وهو ما حدث في نطاق النظرية الكينزية، حيث تخلى كينز عن افتراض ثبات سرعة دوران النقود، فبحث كينز عن أثر النقود على مختلف أوجه النشاط الاقتصادي، بدلا من اقتصر مجال بحث النظرية على تفسير قيمة النقود (العوامل التي تحكم تغير المستوى العام للأسعار)، والتي هي حسب كينز مجرد انعكاس لظاهرة أخرى أكثر أهمية وهي مستوى العمالة والدخل الوطني وبالتالي مستوى الطلب الفعال.

2- الافتراضات الأساسية:¹

يبنى كينز نظريته على الافتراضات الآتية:

- رفض قانون ساي للأسواق، وما ينجم عنه من رفض سيادة التوازن الدائم والمستمر عند مستوى العمالة الكاملة، ورفض تعادل الادخار والاستثمار باستمرار.
- تعتبر النقود سلعة كبقية السلع تطلب لذاتها.
- تتكون أصول الثروة بناء على ذلك من النقود السائلة والسندات. وترى النظرية الكينزية أن الثروة Wealth تتوزع بين النقود Money والسندات Bonds، أي أن:

$$W = M + B$$

¹ ضياء مجيد، إقتصاديات أسواق المال (الإسكندرية: مؤسسة شباب الجامعة، 2005)، ص ص. 104-112.

- عرض النقود متغير خارجي تحدده السلطات النقدية.
- تدخل الدولة في النشاط الاقتصادي لمعالجة الاختلالات.
- عدم الإيمان بالتشغيل التام، فالاقتصاد يمكن أن يعرف حالة أقل أو أكثر من التشغيل الكامل.
- يتوقف الادخار والاستثمار على الدخل وليس على معدل الفائدة.
- يرى أن من الصعب الفصل بين الجانب النقدي والجانب العيني في الاقتصاد.

3- الطلب على النقود (تفضيل السيولة):¹

هنالك أسباب عديدة تدفع الأفراد لطلب النقود، فالنقود تستخدم وظيفيا كوسيلة في التبادل، إذ يستخدمها الأفراد والمؤسسات في مقابل شراء السلع والخدمات التي تعرض بواسطة الآخرين. وقد أوضحت النظرية الكينزية أن الطلب على النقود إنما ينتج من الحاجة إلى النقود كوسيط في التبادل، وفي نظرية كينز تصبح النقود أكثر من مجرد وسيط في التبادل. فالأفراد يطلبون النقود لأغراض المضاربة كما أنها تطلب كتأمين ضد الحاجات غير المتوقعة. فهي تستخدم كاحتياطي نقدي، وبذلك فإن نظرية كينز قسمت طلب النقود إلى طلب المعاملات وطلب الإحتياط وطلب المضاربة.

- طلب المعاملات: كل فرد يحتاج إلى الاحتفاظ ببعض النقود لمقابلة الصفقات العادية اليومية. وكمية النقود التي يرغب الأفراد في الاحتفاظ بها لهذا السبب تتوقف على عوامل مختلفة مثل نمط المقبوضات والمدفوعات. فلو أن أحد شخصين متماثلين يدفع أجرة 20 دينار أسبوعيا والآخر يدفع أجر كل أسبوعين 40 دينارا فإن الشخص الأول سوف يتطلب أرصدة سائلة في المتوسط أقل من الشخص الثاني بغرض المعاملات.

- طلب الإحتياط: ينشأ طلب المعاملات للنقود أصلا من عدم التزام بين المقبوضات والمدفوعات. وبالمثل فإن طلب الإحتياط ينشأ مبدئيا بسبب عدم التأكد من الإيرادات في المستقبل، ومن عدم التأكد من النفقات في المستقبل. فأرصدة الإحتياط تمكن الأشخاص من مواجهة الزيادات غير المتوقعة في النفقات أو التأخر غير المتوقع في الإيرادات.

¹ محمود حسين الوادي، حسين محمد سمحان وسهيل أحمد سمحان، النقود والمصارف (عمان: دار المسيرة، 2009)، ص 53-56.

- طلب المضاربة: لأن طلب الأفراد للنقود بدافع المضاربة يتأثر بسعر الفائدة فيحتفظ الأفراد بأرصدة نقدية بدافع المضاربة عندما تكون اسعار الفائدة منخفضة. ذلك أن التضحية نتيجة لاحتفاظهم بهذه الأرصدة في شكل نقدي تكون ضئيلة نظرا لانخفاض سعر الفائدة، كما أنه عندما تكون اسعرا الفائدة منخفضة، فغنه من المنتظر أن تتجه اسعار الفائدة هذه نحو الإرتفاع فلا يتعرضون لخسارة مالية من احتفاظهم بالسندات. والعكس، إذا كان سعر افلائدة مرتفعا فإن الأفراد سوف يحتفظون بقدر صغير من ثروتهم في صورة نقدية سائلة.

4- نظرية سعر الفائدة:

على النقيض من نظرة التقليديين للفائدة كثمن للادخار، نظر كينز إلى الفائدة كثمن للنقود، أي كثمن للتنازل عن السيولة (وليس كما يرى التقليديون كثمن لتأجيل الاستهلاك)، ويترتب على ذلك أن الفائدة شأنها كأى ثمن آخر تتحدد بعرض وطلب النقود.

ويمكن للبنك المركزي التحكم في سعر الفائدة عن طريق التحكم في كمية النقود المعروضة، وبالتالي التأثير على مستوى النشاط الاقتصادي، فزيادة عرض النقود تؤدي إلى انخفاض سعر الفائدة وهذا يؤدي إلى زيادة الاستثمار عن طريق المضاعف يؤدي إلى زيادة الاستهلاك ويزداد الدخل والعمالة، ويحدث العكس إذا طلب النقد.

5- المدارس الكنزوية الحديثة في طلب النقود:¹

أ- طلب الأرصدة من اجل المبادلات:

تعتمد نظريات طلب النقود المعاصرة على تحليل مفاده أن طلب نقود المبادلات نفسه يعتمد على سعر الفائدة. وعليه فإن طلب النقود برتمه يعتمد على سعر الفائدة. وقد طرحت النظريات المعاصرة منذ الخمسينات الميلادية، حيث توصل كل "جميس توبن" و"ويليام بومول" إلى أن نقود المبادلات نفسها تعتمد

¹ ضياء مجيد، مرجع سبق ذكره، ص ص 113-125.

على سعر الفائدة عكسياً. حيث أوضح الاقتصاديان بومول وتوبين في دراستين مستقلتين أن الطلب على النقود بدافع المعاملات حساس أيضاً للتغير في معادلات الفائدة.

ويستنتج من تحليل توبين انه كلما كانت أسعار الفائدة في ارتفاع فإن المبالغ المرغوب في الاحتفاظ به للمعاملات سينخفض وكنتيجة لذلك، فان سرعة دوران النقود وسعر الفائدة سيرتفعان. ومنه نستخلص أن النقود المطلوبة بغرض المعاملات هي دالة سلبية لسعر الفائدة. ويجدر الذكر هنا أن تكلفة الفرصة البديلة للاحتفاظ بالنقود لها أهمية بالغة في هذا التحليل.

ب- طلب الأرصدة من اجل الاحتياط: لم يتم تعديل الطلب على النقود بدافع الاحتياط حيث انه يتعلق بتكلفته أي الفوائد المفقودة. فتكلفة الفرصة البديلة للاحتياط ترتفع بارتفاع سعر الفائدة ومنه ستخفض الرغبة في الاحتياط وعليه توصل توبين ووليام إلى أن العلاقة بين سعر الفائدة وطلب الأرصدة بدافع الاحتياط سلبية.

ج- طلب النقود بدافع المضاربة: لقي التحليل الكينزي للطلب على النقود بدافع المضاربة عدة انتقادات بسبب رؤيته لمحدودية الاحتفاظ بالسيولة كمخزن للثروة، حيث يرى أن الأفراد يفضلون الاحتفاظ بالسندات إذا كان عائدها أعلى من عائد النقود، ولا يمكن الجمع بينهما إلا في حالة تساوي عائدهما المتوقع وهذا الاحتمال ضعيف جدا. ومنه فان تحليل كينز يرى أن الأفراد لا يمكنهم تنويع محفظتهم الاستثمارية وهذا ما جعل من تحليل كينز محدودا جدا.

يرى توبين أن الأعوان يعتمدون على العائد المتوقع إلى جانب المخاطر المحتملة لكل عائد. وأكثر من هذا فان توبين يعتبر أن الأفراد لا يفضلون المخاطرة وأنهم يفضلون الأصل قليل المخاطرة حتى أن كان عائده المتوقع ضعيفا وخير مثال هو النقود حيث أن عائدها معدوم ويحدده توبين $=0$. وفي المقابل فان أسعار السندات وعوائدها يمكن أن تعرف تغيرات قوية، وبالتالي فان عوائد النقد اقل تذبذبا من عائد السندات، ومنه فان الأعوان الاقتصاديين قد يفضلون الاحتفاظ بجزء من ثروتهم على شكل سائل حتى إن كان عائدها اقل من عائد السندات. وبذلك قدم توبين حلا لمشكلة التنويع إضافة إلى إيضاح أن الأفراد يبحثون عن أصول بدون مخاطرة والتي نجدها في الاقتصاديات الحديثة في ادونات الخزينة والتي تقدم عائدا أعلى من عائد النقود ومن

دون مخاطر. كما قدم هذا التحليل رؤية جيدة للاكاديميين تبين كيف يمكن للأعوان الاقتصاديين الاحتفاظ بأصل دون آخر.

ومنه يذهب هذا النموذج إلى كون الأفراد يحتفظون بمحفظة متنوعة من السندات والنقود بناء على تفضيلاتهم المعتمدة على موازنتهم لمسائل المخاطرة والعائد.

6- انتقادات النظرية الكينزية:

تنحصر أهم الانتقادات الموجهة للنظرية الكينزية في النقاط الآتية:¹

أ- أن كينز لم يشير إلى التغيرات في مستوى الدخل الذي يؤثر على سعر الفائدة لأنه يعتقد أن سعر الفائدة يتحدد بتلاقي عرض النقد مع الطلب عليها لأغراض السيولة. لهذا يعتقد أن سعر الفائدة اعتبرت ظاهرة نقدية في التحليل الكينزي. كما انه من الصعوبة تحديد الطلب على النقود لأغراض السيولة النقدية دون معرفة مستوى الدخل الذي يؤثر بدوره على الطلب على النقود للأغراض المختلفة التي ذكرها كينز.

ب- أن التحليل الكينزي يقرر أن سعر الفائدة يتحدد بعامل واحد فقط يتمثل في الطلب على النقود لأغراض السيولة في حين نجد عوامل أخرى لا تقل أهمية في تحديد سعر الفائدة وفي مقدمة هذه العوامل الدخل.

ج- لم تتناول النظرية النقدية الكينزية توضيح مستوى سعر الفائدة في الأجل الطويل، وإنما اكتفى كينز بإيضاح العوامل المحددة لسعر الفائدة في الأجل القصير، وهذا إهمال لأثر الزمن في تقرير سعر الفائدة، وخاصة في اسواق الإئتمان المصرفي. لهذا اعتبر البعض أن النظرية الكينزية تتصف بالاستاتيكية (الجمود).

¹ محمود حسين الوادي، حسين محمد سمحان وسهيل أحمد سمحان، مرجع سبق ذكره، ص ص. 61-62.

سادسا: النظرية النقدية الحديثة

1- تمهيد:

لقد شهدت النظرية الكمية التقليدية إضافات جديدة، اشتهرت باسم النظرية الحديثة لكمية النقود، على يد مفكري مدرسة شيكاغو وعلى رأسهم " ميلتون فريدمان " في مقاله الشهير " النظرية الكمية للنقود: الإصلاح"، حيث اتجهت هذه المدرسة من جديد إلى التأكيد على أهمية السياسة النقدية، مجددة الفكر الكلاسيكي مستفيدة من التقدم الذي تحقق من الكتابات الاقتصادية السابقة له.

2- الافتراضات:¹

أهم افتراضات النظرية الحديثة:

- العلاقة الطردية بين الطلب على النقود وبين مستويات الأسعار.
- أن الدخل الحقيقي هو المحدد الأساسي للطلب على النقود، ويرى أن مرونة الطلب الداخلية على النقود أكبر من الواحد الصحيح، أي أنها مرنة وتصل تقريبا إلى 1.8. أي أن كمية النقود التي يرغب الأفراد في الاحتفاظ بها ترتفع أو تنخفض بنسبة أكبر أو اقل من الزيادة أو النقصان في الدخل.
- من منطلق هذا الفكر يعتبر فريدمان أن النقود سلعة كمالية فهو ينظر إليها كأحد الموجودات التي يحتفظ بها الأفراد لتلبية حاجاتهم ومنافعهم.
- إن الطلب على النقود يتوقف أيضا على تكلفة الاحتفاظ بالنقود (وسعر افلائدة) حيث أ، سعر الفائدة يمثل تكلفة الفرصة البديلة لاحتفاظ الأفراد بالنقود السائلة. وعلى ذلك تعتبر النقود دالة في الأسعار (دالة طردية) ودالة في سعر الفائدة (دالة عكسية)، فكلما زادت تكلفة احتفاظ الافراد بالنقود (سعر الفائدة) كلما قل الطلب على النقود والعكس صحيح. وفي هذه الحالة يحاول الأفراد

¹ نجلاء مجد بكر، اقتصاديات النقود والبنوك (القاهرة: أكاديمية طيبة، 2000). ص.69.

الاحتفاظ بأقل قدر ممكن السيولة سواء في محفظتهم الخاصة، أو في شكل ودائع جارية لدى البنوك لتجنب تحمل تكاليف عالية.

3- الطلب على النقود:

قدم الاقتصادي ميلتون فريدمان من جامعة تشيكاغو بالولايات المتحدة الأمريكية نظريته في الطلب على النقود في خمسينيات القرن الماضي. وقد مثلت هذه النظرية أبرز إسهامات مدرسة النقديين التي بدأ نجمها يسطع في سبعينيات القرن العشرين.

بدأ فريدمان بناء نظريته بالإتكاء على معادلة التبادل التي رأى فيها أنها ليست نظرية للدخل والأسعار وإنما هي في الأساس نظرية للطلب على النقود. لذلك، أعطى دوراً محورياً لسرعة دوران النقود، وتوصل إلى تقرير أن سرعة دوران النقود تسمح بتحويل معادلة التبادل إلى نظرية للطلب على النقود. فالتغير في سرعة الدوران إنما يعزى إلى التغير في الطلب على النقود وفقاً لفريدمان.¹

لقد انتهى فريدمان إلى أن الطلب على النقود يتوقف على نفس الاعتبارات التي تحكم ظاهرة الطلب على السلع والخدمات، وهي الاعتبارات التالية:²

- **الثروة:** حدد فريدمان الثروة الكلية بأنها عبارة عن الثروة البشرية وغير البشرية التي تشمل كل مصادر الحصول على الدخل والثروة، وهي تقابل قيد الميزانية الذي يعتبر فيه الدخل القيد الأساسي لإمكانية الحصول على السلع والخدمات. والثروة حسب فريدمان تتضمن عدة أصول أهمها النقد والأصول النقدية والأصول المالية والأصول الطبيعية ورأس المال البشري. وترى النظرية أن الأفراد يراعون ثلاثة عوامل في طلبهم على النقود، العامل الأول يتمثل في المنفعة التي يجنيها الأفراد من الاحتفاظ بالنقود لمواجهة الظروف غير المتوقعة، أو استغلال فرصة معينة كالتخفيض المفاجئ لسعر سلعة ما، أما العامل الثاني فيتمثل في تكلفة الفرصة البديلة من استثمار المبلغ وتكلفة انخفاض قوته الشرائية جراء ارتفاع الأسعار، أما العامل الثالث هو مراعاة قيد الدخل حيث يرى فريدمان أن طلب الفرد للنقود يزداد بزيادة الدخل وبنسبة أكبر من زيادة الدخل.

¹ محمد أحمد الأفندي، الاقتصاد النقدي والمصرفي (عمان: مركز الكتاب الأكاديمي، 2018)، ص.468.

² أسامة بشير الدباغ، البطالة والتضخم: المقولات النظرية ومناهج السياسة الاقتصادية (عمان: الأهلية للنشر والتوزيع، 2007)، ص ص.229-241.

- الأثمان والعوائد من البدائل الأخرى للاحتفاظ بالثروة في صورة سائلة (الفوائد، الأرباح عوائد الأسهم...)

- العوامل التي تؤثر في الأذواق وترتيب الافضليات لحائزي الثروة: يقرر هذا العامل أن العائد ليس المحدد الوحيد لتوزيع الثروة، حيث يرى فريدمان ان الطلب على النقود يمكن ان يتغير مستقلا عن حجم ثروة الفرد ومعدلات العوائد لمجرد حدوث تغير في الاذواق.

وانطلاقا من البحث التطبيقي الذي قام به فريق مدرسة شيكاغو على شكل دالة الطلب على النقود بالاعتماد على متغير أساسي واحد في تفسير دالة الطلب النقدي ألا وهو الدخل أو الثروة، وهما مرتبطان معا عند فريدمان بفضل استخدام فكرة الدخل الدائم، ويأخذ فريدمان الثروة بمفهومها الواسع، فهي تشمل النقود، الأصول النقدية، السندات، الأصول المالية، الأسهم، أصول طبيعية، رأس المال العيني، رأس المال البشري.

ومما سبق يتضح أن الطلب على النقود او الأرصدة الحقيقية يتحدد من خلال العوامل التالية:

- منفعة الأرصدة النقدية.
- مستوى الاسعار (p).
- سعر فائدة السوق (i).
- مستوى الدخل الحقيقي (y).
- معدل التغير في الاسعار (p)

وصيغة دالة الطلب على النقود هي:

$$Md = f (P, rb, re, \pi, W, U)$$

Md: الطلب على النقود.

P: المستوى العام للأسعار.

rb: عائد السندات.

re: عائد الأسهم.

π : التضخم.

W: تعبر عن العلاقة بين رأس المال البشري إلى رأس المال غير البشري.

U: الأذواق وترتيب الأفضليات.

وبالتالي فإن الطلب على السيولة النقدية دالة في عوائد الأصول المالية والنقدية وهو متغير خارجي ومعدل التضخم المرتقب من طرف السلطات النقدية وهو متغير خارجي، والدخل الدائم الذي يعتبر متغيراً داخلياً.

ويرى فريدمان بخصوص هذه الدالة ما يلي:

- أنها صورة معدلة لمعادلة كامبريدج.
- أنها دالة مستقرة، وإن كان استقرارها لا يتطلب ثباتها، وهذا الاستقرار يتطلب نظرة خاصة إلى طبيعة هذه الدالة.

4- أثر النقود والسياسة النقدية على النشاط الاقتصادي:

لقد بحث فريدمان الآثار المختلفة للنقود على الأوضاع التوازنية المختلفة فإذا كان الاقتصاد عند مستوى أقل من التشغيل الكامل وقررت السلطات النقدية زيادة في عرض النقود، فسيؤدي ذلك إلى زيادة الأرصدة النقدية لدى الأفراد والمشروعات وسينعكس ذلك في شكل زيادة في الطلب الكلي التي ينتج عنها زيادة في الإنتاج والتشغيل في الأجل القصير فقط. وإذا كان الاقتصاد عند مستوى التشغيل الكامل فزيادة عرض النقود تؤدي إلى رفع المستوى العام للأسعار.

ويفسر فريدمان التضخم بأنه نمو الكتلة النقدية بسرعة أكبر من نمو الناتج المحلي الإجمالي وبالتالي اختلال نقدي، وهنا يأتي دور السياسة النقدية في امتصاص الفائض النقدي والتأثير على الأوضاع التوازنية، وميكانيزم انتقال أثر السياسة النقدية يعمل من خلال الميزانية (أثر الثروة) ومن خلال تغيرات معدل الفائدة.

سابعاً: التضخم

يعتبر التضخم أحد المشاكل الاقتصادية التي عانت - ولا تزال تعاني - منها الكثير من الدول، مهما كان النظام الاقتصادي الذي تتبعه ومهما كانت درجة تقدمها، وبالتالي تولي الحكومات أهمية كبيرة للحفاظ على معدل التضخم في مستويات دنيا، لما لارتفاع الأسعار من آثار سلبية على الاقتصاد والمجتمع ككل. وقد شهدت بعض الاقتصاديات فترات مظلمة من التضخم، فعانت ألمانيا من ويلات التضخم الجامح -Hyperinflation فترة ما بين الحربين، الذي نتج عن طباعة الكثير من الماركات الألمانية لدفع تكلفة الحرب، وشهدت زيمبابوي حديثاً تضخماً بمعدل تجاوز المليون بالمئة. كما شهد البعض الآخر معدلات تضخم من رقمين على غرار الولايات المتحدة الأمريكية واليابان سنوات السبعينيات، وهذا ما أثر كثيراً على السياسة التي تتبعها البنوك المركزية، فطفت على السطح سياسة إستهداف التضخم التي تقضي بضرورة عمل السياسة النقدية على تفادي التضخم والمحافظة على استقرار الأسعار عند حدود معينة.

وقد حاول الكثير من المنظرين تفسير التضخم والوقوف عند أسبابه، ومن ثمة محاولة إيجاد حلول فعالة تحول دون ارتفاع مستوى الأسعار بالشكل الذي يضر بالإقتصاد والمجتمع. فكان أول تفسير لذلك في إطار ما يسمى بالنظرية الكمية للنقد، التي ربطت ارتفاع الأسعار في أوروبا القرن السابع عشر بزيادة تدفق المعادن النفيسة من أمريكا، ثم قام إرفينغ فيشر Irving Fisher ببلورة ذلك في معادلة التبادل الشهيرة التي حظيت بقبول واسع بداية القرن العشرين إلى غاية مجيء جون ماينارد كينز John Maynard Keynes وتقديمه لتفسير مخالف لسابقه، معتمداً على نظرياته الفذة المؤسسة للإقتصاد الكلي. وحتى الستينيات من القرن العشرين كان الفكر الكينزي الغالب على الجانبين النظري والتطبيقي، إلى أن شكل الركود التضخمي -Stagflation آنذاك تحدياً للارثودوكسية السائدة، فبرز ميلتون فريدمان Milton Friedman بإسهامه الخالد في مجال الاقتصاد، إذ أعاد صياغة النظرية الكمية في شكل أكثر إستقراراً، وفسر التضخم تفسيراً نقدياً مرتكزاً على أمثلة واقعية ودراسة تاريخية امتدت لأكثر من قرن من الزمن.

1- مفهوم التضخم:

يمثل التضخم بالمفهوم السائد لدى الناس زيادة الأسعار مقارنة بفترات زمنية سابقة، ولكن في واقع الأمر أن تلك الزيادة قد تكون مؤقتة فقط مثل الزيادة الناتجة عن تغيرات موسمية كالجفاف أو إرتفاع أسعار مصادر الطاقة فصل الشتاء، وبالتالي فهي لا تعبر عن التضخم حقيقة.

في جانفي 1921 بألمانيا، كانت تكلف جريدة يومية 0.3 مارك ألماني، أقل من سنتين بعد ذلك وبالتحديد في نوفمبر 1922، كلفت نفس الجريدة 70.000.000 مارك، وكل الأسعار الأخرى في الإقتصاد ارتفعت بنسب مشابهة. هذه الحلقة أحد الأمثلة التاريخية للتضخم الذي وصفه الرئيس الأمريكي في سبعينيات القرن الماضي "جيرالد فورد Gerald Ford" بأنه "عدو الأمة الأول".¹

ينحدر مصطلح تضخم Inflation من الكلمة اللاتينية Inflare التي تعني "يتضخم أو ينفجر"، وحسب Oxford English Dictionary (1989) أستعمل المصطلح لأول مرة سنة 1838 في سياق تضخم العملة، ثم أستعمل خلال السنوات التالية إلى غاية 1874 أيضا للإشارة إلى تضخم الائتمان وتضخم الأسعار.² ويشير الاقتصادي "هنري هازليت Henry Hazlitt" أن كلمة تضخم أستعملت أول مرة للإشارة إلى كمية النقود، وقد كان معناها أن حجم النقود قد تضخم، انفجر، وامتد، واستعمالها لتعني "ارتفاع في الأسعار" هو صرف للأنظار عن السبب الحقيقي للتضخم وعلاجه الحقيقي.³

وهناك من يرى أن للتضخم جانبان مختلفان،⁴ أحدهما ارتفاع الأسعار النقدية للأشياء التي يشتريها الفرد، فإذا كان يفكر في التضخم بأنه سيء، فالمقصود هو هذا الجانب من التضخم... الجانب الآخر لمصطلح التضخم هو التضخم النقدي الذي ليس أكثر من التصرف الإرادي للحكومة بالسماح للكمية الموجودة للنقود بالارتفاع... وإن كان تضخم السعر سيء بطبيعته، فالتضخم النقدي بطبيعته لا جيد ولا سيء، حيث زيادة النقود لوحدها لا تزعج أحدا.

¹ N. Gregory Mankiw, *Principles of Macroeconomics*, 3rd ed. (Nashville, TN: South-Western Pub, 2003), p.13.

² Peter Bernholz, *Monetary Regimes and Inflation: History, Economic and Political Relationships* (Cheltenham (UK): Edward Elgar Publishing Ltd., 2003), p. 1.

³ Henry Hazlitt, *The Inflation Crisis and How to Resolve It* (New York: Arlington House Publishers, 1978), p.12.

⁴ James O.Parsson, *Dying of Money: Lessons of the Great German and American Inflations* (Boston: Wellspring Press, 1974), p.79.

لقد قام كل من F.D.Holzman و M.bronfenbrenner بالتمييز بين أربعة أنواع من تعريفات التضخم كما يلي:¹

- أ- التضخم هو حالة من فائض الطلب العام، أين "كثير من النقود تطارد قليلا من السلع"؛
- ب- التضخم هو ارتفاع في مخزون النقود أو الدخل النقدي، إجماليا كان أو حسب الفرد؛
- كلا التعريفين سببيين، في الحالة الأولى يعود التضخم إلى الطلب في سوق السلع، وفي الثانية يفسر التضخم كنتيجة للتغيير في عرض النقود.
- ج- التضخم هو زيادة في المستوى العام للأسعار مع بعض الخصائص أو الظروف الإضافية: لا يمكن توقعه بصورة تامة، يقود (عبر رفع التكلفة) إلى زيادات أكبر، لا يرفع التوظيف والمخرجات الحقيقية، أسرع من معدل "آمن"، يظهر من جانب النقود، يتم قياسه عن طريق الأسعار صافية من الضرائب غير المباشرة والإعانات، و/أو لا رجعة فيه؛
- د- التضخم هو انخفاض في القيمة الخارجية للنقود مقاسة من خلال معدلات الصرف الأجنبي، من خلال سعر الذهب، أو معبر عنها من خلال الطلب الزائد على الذهب أو الصرف الأجنبي عند معدلات رسمية.

2- آثار التضخم:

من يتضرر من التضخم؟ هناك الكثير من الأطراف الذين يتضررون بشكل مباشر بارتفاع مستويات الأسعار، يمكن ذكرهم فيما يلي:²

- **المقرضون Lenders**: ارتفاع التضخم يعني أن الدولارات التي يحصل عليها المقرضون من المقترضين قيمتها أقل من تلك التي تم إقراضها، العديد من الأفراد يضعون مدخراتهم في سندات أو أوراق مالية أخرى ثابتة الدخل. هؤلاء الأفراد سوف يتضررون إذا خفض التضخم القدرة الشرائية لمدخراتهم،

¹ Helmut Frisch, *Theories of Inflation* (New York: Cambridge University Press, 1983), PP.10-11.

² Joseph E. Stiglitz and Carl E. Walsh, *Economics*, 4th ed. (New York: W.W.Norton & Company, Inc., 2006), PP.510-511.

- ومدى تضرهم يتوقف بصورة كبيرة على ما إن كان تم توقع التغير في الأسعار، حتى تتعدل معه أسعار الفائدة بصورة تامة، مما يعوض المقرضين عن أي تضخم تم توقعه؛
- **دافعو الضرائب Taxpayers**: غالبا ما يضر التضخم بالمستثمرين بصورة سيئة عبر النظام الجبائي. كل العوائد على الاستثمار يتم فرض ضريبة عليها، بما في ذلك تلك التي لم تدر شيئا غير تعويض التضخم. نتيجة ذلك أن العوائد الحقيقية ما بعد الضريبة غالبا ما تكون سلبية عندما يكون التضخم عاليا. فليكن مثلا معدل تضخم 10% وأصل يدر 12% قبل الضريبة. إذا كان على الفرد أن يدفع 33% ضريبة على العائد، فإن دخل المستثمر بعد الضريبة هو 9% فقط، ليس كافيا حتى ليعوض التضخم. العائد الحقيقي بعد التضخم في هذه الحالة هو 1%.
- **حاملو العملة Holders of Currency**: التضخم يجعل أيضا من المكلف على الأفراد أن يحتفظوا بالعملة، لأنه عندما ترتفع الأسعار تخسر العملة قيمتها. وبما أن العملة تسهل تشكيلة من المعاملات، يتدخل التضخم في كفاءة الاقتصاد بواسطة عدم تشجيع الاحتفاظ بها. من خلال أخذ قيمة النقود، يتصرف التضخم كضريبة على أولئك الذين يحتفظون بالنقود. يشير الاقتصاديون إلى هذا الأثر التشوهي بـ "ضريبة التضخم Inflation tax"؛
- **الاقتصاد The economy**: هناك تكلفتين على الاقتصاد ككل. الأولى تتعلق بالأسعار النسبية، لأن الزيادات في الأسعار غير منسقة بصورة تامة، فالزيادة في معدل التضخم يقود إلى تغيرات أكبر في الأسعار النسبية...عندما يصبح التضخم عاليا جدا، تميل المؤسسات والأفراد إلى تخصيص وقت وموارد هامة لتجنب تكاليفه. أما التكلفة الثانية بالنسبة للاقتصاد جراء التضخم تنتج عن المخاطرة وعدم التأكد الذي يسببه. نتيجة لهاتين التكلفتين على الاقتصاد، تتجه الدول التي تختبر معدلات تضخم عالية لاختبار نمو اقتصادي حقيقي بطيء.
- ويرى هنري هازلitt أن التضخم ضار لأنه:¹
- يخفض قيمة الوحدة النقدية؛
- يرفع تكلفة معيشة الفرد؛
- يفرض ضريبة على الفقير، كما يرفع الضريبة على الغني؛

¹ Henry Hazlitt, Op.Cit., P.41.

- يقضي على قيمة مدخرات الماضي؛
- لا يشجع الادخار المستقبلي؛
- يعيد توزيع الثروة والدخل بصورة تعسفية؛
- يشجع ويكافئ المضاربة والمقامرة على حساب التوفير والعمل؛
- يدمر الثقة في عدالة نظام اقتصاد السوق، ويفسد الأخلاق العامة والخاصة.

3- التضخم والنقود:

أ- النظرية الكمية للنقود

أول الإقتصاديين الذين ركزوا على أسباب ارتفاع الأسعار اعتمدوا على التفسير النقدي. فقد نسب جون بودان Jean Bodin في القرن السادس عشر غلاء كل شيء إلى تدفق الذهب والفضة من منطقة أمريكا. ثم بعد ذلك، جعل كل من جون لوك John Locke، وويليام بيتي William Petty، دافيد هيوم David Hume، ثم دافيد ريكاردو David Ricardo في بداية القرن التاسع عشر، تفسير التغيرات في مستوى الأسعار الاسمية من خلال تغيرات الكتلة النقدية تفسيراً نظمياً. ففي كتابه الشهير، أشار "دافيد هيوم" أنه إذا تضاعفت كمية النقود بصورة عجيبة خلال الليل، فكل الأسعار ستتضاعف في اليوم التالي. وحسب ريكاردو فإن القيمة الإجمالية للسلع التي سيتم تبادلها محددة من خلال مخزون المعدن المتاح: ارتفاع الأسعار لا يمكن أن يحدث إلا من خلال ارتفاع هذا المخزون، أو بتضاعف أدوات الدفع بحيث تحمل كل منها وزن أقل من الذهب والفضة. هذه التحاليل أدت إلى إحدى النظريات الأكثر رواجاً للآليات التضخمية: النظرية الكمية للنقود.¹

النظرية الكمية للنقود هي الاسم المقدم للأفكار حول العلاقة بين عرض النقود ومستوى الأسعار، من منتصف القرن الثامن عشر إلى غاية إصدار كينز للنظرية العامة سنة 1936، وقد شكلت جزءاً أساسياً من المدخل الكلاسيكي التقليدي في الاقتصاد.

في العام 1911 نشر فيشر في كتابه "القوة الشرائية للنقود" إسهامه الخالد في الفكر الإقتصادي، وهو معادلة التبادل، وقد رأى أن الأسعار تتغير تبعاً لكمية النقود الموجودة في التداول، مع المراعاة الواجبة لسرعة

¹ Pierre Bezbakh, *Inflation et Désinflation*, 5^e éd. (Paris: La Découverte, 2006),

تداولها أو معدل تجددتها، وعدد العمليات التي تخدمها... هذه المعادلة تتمثل في $P=MV + M'V'/T$ ، حيث P هي الأسعار، و M هي كمية النقود المتداولة من يد إلى يد، و V سرعتها أو معدل تجددتها، و M' ودائع البنوك المستخدمة لمواجهة الشيكات، و t عدد العمليات، أي بصورة تقريبية مستوى النشاط الإقتصادي. وهذا يتضمن الفكرة القائلة أن معدل إنفاق النقود ثابت بدرجة أو بأخرى، وأن حجم التجارة مستقر نسبيا في المدى القصير. ولذا فإن الزيادة أو النقص في M أو $M+$ ، وهما حجمان خاضعان للتصرف والتحكم العام، يؤثر بصورة مباشرة في مستوى الأسعار... ولم يحدث أن لقيت هذا القدر من الإهتمام أي صيغة رياضية أخرى في علم الإقتصاد، بل ربما لم يحدث في التاريخ عامة، باستثناء معادلة ألبرت إينشتاين.¹

ب- نظرية تفضيل السيولة

قدم كينز (1923) نموذج ضريبة-تضخم Inflation-tax model للتضخم. مكافحته الطويلة للهروب من تقليد النظرية الكمية للنقود لم تقده إلى التخلي عن كلتا فكرتي تضخم سحب الطلب Demand-pull أو عرض النقود كعامل خارجي Exogenous money supply. سنة 1940 تحول كينز مرة أخرى لمناقشة التضخم عند مخرجات التوظيف الكامل، فإذا ارتفع الطلب الكلي لا يمكن للمخرجات ان تتبع ذلك بسبب قيود العرض. لاحظ ان الطلب الفائض سيكون أعلى من مستوى التوظيف الكامل. وبالتالي، مستوى مقاصة السوق Market-clearing من الإنتاج ليست قابلة للتحقيق. الفرق بين مقاصة السوق ومخرجات التوظيف الكامل هي الفجوة التضخمية Inflationary gap.²

في ظروف الكساد وضع كينز keynes الانتعاش أولا قبل استقرار الأسعار في أهمية المواجهة. وجاءت معالجته للتضخم والأسعار في نظريته العامة، وكانت إستراتيجيته الواقعية تقضي بمعالجة الكساد أولا ثم القلق بخصوص التضخم فيما بعد، إن أصبح مشكلة بعد ذلك. وبالتالي يمكن القول أن وصفة كينز كانت تضخما نقديا.³

¹ جون كينث غالبرايت، تاريخ الفكر الاقتصادي الماضي صورة الحاضر، ترجمة: أحمد فؤاد بليغ. (الكويت: عالم المعرفة، 1990)، ص ص. 167.168.

² Matias Vernengo, 'Money and Inflation.' In : Philip Arestis and Malcolm Sawyer, A Handbook of Alternative Monetary economics (Cheltenham: Edward Elgar Publishing Ltd., 2006), P.477.

³ Jens O.Parsson, Op.Cit., P.131-132.

ولمعرفة اثر تغيرات كمية النقود على مستوى الأسعار، يفرق كينز بين حالتين: حالة التشغيل الجزئي، وحالة التشغيل الكامل. في الحالة الأولى فإن زيادة كمية النقود تؤدي بالضرورة إلى زيادة الإنفاق والطلب الفعال زيادة متناسبة ومماثلة لكمية النقود الإضافية، وهذا يؤدي بدوره إلى زيادة مماثلة في حجم التشغيل، دون أن يصاحب ذلك ارتفاع في الأسعار. أما في الحالة الثانية، فإن زيادة الإنفاق النقدي تترجم بزيادة في مستوى الأجور، دون أن تترتب على ذلك زيادة مماثلة في عائد الإنتاج، الأمر الذي يؤدي إلى ارتفاع النفقات وبالتالي ارتفاع الأسعار. وعليه يمكن صياغة النظرية الكمية طبقاً للنموذج الكينزي المبسط على أساس أنه طالما هناك بطالة، فإن التشغيل يتغير تناسبياً مع كمية النقود، وعندما يتحقق التشغيل الكامل فإن السعر يرتفع نسبياً مع كمية النقود.¹

وتجدر الإشارة إلى إن النظرية الكينزية قد بقيت دون النظرية الكلاسيكية في مسألة جوهرية واحدة: ألا وهي عجزها عن تقديم نظرية واضحة في العوامل المحددة للمستوى العام للأسعار P أو للأجر النقدي W . فالنظرية الكلاسيكية وعلى الرغم مما قد يثار حولها من شكوك، وعلى الرغم من صعوبة القبول بمقولتها الخاصة بالعمالة الكاملة، إلا أنها مع ذلك قدمت نموذجاً ونظاماً متكاملًا، قادراً على تحديد القيم الخاصة بجميع المتغيرات الاقتصادية، ومن بينها المستوى العام للأسعار P .²

ج- النظرية الكمية الحديثة

إن اسهام فريدمان المحوري في تاريخ الاقتصاد كان تمسكه بأن لتحركات النقود أثراً حاسماً على الاقتصاد، وبخاصة على الأسعار. ففي رايه أن بعد فترة لا تتجاوز أشهراً قليلة تعود الأسعار دائماً لتعكس التحركات في عرض النقود. وعلى ذلك إذا تم ضبط عرض النقود - وقصر زيادته على مسايرة احتياجات التجارة التي تزداد ببطء، والتي يرمز لها بحرف T في معادلة فيشر التاريخية - فإن الأسعار تظل ثابتة. وفي شرح مثير إحصائياً، حاول فريدمان - بالتعاون مع آنا جاكوبسون شوارتز - أن يثبت أن هذه العلاقة ظلت قائمة، أو يبدو أنها ظلت قائمة، لأمد طويل في الماضي. والمفترض أن تلك يجب أن تكون هي الحال في المستقبل.³

¹ زينب عوض الله وأسامة مجد الفولي، أساسيات الاقتصاد النقدي والمصرفي (بيروت: منشورات الحلبي الحقوقية، 2003)

² أسامة بشير الدباغ، مرجع سبق ذكره، ص 193-192.

³ جون كينيث غالبريث، مرجع سبق ذكره، ص 291.

ومع انقضاء السبعينيات ظل التضخم قائما، ذلك ان زيادة الضرائب وخفض النفقات العامة، والتدخل المباشر في الأجور والأسعار، كانت كلها علاجات مستبعدة. وقد لاحظ الكثيرون أنه لم يبق بعد ذلك غير السياسة النقدية. وعلى ذلك فإن الجزء الأخير من العقد، وعلى يد إدارة الرئيس جيمي كارتر في الولايات المتحدة الأمريكية، وهي إدارة ليبرالية بوضوح، وعلى ايدي حكومة رئيسة الوزراء مارغريت ثاتشر في بريطانيا، وهي حكومة كانت ذات طابع محافظ صريح، بدأت إجراءات قوية للسياسة النقدية، وبذلك طويت صفحة الثورة الكينزية. ففي تاريخ الاقتصاد تراجع عصر جون ماينارد كينز أمام عصر ميلتون فريدمان.¹

ج-1- أسباب التضخم لدى فريدمان:

يعتبر فريدمان التضخم مرض خطير، وفي بعض الأحيان مرض قاتل، حيث إن لم يكبح في الوقت المناسب يمكن أن يدمر المجتمع. وبالرغم من أن الحكومة هي من تتسبب فيه، إلا انه لا توجد حكومة واحدة تتحمل طوعا مسؤولية إنتاج التضخم، وغالبا ما يجد المسؤولون الحكوميون عدة أعذار: رجال الأعمال الطماعين، النقابات، تبذير المستهلكين، المشايخ العرب، سوء أحوال الطقس... رجال الأعمال دوما طماعين، والنقابات العمالية غالبا ما تضغط، والمستهلكون مبدرون، ومشايخ العرب يرفعون أسعار البترول، والطقس غالبا ما يكون سيئا دون أدنى شك. كل هذا قد يؤدي إلى أسعار عالية لبعض الأشياء، لكن لا يمكنه أن يرفع أسعار السلع عموما، فيمكن أن تحدث ارتفاعات وانخفاضات في معدل التضخم، لكن لا يمكن أن تنتج تضخما متواصلا.

التضخم ليس ظاهر راسمالية، فيوغسلافيا كبلد شيوعي إختبرت أحد اسرع معدلات التضخم مقارنة باي دولة أوروبية، أما سويسرا الراسمالية فهي أحد أقل الدول تضخما. وليس التضخم ظاهرة شيوعية، فالصين كان لها معدل تضخم منخفض خلال فترة حكم ماو Mao، بينما إختبرت إيطاليا، المملكة المتحدة، اليابان، والولايات المتحدة الأمريكية - وكلها دول رأسمالية- تضخما استثنائيا في السبعينيات. في العالم المعاصر، التضخم هو ظاهرة طباعة ورق Inflation is a printing press phenomenon.

¹ المرجع نفسه، ص.293.

يحدث التضخم عندما ترتفع كمية النقود بسرعة أكبر من المخرجات، وكلما كانت الزيادة في كمية النقود للوحدة الواحدة من المخرجات أسرع، كلما كان معدل التضخم أكبر. فالمخرجات محدودو بالموارد الإنسانية والمادية المتاحة، وبالتحسين في المعرفة والقدرة على إستعمالها، أما الأشكال الحديثة للنقود هي محل عدم محدودية فيزيائية.

ولعل من أكثر أعمال فريدمان أهمية، والتي قدمت دليلا ملموسا على الدور الذي يلعبه المتغير النقدي في الأداء الإقتصادي، كان دراسته المشتركة مع "آنا شوارتز Anna Schwartz"، في التاريخ النقدي للولايات المتحدة الأمريكية. خلال حقبة طويلة نسبيا من الزمن 1867-1960. وفي تلك الدراسة بين فريدمان وشوارتز أن المسار التاريخي للاقتصاد الأمريكي قد شهد بروز ست فترات تميزت بالركود الاقتصادي، صاحبها انخفاض في مستوى العرض من النقود، ومن خلال دراستهما للظروف الاقتصادية، التي رافقت هذا التغير في الكمية المعروضة من النقود، لاحظ كل منهما أن هذا الانكماش النقدي قد حدث باستقلال تام وبمعزل عن التغيرات المعاصرة في الدخل أو الأسعار، الأمر الذي دفعهما إلى الاستنتاج بأن التغير في مستوى العرض من النقود هو "السبب" وليس "النتيجة" للركود الاقتصادي.¹

السبب المباشر للتضخم يسهل الوصول إليه... السبب المباشر هو دوما وفي أي مكان نفسه: زيادة غير عادية سريعة في كمية النقود مقارنة بحجم الإنتاج. هذا الاستنتاج يركز على عدة أمثلة تاريخية، ويمكن ملاحظته بالنسبة لعدة دول، في فترات تتراوح حتى إلى قرون كاملة... اليوم المسؤول عن التضخم هي الحكومة، وهذا يمكن تفسيره من خلال ثلاثة اسباب أساسية:²

- السبب الأول الذي كان سائدا خلال قرون، يتمثل في قول أن الحكومة تجد نفسها مضطرة لزيادة نفقاتها، في حين انها ليست قادرة على زيادة الضرائب رسميا. نتيجة لذلك تقوم بتطبيق شكل من التحميل غير المباشر عن طريق التضخم... حيث أن التضخم هو احد اشكال الضرائب الذي يملك خاصية خاصة، فهو شكل الضريبة الوحيد الذي يمكن تطبيقه دون موافقة أحد؛

¹ اسامة بشير الدباغ، مرجع سبق ذكره، ص.252.

² Milton Friedman, *Inflation et Systèmes Monétaires*, Traduction Daisy Caroll. (Paris: Calmann-Lévy, 1976), P.44-52.

- السبب الثاني للتضخم والذي يعتبر حديثا، يتعلق بهدف "التوظيف الكامل Full employment"، الذي أسس لسياسة تحمل نفس الاسم... فكل مرة يكون فيها ركودا مؤقتا أو دائما، تقوم الحكومة بزيادة نفقاتها بمساعدة البنك المركزي وطباعة الأوراق النقدية، وهذا ما ينتج عنه بدء العملية المؤدية إلى التضخم؛
- السبب الثالث، الذي يعتبر صالحا في دول أخرى غير الولايات المتحدة الأمريكية، يتمثل في زيادة سريعة لكمية النقود، بسبب أخطاء ترتكبها البنوك المركزية التي تتخذ قراراتها للأسف بناء على نظريات خاطئة، حيث يعتقدون أنه عليهم الاهتمام بسعر الفائدة، في حين مهمتهم تتمثل في التحكم في كمية النقود. ففي محاولتهم للمحافظة على معدلات الفائدة، يقومون بالتسبب في التضخم، وفي الأخير توجد أسعار الفائدة في مستوى عال بعكس لو حاولت البنوك المركزية إتباع سياسة نقدية ملائمة.

ج-2- علاج التضخم حسب فريدمان

- لا نرى أدوات فعالة لأي دولة كي تقضي على التضخم دون الإجماع السياسي لفرض دستور نقدي - سواء كان ذلك بحكم القانون أو بحكم الواقع - يجد من قدرة البنك المركزي على طبع النقود.
- بما أن الزيادة العالية في كمية النقود هي السبب الوحيد والهام للتضخم، فإن التخفيض في النمو النقدي هو العلاج الوحيد للتضخم، إذن فتخفيض معدل النمو النقدي هو العلاج الوحيد للتضخم.
- وقد شبه فريدمان التضخم بإدمان الكحول. فعندما يبدأ مدمن الكحول الشرب تأتي الآثار الإيجابية أولا، ثم تأتي الآثار السلبية في الصباح عندما ينهض مع صداع، ولا يمكنه مقاومة الصداع دون أن يفعل شيئا... نفس الشيء بالنسبة للتضخم، عندما تبدأ دولة ما صفحة تضخمية تبدو الآثار الأولية جيدة. فكمية النقود التي تمت زيادتها تسمح لكل من وصل إليها -بصورة أساسية الحكومة- أن تنفق أكثر دون أن ينفق شخص آخر اقل. الوظائف تصبح أكثر وفرة، العمل ينمو بسرعة، في البداية الكل سعيد تقريبا.
- تلك هي الآثار الإيجابية، لكن عندما يبدأ الإنفاق المتزايد في رفع الأسعار، يجد العمال مداخيلهم حتى وإن كانت عالية الدولارات، تشتري اقل، يجد أصحاب الأعمال أن تكاليفهم قد ارتفعت، وبالتالي فمبيعاتهم اقل ربحية مما كان متوقعا، إلا إذا تمكنوا من رفع اسعارهم بصورة أسرع. الآثار السلبية تبدأ في

الظهور: أسعار أعلى، أقل تفاؤلاً للطلب، تضخم مزوج بالركود، مثلما مع مدمن الكحول، محاولة رفع كمية النقود تبقى أسهل... في كلتا الحالتين، تأخذ قدراً كبيراً فأكبر من الكحول أو النقود لتقدم لمدمن الكحول أو الإقتصاد نفس الدفعة.

التوازي بين إدمان الكحول والتضخم يستمر حتى مع العلاج. علاج إدمان الكحول سهل: توقف عن الشرب، يصعب فعله لأنه في هذه المرة الآثار السلبية تأتي أولاً، والآثار الإيجابية تأتي فيما بعد. مدمن الكحول الذي يسير في طريق العلاج يشعر بالألم الشديد حتى تصبح رغبته للشراب مرة أخرى قابلة للمقاومة. كذلك الآثار الجانبية الأولى لمعدل نمو نقدي بطيء مؤلمة جداً، نمو اقتصادي أقل، بطالة عالية مؤقتاً، دون – لفترة من الزمن – عدم انخفاض التضخم. الفوائد تظهر فقط بعد سنة أو سنتين أو أكثر في شكل تضخم أقل، إقتصاد أكثر صحة، القدرة على النمو السريع غير التضخمي.

العلاج الوحيد للتضخم يتمثل في عدم ترك النفقات تزيد بسرعة. الوسيلة الوحيدة التي تملكها الحكومة لمكافحة التضخم تتمثل في الإنفاق أقل وطباعة أقل للنقود. العلاج الوحيد هو تخفيض الزيادة في كمية النقود، ولا يوجد حل آخر يسمح لنا بمحاربة التضخم. ولكن المشكل ليس معرفة توقيف التضخم، المشكل هو امتلاك الإرادة السياسية لفعل ذلك.¹

ويمكن تلخيص كل ذلك فيما يلي:²

- التضخم دوماً وفي أي مكان ظاهرة نقدية؛
- التضخم يمكن تجنبه في فترة التنمية؛
- في الظروف العادية، التضخم بالكاد يمكنه تعزيز التنمية، وحتى إن كان هذا هو الحال، فذلك قد يكون حلاً مؤقتاً فقط؛
- كضريبة على الأرصد المالية، قد يكون التضخم أهون الشرور في ظروف معينة، لكن في كل الأحوال له تداعيات جد مؤسفة.

ويصل فريدمان إلى أن هناك 5 حقائق تحمل كل ما نعرفه عن التضخم:

¹ Milton Friedman, Op.Cit, P.52.

² Ibid., P.91.

- التضخم ظاهرة نقدية تنتج جراء زيادة سريعة في كمية النقود أكثر من المخرجات (اسباب الزيادة في النقود متعددة)؛
- في عالم اليوم الحكومة تحدد أو يمكنها تحديد كمية النقود؛
- هناك علاج وحيد للتضخم هو معدل زيادة بطيئة في كمية النقود؛
- يتطلب التضخم حتى يتطور وقتا محسوبا بالسنوات وليس الأشهر؛ كذلك يتطلب التضخم وقتا حتى يعالج؛
- لا يمكن تجنب آثار جانبية غير مرغوبة للعلاج.

ثامنا: السياسة النقدية

تمهيد:

تعتبر السياسات النقدية من أهم السياسات الاقتصادية التي تعنى بتحقيق الاستقرار الاقتصادي والتوازن الاقتصادي العام، وتأخذ فيما يلي بعض المفاهيم المتعلقة بالسياسة النقدية.

1- مفهوم السياسة النقدية:

يقصد بالسياسة النقدية السياسة النقدية مجموعة الإجراءات والتدابير التي تستخدمها الحكومة والبنك المركزي والخزينة لإدارة كل من النقود والإئتمان وتنظيم السيولة اللازمة للاقتصاد الوطني. ويشتمل هذا المعنى على جميع التنظيمات النقدية والمصرفية لما لها من تأثير في مراقبة حجم النقود.¹ وبالتالي فالسياسة النقدية تعني قيام السلطات النقدية بالتأثير على الفعاليات الاقتصادية عن طريق تغيير عرض النقود بشكل يوائم ويلائم احتياجات النشاط الاقتصادي.

2- أهداف السياسة النقدية:

تختلف أهداف السياسة النقدية بين الدول المتقدمة والدول النامية وحسب درجة التقدم الاقتصادي والاجتماعي والنظم الاقتصادية السائدة واحتياجات وأهداف المجتمعات. ففي الدول الصناعية هناك اتجاه متزايد نحو عدم التوسع في الأهداف والاقصار على هدف واحد للسياسة النقدية يتمثل في استقرار الأسعار، أي استهداف التضخم، والعكس فالدول النامية تعلق عليها العديد من الأهداف، وعموما يمكن التفريق بين الأهداف النهائية والوسيطية.

للسياسة النقدية أهداف نهائية وأهداف وسيطة:²

¹ عبد الحليم عمار غربي، مرجع سبق ذكره، ص.79.

² محمد أحمد الأندلي، الاقتصاد النقدي والمصرفي (عمان: مركز الكتاب الأكاديمي، 2018)، ص.481.

- الأهداف النهائية تتمثل في تحقيق مستويات مرغوبة من الدخل (الناتج) عند التشغيل الكامل للموارد الإنتاجية. أي ضمان زيادة الدخل وتحقيق معدلات مرتفعة من النمو الأقتصادي تكون عندها معدلات البطالة في أدناها (انخفاض معدل البطالة).
- إضافة إلى تأمين الإستقرار في الأسعار عند مستويات منخفضة واستقرار أسعار صرف العملة الوطنية والحفاظ على قيمة العملة الوطنية عند مستويات مرغوبة.
- أما الأهداف الوسيطة التي تتوخاها السياسة النقدية، فإنها تتمثل في تحقيق معدلات نمو مرغوبة للعرض النقدي وخاصة عرض النقود بمعناه الضيق (M1) ويقصد بمعدل النمو المرغوب للعرض النقدي ذلك المعدل الذي ينسجم أو يتواءم مع معدل نمو الناتج المحلي الإجمالي أو الناتج الوطني.
- كذلك فإن من الأهداف الوسيطة هو تحقيق معدلات مرغوبة لاسعار الفائدة والعائد على رأس المال، وعند ذلك المستوى الذي يحقق ويجفز نمو الناتج الكلي.

2- أدوات السياسة النقدية:

لتحقيق الأهداف المسطرة للسياسة النقدية يستخدم البنك المركزي بصفته المسؤول عن تسيير وتنظيم الكتلة النقدية مجموعة من الأدوات والوسائل بحسب الحالات التي تواجه الاقتصاد من تضخم أو انكماش، واستخدام هذه الأدوات يتباين من اقتصاد لآخر، وحسب الأهداف المحددة والقطاعات المستهدفة.

وتشمل أدوات السياسة النقدية نوعين من الوسائل، مباشرة أو تلقائية وتستهدف أنواعا محددة من الائتمان موجهاة لقطاعات معينة أو لأغراض محددة. وغير مباشرة وتستهدف الحجم الكلي للائتمان المتاح دون محاولة التأثير على تخصيصه بين مختلف الاستعمالات، ويمكن تحديد الأدوات الكمية فيما يلي:¹

أ- عمليات السوق المفتوحة:

تعرف بأنها عبارة عن قيام البنك المركزي بشراء أو بيع السندات الحكومية بهدف زيادة أو خفض المعروض النقدي تبعاً لمقتضيات النشاط الإقتصادي.

¹ نجلاء محمد بكر، اقتصاديات النقود والبنوك (القاهرة: أكاديمية طيبة، 2000). ص ص 76-81.

ف عند قيام البنك المركزي بشراء الأوراق المالية الحكومية من السوق المفتوحة، يترتب على ذلك حجم العملات المتداولة واتساع حجم القاعدة النقدية وبالتالي زيادة عرض النقود. أما عندما يقوم البنك المركزي ببيع الأوراق المالية الحكومية من السوق المفتوحة يترتب على ذلك خفض حجم العملات المتداولة وتضييق حجم القاعدة النقدية وبالتالي خفض المعروض النقدي في المجتمع.

ب- سياسة الخصم:

يعتبر سعر الخصم من أقدم السياسات النقدية. وقد استخدمت هذه السياسة للمرة الأولى من قبل بنك إنجلترا عام 1839. ويقصد بسياسة الخصم "تغيير سعر الخصم الذي هو عبارة عن سعر الفائدة الذي يتقاضاه البنك المركزي من البنوك عند تقديم قروض لهم."

وهناك عدة شروط لتكون سياسة الخصم فعالة:

- لا بد من توافر أسواق مالية متطورة.
- تتأثر فعالية هذه السياسة بمدى كفاءة البنوك التجارية في استخدام مواردها المتاحة.
- في ظل القيود التي يضعها البنك المركزي والتحفظ في إقراض البنوك التجارية، قد تصبح هذه السياسة ذات تأثير محدود للغاية، وخاصة وأن البنوك التجارية تفضل الاقتراض من البنوك الأخرى بدلا من اللجوء إلى البنك المركزي.
- حتى في حالة عدم الإقبال من قبل البنوك التجارية على الاقتراض من البنك المركزي، إلا أن سعر الخصم يبقى كمؤشر لأسعار الفائدة السوقية، فعندما يرفع البنك المركزي سعر الخصم يعتبر ذلك مؤشرا للبنوك التجارية برفع سعر فائدة الإقراض، وحين يقوم بخفض سعر الخصم يعتبر ذلك مؤشرا للبنوك التجارية بخفض سعر فائدة الإقراض لديها.
- في ظل ظروف الركود قد لا يكون لسياسة سعر الخصم تأثير موجب يذكر على النشاط الاقتصادي لأن البنوك التجارية تخطط للإحتفاظ بأرصدة احتياطية إضافية (اختيارية) بسبب تحفظ البنوك بمنح قروض أو لعدم وجود طلب على الإقتراض من قبل المستثمر.

ج- تغيير نسبة الإحتياطي القانوني:

يعد الهدف من فرض البنك المركزي نسبة احتياطي قانوني على ودائع البنوك التجارية حماية حقوق المودعين، وكوسيلة لرقابة البنك المركزي على أداء البنوك التجارية، وأصبحت هذه السياسة في الوقت الحالي تستخدم كأداة من أدوات السياسة النقدية، فإذا قام البنك المركزي برفع نسبة الإحتياطي القانوني فسوف يؤثر ذلك على خفض حجم الإحتياطيات النقدية لدى البنوك وتقل قدرتهم على القيام بنشاط الإقراض وبالتالي خفض المعروض النقدي في النهاية.

إذا لم تفعل الأدوات السابقة فعلها، فإنه ينبغي على المصرف المركزي استخدام أدوات نوعية قادرة على إيقاف التوسع في الإئتمان أو التوسع وأهم هذه الأدوات:¹

- **سقف كمية على تسليف المصارف:** يمكن تعريفها بأنها إجراء نقدي مباشر يتخذه البنك المركزي للتأثير على حجم التسليف في البنوك التجارية، وذلك لتحقيق التوازن والإستقرار في المستوى العام للأسعار وزيادة حجم الناتج المحلي الإجمالي.
- **الأسلحة التسليفية المنتقاة:** وهي مجموعة من الإجراءات النقدية يحدد فيها المصرف المركزي حجم التسليف وسعر الفائدة والآجال لكل قطاع من القطاعات الأقتصادية في الأقتصاد الوطني بغية الإستمرار في دعم الإنتاج وزيادة معدل النمو الإقتصادي.
- **الإقناع الأدي:** هو إجراء نقدي يطلب بموجبه البنك المركزي من البنوك بطريقة غير مباشرة تخفيض الإئتمان بهدف تخفيض معدل التضخم وتحقيق التوازن والإستقرار النقدي.
- **القروض الإستهلاكية:** تساعد هذه الطريقة صغار المدخرين وذوي الدخل المحدود والفقراء على زيادة استهلاكهم الأمر الذي يؤدي لزيادة الطلب في الأقتصاد الوطني، فإذا كان الإنتاج مرنا سيؤدي لتحسين ظروف العرض وزيادة أرباح المنتجين.

¹ علي كنعان، النقود والصيرفة والسياسة النقدية (بيروت: دار المنهل، 2012). ص ص 234-238.

تاسعا: الوساطة المالية

1- طرق التمويل في الاقتصاد:

يمكن للمؤسسات أن تحصل على أو ترفع رأسمالها من عدة مصادر، منها ما هو داخلي ومنها ما هو خارجي، ويشكل التمويل الداخلي المصدر المسيطر في أغلب دول العالم، بينما يمثل الاقتراض من البنوك الجزء الغالب من التمويل الخارجي، ويمكن تقسيم طرق تمويل الشركة إلى قسمين كما يلي:

1- التمويل الداخلي:¹

أ- التمويل الذاتي: إن الاستغلال الجاري للشركة يجب أن تنتج عنه أرباح كافية لضمان استمرارية الشركة، حيث يضاف الجزء غير الموزع من هذه الأرباح إلى رأس المال الموجود مسبقا، ولهذا النوع من التمويل عدة إيجابيات، من بينها أنه:

- يقوي الهيكل المالي الموجود؛
 - لا تنتج عنه أعباء مالية، وهذا لا يعني أنه مجاني؛
 - في حالة كونه كبيرا، التمويل الذاتي يسهل نمو الشركة؛
 - يحمي الاستقلالية المالية للشركة، ويسهل كذلك التفاوض مع البنوك.
- ب- التنازل عن الاستثمارات: إن التخلي عن عناصر الأصول كالألات غير المستعملة، قد يجعل الشركة تحصل على موارد مالية معتبرة.

¹ Patrice Vizzavona, *Gestion Financière: Analyse Financière-Analyse Prévisionnelle*, 9ème éd, (Alger: Berti édition, 2004), P.82.

2- التمويل الخارجي: في حالة عدم كفاية الأموال الداخلية، تلجأ الشركة للتمويل الخارجي، الذي يتمثل أساساً فيما يلي:¹

- أ- رفع رأس المال: يتم رفع رأس المال عادة من خلال لجوء الشركة إلى الأسواق المالية، حيث تقوم الشركة بإصدار أسهم تضمن لها الحصول على مبلغ معين من النقد، يسمح لها بأداء أنشطتها وعملياتها، ويتم ذلك عادة من خلال طرح عام أولي Initial Public Offering.
- ب- الاستدانة: تلجأ الشركات إلى استعمال الديون من أجل تمويل عملياتها ومشاريعها، ومن بين أشكال الديون الأكثر استعمالاً لتمويل الشركة: القروض البنكية، الإيجار Leasing، الأوراق التجارية والسندات.

3- مفهوم الوساطة المالية:

تعتبر الوساطة المالية عن الاستحواذ على موارد مالية من إحدى الوحدات الاقتصادية مثل الشركات والمنظمات الحكومية والأفراد، وذلك بغرض إتاحة هذه الموارد لوحدات اقتصادية أخرى.

- الوساطة المالية أداة لتجميع المدخرات وإعادة توزيعها؛
- الوساطة المالية هي عبارة عن قناة وصل بين فئتين؛
- يجب أن تكون هاتين الفئتين أحدهما فئة ذوي الفائض في السيولة المالية والأخرى فئة ذوي العجز تفتقر للسيولة؛
- تأخذ الموارد المالية شكل قروض طويلة الاجل أو قصيرة أو متوسطة أو اقساط التأمين حسب نوع القائم بوظيفة الوساطة المالية.

4- النظم المالية:

¹ Mark Grinblatt & Sheridan Titman, *Financial Markets and Corporate Strategy*, 2nd ed, (New York: Mc Graw Hill Companies Inc, 2000), P.30.

تعتبر النظم المالية عن كل الأسواق والمؤسسات والتشريعات والأفراد والأدوات المالية التي تشكل ما يسمى بالاقتصاد المالي للدولة، وهي تؤدي عدة وظائف، حددها "ميرتون وبودي Merton and Bodie" في ست وظائف، وأشارا إلى أن النظم المالية تتغير بصورة بطيئة مقارنة بمؤسساتها، هذه الوظائف هي:¹

أ- **إتمام وإبراء المدفوعات:** تقدم النظم المالية آليات تسهل تبادل السلع والخدمات، وكذلك تنظيم تحويل الملكية مقابل المقابل المتفق عليه؛

ب- **تنظيم وتقسيم المساهمات:** تسمح النظم المالية لعدة مستثمرين بالمساهمة في مشاريع لا يمكن أن يتحملها كل واحد منهم على حدى، أيضا حتى إن أمكن لمستثمر واحد أن يمول مشروعاً، يمكن أن يكون ذلك حافزا على التنوع، كل مستثمر يساهم بجزء صغير من تكلفة المشروع، وبالتالي يتحمل جزءا صغيرا من مخاطرته؛

ج- **تحويل الموارد عبر المكان والزمان:** تسمح الأنظمة المالية بتوجيه الأموال من الأفراد والمؤسسات مع موارد فائضة أخرى إلى الآخرين الذين يبحثون عن الحصول على الموارد من اجل الاستثمار، ويتوقعون عوائد مستقبلية؛

د- **إدارة المخاطر:** تقدم النظم المالية للمستثمرين طرقا لتبادل ومراقبة المخاطر، فمثلا يسمح التأمين بدفع وتقليل اثر المخاطر؛

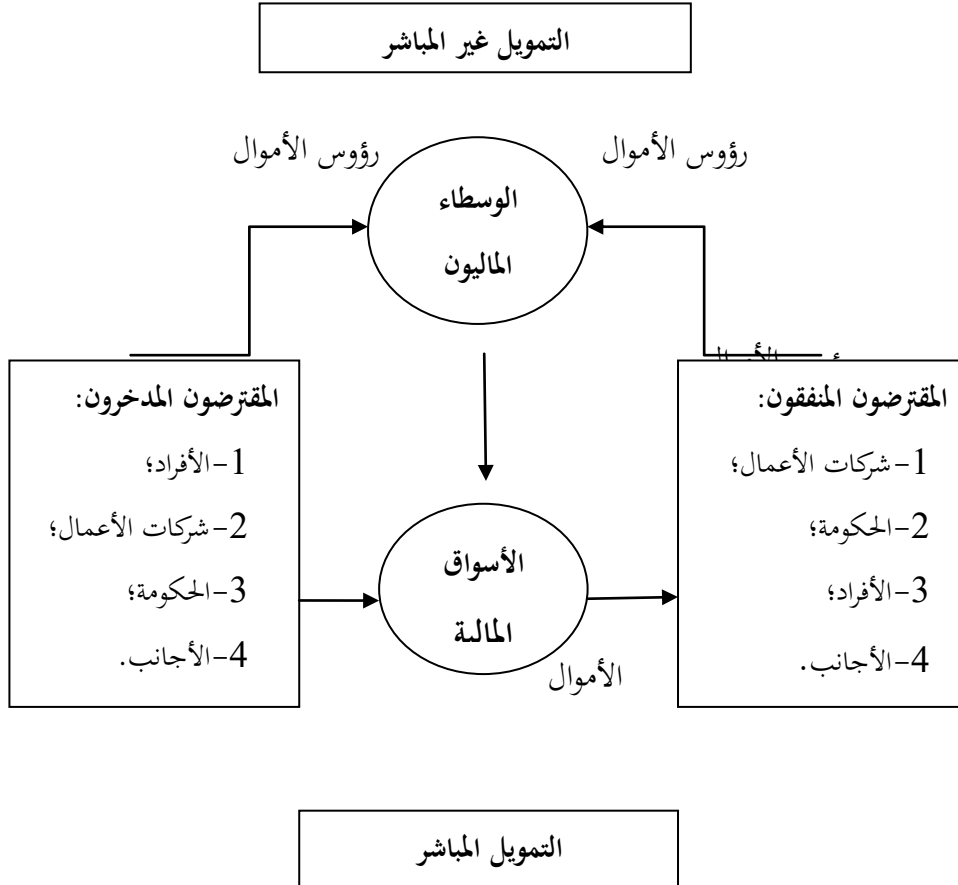
هـ- **تقديم المعلومات:** تتيح النظم المالية ما يسمى باكتشاف الأسعار، حيث يمكن لأولئك الذين يرغبون في التداول بملاحظة الأسعار التي يمكن عندها الاتفاق، وكذلك معلومات أخرى، مثل تلك المتعلقة بتوقعات التغيرات المستقبلية لأسعار الأصول، والتي يمكن الاستدلال عليها من أسعار السوق؛

و- **التعامل مع المشاكل التعاقدية:** من المعقول أن نفترض أن المسؤوليات التعاقدية لا يمكنها أن تضع شرطا لكل الأعمال التي يجب فعلها في كل احتمال، حتى وإن تمكنا من تخيل كل الظروف الممكنة. النظم المالية يمكنها أن تساعد الأفراد على بناء أشكال العقود التي تلبى احتياجاتهم وان تتعامل مع الظروف التي لم يأخذها المتعاقد في الحسبان.

¹ Roy E Bailey, *The economics of financial markets* (New York: Cambridge University Press, 2005), PP.2-3.

إذن، تقدم النظم المالية آليات تساعد على توجيه وتنظيم عمليات تدفق الأموال من الأطراف التي ليست بحاجة إليها، إلى الأطراف التي تبحث عنها، والشكل رقم 1 يوضح ذلك:

شكل رقم 1: التمويل المباشر وغير المباشر



Source: Frederic S Mishkin, 2004, P.24.

نلاحظ من الشكل السابق كيف تقوم النظم المالية بدور الوساطة المالية، وتقرب بين المقرضين والمقترضين، من خلال الوسطاء الماليين من أسواق مالية، بنوك، شركات تأمين،... الخ، وتتيح لهم فرصة استثمار الأموال مقابل الفوائد أو الأرباح المتفق عليها.

5- اقتصاد الاستدانة واقتصاد الأسواق المالية:

يتعلق الأمر بتصنيف نظري، بمعنى أنه لا يوجد أي اقتصاد يتميز بصورة كاملة بخصائص نظام أو آخر، ففرنسا مثلا كانت قريبة جدا من الحالة الأولى، والولايات المتحدة الأمريكية أقرب من الحالة الثانية.

أ- اقتصاد الاستدانة:

اقتصاد الاستدانة هو نظام مالي يسود فيه التمويل غير المباشر، في شكل التمويل عن طريق القرض، وذلك يفترض تدخل وساطة مالية وإعداد علاقات ثنائية بين البنوك وزيائنها. البنوك تتحمل مخاطرة إئتمانية بعدما تقيم وتمول العمليات التي تتوقع أن تكون نتائجها مناسبة. القرض يشكل الشكل الأساسي لتمويل النشاط الإنتاجي، حتى عندما يكون للمؤسسات إمكانية الوصول إلى الأسواق المالية، كما أن ضعف معدل التمويل الذاتي يفرض اللجوء التكميلي للقرض. وتجدد الإشارة إلى أنه لا يجب خلط اقتصاد الإئتمانية مع الاقتصاد المدين.

ب- اقتصاد الأسواق المالية:

يعبر اقتصاد السوق المالية عن نظام مالي يتحصل فيه الأعوان الإقتصاديون على مواردهم المالية عن طريق اصدار أوراق في السوق. إذن هذا النظام يفضل التمويل المباشر. نشاط الأسواق المالية يسمح لعرض والطلب على رؤوس الأموال أن يلتقيان مباشرة دون المرور بوساطة وسيط مالي. والوسطاء الماليون بما في ذلك البنوك تتدخل في الأسواق المالية كعارضين وطالبن للأوراق وليس من أجل الإقراض.

مباشراً: الجهاز المصرفي الجزائري

تمهيد:

نص المبدأ المتعلق بالتعاون الاقتصادي والمالي في اتفاقيات ايفيان Evian لـ 19 مارس 1962، على أن اتفاقيات خاصة ستتم بين فرنسا والجزائر من أجل تحديد طرق تحويل امتياز إصدار النقود.

تم الاتفاق على بروتوكول بين الجزائر وبنك الجزائر يؤكد أن لهذه الأخيرة هذا الامتياز لفترة شهرين ابتداء من 1 جويلية 1962، هذا الامتياز لبنك الجزائر يمكن أن يمدد إلى غاية 31 ديسمبر من نفس السنة.¹

وفي الواقع، هذا التاريخ أفاد السلطات الجزائرية للقيام بتوفير الشروط المادية وإقامة الأطر الأولى التي ستكون مسؤولة عن إنشاء بنك الإصدار للجزائر المستقلة.

1- نشأة البنك المركزي الجزائري:

إسترجعت الجزائر سيادتها النقدية من خلال إنشاء بنك إصدار خاص بها، سمي بـ "البنك المركزي الجزائري"، الذي تم إنشاؤه عن طريق قانون 13 ديسمبر 1962، وحل محل بنك الجزائر ابتداء من 02 جانفي 1963.

في 10 أبريل 1964 تم إنشاء وحدة نقدية وطنية "الدينار الجزائري" محددة بوزن ذهب خالص 180 مغ، ونتيجة لذلك تم سحب الفرنك الجزائري الذي تم تداوله منذ الإستقلال.

¹ Abdelkrim Naas, *Le système bancaire Algérien: de la colonisation à l'économie de marché* (Paris: Maisonneuve & Larose, 2003), P.11.

وقد تدخل البنك المركزي مباشرة في تمويل الإقتصاد سواء في شكل قروض مباشرة (خاصة للقطاع الفلاحي) أو في شكل تسبيقات للخزينة.

2- نشأة النظام المصرفي الجزائري:

في سعي الجزائر لاستعادة سيادتها النقدية، والذي تحقق بإنشاء البنك المركزي الجزائري وعملة نقدية وطنية، تم اتخاذ العديد من الإجراءات من أجل إقامة نظام مصرفي وطني. أول خطوة كانت انطلاقا من المؤسسات الموجودة، وتمثلت في إنشاء أداتين: الأولى مسؤولة عن تمويل التنمية "الصندوق الجزائري للتنمية" والثانية مسؤولة عن تعبئة الإدخار "الصندوق الوطني للتوفير والاحتياط".

وفي مرحلة ثانية انطلقا من سنة 1966 إذ تم إنشاء نظام مصرفي وطني سيكتمل عن طريق تحويل البنوك الخاصة الأجنبية إلى بنوك وطنية.¹

أ- الصندوق الجزائري للتنمية:

تأسس الصندوق الوطني للتنمية C.A.D بموجب القانون رقم 63-165 في 07 ماي 1963،

ب- الصندوق الوطني للتوفير والاحتياط C.N.E.P:

بعد إنشاء الصندوق الوطني للتنمية في 1963، تم إنشاء الصندوق الوطني للتوفير والاحتياط في 10 أوت 1964، مهمته الأساسية جمع الادخارات الصغيرة للعائلات والأفراد والقيام في مرحلة أولى بتمويل السكن إضافة إلى أنشطة تمويلية أخرى

ج- البنك الوطني الجزائري BNA:

بسبب عدم رغبة البنوك الأجنبية في الدخول في تمويل التنمية، مفضلين عمليات التجارة الخارجية والتي تولد أرباحا عالية وآنية، كان إنشاء البنك الوطني الجزائري في 13 جوان 1966 يجيب بالدرجة الأولى عن مسألة الأخذ على العاتق تمويل القطاع الاشتراكي.

¹ الطاهر لطرش، الإقتصاد النقدي والبنكي (الجزائر: ديوانا مطبوعات الجامعية، 2013)، ص ص. 330-335.

د- القرض الشعبي الجزائري CPA:

بعد أشهر من إنشاء البنك الوطني الجزائري، تم تعزيز النظام المصرفي الوطني بإنشاء وسيط مالي آخر: القرض الشعبي الجزائري، الذي أنشأ في 14 ماي 1966.

هـ- البنك الخارجي الجزائري BEA:

مثل إنشاء البنك الخارجي الجزائري في أول أكتوبر 1967 بموجب الأمر 67-204 آخر مرحلة في عملية وضع اليد على البنوك، والنظام المصرفي الوطني سيلبس شكلا لن يتغير عمليا لأكثر من ربع قرن. وهو بنك إيداع مثل البنك الوطني الجزائري والقرض الشعبي الجزائري، ويتولى تمويل عمليات التجارة الخارجية، وبالتالي يمنح القروض للاستيراد، كما يقوم بتأمين المصدرين الجزائريين ودعمهم ماليا. وله مهمة خاصة في مجال تنمية العلاقات المالية مع الخارج.

كخلاصة، استعادت الجزائر سيادتها النقدية بعد الاستقلال عن طريق خلق عملة نقدية وطنية: الدينار الجزائري، وإنشاء البنك المركزي الجزائري، المؤسسة المسيرة لهذه العملة.

وفي مرحلة ثانية، إقامة نظام بنكي وطني يتطلب تأميم البنوك الخاصة الأجنبية من أجل إنشاء:

- وسيطين ماليين: CAD و CNEP؛

- ثلاثة بنوك وطنية وسطاء ماليين بنكيين: BNA، CPA، و BEA.¹

3- إعادة هيكلة القطاع المصرفي:²

مع بداية المخطط الخماسي الأول 1980-1984 تأسست لجنة إعادة هيكلة المصارف ضمن مجموعة من الإصلاحات التي كان هدفها الإصلاح الهيكلي للقطاع الاقتصادي ككل. وكان من أهداف هذا الإصلاح على المستوى الكلي:

¹ Abdelkrim Naas, Op.Cit.

² الطاهر لطرش، مرجع سبق ذكره.

- تخفيف الضغط على البنوك مثل البنك الوطني الجزائري والقرض الشعبي الجزائري (الذي أعيدت هيكلتهما لينبثق عنهما على التوالي بنك الفلاحة والتنمية الريفية وبنك التنمية المحلية) والتقليل من وضعية الاحتكار التي كانت سائدة؛

- إسناد مهمة تمويل الاستثمارات المخططة والإستراتيجية للخزينة العمومية.

أما على المستوى الجزائري فكان الهدف هو إحياء دور البنوك في الوساطة المالية وفي تعبئة الادخار لدى المواطنين.

ولقد أدرج قانون المالية لسنة 1982 شرط أساسي لقبول تدخل البنوك في تمويل الاستثمارات العمومية، وهو شرط توفر الربحية المالية في المشاريع. ونتج عن إعادة هيكلة المنظومة المصرفية البنكين الجديدين الآتيين:

3-1- بنك الفلاحة والتنمية الريفية B.A.D.R: تأسس هذا البنك في 13 مارس 1982 بمقتضى المرسوم رقم 82 - 206، وقد كان تأسيسه نتيجة لعملية إعادة هيكلة البنك الوطني الجزائري. ويؤدي البنك الجديد مهام البنوك التجارية، حيث يمكنه جمع الودائع سواء كانت جارية أو لأجل، كما يمثل في نفس الوقت بنك تنمية باعتباره يستطيع أن يقوم بمنح قروض متوسطة وطويلة الأجل هدفها تكوين رأس المال الثابت. كما يعتبر بنكا متخصصا، حيث يمكنه منح قروض لتمويل القطاع الفلاحي، وترقية النشاطات الفلاحية والحرفية، وكذلك تمويل أنشطة الصناعات الغذائية والأنشطة المختلفة في الريف.

2-2- بنك التنمية المحلية B.D.L: تأسس بنك التنمية المحلية بموجب المرسوم رقم 85.85 المؤرخ في 30 أبريل 1985. يعتبر آخر بنك تجاري يتم تأسيسه في الجزائر قبل الدخول في مرحلة الإصلاحات، وذلك على إثر إعادة هيكلة القرض الشعبي الجزائري. يقوم بنك التنمية المحلية بجمع الودائع، ويقوم أيضا بمنح القروض لصالح الجماعات والهيئات العامة المحلية.

4- قانون البنوك والقرض:¹

¹ أيمن بن عبد الرحمان، تطور النظام المصرفي الجزائري (الجزائر: دار بلقيس، دون سنة نشر)، ص ص. 65-69.

عملت التناقضات التي ظهرت على مستوى النظام النقدي على إدخال إصلاحات جديدة عليه في سنة 1986 بموجب القانون رقم 86 - 12 الصادر في 19 أوت 1986 المتعلق بنظام البنوك والقرض. حيث كان المضمون الأساسي لهذا الإصلاح يتمثل في إرساء القواعد الكلاسيكية للنشاط البنكي. بالفعل فقد أرسى هذا الإصلاح مجموعة من المبادئ التي أصبحت تشكل معالم النظام النقدي الجديد، والتي تتمثل في:

- استعادة البنك المركزي لدوره كبنك البنوك، وأصبح يتكفل بالمهام التقليدية للبنوك المركزية وإن كانت هذه المهام التقليدية للبنوك المركزية وإن كانت هذه المهام تبدو في أحيان كثيرة مقيدة؛
- وضع النظام البنكي على مستويين تم بموجبه الفصل بين البنك المركزي كملجأ أخير للإقراض وبين نشاطات البنوك التجارية؛
- استعادة مؤسسات التمويل لدورها داخل نظام التمويل من خلال تعبئة الادخار وتوزيع القروض في إطار المخطط الوطني للقرض، فأصبح بإمكان البنوك أن تستلم الودائع مهما كان شكلها ومدتها، وأن تقوم بمنح القروض دون تحديد مدتها أو للأشكال التي تأخذها. كما استعادت حق متابعة استخدام القرض واسترداده؛
- تقليص دور الخزينة في نظام التمويل وتغيب مركزه الموارد المالية.

5- قانون النقد والقرض:

بعد أزمة النفط لسنة 1986، ومع تزايد الضغوطات الداخلية والخارجية على الاقتصاد الوطني، قررت السلطات الوطنية تبني إصلاحات اقتصادية واسعة وشاملة، فجاء قانون النقد والقرض 90 - 10 لمقاربة عمل النظام المصرفي الوطني مع عمل الأنظمة المصرفية للدول الرأسمالية.

- مبادئ قانون النقد والقرض:¹

- أ- الفصل بين الدائرة النقدية والدائرة الحقيقية: حمل قانون النقد والقرض مبدأ الفصل بين الدائرتين الحقيقية والنقدية، ويعني ذلك أن القرارات النقدية لم تعد تابعة للقرارات المتخذة على

¹ الطاهر لطرش، مرجع سبق ذكره، ص 344-348.

أساس كمي في إطار الخطة، بل أصبحت هذه القرارات (النقدية) تتخذ على أساس الأهداف النقدية التي تحددها السلطة النقدية انطلاقاً من الوضع النقدي الذي يتم تقديره من طرفها.

ب- **الفصل بين الدائرة النقدية ودائرة ميزانية الدولة:** فالخزينة لم تعد حرة في اللجوء إلى البنك المركزي لطلب التمويل الذي تحتاجه عبر عملة القرض. وبالتالي فإن تمويل عجزها عن طريق اللجوء إلى البنك المركزي لم يعد يتميز بتلك التلقائية المعهودة في الحقبة السابقة، كما لم يعد هذا التمويل أيضاً يتم بلا حدود، بل أصبح يخضع إلى بعض القواعد.

ج- **الفصل بين دائرة ميزانية الدولة ودائرة القرض:** جاء القانون مبدأً الفصل بين الدائرتين عن طريق القيام بإبعاد الخزينة عن منح القرض للاقتصاد ليقى دورها يقتصر في المرحلة الانتقالية لنظام التمويل على ضمان تمويل الاستثمارات الاستراتيجية المخططة من طرف الدولة. فتح هذا الأمر الباب أمام النظام المصرفي الذي استعاد مسؤوليته في منح القروض في إطار مهامه التقليدية.

د- **إنشاء سلطة نقدية وحيدة ومستقلة:** كانت السلطة النقدية سابقاً مشتتة عملياً في مستويات عديدة، حيث كانت وزارة المالية تتصرف على أساس أنها هي السلطة النقدية، كما كانت الخزينة تلجأ في أي وقت وبدون حدود تقريباً إلى البنك المركزي لتمويل عجزها، وعلى هذا الأساس كانت تتصرف أيضاً كما لو كانت هي السلطة النقدية. وهكذا تم إنشاء سلطة نقدية وحيدة تتمتع بالاستقلالية مقارنة مع مراكز القرار الاقتصادي الأخرى، أطلق عليها اسم مجلس النقد والقرض.

هـ- **وضع النظام البنكي على مستويين:** وضع قانون النقد والقرض النظام البنكي على مستويين، حيث ميز بين نشاط البنك المركزي كسلطة نقدية ونشاط البنوك التجارية كموزعة للقرض.

- **هيكل النظام المصرفي بعد قانون النقد والقرض:**

لغاية سنة 2015 تكون الجهاز المصرفي الجزائري من 20 بنك و 09 مؤسسات مالية معتمدة (من دون احتساب البنك الجزائري للتنمية BAD الذي أصبح بعد الهيكلة يسمى الصندوق الجزائري للاستثمار، وسبعة مكاتب اتصال، وهذه المؤسسات هي:

-البنك الوطني الجزائري؛

- بنك الجزائر الخارجي؛

- بنك التنمية المحلية؛
- القرض الشعبي الجزائري؛
- بنك الفلاحة والتنمية الريفية؛
- الصندوق الوطني للدخار والتوفير-بنك.
- أربعة عشر 14 بنك خاص:
- بنك البركة ذو رأسمال مختلط؛
- سيتي بنك الجزائر (وهي فرع للبنك الأم)؛
- أراب بنكينغ كوربوريشن؛
- ناتكسيس الجزائر؛
- سوسيتي جنرال الجزائر؛
- اراب بنك (وهي فرع للبنك الأم)
- هاوسينغ بنك الجزائر
- بي ان بي باريبا الجزائر
- ترست بنك الجزائر
- بنك الخليج الجزائر
- فرنسا بنك الجزائر
- كايلون بنك
- HSBC الجزائر (وهي فرع للبنك الأم)
- التسعة مؤسسات مالية ذات اختصاص عام:
- الصندوق الوطني للتعاودية الفلاحية CNMA
- الشركة المالية للاستثمار والمساهمة
- والمشاركة SOFINANCE SPA
- سيتيلام الجزائر
- شركة اعادة التمويل العقاري
- المغاربية للايجار الجزائر
- العربية للايجار
- الشركة الوطنية للايجار
- الجزائر ايجار
- ايجار ليزينغ الجزائر
- سبعة مكاتب اتصال:
- اتحاد البنوك العربية والفرنسية
- البنك البريطاني العربي للتجارة
- القرض الصناعي والتجاري
- القرض الزراعي INDOSUEZ
- البنك الدولي لتونس
- بنك فورتيس
- بنكو SABADEL

إحدى عشرة: الأسواق المالية

1- مفهوم السوق المالية:

السوق المالية تعرف على أنها: "الإطار المؤسسي أو مجموعة المؤسسات المالية، التي يلتقي من خلالها طالبوا الأموال وعارضيهما، فهي تتكون من جميع المؤسسات والأنشطة التي تتكفل بالاضطلاع بدور الوساطة المالية بين جانبي الطلب على الأموال وعرضها"¹. وتقوم الأسواق المالية بثلاثة وظائف أساسية، هي:²

أ- التقاء المشتريين والبائعين في سوق مالية لتحديد سعر الأصل المتداول، أو تحديد العائد المرغوب على الأداة المالية، لان دفع المؤسسات إلى الحصول على أموال يعتمد على العائد الذي يطلبه المستثمرون، وهذا ما يسمى بسيرورة اكتشاف السعر؛

ب- تقدم الأسواق المالية آلية للمستثمرين لبيع أدواتهم المالية، ولذلك يقال أن السوق المالية تقدم سيولة؛

ج- الوظيفة الثالثة للسوق المالية، هي أنها تخفض تكلفة الصفقات، فهناك نوعين من التكاليف المرتبطة بالقيام بالصفقات، تكاليف البحث وتكاليف المعلومات، والسوق المالية تخفض كلتا التكاليفتين.

نتيجة للدور الذي تؤديه في التنمية الاقتصادية، شهدت الأسواق المالية خلال الربع الأخير من القرن الماضي تطورا هائلا، نتيجة لعدة أسباب، أهمها: تحسن الوضعية الاقتصادية لعدة دول، وخصوصا دول جنوب شرق آسيا وأمريكا اللاتينية، التي سرعان ما أقامت أسواقا مالية نشيطة وجذابة، وكذلك ظهور ما يسمى بالابتكار المالي، وإنشاء أدوات مالية جديدة، أو ما أصبح يعرف بالمشتقات المالية التي ساعدت على تقليص المخاطر.

2- الأوراق المالية المتداولة في السوق المالية:

¹ سامي محمد عفيف، التجارة الخارجية بين النظر والتنظيم، ط2 (الاسكندرية: الدار المصرية اللبنانية 1994)، ص.229.

² Frank J Fabozzi, *the Handbook of Financial Instruments* (New Jersey: John Wiley and Sons Inc., 2002), PP.8-9.

تعتبر الأوراق المالية عن الأدوات المالية التي يتم تداولها في الأسواق المالية، والتي يمكن للشركة من خلالها رفع رأسمالها لتمويل أنشطتها المختلفة، وهي تنقسم إلى عدة أنواع: الأسهم؛ السندات والمشتقات المالية.

1- **الأسهم:** الأسهم عبارة عن "أوراق مرقمة ليس لها تاريخ استحقاق تحمل قيمة تعرف بالقيمة الاسمية للسهم"¹ وتمثل الأسهم ملكية في رأسمال الشركة، وتنقسم إلى:

1-1 **الأسهم العادية:** يمثل هذا النوع من الأسهم حق ملكية جزء معين من رأسمال الشركة، ويعتبر حملة الأسهم العادية ملاك الشركة، حيث يتحصلون على أرباح في حالة تحقيق الشركات لأرباح وهم الذين ينتخبون أعضاء مجلس إدارة الشركة؛

1-2 **الأسهم الممتازة:** هي "شهادات تصدرها الشركات للتزود برؤوس الأموال عند الحاجة"²، حيث يتحصل حملتها على أرباح غالباً ما تكون ثابتة، وهم لا يتدخلون عادة في شؤون الشركة ولهم الأولوية مقارنة بحملة الأسهم العادية عند تصفية الشركة (أنظر جدول رقم: 2).

جدول رقم 2 أهم خصائص الأسهم العادية والممتازة

السهم الممتاز	السهم العادي
- له حياة دائمة ترتبط بحياة الشركة؛	- له حياة دائمة ترتبط بحياة الشركة؛
- حملة الأسهم الممتازة يتحصلون على أرباح ثابتة عادة؛	- حملة الأسهم العادية يتحصلون على أرباح يقررها مجلس الإدارة؛
- حملة الأسهم الممتازة لا يتدخلون في شؤون الشركة؛	- حملة الأسهم العادية لهم الحق في التصويت على أعضاء مجلس الإدارة؛

¹ جبار محفوظ، الأوراق المالية المتداولة في البورصات والأسواق المالية، ج2، (الجزائر: دار هومة، 2002)، ص.7.

² جبار محفوظ، مرجع سبق ذكره، ص.24.

- حملة الأسهم العادية هم آخر من يحصل على حقوقهم عند التصفية.	- حملة الأسهم الممتازة لهم الأولوية عند تصفية الشركة.
--	---

Source: Frank J.Fabozzi and Pamela P.Peterson, 2003, P.30.

نلاحظ من الجدول السابق أن هناك اختلاف بين الأسهم العادية والأسهم الممتازة، خصوصا فيما يتعلق بتدخل حملتهم في شؤون الشركة وفي التصويت على مجلس إدارتها، الذي يؤدي الدور الرقابي اللازم الذي يتيح لهم الحصول على عوائد مقابل استثمارهم.

2- **السندات:** يعرف السند على أنه "ورقة متداولة تمثل دينا طويل الأجل على الشركة المصدرة أو أية هيئة أخرى، وهو جزء من الدين الكلي لها"¹، تستعملها الشركة عادة للحصول على التمويل اللازم، وهي بمثابة دين على الشركة. وفيما يلي مقارنة بين الأسهم والسندات:

جدول رقم 3: مقارنة بين الأسهم والسندات

السندات	الأسهم	طبيعة الفرق / نوع الورقة
---------	--------	--------------------------

¹ جبار محفوظ، مرجع سبق ذكره، ص.44.

الطبيعة القانونية	تمثل ملكية الشركة (مساهمة)؛	تمثل ديناً على الشركة؛
الأسبقية	حقوق المساهم تأتي بعد حقوق حملة السندات؛	حقوق حملة السندات ممتازة تسدد بغض النظر عن النتيجة المسجلة؛
العائد	أرباح موزعة؛	فوائد ثابتة (سنوية أو نصف سنوية)
تاريخ الاستحقاق	غير محدد؛	محدد في عقد الإصدار؛
التصويت	للحملة الحق في التصويت والمشاركة في إدارة الشركة؛	ليس لهم حق التصويت وانتخاب مجلس الإدارة؛
استرداد المبلغ المستثمر	لا يمكن استرداده من الشركة؛	يمكن استرداده في نهاية مدة القرض؛
حضور الجمعيات العامة	لهم الحق في ذلك؛	ليس لهم الحق في ذلك؛
المصدرون	شركات المساهمة.	الشركات، الحكومة والمؤسسات المالية المختصة (والمرخصة).

المصدر: جبار محفوظ، الأوراق المالية المتداولة في البورصات والأسواق المالية، ج2، 2002، ص.78.

نلاحظ من الجدول السابق أنه بالرغم من أن الأسهم والسندات يعتبران من أهم أدوات تمويل الشركات، إلا أنهما يختلفان عن بعضهما البعض بصورة كبيرة.

3- المشتقات المالية:

لقد نتج عن سيورة الابتكار المالي مجموعة جديدة من الأدوات المالية التي أصبحت تعرف باسم المشتقات المالية، وهي عبارة عن عقود تشتق قيمتها من قيمة الأصول المعنية (أي الأصول التي تمثل موضوع العقد)، والأصول التي تكون موضوع العقد تتنوع ما بين الأسهم والسندات والسلع والعملات الأجنبية... الخ.

وتسمح المشتقات للمستثمر بتحقيق مكاسب أو خسائر اعتماداً على أداء الأصل موضوع العقد، وهناك عدة أنواع من المشتقات المالية، يمكن ذكرها فيما يلي:

أ- العقود المستقبلية Future Contracts: هو اتفاق قانوني بين مشتر وبائع، حيث:

1- يوافق المشتري على استلام شيء ما عند سعر محدد في نهاية فترة معينة من الزمن؛

2- يوافق البائع على تسليم شيء ما عند سعر محدد في نهاية فترة معينة من الزمن.

وهي عقود ملزمة نمطية بين الباعة والمشتريين، تقضي بأن يسلم البائع أصلا من الأصول إلى المشتري ويستلم منه الثمن المحدد مسبقا وذلك في فترة قادمة متفق عليها هي تاريخ استحقاق العقد. عادة ما يفرض على طرفي العقد إيداع ضمان في صورة نقدية أو أوراق مالية، لدى السمسار. وعلى عكس النوع السابق من العقود، يتم تداول العقود المستقبلية في أسواق منظمة مخصصة وبمساعدة غرف للمقاصة أو بيوت التسوية.¹

ب- **عقد الخيار Option**: هو عقد يعطي لحامله ولا يلزمه، أي المشتري الحق في أن يشتري أي شيء أصلا من الأصول مثل الاسهم، السندات، العملات أو السلع... الخ مقابل عمولة قابلة للاسترداد، على أن يكون تسليم الأصل المعني وتسديد مبلغه في تاريخ قادم يحدد بالإتفاق بين طرفي العقد. ويشترك سعر الخيار أو قيمته من قيمة الأصل المعني. ويكون الطرف الثاني أي بائع الخيار ملزما بتسليم أو استلام الأصل إذا ما طلب المشتري تنفيذ العقد في التاريخ المتفق.

وتصنف الخيارات وفقا لمعيار توقيت التنفيذ إلى:

- الإختيار الأمريكي: هو عقد يسمح فيه للمشتري بأن يمارس حقه في الإختيار بالتنفيذ في أي وقت خلال فترة العقد. ويعرف أيضا على أنه يمكن شراء الأوراق المالية أو السلع المتفق عليها وذلك في أي لحظة يشاء المشتري حتى وإن كانت قبل تاريخ إستحقاق الاختيار.
- الإختيار الأوروبي: هو عقد يكون فيه للمشتري الحق في طلب تنفيذ العقد فقط في تاريخ انتهاء صلاحية هذا الأخير.²

ج- **عقود المبادلات Swaps**: هو اتفاقية يوافق من خلالها طرفين على تبادل مدفوعات دورية. أو هي عقد ملزم يتم بين طرفين خارج الأسواق المالية بغرض استبدال تركيبة مالية معينة، أو تدفقات مالية

¹ جبار محفوظ، أسواق رؤوس الأموال: الهياكل، الأدوات، والاستراتيجيات، الجزء الأول (عين مليلة: دار الهدى، 2011)، ص.248.

² المرجع نفسه، ص.247.

محددة ناتجة عن القروض أو صفقات العملات أو غيرها من العمليات المالية مقابل تركيبة أو تدفقات أخرى بغرض تخفيض تكاليف تلك الصفقات. وتستعمل هذه العقود للتحوط من تقلبات أسعار الفائدة وأسعار الصرف وغيرها من المخاطر.

د- **العقود الآجلة:** وهي عقود تبرم بين طرفين لشراء أو بيع كمية معينة من الأصول كالسلع والعملات والأوراق المالية بسعر محدد وقت إتمام العقد، ويلتزم الطرفان أن يكون التسليم والتسديد في فترة قادمة متفق عليها بمجرد إبرام العقد. تستعمل هذه العقود في الاحتماء والتحوط من المخاطر كما يستعملها المستثمرون والمضاربون كأدوات استثمار. تبرم هذه العقود المرنة غير النمطية في الأسواق الآجلة.¹

3- مفهوم المؤشرات المالية ومزاياها:

لقد أنشأ أول مؤشر للسوق المالية قبل أكثر من 100 سنة، ففي سنة 1884 قام تشارلز داو Charles Dow بحساب السعر المتوسط لمجموعة المؤسسات العاملة بالسكك الحديدية Rail road، سمي آنذاك "متوسط داو جونز للسكك الحديدية Dow Jones Rail Road Average".

يعرف مؤشر البورصة Stock Market Index على أنه مقياس احصائي، يظهر تغيرات أسعار مجموعة من السهم عبر الزمن، وهو يشمل كل الأسهم أو جزء منها في السوق"، كما يعرف على أنه "مجموعة السهم التي يمكن تداولها كمحفظة واحدة مثل ستاندارد أند بورز S&P 500.² إذن فالمؤشر يعكس أداء السوق، ويفيد في معرفة حالة السوق صعودا وهبوطا وثباتا، ويمكن الاستدلال من خلاله في معرفة الاتجاهات المستقبلية لأسعار الأسهم في البورصة وبالتالي فهو يؤدي مجموعة من المزايا منها:³

- ان مؤشر السوق يعكس الظروف الاقتصادية المؤثرة على السوق المالية، وبالتالي يعبر كميا عن أداء الاقتصاد ككل أو على أداء قطاع منه، مما يسهل الحكم على الاقتصاد والقطاعات المكونة له؛

¹ محفوظ جبار، مرجع سبق ذكره، ص.247.

² George A. Fontamills & Tom Gentile, *The Stock Market Course* (New York: John Wiley & sons Inc., 2001), P.2.

³ Frank J. Fabozzi and Pamela Peterson Drake, *Finance: Capital Markets, Financial Management and Investment Management* (New Jersey: John Wiley & Sons Inc., 2009), P.625.

- تقوم الأسواق المالية على التوقعات، لذلك فالمؤشرات تعكس توقعات المستثمرين لأسعار الأوراق المالية، وما ستكون عليه السوق في المستقبل؛

- ان مؤشر السوق يعكس جاذبية السوق مقارنة بالأسواق الأخرى، وبالتالي فهو يؤدي دورا هاما في جذب الاستثمارات الأجنبية.

ولمؤشرات السوق عدة وظائف، من أهمها كونها معيارا لتقييم أداء مديري الأموال المحترفين، وكذا دورها في الإجابة عن السؤال "كيف هو حال السوق اليوم؟" وما سيكون عليه في المستقبل، كما أنها تستعمل لتقييم استراتيجيات استثمار معينة.

4- فرضية كفاءة السوق:

تعتبر فرضية كفاءة السوق، أحد الفرضيات التي لاقت اهتماما كبيرا من الأكاديميين، الباحثين المستثمرين على حد السواء، منذ ظهورها سنوات السبعينات من القرن الماضي (القرن العشرين)، بالرغم من الانتقادات التي وجهت لها.

عرف مصطلح " كفاءة السوق Market Efficiency" لأول مرة من خلال أعمال أستاذ جامعة شيكاغو Chicago "يوجين فاما Eugene Fama" وزملائه، في ستينيات القرن الماضي (القرن 20)، لكن النظرية في حد ذاتها تم ذكرها سنة 1889م في كتاب "جورج غيبسون George Gibson" بعنوان: " بورصة لندن، باريس ونيويورك ".¹

ان فرضية السوق الكفاءة تفترض أن الأسعار تعكس-بصورة عقلانية- كل المعلومات المتاحة، وتفترض أن المعلومات الحديثة مدججة في سعر الورقة المالية بسرعة وعقلانية. ففي السوق الكفاءة، لا يمكن لأي مستثمر أن يستفيد من فرصة تحقيق عوائد غير عادية، الا من خلال الصدفة.²

اذن فرضية السوق الكفاءة Efficient Market Hypothesis (EMH) تفترض أن الأسعار في السوق المالية تعكس وبسرعة المعلومات المتاحة، فالأسعار الحالية تعكس الأحداث السابقة وكل التوقعات حول

¹ Robert J. Shiller, *Irrational Exuberance*, 2nd ed. (New Jersey: Princeton University Press, 2000), P.172.

² Glend Arnold, *Handbook of Corporate Finance* (Harlow: Pearson Education Ltd., 2005), P.648.

الأحداث المستقبلية في سعر الورقة المالية، بما أن كل العوامل المعروفة مدججة في سعرها، لذلك فالمعلومات الجديدة فقط يمكنها أن تغير سعر الورقة المالية، خصوصا في ظل المنافسة القوية بين المستثمرين الماليين، مما يجعل سعر الورقة المالية يستجيب للمعلومات الجديدة في كل لحظة من الزمن.

وقد قام "يوجين فاما" بتقسيم فرضية السوق الكفاءة الى ثلاثة أشكال: الضعيف **The Weak**، متوسط القوة **The Semi-strong**، والقوي **The Strong**:³¹

- الشكل الضعيف: The Weak Form ان الشكل الضعيف للسوق الكفاءة محدود في المعلومات التاريخية عن أسعار الأوراق المالية والكميات التي تم عندها تداول تلك الأوراق، فالشكل الضعيف يفترض أن الأسعار الحالية للأوراق المالية تعكس كلية كل المعلومات التاريخية المدججة في تاريخ أسعار وكميات التداول وبالتالي فان هامش ربح المستثمر عند قيامه بجمع معلومات عن أسعار وكميات التداول السابقة من أجل التنبؤ بأسعار الأوراق المستقبلية يساوي الصفر **Zero**.

- الشكل متوسط القوة: The Semi-strong Form الشكل متوسط القوة لفرضية السوق الكفاءة يفترض أن الأسعار الحالية للأوراق المالية تعكس كل المعلومات العامة **Public Information** عن القيم المستقبلية لتلك الأسعار. المعلومات العامة تضم كل شيء يمكن معرفته من خلال قراءة الصحافة العامة، ومن خلال الاجتماعات العامة المفتوحة للجميع.

والكفاءة متوسطة القوة **Semi-strong Efficiency** أعلى من الكفاءة الضعيفة **Weak Efficiency**، لأن الأسعار الحالية في الشكل متوسط القوة تحوي المعلومات التاريخية (كما في الشكل ضعيف القوة) وكذلك المعلومات العامة المتاحة.

- الشكل القوي: The Strong Form إن الشكل القوي لكفاءة السوق نادر الوجود، وقد أضافه الإقتصاديون للإتمام المنطقي لأشكال الكفاءة، ومفاده أن المستثمرين الذين لهم معلومات مميزة أو يحتكرون معلومات معينة، لا يستطيعون التأثير على أسعار الأوراق المالية. إذن لفرضية الأسواق قوية الكفاءة تقول أن

¹ James Bradfield, *Introduction to The Economics of Financial Markets* (New York: Oxford University Press Inc., 2006), PP.258,259,260.

خبراء السوق ليس لهم أفضلية على الأشخاص العاديين، إذ أن الأسعار الحالية تعكس كل المعلومات المتاحة العامة والخاصة.

5- محدوديتها:

لتفسير وجود درجات مختلفة من الكفاءة في السوق يمكننا القول:¹

- كلما كانت تكاليف الصفقة منخفضة، كلما كانت السوق أكثر كفاءة: فالسوق الكفاءة تسمح للتوازن بين العرض والطلب أن يتم بسرعة، وتكاليف الصفقة عامل مفتاح في عدم السماح لعرض وطلب الأوراق المالية والأموال أن يضبط.

- كلما كانت السوق أكثر سيولة، كلما كان أكثر كفاءة: كلما تكرر تداول ورقة مالية ما، كلما كان دمج المعلومات الحديثة في سعرها أسرع. وبالعكس، فإن الأوراق المالية غير السائلة تكون بطيئة نسبيا في عكس المعلومات المتاحة.

- كلما كان المستثمرون أكثر عقلانية، كلما كانت السوق أكثر كفاءة: يقال أن الأفراد عقلانيون، عندما تكون تصرفاتهم متناسب والمعلومات التي تحصلوا عليها، فعندما يتم الإعلان عن أخبار جيدة غير متوقعة، المستثمرون العقلانيون عليهم أن يشتروا السهم، لا أن يبيعوه، وعند أي مستوى معطى من المخاطرة، فإن المستثمرون العقلانيون يحاولون تعظيم ربحهم.

وهذا تقريبا أضعف إفتراض لفرضية الأسواق الكفاءة، لأن الإنسان وأحاسيسه لا يمكن إختصارها بسلسلة معادلات رياضية. وقد تم إثبات ذلك من خلال أن مؤشر DJIA ينخفض أداؤه عندما تطر في Central Park، وهذا ما أعطى دفعا لما سمي بالمالية السلوكية Behavioural Finance، التي تأخذ بعين الإعتبار علم النفس Psychology عندما تحلل قرارالمستثمر، وقد قدم مجال البحث هذا حديثا برهانا على أن المستثمر يمكن ان يرتكب أخطاءا عند معالجته لمعلومات جديدة، معلومات يمكن أن تستغل بطريقة مريحة من طرف مستثمر آخر. كما أن " غروسمان وستيغلitz Grossman & Stiglitz " بينا أنه:

¹Pierre Vernimmen, *Corporate Finance: Theory and Practice* (New Jersey: John Wiley & Sons Ltd., 2005), P.275.

"بسبب إرتفاع تكلفة المعلومات، لا يمكن أن تعكس الأسعار كل المعلومات المتاحة، فإن تحقق ذلك، فإن أولئك الذين انفقوا مواردًا من أجل الحصول عليها سوف لن يتحصلوا على مكافأة مقابل ذلك"، فإذا كانت أسعار السوق تعكس كل المعلومات، فليس هناك محفز لجمعها - فقط أنظر للأسعار. ويتضمن لغز Grossman-Stiglitz أن الشكل القوي لكفاءة السوق هو نادر الحدوث، يمكن رؤيته فقط عندما تكون كل المعلومات مجانية ومتاحة للجميع دون وجود عدم تماثل في المعلومات، كما أن اللغز يقترح أن "المعلومات غير المتماثلة Assymmetric Information" أمر عادي في الأسواق.¹

6- أثر المعلومات الإقتصادية على أداء السوق:

- مصادر المعلومات المالية:

للإستثمار في ورقة ما، علينا ان نتابع نشاط هذه الورقة وتطورها حتى تفهم لماذا تم تداولها عند سعر ادنى أو أعلى عند أي تاريخ، لذلك فالمعلومات المالية هي ضرورية جدا في عالمنا سريع التغير.

في سنة 1867م تم تثبيت أول آلة تلغراف كاتب Ticker-Tape في بورصة نيويورك NYSE، من أجل ربطها بمكاتب السمسرة في مدينة نيويورك وفي الولايات المتحدة الأمريكية ككل، وكانت هذه الآلة تمد بقطع صغيرة من الورق تبين صفقات المشترين والبائعين وتظهر نتائج تداول كل سهم، فكانت أشرطة التلغراف الكاتب تغطي ارضية البورصات ومكاتب السمسرة. وتسمح التقارير في هذه الأشرطة للمشتريين والبائعين بالإستجابة لنفس المعلومات، ولجعل اشرطة التلغراف الكاتب اكثر كفاءة، تمت الإشارة لكل سهم برمز معين ليظهر في الشريط عند تنفيذ الصفقة، مثلا: صفقة تضم 100 سهما لشركة Ford Motor company عند سعر \$45، ستظهر F45، بعد قراءة هذا التقرير يمكن لمشتري أن يضع أمرا عند سعر 44 7/8 لمحاولة الحصول على سعر أقل، أما البائع فيمكنه وضع أمر عند 45 1/8 أملا في الحصول على سعر أعلى.¹

أما اليوم، ونتيجة للتكنولوجيا فالمعلومات تنتقل بسهولة من طرف لأخر، نتيجة لذلك، لا توجد ميزة ناتجة عن إمتلاك المعلومات اليوم، فالمعلومات هي سلاح يستعمل من الطرفين، لذلك فالفائز يتحدد من خلال إستعمالها إستراتيجيا. والمعلومات المالية في العصر الرقمي هي أسرع وأرخص وأوسع مما كانت عليه في العصر الورقي لوول ستريت Wall Street في التسعينات وما قبلها، ومن مصادر المعلومات المالية حاليا هي:

¹ B. O'Neill Wyss, *Fundamentals of The Stock Market* (New York: Mc Graw Hill Companies Inc., 2001), PP.82,83.

أ- الجداول المالية:

تصدر NYSE تقريراً تحت إسم "صفقات بورصة نيويورك New York Stock Exchange Transactions" يبين نشاط التداول في البورصة، وهو يضم عدة معلومات منها:

- يبين الأسعار الأعلى والأدنى المدفوعة لكل سهم خلال 52 أسبوعاً؛
- الإيراد المالي للسهم بالدولار والسنت، والأرباح الموزعة عن كل سهم؛
- مردودية السهم؛
- حجم الأسهم المتداولة بالملئات؛
- سعر الإغلاق الأعلى والأدنى،... الخ.

ب- الصحف والمجلات المالية المتخصصة:

تتمتع المجلات المالية بعدة مزايا منها أنها منخفضة الثمن، ومتاحة في كل الأوقات، وهناك عدة مجلات تعرض الأخبار المالية، منها: Financial world, Fortune, Business week , Money ,magarine, Forbes، ولكل أسلوبه الخاص في عرض الأحداث الجديدة. وهذه المجلات تضم مقالات تتعلق بالظروف المالية العامة وأيضاً بالمؤسسات المختلفة.

ج- التقرير السنوي:

هو تقرير تصدره المؤسسة لحملة أسهمها نهاية السنة الجبائية، وهو يضم كشف المداخل، الميزانية، كشف التغيرات في الوضعية المالية، التغيرات في حساب أسهم المساهمين، موجز لأهم المبادئ المحاسبية الهامة التي إستعملتها المؤسسة، تقرير المدققين، وتعليقات من الإدارة حول الأحداث المالية الهامة للسنة، وكذلك عدة بيانات هامة عن الصحة المالية للمؤسسة.¹

د- خدمات الإستثمار الإستشارية:

¹ George A. Fontanills and Tom Gentile, *Op. Cit.*, P.6.

إن اغلب المكاتب تسجل في عدد من الخدمات التي يمكن أن يراجعها المستثمرون من أجل الحصول على معلومات إضافية، أحد أقدم المصادر وأكثرها ثقة هو Standard & Poors الذي ينشر تقارير حول المؤسسة بالإضافة الى بيانات حديثة مأخوذة من ميزانية المؤسسة وجداولها المالية.

هـ- المنشورات الأكاديمية والمهنية:

المعلومات التي تحويها هذه المنشورات هي أكثر تخصصا وموجهة للمحترفين الماليين. إن مجلة المحللين الماليين The Financial Analysts Journal مخصصة للمحترفين الذين يختصون في تحليل المؤسسات، وكذلك The Journal of Finance يوجه لأولئك الذين يقومون بأبحاث متخصصة في قضايا مالية، كما أن هناك عدد من المنشورات الشهرية أو الثلاثية المصممة للسماسرة أو المخططين الماليين. مثلا The Stockbroker magazine التي تعالج الإصدارات الجديدة والمؤسسات المرتبطة بصناعة السمسرة.

و- تقارير مؤسسات السمسرة:

إن اغلب مؤسسات السمسرة تضم طواقم ابحاث تقوم بنشر تقارير خاصة. هذه التقارير يمكن ان تحتوي على تحليل عام للظروف الاقتصادية وعلى توصيات خاصة للصناعات وللأسهم الفردية. ومن اجل المنافسة بفعالية ولأخذ شرف إيصال المعلومات الحديثة للعملاء، يحاول طاقم أبحاث المؤسسة تحديد الأوراق المالية المقيمة باقل من قيمتها والتي يمكن إعادة تقدير سعرها. وعادة ما تكون هذه التقارير ليس لها تكلفة إضافية، لأنها ترسل هذه التقارير للعملاء، وتكلفتها تدخل في حساب عمولات المؤسسة، أغلب التقارير ستعطي تحليلا شاملا وتنتهي بتوصيات شراء، بيع، أو مسك.

ز- مواقع الأنترنت:

لقد جعلت الأنترنت وول ستريت في كل مكان ولكل شخص يريد ان يتحصل على معلومات، فكل شخص الآن يمكنه الحصول على ابحاث تتعلق بالمؤسسات ومعلومات إستثمارية، كما أن المستثمرين يمكنهم الإطلاع على آخر الأحداث ومتابعة أداء محافظهم المالية في أي وقت. وبالرغم من وجود عدد كبير من المواقع، إلا أن بعضها فقط ذو فائدة كبرى، مثل موقع www.money.net، وهو أول موقع والوحيد الذي يسمح للمستعملين بتتبع محفظة مالية ما خلال الوقت الحقيقي مجانا ودون شراء أجهزة أخرى، أو برامج

إضافية، وعند إختيار محفظة ما، يتبع الموقع قيم الأوراق المالية المكونة لها، ويسمح للمستعمل بحفظ المعلومات إلكترونيا، وهو موقع سهل الإستعمال وغني جدا بالمعلومات.

ح-القنوات التليفزيونية:

هناك عدة قنوات تليفزيونية تساعد المستثمرين على الاطلاع على أداء مختلف المحافظ والأسواق المالية، مثل قناة Bloomberg، وقناة CNBCعربية التي تقدم معلومات عن أداء الأسواق الخليجية.

- أثر المعلومات الإقتصادية على أداء السوق:

إن المعلومات التي تتعلق بمختلف عوامل بيئة السوق سواء الإقتصادية، أم السياسية، تؤثر على أداء السوق، ويظهر ذلك جليا من خلال مؤشر السوق الذي يتأثر صعودا أو هبوطا، حسب طبيعة المعلومات وموضوعها، وحسب تأثير المستثمرين بها.

وعادة ما تتحرك الأسواق بتأثير الأحداث المستقبلية، وغالبا ما يهتم المستثمرون بما يحدث بين 6 و12 شهرا- ولكن ليس دائما-، فاذا انخفض مؤشر داو جونز DJIA لأقل من 50 نقطة أو أكثر، فغالبية المستثمرين المحترفين لا يهتمون كثيرا، بقدر إهتمامهم بما سيحدث من 6 إلى 12 شهرا.¹

- ردة فعل السوق:²

إن الأسواق لا تستجيب مباشرة لما يذكر أو يعلن عنه، بقدر ما يستجيب للإختلاف Difference بين من يتوقعه المتعاملون Expect أن يحدث، وما يحدث حقا الآن Actually، سواء كانت المعلومات جيدة Good للإقتصاد أم سيئة Bad، فمثلا: إذا توقع السوق أن 200.000 وظيفة قد فقدت الشهر السابق، لكن التقرير يبين أنه فقط 100.000 وظيفة فقدت، فهذا سيتم أخذه بعين الإعتبار من طرف الأسواق المالية أكثر مما كان متوقعا، وله نفس أثر زيادة 200.000 وظيفة، بينما كان السوق يتوقع زيادة 100.000 وظيفة فقط.

¹ Michel D.Sheimo, *Stock Market Rules*, 3rd ed. (New York: Mc Graw Hill Companies Inc., 2005), P.4.

² Jeremy J.Siegel, *Stocks For The Long Run* (New York: Mc Graw Hill Companies Inc.,) PP.238,239.

إن سبب إستجابة الأسواق للفرق بين ما هو متوقع وما يحدث حقيقة فقط، هو أن أسعار الأوراق المالية حالياً، تجسد كل المعلومات المتوقعة إلى حد ما، فإذا توقعت مؤسسة ما أنها ستحقق نتائج سلبية، فإن السوق يقوم بتسعير المعلومة وتعكس ذلك في سعر السهم، وإذا لم تكن النتيجة سيئة كما كان متوقعا، فإن السعر سوف يرتفع عند إعلان ذلك.

لذلك من أجل فهم لماذا تتحرك الأسواق بتلك الكيفية، يجب تحديد توقع السوق للمعلومات، والذي يطلق عليه أيضا التقدير المجمع عليه **Consensus Estimate**، والذي يجمع من خلال الأخبار ومنظمات الأبحاث، والتي تضم إقتصاديين، محترفين، مستشرفين، ومتعاملين في السوق، وعادة ما تنشر توقعاتهم من خلال الصحافة المالية والوسائل الإعلامية الأخرى.

– أثر المعلومات على بعض المؤشرات الإقتصادية:¹

تعتبر البيئة الإقتصادية أحد أهم المتغيرات التي تؤثر على نشاط المؤسسات والأسواق المالية على حد سواء، ومن بين المتغيرات الإقتصادية التي تؤثر بشدة على حركة الأسواق المالية: معدل النمو الإقتصادي، معدل البطالة ومعدل التضخم... إلخ.

1- أثر معدل النمو الإقتصادي على أسعار الأسهم: مما يفاجئ الجمهور العام وكذلك الصحافة المالية،

عندما يؤدي تقرير إقتصادي قوي بالبورصة إلى الإنخفاض. فنمو إقتصادي أكبر مما هو متوقع **stronger than expected** له أثران ضمنيان بالنسبة للسوق المالية، وكل منهما يحرك السوق إلى الإتجاه المعاكس، فإقتصاد قوي يزيد العوائد المستقبلية للمؤسسة، مما يرفع قيمة الأسهم، لكنه أيضا يرفع معدلات الفائدة، مما يرفع معدل الخصم الذي تخضم عنده تلك الأرباح المستقبلية للمؤسسة، ونفس الشيء بالنسبة لتقرير إقتصادي ضعيف، فهو يخفض العوائد المستقبلية لكن إذا إنخفضت معدلات الفائدة، فإن أسعار الأسهم يمكن أن ترتفع لإنخفاض المعدل الذي ستخضم عنده هذه الأرباح.

¹ Jeremy J.Siegel, Op.Cit., PP.239,240,246.

2- أثر معدل التضخم على أسعار الأسهم: يعتبر أثر معدل التضخم أقل تأثيراً على توقعات السوق من معدل النمو، إذ أن السوق تعلم أن معدل التضخم أول متغير يمكن أن يتحكم فيه الاحتياطي الفيدرالي Federal Reserve، وتأتي أول المؤشرات عن التضخم مع إحصائيات التضخم نصف الشهرية.

و يؤدي معدل التضخم الأقل من المتوقع إلى انخفاض أسعار الفائدة ورفع أسعار الأسهم، بينما يؤدي تضخم أسوأ مما كان متوقعا إلى إرتفاع أسعار الفائدة وإنخفاض أسعار الأسهم.

أما بالنسبة للسندات، فهي إستثمارات ثابتة العائد، لا تتغير تدفقاتها النقدية نتيجة للتضخم، ولكن مالكي السندات سيطلبون برفع معدلات الفائدة لحماية قدرتهم الشرائية عندما يرفع معدل التضخم.

وفيما يلي جدول يبين بعض التغيرات في مؤشر داود جونز للمؤسسات الصناعية DJIA متأثراً بأحداث عالمية:

جدول رقم 4: ردة فعل مؤشر داو دجونز لبعض الأحداث العالمية:

الحدث	التغيير	التاريخ	الرتبة
قيام الاحتياطي الفيدرالي بتخفيض سعر الخصم / وإقتراح تخفيض ضريبي. إنخفاض قيمة دولار هونغ كونغ.	9.36 %	1929/11/14	11
تعرض " أيزنهاور Eisenhower" لأزمة قلبية.	-7.18 %	1997/10/27	26
تعرض مركز التجارة العالمي والبنتاغون Pentagon الأمريكي لهجوم إرهابي.	-6.54 %	1955/09/26	28
	-7.13 %	2001/09/17	46

Source: Jeremy J.Siegel, 2008, P.225.

نلاحظ من الجدول السابق كيف أن المؤشر فقد أكثر من 7 % من قيمته، عندما إنحارت قيمة دولار هونغ كونغ خلال الأزمة الآسيوية لسنة 1997 م، وإنخفض بنفس النسبة تقريبا كردة فعل لهجوم الحادي عشر من سبتمبر 2001.

مما سبق نستنتج أن السوق يمكن أن تتميز نتيجة للمعلومات التي تؤثر على سلوك المستثمرين والمتعاملين الآخرين، وينعكس ذلك من خلال الاتجاه الصعودي أو الهبوطي لمؤشر السوق المالية.

- مؤشر داو جونز للمؤسسات الصناعية DJIA:

تؤدي المؤشرات المختلفة دورا هاما في فهم حالة السوق ومتابعة أداء المحافظ المختلفة، وكذا أداء القائمين عليها، وقد نشأت المؤشرات المالية قبل أكثر من 100 سنة من اليوم، ويعتبر " تشارلز داو Charles Dow " أول من أنشأ مؤشرا في تاريخ الأسواق المالية.

- نشأته:

ظهر أول مؤشر " داو جونز Dow Jones Average " في رسالة الأخبار المسائية Afternoon News letter في 03 جويلية 1884، على يد "تشارلز داو Charles Dow"، وكان يتألف من أسعار الإغلاق لـ 11 مؤسسة: 9 مؤسسات تعمل في السكك الحديدية ومؤسستين صناعيتين، وكانت فكرة " داو Dow " تقديم مقياس عام لأداء المؤسسات الحالية، في وقت كان فيه النشاط المتوسط في " بورصة نيويورك NYSE " حوالي 250.000 سهم، وقد مثل آنذاك مستوى عال من النشاط نسبة لعدد الأسهم المدرجة في البورصة والمتاحة للتداول.¹ وقد تغير المؤشر منذ ذلك الحين، وأصبح يعرف اليوم " بمؤشر داودجونز للنقل Dow Jones Transportation Averages " وهو يضم إضافة للسكك الحديدية، الطيران، النقل البري،... إلخ.²

في سنة 1882 م، توقع " داو Dow " أن السوق الصناعية ستكون أكبر سوق مضاربة في الولايات المتحدة الأمريكية، فقد عرف أن قائمة المؤسسات ضمن مؤشرة ستتغير بمرور الوقت. بعد مرور 12 سنة من المراجعة الثابتة لتركيبية مؤشر " داود جونز Dow Jones "، قام " داو Dow " بإصدار أول قائمة مؤسسات صناعية في 26 ماي 1896، المؤسسة الوحيدة التي بقيت حتى الآن كانت " جنرال إلكتريك General Electric " وكانت هذه القائمة الصناعية الأولى، وتضم أسهم كل المؤسسات الصناعية التي كانت متداولة في "بورصة نيويورك New York Stock Exchange".³

¹ Peter L. Bernestein, *Capital Ideas* (New York: The Free Press, 1992), P.27.

² George A. Fontatills and Tom Gentile, *Op.Cit.*, 2006, P.2.

³ Peter L. Bernestein, *Op.Cit.*, 1992, P.27.

- طريقة حسابه:

إن مؤشر داود جونز للمؤسسات الصناعية DJIA، كما قلنا سابقا، هو متوسط لأسعار أكبر 30 مؤسسة أمريكية عند التاريخ t، وقاعدة حسابه تعطى من خلال:

$$DJIA_t = \frac{P_{1,t} + P_{2,t} + \dots + P_{30,t}}{30}$$

- حيث $P_{j,t}$ هو سعر سهم المؤسسة J عند الزمن t، إذا وضعت $z = 1$ فإن DJIA ببساطة هو المتوسط المرجح لأسعار ثلاثين مؤسسة مختارة.

إن المؤسسات المختارة للانضمام الى DJIA نادرا ما تتغير، وبالمجموع هي تمثل تقريبا أكبر من 20% من إجمالي قيمة السوق لكل الأسهم المسعرة في بورصة الولايات المتحدة الأمريكية.

وبالرغم من أن تركيبة داود جونز للمؤسسات الصناعية DJIA مستقرة عبر الزمن، إلا أنه يحدث في بعض الأحيان تعقيد عندما تقوم المؤسسات في بعض الأحيان بتقسيم أسهمها، أو دفع الأرباح على الشكل أسهم جديدة.

لذلك يجب تعديل المؤشر، لكيلا تحدث ثغرة عند حدوث أي حدث مثلا: لنفترض أن هناك مؤسستين فقط A و B في المؤشر، بأسعار 100 و 160 على التوالي. المؤشر يساوي في هذه الحالة 80:

$$80 = \frac{1}{2} \times (100 + 160)$$

2

لنفترض الآن أن المؤسسة A قامت بقسم سهمها على 2.

$$55 = \frac{1}{2} \times (50 + 160)$$

دون تعديل ينخفض المؤشر لـ 55

2

هنا يأتي دور " القاسم The Divisor " " Z " ، وتحدد قيمة " Z " بحيث لا يتغير المؤشر مباشرة كنتيجة للتغيير .

في هذه الحالة، إذا كان $2 = (50+60) / (100+60) = \frac{11}{16}$ ، فسيبقى المؤشر

16

$$\frac{100 + 60}{2} = \frac{50 + 60}{2 \times (110/160)} = 80$$

$$2 \times (110/160)$$

مع مرور الوقت، تحدث عدة تقسيمات للأسهم وعدة توزيعات لأسهم مجانية، ومع كل حدث ستتغير قيمة Z، وتتخذ قاعدة تعيين القاسم الشكل التالي:

القاسم الجديد = مجموع الأسعار بعد الحدث × القاسم القديم / مجموع الأسعار قبل الحدث

مثلاً: في جوان 2004، أصبح القاسم يساوي 0.14090166 بينما إنخفض في 21 جوان إلى 0.13561241 كنتيجة لتقسيم الأسهم العامة لشركة بروكتر أند غامبل "Proctor & Gamble".

- بورصة نيويورك: NYSE

تعتبر بورصة نيويورك أهم سوق مالية في الولايات المتحدة الأمريكية وفي الاقتصاد العالمي ككل، ويظهر ذلك جلياً من خلال أزمة 1929 و1987، والأزمة المالية العالمية لسنة 2008 م، حيث إهتز الاقتصاد العالمي نتيجة لاهتزاز بورصة نيويورك.

لقد ظهرت سوق الاسهم في الولايات المتحدة الأمريكية بشكل أو بآخر قبل أكثر من 200 سنة، من خلال إلتقاء مجموعة من السماسرة في أحد شوارع نيويورك New York، أما اليوم هناك 3 بورصات كبرى في الولايات المتحدة الأمريكية، تتضمن آلاف المؤسسات المدرجة، وأحد أهم تلك البورصات، بورصة نيويورك NYSE، إذ أنها المقصودة عند الحديث عن بورصة الولايات المتحدة الأمريكية.¹

¹ Rik W. Hafer and Scott E.Hein, *The Stock Market* (West Port: Green Wood Press, 2007), PP.10-11,85.

يرجع تاريخ بورصة نيويورك الى القرن الثامن عشر، حيث كان هناك سوق مزاد منظم في "وول ستريت wall street" بمدينة "نيويورك New York" لتداول السلع، ولكن لم تكن هناك أسهم أو سندات كما نعرفها اليوم، وقد تغير ذلك سنة 1790، حيث قام أمين الخزينة بالولايات المتحدة الأمريكية "ألكسندر هاميلتون Alexander Hamilton" بإصدار أوراق مالية حكومية من أجل تمويل دين الحرب، وقد أطلق هذا الاصدار شرارة تداول تلك الاوراق في نيويورك وفي البلاد ككل. وبالموازاة مع ذلك زاد التداول على مجموعة من أسهم البنوك، وأهمها أسهم أول بنك في الولايات المتحدة الأمريكية، وقد إستعمل " هاميلتون Hamilton" نفوذه السياسي والمالي لدفع الاسواق المالية ل نيويورك New York.

وقد أنشأت بورصة نيويورك لأول مرة بهدف غير ربحي في سنة 1792، ثم تغير ذلك سنة 2006 لتصبح ذات هدف ربحي، واليوم 2007 بورصة نيويورك تضم أسهم أكثر من 2800 مؤسسة.

ولمعرفة حجم بورصة نيويورك مقارنة بالبورصات العالمية الأخرى يقدم الجدول التالي تصنيف بعض البورصات العالمية من خلال رسملة السوق Market Capitalization بالدولار الأمريكي USD، في نهاية سنة 2004.

جدول رقم 5: ترتيب بعض البورصات العالمية نهاية سنة 2004

البورصات	الرسملة (ملايين الدولارات الامريكية)
بورصة نيويورك	12.707,578
بورصة طوكيو	3.557,674
NASDAQ	3.532,912
بورصة لندن	2.865,243
EURONEXT	2.441,561
OSAKA	2.287,047
بورصة فرانكفورت	1.194,516
	1.177,517

861,462	بورصة تورنتو
826,040	بورصة هونغ كونغ
	بورصة سويسرا

Source: Rik W.Hafer and Scott E.Hein, 2007, P 102.

نلاحظ من الجدول السابق أن رسملة بورصة نيويورك تساوي تقريبا 04 مرات رسملة بورصة طوكيو والتي تعتبر ضمن ثاني أكبر إقتصاد عالمي، مما يبين حجم أهمية بورصة نيويورك للاقتصاد الأمريكي والعالمي على حد سواء، ونلاحظ كذلك أن بورصة ناسداك NASDAQ تحتل المرتبة الثالثة عالميا من حيث رسملة السوق، وهذا يوضح الدور الهام الذي أصبحت تؤديه الشركات العاملة في مجال التكنولوجيا. ونلاحظ أيضا صعود بعض البورصات الناشئة على غرار بورصة هونغ كونغ التي تحتل المرتبة التاسعة.

في الأخير تجدر الإشارة أن لبورصة نيويورك مجموعة من التشريعات والقواعد التي يجب أن يخضع لها أعضاؤها، وبورصة نيويورك مسجلة مع لجنة الاوراق المالية والتبادل (SEC) Securities and Exchange Comitee، وبالتالي فهي تخضع لمجموعة من القواعد التي تنظم أنشطة الأعضاء، وهذه القواعد تطورت خلال مئتي سنة الماضية من نشاط التداول.

إثنا عشرة: الساحات المالية الدولية

الساحة المالية حسب تعريف بنك فرنسا هي "مكان يضمن التقاء مختلف المتعاملين الذين يبحثون عن السير الحسن للأسواق المالية، وغالبا ما تكون مدينة عالمية، تعتبر كممثل أساسي في الاقتصاد العالمي وفي الأسواق المالية الدولية."

والساحة المالية تجمع بين بورصة، سوق نقدي، سوق صرف ومؤسسات مصرفية أخرى.

والجدول رقم 6 يوضح تصنيف مؤشر المراكز المالية العالمية،

جدول 6: تصنيف المراكز الدولية

المرتبة	المدينة	البلد
1	لندن	المملكة المتحدة
2	نيويورك	الولايات المتحدة
3	هونغ كونغ	هونغ كونغ
4	سنغافورة	سنغافورة
5	طوكيو	اليابان
6	تشيكاجو	الولايات المتحدة
24	دبي	الإمارات العربية المتحدة
36	قطر	قطر

ثلاثة عشر: العولمة الاقتصادية والمالية

بعدما أصبحت الرأسمالية النظام الذي تتبناه اغلب دول العالم، اتجهت اغلب تلك الدول إلى تحرير معاملاتها التجارية والمالية والاقتصادية، حتى أصبح العالم أشبه بقرية صغيرة واحدة، خصوصا في ظل تعاظم حجم ودور الشركات متعددة الجنسيات، والتنامي المتزايد لتكنولوجيا الاعلام والاتصال الجديدة، وظهور شبكة الانترنت التي جعلت العالم مترابط الأطراف، حيث عبر عالم الاستراتيجية الامريكي غاري هامل Gary Hamel عن ذلك، حين قال: "إن وجود الشبكة العالمية في كل مكان افرج الجغرافيا من معناها"¹.

1- العولمة الاقتصادية:

لقد شهدت السنوات الماضية نقاشا واسعا حول العولمة والتحديات التي ترفعها، وأصبحت حديث الجميع، كل حسب نظرتة واتجاهاته الخاصة، فأصبح البعض يتحدث عن تاريخ العولمة والبعض الاخر عن عولمة التاريخ حيننا، وعن ثقافة العولمة وعولمة الثقافة احيانا اخرى، وتعرف العولمة عموما بانها: "سيرورة تؤدي الى زيادة تدفقات السلع، الخدمات، المال، الأشخاص، المعلومات والثقافة عبر الحدود"². وهي تتميز ب6 خصائص أساسية، هي:³

- التنمية الاقتصادية: من خلال جعل الدول تميل إلى تعزيز الثروة، ويظهر هذا الميل جليا من خلال الثماني مليون شخص الذين خرجوا من دائرة الفقر خلال الثلاثين سنة الماضية.
- الديمقراطية: ما اظهره لنا التاريخ هو انه منذ 1989م، أصبح أفضل نظام لضمان الرفاهية لكل الأفراد، ليس فقط اقتصاديا وانما ايضا فيما يتعلق بالمساواة والحرية أيضا، هو نظام الديمقراطية.

¹ غاري هامل، *ريادة الثروة في الاعمال* (الرياض: مكتبة العبيكان، 2002)، ص.25.

² Mauro F Guillen, *Is Globalization Civilizing, Destructive Or Feeble? A Critic Of Six Key Debates In The Social Science Literature*, a working paper of Reginald H Jones Center, the Wharton school University of Pennsylvania, 1999, p.4.

³ Kim R Holmes et al., *Op.Cit.*, 2008, P.37.

- **الاغناء الثقافي:** من خلال الثقافة العامة، يكشف أفراد ذوو خلفيات مختلفة ومن بلدان متباعدة بعضهم البعض، وتحتفي ما يسمى بالاخريه **Otherness**.
- **المعايير السياسية والثقافية:** احد التحولات الاساسية فيما يتعلق برفاهية الافراد في عالم العولمة، هو زيادة الاحترام للمرأة والاقليات الذين اصبحوا اكثر تعليما.
- **المعلومات:** من خلال الاعلام، الانترنت، والهواتف النقالة، اصبح الافراد اليوم اكثر قدرة على الوصول الى المعلومات حتى في الدول غير الديمقراطية.
- **تدويل القواعد القانونية:** بالرغم من كل نقائص المنظمات الدولية، إلا أن ظهور قواعد قانونية دولية قد حل محل البربرية التي وجدت فيما قبل، والتي تقوم على القوي ضد الضعيف. كما أننا اليوم أكثر أمنا بسبب ظهور قواعد القانون وتدفع المعلومات المصاحبين للعولمة.

يجمع اغلب الباحثين على ان للعولمة عدة أوجه، منها ما هو اجتماعي ومنها ما هو ثقافي وما هو اقتصادي.. الخ، وما يهنا في بحثنا هذا العولمة الاقتصادية، وخصوصا في جانبها المالي، حيث تشمل العولمة الاقتصادية " اندماج الاقتصاديات الوطنية في الاقتصاد الدولي من خلال التجارة، الاستثمار الأجنبي المباشر (من خلال المؤسسات والشركات متعددة الجنسيات)، تدفقات رؤوس الاموال قصيرة الأجل، التدفقات الدولية للعمال والافراد عموما، وتدفقات التكنولوجيا"¹. كما تستعمل العولمة في هذا الصدد لتشير إلى العمل الذي اتسع من الاقتصاديات المتطورة الى الاقتصاديات الناشئة، والآن فالأعمال تدفق في كلا الاتجاهين، ففي احد الكتب الحديثة الصادرة عن مكتب بوسطن الاستشاري **BCG*** تحت عنوان "العالمية" **Globality** أشار إلى أن العمل **Business** هذه الأيام يتعلق ب"المنافسة مع أي شخص، من أي مكان، في أي شيء"، ويسلم اغلب الباحثين في هذا المجال وخصوصا المؤيدين للعولمة الاقتصادية منهم، أن العولمة الاقتصادية تقوم على 5 افتراضات اساسية مسلم بها بصورة واسعة، وهي:²

- العولمة هي المستقبل، جزء لا يقاوم ومتنام من الواقع الاقتصادي.
- العولمة هي القوة المسيطرة التي تشكل الاقتصاديات العالمية للفضل او للأسوأ، فكل ما يحدث يعزى الى العولمة وتثبيت المستقبل يعني تثبيت العولمة.

¹ Jadjish Nbhagwati, *In Defense Of Globalization* (New York: Oxford university press, 2007), P.3.

² Bruce C Greenwald and Judd Kahn, *Globalization : The Irrational Fear That Someone In China Will Take Your Job* (New Jersey: John Wiley and Sons Inc., 2009), P.xvi.

- قدر عمال العالم يعتمد على العولمة، سواء في البلدان الغنية أو البلدان الناشئة، فأولئك الذين يتكيفون سيكونون في حالة جيدة، أما من لم يتكيف فسيتعذب.
 - الأعمال تواجه نفس التحدي، إما أن تتعلم بنجاح أو أن تركد ثم تموت.
 - الأسواق المالية ستكون أكثر تأثراً بالعولمة، محاولة مقاومة العولمة المالية مثل محاولة إرجاع المد والجزر.
- وتتعلق الفرضية الخامسة الأخيرة بما يسمى بالعولمة المالية التي عادة ما يتم الخلط بينها وبين التكامل المالي.

2- العولمة المالية:

إن العولمة المالية والتكامل المالي مفهومان مختلفان مبدئياً، فالعولمة المالية مصطلح كلي يشير إلى تزايد الارتباطات الكلية من خلال التدفقات المالية العابرة للحدود، بينما التكامل المالي يشير إلى ارتباطات دولة ما بالأسواق المالية العالمية.

وتتضمن العولمة المالية تحرير المعاملات التالية:¹

- المعاملات المتعلقة بالاستثمار في سوق الأوراق المالية مثل: الأسهم والسندات، والأوراق الاستثمارية والمشتقات.
- تحرير المعاملات المتعلقة بأصول الثروة العقارية.
- تحرير المعاملات الخاصة بالانتمان التجاري والمالي والضمانات والكفالات والتسهيلات المالية التي تشمل التدفقات للداخل والخارج.
- المعاملات المتعلقة بالبنوك التجارية، وتشمل الودائع المقيمة، وعلى اقتراض البنوك من الخارج التي تمثل تدفقات للداخل، وعلى القروض والودائع الأجنبية التي تمثل تدفقات للخارج.
- تحرير المعاملات المتعلقة بتحركات رؤوس الأموال الشخصية.
- تحرير المعاملات المتعلقة بالاستثمار الأجنبي المباشر.

وقد اعتمدت العولمة المالية في تطورها على دفع عوامل ثلاثة، هي:²

¹ Eswar Pascal et al., *Effects Of Globalization On Developing Countries: Some Empirical Evidence*, IMF, 2003,P.7.

² Christian Noyer, *Mondialisation des marchés financiers*, Forum Financier International, Tokyo, 27 novembre 2007, P.2.

- **العامل الأول:** هو الابتكار المالي والمدفوع بالتقدم التقني، حيث أدى الابتكار المالي إلى ظهور منتجات وخدمات مالية جديدة، وهو ما جعل الأسواق المالية أكثر كمالاً، ففضل تقدم الهندسة المالية أصبح الآن من الممكن تقليل المخاطرة المرتبطة بأصل ما.
- **العامل الثاني:** أصبحت الاقتصاديات أكثر فأكثر انفتاحاً مالياً، خصوصاً في الدول الناشئة، بسبب نمو التدفقات الدولية لرؤوس الأموال والناجمة عن سياسات وطنية من جهة، وعوامل دولية من جهة أخرى. فعلى الصعيد الداخلي أدى التحرير المالي وعدم التدخل إلى جعل توجهات الاستثمار وسياسات الصرف أكثر مرونة وكذلك فتح الأسواق المالية الوطنية للمستثمرين الأجانب. أما على الصعيد الدولي فالحركية التي تشهدها بيئة السيولة الدولية جعلت انتقال رؤوس الأموال لم يسبق له مثيل.
- **العامل الثالث:** ناتج عن ظهور المتعاملين الماليين الشاملين، مثل البنوك الكبرى، صناديق رأس المال، وحديثاً الصناديق السيادية.. الخ.

أربعة عشرة: الأزمات المالية

لقد أصبح مصطلح الأزمة احد المصطلحات الرائجة حاليا، نتيجة للأوضاع المضطربة التي شهدتها العالم عدة مرات خلال القرن الماضي، وهي تختلف حسب طبيعتها وسلوكها وحسب مجال دراستها، فيمكن التمييز بين الأزمة السياسية والأزمة الاقتصادية والأزمة الاجتماعية... الخ.

1- مفهوم الأزمات المالية، أسباب حدوثها وعوامل انتقالها:

تشير الأزمة المالية إلى: "الانهيار المتزامن لمجموعة من المؤسسات المالية المترابطة، بسبب محاولة المستثمرين، المضاربين، المقرضين والمودعين تصفية أصولهم. هذه التصفية تحدث بسبب تغير توقعاتهم من متفائلة إلى متشائمة، كما أن الحوادث الخارجية كالحرب مثلا يمكن أن تهدد استقرار الأسواق وتؤدي إلى حدوث أزمة. وتحدث هذه الأزمة في اقتصاد واحد أو عدة اقتصاديات مترابطة فيما بينها، كما حدث سنة 1929م.¹

يضم مصطلح الأزمة المالية أربعة أنواع للأزمة، أولا: أزمة ميزان المدفوعات، ثانيا: الأزمة البنكية الداخلية، ثالثا: أزمة الديون السيادية ورابعا: أزمة السوق المالية.

عادة ما تحدث الأزمات المالية نتيجة لمجموعة من الأسباب، منها ما هو داخلي ومنها ما هو خارجي، وتتمثل الأسباب الداخلية في:

- أخطاء في السياسة الاقتصادية الكلية.
- تشريعات مالية ورقابة غير مناسبة.
- تدخل الحكومة في السوق المالية بصورة غير مناسبة.

أما الأسباب الخارجية، فتتمثل في:

¹ Donald Rutherford, *Routledge Dictionary of Economics*, 2nd ed., (New York: Routledge, 2002), P.218.

- تحريك معدلات الفائدة الدولية.
 - الاستجابات الحمائية خلال الأزمة المالية تزيد الضغط على الأنظمة المالية.
 - انتقال فقدان الثقة إلى الجمهور، من خلال سلوك المستثمرين الدوليين.
 - انتقال عدوى الأزمة إلى الاقتصاديات الأخرى.
- يعبر العنصر الأخير عن إمكانية انتقال الأزمة من اقتصاد ما إلى آخر، وهذا ما أثبتته الأزمات السابقة، فعادة ما تحدث الأزمة من اقتصاد ما أو في مجموعة من الاقتصاديات، ثم تنتقل إلى اغلب اقتصاديات العالم وخصوصا المترابطة منها، وذلك راجع- بصورة أساسية- إلى عاملين هما:¹
- أ- **تحرير حركة رؤوس الأموال:** يعتبر اندماج أسواق رؤوس الأموال احد أسباب انتقال الصدمات من اقتصاد إلى آخر، وكذلك سرعة دخول وخروج رؤوس الأموال التي تكون أكثر بعدة مرات من سرعة تعديل الاقتصاد الحقيقي. نتيجة لذلك، فان التحرير المبكر لحساب رأس المال يمكن أن يترك الاقتصاديات الناشئة عرضة للإصابة بالأزمات.
- ب- **الروابط التي توحد الاقتصاديات:** نميز بين ثلاث روابط أساسية:
- **الروابط الحقيقية:** نعني بذلك الوضعية النسبية لكل دولة في التجارة الدولية، حيث تعتمد الميزة النسبية لكل منها على عدة عوامل نقوم بحسابها عن طريق المتغيرات الاقتصادية الكلية الأساسية مثل الناتج المحلي الخام **PIB**، الاستثمار، الحساب الجاري... الخ. عندما تحدث صدمة غير منتظرة خارج الدولة، فهناك خطر أن تؤثر على التوازن النسبي على المستوى الدولي، مثلا إذا ما أرغمت دولة ما على تقليل قيمة عملتها يمكنها بذلك أن تقدم سلعا وخدمات أكثر تنافسية مقارنة بالدول الأخرى.
 - **الروابط المالية:** في المقام الثاني توجد الروابط المالية التي توحد الدول على مستوى الدولي، فالدول التي حررت أسواق رؤوس الأموال لديها تركت الاستثمارات والعملات الأجنبية تدخل إليها وتتوزع فيها دون استعمال مقاييس تهدف إلى إبطاء بعض التدفقات. فمثلا عندما يصبح الاستثمار جذابا في دولة ما يؤدي ذلك إلى دخول الأموال إليها أكثر مما يخرج منها. نتيجة لذلك يعاد تقدير قيمة

¹ Maxime Balthazard, *Le role des controles de capitaux dans la reduction de la volatilité en presence de crises financieres et monetaires contagieuses: etude de cas du Chile et de la Colombie*, Rapport de Recherche de Maitrise, Université de Montreal, 28 juin 2006, PP.5-6.

العملة مما يؤدي إلى فقدان التنافسية، وكذلك حدوث عجز في الحساب الجاري نتيجة للدخول المكثف لرؤوس الأموال، وخصوصا عندما لا يكون لرؤوس الأموال تلك أثرا على الاقتصاد الحقيقي.

- **الروابط السياسية:** أخيرا هناك روابط سياسية توحد عدة اقتصاديات معا، كما أن التكتلات النقدية والمالية والاقتصادية كثفت مشكل انتقال العدوى، حيث يؤدي التكتل إلى انتقال إيجابيات وسلبيات دولة ما إلى دولة أخرى، لان حدوث صدمة في بلد ما يؤدي إلى عدم توازن الاتحاد.

2- أزمة الكساد العظيم 1929م:

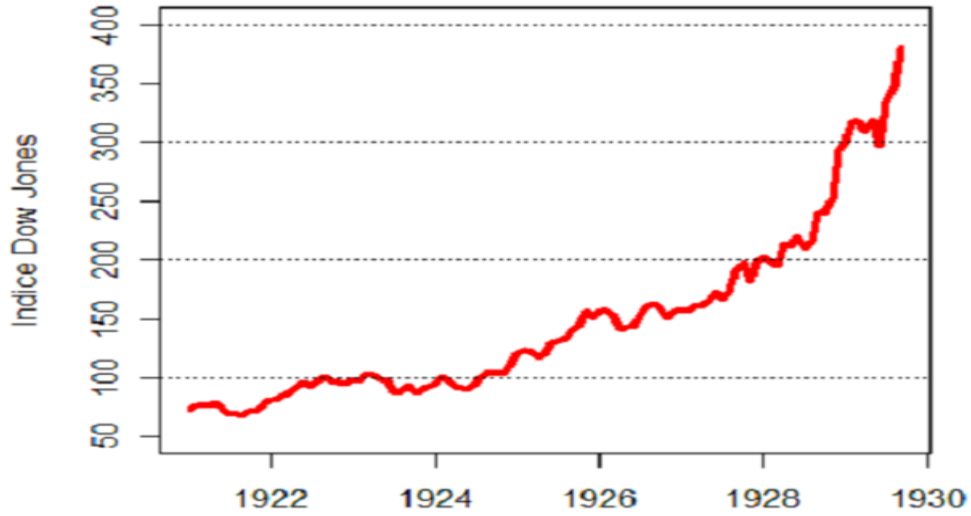
لقد كانت أمريكا في بداية القرن الـ20 دولة ديناميكية كرسست جميع مواردها للرأسمالية واقتصاد السوق فاقتنع كل الأفراد بان الثروة متاحة للجميع، ليس فقط بالعمل، لكن أيضا بالمشاركة في السوق المالية والمضاربة في البورصة فعمت مظاهر الازدهار الاقتصادي في جميع أنحاء أمريكا. فتدخل جميع الأمريكيين في البورصة رغبة منهم في تكوين ثروة، لان قيمة الأسهم لم تتوقف عن الصعود منذ 1919م، أي حوالي 10 سنوات من الانتعاش.

فعندما نقوم بالحساب بإتباع التطور الحقيقي لقيمة الأسهم، نجد أن 400 دولار أمريكي تم استثمارها سنة 1919م في سوق البورصة، ستصبح حوالي 21000 دولار أمريكي سنة 1929م- قبل الانهيار المالي-، أي تضاعفت بحوالي 52 مرة بقيمتها الأولية، فبمرور الوقت وثبات الازدهار الاقتصادي، اقتنع الأمريكيون بأنهم إن استثمروا في البورصة فسوف يصبحون أغنياء.¹

والشكل التالي يبين تطور مؤشر داو جونز Dow Jones من جانفي 1921م إلى سبتمبر 1929م. نلاحظ من الشكل (02) أن في بداية سنة 1921م كان مؤشر داو جونز في مستوى 75 نقطة تقريبا، ثم بدا في الارتفاع مع بداية سنة 1922م لينخفض في الثلاثي الأخير من سنة 1923م، ثم يعاود الارتفاع من جديد بمعدلات متزايدة ومتسارعة ليصل إلى أكثر من 375 نقطة سبتمبر 1929م.

¹ Michel J Olivier and Derek H Aldcroft, *Economic Disasters Of The Twentieth Century* (Massachusetts: Edward Elgar Publishing Inc, 2007), PP.57-58.

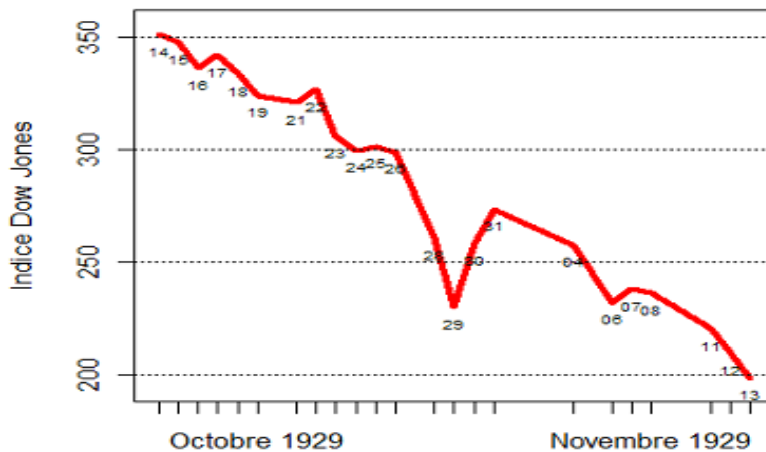
شكل رقم 2: تطور مؤشر داو جونز من جانفي 1921 الى سبتمبر 1929



Source: <http://Upload.wikimedia.org/wikipedia/commons/0/of/Djia-1921-1929.png>

لكن كل ذلك تغير يوم الخميس 24 أكتوبر 1929م، والمسمى بالخميس الأسود، اليوم الذي انهارت فيه السوق، فوصل مؤشر داو جونز في 8 جويلية 1932م إلى 41.22 أي اقل مستوى له منذ إنشائه في 1896م. والشكل رقم 2 يوضح تطور المؤشر خلال الشهر الذي تلى أزمة 1929م، حيث نلاحظ انه استمر في الانخفاض من 14 أكتوبر حتى 13 نوفمبر.

شكل رقم 3: تطور مؤشر داو جونز خلال منتصف أكتوبر ونوفمبر 1929م

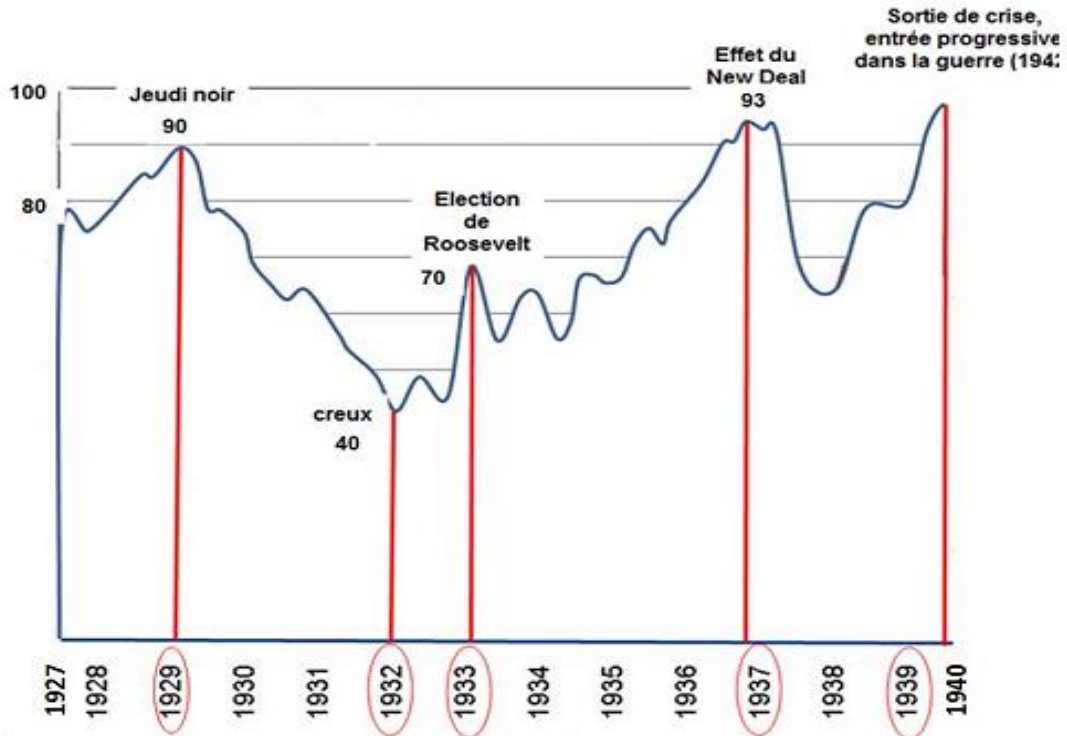


Source: <http://upload.wikimedia.org/wikipedia/commons/b/b9/Djia-oct-1929.org>

لقد كان فقدان الثقة بسبب الأزمة كبيرا، فجميع المتعاملين الاقتصاديين الذين اقترضوا سواء من اجل الاستثمار، الاستهلاك أو المضاربة، لم يستطيعوا تسديد ديونهم، كما عرفت المؤسسات الكبيرة والصغيرة صعوبات كبيرة، في الخزينة، لان البنوك التي شلت بسبب عدم إمكانية المقترضين منها تسديد ديونهم، لا يمكنها أن تعطيها قروضا بعد الآن، كما أن سياسة الاحتياطي الفيدرالي (البنك المركزي الأمريكي) قد ساعدت على ذلك، فأفلست بذلك عدة مؤسسات مخلفة أعدادا هائلة من البطالين، ومخفضة الإنتاج وتاركة البنوك في حالة سيئة. أما صغار المدخرين فقد أصابهم الرعب، وسارعوا لسحب أموالهم من البنوك.

كانت الوضعية جديدة كلياً ولم تتخذ أية إجراءات واليات لإعادة الاستقرار، كما أن الاحتياطي الفيدرالي لم يتدخل لإنقاذ البنوك المتعثرة، فأفلس عدد كبير من البنوك الصغيرة مفلسة بذلك ملايين المودعين ونتيجة لذلك أصبحت الأزمة بنكية واقتصادية، منتجة بذلك انخفاضا في الإنتاج وبطالة عالية، والشكل التالي يوضح مؤشر الإنتاج الصناعي الأمريكي من 1927م إلى 1940م.

شكل رقم 4: تطور مؤشر الإنتاج الصناعي الأمريكي من 1927 الى 1940



Source: http://en.wikipedia.org/wiki/image1930_industry.jpg

نلاحظ من الشكل السابق أن مؤشر الإنتاج الصناعي الأمريكي قد ارتفع من حوالي 80 نقطة إلى 90 نقطة خلال 3 سنوات من 1927م إلى 1929م، ثم اخذ في الانخفاض يوم الخميس الأسود ليصل إلى 40 نقطة، ثم اخذ بالارتفاع مجددا بصورة متذبذبة نتيجة لانتخاب روزفلت.

وقد انتقلت أزمة 1929م إلى باقي دول العالم من خلال ثلاث آليات:¹

- أ- الاعتماد المتبادل للبنوك الدولية: لقد أدى إفلاس البنوك الأمريكية إلى إفلاس بعض البنوك الأوروبية، خصوصا في ألمانيا والنمسا، بسبب استنادة البنوك الأمريكية من هاته البنوك.
- ب- الحلقة المفرغة للسياسات الحمائية: تمسكت الولايات المتحدة الأمريكية بالسياسات الحمائية، حيث بدأت في تبني تدابير حمائية لمواجهة الأزمة وكذلك باقي دول العالم التي حاولت كل منها حماية نفسها من خلال وضع حواجز أمام التجارة الدولية.
- ت- أزمة الثقة: إن فقدان الثقة في جميع أنحاء العالم أدى إلى انخفاض الاستثمار والى انعدام الثقة في الرأسمالية.

ومن أجل التصدي للأزمة حاولت حكومة روزفلت من خلال برنامجه المسمى المعاملة الجديدة *New Deal* إيقاف الأزمة عن طريق سياسة أعمال وإصلاحات كبرى، مثل قانون إحياء الصناعة الوطنية سنة 1933م إلا أن انخفاضاً آخر قد حدث سنة 1937م ولم تتحسن الوضعية إلا بدخول الولايات المتحدة الأمريكية الحرب العالمية الثانية نهاية 1941م.

وبالرغم من تعدد التحليل وتفسيرات أسباب هذه الأزمة، إلا انه يمكننا أن نميز بين ثلاثة أسباب أو فرضيات هي:

- فرضية فائض الإنتاج: لقد كانت أزمة 1929م حسب الماركسيين تعكس تناقضات داخلية للرأسمالية، حيث اعتقدوا أن الرأسمالية تؤدي إلى أزمات عنيفة وإنها تحمل في طياتها عوامل فنائها.
- فرضية عدم كفاية الطلب الكلي:² هذه الفرضية تعبر عن رؤية الاقتصادي الكبير كينز *Keynes*، حيث اعتقد كينز وإتباعه أن اقتصاد السوق غارق في وضعية عدم القدرة على استغلال قدرات

¹ Murray N. Rothbard, *America's Great Depression*, 5th ed. (Alabama: Ludwig Von Mises institute, 2008), P.159.

² Murry N Rothbard, Op.Cit., P.39.

الإنتاج، بسبب عدم كفاية الطلب الكلي وخصوصا بسبب تشاؤم المستثمرين الخواص. في هذه الحالة يتوجب تدخل الدولة من اجل وضع النظام الاقتصادي في طريق التوظيف التام، من خلال إحلال المستثمرين الخواص بالاستثمار العمومي، من اجل ضخ القدرة الشرائية في الاقتصاد لإعادة الثقة للمستثمرين الخواص.

- **الفرضية النقدية لتفسير الأزمة:**¹ هذا التفسير قدمه عالم الاقتصاد الأمريكي ميلتون فريدمان Milton Friedman، الذي اقترح تمييز أزمة 1929م عن الأزمة الاقتصادية. حسب فريدمان فان ردة فعل السلطات النقدية تجاه الأزمة هي التي شكلت السبب الرئيسي لانتقال الأزمة إلى الاقتصاد الحقيقي، إذ كان من الممكن تجنب الأزمة، فبدل تخفيض كمية النقود التي تدور في الاقتصاد والمساهمة بذلك في رفع أسعار الفائدة، كان على السلطات النقدية أن تقوم بالعكس، أي زيادة كمية النقود من اجل تجنب ارتفاع أسعار الفائدة.

وفي هذه الحالة يمكن للمؤسسات التي تقوم بالإقراض أن تجد السيولة، وبالتالي تقديم القروض لكل من يحتاج إليها وله القدرة على التسديد، وبالتالي تجنب الأزمة كلية.

3- انهيار سوق الأسهم 1987م²

لقد كانت الميزة المخيفة لانهيار 1987م انخفاض أسعار الأسهم ب 20% في سوق نيويورك المالية في يوم واحد، الاثنين 19 أكتوبر، ثم انتقلت انعكاسات ذلك إلى كل الأسواق المالية العالمية، وانخفضت الأسعار بحوالي الثلث بقرب نهاية 1987م، ثم بعد ذلك استقرت الأسعار وبدأت في الارتفاع بصورة سريعة، بعد حوالي سنة من انهيار أكتوبر.

منذ مطلع السبعينات حدث نمو كبير في تداول المشتقات المالية (الخيارات والعقود المستقبلية)، وفي سنة 1987م جعل التزايد المتسارع لهذه الأدوات وسيادة استراتيجيات الاستثمار المرتبطة بها، البعض يضعون اللوم عليها في التسبب بانهيار 1987م كما أن البعض الآخر وضع اللوم على العجز التجاري وعجز ميزانية الولايات المتحدة الأمريكية وعلى قانون الضريبة المقترح لدراسته من طرف الكونغرس الأمريكي.

¹ Ibid, P.39.

² R. E. Bailey, Op.Cit., PP.239,240.

وقد اختلف انهيار 1987م عن أزمة 1929م تماما، إذ أن النظام المالي قد استمر في العمل ولم ينهار كليا.

4- أزمة الرهن العقاري الأمريكية

شهد القطاع العقاري الأمريكي نموا هائلا خلال النصف الثاني من القرن العشرين، كما عرفت أسعار العقارات تزايدا مستمرا، فقد انتقل مؤشر أسعار السكنات خارج التضخم من 100 سنة 1987 الى 92 سنة 1996، ثم قفز الى 171 نهاية 2005،¹ وقد ادى انهيار سوق العقارات الأمريكية فجأة سنة 2007، الى انهيار النظام المالي الأمريكي، بل والاقتصادي ككل.

هناك مجموعة من الأسباب التي أدت إلى انهيار سوق العقارات الأمريكية، سنقوم بعرضها من خلال القيام بتحليل استقينا فكرته من التحليل الذي قام به الاستاذ "بروس جودسون Bruce Judson" من كلية بيل للإدارة Yale School of Management"، وهو تحليل يقوم على أثر الدومينو Domino Effect*.

الشكل التالي يوضح الأسباب المترابطة لأزمة الرهن العقاري الأمريكية:

الشكل رقم 5: أزمة الرهن العقاري الأمريكية



أ- أسعار العقارات الأمريكية: وصل مقدار الفرق بين الأسعار الملاحظة للسكنات وسعر التوازن هو 30% في سنة 2006، أذن فأسعار السكنات كانت مقيمة بصورة أكبر من قيمتها الحقيقية، وقد

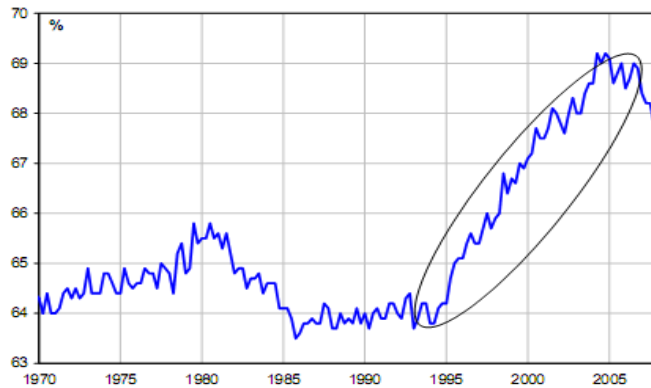
¹ Bruce Judson, *Understanding The Economic Crisis In Plain English*, Yale School Of Management, 2008, P.6.
* أثر الدومينو: هو عبارة عن ردود فعل مجموعة العناصر المتسلسلة والتي تحدث عندما يؤدي تغير عنصر ما منها الى تغير مماثل في عنصر قريب منه

اختلفت الأسعار بين المناطق الريفية والمناطق المدنية، ففي المناطق الريفية كانت الاسعار مستقرة نسبياً، لأن إمكانيات البناء غير محدودة (نظرا لوجود مناطق شاغرة وقلة الطلب)، وبالتالي فعلى المدى الطويل، لا يمكن لأسعار العقار أن ترتفع أكثر من تكاليف البناء، والعكس بالنسبة للمناطق المدنية، التي كان فيها نقص كبير في عرض السكن، ولذلك فالطلب على السكن هو المحدد الرئيسي للأسعار.

ب- فقاعة العقارات الأمريكية: انطلاقاً من مجموعة العوامل، تشكلت فقاعة العقارات التي انعكست من خلال ارتفاع الأسعار الاسمية للعقار، والتي اعتقد الجميع انها لن تنخفض ابداً. وذلك نتيجة لما يلي:

- تسهيل الحصول على القروض العقارية: انطلاقاً من سنة 1992، من أجل تشجيع الحصول على الملكية، قامت الحكومة الأمريكية بتسهيل الحصول على القروض العقارية، حيث ارتفع معدل المالكين بصورة كبيرة بين سنتي 1995 و 2005¹، وهذا ما يوضحه الشكل رقم 6. وزيادة القروض العقارية أعطت للمقرضين إمكانية اقتراح قروض جذابة (على الأقل من أول نظرة) لمسكن ليست ذات ضمانات مالية كافية.

شكل رقم 6: معدل المالكين بالولايات المتحدة الأمريكية



Source: Stephane Sorbe, 2008, p: 4.

¹ Stephane Sorbe, *Eclatement de la bulle sur le marché immobilier Americain*, dans: Tresor-Eco n° 40, Ed. Ministere De L'economie De L'industrie Et De L'emploi, Paris, Juillet 2008, PP.1, 4.

وقد كانت الرهون العقارية Mortgages محل نظامين هما:¹

- الرهن العقاري ثابت المعدل لمدة 30 سنة: من خلال هذا النظام يقوم المشتري بدفع 20% من ثمن المسكن، ويقترض 80% من البنك، ويمكن توضيح محتوى هذا النظام من خلال المثال التالي: لنفترض أن شخصا يريد شراء مسكن قيمته 400.000 دولار امريكي، فيقوم بذلك وفقا للخطوات التالية:

- يدفع المشتري دفعة أولية، قيمتها 20% من ثمن المسكن، أي 80.000 دولار امريكي.
- يقوم المشتري باقتراض 80% من ثمن المسكن من البنك، أي 320.000 دولار امريكي.
- يقوم المشتري بدفع قسط شهري حسب الفائدة المطبقة، مع ثبات معدل الفائدة لمدة 30 سنة، مع دفع القرض.
- يظهر المشتري التزامه بدفع 80.000 دولار امريكي مسبقا.
- يقوم البنك بالتحقق من قدرة المشتري على تسديد المستحقات الشهرية.
- اذا لم يستطع المشتري دفع الرهن، يقوم البنك بالحجز على المنزل وبيعه من أجل استيفاء الباقي من الرهن (الباقي من 320.000 دولار امريكي في مثالنا السابق)
- الدفعة المسبقة (80.000 دولار امريكي في مثالنا) تحمي البنك في حالة تراجع قيمة المنزل.*

ثم قامت البنوك بابتكار نوع آخر من القروض.

- الرهون العقارية السهلة، منخفضة الفائدة Easy Low Interest Mortgages: هذه القروض عالية المخاطرة تسمى "الرهون العقارية ذات العلاوة المنخفضة Subprime Mortgages"

¹ Bruce Judson, Op.Cit., PP.8-11.

* في المثال السابق، اذا انخفضت قيمة المسكن - ولم يدفع الشخص اقساطه- الى 340000 دولار امريكي، يقوم البنك ببيع المنزل ويتحصل على قيمة القرض 320000 دولار امريكي، ويرجع 200000 دولار امريكي للمقترض.

- لا توجد دفعة مسبقة.
 - يقترض المشتري 100% من ثمن شراء المسكن
 - لا حماية للبنك اذا ما انخفضت الاسعار
 - لا يتم التحقق من دخل المشتري.
 - المدفوعات تكون منخفضة خلال السنوات الاولى من الرهن، ثم ترتفع بعد ذلك، وهي تتبع أسعار السكنات، فإذا ارتفعت هذه الأخيرة تنخفض المدفوعات والعكس صحيح.
- تغذية عروض القروض من خلال توقعات زيادة الأسعار: لقد أدت توقعات تغيرات أسعار العقار دورا هاما في السوق، التي يعتبر أغلب المتعاملين فيها من الخواص، تم اعتبار العقار كاستثمار ذو قيمة يتم اللجوء اليه بعد أزمة البورصة 2001، خصوصا بسبب فكرة عدم انخفاض أسعار العقار في الو.أ.م (فالأسعار الاسمية للعقارات لم تنخفض منذ الحرب العالمية الثانية)، وبالتالي تم اللجوء الى الاستثمار في العقار لأن قيمته في زيادة مستمرة، وفي هذا السياق أخذت المشتريات بغرض المضاربة أهميتها (حسب مورغان ستانلي Morgan Stanley: 15% من مشتريات 2004). وذلك نتيجة لتراجع القدرة الشرائية للمواطن الأمريكي، وهذا راجع أساسا إلى سببين: أولهما موجة التضخم التي شهدتها العالم مؤخرا، نتيجة لارتفاع أسعار المحروقات (حيث وصل سعر برميل البترول الى 147 دولار امريكي)، والذي أدى إلى ارتفاع تكاليف الانتاج، ومن ثم ارتفاع أسعار مختلف المنتجات. والسبب الثاني هو الحجم الكبير للديون أثقل كاهل المواطن الأمريكي، فقد بلغت الديون الفردية سنة 2007، حوالي 9.2 تريليونات دولار، منها ديون عقارية بقيمة 6.6 تريليونات دولار، وقد أدى عدم قدرة الأفراد على السداد، الى حجز البنوك على السكنات من أجل بيعها واستيفاء ديونهم، ولكن ذلك أدى إلى انخفاض أسعار السكنات، بعدما انخفض الطلب خلال 2007، والشكل التالي يوضح انهيار أسعار السكنات الامريكية.

الشكل رقم 7: انهيار أسعار السكنات الأمريكية



Source: Bruce Judson, 2008, p19.

وقد شجع ذلك المقرضين على تسهيل شروط القروض، بافتراض انه في حالة صعوبة الدفع، يمكن بيع السكن دائما بسعر أفضل.

- السياسة النقدية المتساهلة بين 2001 و2005: كرد فعل على ركود بداية الواحد والعشرين، قام الاحتياطي الفيدرالي FED بتخفيض قوي لمعدل الفائدة، فقد انتقلت أسعار فائدة الاحتياطي الفيدرالي من 6.5% في نهاية سنة 2000 إلى 1% منتصف 2003،¹ وقد ساهمت هذه السياسة في المحافظة على أسعار فائدة القروض العقارية في مستوى منخفض، وكذا إنشاء سيولة وافرة غذت عرض القروض العقارية.
- الأزمة العقارية: في سنة 2007 انهار القطاع العقاري الأمريكي، فيما سمي بأزمة الرهن العقاري Subprime Crisis، - في الصحافة الدولية تم ذكر كلمة subprime في 6000 مقال سنة 2006، ثم في 32000 مقال السداسي الأول من سنة 2007، وفي 130000 مقال في السداسي الثاني من 2007،² وهذا يعبر عن الأهمية التي اكتسها الموضوع على المستوى الدولي ككل-، فالأفراد لم يستطيعوا تسديد ديونهم لمؤسسات الاقراض، مما سبب افلاس هذه المؤسسات التي لم تعد قادرة على استيفاء ديونها، لانه حتى وان تم الحجز على البيت، فان قيمته

¹ Stéphane Sorbe, Op.Cit., P.4.

² Patrick Artus et al., *La crise des subprime* (Paris: La Documentation Française, 2008), P.11.

قد انخفضت، وبذلك تأثرت البنوك بدورها، والتي كان عددها كبيرا، حيث استثمرت في مؤسسات الاقراض، والتي كانت منجما ذهبيا عندما كان سوق العقارات في حالة جيدة، ومن اجل تعويض الاموال المفقودة، كان على البنوك بيع جزء من أسهمها، وقد أدى التدافع للبيع الى انخفاض قيمة هذه الأسهم في السوق المالية. اذن كان راس الفتيل الذي أشعل الأزمة، هو عدم قدرة الأفراد على التسديد. باختيار أسعار العقارات الأمريكية، انهارت مؤسسات الاقراض التي لم تعد قادرة على استيفاء ديونها، فالأفراد لن يدفعوا الأقساط المتفق عليها، ويبيع المنازل بأسعار منخفضة سيؤدي الى فقدان جزء من قيمة القرض.

- انتقال الأزمة إلى النظام المالي: انتقلت أزمة الرهن العقاري الأمريكية من القطاع العقاري الى النظام المالي ككل، من خلال ما يسمى بالتوريق Titrization، وهي عملية مالية يتم من خلالها تحويل قروض بنكية غير سائلة الى أوراق مالية يمكن تداولها بسهولة في الأسواق، من خلال وساطة كيان قانوني. ويقوم المستثمرون بشراء هذه الأوراق المالية من أجل الحصول على عائد مستقبلي، وبالتالي امكانية بيع الرهون العقارية أو السندات جعل ملكية هذه الرهون تنتقل الى الأفراد والى البنوك في امريكا وفي مختلف أنحاء العالم، وانحيار قيمة هذه الرهون في السوق المالية أدى إلى تراجع أصول عدة بنوك والى افلاس آلاف الأفراد، وفيما يلي نسبة القروض المفقودة من حجم السندات المضمونة، من طرف مجموعة من البنوك الأمريكية وغيرها.

الجدول رقم 7: القروض المفقودة لبعض البنوك

المؤسسة	السندات المضمونة في 2006 بالمليار دولار	نسبة القروض الموضوعة في خانة المفقودة سبتمبر 2007
دويتش بنك Deutsche Bank	28,6	23,8
مورجان ستانلي Morgan Stanley	36,1	23,3
باركليز Barclays	21,1	23,3
ميريل لانتش Merrill Lynch	34,3	22,5
بير ستيرنز Bear Stearns	22,9	21,7
ليمان براذرز Lehman Brothers	51,8	20,0
جولدمان ساكس Goldman	29,3	19,7

		Sochs	
18,8	28,0	كريدي سويس Credit Suisse	
18,2	47,6	ار بي اس RBS	
18,0	34,2	كونتري وايد Contry Wide	
17,6	26,2	جي بي مورجان JP Morgan	
16,2	22,6	سي تي جروب Citi Group	

Source: Bruce Judson, 2008, P 21.

نلاحظ من الجدول السابق ان القروض الموضوعه في خانة القروض المفقوده او المعدومه، تشكل نسبة كبيرة من السندات المضمونه لدى البنوك السابق ذكرها، كما ان أزمة الرهن العقاري الأمريكية قد أثرت حتى على البنوك الاجنبية مثل بنك دويتش بنك الالماني، وبنك كريدي سويس السويسري وذلك نتيجة لعملية التوريق، وللعولمة المالية التي ادت الى ترابط مختلف الاسواق المالية العالمية

وفيما يلي بعض الاحداث التي صاحبت أزمة الرهن العقاري الأمريكية أو بعض انعكاساتها:¹

- ديسمبر 2006: قدم مقرض الرهون العقارية تحت العلاوة "أونيت مورتجايج Ownit Mortgage" ملفا للإفلاس
- فيفري 2007: وضع HSBC حوالي 10.6 مليار دولار من أجل قروض سيئة، تحتوي "رهون عقارية تحت العلاوة SUBPRIMES".
- فيفري- مارس 2007: أكثر من 25 مقرض "رهون عقارية تحت العلاوة" يعلن افلاسه.
- افريل 2007: سمسار رهون عقارية، يحضر ملفا لاعلان افلاسه.
- جويلية 2007: صندوقين استثماريين لـ "بيرستينز" يعلنان افلاسهما.
- اوت 2007: اعلان أمريكيان هوم مورتجايدج American Home Mortgage لافلاسها.
- 16 اوت 2007: تحصلت كاونتري وايد على قرض طارئ بقيمة 11 مليار دولار، من مجموعة من البنوك.

¹ James R Barth & Gienn Yago, *Demystifying the Mortgage Meltdown: What it Means for Wall Street and the US Financial System*, Milken Institute (October, 2nd 2008): P. 6.

- 17 اوت 2007: خفض الاحتياطي الفيدرالي سعر الخصم الى 5.75%
- 30 سبتمبر 2007: افلاس نت بنك Net Bank.
- 24 أكتوبر 2007: أعلنت ميريل لانتش تخفيض موجوداتها من الرهون العقارية بقيمة 7.9 مليار دولار، لتفوق تخفيض " سيتي بنك " المقدر بـ 6.5 مليار دولار.

لقد انتقلت أزمة الرهن العقاري الأمريكية من القطاع العقاري الى القطاع المالي ككل، ثم الى النظام المالي العالمي ككل، فأحدثت اختلالا ماليا واقتصاديا هائلا، جعل البعض لا يتردد بوصفه أسوأ أزمة بعد أزمة الكساد العظيم.

5- الأزمة المالية العالمية لسنة 2008:

بعد تحقيق معدلات نمو جيدة مطلع القرن الواحد والعشرين، إلا أن الاقتصاد العالمي تعرض لأزمة زعزعت استقراره وهددت أسسه. وتختلف الأزمة المالية لسنة 2008 عن الأزمات الدورية التي أصابت أجزاء خاصة من النظام المالي منذ الثمانينيات: الأزمة البنكية العالمية لسنة 1982، أزمة القروض لسنة 1986، انهيار تامين المحافظ 1987، فقاعة التكنولوجيا سنة 2000،... الخ، فهذه الأزمة لا تتعلق بمؤسسة معينة أو جزء معين من النظام المالي فقط، فهي قادت النظام ككل إلى حافة الانهيار.

منذ منتصف سنة 2008، وخصوصا بعد انهيار رابع أكبر بنك في أمريكا "ليمان برادرز Brothers Lehman" ومؤسستي "فريدي ماك Freddie Mac" و"فاني ماي Fannie Mae"، أصبحت الأزمة المالية العالمية International Financial Crisis حديث اغلب الجرائد والمجلات، القنوات التلفزيونية، القادة السياسيين والاقتصاديين، الأكاديميون، وحتى الأفراد في الشارع، وكل منهم له آراؤه الخاصة- والمنطقية في بعض الأحيان- حول عوامل وأسباب حدوث الأزمة التي وصفها "بنك التنمية الآسيوي Asian Development Bank" بأنها "عاصفة عالمية Global Storm"¹، وفيما يلي بعض أهم عوامل حدوث الأزمة المالية العالمية، حسب ما ورد في بعض الكتب والدراسات الأكاديمية المتخصصة، وبعض ما نشره من تصريحات لرؤساء دول ومنظمات عالمية:

¹ Asian development Bank, Navigating The Global Storm: A Policy Brief On The Global Financial Crisis, Asian Development Bank, 2008.

أ- أزمة الرهن العقاري الأمريكية

هناك شبه إجماع أكاديمي على أن أزمة الرهن العقاري الأمريكية هي الشرارة التي أشعلت نار الأزمة المالية العالمية، حيث يرى "روبرت ج شيلر Robert J. Shiller"، استاذ جامعة "Yale" الأمريكية "إن فقاعة السكنات هي أهم سبب "Major Cause" إن لم تكن هي السبب "The Cause" لازمة الرهن العقاري، والأزمة الاقتصادية التي تلتها،¹ وما غذى فقاعة العقارات الأمريكية، هي السياسة النقدية التي اتبعها الاحتياطي الفدرالي الأمريكي، الذي خفض أسعار الفائدة عقب الركود الذي أصاب الاقتصاد الأمريكي، نتيجة لفقاعة التكنولوجيا لسنة 2000، واحداث 11 سبتمبر 2001، وكذا الممارسات ذات المخاطرة العالية التي قامت بها البنوك والمؤسسات التمويلية والاقراضية، ووكالات التقيط Rating Agencies التي ساهمت في تغذية الفقاعة من خلال إعطاء علامة AAA* لسندات الرهون العقارية، ويصف الكثير ذلك بأنه "تركة غرينسبان Greenspan's Legacy"² الذي كان على رأس الاحتياطي الفيدرالي، والذي اقر سياسة الفائدة المنخفضة Low Interest Policy.

وقد كانت هناك بعض الفقاعات المماثلة في دول أخرى، خصوصا المملكة المتحدة، اسبانيا، واستراليا، وما جعل فقاعة السكنات الأمريكية مختلفا عن الفقاعات الأخرى هو حجمها وأهميتها للاقتصاد الكلي والنظام المالي الدولي، فقد انهارت السوق العقارية باسبانيا قبل الو.م.أ، لكن ذلك لم يكن ملحوظا على المستوى الدولي ويرى "شيلر Shiller" سبب عدم رؤية الفقاعة من طرف القادة الوطنيين، هو الفخر والاعتزاز بأفضلية النظام الرأسمالي الأمريكي.³

بتكاتف مجموعة من العوامل التي سيتم ذكرها لاحقا، أدى انهيار سوق الرهون العقارية إلى بعث صدمات إلى مختلف اقتصاديات العالم، لتشكل تحديا لنظمها وسلطاتها المالية والنقدية.

ب- العولمة الاقتصادية والمالية

¹ Robert J. Shiller, *The Subprime Solution: How Today's Global Financial Crisis Happened And What To Do About It* (New Jersey: Princeton University Press, 2008), P.28.

* علامة AAA تعني ان الاصل محل العلامة قليل المخاطرة، وذو ربح شبه مضمون

² Tito Boeri and Luigi Guiso, *the Subprime Crisis: Greenspan's Legacy*. In: Centre For Economic Policy Research, *The First Global Financial Crisis of the 21st century*, voxeu.org Publication, London, 2008, P.37.

³ Robert j. Shiller, Op.Cit., 2008 ,p34

لقد جعلت العولمة عالمنا اليوم مترابط الأطراف، وضعيف الحدود الجغرافية والسياسية وحتى الثقافية، فأصبح "العالم مسطحا The World Is Flat"¹ مفرغا الجغرافيا من معناها.

في شكلها المالي، أدت العولمة إلى تحرير تدفقات رؤوس الأموال عبر الحدود دون قيد، أو على الأقل بأقل قدر ممكن منها، وأدى ذلك إلى إمكانية انتقال الأزمات والصدمات من مكان ما إلى مكان آخر في العالم، كنتيجة منطقية للتربط بين الأسواق المالية، وحرية انتقال رؤوس الأموال عبر الحدود. فالتربط بين مختلف اقتصاديات العالم جعل من الأزمة المالية العالمية الحالية، والتي كانت مقتصرة على الاقتصاد الأمريكي فحسب في البداية، تنتقل الى مختلف اقتصاديات العالم بدرجات متفاوتة، حسب درجة ارتباطها بالاقتصاد الأمريكي، ودرجة انفتاحها على باقي دول العالم الأخرى.

ج- الممارسات المالية ذات المخاطرة

نتيجة للنجاح الذي حققه اقتصاد الأسواق المالية خلال القرن العشرين، وبدفع من الابتكار المالي والهندسة المالية، أصبح للجميع "إيمان اعمى في كفاءة الأسواق المالية Blind faith in the efficiency of financial markets" وتناسى الجميع المخاطر الكبيرة التي يمكن أن تترتب عن بعض الممارسات المتعلقة بالأصول المختلفة في تلك السوق.

وقد ساهم انخيار بعض الأدوات المالية في السوق في تعجيل حدوث الازمة المالية العالمية، حيث ادى انخيار بعض هذه الادوات الى افلاس المؤسسات المالكة لها، وارجع "دومينيك سترويس كان Dominique Strauss- Kahn" -رئيس صندوق النقد الدولي - ذلك أساسا، إلى أن التشريعات في الولايات المتحدة الأمريكية لم تكن تتوافق والنمو السريع للأسواق المالية، كما ان الرقابة الحكومية لم تكن كافية.²

د- اختلال الاقتصاد العالمي (عدم التوازن)

¹Thomas L. Friedman, *the World is Flat: A Brief History of the Twenty-first Century* (New York: Picador, 2005).

²www.imf.org/external/np/vc/2008/092408.html

تعتبر هشاشة الاقتصاد العالمي احد أهم العوامل التي ساعدت على حدوث الأزمة المالية العالمية، التي كانت فقاعة العقارات والديون أول أسبابها، ويمكن أن نجمع العوامل الاقتصادية التي ساهمت في ذلك فيمايلي:

- **الوضعية الاقتصادية الكلية غير المستقرة: الناتجة عن:**

- زيادة السيولة العالمية
- انخفاض التضخم وتقلباته
- انخفاض معدلات الفائدة طويلة المدى
- زيادة القروض في بيئة تتميز بعدم التضخم
- زيادة أسعار الأصول

- **العوامل الاقتصادية الجزئية:**

- السعي نحو الإرباح العالية
- إهمال شروط منح القروض

ه- تباطؤ الإدارة الأمريكية في إنقاذ المؤسسات المتعثرة

لقد أدى انهيار أكبر رابع بنك أمريكي "ليمان برودرز Lehman Brothers" يوم 16 سبتمبر 2008، إلى زعزعة ثقة المتعاملين الاقتصاديين في مدى صلابته وقدرة تحمل النظام الاقتصادي والمالي الأمريكي للصدمة التي خلفتها أزمة الرهن العقاري، فادى ذلك إلى أزمة ثقة دفعت باللون الأحمر ليطنى على اغلب مؤشرات البورصات العالمية، ولقد أدى تباطؤ الإدارة الأمريكية في إنقاذ البنوك والمؤسسات المتعثرة دورا هاما في تغذية عدم الثقة، حتى بعد إقرار مخطط الإنقاذ Rescue Plan الذي اقترحه إدارة "بوش Bush" في سبتمبر 2008، والموجه للقطاع المالي بقيمة 700 مليار دولار أمريكي، وأيضا مصادقة الإدارة على "القانون الطارئ للاستقرار الاقتصادي The emergency economic stabilization act (EESA)" الذي هدفه إنشاء أدوات للتعامل مع الأزمة.¹

¹Paul Muolo, 700 billion Dollars Bailout: the Emergency Economic Stabilization Act and What It Means to You; Your Mortgage And Your Taxes (New Jersey: John Wiley & Sons Inc., 2009), P.x.

إذن الأزمة المالية العالمية لم تكن بسبب عامل واحد فقط، فهي كانت بسبب تكاثف وتسلسل مجموعة من العوامل والإحداث، التي جعلت الأزمة تنتشر إلى كل اقتصاديات العالم تقريبا، معلنة عن ظروف صعبة لا يمكن تجاوزها إلا من خلال التكيف معها.

قائمة المراجع:

باللغة العربية:

- 1- أسامة بشير الدباغ، البطالة والتضخم: المقولات النظرية ومناهج السياسة الاقتصادية (عمان: الأهلية للنشر والتوزيع، 2007).
- 2- أيمن بن عبد الرحمان، تطور النظام المصرفي الجزائري (الجزائر: دار بلقيس للنشر، دون سنة نشر).
- 3- تقي الدين أحمد عبد القادر المقرزي الشافعي، النقود الإسلامية.
- 4- تقي الدين أحمد عبد القادر المقرزي الشافعي، ثلاث رسائل (قسنطينية: مطبعة الجوائب، 1298).
- 5- جبار محفوظ، أسواق رؤوس الأموال: الهياكل، الأدوات والإستراتيجيات (عين مليلة: دار الهدى، 2011).
- 6- جمال خريس وأيمن أبو خضير وعماد خصاونة، النقود والبنوك (عمان: دار المسيرة، 2002).
- 7- جون كينث غالبرايت، تاريخ الفكر الاقتصادي الماضي صورة الحاضر، ترجمة: أحمد فؤاد بلبع. (الكويت: عالم المعرفة، 1990).
- 8- حسان حلاق، تعريب النقود والدواوين في العصر الأموي: الحياة المالية والإقتصادية والإدارية (بيروت: دار النهضة العربية، 1988).
- 9- خالد الصايغ، النقود الإسلامية (أبو ظبي: المجمع الثقافي، 2002).
- 10- زينب عوض الله وأسامة مُجدّ الفولي، أساسيات الاقتصاد النقدي والمصرفي (بيروت: منشورات الحلبي الحقوقية، 2003).
- 11- سامي مُجدّ عفيف، التجارة الخارجية بين التنظير والتنظيم، الطبعة الثانية (الاسكندرية: الدار المصرية اللبنانية، 1994).

- 12- طارق عبد العال حماد، المشتقات المالية: المفاهيم ادارة المخاطر المحاسبية (الاسكندرية: الدار الجامعية، 2001).
- 13- طاهر فاضل البياتي وميرال روجي سماره، النقود والبنوك والمتغيرات الإقتصادية المعاصرة (عمان: دار وائل، 2013).
- 14- الطاهر لطرش، الإقتصاد النقدي والبنكي (الجزائر: ديوان المطبوعات الجامعية، 2013).
- 15- عاطف منصور مُجّد رمضان، النقود الإسلامية وأهنيتها في دراسة التاريخ والآثار والحضارة الإسلامية (القاهرة: مكتبة زهاء الشرق، 2008).
- 16- عاطف منصور مُجّد رمضان، موسوعة النقود في العالم الإسلامي: نقود الخلافة الإسلامية، ج.1 (القاهرة: دار القاهرة، 2004).
- 17- عبد الحليم عمار غربي، الوجيز في الاقتصاد النقدي والمصرفي (إصدارات KIE، 2018).
- 18- عزت قناوي، أساسيات في النقود والبنوك (اليوم (مصر): دار العلم، 2005).
- 19- علي كتعان، النقود والصيرفة والسياسة النقدية (بيروت: دار المنهل، 2012).
- 20- مُجّد أحمد الأفندي، الاقتصاد النقدي والمصرفي (عمان: مركز الكتاب الأكاديمي، 2018).
- 21- محمود حسين الوادي، حسين مُجّد سمحان وسهيل أحمد سمحان، النقود والمصارف (عمان: دار المسيرة، 2009).
- 22- نجلاء مُجّد بكر، اقتصاديات النقود والبنوك (القاهرة: أكاديمية طيبة، 2000).

باللغات الأجنبية:

- 23- Ansgar Belke and Thorsten Polleit, *Monetary Economics in Globalised Financial Markets* (Heidelberg, Germany: Springer – Verlag Berlin Heidelberg, 2009),
- 24- Asian Development Bank, *Navigation The Global Storm: A Policy Brief On The Global Financial Crisis*, Asian Development Bank, 2008.

- 25-B. O'Neill Wyss, *Fundamentals of The Stock Market* (New York: Mc Graw Hill Companies Inc., 2001).
- 26-Bruce C Greenwald and Judd Kahn, *Globalization: the irrational fear that someone in china will take your job* (New Jersey: John wiley and sons Inc., 2009).
- 27-Bruce Judson , *Understanding the economic crisis in plain English*, Yale School Of Management, 2008.
- 28-Christian Noyer, *Mondialisation des marchés financiers, forum financier international*, Tokyo, 27 novembre 2007.
- 29-Donald Rutherford, *routledge dictionary of economics*, 2nd ed. (New York: Routledge, 2002).
- 30-Eswar pascal et al., *Effects of Globalization on Developing Countries: Some Empirical Evidence*, IMF, 2003.
- 31-Frank J Fabozzi, *The Handbook Of Financial Instruments* (New Jersey: John Wiley and sons Inc., 2002).
- 32-George A. Fontanills and Tom Gentile, *The Stock Market Course* (New York: John Wiley & Sons Inc., 2001).
- 33-George Soros, *the New Paratigm For Financial Markets: the Credit Crisis Of 2008 And What It Means* (New York: Public Affairs, 2008).
- 34-Helmut Frisch, *Theories of Inflation* (New York: Cambridge University Press, 1983).
- 35-Henry Hazlitt, *The Inflation Crisis And How To Resolve It* (New York: Arlington House Publishers, 1978).
- 36-Jadgish Nbhagwati, *In Defense Of Globalization* (New York: Oxford university press, 2007).
- 37-James O.Parsson, *Dying of Money: Lessons of the Great German and American Inflations* (Boston: Wellspring Press, 1974).
- 38-James R Barth & Gienn Yago, *Demystifying The Mortgage Meltdown: What It Means For Wallstreet End The US Financial System*, Milken institute, October 2nd, 2008.
- 39-Jeremy J.Siegel, *Stocks For The Long Run* (New York: Mc Graw Hill Companies Inc.).
- 40-Joseph E.Stiglitz and Carl E.Walsh, *Economics*, 4th ed. (.....: W.W.Norton & Company, Inc., 2006).
- 41-K. Michel Fingerandand Ludger Schuknecht, *Trade finance and financial crises: special studies*, 3rd ed. (Geneva: WTO, 1999).

- 42-Matias Vernengo, ‘*Money and Inflation.*’ In: Philip Arestis and Malcolm Sawyer, *A Handbook of Alternative Monetary economics* (Cheltenham: Edward Elgar Publishing Ltd., 2006).
- 43-Mauro F Guillen, *Is Globalization Civilizing, Destructive Or Feeble? A Critic Of Six Key Debates In The Social Science Literature*, A working paper of Reginald H Jones Center, the Wharton School University of Pennsylvania, 1999.
- 44-Maxime Balthazard, *Le role des controles de capiataux dans la reduction de la volatilité en presence de crises financieres et monetaires contagineuses: étude de cas du Chilie et de la colombie*, rapport de recherche de maitrise, université de Montreal, 28 juin 2006.
- 45-Michael R.Darby and James R.Loithian, ‘*Introduction and Summary.*’ In: Michael R.Darby et al., *The International Transmission of Inflation* (Chicago: The University of Chicago Press, 1983).
- 46-Michel D.Sheimo, *Stock Market Rules*, 3rd ed. (New York: Mc Graw Hill Companies Inc., 2005).
- 47-Michel J Olivier and Derek H Aldcroft, *Economic Disasters of the Twentieth Century* (Massachusets: Edward Elgar, 2007).
- 48-Milton Friedman and Anna Jacobson Schwartz, *the Great Contraction 1929-1933* (Princeton: Princeton university press, 2009).
- 49-Milton Friedman, *Inflation et Systèmes Monétaires*, Traduction Daisy Caroll. (Paris: Calmann-Lévy, 1976).
- 50-Murray N.Rothbard, *America’s Great Depression*, 5th ed. (Alabama: Ludwing Von Mises Institute, 2008).
- 51-N.Gregory Mankiw, *Principles of Macroeconomics*, 3rd ed.
- 52-Niall Ferguson, *The Ascent of Money: A Financial History of the World* (New York: The Penguin Press, 2008).
- 53-Patrick Artus et al., *La crise des subprime* (Paris: La Documentation Française, 2008).
- 54-Paul Muolo, *700 Billion Dollars Bailout: The Emergency Economic Stabilization Act And What It Means To You, Your Mortgage And Your Taxes* (New York: John Wiley & Sons Inc., 2009).
- 55-Paul R. Krugman, Maurice Obstfeld, and Marc J. Melitz, *International Finance: Theory and Policy*, 11th ed. (Harlow, UK: Pearson Education Ltd., 2018),

- 56-Peter Bernholz, *Monetary Regimes And Inflation: History, Economic And Political Relationships* (Chentelham (UK): Edward Elgar publishing Ltd., 2003).
- 57-Peter L. Bernstein, *Capital Ideas* (New York: The Free Press, 1992).
- 58-Pierre Bezbakh, *Inflation et Désinflation*, 5^e éd. (Paris: La Découverte, 2006).
- 59-Pierre Vernimmen, *Corporate Finance: Theory and Practice* (New Jersey: John Wiley & Sons Ltd., 2005).
- 60-R.E. Bailey, *The Economics of Financial Markets*, (Cambridge: Cambridge University Press, 2005).
- 61-R:K.W. Hafer and Scott E. Hein, *The Stock Market* (West Port: Green Wood Press, 2007).
- 62-Richard Goldberg, *The Battle for Wall Street* (New Jersey: John Wiley & Sons Inc., 2009).
- 63-Robert J. Shiller, *The Subprime Slution: How Today's Global Finacial Crisis Happended And What To Do About It* (New Jersey: Princeton University Press, 2008).
- 64-Rodrigue Tremblay, *Les facteurs declencheurs des crises financieres internationales*, cahier n° 9907, departement de sciences economiques, université de Montreal, Avril, 1999.
- 65-Roy E Bailey, *The Economics of Financial Markets* (New York: Cambridge University Press, 2005).
- 66-Sarah Swamy, Richard Thompson, and Marvin Loh, ‘*History of Money.*’ In: Sarah Swamy, Richard Thompson, and Marvin Loh, *Crypto Uncovered: the Evolution of Bitcoin and the Crypto Currency Marketplace* (Gewerbstrasse, Switzerland: Palgrave Macmillan, 2018).
- 67-Stephane Sorbe, *Eclatement de la bulles sur le marché immobilier americain*, Tresor-Eco n° 40, Ministere de l’Economie de l’Industrie et de l’Emploi, Paris, (juillet 2008).
- 68-The economist, *A Special Report On Globalization*, London, 20th september 2008.
- 69-Thomas E. Wood Jr; *Meltdown: A Free Market Look At Why The Stock Market Collapsed, The Economy Tanked , And Government Bailouts Will Make Things Worse* (Washington DC: Regnery Pwolishing Inc., 2009).

-
- 70-Thomas L. Friedman, *the World Is Flat: A Brief History Of The Twenty-First Century* (New York: Picador, 2005).
- 71-Tito Boeri And Luigi Guiso, *The Subprime Crisis: Greenspan's, Legacy*. In: Centre For Economic Policy Research, *The First Global Financial Crisis Of The 21st Century* (London: Vox Eu.Org. Publication, 2008).
- 72-Unctad Secretariat Task Force On Systemic Issues And Economic Cooperation, *The Global Economic Crisis: Systemic Failures And Multilateral Remedies* (New York: Un Publication, 2009). At: www.imf.org/external/np/vc/2008/092408.html