

جامعة العقيد آكلي محند أولحاج - البويرة-

كلية العلوم الاقتصادية و التجارية و علوم التسيير

محاضرات في الاقتصاد النقدي و المالي المعمق

لطلبة السنة الثالثة ليسانس تخصص اقتصاد نقدي وبنكي



من إعداد الدكتورة مرزوق فريدة

السنة الجامعية 2017-2018

فهرس المحتويات

فهرس المحتويات

الصفحة	العنوان
1	فهرس المحتويات
14	قائمة الأشكال
16	قائمة الرموز
18	تقديم
19	الفصل الأول: المؤسسات المالية و النقدية
19	مقدمة
19	1. البنك المركزي
19	1.1. نشأة و تطور البنك المركزي
20	2.1. تعريف البنك المركزي
20	3.1. وظائف البنك المركزي
20	1.3.1. البنك المركزي بنك الدولة و مستشارها المالي
20	2.3.1. البنك المركزي بنك الإصدار
20	3.3.1. البنك المركزي بنك البنوك
21	4.3.1. مراقبة و توجيه الائتمان
21	4.1. مدى استقلالية البنوك المركزية

21	2.البنوك التجارية
21	1.2. تعريف البنوك التجارية
21	2.2. خصائص البنوك التجارية
22	3.2. وظائف البنوك التجارية
22	1.3.2. البنوك كوسيط مالي
22	2.3.2. توليد النقود
22	3. البنوك المتخصصة
22	1.3.1. خصائصها
23	2.3.2. علاقتها بالبنك المركزي
23	3.3. أنواع البنوك المتخصصة
23	4. البنوك الإسلامية
23	1.4. خصائص البنوك الإسلامية
23	1.1.4. الصفة العقيدية
24	2.1.4. الصفة الاستثمارية
24	3.1.4. الصفة الإيجابية
24	4.1.4. أعمال متعددة
24	2.4. الموارد المالية للبنوك الإسلامية
24	5. الخزينة العامة

25	6. مؤسسات الادخار و التأمين: مؤسسات مالية غير مصرفية
25	1.6. مؤسسات الادخار
25	2.6. شركات التأمين
26	الفصل الثاني : أنظمة التمويل
26	مقدمة
26	1. ماذا يقصد بنظام التمويل؟
27	2. التدفقات المالية
29	3. تمويل الاقتصاد
29	1.3. التمويل الداخلي للمؤسسة الاقتصادية
29	1.1.3. تعريف التمويل الذاتي
30	3. 1. 2. مكونات التمويل الذاتي
30	3.1.3. ايجابيات التمويل الداخلي
31	3. 1. 4. سلبيات التمويل الداخلي
31	2.3. التمويل الخارجي للاقتصاد
32	1.2.3. التمويل غير المباشر: (بواسطة مالية)
32	أ. ماهية التمويل غير المباشر
32	ب. شرح وجود الوساطة المالية
33	ج. أشكال القروض البنكية

33	1. البنك والمؤسسة
34	1.1. قروض الاستثمار والتجهيز
34	1.1.1. القروض المتوسطة الأجل
34	أ. قروض قابلة للتعبئة
34	ب. قروض غير قابلة للتعبئة
34	2.1.1. القروض الطويلة الأجل
34	3.1.1. القرض الإيجاري
35	1.2. قروض الاستغلال والخزينة
35	1.2.1. القروض العامة
35	أ. تسهيلات الصندوق
35	ب. السحب على المكشوف
35	ج. قروض الموسم
35	د. قروض الربط
35	2.1.2. القروض الخاصة
35	أ. تسبيقات على البضائع
35	ب. تسبيقات على الصفقات العمومية
36	ج. الخصم التجاري
36	3.1. قروض المبادلات الخارجية

36	1.3.1. اعتماد مستندي
37	4.1. القروض عن طريق الإمضاء
37	2. البنك والأشخاص
38	2.2.3. التمويل المباشر (دون وساطة مالية)
38	أ. تقديم سوق رأس المال
38	1. الأسواق الفورية
38	1.1. السوق الأولي
39	2.1. السوق الثاني
39	1.2.1. السوق المنظمة
39	2.2.1. السوق غير المنظمة
40	3.1. أدوات سوق رأس المال
40	1.3.1. السندات
40	2.3.1. الأسهم
40	2. الأسواق الآجلة
40	1.2. عقود الخيار
41	2.2. العقود الآجلة
41	3.2. المستقبلات
43	3. السوق والوساطة المالية، خدمات متنافسة ومتكاملة

43	4. وظائف السوق المالي
43	1.4. الوظيفة التمويلية
44	2.4. الوظيفة التثمينية (التسعيرية)
44	3.4. الوظيفة الإعلامية
44	4.4. الوظيفة التوزيعية
45	الفصل الثالث: نماذج أنظمة التمويل
45	مقدمة
45	1. نبذة تاريخية عن أنظمة التمويل
45	1.1. المرحلة الأولى 1945 - 1960
45	1.2. المرحلة الثانية بداية 1960 - بداية 1980
46	2. اقتصاد الاستدانة واقتصاد سوق الأموال
46	1.2. عناصر التمييز
46	1.1.2. كيفية التمويل
46	2.1.2. تحديد أسعار الفائدة
46	2.1.3. معنى السببية بين الكتلة النقدية ونقود البنك المركزي
46	2.2. نموذج اقتصاد الاستدانة نظام مالي مضبوط ومسير إداريا
46	2.2.1. ماذا يقصد باقتصاد الاستدانة
47	2.2.2. خصائص نموذج اقتصاد الاستدانة

49	2. 2. 3. سلبيات اقتصاد الاستدانة
50	2. 2. 4. تمويل الدولة في إطار هذا النظام
50	2. 3. تحولات سنوات 1980: أزمة اقتصاد الاستدانة وتفتق أسواق الأموال
51	2. 3. 1. الأسباب الاقتصادية
51	2. 3. 2. الابتكارات المالية 1980
51	1. إلغاء التنظيم المالي
52	2. إلغاء الوساطة المالية
52	3. إلغاء الحدود
52	2. 4. نظام مالي متحرر يدعم اقتصاد السوق المالي
52	2. 4. 1 خصائص النظام
55	2. 5. أهم الفوارق بين النظامين
55	2. 3. 4. 2. مخاطر النظام
55	1. حركات غير استقرارية للأموال
56	2. مخاطر العدوى للأزمات المالية
56	3. الإجرام المالي
56	4. المخاوف على شروط الاستقرار البنكي
57	5. . المخاطر التشريعية المالية والاقتصادية
57	6. مخاطر العملات

57	7. مخاطر السيولة
59	الفصل الرابع: الادخار المالي
59	مقدمة
59	1. تكون أو تشكيل الادخار
59	1.1. الاقتصاد دون نقود: المقايضة
59	1.2. اقتصاد نقدي
61	2. التعريف الاقتصادي للادخار
62	3. التعريف المحاسبي للادخار
62	4. أشكال الادخار
62	1.4. ادخار لذاته
63	2.4. الادخار للآخرين
63	3.4. ادخار التحوط
63	4.4. ادخار الاحتياط
63	4.5. ادخار المضاربة
64	5. الادخار الاختياري والادخار الإِجباري
64	1.5. الادخار الاختياري
64	2.5. لادخار الإِجباري
64	1.2.5. نطاق الادخار التقاعدي لدى صناديق المعاشات والتأمينات الاجتماعية

64	2.2.5. نطاق ادخار الشركات
64	3.2.5. نطاق الادخار عن طريق الضرائب
65	4.2.5. ادخار إجباري نقدي (التضخم)
65	6. العوامل المحددة للادخار
66	1.6. تفصيل للعوامل المحددة للادخار الأسر
66	1.1.6. الحث على الادخار
66	1. الضرائب, سعر الفائدة والدخل
67	1.1. اقتصاد العرض
67	2.1. النظرية الكينزية
67	3.1. نظرية الدخل الدائم لفريدمان
68	2. التضخم والبطالة
68	3. الديمغرافيا (نظرية دورة الحياة)
70	2.1.6. الادخار المفسر بمختلف استعمالاته
70	1. الحصة الشخصية
70	2. تسديد القرض
70	3. التوظيفات المالية
71	7. ما هي أشكال الادخار؟
71	7.1. الادخار غير مالي

71	2.7. الادخار المالي
71	1.2.7. شراء الأوراق المالية بصفة مباشرة
71	2.2.7. هيئات التوظيف الجماعي للقيم المتحركة
72	8. دالة الادخار
73	9. الحالة الخاصة بادخار المؤسسات (التمويل الذاتي)
73	10. الادخار والاستثمار
73	1.10. العلاقة بين الادخار والاستثمار عند الكلاسيك ونيوكلاسيك
73	10.1.1. محددات الاستثمار
74	10.1.2. محددات الادخار الخاص
77	10.2. تسوية الادخار والاستثمار عند WICKSELL و Keynes
80	11. الادخار في فرنسا و بعض البلدان
83	الفصل الخامس: النقود وسعر الفائدة
83	مقدمة
83	1. مفاهيم عامة حول سعر الفائدة
84	1.1. طبيعة سعر الفائدة
84	1.1.1. تفضيل الحاضر
85	2.1.1. سعر للزمن
85	2. تعدد أسعار الفائدة

85	2. 1. سعر Taux de capitalisation et taux d'actualisation
86	2. 2. سعر الفائدة ex-ante و Ex-post
86	2. 3. سعر الفائدة الحقيقي والاسمي
87	2. 4. معدلات الفائدة البحتة purs ومعدلات الأسواق
87	3. النظريات المفسرة لمعدلات الفائدة
87	1.3. النظرية الكينزية
88	1.3.1. التحليل الكينزي للطلب على النقود: تفضيل السيولة
88	أ. الطلب على النقود النشيطة
88	1. دافع المعاملات
88	2. دافع الاحتياط
88	3. «دافع المالية»
88	ب. الطلب على النقود الخاملة: دافع المضاربة
89	1.3.2. النظرية الكينزية للفائدة
89	أ. دالة طلب على النقود
89	1. دالة M_1^d : الطلب على النقود من أجل المعاملات و الاحتياط
90	2. دالة M_2^d : الطلب على النقود من أجل المضاربة
90	3. الدالة الكلية: M^d : الطلب على النقود من أجل المعاملات و الاحتياط و المضاربة
91	ب. تحديد سعر الفائدة

91	3.1.3. نقاط الانتقاد
91	أ. وحدة السيولة
92	ب. تنوع الأصول المالية
92	ج. أصول مالية إلى مجموعة الأصول
92	2.3. النيوكنزيبين وتحليل المحفظة المالية
93	2.3. 1. تسيير سيولة المعاملات
94	2.2.3. انتقاد النظرية
94	3.3. نظرية تسيير سيولة المضاربة
95	3.3. 1. الخيار بين النقود والأوراق
95	3.3. 2. أثر سعر الفائدة
99	الفصل السادس: النقود و الإنتاج
99	مقدمة
99	1. نموذج IS-LM
99	1.1. القسم الحقيقي للنموذج
101	2.1. القسم النقدي للنموذج
103	1. 3. النموذج الكلي IS-LM
104	1. 3. 1. IS يقطع LM في جزءه الأفقي
104	1. 3. 2. IS يقطع LM في جزئه العمودي

105	1. 3. 3 IS يقطع LM في جزئه الأوسط
106	2. بديل آخر IS-LM Post-Keynesien ↓
106	1.2 نموذج Kaldor - Weintraub
106	2. 1. 1 سعر الفائدة متغير مستقل
107	2. 1. 2 عرض النقود متغير داخلي
108	2. 1. 3 الطلب على النقود
109	2. 2 السياسات الاقتصادية
109	3. إدخال القرض في النموذج IS-LM
110	3. 1. 3 سوق القرض
110	3. 1. 1 طلب القروض
110	3. 1. 2 عرض القروض
110	3. 1. 3 التوازن على سوق القروض
110	3. 2. 3 التوازن الكلي
110	3. 2. 1 منحنى LM
111	3. 2. 2 منحنى CC
112	3. 3. 3 السياسة النقدية
114	المراجع

قائمة الأشكال

قائمة الأشكال

الرقم	العنوان	الصفحة
1	طرق التمويل	28
2	أنواع التمويل	32
3	عملية الخصم	36
4	الاعتماد المستندي	37
5	مختلف طرق التمويل	41
6	أشكال أسواق الأموال	42
7	نموذج اقتصاد الاستدانة	48
8	الأطراف الفاعلة في نموذج اقتصاد الاستدانة	49
9	أثر الإزاحة	50
10	نموذج اقتصاد السوق المالي	54
11	أنواع الدخل	60
12	تحديد الدخل المتاح	61
13	نظرية دورة الحياة	69
14	دالة الادخار	72
15	دالة الاستثمار	74
16	سعر الفائدة الحقيقي التوازني	75
17	تحديد التوازن بين الادخار و الاستثمار	75
18	تأثير ارتفاع Yd على S وعلى i_R	76
19	تأثير الثروة على S وعلى i_R	77
20	تحديد التوازن بين الادخار و الاستثمار عند Keynes	79
21	تحديد الاستثمار عند Keynes	80
22	سعر الفائدة عند كينز	89
23	دالة الطلب على النقود من أجل المعاملات و الاحتياط	89
24	دالة الطلب على النقود من أجل المضاربة	90
25	دالة الطلب على النقود من أجل المعاملات و الاحتياط و المضاربة	90
26	تحديد سعر الفائدة في السوق النقدي	91

96	الخيار بين النقود والأوراق	27
100	القسم الحقيقي لنموذج كينز	28
101	أثار تغير I_0 على منحنى IS	29
102	القسم النقدي لنموذج كينز	30
103	أثار تغير M_0 على منحنى LM	31
103	نموذج IS-LM	32
104	IS يقطع LM في جزئه العمودي	33
105	IS يقطع LM في جزئه الأوسط	34
108	دالة الطلب على النقود في نموذج Kaldor - Weintraub	35
109	أثر السياسات الاقتصادية في نموذج Kaldor - Weintraub	36
111	تحديد التوازن في نموذج LM - CC	37
112	أثر السياسة النقدية في نموذج LM - CC	38

قائمة الرموز

قائمة الرموز

الرمز	المعنى
Matif	السوق المالية لأجل الفرنسي
SICAV	مؤسسات الاستثمار ذات رأس مال متحرك
FCP	الهيئات المشتركة للتوظيف
IF	المؤسسات المالية
M	القطاع العائلي
E	قطاع المؤسسات
A	قطاع الدولة
RM	القطاع الأجنبي
CEE	المجموعة الاقتصادية الأوروبية
S	الادخار
So	الادخار الذاتي
C	الاستهلاك
Co	الاستهلاك الذاتي
I	الاستثمار
Io	الاستثمار الذاتي
h	الحجم الساعي
Yd	الدخل المتاح
Y	الدخل
T _R	التحويلات
T _X	الضرائب
$100 * \frac{S}{Y}$	معدل الادخار
I R	الضريبة على الدخل
i	سعر الفائدة
i _R	سعر الفائدة الحقيقي
PMC	الميل الهامشي للاستهلاك
Y _p	الدخل الدائم
FBCF	تشكل خام لرأس المال الثابت

الادخار تحت التصرف	Sd
الميل الهامشي لرأس المال	PMK
الكفاية الحدية لرأس المال	EMK
معدل التضخم	π

مقدمة

مقدمة

يركز مقرر الاقتصاد النقدي والمالي المعمق بشكل أساسي على الجوانب النقدية والمالية للحياة الاقتصادية. وذلك بدراسة الترابط الوثيق بين المفاهيم الثلاثة النقود ، الأموال ، والأسواق المالية كوحدات متكاملة بهدف دراستها جميعاً في آن واحد. ومن المرجح أن يوفر مجموعة من الأدوات لفهم هذا الجانب المالي و النقدي للاقتصاد. فهو يأخذ بعين الاعتبار التعريف بمختلف المؤسسات المالية و النقدية و كذلك بنشأة وتطور أنظمة التمويل وطبيعة الأسواق المالية وأنواعها وأدواتها وماهية وأشكال الادخار. كما يهتم بالعلاقات التي تربط النقود بأهم المتغيرات الاقتصادية كسعر الفائدة و الإنتاج. كل ذلك بهدف تهيئة الطالب وظيفياً عند شغله لأي وظيفة تتعلق بهذا المجال. و هو موجه أساساً لطلبة السنة الثالثة ليسانس تخصص اقتصاد نقدي و بنكي.

هذا المقرر يحتوي على ستة فصول رئيسية. الفصل الأول مخصص للمؤسسات المالية و النقدية. الفصل الثاني يهتم بآليات تمويل الاقتصاد وطبيعة الأسواق المالية وأنواعها وأدواتها. يهتم الفصل الثالث بنماذج أنظمة التمويل و مراحل تطورها و أهم عناصر التمييز بينها و الأسباب الرئيسية التي أدت إلى الانتقال من نموذج اقتصاد الإئتمان إلى نموذج الأسواق المالية. الفصل الرابع يركز على دراسة ماهية وأشكال الادخار و أهم النظريات المتعلقة به. أما الفصل الخامس و السادس فيهتمان بدراسة و تحليل العلاقة الموجودة بين النقود و سعر الفائدة والإنتاج على التوالي.

الفصل الأول

المؤسسات المالية و النقدية

الفصل الأول

المؤسسات المالية و النقدية

مقدمة

أصبحت الاقتصاديات المعاصرة تتميز بخصائص جديدة تتمثل في ظهور أطراف مهمتها جمع الأموال من أصحاب الفائض المالي و توفيرها إلى أصحاب العجز المالي، وتعرف هذه الأطراف بالوساطة المالية و التي تتشكل من المؤسسات المالية و النقدية .
تهدف الوساطة المالية إلى توفير الموارد المالية اللازمة للاقتصاد.
و نجد معنيين للمؤسسات النقدية:

-المؤسسات النقدية بالمعنى الضيق أو البحت ويقصد بها تلك المؤسسات المالية التي تتلقى الودائع الجارية وتمنح التمويل القصير الأجل وهي البنك المركزي والبنوك التجارية؛
-المؤسسات النقدية بالمعنى الواسع وهي تضم كل المؤسسات النقدية والمالية البنكية وغير البنكية التي تتعامل في منتجات نقدية أي منتجات مالية قصيرة الأجل أو منتجات مالية أي عمليات طويلة الأجل.
هذا الفصل سيعرف الطالب بالبنك المركزي والبنوك التجارية و المؤسسات المالية الأخرى.

1. البنك المركزي

1.1. نشأة و تطور البنك المركزي:

يعتبر البنك المركزي و هذا في مختلف البلدان أهم مؤسسة تقوم بشؤون النقود و الائتمان، و لهذا يقال عنه أنه بنك الدولة بما أنه تربطه بهذه الأخيرة علاقة وطيدة جدا، لأنه يمثل اليد التي تتدخل بها الحكومة للتأثير في الواقع الاقتصادي.

و تطور البنك المركزي يختلف من بلد لآخر ، إذ هو وليد تطور التاريخ النقدي في مختلف هذه البلدان ، و لهذا تختلف عن بعضها البعض ، و مع ذلك فإنه يمكن القول بأن ثمة مهام رئيسية عامة تسيطر على وظائف البنوك المركزية في مختلف دول العالم ، طبعاً مع اختلاف في التفاصيل .
و يجب الإشارة أن كثيراً من قواعد البنوك المركزية في مختلف الدول قد تأثرت بالتطور الذي لحق ببنك إنجلترا ، و في غالب الأحيان نجد أن البنك المركزي لم يولد هكذا مباشرة على أساسه بنك مركزي و إنما قد نشأ نتيجة لتطور أحد البنوك التجارية التي بالإضافة في مهامها ، قامت بوظائف أخرى من بينها إصدار النقود الورقية ، و عبر الزمن تطورت حتى أصبحت تمتاز بخصائص البنك المركزي. و بصفة عامة فالبنوك المركزية تعتبر حديثة النشأة نسبياً.

2.1. تعريف البنك المركزي:

عرفه Kent بأنه المؤسسة النقدية التي تقوم بمهمة إدارة التوسيع و الانكماش في حجم النقود و ذلك بغرض تحقيق الرفاهية العامة للمجتمع.

تعريف آخر: البنك المركزي في الغالب، مؤسسة عامة تشرف و تدبر شؤون النقد و الجهاز المصرفي في الدولة، بما يتوافق مع أهداف المصلحة العامة.

له خصائص معينة: مبدأ الوحدة، مؤسسة غير ربحية، إصدار النقود، ارتباطه بالحكومة، رأس الجهاز المصرفي.

3.1. وظائف البنك المركزي :

يقوم البنك المركزي بالوظائف التالية :

1.3.1. البنك المركزي بنك الدولة و مستشارها المالي: و هذا لأنه:

- ✓ ينفذ لحساب الحكومة السياسة النقدية
- ✓ ييسر و يتابع الحساب الجاري للخرينة العامة
- ✓ تحصيل شيكات تسديد الضرائب و الرسوم
- ✓ تحقيق التحويلات المطلوبة من المحاسب العام ، دفع الرواتب ، المعاشات...
- ✓ يقدم للدولة مساعدات مالية و تسبيقات
- ✓ يمدّها بالعملات الأجنبية التي قد تحتاجها لمواجهة التزاماتها الخارجية كما يقوم بشراء العملة الأجنبية الفائضة من الحكومة و التي تحصل عليها من القروض أو أي موارد أخرى
- ✓ يعتبر مستشار مالي للحكومة، فيقدم لها النصيحة فيما يتعلق بالإنفاق العام والميزانية
- ✓ يمثل الحكومة ماليا على المستوى الدولي.

2.3.1. البنك المركزي بنك الإصدار :

إن البنك المركزي يقوم لوحده باحتكار إصدار النقود الورقية.

3. 3.1. البنك المركزي بنك البنوك :

يقوم البنك المركزي بوظائف نقدية هامة و حيوية في النظام المصرفي لأي بلد و هذا ما أهله ليطلق عليه اسم بنك البنوك فهو الذي يتولى العمليات المصرفية المتعلقة بالمقاصة و التسويات و التحويلات الخاصة بهذه البنوك كما أنه يقوم بواجب المقرض الأخير لهذه البنوك في حالة ما إذا واجهتها أزمة سيولة.

4.3.1. مراقبة و توجيه الائتمان:

من خلال هذه الوظيفة يتاح للبنك المركزي من أن يتحكم في حجم نقود الودائع التي يخلقها الجهاز المصرفي، حين تقوم بمنح الائتمان (القروض) لعملائها، و الهدف هو تحقيق الاستقرار الاقتصادي.

4.1. مدى استقلالية البنوك المركزية :

بحكم الوظائف التي يؤديها فمهمته خطيرة وتأثيره بالغ على النشاط الاقتصادي وعلى مصلحة المجتمع ككل، ومن هنا خرجت آراء بعض المفكرين بضرورة استقلالية هذه المؤسسة عن الحكومة من أجل تقادي أي استغلال له من طرف جهة معينة.

وفي المقابل، هناك من يرى ضرورة إخضاع البنك المركزي لتوجيهات الحكومة وإدارتها، حيث أن هذه مؤسسة عامة تتولى شؤون النقد، والحكومة هي الممثلة لمصالح المجتمع، و بالتالي يجب أن تكون هذه المؤسسة تحت سيطرة الحكومة.

النظرة الحديثة المتبعة هي إعطاء البنك المركزي قدرا محددًا من الاستقلال (الدول المعاصرة) مع ضرورة وجود قوانين تضمن تعاون تلك البنوك مع الحكومة.

2. البنوك التجارية:

1.2. تعريف البنوك التجارية:

تعتبر أهم مؤسسات الإيداع المالية، حيث تكون الجزء الأكبر من الجهاز المصرفي المالي، و مهمتها الأساسية هي قبول الودائع من الأفراد و المؤسسات، ثم تقوم باقتراض ما تجمع لديها من أموال الودائع لمن يطلب اقتراضها.

2.2. خصائص البنوك التجارية :

✓ مؤسسات مالية تقوم على الائتمان: أي قبول الودائع و منح القروض، و تحصل على فرق الفائدة بين العمليتين.

✓ مؤسسات مالية تتعامل بالنقود: أي أن جميع عمليات البنوك تقوم على أساس استخدام النقود (ودائع، قروض، فائدة).

✓ ظاهرة تركيز البنوك : أي تركيز البنوك في عدد قليل.

3.2. وظائف البنوك التجارية :

و هي تتمثل في وظيفتين أساسيتين : نقدية و تمويلية أي كتوليد للنقود و كوسيط مالي.

1.3.2. البنوك كوسيط مالي :

فهي تجمع الأموال من الأفراد المودعين بصفقتهم مقرضين للبنك، و تقوم البنوك بتقديم هذه الأموال للمقرضين (مستهلكين و مستثمرين)، و لا تختلف البنوك التجارية بهذه الوظيفة عن غيرها من المؤسسات المالية الأخرى سوى أن طبيعة قروضها الممنوحة تكون قصيرة الأجل عامة.

2.3.2. توليد النقود:

وهذه الوظيفة تتميز بها البنوك التجارية عن غيرها من المؤسسات المالية الأخرى، و هي تعني أن البنوك تتلقى ودائع الأفراد بالنقود الأساسية ثم تقوم بتوليد ودائع أكبر بكثير من تلك الودائع الأساسية التي أودعت لديها، و أصبحت هذه الودائع وسيلة مقبولة لدفع الالتزامات بين أفراد المجتمع و يتم انتقال الحقوق فيها بين الأفراد عن طريق الشيك.

3. البنوك المتخصصة:

نشأ هذا النوع من البنوك المتخصصة في الدول النامية نتيجة لحاجتها إلى مؤسسات متخصصة في منح القروض لقطاعات معينة بهدف تشجيع تنميتها ، كالزراعة و الصناعة و الإنشاءات التي يمكن أن يتعذر على البنوك التجارية تمويلها لأنها في أغلب الأحيان تحتاج إلى قروض طويلة المدى . هدفها الأساسي ليس الربح و لهذا تسمى عادة بنوك التنمية.

1.3. خصائصها:

- ✓ هدفها الأساسي ليس الربح و إنما تنمية قطاع إنتاجي معين.
- ✓ تتخصص بتقديم القروض المتوسطة و الطويلة الأجل.
- ✓ هي غالبا ما تكون حكومية أو مختلطة.
- ✓ أسعار الفائدة على قروضها معتدلة تنمشى مع غاياتها.
- ✓ تعتمد أساسا على مواردها المالية الذاتية، و خصوصا على رأس مالها في القروض التي تقدمها.
- ✓ تلقى الدعم و الحماية من الدولة.
- ✓ تكون سياستها الافتراضية ضمن الخطة التنموية للدولة.
- ✓ إن برنامج تسديد القرض و خدماته عادة يكون متفقا مع قدرة المقرض الحقيقية.
- ✓ تتعرض إلى المخاطر أكثر من بقية المؤسسات المالية الأخرى لاعتمادها الافتراض طويل المدى و الذي يتأثر بظروف المستقبل غير المتوقعة.

✓ لها صفة احتكارية.

2.3. علاقتها بالبنك المركزي : تتمثل في ما يلي :

- ✓ على هذه البنوك أن تحصل على ترخيص بالعمل من البنك المركزي باعتبارها جزءا من الجهاز المصرفي و المالي.
- ✓ يحق لمؤسسات الاقتراض المتخصصة، فتح حسابات لها في البنوك المركزية، وأن يقبل ودائعها، و يحصل على الأموال و الطالبات النقدية المستحقة لها.
- ✓ تمنح البنوك المركزية مؤسسات الاقتراض المتخصصة سلف و قروضلفتراة محددة و عادة بضمانات.
- ✓ على البنك و المؤسسات المتخصصة تزويد البنك المركزي بالمعلومات التيطلبها في الأوقات و الطرق التي يحددها.
- ✓ يحق للبنوك المركزية الإشراف على سجلات هذه البنوك و تدقيقها.
- ✓ على البنوك المتخصصة أن تلتزم بالخطة التتموية للدولة، و بإشراف البنك المركزي.

3.3. أنواع البنوك المتخصصة :

البنوك الزراعية، البنوك الصناعية، البنوك العقارية، البنوك التعاونية،(تخفيض ظاهرة البطالة، و قف النزوح الريفي، دعم الحرف اليدوية، تربية المواشي، الصناعات الصغيرة لإنتاج مشتقات الحليب... الخ).

4. البنوك الإسلامية:

يعود تاريخ هذه البنوك إلى عام 1940 عند إنشاء صناديق الادخار في ماليزيا تعمل بدون فائدة، في عام 1975 تم إنشاء البنك الإسلامي للتتمية في جدة، و بعد ذلك انتشرت في العديد من البلدان الإسلامية و غير الإسلامية.

و يمكن تعريف البنوك الإسلامية على أنها مؤسسات مالية تجارية تتعامل بالنقود و تسعى إلى تحقيق الربح و تلتزم في جميع أعمالها بالشريعة الإسلامية.

1.4. خصائص البنوك الإسلامية :

1.1.4. الصفة العقيدية :

حيث تمثل الشريعة الإسلامية الإطار الذي يحكم سلوك البنك، فبالإضافة إلى الوظيفة الاقتصادية (مثل المؤسسات الأخرى)، فهي تقوم بالأخذ بعين الاعتبار للمصلحة العامة للمجتمع و ذلك بالاعتماد على معايير أخرى منها الشرعية و الاجتماعية .

2.1.4. الصفة الاستثمارية:

البنوك الإسلامية تجد مجالاً لتحقيق فائدة لمواردها من خلال الاستثمار .

3.1.4. الصفة الإيجابية :

بما أن طبيعتها هي الاستثمار، فإنها تبحث دائماً على شركاء يشتركون معها في تلك الاستثمارات و البحث عن فرص جديدة أيضاً لهذه الأخيرة.

4.1.4. أعمال متعددة:

فقد يكون البنك الإسلامي بنكا اجتماعيا يسعى لتحقيق التكافل الاجتماعي في المجتمع مثل بنك ناصر الاجتماعي الذي ظهر في مصر عام 1971 ، قد يكون بنكا دوليا لمساعدة مجموعة الدول الإسلامية في تنمية التجارة مثل البنك الإسلامي للتنمية في جدة و الذي أنشأ عام 1975 ، قد يكون بنك تمويل للمشروعات الاستثمارية مثل البنك الكويتي، قد يكون بن تنمية مثل بنك دبي الإسلامي .

2.4. الموارد المالية للبنوك الإسلامية :

تتكون من المصادر التالية : رأس المال المدفوع من قبل أصحاب البنك، الاحتياطات النقدية، و الودائع التي يقبلها البنك من أفراد المجتمع.

تقدم البنوك الإسلامية العديد من الخدمات المصرفية شرط أن لا تشمل على أي محصور مثل الفائدة، فتأخذ البنوك مقابل هذه الخدمات فوائد مثل : العملات، الإيجار، الربح و الرسوم، و من هذه الخدمات : الإعتمادات المستندية، خدمة الحوالات النقدية، عمليات المصارفة، خدمة الأوراق المالية ما عدا خصمها، بطاقات الائتمان، تأجير الخزائن الحديدية، إدارة الممتلكات و الشركات و الاستثمارات المختلفة للعملاء.

5. الخزينة العامة :

هي الممثلة المالية للحكومة بجميع وزاراتها و دوائرها الرسمية و شبه الرسمية و تقوم عادة بالوظائف التالية:

✓ تنظيم الميزانية العامة للدولة و الإشراف على تنفيذها و متابعتها سنويا، أهي المسؤولة عن تنفيذ السياسة المالية للدولة.

✓ جمع الإيرادات الضريبية و غير ضريبية نيابة عن الدولة.

✓ القيام بالإشراف على النفقات الحكومية.

- ✓ إصدار السندات الحكومية لتمويل أي عجز في ميزانية الدولة.
- ✓ مراقبة و تعقب الأعمال المخالفة للقانون إما بشكل تهرب ضريبي أو بشكل عمليات تهريب السلع و العملات الأجنبية أو عمليات تزوير العملة الوطنية.

6. مؤسسات الادخار و التأمين: مؤسسات مالية غير مصرفية.

شهدت الفترة منذ نهاية الحرب العالمية II نموا كبيرا في المؤسسات المالية غير المصرفية خاصة في البلدان المتقدمة ومن أهمها : صناديق توفير البريد ومؤسسات الادخار لأغراض الإسكان ومؤسسات الضمان الاجتماعي وشركات التأمين بكل أنواعها.

1.6. مؤسسات الادخار:

تقوم هذه الصناديق بعمليات مشابهة لعمليات البنوك، يمكنها فتح حسابات الشيك لزيائنها ومنحهم قروضا، لكن هذا يبقى عمل هامشي جدا لأن الاوسع هو جمع الادخار السائل بواسطة دفاتر مثل دفتر التوفير الشعبي.

2.6. شركات التأمين:

تعد شركات التأمين مؤسسات مالية متخصصة بمشاكل المخاطر غير المتوقعة، وتقوم بتعويض مشتري وثائق التأمين عن الخسائر المتحققة عند وقوع الحدث المؤمن عليه. تقوم شركات التأمين بتوزيع الخسائر التي تقع على المؤمن عند وقوع الحدث، فتقوم بتوزيعها على مجموع المؤمنين لديها، لأن ما تدفعه من تعويضات هو في الحقيقة من مساهمات المؤمنين جميعا الذين يدفعون أقساط التأمين، وحسب العقد المبرم مع شركة التأمين وهذه الفلسفة التي تقوم عليها عملية التأمين. فالمخاطر التي تواجه الإنسان عديدة في حياته (حريقا يأتي على ممتلكات الفرد، أو سرقة تحرمه من ممتلكاته) وللتخفيف أو التعويض عن مثل هذه المخاطر، يلجأ الأفراد و المؤسسات إلى شراء وثائق التأمين، لغرض الحصول على تعويضات من شركات التأمين، عند حدوث الخطر المتفق عليه مع شركة التأمين .

مصدر عائدات شركات التأمين هو أقساط التأمين التي يدفعها مشترو وثائق التأمين، وكذلك من الأرباح والفوائد المتأتية من استثمار أموالها، وتدفع من هذه الأموال تعويضات للمتضررين الممولين بالتأمين، وتقوم باستثمار الباقي عن طريق شراء أسهم وسندات.

الفصل الثاني

أنظمة التمويل

الفصل الثاني أنظمة التمويل

مقدمة

الأفراد الاقتصاديين نادرا ما يعرفون حالة توازن مالية بين الإيرادات والنفقات، يمكن أن يكونوا في حالة قدرة مالية أي بفائض مالي أو في حالة عجز مالي، السير الجيد للنشاط الاقتصادي يفرض بذلك أن الفائض المالي يوضع تحت تصرف أصحاب العجز المالي، هذا اللقاء يمكن أن يكون في الأسواق المالية بصفة مباشرة أو بصفة غير مباشرة عن طريق المؤسسات المالية التي تلعب هذا الدور (وسيط مالي).

1. ماذا يقصد بنظام التمويل؟

النظام عبارة عن مجموعة من المدخلات، التي تتفاعل فيما بينها، من خلال عمليات لتحقيق أهداف معينة، وقياس مدى تحقيق هذه الأهداف، مثل النظام المالي، الذي يعتبر تجمعا لأسواق مختلفة، أو مؤسسات مالية وظيفتها الموازنة بين مدخرات أي شخص، مع استثمار شخص آخر، ويعتبر النظام المالي من أهم معايير الدولة، حيث يوضح القدرة المالية والاقتصادية لها.

نظام التمويل يحتوي على الأسواق، الوسطاء ومؤسسات الخدمات وكل المؤسسات الأخرى التي تقوم بتطبيق القرارات المالية لقطاع العائلات، والمؤسسات والحكومات.

في بعض الأحيان سوق أداة من الأدوات المالية يكون له مكان معين مثل Matif (السوق المالية لأجل الفرنسي)، Le New York Stock exchange، ولكن في غالب الأحيان السوق ليس له مكان معين مثل سوق العملات الذي يعتمد فقط على الكمبيوترات وشبكات الاتصال التي تربط بين الوسطاء والعملاء.

الوسطاء الماليون يعرفون على أنهم مؤسسات تزاوّل النشاط الأولي الذي يتمثل في منح الخدمات والمنتجات المالية. هذه المؤسسات تتكون من البنوك، المؤسسات المالية ومؤسسات التأمين. منتجاتهم المالية تتمثل في الحسابات البنكية الجارية، القروض التجارية، القروض العقارية، SICAV (مؤسسات الاستثمار ذات رأس مال متحرك) و FCP (الهيئات المشتركة للتوظيف) ومجموعة متعددة من عقود التأمينات.

في الوقت الحالي، النظام المالي معولم، الأسواق والوسطاء الماليين مرتبطين ببعضهم البعض بشبكة عالمية واسعة للاتصالات إذ أن التحويلات المالية والعمليات على الأوراق المالية، تتم على مدار 24/24 سا و 7/7 أيام.

فمثلا إذا أرادت مؤسسة كبيرة ألمانية أن تمويل استثمار مهم يمكن لها أن تختار ضمن عدة إمكانيات عالمية، يمكن لها أن تصدر أسهم جديدة وتبيعها في سوق PARIS أو NEWYORK أو تقترض من صندوق التقاعد الياباني وهنا يمكن القرض أن يحرر بالأورو أو الين الياباني أو حتى الدولار الأمريكي.

2. التدفقات المالية:

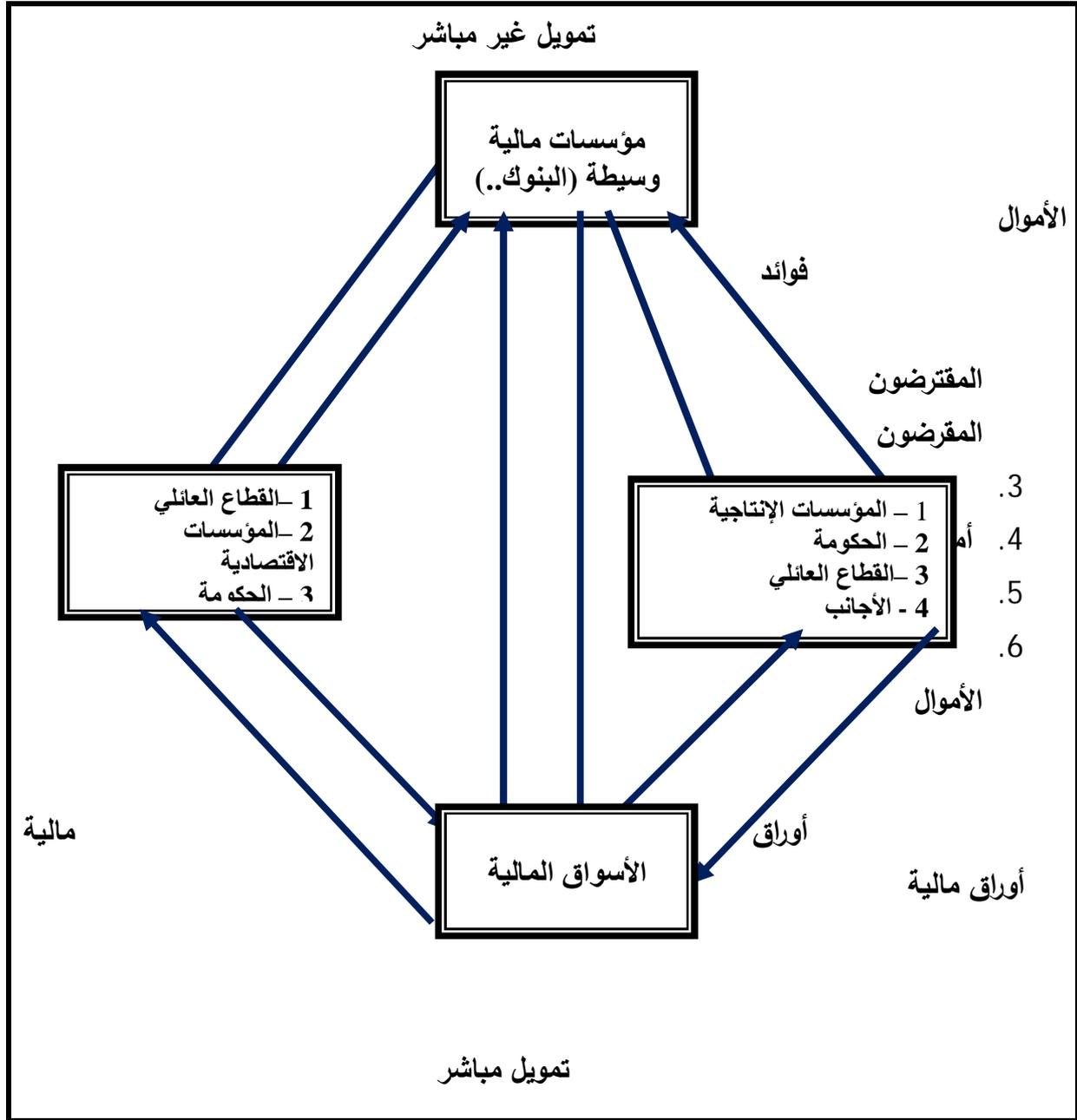
الشكل (1) يمثل التدفقات المالية ويبين لنا العلاقات الممكنة بين مختلف ممثلي النظام المالي. نلاحظ أن التدفقات المالية تأتي من أصحاب الفائض (المدخرون) أو المقرضون نحو أصحاب العجز (أصحاب الحاجة إلى المال) أو المقرضون.

فمثلا عائلة تدخر جزء من دخلها للتحوط للتقاعد فهي صاحبة فائض ولكن عائلة أخرى التي تبحث على شراء سكن ذات حاجة إلى أموال وبالتالي تكون صاحبة عجز.

أيضا مؤسسة تمتلك أرباح تفوق حاجياتها الاستثمارية تكن صاحبة فائض أما مؤسسة أخرى التي تبحث على تمويل لمشاريعها تكون صاحبة عجز.

الشكل (1) يبين أيضا أن بعض التدفقات تمر من أصحاب الفائض إلى أصحاب العجز عن طريق الوسطاء الماليين مثلا (البنوك) (أسهم فوق) أما التدفقات الأخرى فهي تمر مباشرة بالأسواق المالية دون وساطة مالية (أسهم تحت).

الشكل 1: طرق التمويل



لنبيين التدفق المالي الأعلى، نفترض أنك تودع مدخراتك في حساب بنكي وهذا البنك يستعمل هذا المال لمنح قرض لمؤسسة اقتصادية. في هذه الحالة فإنك لا تملك حق مباشر على المؤسسة ولكن تمتلك فقط وديعة لدى البنك والتي في المقابل البنك يمتلك حق مباشر على المؤسسة. ونلاحظ أن هناك فوارق في درجة المخاطرة والسيولة بين وديعتك والقرض الممنوح للمؤسسة فوديعة أكيدة وسائلة (أي يمكن أن تسحبها متى شئت)، ولكن القرض هو أصل من أصول البنك يحتوي على خطر عدم السداد ويمكن أن يكون غير سائل.

لنبيين التدفق المالي (تحت) نفترض أن عائلة حائزة على فائض مالي، فتشتري به أسهم مصدرة من طرف مؤسسة (بحاجة إلى مال)، في بعض الأحيان الأسرة تحصل مباشرة على هذه الأسهم (في حالة مثلا دفع المؤسسة للأرباح على شكل أسهم مجانية) دون المرور من المضارب أو وسيط مالي ولكن في أغلب الأحيان مضارب يتدخل للقيام بهذه العملية عن طريق جمع مدخرات العائلة وتحويلها إلى المؤسسة المصدرة.

في الشكل (1)، السهم الموجه من الوسطاء الماليين إلى الأسواق يعبر على أن الوسطاء غالبا ما يقومون بتزويد الأسواق بالأموال، فمثلا زوجان يقومان بدفع أقساط تقاعدها فيقومان باستثمار مدخراتهما في شركة تأمين (وسيط) وهي بدورها تقوم باستثمار هذه الأموال في شراء أسهم و سندات في سوق المال، بواسطة هذه الشركة زود الزوجان بصورة غير مباشرة المؤسسات المصدرة لهذه الأسهم والسندات بالأموال اللازمة.

السهم الموجه من الأسواق إلى الوسطاء، يعبر على أنه هناك وسطاء يتحصلون على حصة من أموالهم من الأسواق.

3. تمويل الاقتصاد

كيف باستطاعة أصحاب الفائض أن يمولوا أصحاب العجز؟

إن عملية تمويل الاقتصاد لا يمكن أن تتم سوى من مصدرين أحدهما داخلي والثاني خارجي.

1.3. التمويل الداخلي للمؤسسة الاقتصادية:

هي مجموعة الموارد المالية، التي تستطيع المؤسسة الحصول عليها من عملياتها الجارية أو من مصادر عرضية دون اللجوء إلى مصادر خارجية. و من مميزات هذه الأموال أنها تبقى، و لمدة طويلة، في خدمة المؤسسة، حيث يتم رصدها لتغطية الاحتياجات المالية اللازمة لتسديد الديون، و تنفيذ الاستثمارات الرأسمالية، و زيادة رأس المال العامل.

كما تتكون مصادر التمويل الداخلي من الفائض النقدي المحصل عليه من طرف المؤسسة، من خلال عملياتها الجارية، والذي يتمثل في مجموع الأرباح غير الموزعة، و مخصصات الإهلاكات و المؤونات ذات الطابع الاحتياطي، بالإضافة إلى قيمة التنازل عن الأصول غير المستخدمة.

1.1.3 تعريف التمويل الذاتي

إن نشاط المؤسسة يمكن أن يخلق فائضا نقدياً، يؤدي إلى تكوين عرض نقدي حقيقي، يسمح هذا الأخير للمؤسسة باستخدام الأموال غير الموزعة على الشركاء، لأجل الحصول على قروض أو حصص جديدة. هذا الفائض النقدي، لا يبقى كله تحت تصرف المؤسسة، ذلك لأن جزءا منه يوزع على الشركاء، الرصيد المتبقي يشكل ما يعرف بالتمويل الذاتي.

تظهر أهمية التمويل الذاتي، من خلال اعتماده حالياً من طرف كل من خبراء التسيير و المختصين في التحليل المالي، و استعماله نظراً لأهميته الأساسية في حياة و نمو المؤسسة و تطورها. يمكن إعطاء تعاريف عدة للتمويل الذاتي:

- التمويل الذاتي هو تمثيل الثروة التي بحوزة المؤسسة المالية .
- التمويل الذاتي هو إعادة استثمار الفائض المالي كله أو بعضه في أعمال المؤسسة، وبذلك تتفادى هذه الأخيرة زيادة رأس مالها سواء من أصحابها أو من الغير، وهذا لأغراض التوسع في المؤسسة وما يترتب عن ذلك من مشاكل ومصاريف تنقل كاهل المؤسسة .
- هو عبارة عن مفهوم يبين القدرات الذاتية للمؤسسة على تمويل الاستثمارات التي تقوم بها.

3.1.2. مكونات التمويل الذاتي:

يتكون التمويل الذاتي أساساً من:

- ✓ مخصصات الاهتلاك المقتطعة سنوياً.
- ✓ المؤونات التي زال الخطر الذي أنشأت من أجله.
- ✓ الأرباح المحتجزة.

3.1.3. إيجابيات التمويل الداخلي

- ✓ يعتبر التمويل الذاتي المصدر الأول والأساسي بالنسبة للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة ، التي يتعذر عليها الحصول على حاجتها من الأموال من مصادر أجنبية، وبخاصة عند انعدام الضمانات أو نظراً لارتفاع أسعار الفائدة المطبقة على القروض،
- ✓ المصدر الأول لتكوين رأس المال الطبيعي بأقل تكلفة ممكنة ، حيث لا يحمّل المؤسسة أية أعباء عند قرار الرفع من رأس مالها ، أين يتم تمويل استثمارات المؤسسة بواسطة مدخراتها ، مما يقلل من مخاطر الاستثمارات الجديدة ،
- ✓ يحافظ على الاستقلالية المالية للمؤسسة إذ لا تقع عليه رقابة من قبل الدائنين ،
- ✓ يتيح للمؤسسة حرية التصرف فيه ، حيث يمكن تخصيصه للاستثمار، تسديد الديون، توزيعه على الشركاء أو تمويل دورة الاستغلال،
- ✓ استفادة المؤسسة من التخفيضات الجبائية، باعتبار أن الإهلاكات تمثل الجانب الأوفر من التمويل الذاتي وبما أنها معفاة من الضريبة ، فإن ذلك يؤدي إلى تخفيض الوعاء الضريبي للمؤسسة ، بما يساوي قيمة الإهلاكات المسموح خصمها ضريبياً.
- ✓ يخفف من إمكانية لجوء المؤسسة إلى الاستدانة بشكل دائم ، حيث يستبعد إمكانية تحمل المؤسسة لأعباء تعاقدية ؛ من دفع الفوائد أو تسديد الديون،

- ✓ يتيح للمؤسسة فرصة إعادة استثمار الأرباح المحتجزة ، في حالة عدم أخذ المساهمين لنصيبهم منها ، مما يدعم القدرة الاقتراضية للمؤسسة بواسطة حقوق الملكية.
- ✓ إيجابية الحيلة، اذ يسمح لأصحاب رأس المال الحفاظ على إدارة المؤسسة ومراقبة سيرها

3.1.4. سلبيات التمويل الداخلي

- ✓ تنمية المؤسسة متعلق بقدرتها على التمويل الداخلي إذن يمكن لها أن تفقد فرص عديدة للنمو وبذلك تعرض حياتها في المستقبل إلى خطر الزوال.
- ✓ قد يؤدي عدم توزيع الأرباح على المساهمين و المستخدمين، و ضمها إلى التمويل الذاتي إلى فقدان اهتمامهم بالمؤسسة،
- ✓ إن التمويل الذاتي يحجز الادخار المجمع في نفس القطاع، و من ثم فإن عدم الاستغلال الأمثل لهذه الأموال، قد يؤدي إلى إضعاف العائد بسبب تقصير الإدارة في دراسة مجالات استخدام هذه الأموال، وذلك بخلاف الأموال الأجنبية،
- ✓ عدم خضوع التمويل الذاتي للرقابة، قد يؤدي إلى تبديد الأرباح المتراكمة، و ذلك باستثمارها في مشاريع غير ذات أهمية، أو تجميدها و عدم الاستفادة منها.

في الأخير يمكن لمدير المؤسسة أن يقوم بحساب تكلفة فرصة التمويل بمصادر داخلية مقارنة بمصادر أخرى حتى يتفادى بعض من هذه السلبيات.

3.2. التمويل الخارجي للاقتصاد:

يشمل التمويل الخارجي كافة الأموال التي يتم الحصول عليها من مصادر خارجية، بالإضافة إلى ذلك فإن حجم التمويل يتوقف على حجم التمويل الداخلي و احتياجات المؤسسة، و بهذا يعتبر التمويل الخارجي مكملاً للتمويل الداخلي، لتغطية و تلبية المتطلبات المالية للمؤسسة. عموماً، فإن التمويل الداخلي لا يكفي لوحده لتغطية المتطلبات المالية للمؤسسة، مما يستوجب ضرورة اللجوء إلى مصادر خارجية في شكل اقتراض أو زيادة في رأس المال أو المزج بينهما في آن واحد.

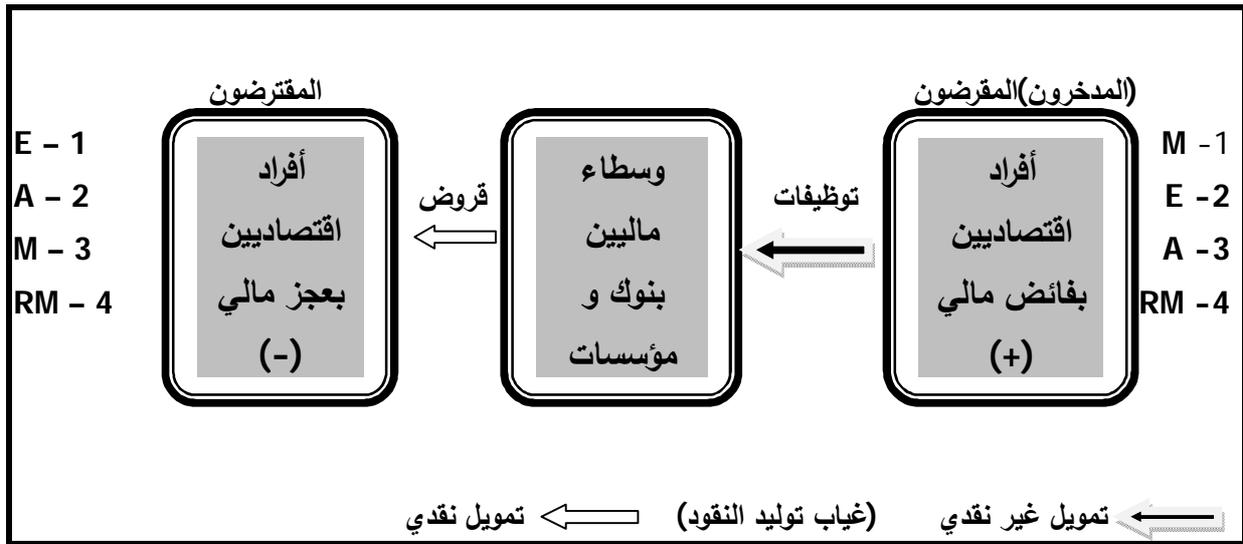
التمويل الخارجي للاقتصاد ينقسم إلى تمويل مباشر وتمويل غير مباشر.

1.2.3. التمويل غير المباشر: (بواسطة مالية):

أ. ماهية التمويل غير المباشر:

في هذا النظام الوسيط الماليين (البنوك التجارية والمؤسسات المالية) يربطون بين الأفراد الاقتصاديين ذوي الفائض بذوي العجز المالي، البنوك تعد من أهم الوسطاء الماليين، نظرا لقدرتها على توليد النقود.

الشكل 2: أنواع التمويل



اللقاء بين العجز والفائض المالي.

مثال عن عجز مالي وفائض مالي.

يوضح الشكل (2) وجود قطاعيين (المقرضون والمقترضون)، يحتل القطاع العائلي المكان الأول في قطاع أصحاب الفائض لأنهم بطبيعتهم يتميزون بأن دخولهم أكثر من نفقاتهم وهذا لا يمنع أن في بعض الأحيان تحتل المؤسسات الاقتصادية المكان الأول في قطاع المقترضون نظرا لحاجتها المستمرة إلى تمويل مختلف مشاريعها الاستثمارية والإنتاجية ثم نجد الحكومة تحتل المركز الثاني، وحاجتها إلى التمويل يتمثل في حاجتها إلى تمويل عجزها في ميزانيتها.

ب. شرح وجود الوساطة المالية

التمويل غير المباشر يشرح بثلاث عوامل:

- **La réalisation d'économies d'échelle** : تحقيق اقتصاديات السلم وفورات الحجم، وذلك بالعمل على مبالغ مرتفعة وعدد كبير من الزبائن، إذ يمكن للمؤسسة المالية أن تحصل على تكلفة الوحدة الواحدة منخفضة بالمقارنة بالعمليات المالية التي يقام بها فرديا.

▪ **تقليص الاختلاف في المعلومات: Réduction asymétries d'information: العلاقة**

بين المقرض والمقترض، التي هي مركز المالية، هي دائما معرضة لهذا الاختلاف في الحصول على المعلومات بمفهوم أن المقترض، غالبا ما يكون لديه معلومات أكثر على المشروع الذي سيمول من المعلومات التي يحصل عليها المقرض. IF يعملون على تقليص هذا الاختلاف في الحصول على المعلومات مثلا عندما تطلب مؤسسة تمويل من البنك، هذا الأخير بمقدوره أن يقوم بتقييم قدرته على الوفاء بديون زونه لأنه هو الذي يراقب حساباته ويعرف حالته المالية.

▪ **دور IF هو العمل على توافق طلبات المقترضون والمقرضون التي لا تكون لديها بالضرورة نفس الميول وذلك لأن المدخر (المقرض) يبحث دائما عن توظيفات سائلة وغير خطرة أما المؤسسة المقترضة يمكن أن تكون لها الحاجة في تمويل طويل الأجل لمشروع يحمل مخاطر كبيرة. لتحقيق هذه الوصلة البنينة (interface) بين المقرضين والمقترضين، البنوك تقوم بتحويل العناصر الثلاثة المهمة في الديون والحقوق (الأجل، الفائدة، والخطر).**

- **تحويل الآجال:** تمويل طويل الأمد بمصادر قصيرة الأجل.

- **تحويل الفوائد:** قروض بأسعار فائدة متغيرة (Indexés sur les conditions du marché) مرتبطة بشروط السوق مموله بمصادر ذات معدل فائدة ثابت.

- **تحويل الأخطار:** تمويل قروض التجهيزات للمؤسسات بمصادر دون خطر (الودائع الجارية مثلا).

بهذا المفهوم للوساطة المالية، مؤسسات الائتمان تقوم بجمع أموال على المدى القصير لتحويلها إلى قروض على المدى الطويل، هذا بنظرة بسيطة للوساطة المالية لكن تقديم البنوك لقروض يمكن أن يكون من لا شيء، أي من دون سابق وديعة وهذا ما نسميه خلق النقود.

اقتصاد ممول بهذه الطريقة يسمى اقتصاد الاستدانة، على حسب Gurley st Shaw الوساطة

المالية تستلزم خلق نوعين من الديون:

1 - **الدين الأولي:** هو دين البنك للمدخرين بصفته يتوجب عليه أن يسدد لهم ودائعهم عند الطلب.

2 - **الدين الثانوي:** هو دين المقترضين تجاه البنك.

إذن التمويل البنكي يتعامل بالقرض البنكي.

ج. **أشكال القروض البنكية:**

نميز عادة بين القروض الموجه للمؤسسات وتلك الموجهة للأشخاص.

1. **البنك والمؤسسة:**

احتياجات المؤسسة متنوعة وكثيرة، جزء مهم منها مغطى بالتمويل الذاتي والباقي مغطى

بالأسواق المالية والبنوك.

عرض البنوك يمكن أن يقسم إلى أربعة أقسام:

- ✓ تمويل الاستثمار والتجهيز.
- ✓ تمويل الاستغلال والخزينة.
- ✓ تمويل المبادلات مع الخارج.
- ✓ قروض عن طريق الإمضاء.

1.1.1 قروض الاستثمار والتجهيز:

هذا النوع من القروض موجه لتمويل الجزء الأعلى من ميزانية العقارات، وسائل الإنتاج ومعداته، فهي من العمليات التي تقوم بها المؤسسات لفترات طويلة، وهذا النوع من العمليات ينتظر من ورائها عائد أكبر في المستقبل.

1.1.1.1 القروض المتوسطة الأجل:

يوجد هذا النوع من القروض لتمويل الاستثمارات التي تتراوح مدتها بين 2 - 7 سنوات مثل الآلات، المعدات ووسائل النقل وتجهيزات الإنتاج بصفة عامة ويمكن التمييز بين نوعين هما:

أ. قروض قابلة للتعبئة: لدى مؤسسة مالية أخرى أو لدى الإصدار ويقصد بها أن البنك المقرض بإمكانه إعادة خصم هذه القروض لدى مؤسسات مالية، أو لدى البنك المركزي.

ب. قروض غير قابلة للتعبئة:

في هذا النوع، البنك ينتظر حتى وقت السداد ولكن هذه الطريقة أصبحت أقل استعمالاً.

2.1.1.1 القروض الطويلة الأجل:

توجه لتمويل الاستثمارات ذات مبالغ مالية كبيرة والتي مدتها تفوق 7 سنوات وهي توجه لتمويل نوع خاص من الاستثمارات مثل الحصول على العقارات، أراضي، مباني، وتمول من طرف مؤسسات متخصصة نظراً لطبيعتها (المبلغ ضخمة ومدة طويلة) لا تقوى البنوك التجارية عادة على جمعها نظراً لطبيعة الخطورة العالية الموجودة في هذا النوع من القروض للبحث عن الوسائل الكفيلة لتخفيف من هذه المخاطر كإشراك عدة مؤسسات في تمويل واحد وطلب ضمانات حقيقية ذات قيمة عالية قبل الشروع في عملية التمويل.

3.1.1.1 القرض الإيجاري:

هي تقنية أمريكية استوردت من أمريكا سنوات 60 إلى أوروبا ثم إلى باقي العالم، تستعمل في تمويل الاستثمارات فالقرض الإيجاري هو عملية يقوم بموجبها بنك أو مؤسسة مالية أو شركة تأجير مؤهلة قانونياً لذلك بوضع آلات ومعدات أو أية أصول مالية أخرى بحوزة مؤسسة مستعملة على سبيل الإيجار مع إمكانية التنازل عنها في نهاية الفترة المتعاقد عليها ويتم التسديد على أقساط يتفق بشأنها تسمى ثمن الإيجار.

1.2. قروض الاستغلال والخزينة:

يستعمل هذا النوع من القروض في مرحلة الاستغلال بحيث تكون موجهة لنشاطات الاستغلال لدى المؤسسة في فترة قصيرة لا تتعدى غالباً (12 شهراً) كالتأمين والتخزين و الإنتاج والتوزيع. تتبع البنوك عدة طرق لتمويل هذه الأنشطة وذلك حسب طبيعة النشاط، صناعي زراعي، أو خدمي أو حسب طبيعة وضعية المؤسسة أو الغاية من القرض، ويمكن تصنيفها إلى الأصناف التالية.

1.1.2. القروض العامة:

هي قروض موجهة لتمويل الأصول المتداولة عامة ومن بينها نجد:

أ. تسهيلات الصندوق:

هي عبارة عن قروض تمنح للزبون للتخفيف من صعوبات السيولة المؤقتة التي يواجهها والناجمة عن تأخر الإيرادات عن النفقات ويلجأ إليها في نهاية الشهر مثلاً للقيام بدفع رواتب العمال، تسديد فواتير الغاز والكهرباء والماء والكراء... الخ.

ب. السحب على المكشوف:

هو عبارة عن قرض بنكي لفائدة الزبون الذي يسجل نقصاً في الخزينة الناجم عن عدم كفاية رأس المال العامل ويسمح للبنك بمنح فرصة للمؤسسة بجعل حسابها مديناً لفترة أطول إذا ما قورنت بتسهيلات الصندوق (تراوح بين عدة أسابيع وسنة).

ج. قروض الموسم:

هي نوع خاص من القروض البنكية وتتأشأ عندما يقوم البنك بتمويل نشاط موسمي.

د. قروض الربط:

هي قروض تمنح إلى الزبون لمواجهة الحاجة إلى السيولة المطلوبة لتمويل عملية مالية في الغالب تحقيقها شبه مؤكد (قرض للفلاحين).

2.1.2. القروض الخاصة:

هذا النوع من القروض موجه لتمويل نوع معين من الأصول ونجد من بينها:

أ. تسبيقات على البضائع:

موجه لتمويل مخزون معين والحصول مقابل ذلك على بضائع كضمان للقرض.

ب. تسبيقات على الصفقات العمومية:

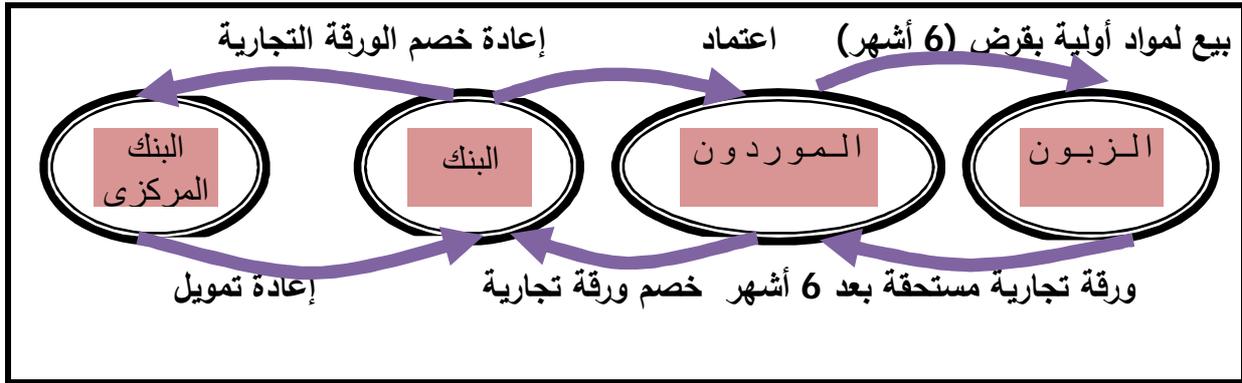
توجه للمقاولين من أجل انجاز أشغال لفائدة السلطات العمومية بحيث يتم رهن الصفقة لصالح البنك حتى يتم سداد الدين.

ج. الخصم التجاري:

هي التقنية الأكثر قدما والأكثر سهولة وهو عبارة عن تسبيق مبلغ مالي على قيمة الورقة قبل وصول مدة استحقاقها بعمولة.

والخصم التجاري هو أن يقوم البنك بشراء ورقة تجارية من حاملها قبل وصول موعد استحقاقها مقابل خصم جزء من قيمتها ثم يتم تحصيل هذه الورقة من المدين في التاريخ المتفق عليه.

الشكل 3 : عملية الخصم



3.1.1 قروض المبادلات الخارجية:

التقنية الأكثر استعمالا في هذا النوع من القروض هي الاعتماد المستندي. يقصد بالاعتماد المستندي تعهد كتابي صادر من البنك بناء على طلب المستورد لبضائع لصالح المصدر الذي يتعهد فيه البنك بدفع قيمة الكمبيالات المسحوبة عليه أو قبولها عند تقديمها بالشروط الواردة بالاعتماد وعليه فإن هذه الاعتمادات تتمثل في اعتمادات الاستيراد والتصدير والهدف الرئيسي للبنك هو تحقيق الربح الناتج عن الفرق بين الفوائد التي يقدمها البنك للزبائن الذين أودعوا أموالهم لديه.

1.3.1 اعتماد مستندي: .Crédit documentaire.

تعريف:

الاعتماد المستندي يتمثل في العقد الذي من خلاله البنك يتعهد بأمر ولحساب زبونه لتسديد أو الدفع للمستفيد من هذا الاعتماد قيمة السلعة المشتراة مقابل تسليم بعض المستندات (ولهذا سمي المستندي)، وهو داخل في مجموعة الاعتمادات الأكثر ضمانا.

المتعاملون:

المستوردون (المشتررون) والمصدرون (البائعون)، البنك المصدرة (بنك المستورد) والبنك notificatrice (المصدر).

أساليب الدفع أو التحقيق: Credoc محقق بالدفع عند الاطلاع بقبول الكمبيالة أو بمفاوضة الكمبيالة.

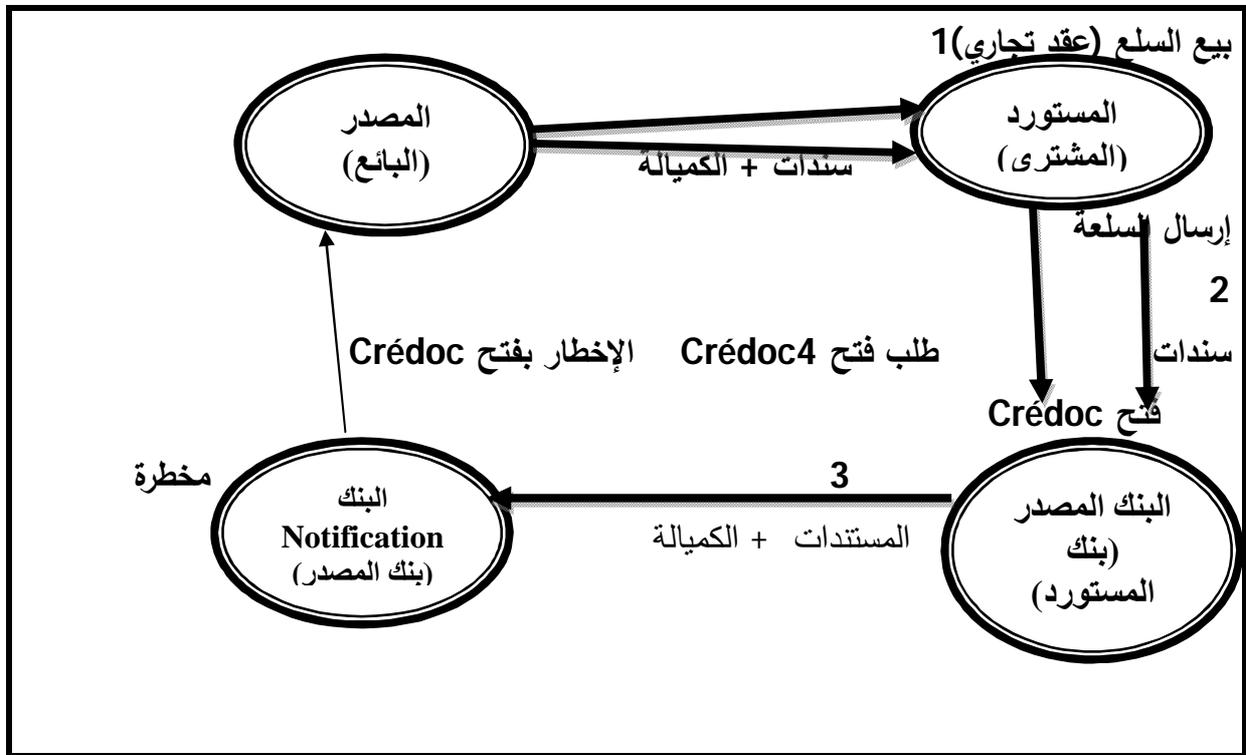
المستندات: (عن طريق الباخرة أو الطائرة أو السيارة)

الأوراق المتعلقة بالسلعة (الفاتورة، الأوراق الجمركية، شهادة مصدر البضاعة..).
أوراق التأمين.
الأنواع:

لدينا اعتماد مستندي قابل للإلغاء (Révocable) و اعتماد مستندي غير قابل للإلغاء (Irrévocable) و اعتماد مستندي غير قابل للإلغاء ومؤكد.

في النوع الأول البنك المصدر يمكن أن يلغي الاعتماد ما دامت المستندات لم تصل بعد.
في النوع الثاني البنك المصدر له متعهد بصفة نهائية ولا رجعة فيها بينما البنك (Notificatrice) ليس بعد. النوع الثالث غير قابل للإلغاء ومؤكد (البنكين متعهدين).

الشكل 4 : اعتماد مستندي Crédit documentaire



4.1. القروض عن طريق الإمضاء:

هذا النوع من القروض لا يتجسد في إعطاء أموال حقيقية من طرف البنك إلى الزبون وإنما يتمثل في الضمان الذي يقدمه البنك له لتمكينه الحصول على الأموال من جهة أخرى، فالبنك لا يمنح نقود ولكن يمنح ثقة ويكون مضطرا لمنح المال في حالة عجز الزبون على الوفاء بالتزاماته ومن أنواعه نجد: الضمان الاحتياطي، الكفالة والقبول.

2. البنك والأشخاص:

القروض الموجهة للأشخاص هي قروض موجهة لقطاع العائلات. نجد منها قروض الاستهلاك، قروض العقارات.

2.2.3. التمويل المباشر (دون وساطة مالية)

التمويل المباشر هو نظام تمويل يلغي الوسطاء الماليين (من بنوك ومؤسسات مالية) ويعوضهم بالسوق المالي، و يعنى به المكان الذي يلتقي فيه وبصفة مباشرة من دون وصلة عارضوا وطالبوا الأموال لاستبدال فائضهم وعجزهم (على الأجل الطويل). السوق المالي إذن هو السوق الذي تصدر وتتفاوض فيه الأوراق المالية الطويلة الأجل (ذات أجل الاستحقاق فوق 7 سنوات). الإصدار يتم في السوق الأولي و التفاوض يتم في السوق الثانوي (البورصة) من بين أهم البورصات العالمية يمكن ذكر:

New York exchange, American stock exchange, Londre, Frank furt, Toronto, Tokyo, Paris.

أ. تقديم سوق رأس المال:

هو ذلك السوق الذي يتم فيه تداول أدوات الاستثمار المالي طويلة الأجل كالأسهم والسندات، ويتكون هذا السوق من شكلين أسواق حاضرة (فورية) تحتوي على سوقين هما: سوق الإصدار (السوق الأولي) وسوق التداول (السوق الثاني). وأسواق آجلة (العقود المستقبلية) فهي تتعامل في نفس الأوراق ولكن من خلال عقود واتفاقيات يتم تنفيذها في تاريخ لاحق.

إن ميكانيكية عمل أسواق الأوراق المالية يتم بداية عند قيام مصدري الأوراق المالية (الشركات المساهمة مثلا) بعرض أوراق على المشتريين المحتملين للاكتتاب بها وهذا اللقاء بين المشتريين والمصدرين للأوراق المالية يمثل الدورة المالية الأولى (السوق الأولي). كما أن بعض حاملي الأوراق المالية (المشتريين) قد يرغبون ببيع هذه الأوراق إما بسبب حاجاتهم لسيولة النقدية أو لإعادة استثمار أموالهم في استثمارات بديلة، وهذا يخلق دورة مالية ثانية (السوق الثاني)، إن سوق الأوراق المالية (الفورية) يتكون على مرحلتين هما السوق الأول والثاني ثم يتكون من نوعين أسواق منظمة وغير منظمة.

1. الأسواق الفورية:

1.1. السوق الأولي:

يتم التعامل فيه بالأوراق المالية عند إصدارها لأول مرة لتمويل مشروعات جديدة إذ أن المؤسسة التي تكون بحاجة إلى أموال يمكنها إصدار أوراق مالية (أسهم وسندات) ثم طرحها للاكتتاب سواء كان عاما أو خاصا. السوق الأولي هو وسيلة لتجميع المدخرات وتقديمها للمؤسسات ونتيجة لذلك نشأت العلاقة بين المدخرين (المكتتبين أو المساهمين) وبين تلك المؤسسات.

إصدار الأسهم يتم بطريقتين: الطريقة الأولى هي قيام هذه المؤسسة المصدرة الأسهم والسندات بالاتصال بعدد من المؤسسات المالية المتخصصة (كبنوك الاستثمار أو بيوت السمسرة) التي تتفق معهم على تصريف أو شراء الأسهم والسندات المصدرة، وفي هذه الحالة يقع على بنوك الاستثمار مسؤولية تصريف هذه الأوراق، أما الطريقة الثانية فهي قيام بنك الاستثمار بإصدار الأوراق المالية نيابة عن المؤسسة أي يقوم بتمويل شراء الإصدار مقدما ثم يعيد بيعه في السوق الأولي. هذه الأسواق الأولية غير معروفة بكثرة لدى الجمهور لأن بيع هذه الأوراق يأخذ مكانا خلف أبواب مغلقة بعكس السوق الثانية (البورصة).

2.1. السوق الثاني (سوق التداول) البورصة:

هي السوق التي يتم فيها تداول الأوراق المالية التي أصدرت في السوق الأولي وهي البورصة أو تسمى أيضا سوق الأوراق المالية وتتميز بوجود مكان مادي وهي تجعل الأدوات المتعامل فيها أكثر سيولة. يوجد ترابط بين السوق الأولي والسوق الثاني حيث أنه وجود سوق ثاني كفؤ يشجع على قيام وبقاء السوق الأولي.

ويمكن التمييز في هذا الصدد بين الأسواق المنظمة والأسواق غير المنظمة.

1.2.1. السوق المنظمة:

السوق المنظم أو البورصة هو السوق الذي يتم فيه تداول الأوراق المالية للشركات المدرجة في البورصة ويدير عمليات التبادل الوسيط العاملون بالسوق، وتفرض لجنة إدارة السوق المالي العديد من الشروط للموافقة على إدراج الشركات في البورصة.

يتميز السوق المنظم بأن له مكان محدد يلتقي فيه المتعاملين بالبيع أو الشراء لأوراق مالية مسجلة بتلك السوق، والسوق المنظم يسير من قبل مجلس منتخب من أعضاء السوق (هيئة البورصة).

2.2.1. السوق غير المنظمة:

هو السوق الذي يتعامل بالأوراق المالية خارج السوق المنظم (البورصة)، وهذا التعامل يتم من خلال بيوت السمسرة المنتشرة في مواقع مختلفة في جميع أنحاء العالم ولا يوجد مكان محدد لأجراء المعاملات حيث تتم من خلال شبكة اتصالات جيدة تتمثل في التلفون، الانترنت، أو غيرها من وسائل الاتصال السريعة.

من خلال الشبكة للاتصالات يمكن للمستثمر أن يختار من بين هؤلاء السماسرة من يقدم له أفضل الأسعار ويتميز هذا السوق بالمنافسة الشديدة لأن السماسرة يعرفون أسعار بعضهم البعض.

ويمكن أن نشير أيضا إلى أن الأسعار في السوق المنظمة تتحدد وفق المزاد العلني (عرض وطلب) وآلية تحديدها تكون واضحة بالنسبة إلى المستثمر، أما على السوق غير المنظمة فهي صحيح تتحدد وفق العرض والطلب ولكن السماسرة يمكن أن يؤثروا عليها إلى حد كبير وبالتالي تكون الآلية غير واضحة بالنسبة إلى المستثمر مقارنة بالسوق المنظمة.

3.1. أدوات سوق رأس المال

1.3.1. السندات:

تعرف السندات بأنها "ورقة مالية" ذات قيمة اسمية واحدة قابلة للتداول تصدرها الشركة المساهمة أو الحكومة وتطرحها للحصول على قرض تتعهد بموجبه بسداد القرض وفوائده حسب شروط الإصدار. وهي أداة تمويل طويلة الأجل تصدر في سوق رأس المال وهي ثابتة الدخل لأن حاملها يتقاضى فائدة سنوية ثابتة.

2.3.1. الأسهم:

يعرف السهم بأنه "صك قابل للتداول" يصدر عن شركة مساهمة ويعطى للمساهم ليمثل حصته في رأس المال الشركة وهذه الحصص متساوية القيمة، وتعتبر الأسهم أداة التمويل الأساسية لتكوين رأس المال في شركات المساهمة. هذا السهم يمثل حق ملكية والذي يعطي لحامله الحق في الحصول على ربح في حالة تحقيق الشركة أرباحا كما يمكنه أن يتحمل خسارة وليس له عائد ثابت وليس له مدة استحقاق مثل السند ومسؤولية حامله محددة بحصته في رأس مال الشركة. هناك أسهم عادية وهناك أسهم ممتازة وهي ممتازة لأنها تجمع بين صفات الأسهم العادية وصفات السندات فهي توفر لمالكه عائد محدد كنسبة مئوية من قيمة السهم الاسمية.

2. الأسواق الآجلة (المشتقات)

هي أسواق تتعامل أيضا بالأسهم والسندات ولكن من خلال عقود واتفاقيات يتم تنفيذها في تاريخ لاحق، أسواق الخيار هي شكل من هذه الأسواق ونجد أيضا المستقبلات أو ما يسمى بالعقود الآجلة.

1.2. عقود الخيار:

يتمثل الخيار في عقد بين طرفين أحدهما مشتري الخيار و الآخر بائع أو محرر الخيار، وبموجبه يكون للطرف الأول (المشتري) الحق في أن يشتري (إذا ما رغب) من الطرف الثاني (البائع) أو أن يبيع

(إذا ما رغب) للطرف الثاني أصلاً معيناً بسعر وفي تاريخ معين، أو خلال فترة زمنية معينة حسب الاتفاق وذلك مقابل أن يقوم الطرف الأول (المشتري) بدفع علاوة أو مكافأة معينة للطرف الثاني. والعقد الذي يتضمن منح حق الشراء يدعى خيار الشراء بينما يدعى العقد المتضمن منح البيعي خيار البيع، ويدعى السعر المحدد لأغراض تنفيذ العقد في موعده بسعر التنفيذ.

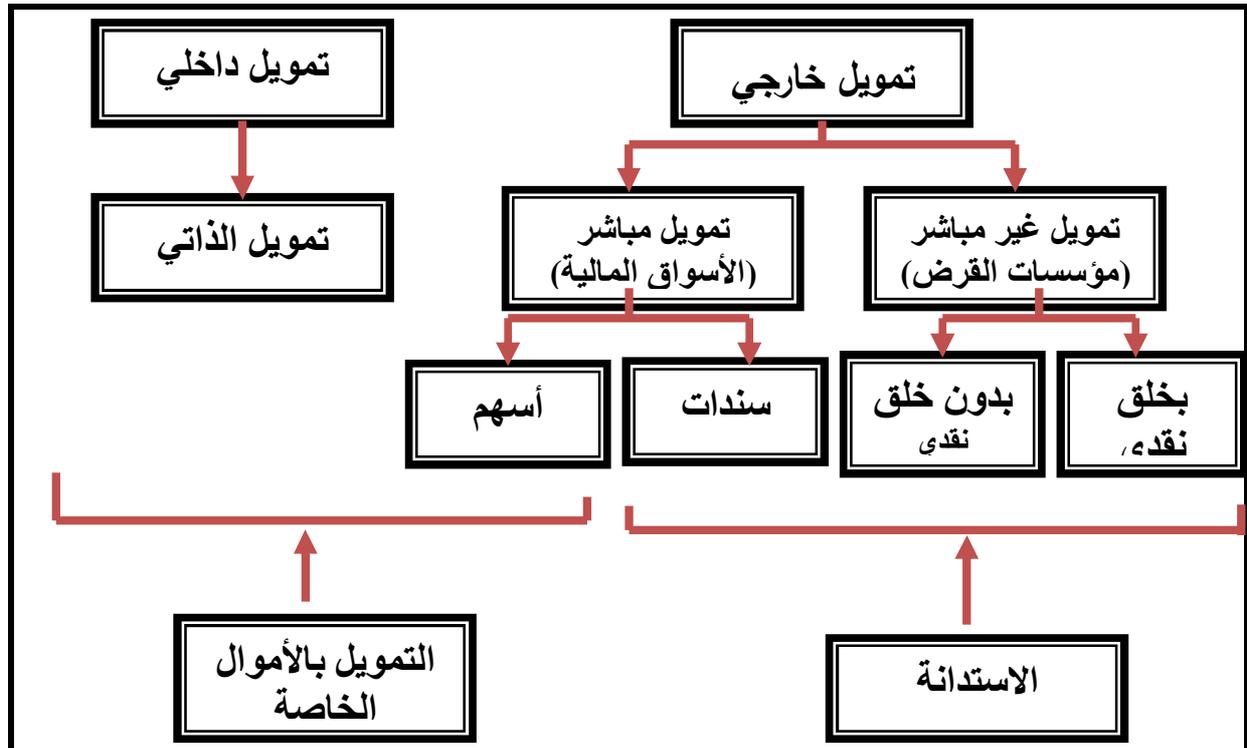
2.2. العقود الآجلة:

يقصد بها التي يلتزم فيها البائع أن يسلم للمشتري السلعة محل التعاقد في تاريخ لاحق بسعر يتفق عليه وقت التعاقد يطلق عليه سعر التنفيذ، ومن الأمثلة على هذه العقود الاقتراض لشراء العقارات عقود الاستيراد والتصدير، ويحدد في هذه العقود تاريخ الاستحقاق ومعدل الفائدة في حالة القروض، والجودة في حالة السلع، كما يحدد الكمية وطريقة ومكان التسليم وكيفية تسوية العقد.

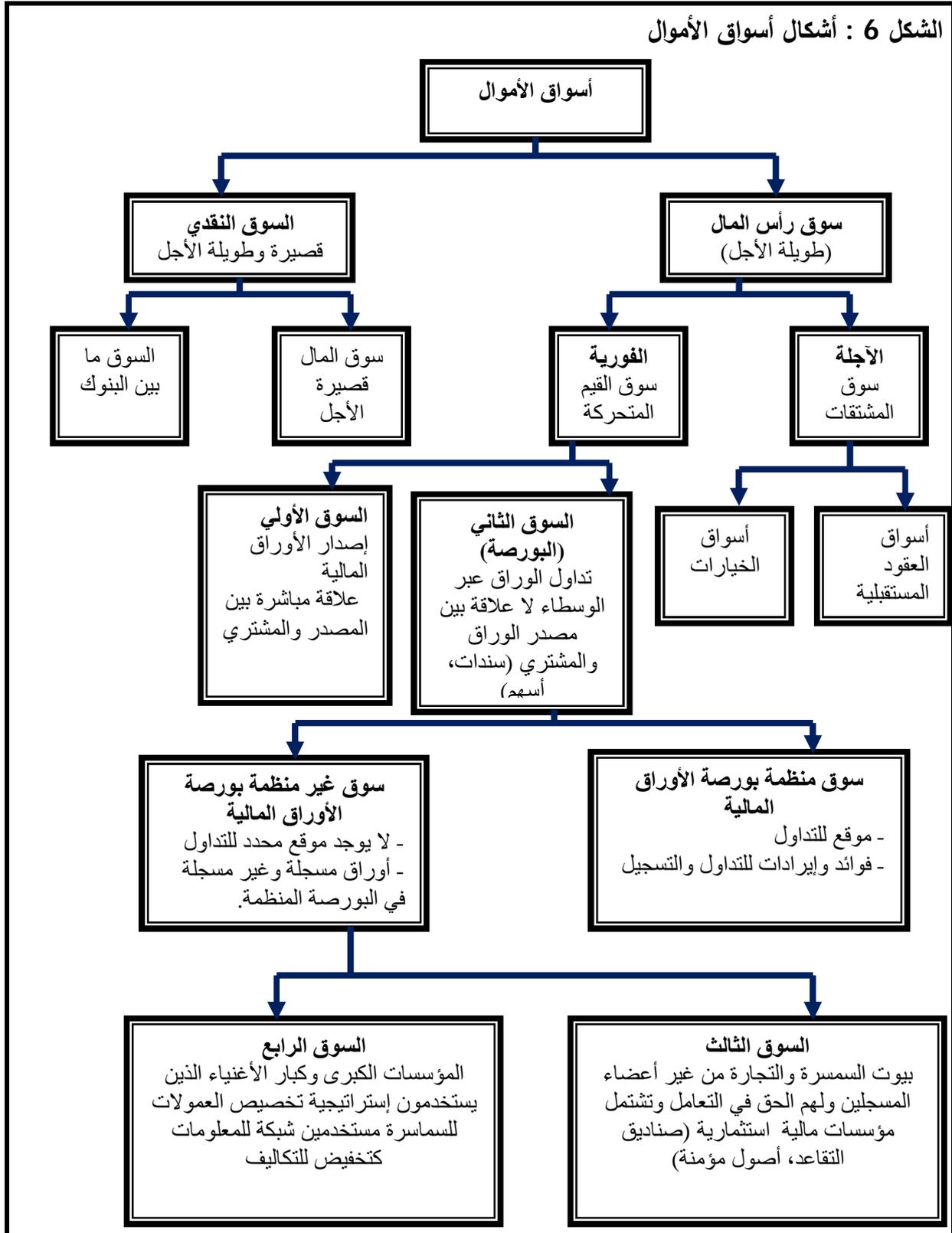
3.2. المستقبلات:

تعرف العقود المستقبلية على أنها اتفاق على شراء أو بيع كمية من أصل معين (مؤشر البورصة، عملات، سلع، أوراق مالية) بسعر محدد مسبقاً وبواسطة طرف ثالث (الوسيط) على أن يتم التسليم في تاريخ لاحق في المستقبل، ويتم التعامل في أسواق المستقبلات عن طريق المزاد وعن طريق الوسطاء أو بيوت مقاصة توكل إليها عملية تنظيم التسويات اليومية للعقود، ويلتزم الطرفان بإيداع نسبة تتراوح ما بين 5-15% من القيمة الإجمالية ولا يتم استرجاعه إلا عند تصفية العقد.

الشكل 5 : مختلف طرق التمويل



الشكل 6 : أشكال أسواق الأموال



3. السوق والوساطة المالية، خدمات متنافسة ومتكاملة:

التمويل المباشر وغير المباشر لا يحققون نفس الخدمات ولذلك لا يمكن أن يكونوا بدائل لبعضهم البعض. من هذا المنطلق حصتهم من التمويل الاقتصادي لا تتحدد فقط بتكاليفها ولكن أيضا بمزايا المقارنة *Avantages comparatifs* لتحقيق مختلف الخدمات. رغم هذا يمكن لنا أن نلاحظ أن التمييز بين التمويل المباشر وغير المباشر أصبح معقد وغامض لعدة أسباب:

- **الوسطاء الماليين يتدخلون في الأسواق المالية كمصدرين, بائعين أو مشترين للأوراق المالية:** مجموعة كبيرة من القروض التي تقدمها البنوك تمر عبر السوق بشكل تسجيلات في السوق الأولي أو شريات على السوق الثاني للأوراق المصدرة من طرفهم، حصة كبيرة من مصادرها ومتحصل عليها من خلال إصدار أوراق مالية في السوق المالي.
- **تطور التسيير الجماعي من طرف OPCVM : Organismes de placement en valeurs mobilières** حصة كبيرة من المصادر هذه الأخيرة مستثمرة في منتجات مصدرة من طرف مؤسسات القرض تطرح مشكل تعريف التمويل المعني مباشر أو غير مباشر؟
- الأفراد الاقتصاديين يمكن أن يقترضوا ليقترضوا لأفراد آخرين، مصبحين بذلك وسطاء ماليين.
- المؤسسات المالية بعد قيامها بعملة القروض يمكن لها أن تبيع حقوقها في السوق البنكي مثلا *(la titrisation des crédits bancaires)*.

4. وظائف السوق المالي:

يشكل السوق المالي آلية هامة في تجميع الموارد ووظيفتها في المشروعات الاستثمارية بما يحقق التنمية الاقتصادية ، وتؤدي البورصة عدة وظائف من أهمها نذكر :

1.4 الوظيفة التمويلية : تعمل البورصة على تعبئة المدخرات السائلة و توجيهها نحو المشاريع لما يحقق التمويل المطلوب ، فالبورصة تحول مدخرات الأفراد و استثماراتهم إلى الشركات ، وهذه الاستثمارات تجمع التمويل اللازم لقيام المشاريع . هذه الوظيفة تتجسد بتلقي الاستثمار مع الادخار عندما يضع السوق المالي تحت تصرف المستثمر الأموال اللازمة لتمويل مشاريعه فإنه يساهم في الرفع من نجاعة النظام الاقتصادي ككل.

عندما يسمح للأفراد بخلق مؤسسات اقتصادية عن طريق الحصول على التمويل اللازم لذلك فإنه يوسع من إمكانيات مضاعفة النظام الإنتاجي. كما يساهم أيضا في عمليات التنويع والإدماج للمؤسسات الاقتصادية.

2.4. الوظيفة التثمينية (التسعيرية) : تقوم البورصة بإعطاء مؤشر يومي عن اتجاهات الأسعار للأوراق المالية المتداولة ، وظروف الاستثمار ، حيث أن أسعار الصفقات تعلن بطريقة ظاهرة ، ويمكن لجميع المتعاملين رؤيتها ، ثم تسجل حركة الأسعار لجميع العروض و الطلبات في تسعيرة البورصة ، وبالتالي تساعد الأفراد و المشروعات على اتخاذ قراراتهم الاستثمارية.

3.4. الوظيفة الإعلامية : تقدم البورصة معلومات دائمة عن الشركات المقيدة بالبورصة وتعاملاتها في شراء وبيع الأوراق المالية ، ومؤشرات أسعار أوراقها المالية ، ومعلومات عن أوضاع البورصة سواء للمستثمرين ، أو المدخرين مما يجذب المدخرات ، و يقلل من المخاطر.

4.4. الوظيفة التوزيعية : تعد من أهم الوظائف الاقتصادية للبورصة ، حيث تقوم البورصة بوظيفة توزيع القيم المتداولة على المستثمرين ، بعرض مجموعة من الأدوات المالية التي تهيئ للمستثمر فرصا أوسع للاستثمار في مختلف الأدوات ، وبأفضل سعر ممكن ، و بأدنى تكلفة.

الفصل الثالث

نماذج أنظمة التمويل

الفصل الثالث نماذج أنظمة التمويل

مقدمة:

عرفت أنظمة التمويل في البلدان المصنعة منذ بداية سنوات 1980، تغييرا جذريا وتحولات عميقة، هذه التحولات مشته بها نحو ليبرالية اقتصادية أكبر، تمويل الاقتصاد يميل إلى استخدام أكثر للأسواق المالية بينما كان قبل هذا يميل نحو استعمال نظام اقتصاد الاستدانة. (HICKS, prix Nobel) (1972).

1. نبذة تاريخية عن أنظمة التمويل:

1.1. المرحلة الأولى 1945 - 1960

شهدت هذه الفترة تمويل مكثف للدولة للإعادة البناء، المؤسسات الكبرى عرفت لعدة أسباب تأميمات من طرف الدولة، هذه المؤسسات تمول استثماراتها عن طريق الاستدانة من الخزينة العامة، التمويل كان يتم عن طريق الوسطاء الماليين من بنوك ومؤسسات مالية أخرى. وهكذا عرفت الكتلة النقدية ارتفاعا مذهلا (تضاعفت ثلاث مرات) بين 1939 و 1944 لتمويل الحرب وبعد 1945 لتنمية القطاعات المهمة (طاقة، نقل، زراعة... الخ). في هذه الفترة، البنوك لم تلعب إلا دورا ثانويا في التمويل، كما أن ادخار الأفراد الاقتصاديين كان سائلا والبنوك لم تعرف بعد تنسيقا لتعبئة الادخار، وبهذا هناك فصل بين بنوك الودائع التي تجمع الادخار وبنوك الأعمال التي تقوم بمنح القروض. وبالنسبة للأسواق المالية (البورصة)، فهي أيضا لعبت دورا ضعيفا في هذه الفترة، من جهة، لأن التأمينات شملت جزءا مهما من الأصول الخاصة لتضمها إلى الثروة الحكومية ومن جهة أخرى لأن التضخم الذي شهدته فترة الحرب وما بعد الحرب العالمية الثانية، قضى بنسبة كبيرة على الثروات، وأخيرا لأن ظهور الضمان الاجتماعي قلص من إستراتيجيات الحيلة وشجع الاستهلاك الجماعي. بتعبير آخر، كان هناك ادخار خاص ضعيف، ولهذا فإن الدولة هي التي مولت في هذه المرحلة الاستثمارات في القطاع الإنتاجي بنسبة 75%.

1.2. المرحلة الثانية بداية 1960 - بداية 1980

بدءا من سنوات الستينات، البنوك هي التي سوف تقوم بتمويل جل استثمارات النمو الاقتصادي كما أن فتح الحدود (خلق CEE في 1958) اشترط استثمارات مهمة لمواجهة المنافسة الخارجية إلا أن

الدولة في هذه المرحلة كانت توجه أغلب تمويلاتها إلى سياسة السكن والتجهيزات العمومية (مدارس، مستشفيات، شبكات طرق... الخ)، و بذلك أخذت البنوك دور الدولة في تمويل المؤسسات الاقتصادية. في هذه الفترة نشاط البورصات بقي ضعيفا. وهكذا، و إلى بداية 1980، تمويل الاقتصاد كان بصفة أساسية تمويلا بنكيا، التمويل غير المباشر (بوساطة) استحوذ على التمويل المباشر (البورصة)، وحتى إذا تخلت الدولة عن تمويل الاقتصاد في هذه الفترة، فإنها أبقت عينا مراقبة على النظام البنكي.

2. اقتصاد الاستدانة واقتصاد سوق الأموال:

يعود مصدر التمييز بين هذين النوعين إلى J.HICKS وكتابه الذي أصدر عام 1974 (La crise de l'économie keynésienne) هذا التمييز استعمله عدة اقتصاديين آخرين من بينهم: LEVY-GARBOUA ,MAAREK, LACOUÉ-LABARTHE .

1.2. عناصر التمييز:

هناك عدة عناصر يمكن أن نميز بها اقتصاد السوق من اقتصاد الاستدانة.

2. 1. 1. كيفية التمويل:

في اقتصاد السوق، التوازن بين الفائض والعجز يتم عن طريق مباشر في أسواق الأموال (GURLEY & SHAW)، في اقتصاد الاستدانة نجد المالية غير مباشرة.

2. 1. 2. تحديد أسعار الفائدة:

في اقتصاد السوق السعر يتحدد وفق قانون العرض والطلب وفي اقتصاد الاستدانة السعر شبه ثابت ومحدد إداريا من طرف السلطات النقدية.

2. 1. 3. معنى السببية بين الكتلة النقدية ونقود البنك المركزي معكوس على حسب كل نموذج:

ففي اقتصاد سوق الأموال المؤسسات المالية تقرض إذا كان لديها ما يكفي من نقود البنك المركزي، ميكانيزم المضاعف النقدي، وفي اقتصاد الاستدانة، المؤسسات المالية تتحصل بسهولة على النقود التي تحتاج إليها من طرف البنك المركزي، إعادة تمويل تلقائية، ففي هذا الاقتصاد المؤسسات المالية تكون مدينة بصفة هيكلية لدى البنك المركزي الذي هو بمثابة المقرض الأخير الذي تلجأ إليه هذه المؤسسات لإعادة التمويل.

2. 2. نموذج اقتصاد الاستدانة نظام مالي مضبوط ومسير إداريا

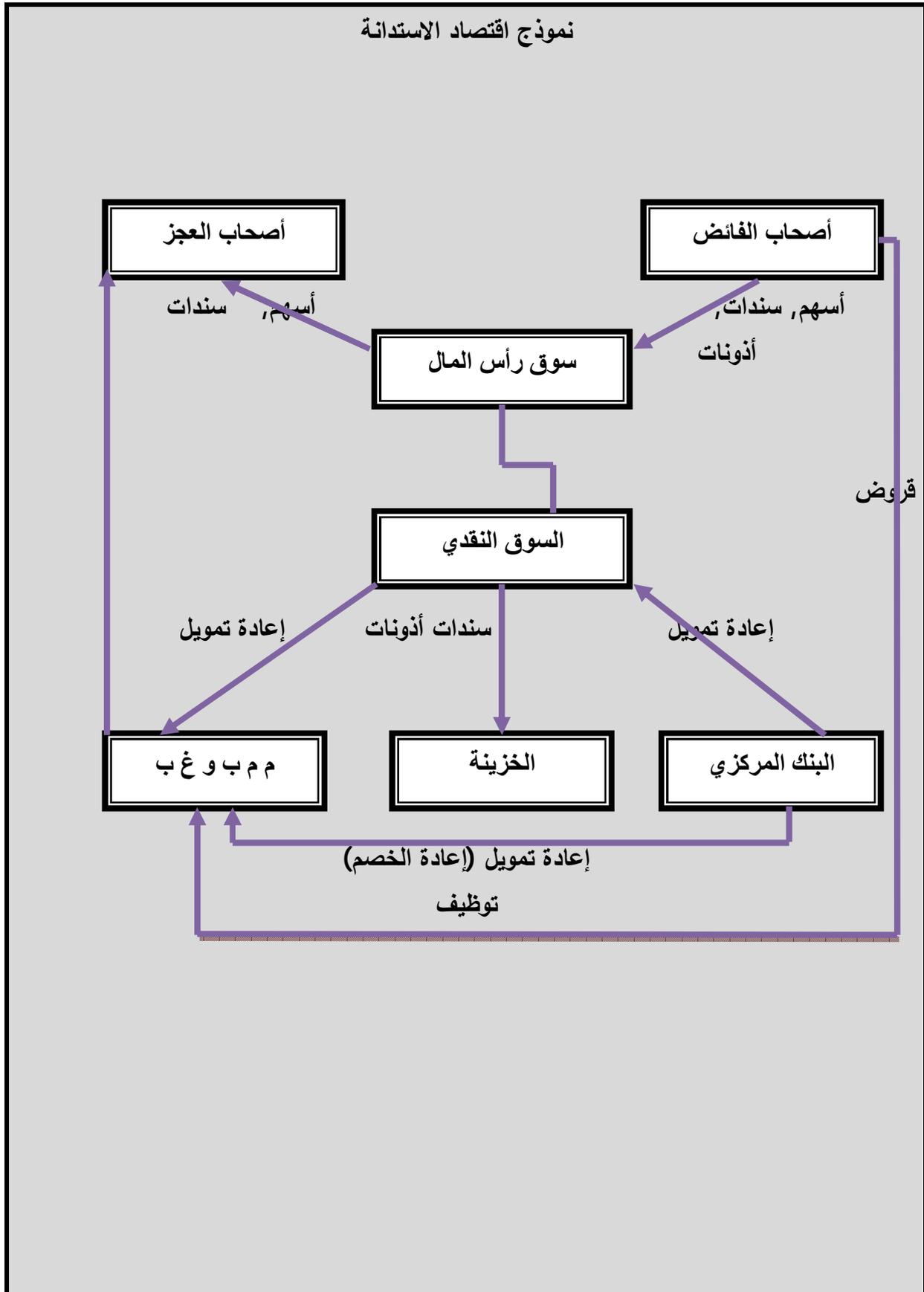
2. 2. 1. ماذا يقصد باقتصاد الاستدانة:

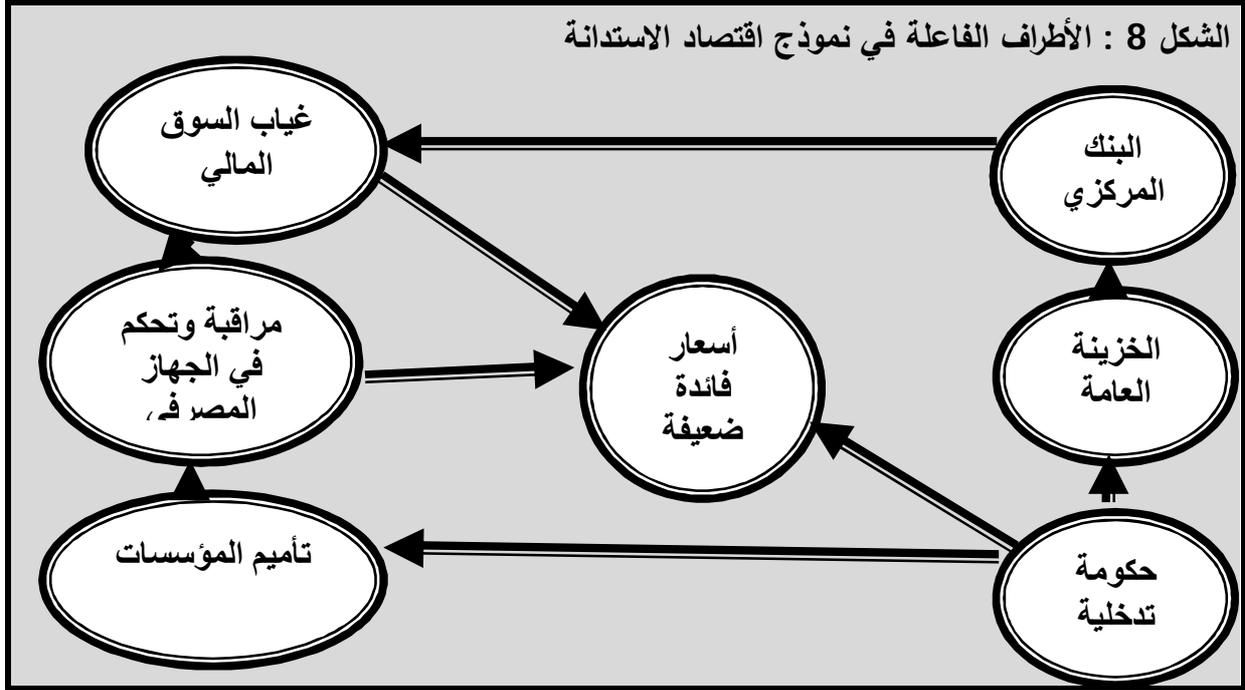
اقتصاد الاستدانة هو اقتصاد يسوده التمويل عن طريق الوساطة المالية. فالحصول على النقود يتم عن طريق الاقتراض من طرف البنوك وإعادة تمويل هذه الأخيرة لدى البنك المركزي عن طريق إعادة الخصم أو التدخل في السوق النقدي بين البنوك.

2.2.2. خصائص نموذج اقتصاد الاستدانة: يتميز هذا النظام من التمويل بما يلي:

1. البنك المركزي يتمثل في المقرض الأخير الذي تلجأ إليه البنوك لخلق حلقة التمويل وبهذا فإن البنك المركزي يتدخل في هذا النظام من التمويل.
2. المصادر الموجودة في غالب ما تكون غير كافية لسد حاجة الكل.
3. التمويل يتم عن طريق القرض البنكي وبالتالي يفرض هذه الوساطة المالية التي من غيرها لا يمكن افتراض وجدوه.
4. سد الفارق بين الفائض والحاجات يتم بواسطة عملية توليد النقود.
5. البنك المركزي في ظل هذا النظام لا يتمتع بحرية تامة في تصرفاته، فهو مجبر على منح البنوك كل السيولة التي تحتاج إليها للدفع بعجلة النمو الاقتصادي.
6. البنك المركزي مقيدا في تأثيره على سعر العائدة، لأن في ظل هذا النظام، الاستثمار حساس جدا إلى التغيرات الحاصلة في سعر الفائدة.
7. البنوك تجد نفسها مثقلة بالديون تجاه البنك المركزي.
8. تقوم المؤسسات المالية بتوظيف رؤوس الأموال السائلة على الأجل الطويل.
9. يتم تسيير وضبط بنية أسعار الفائدة وكذلك التوازن بين قنوات التمويل إداريا.
10. مراقبة كمية ونوعية القروض الممنوحة لقطاعات معينة أو جهات أو نشاطات معينة من طرف الدولة (بأسعار فائدة محفزة).
11. الاحتياطي القانوني يتميز بمستواه الأدنى للسماح للبنوك لمنح أكثر للقروض.
12. تعمل السياسة النقدية على استقرار النظام من خلال تمويل كل الاختلالات التي تظهر في سوق النقود.
13. الخلق النقدي داخلي: القروض.
14. البنك المركزي يتدخل في السوق النقدي من أجل ضمان سيولة النظام البنكي: إعادة التمويل.
15. أسواق الأموال مغلقة وثانوية، سوق رأس المال ضعيف وسوق النقود لا يقوم إلا بدور إعادة تمويل المؤسسات المالية.

الشكل 7 : نموذج اقتصاد الاستدانة





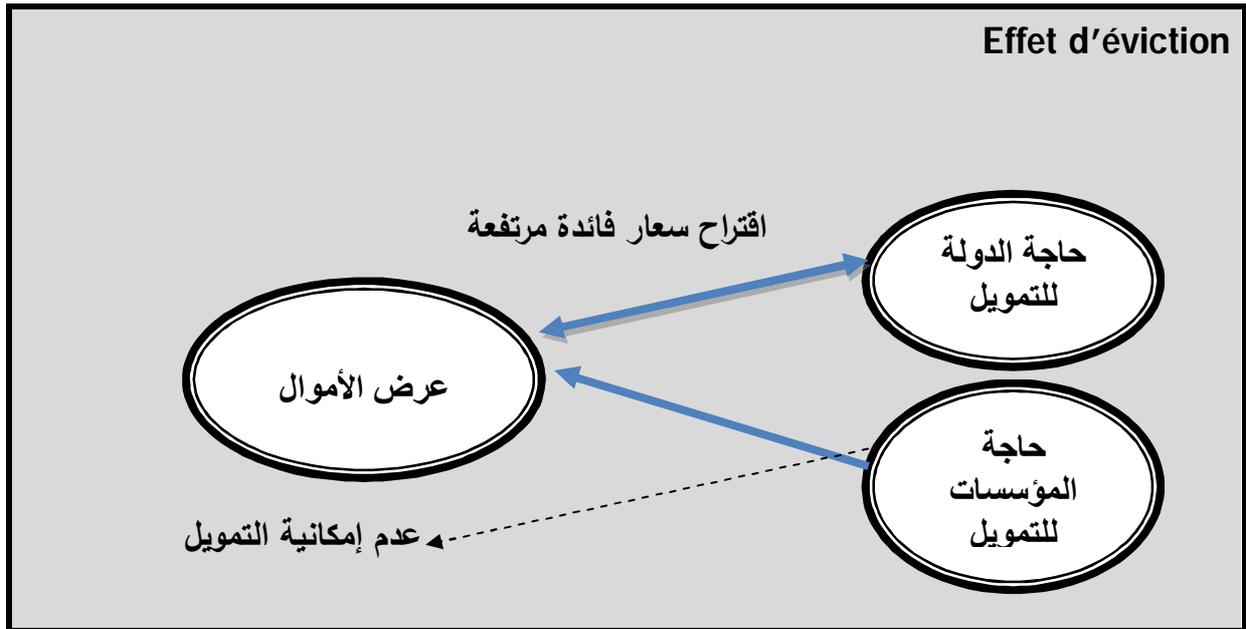
2.2.3. سلبيات اقتصاد الاستدانة:

- ✓ اقتصاد الاستدانة لا يكون فعال إلا إذا كان هناك نمو اقتصادي.
- ✓ التمويل النقدي للدولة وبعدها تصاعد القروض البنكية يشكلان مصدر كبير لخلق النقود مما يخلق التضخم.
- ✓ عندما يكون سعر الفائدة الحقيقي سالب i_R ، الأفراد يكونوا محفزين للاقتراض.
- ✓ في بداية 1970، تمخض انقلاب في الأوضاع (1^{er} choc pétrolier).
- ✓ التضخم المتصاعد يحفز الأشخاص للاقتراض أكثر.
- ✓ الركود في النمو الاقتصادي يؤدي إلى انخفاض الدخل.
- ✓ عندما يصبح i_R موجب، تكلفة التمويل في هذا النظام تصبح مرتفعة وهذا ما يخلق Surendettement .
- ✓ وعلى حسب SHAW&MCKINNON فإن الكبح المالي يؤدي إلى الركود الاقتصادي ولا يمكن بدفع عجلة النمو إلا بتحرير المالية من قيودها.
- ✓ وعلى حد قول SHAW&MCKINNON (1973) في اقتصاد يسوده الكبح المالي، تثبيت أسعار الفائدة تحت مستواها التوازن يؤدي إلى تقليص الادخار (الودائع) لحساب الاستهلاك وأيضاً يعمل على تثبيت الاستثمارات تحت مستواها الأمثل وأيضاً يعمل على تدهور نوعية الاستثمار.
- ✓ انعدام المنافسة بين البنوك.

2. 2. 4. تمويل الدولة في إطار هذا النظام:

- ✓ الدولة تدخلت في الاقتصاد وبصفة مكثفة خلال هذه الفترة (إتباع السياسة الكينزية).
- ✓ الأثر الإيجابي لنمو أدى إلى رفع عوائد الضرائب مما سمح بالحفاظ على توازن الميزانية.
- ✓ ابتداء من 1973، لوحظ تدهور سريع في أرصدة الميزانيات.
- ✓ ابتداء من بداية سنوات 1980 و انطلاقا من إرادة الحكومات في محاربة التضخم ، نتج عن ذلك ارتفاع في أسعار الفائدة الحقيقية.
- ✓ عودة الحكومات أو لجوئها إلى تمويل نفقاتها عن طريق القرض البنكي أدى إلى ظهور ما يسمى بـ Effet d'éviction أثر الإزاحة.
- ✓ على المدى القصير، وسائل التدخل المباشرة في السياسة النقدية يمكن أن تكون ناجعة للحد من التوسع السريع في منح القروض.

الشكل 9 : أثر الإزاحة



2 . 3. تحولات سنوات 1980: أزمة اقتصاد الاستدانة وفتق أسواق الأموال:

- ابتداء من سنوات 1980، أسواق الأموال ستصبح وبصفة عامة في البلدان المتقدمة الوسيلة الممتازة والمفضلة للتمويل، أسباب هذا التحول من تمويل غير مباشر إلى تمويل مباشر هي على شكلين: الأسباب الاقتصادية و الابتكارات المالية les "innovations financières" 1980

2. 3. 1. الأسباب الاقتصادية:

لشرح هذا التحول في أنظمة التمويل من الناحية الاقتصادية يجب دراسة أحوال أسعار الفائدة في هذه الفترة. فحتى نهاية 1970، أسعار الفائدة المسددة من طرف المقترضين (المؤسسات الاقتصادية بصفة عامة) كانت مرتفعة في الظاهر ولكن منخفضة في الواقع، لماذا هذا Paradoxe ؟ لأنه عندما نتحدث عن سعر الفائدة يجب دائما التمييز بين الاسمي و الحقيقي.

خلال فترة 1960 - 1970، التضخم كان مرتفع ومردودية الاستثمار أيضا لأن ما ساد في هذه الفترة من استهلاك جماعي ومكثف خلق طلب فعلي على منتجات المؤسسات وكل المستثمرين إذن كانوا محفزين للاستثمار.

يمكن القول أن تكلفة قروضهم كانت Assumé من طرف المجتمع عن طريق ميكانيزم التضخم. مع نهاية السبعينات البنوك التي أصبحت مثقلة بالديون تجاه البنك المركزي لأنها قامت بمنح قروض مهمة جدا سوف تحاول أن تسترجع شيئا من الأرباح المحققة من طرف المؤسسات، كيف ذلك؟ سوف تعمل على رفع مستوى أسعار الفائدة الاسمية، إلا أنه في نفس الفترة التضخم شهد تراجعا في USA أولا ثم أوروبا بعد استعمالها لسياسات نقدية انكماشية، وفي الأخير مردودية استثمارات المؤسسات عرفت تراجعا محسوسا في نفس الوقت نتيجة للصدمات البترولية المتكررة و نتيجة إتباع سياسة أجور موسعة.

بما أن التضخم لم يعد بإمكانه أن يقلل من أسعار الفائدة الاسمية، فالمؤسسات سوف تتنازل عن الاستثمار وستبحث عن كيفية التخلص من ديونها و توظيف أموالها في الأسواق المالية. و هكذا أصبح إصدار الأسهم و السندات يحل محل القرض البنكي.

2. 3. 2. Les innovations financières الابتكارات المالية 1980:

هذا الشرح السابق (الاقتصادي) لا يجب أن ينسينا أن هذه الحركة النشيطة في الأسواق المالية لم يكن لتتأسس من دون أن يكون هناك وبصفة موازية ازدهار في الابتكارات المالية. فمجموعة كبيرة من الأدوات المالية تم ابتكارها، ومن بينها OPCM و المشتقات المالية وأيضا وضع ميكانيزم واسع لإلغاء التنظيم المالي (déréglementation financière) التي سوف تسمح للبنوك من التحرر من وصاية الدولة وأيضا للأموال لتنتقل بصفة حرة عبر الحدود دون عراقيل. خلال هذه السنوات 1980 تم تكوين ما سماه الاقتصادي H.BOURGUINAT (le processus de la règle des trois D) (Déréglementation, Décloisonnement, Désintermédiation)

1. إلغاء التنظيم المالي: Déréglementation:

ويقصد به إلغاء المراقبة الدولية على الصرف وعلى تحركات رؤوس الأموال (USA 1980) وأوروبا 1990: سوق موحد للأموال)

هذه القاعدة تهدف إلى:

- تخفيض تكلفة الحصول على الأموال.
- فتح الأسواق المالية الوطنية لغير القاطنين.
- تطوير اقتصاد مالي عالمي موازي غير منظم.

2. إلغاء الوساطة المالية: Désintermédiation

التدخل المباشر للمتعاملين في الأسواق المالية من دون المرور بالبنوك وهذا يعبر عن التحول من اقتصاد الاستدانة إلى اقتصاد الأسواق المالية، وهكذا فإنه يفترض أن 80% من عمليات التمويل تحصل في الأسواق المالية مباشرة، وطبعا انخفاض تكلفة الوساطة المالية هي التي تشجع هذه العمليات.

3. إلغاء الحدود: Décloisonnement

تفجر الأسواق المالية الموجودة (يمكن المرور بين السوق النقدي والسوق المالي) في البلد الواحد والانفتاح على الأسواق الأجنبية.

2 . 4. نظام مالي متحرر يدعم اقتصاد السوق المالي: (التحرير المالي)

في البداية يجب الإشارة إلى أن معظم الاتجاهات المالية في العالم تحرص على التحرر المالي بحرص أو بتشجيع من صندوق النقد الدولي.

في حالة اقتصاد سوق الأموال فالحصول على الأموال يتم عن طريق بيع الأصول المالية من بينها أساسا الأصول العمومية على السوق النقدي المفتوح وعلى سوق رأس المال.

2. 4 . 1 خصائص النظام: يتميز النظام المالي المتحرر بعدة خصائص ومميزات تجعله ينتقل بالاقتصاد من اقتصاد الاستدانة إلى اقتصاد الأسواق المالية وهذه الخصائص هي:

- ✓ سيادة التمويل المباشر عن طريق السوق.
- ✓ تسود منافسة حادة بين المؤسسات المالية مما يعني وجود هامش مناورة كبير عندها للاقتراض وتحديد سعر الفائدة.
- ✓ دعم الحكومة للأسواق المالية بالشكل الذي يعمق المنافسة بين المؤسسات المالية والأسواق المالية، مما يؤدي إلى وجود أسعار فائدة متغيرة ومحدد عن طريق قانون السوق وخاضعة لقانون العرض والطلب.
- ✓ ارتباط الاستثمارات بربحيتها، فالاستثمارات التي لا تحقق ربحية لا يمكن القيام بها لأنها لن تجد من يمولها.

✓ تعبئة الادخار بأسعار فائدة حقيقية وموجبة ومرتفعة يجلب المدخرات من الأفراد والمؤسسات ويساعد في تحريك المصادر الموجودة للمساهمة في عملية تمويل التنمية، على عكس نظام الكبح المالي.

✓ تحرير أسعار الفائدة: SMAOUI & FISHER (1997) لاحظوا أن إلغاء الرقابة على أسعار الفائدة هو الحدث الأول في نظام مالي متحرر. إلغاء هذه الرقابة في الدول التي انتهجت نظام الكبح المالي أدى إلى ارتفاع أسعار الفائدة.

✓ تحرير أسعار الفائدة يمكن إتمامه على مرحلتين:
* تحرير أسعار الاقتراض أولاً.

* تحرير أسعار الفائدة على الودائع ثانياً.

✓ تحرير القطاع المالي: كثير من البلدان باشرت منذ نهاية 1980 وبداية 1990 في برامج تحرير لقطاعاتهم المالية: إدخال قوى السوق، تقليص سلطة القطاع الحكومي على أصول وخصوم البنوك، تضعيف المنافسة، هذه الإجراءات أدت إلى تحسين النظام البنكي الذي كان يعيش في أزمة.

✓ تحرير البنوك: إلغاء التنظيم المالي:

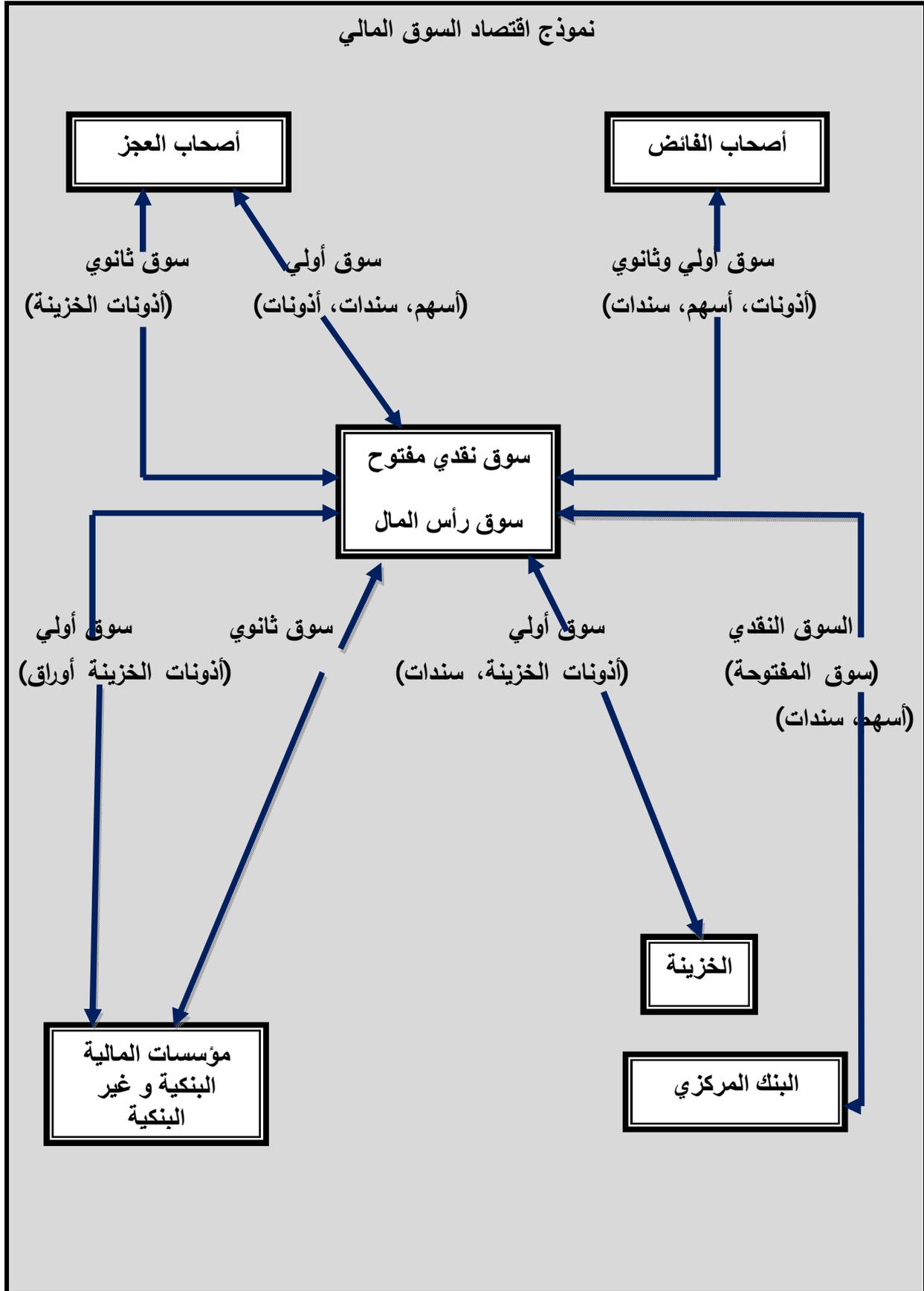
مع سنوات 1980، أغلب أنظمة البنوك في العالم عرفت موجات من إلغاء التنظيم وتحرير مالي أكثر، وهذا التحرير المالي من طرف السلطات النقدية لضمان أمن النظام البنكي وتحسين شروط العمل في الأسواق المالية. ففي USA هذا التحرير كان مشروطاً من عدم توافق النظام السابق مع الشروط الجديدة للنشاط البنكي. في فرنسا، القانون البنكي 24 جانفي 1984 كان هدفه خلق شروط لمنافسة طبيعية وتشجيع الصناعة البنكية.

✓ التوليد النقدي ذو طابع خارجي (دين العام + العملة).

✓ الأصول المفاوضة تأتي خاصة من الدين العام (أذونات الخزينة).

✓ الضبط النقدي مؤمن عن طريق السوق النقدي المفتوح أين البنك المركزي يتدخل لبيع أو شراء الأصول المالية.

الشكل 10: نموذج اقتصاد السوق المالي



2. 2.4. أهم الفوارق بين النظامين:

يمكن أن نلخص النموذجين فيما يلي:

نظام متحرر يدعم اقتصاد الأسواق المالية	نظام مضبوط إدارياً يدعم اقتصاد الاستدانة
التمويل: المبادئ	
* قدرة عالية للتمويل الذاتي لدى المؤسسات (حوالي 90%) * نظام تمويل خارجي بصفة مباشرة. * القرض لا يلعب إلا دور ثانوي.	* قدرة تمويل ذاتي ضعيفة لدى المؤسسات (65%) * نظام تمويل خارجي ولكن غير مباشر. * القرض يلعب دور مهماً جداً.
إعادة التمويل	
* البنوك التجارية غير مدينة للبنك المركزي * مشكل إعادة التمويل غير أساسي * اللجوء إلى البنك المركزي ليس بصفة مستمرة * السوق النقدي (خارج البنوك) ومفتوح. * إعادة التمويل يعد امتياز للبنوك التجارية وحق للبنك المركزي.	* ديون هيكلية على البنوك التجارية تجاه البنك المركزي * مشكل إعادة التمويل لا يمكن التهرب منه، اللجوء إلى البنك المركزي يتم بطريقة تلقائية * إعادة التمويل يعد ضرورة بالنسبة للبنوك التجارية وفرض على البنك المركزي * السوق النقدي داخل البنوك ومغلق.
أسعار الفائدة	
* أسعار الفائدة مرنة وتحديدها يتم بصفة حرة يترجم عن طريق لقاء العرض والطلب على الأموال	* أسعار الفائدة غير مرنة وتحديدها يتم بصفة إدارية
السياسات النقدية	
* مراقبة نقدية ناجعة لشروط عرض القروض من طرف المؤسسات المالية وذلك بالتأثير على سيولتها عن طريق مراقبة أسعار الفائدة	* مراقبة نقدية على شروط الطلب على القروض من طرف الأعوان غير الماليين (سياسة التأطير واختيار القرض)

3.4.2. مخاطر النظام:

نظام التحرير المالي لا يخلو من بعض المخاطر برغم المزايا التي يمتلكها:

1. حركات غير استقرارية للأموال:

تحصلت الكثير من البلدان الصاعدة على مبالغ ضخمة في الاستثمار المباشر، ولكن في كثير من الحالات، تخوف المستثمرين من الاختلالات الداخلية أو الخارجية، يجعل هذه التدفقات غير مستقرة. أي أنه عندما يعيش بلد ما وضعاً سياسياً غير مستقر؛ كأن يكون غير قادر على تشكيل حكومة،

أو عندما تنشأ أزمات سياسية بين السلطات الحاكمة داخل هذا البلد ، أو عندما تنشأ ثورات أو انقلابات ، فإن ذلك كله يضع بورصة الأوراق المالية في دائرة المخاطر، والتي ينتج عنها انخفاض قيم الأسهم والسندات ، والتي تحدث بالتالي نزيفا من الأموال من الداخل إلى الخارج.

منذ 1994، هذه التدفقات العكسية للأموال ساهمت وبصفة كبيرة في الأزمات المالية التي هزت جزء كبير من أمريكا اللاتينية وبلدان من جنوب شرق آسيا وبعض البلدان الصاعدة.

2. مخاطر العدوى للأزمات المالية:

حثت عولمة الأسواق المالية كثيرا من مسيري المحافظات على الاستثمار في بلدان مختلفة في قطاعات معينة أو حسب عناصر معينة في ميدان المجازفة، هذه الإستراتيجية تضاعف من مخاطر العدوى عندما يشكو السوق من السيولة في بلد ما ليس لأن حالته الاقتصادية غير جيدة ولكن لأنه يشترك في بعض الصفات مع بلد آخر فقدت فيه الثقة فيما يخص أسواقه المالية. العدوى تتصاعد أكثر في حالة ما إذا هناك نقص في المعلومات الخاصة بالصحة المالية للبلد المعني بالأمر .

و كمثل عن هذه العدوى نجد أزمة الرهن العقاري لعام 2008 . فهذه الأزمة بدأت من داخل الولايات المتحدة الأمريكية ، الأمر الذي أثر سلباً على بورصات الأوراق المالية العاملة داخلها، وامتدت بعدها إلى أغلب الأسواق المالية و خاصة المتقدمة منها . والسبب في ذلك يرجع إلى تسارع انتقال العدوى من البورصات الأمريكية إلى البورصات العالمية تالياً ، ثم إلى البورصات المحلية بالنسبة لكل دولة على حدة ، والسبب في ذلك يرجع إلى فقدان الثقة في النظام المالي السائد، مما يترتب عليه زيادة المعروض من الأسهم والسندات من أجل البيع ؛ الأمر الذي يؤدي إلى تدهور قيمتها وبناءً عليه ، فإن آثار الذعر التي تصيب السوق المالية بكثرة لبلد معين، له موقعه على الساحة الاقتصادية العالمية، تهدد باستقرار النظام المالي ؛ ليس فقط بالنسبة لهذا البلد ، بل لكل البلدان المجاورة له ، الأمر الذي يوقع المستثمرين في بورصاتها في دائرة المخاطر المولدة للأزمات.

3. الإجرام المالي:

الإجرام المالي أصبح ممكنا مع العولمة التي شهدتها الأسواق المالية، تبييض أو غسل لأموال مجهولة المصدر أو مشبوهة مثلا الأموال المتحصل عليها من تجارة للمخدرات أو الفساد، أيضا أصبح من السهل الهروب من الضرائب وذلك بالاستثمار في ما يسمى بالجنات الضريبية.

وأخيرا يمكن التخوف من هذه التنظيمات المالية وميكانيزمات المراقبة لأماكن المالية إلى خارج الوطن تكون غير كافية مما يعرض للخطر استقرار النظام بالجملة.

4. المخاوف على شروط الاستقرار البنكي:

اليوم، ومع التحولات الهيكلية للبيئة المالية، تسارع وتيرة المنافسة على الأسواق المالية، أظهرت على الساحة السؤال على مدى استقرار و ضمان النظام البنكي، هذه المنافسة الشديدة تؤدي إلى تقليص

أرباح البنوك، جراء انخفاض منح القروض، تشجع على ارتفاع المخاطر في الأسواق المالية ومنه خوف ظهور منافسة "مدمرة" بين البنوك.

5. المخاطر التشريعية المالية والاقتصادية :

وتتمثل بتلك التشريعات المالية المنظمة لعمل البورصة أو لعمل النشاط الاقتصادي ككل، وتسمح بالتالي للإدارة الحكومية بالتدخل في العمليات المالية التي تجري داخل البورصة وخارجها ، كأن تفرض تلك الإدارة رقابة مباشرة على عمليات القطع أو تداول الأوراق المالية أو تحويل الأموال إلى الخارج إلا في ظروف استثنائية، الأمر الذي يؤثر على سير أداء بورصة الأوراق المالية، وربما يوقعها تحت دائرة المخاطر المولدة للأزمات .

6. مخاطر العملات:

إن الاستثمار في الأوراق المالية قد يكون بالعملات الأجنبية ، وقد يكون بالعملات المحلية ، ويكون ذلك محدداً في التشريع المنظم لعمل البورصة . ونتيجة لتدخل الاستقرار الاقتصادي في بلد ما ، وما يتبعه ذلك من تدهور القوة الشرائية لعملته المحلية ، الأمر الذي ينعكس سلباً على مستثمر البورصة ، بسبب تدهور القوة الشرائية للقيم النقدية العائدة لأسعار الأسهم والسندات التي يحملها ، ويوقعه بالتالي في دائرة المخاطر التي قد تكون مولدة للأزمات. والمثال الذي يعطى في هذا المجال يتمثل بدول أميركا اللاتينية ، حيث كانت المستويات غير العادية من التضخم مصحوبة بانخفاض مستمر في قيمة العملة تجاه الدولار الأميركي وغيره من العملات الرئيسية ، وكان هذا الانخفاض شديداً في العديد من الأسواق المالية الآسيوية التي كانت تاريخياً تربط عملتها بالدولار الأميركي . وقد تأثرت كل البورصات الآسيوية تقريباً تأثراً شديداً بأزمات العملة في عام 1997 ، أولاً في جنوب شرق آسيا ، ثم امتدت إلى كوريا الجنوبية . وعندما تتزامن المستويات المرتفعة من التضخم مع انخفاض في مؤشر السوق ، فإن ذلك يؤدي إلى تآكل شديد لمحفظة المستثمرين . وهذه المخاطر ملموسة بشكل خاص في الكثير من الأسواق الناشئة، خصوصاً أسواق الدول التي تعرف بالنمو الآسيوية¹ ، والتي تضم سنغافورة وتايوان وكوريا الجنوبية وهونغ كونغ وماليزيا وتايوان وإندونيسيا . وبسبب هذه الأزمة المالية ، فإنها خسرت خلال أشهر قليلة من 40 % إلى 50% من ثروتها ، بسبب انهيار أسواق الأسهم والسندات فيها .

7. مخاطر السيولة:

إذا أردنا إجراء المقارنة بين عرض السيولة في البلدان النامية وعرضها في البلدان المتقدمة ، نجد أن المعروض منها في البلاد الأولى أقل من المعروض منها في البلاد الثانية ، الأمر الذي يؤثر سلباً على النشاط الاقتصادي ككل ؛ بما فيها نشاط البورصة ، فقد يرغب صاحب الأسهم أو السندات ببيعهما

¹ د.صارم ، سمير ، قراءة في أزمة دول النور ، دار الفكر ، دمشق ، سورية ، ط1 ، 1419هـ / 1998م ، ص29.

عند توفر سعر معين يتلاءم معه من وجهة نظره ، لكنه في المقابل لا يجد من يشتريها منه ، بسبب عدم توفر السيولة بالمقدار المطلوب . كما أن بعض المستثمرين داخل البورصة قد يرغبون بالخروج منها بسبب تدهور الأسعار ، فلا يجدون من يشتري منهم ما يعرضونه ، الأمر الذي يوقعهم بالتالي في دائرة المخاطر المولدة للأزمات .

الفصل الرابع: الادخار المالي

الفصل الرابع الادخار المالي

مقدمة

الادخار في الاقتصاد يعني به الجزء من الدخل غير موجه للاستهلاك، الادخار يعتبر مخزون من مصادر الأموال التي نضعها جانبا بقرارنا عن التخلي عن متعة استهلاكها فوراً، وذلك لنحصل على استهلاك ومتعة أكثر في المستقبل. الأفراد يدخرون لكي يتمكنوا من شراء سكن أو أي سلعة استهلاكية أخرى، كما أنهم يوظفون أموالهم في أسواق الأموال وذلك رغبة في الحصول على زيادة في أموالهم تمكنهم من التصدي لأي طوارئ في المستقبل (مثل البطالة).

1. تكون أو تشكيل الادخار Formation de l'S:

يمكن أن نرى الادخار في شكلين من الاقتصاد، اقتصاد المقايضة والاقتصاد النقدي.

1.1. الاقتصاد دون نقود: المقايضة:

في اقتصاد المقايضة يتسم بعدم استعمال النقود، دخل الفرد ما هو إلا عبارة عن مجموع السلع الحقيقية المحققة مقابل عمله. إذن الادخار في هذه الحالة يعتبر مجموع السلع الحقيقية غير مستعملة لغايات الاستهلاك أي تمثل أيضا الاستثمار مثلا إذا روبينسون في جزيرته يخصص 8 ساعات في اليوم لحل مشكلته الغذائية و 3 ساعات في العمل على شق طريق إلى البحر فهذا الطريق يعتبر في نفس الوقت استثمار وادخار اليوم:

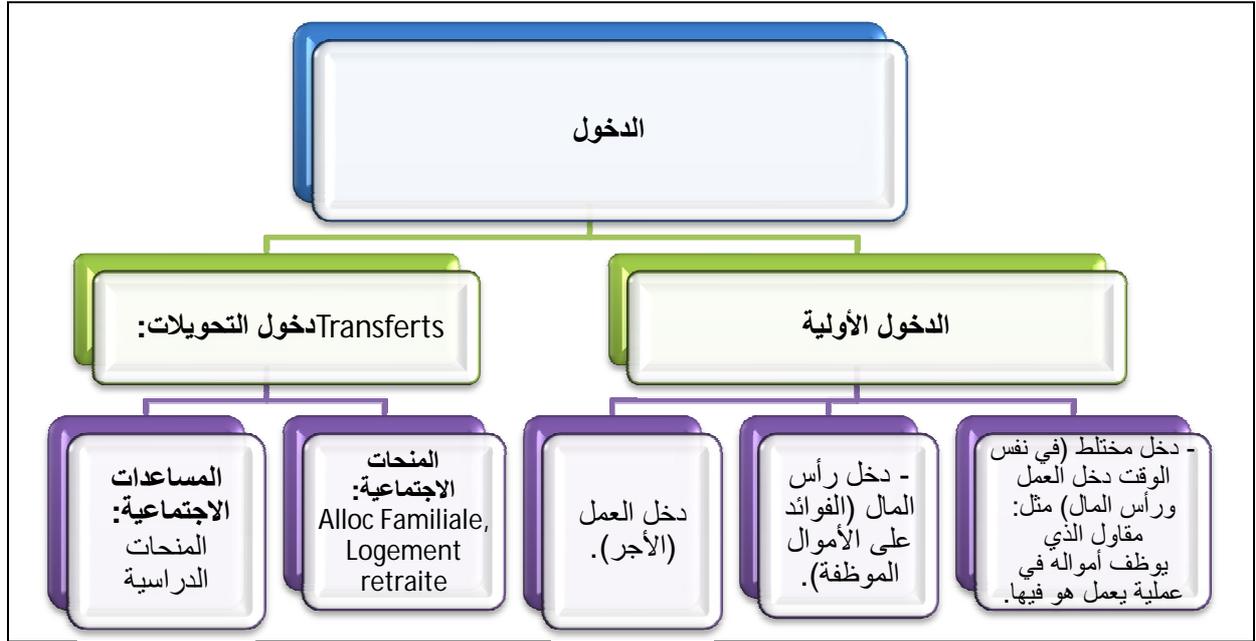
$$\text{الدخل} = (SI)3b+C)8h$$

1.2. اقتصاد نقدي:

في اقتصاد يستخدم النقود الأشخاص المدخرين ليسوا بالضرورة هم المستثمرين.

كل فرد لما يتحصل على دخله له حرية التصرف فيه كما شاء، الدخل يمكن أن نحصل عليه من:

الشكل 11: أنواع الدخل



الدخول الأولية: - دخل العمل (الأجر).

- دخل رأس المال (الفوائد على الأموال الموظفة).

- دخل مختلط (في نفس الوقت دخل العمل ورأس المال) مثل: مقال الذي يوظف أمواله في مؤسسة يعمل هو فيها.

◀ **دخول التحويلات: Transferts:** يعني به تنقل النقود وهي تتأتى من الحكومة أو هيئات اجتماعية وتمثل إعادة توزيع الدخل حتى يتسنى للدولة بتصحيح الفوارق الاجتماعية.

هذه الدخل تنتمي إلى مجموعتين:

• **المنح الاجتماعية:**

تعطى للمؤمنين اجتماعيا الذين ساهموا من قبل للتعويض من خطر ما.

✓ Familiale, Alloc Logement retraite

• **المساعدات الاجتماعية:**

✓ تمنح من طرف الحكومة أو البلدية.

✓ وهي ممولة عن طريق الضرائب وتعمل على مساعدة الطبقات الفقيرة في المجتمع.

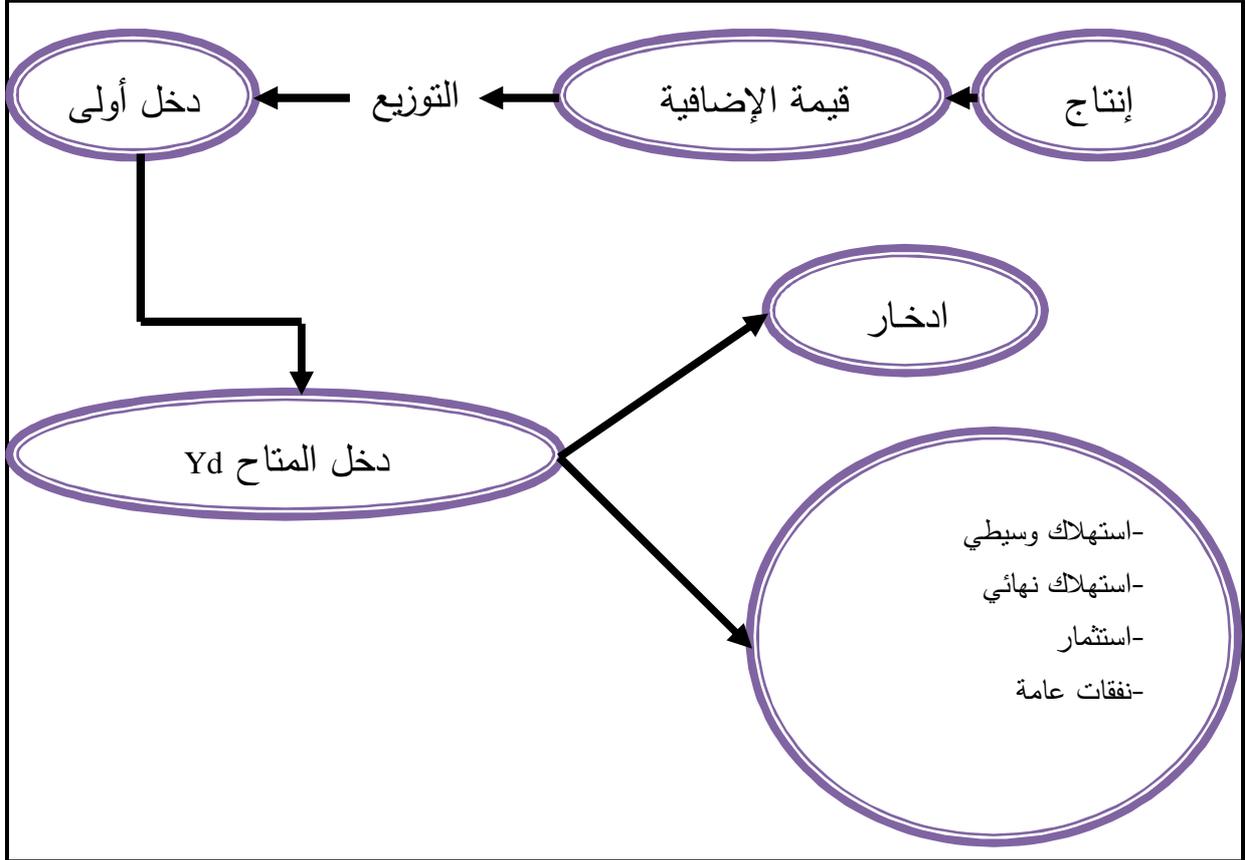
✓ المنح الدراسية.

- تحديد الدخل المتاح: Disponible Yd تحت التصرف.

يجب جمع كل الدخول الأولية ودخول التحويلات ونقص المساهمات (Cotisations) والضرائب.

$$Y_d = Y + T_R - T_X$$

الشكل 12 : تحديد الدخل المتاح



إذن الادخار يمكن أن يوظف ثلاثة أعمال:

استثمار، توظيف، أو اكتتاز.

ادخار منتج

2. التعريف الاقتصادي للادخار:

يعرف الادخار على أنه الجزء من الدخل للفرد الاقتصادي غير منفق فوراً في الاستهلاك. إذن يمثل التخلي عن الحصول على متعة فورية مقابل الحصول على متعة أكبر في المستقبل.

إذن يمكن أن يعتبر الادخار على أنه استهلاك مؤجل $S = Y - C$

معدل الادخار = $100 * \frac{S}{Y}$ يعبر عن الجزء من الدخل المخصص للادخار.

3. التعريف المحاسبي للادخار:

الادخار هو عنصر هام في الاقتصاد، وهو يمثل مقابل الاستثمار، الذي يسمح بالحفاظ على النمو الاقتصادي والرفع من مستواه، في الحقيقة، كلما كان الادخار مرتفع، كلما سمح ذلك للمؤسسات بالحصول على تمويل لمشاريعها بأقل تكلفة مما يسمح لها بزيادة قدراتها الإنتاجية وبالتالي الإنتاج أكثر وتوزيع أكثر للأجور (الدخول) للعمال الذين يمثلون المجتمع.

ومن هذا المنطلق فهو من الضروري أن يكون لنا تقنية جيدة لتحديد هذا المتغير. بالنسبة للاقتصاديين، الادخار لا يعتبر فقط كمخزون ولكنه يعتبر أيضا تدفق.

المحاسبة الوطنية، (فرنسا) تحاول أن تحسب مجاميع غير مستهلكة من طرف الأسر، المؤسسات والدولة على مدى مدة زمنية معينة (3 أشهر أو السنة مثلاً) بدلا من حسابه لتاريخ معين. مجموع المبالغ المدخرة تمثل الادخار الوطني. والجزء الذي تمثله من الناتج الوطني يسمى معدل الادخار الوطني.

إدخار المؤسسات يعتبر مساوي لتمويلها الذاتي (Autofinancement) وهو الجزء من أرباحها الصافية غير ممنوحة للمساهمين + الاهتلاك (الدخل المخصص لإعادة تشكيل رأس المال التقني).

ادخار العائلات ينقسم إلى قسمين:

- الادخار غير مالي (استثمار العقاري).
- الادخار المالي (السيولة والتوظيفات، والقروض).

الحدود بين الاستهلاك والادخار تظهر في بعض الأحيان غامضة القرض مثلا لشراء السلع المعمرة كالسكن مثلا يمثل (Désépargne) وهو مسجل بعلامة -

شراء سلعة معمرة (ثلاجة، سيارة) هي مسجلة في الاستهلاك والاستثمارات الثابتة في الادخار، كل هذه الخيارات تختلف من إحصائي لآخر.

4. أشكال الادخار:

1.4 ادخار لذاته: - ادخار عقاري.

-توظيف مالي.

-اكتتاز.

2.4. الادخار للآخرين:

◀ ادخار " Standard social

◀ ادخار الإرث:

- ✓ إرث غير اختياري (Accidents, legs)
- ✓ ارث اختياري: ارث للغير، ارث العائلة, استراتيجي.

3.4 . ادخار التحوط:

• ادخار التحوط خوفا من حالة عدم التأكد للمستقبل:

✓ توقع للزيادة في التضخم.

✓ تخوف من انخفاض الدخل.

✓ تخوف من البطالة.

✓ قلق على مستوى التقاعد.

✓ قلق على نهاية الحياة: خطر التبعية، تمويل الإقامة في ديار التقاعد.

✓ قلق على مستقبل الأولاد والأحفاد.

• ادخار التحوط تخوفا من عدم تواجد السيولة.

✓ وجوب تواجد السيولة بوجود المديونية.

✓ توقع على وجود صعوبات للاقتراض في المستقبل.

✓ إرغام على الاحتفاظ بالسيولة مرتبطا بالارتفاع المتوقع للاقتطاعات الضريبية

الإجبارية (سلوك Néo-récardien).

4.4 . ادخار الاحتياط:

من أجل نفقات مبرمجة مسبقا: التحضير للعطلة، دفع (التسبيقات) للأقساط على (I R)،

شراء سلع معمرة

4.5 . ادخار المضاربة:

وهذا بدلالة التوقعات المختلفة على أسعار الأصول والأرباح المتوقعة منها: تقسيم بين ادخار

مالي وادخار غير مالي.

5. الادخار الاختياري والادخار الإجباري

يمكن تقسيم الادخار في الاقتصاد الحديث إلى قسمين: الادخار الاختياري والادخار الإجباري.

1.5. الادخار الاختياري:

وهو الادخار الحر الذي يقوم به الفرد طوعاً واستجابة لإرادته ورغبته نتيجة لموازنته بين وضعين وضع إقدامه على إنفاق دخله ووضع إمساكه عن هذا الإنفاق. وتسهم جملة من الإجراءات والسياسات في زيادة حجم الادخار الحر عن طريق إيجاد الوعي الادخاري لدى المواطنين وتمميته، ودعم الضمانة والثقة بالادخار، وتطوير المؤسسات الادخارية وتوسيعها وتحسين خدماتها.

2.5. الادخار الإجباري:

وهو ادخار يجبر عليه الأفراد نتيجة لمقتضيات قانونية أو لقرارات حكومية أو قرارات الشركات. وقد انتشر الادخار الإجباري في الاقتصاد الحديث وفي مقدمة مجالاته المجالات التالية:

1.2.5. نطاق الادخار التقاعدي لدى صناديق المعاشات والتأمينات الاجتماعية:

وهذا النوع من المدخرات له أهمية خاصة لاتساع مجاله ولتمتعته بصفة الاستمرار والثبوت.

2.2.5. نطاق ادخار الشركات:

وهذا النوع من المدخرات يتكون عندما تقرر الهيئة العامة لإحدى الشركات دعم احتياطياتها أو عدم توزيع قسط من أرباحها قصد القيام بتمويل ذاتي، فيترتب على ذلك تناقص في الأرباح الموزعة على المساهمين.

3.2.5. نطاق الادخار عن طريق الضرائب:

إذ تُحصَل الدولة الكثير من الأموال مما يوفر لها إمكانات أكبر للاستثمار في المشروعات الإنمائية من جهة، وتقليص الاستهلاك من جهة أخرى، ولاسيما الاستهلاك الخاص المرتبط بالتبذير والإنفاقات غير المسوّغة.

وللضرائب أثر مهم في معالجة المشاكل الناجمة عن الدورة الاقتصادية وإفرازاتها وإعادة توزيع الدخل الوطني وتغذية خزينة الدولة.

4.2.5. ادخار إجباري نقدي (التضخم)

إذا لم يتيسر استدراك الفائض الاقتصادي من قطاعات الاقتصاد القومي طواعية بفضل الادخار الحر أو كرهاً بوساطة الضرفلئنه، يمكن أن يُسَدَّ ثَدَّ ادخار بزيادة وسائل الدفع والائتمان ثم الاستحواذ عليها واستخدامها في تمويل التنمية باسم التمويل التضخمي.

والتمويل التضخمي أو التمويل بالعجز وسيلة لتحويل الموارد من الاستهلاك الجاري إلى التكوين الرأسمالي بإصدار نقود أو ائتمان لسد الفجوة التي تحدث في تمويل خطة التنمية الاقتصادية.

6. العوامل المحددة للادخار:

- مستوى وارتفاع الدخل تحت التصرف الحقيقي وتركيباته، بالإضافة إلى التوقعات على الأجر المنتظرة (الدخل الدائم لفريدمان).
- الحالة الأولية للارث المتراكم وبالتالي أهمية التدفقات الحالية والمستقبلية للدخل.
- درجة المخاطرة.
- الوزن النسبي للادخار المقرر (ناشط) وخامل.
- التوقعات على عوائد الأصول المكتسبة.
- المقارنة بين عوائد مختلف التوظيفات: ذهب / أوراق مالية / نقود.
- مستويات مختلف الأسعار: سعر الفائدة القصيرة والطويلة الآجل، معدل التضخم، معدل البطالة، معدل الاقتطاعات الإجبارية، معدل النمو الاقتصادي والتوقعات على ارتفاع مختلف هذه المعدلات بالأخذ بعين الاعتبار السياسات الاقتصادية المنتهجة.
- التوقعات على معدل التضخم تلعب دوراً مهماً وخصوصاً: إذ حسب التوقع على هذا المعدل هل هو مرتفع أو جد مرتفع يمكن أن نفترض سلوكيين لهما تأثيران معاكسين على الادخار. في الحالة الأولى (مرتفع)، الأفراد لهم ميل لزيادة ادخارهم للحفاظ على القيمة الحقيقية لسيولتهم النقدية (أثر السيولة النقدية) بينما في الحالة الثانية (جد مرتفع) فهم يميلون إلى تخفيض مدخراتهم تهرباً من النقود.
- للسياسة النقدية وقرارات المؤسسات المالية فيما يخص القروض: ادخار، اقتراض / désendettement، فسلفات الخزينة تلعب دوراً هاماً بما أنها تساهم على فك ضغط السيولة مما يؤدي إلى تخفيض ادخار التحوط.
- قدرة الأسر على الاقتراض، وهذا بدلالة الفرق الموجود بين وتيرة إرتفاع دخولها وتيرة ارتفاع أسعار الفائدة الطويلة الآجل.
- على حسب درجة تقبل المجازفة يكون توزيع الأصول بين أصول حقيقية وأصول مالية.

- عمر الشخص: نظرية دورة الحياة لـ (MODIGLIANI) :
- الوضع الديمغرافي والحالة الاقتصادية الاجتماعية للبلاد.
- وضعية نظام الضمان الاجتماعي (مريح أم لا).
- الضرائب: يمكن أن تحفز الأفراد على الادخار في توظيف أموالهم أو الاستثمار في الحجر.
- الديون العمومية وتسييرها (الحالية والمتوقعة).
- وزن حالة عدم التأكد (على البطالة، التقاعد، العجز الحكومي...).
- الحركة الحالية للتحرر المالي، المنافسة بين المؤسسات المالية والتجديدات المالية التي تشجع تسيير راشد للخزينة (خاصة OPCVM).

1.6. تفصيل للعوامل المحددة للادخار الأسري:

من الناحية المحاسبية يمكن أن نجمل العوامل المحددة للادخار في مجموعتين، من جهة تلك العوامل المتعلقة بمصادر الادخار في مجمله (الحث على الادخار)، ومن جهة أخرى، تلك المتعلقة بمختلف استعمالاته.

1.1.6. الحث على الادخار:

أهم العوامل التي يمكن أن تؤثر على نسبة الادخار ($\frac{S}{Y}$) هي: الديمغرافيا، التضخم، البطالة، الدخل، أسعار الفائدة و بصفة خاصة نظام الضرائب.

1. الضرائب, سعر الفائدة والدخل:

مسألة تأثير الضرائب على S تعود إلى بداية نشأة العلوم الاقتصادية، مؤسسي العلوم الاقتصادية "Fondateurs" أعطوا لها مكانة مهمة في أعمالهم. يكفي أن نعرف أن الكتاب المشهور ل (D.Ricardo) يسمى بـ"مبادئ الاقتصاد السياسي والضريبة".

في السنوات الأخيرة أثري هذا الموضوع من طرف النيوكلاسيك الذين ينتمون إلى التيار النظري المسمى بـ "اقتصاد العرض" "Economie d'offre"، هذه المدرسة تطرح السؤال في مدى دور ضريبة مرتفعة على تطور نسبة الادخار.

بالإضافة إلى مدرسة اقتصاد العرض سنتطرق إلى نظرية الدخل الدائم لفريدمان لنرى رأي النيوكلاسيك وبعدها النظرية الكينزية التي تعارضها.

1.1. اقتصاد العرض: L'économie d'offre

النظرية النيوكلاسيكية التقليدية لا تعتبر الادخار كمجرد فضالة للاستهلاك. بل هو ثمرة سلوك إرادي يتحكم فيه عامل مهم هو سعر الفائدة، لكن في أغلب الأحيان يحسب على أنه " Brut d'impôt" وهذا ما لا يسمح برؤية أثر الضريبة على S مباشرة
M. Feldstein برهن أن هذه الرواية تؤدي إلى تقدير أخف لأثر أعلى S وبالتالي اعتبار هذا الأخير على أنه غير حساس بالنسبة لتغيرات في A.

على حسب بعض النظريين من مدرسة اقتصاد العرض فإن "Net d'impôt" هو العامل الأهم في تحديد الادخار وبالتالي أعطوا دورها للضريبة كمحدد آخر لـ S البرهان بسيط: T_x المباشرة \leftarrow لمن العائد الصافي لرأس المال وبالتالي الحث على S وهكذا يتجهون نحو C .
دراسات أجريت في الولايات المتحدة الأمريكية خاصة من طرف M. BOSKIN، برهن هذه العلاقة.

2.1. النظرية الكينزية:

بالنسبة لكينز، دوافع المستهلك هي التي ستحدد الادخار، عندما ينخفض الدخل، نلاحظ على مدى القصير الحفاظ على نفس الحجم لـ C - أثر الجمود (Effet d'inertie) و معدل S ينخفض وعلى العكس عندما يرتفع الدخل، فإن ركود الاستهلاك يترجم بارتفاع معدل S. و لكن على المدى المتوسط هذا الأثر يتوقف.

الضريبة لها أثر أيضا. الضريبة المباشرة تلعب دورها كمؤثر على الادخار، ليس عن طريق تأثيرها على الدخل - Y^d - لكن عن طريق تغيير توزيع الدخل.
الضريبة على الدخل بما أنها تدريجية progressive و redistributive ، فهذا سوف يؤدي إلى \downarrow الدخول المرتفعة و \uparrow الدخول المنخفضة. والنتيجة في كل الأحوال ارتفاع PMC للدخل تحت التصرف و انخفاض الادخار.

وهذا ما أدى بكنز أن يستنتج أنه: "عندما تستعمل السياسة الضريبية بصفة ارادية كوسيلة للحصول على توزيع أعدل للدخول، فهي تساهم أكثر في الرفع من معدل الاستهلاك". PAYOT, 1977.

3.1. نظرية الدخل الدائم لفريدمان:

M. Friedman يعتبر أن استهلاك الأسر لا يتعلق مباشرة بدخلها الجاري ولكن بدخلها الدائم (Y_p) أي بدخلها على المدى الطويل $C = K * Y_p$.

الفرق بين الدخل والدخل الدائم يمثل الدخل العابر (Transitoire) الذي لا يؤثر بتغيراته على الاستهلاك. Tx المباشرة يمكن أن تعتبر على المدى القصير على أنها عابرة. الدخل الدائم إذن لم يتغير و C لا يتغير و S عابر للدخل لا يمكن أن يكون له أثر إلا على S .

إذا كانت الصدمة الضريبية إلا بصفة عابرة، فلن يكون لها أثر ولكن إذا استمرت ودامت فهذا سوف يؤثر على Yp وبالتالي C و S يتأثران بالانخفاض.

الثلاث نظريات تلتقي في نقطة، و هي أن على المدى القصير الضريبة المباشرة \Rightarrow إلى S في معدل الادخار ولكن على المدى الطويل الأراء تختلف.

2. التضخم والبطالة:

من الوهلة الأولى لا يلاحظ العلاقة الموجودة بين معدل التضخم ومعدل الادخار: ارتفاع في الأسعار لا يرى أنه يلعب دور على انخفاض أو ارتفاع معدل الادخار.

ولكن في الحقيقة العلاقة الموجودة بينهما غير بسيطة فمن جهة، فإن الأسر يعتقد أنها تتأثر أكثر بالماضي القريب وليس بالحاضر ومن جهة أخرى فإننا يمكن أن نميز بين عدة فترات.

في السنوات 1950 و 1960، التضخم \Leftarrow معدل الادخار: وهو يعتبر سلوك عادي يمثل الهروب أمام النقود وبالمقابل خلال الفترة الموالية 1970، التضخم أدى إلى S . يمكن أن نشرح هذا ب"أثر السيولة الحقيقية" (PIGOU- PATINKIN): قيمة الأصول النقدية و المالية تدهورت بارتفاع الأسعار. محاولة الادخار اللازم للمحافظة على الممتلكات من التضخم يجب أن تكون أكثر ارتفاعا.

وبعدها، la Désinflation التي شوهدت في المنتصف الثاني من 1980 صوحت لنفس الأسباب بانخفاض في معدل الادخار و C وهذا ما يمكن أن يشرح معدلات النمو في هذه الفترة، ولكن يبقى من الصعب أن نميز بين أثر التضخم من أثر البطالة، وخاصة في فترة "Stagflation".

كيف يمكن أن نميز أثر السيولة الحقيقية عن ادخار التحوط الناتج عن البطالة ابتداء من سنوات 1970؟

كينز يعطي لنا تفسيراً وافياً:

. البطالة \Rightarrow النشاط الاقتصادي $\downarrow C \Rightarrow \downarrow S$ Tax \Rightarrow البطالة من الخوف

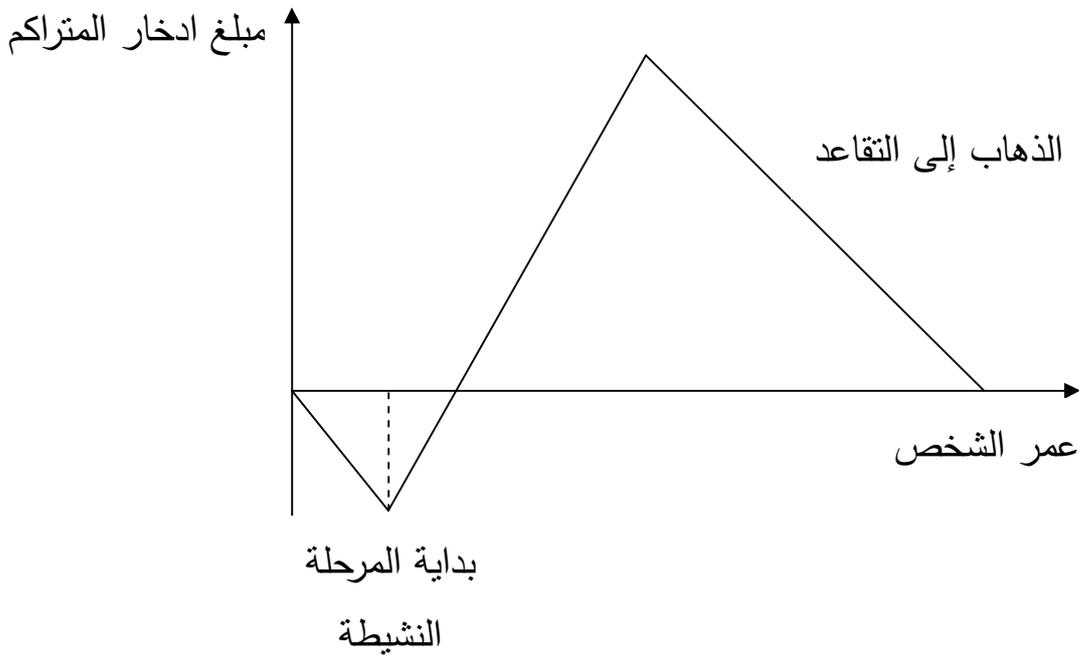
3. الديمغرافيا:

نظرية دورة الحياة تعتبر سلوك الادخار للأسر على أنه يفسر بعمر المدخرين.

▪ Jeunes Adultes : الادخار سالب: يقترضون للحصول على سلع معمرة.

- **Jeunes ménages**: دخلهم يرتفع بنسبة أعلى من استهلاكهم, يسددون ديونهم ويبدؤون في الادخار.
- **Ménages installés**: الدخل ترتفع و النفقات تتخفض في مرحلة الادخار وتوظيف المال.
- **Retraités**: استعمال الادخار المتراكم، الاستهلاك أكبر من الدخل. اذن الارث ينخفض

الشكل 13 : نظرية دورة الحياة



بتطبيق نظرية دورة الحياة ومعدل الادخار ينخفض عندما يكون عدد المتقاعدين مرتفع وأيضا عند ارتفاع الأولياء الشباب، يجب الإشارة أن حالة عدم التأكد يمكن أن تحفز الأشخاص المتقاعدين على الادخار أكثر لمساعدة أولادهم وأحفادهم (ادخار الإرث).

النموذج الأصلي يضع أن معدل الادخار يرتفع على حسب عمر الشخص حتى يصل إلى مرحلة التقاعد وبعدها يبدأ بالانخفاض حتى يساوي الصفر عند نهاية الحياة.

وبالتالي ارتفاع عدد المتقاعدين في السكان يمكن أن يؤدي إلى معدل الادخار، وبصفة عامة، فإن تركيبة حسب العمر للسكان يعتبر عامل محدد لمعدل الادخار.

2.1.6. الادخار المفسر بمختلف استعمالاته:

1. الحصة الشخصية (Logement - FBCF):

الاستثمار في السكن يعتبر من أهم استعمالات ادخار الأسرة، وبالتالي كل العوامل المؤثرة والمحددة ل (FBCF) يمكن أن تشرح في نفس الوقت تغير معدل الادخار.

هذه العوامل هي على المدى الطويل: الدخل والسكان، وعلى المدى القصير: التضخم، تكلفة ووفرة القرض، عدد الزيجات، والمساعدات ... إلخ.

ارتفاع المساهمة الشخصية وبصفة غير مباشرة إذن معدل الادخار يمكن أن نشرحه بما يلي: معدل التمويل الذاتي الأدنى المشترك من طرف مؤسسات القرض، توفر القرض والتضخم.

2. تسديد القرض:

ادخار الأسر مؤثر مرتين بإمكانيات القرض: عن طريق المساهمة الشخصية وأيضاً عن طريق تدفق التسديد الناتج عن القرض كلا الأثرين لهما *Opposé Sens* ولكن ظاهر عبر مختلف الحقبات منذ سنوات 1950، فمثلاً الأسر الفرنسية افترضت بصفة معتبرة وأصبحت مدينة، وخاصة من أجل تمويل الاستثمار العقاري. ولكن إذا طرحنا من حجم الادخار، النسبة الموجهة إلى تسديد القرض (5% تقريباً) لكي نحصل فقط على الادخار تحت التصرف *Sd* نلاحظ أن معدل *Sd/Y* هو تقريباً ثابت على الفترة الممتدة من 1950 - 1980، هذا المعدل يدور حول 14%. معنى هذا أن الميل إلى الارتفاع على المدى الطويل لمعدل الادخار الذي لاحظناه خلال هذه الفترة هو راجع فقط إلى أننا أخذنا بعين الاعتبار الحصة الموجهة للتسديد. وبالتالي يعتبر عامل مهم.

وبعد ذلك معدل الادخار توجه نحو الانخفاض من دون أن نستطيع أن نشرح ذلك بانخفاض طفيف في التسديد، هناك عوامل أخرى يجب أخذها بعين الاعتبار.

3. التوظيفات المالية:

الادخار الذي يتخذ شكل مالي هو الادخار الذي يهتم المؤسسات إذ يمثل قدرة حقيقية للتمويل قادرة على تحقيق حاجات تمويل المؤسسات الناجمة عن الاستثمار بالإضافة إلى ادخارها الذاتي.

قول أن الادخار مؤثر بالتوظيفات المالية يرجع إلى النظر في سلوك الاحتياط والمضاربة، لا يمكن أن ننفي وجود هذا الأثر ولكن يبقى من الصعب تحديده وإظهاره لأنه: من جهة - هذا لا يخص إلا الادخار المالي الصافي وهذا يمثل حصة متواضعة في الادخار الكلي. ومن جهة أخرى، تأثيره يعتبر ضعيف.

7. ما هي أشكال الادخار؟

الأموال المدخرة تستعمل بعدة أوجه التي تحاول أن تجمع بين فوائد السيولة، الأمان والريح وهذا بنسب مختلفة.

نميز عادة بين شكلين للادخار:

7.1. الادخار غير مالي: ويعني به الاستثمار في العقارات مثل شراء المنازل مثلا أو ما يسمى بـ Valeurs refuges (لوحات, ذهب, oeuvres d'art).

7.2. الادخار المالي:

نميز بين توظيفات مالية واكتناز. الادخار المالي نعني به مجموع التوظيفات التي تمنح فوائد على المدى الطويل. نجد في هذا الشكل من الادخار: الادخار السائل (قطع نقدية، أوراق، حسابات جارية...)، توظيفات مالية (أسهم سندات، SICAV)، عقود الضمان على الحياة، les plans d'épargne logement, les plans d'épargne retraite.

7.2.1. شراء الأوراق المالية بصفة مباشرة:

اقتناء الأوراق بصفة مباشرة هو عادة مخصص للمستثمرين ذوي الخبرة في الأسواق المالية حيث أنهم يقررون كيف يقومون بتركيب محفظتهم المالية وذلك بالتوفيق بين اقتناء السندات والأسهم ولهذا تجدونهم دائموا الاطلاع على المستجدات المالية والاقتصادية للقيام بالاختيار الأفضل.

7.2.2. هيئات التوظيف الجماعي للقيم المتحركة: OPCVM

عندما لا يكون لدينا دراسة كافية بميكانيزمات سوق البورصة، يكون من المستحسن التوجه إلى هيئات OPCVM التي تمنح فرصتين للتوظيفات SICAV (شركات الاستثمار برأس مال متحرك) و FCP (صندوق المشترك للتوظيف).

← OPCVM تتركب من عدة قيم مختارة حسب أهداف محددة وهي غالبا ما تتخصص على منطقة معينة أو على نشاط معين. يوجد أكثر من 10 000 هيئات من هذا النوع في فرنسا، وهي تسير بصفة يومية من طرف خبراء. يجرون عمل التحليل بدل الشخص الذي يريد توظيف ماله ليقوموا بأقصى ربح ممكن أو للحد بأكبر قدر ممكن من الخسارة.

◀ **FCP** الصندوق المشترك للتوظيف:

يتكون رأس ماله من قيم متحركة وسيولة، ليس لها شخصية قانونية.

◀ **SICAV**: هي غالبا ما تكون شركة *anonyme* (SA) أو *Société comondité par action* (SCA) ذات شخصية قانونية.

8. دالة الادخار:

نسمي دالة الادخار العلاقة الموجودة بين الادخار والدخل، هذه العلاقة يمكن أن تكون على مستوى الفرد أو على المستوى الكلي (دالة الادخار الكلي).

إذ يمكن ملاحظة اختلافات بين دالات الادخار الفردية من فرد إلى آخر وهذا حسب أهمية الدخل وبذلك فهي غير خطية. فعلى مستوى الكلي الادخار الوطني ممثل بدالة خطية من الشكل: $S = -C_0 + sy$

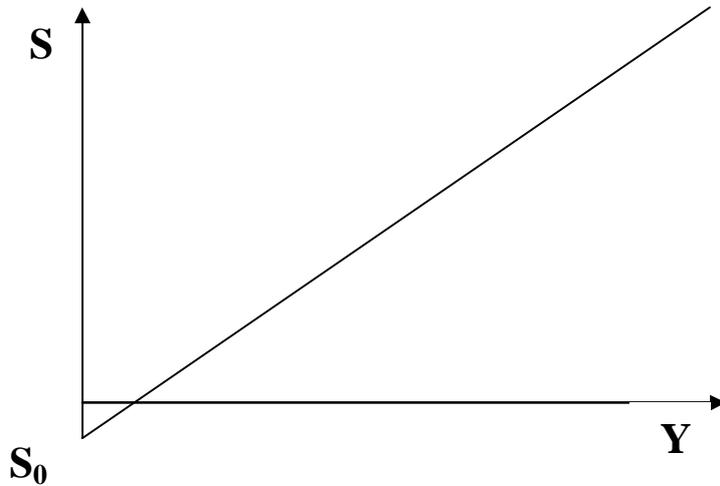
أي: S : ادخار الوطني.

Y : الدخل الوطني.

s : ميل الادخار.

$-C_0$: يمثل ما نستهلكه عندما يكون الادخار $= 0$

الشكل 14 : دالة الادخار



$$S = -C_0 + sy$$

$$\frac{\Delta S}{\Delta Y} = s$$

.9

9. الحالة الخاصة بادخار المؤسسات: (التمويل الذاتي):

التمويل الذاتي للمؤسسات هو تمويل داخلي لاستثماراتها عن طريق أموالها الخاصة وهي الإهتلاكات، المؤونات والأرباح غير موزعة بالفعل. المؤسسات لها مصدرين لتمويل استثماراتها.

- مصدر خارجي وذلك بالاقتراض من البنوك، بإصدار الأوراق المالية (أسهم أو سندات).
- مصدر داخلي أي استعمال أموالها الخاصة.

الأموال الخاصة يمكن أن تستعمل بعدة طرق:

- ✓ لزيادة الإنتاج (شراء مكينات جديدة).
- ✓ زيادة التوظيفات (شراء أوراق جديدة).
- ✓ أو اكتناز فقط.

التمويل الذاتي مخصص للنوع الأول من الاستعمالات من أسباب التمويل الذاتي هو: الحفاظ على

استقلالية المؤسسة تجاه الغير. (رأينا هذا سابقا).

$$\text{نسبة معدل التمويل الذاتي} = \frac{S}{FBCF} * 100.$$

لا يجب الضن بأن معدل التمويل الذاتي قريب من 100 يعني صحة جيدة للمؤسسة، معدل تمويل ذاتي عالي يمكن أن يترجم نقص المجهودات لتجهيز المؤسسة.

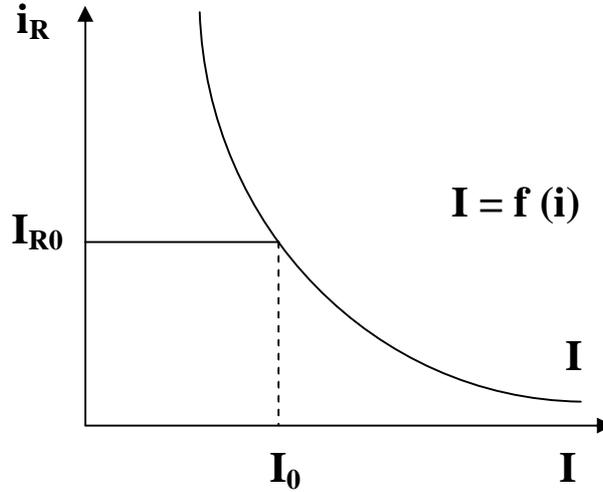
10. الادخار والاستثمار: $S \leftarrow I$ ، $S = I$

10.1. العلاقة بين الادخار والاستثمار عند الكلاسيك ونيوكلاسيك:

عند هذه النظرية النيوكلاسيكية كما عند الكلاسيك الأشخاص يدخرون بدلالة سعر الفائدة والادخار يسبق الاستثمار.

10.1.1 محددات الاستثمار:

قرار الاستثمار يكون عن طريق مقارنة المردودية الداخلية للمشروع (الميل الهامشي لرأس المال) وسعر فائدة مصدر تمويل هذا المشروع (القرض) فالمؤسسة الاقتصادية سوف تستثمر كلما كانت $ir \leq PMK$ إذن الاستثمار يكون بدلالة عكسية بسعر الفائدة الحقيقي.



10. 1. 2. محددات الادخار الخاص:

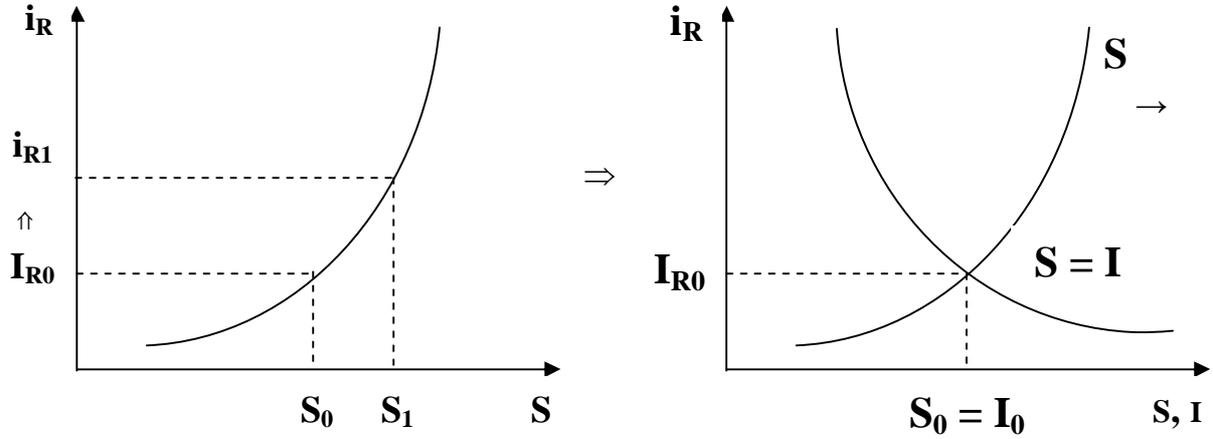
◀ بما أن الادخار = الدخل غير مستهلك فإن قرار الادخار يتعلق بالخيار بين الاستهلاك الحالي والاستهلاك المستقبلي.

◀ هذا الخيار يكون بدلالة سعر الفائدة الذي يكون عنده الأفراد الاقتصاديين مستعدين لاستبدال الاستهلاك الحالي بالاستهلاك المستقبلي. كلما كان هذا السعر مرتفع كلما فضل الأفراد المستقبل على الوقت الحالي بما أنهم سوف يقبلون بالتخلي عن الاستهلاك الحالي وبالتالي ادخار أكثر من دخلهم الجاري.

◀ لاتخاذ قرار نهائي، الأفراد يقارنون بين مختلف مستويات سعر الفائدة وهذا ما يسمح باستنتاج دالة الادخار و التي تكون طردية بالنسبة لسعر الفائدة.

سوق الأموال وسعر الفائدة الحقيقي التوازني.

الشكل 16: سعر الفائدة الحقيقي التوازني



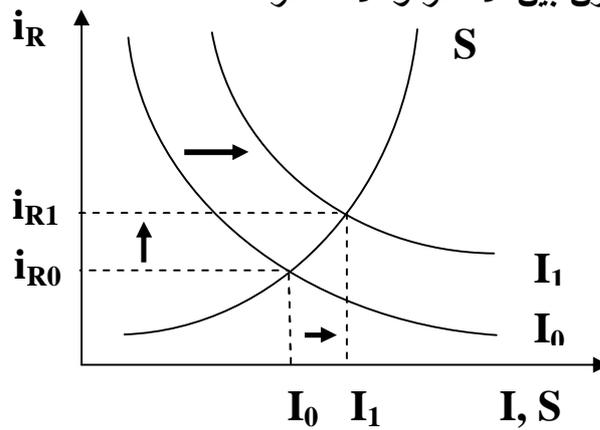
• محددات أخرى للاستثمار:

◀ ليس وحده المحدد لـ S و I وبالتالي، هناك عوامل أخرى يمكن لها أن تؤثر على I و S وبالتالي تغيير i_R .

◀ I يتحدد أيضا بتوقعات المؤسسات وعلى حسب إذا كانت هذا التوقعات تفاؤلية ارتفاع أو إذا كانت تشاؤمية انخفاض I .

ارتفاع الأرباح تشجع الاستثمار وطلب الأموال، وبالتالي سعر الفائدة يميل إلى الارتفاع.

الشكل 17: تحديد التوازن بين الادخار و الاستثمار



• محددات أخرى للادخار:

◀ بالإضافة إلى i_R فالادخار يكون بدلالة الدخل تحت التصرف، الثروة الحقيقية والدخل الحقيقي المستقبلي.

◀ ◀ الدخل تحت التصرف يشجع في نفس الوقت الاستهلاك والادخار.

◀ الثروة الحقيقية الصافية لقطاع الأسر = الأصول - ديونها، وهي وليدة تراكم الادخار عبر السنوات والأجيال.

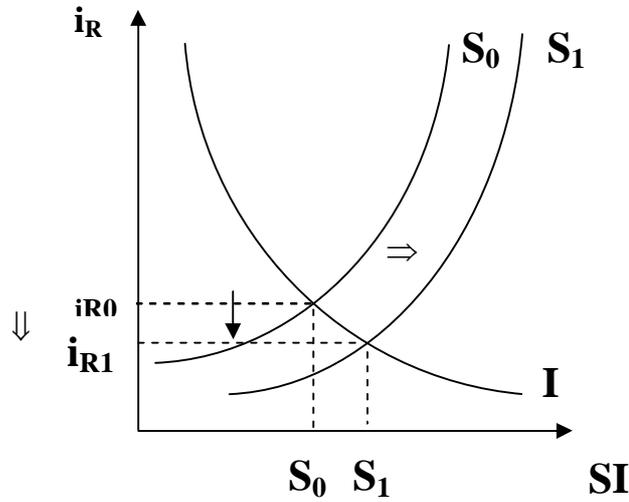
◀ القيمة الحقيقية لهذه الثروة ⇐ الاستهلاك على حساب الادخار وبتعبير آخر ◀ الثروة ⇐ الادخار.

◀ و أخيرا إذا توقعنا ارتفاع الدخل في المستقبل ⇐ ارتفاع الاستهلاك و انخفاض الادخار.

- تأثير Y_d على S وعلى i_R

◀ Y_d ⇐ S ، i_R يميل إلى الانخفاض.

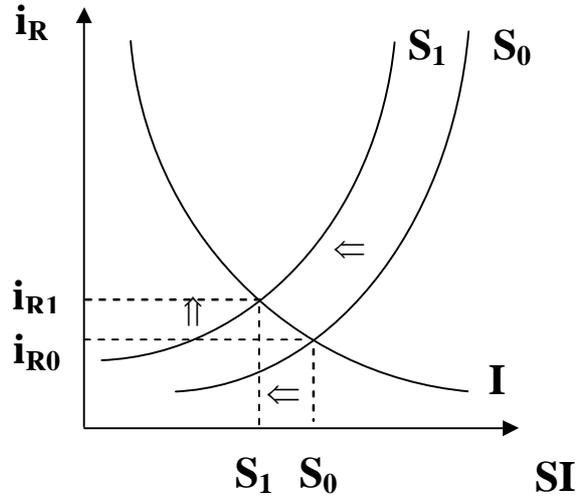
الشكل 18: تأثير ارتفاع Y_d على S وعلى i_R



- تأثير الثروة والدخل المستقبلي على S و i_R

◀ الثروة أو الدخل المستقبلي له أثر تشجيع الاستهلاك الجاري وبالتالي انخفاض الادخار، إذن عرض الأموال ينخفض بدوره وسعر الفائدة الحقيقي يميل إلى الارتفاع.

الشكل 19: تأثير الثروة على S وعلى i_R



10. 2. تسوية $S - I$ عند WICKSELL و Keynes :

الادخار له أثر سلبي:

← WICKSELL: التمييز بين سعر الفائدة الطبيعي والسعر النقدي و Déséquilibre cumulatif.

WICKSELL يميز بين نوعين من سعر الفائدة: سعر الفائدة الطبيعي الحقيقي وسعر فائدة نقدي أو اسمي ويعرفه على أنه سعر الفائدة الذي يساوي بين الطلب على رأس المال والعرض رأس المال (الادخار) والذي يمثل المردودية المتوقعة من الاستثمار الجديد.

هذا السعر يظهر لنا المردودية - مقاسة بالسلع المنتجة - التي يمكن أن تنتج عن استعمال عناصر الإنتاج (الأرض والعمل) في إنتاج رأس المال الثابت الذي سوف يستعمل في الإنتاج في المستقبل.

عند **WICKSELL** وجود هذه (rémunération) المكافأة ضرورية لكي لا تستعمل كل عناصر الإنتاج في قطاع سلع الاستهلاك، ولأنه مريح (en terme de consommation future) عدم الاستهلاك الكلي للدخل الجاري فإن الأفراد يقبلون باستهلاك أقل بالوقت الحالي، هذا يؤدي إلى إنتاج أقل للسلع الاستهلاكية وبالتالي يحرر عناصر الإنتاج لإنتاج رأس المال الثابت.

وهو واضح أن هذا السعر يسوي بالضرورة عرض الادخار وطلب القروض: المدخرين لا يقبلون بعرض ادخارهم إلا إذا كانوا ينتظرون مردود على الأقل يساوي لذلك الذي سوف يحصلون عليه إذا قاموا هم بأنفسهم بتشغيل تلك الأموال. وطالبوا الأموال لا يقبلون بالاقتراض بأسعار أعلى من المردودية التي ينتظرونها من مشروعاتهم.

إذا كانت كل الأموال أقرضت بذلك السعر i فقيمة الاستثمارات التي يمكن تمويلها سوف تتحدد بالادخار المرغوب فيه، ولكن هذا لا يحصل في الواقع، لأن البنوك يمكن أن تمنح قروض بكمية أكثر من الادخار المودع لديها.

على حد قول **WICKSELL** : هذا يستلزم أن عرض هذه المؤسسات للأموال هو دائماً مرناً بالنسبة لسعر الفائدة الذي تختاره ولأن البنوك يمكن أن تتخذ سعر فائدة مخالف لسعر الفائدة الطبيعي فإن الادخار لا يساوي دائماً الاستثمار وهذا ما يخلق إختلالات.

هذا الشرح للاختلال بين الادخار والاستثمار أي باستحالة تساوي بين سعر الفائدة الحقيقي وسعر الفائدة الاسمي يبرهن أن الوهم النقدي وهو حالة لا بد منها في اقتصاد السوق. بالوهم النقدي نقصد أن المدخرين يقررون قيمة توظيفاتهم ليس مقارنة بالمردودية الحقيقية للاستثمارات الممكنة عن طريق هذا الادخار (سعر الفائدة الطبيعي)، ولكن مقارنة بسعر الفائدة المحدد في النظام البنكي (الذي له علاقة بالتوليد النقدي). الوهم النقدي يأتي من أن بعض الأفراد الاقتصاديين ليسوا بكفاءة عالية تسمح لهم بتحكييم مضبوط بين توظيفات مالية واستثمارات في الإنتاج وهذا ما يمنع مساواة المردود النقدي و المردود الحقيقي.

المردود الحقيقي لا يمكن مراقبته بطريقة مباشرة إنه ليس دائماً ممكن تخمين وبصفة أكيدة ماذا سيحققه الاستثمار في المستقبل، ولهذا مردود التوظيفات المالية المقاس عن طريق البنوك هو الذي يرشد خيار المدخرين. بالإضافة إلى هذا فحتى لو تمكن المدخرين من توقع مضبوط لمردود الاستثمارات، فالمستثمرون ليس بإمكانهم ذلك، قدرتهم على انتهاز الفرص التي تظهر على الساحة الإنتاجية محدودة ،
Parcequ'on ne s'improvise pas gestionnaire, industriel, publicitaire...

في النهاية، إذا تمكن سعر الفائدة الطبيعي أن يرتفع بصفة دائمة عن مستوى سعر فائدة القروض، فهذا لأن البنوك والمدخرين لا يمكنهم مراقبته مباشرة ولأنه لا يمكنهم في كل الأحوال أن يضعوا التقنيات اللازمة لاستخراج هذا المردود الطبيعي من الاستثمار المنتج.

← عند Keynes

سعر الفائدة يقوم بالخيار بين النقود والأوراق المالية، بين الاكتناز والتوظيف، يعد سعر التخلي عن السيولة. عند كينز الادخار هو دالة بالدخل الجاري.

النظريات الجديدة للاستهلاك جعلت الادخار دالة بالدخل النسبي أو الدخل الدائم أي عناصر مرتبطة بالإرث.

يعتبر **Keynes** الادخار هو ذلك الجزء من الدخل غير موجه للاستهلاك ولكي يحدث توازن في الاقتصاد يجب أن يتساوى هذا الادخار مع الاستثمار وبعبارة أخرى يجب أن يستثمر ذلك الادخار سواء بطريقة غير مباشرة عن طريق القروض أو بطريقة مباشرة عن طريق الأسواق المالية (سندات، أسهم).

ولكن على عكس الكلاسيك الذين يقولون أن كل ما يدخر يستثمر فإن **Keynes** يقول أن هناك جزء من الادخار غير موجه للاستثمار وهو الاكتناز الذي يفسر تفضيل الأشخاص للسيولة وهو يعتبر تسرب من الحلقة الاقتصادية.

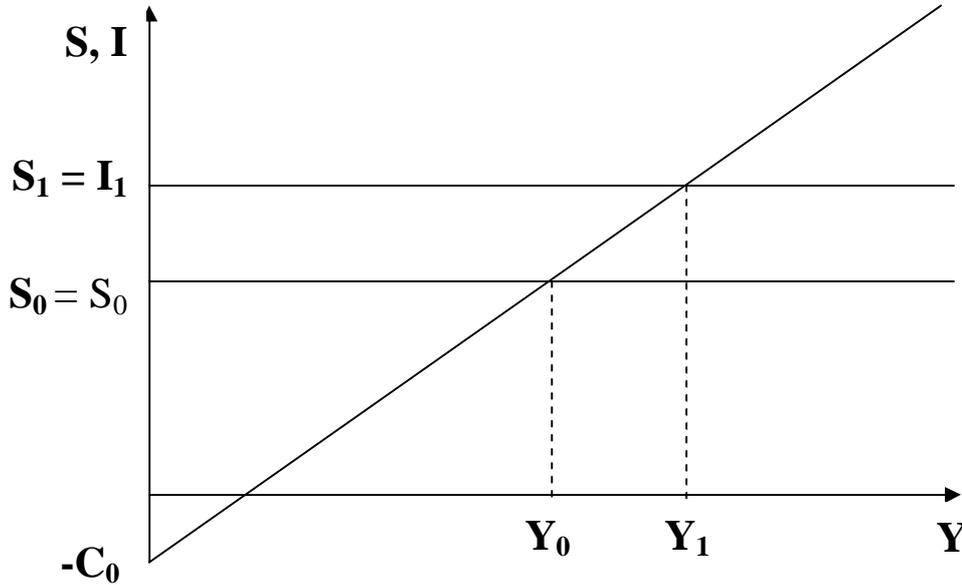
ولهذا كينز يعتبر أن الادخار يعرقل النشاط الاقتصادي أكثر مما يساهم في نموه. عند كينز الاستثمار هو الذي يولد الادخار عن طريق ارتفاع الدخل بواسطة مضاعف الاستثمار.

$$I_0 = I \text{ (فرضية)}$$

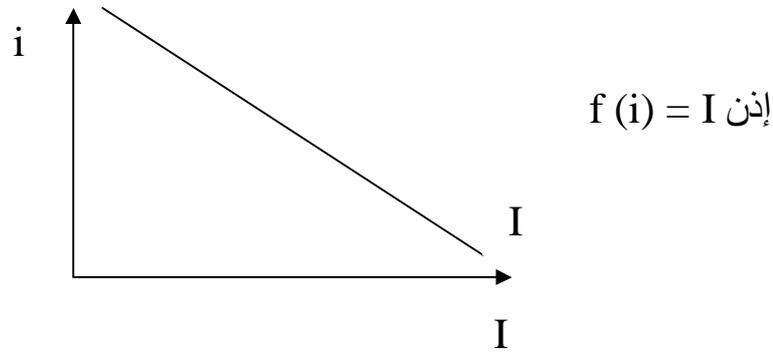
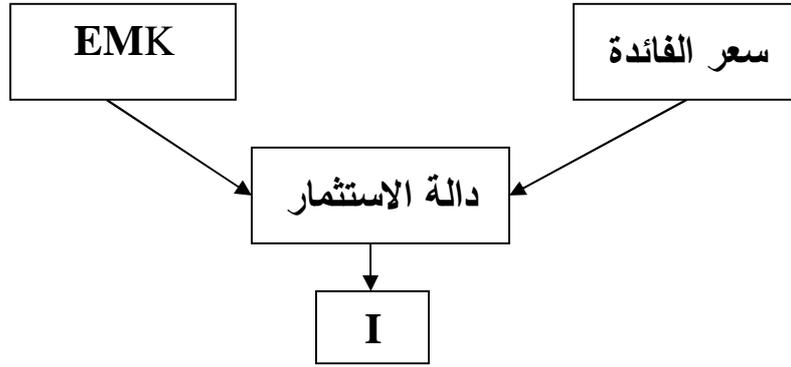
$$- C + sY = S$$

الشكل 20: تحديد التوازن بين الادخار و الاستثمار عند Keynes

$$S = - C_0 + sY$$



الشكل 21: تحديد الاستثمار عند Keynes



المساواة بين $I = S$

نعرف أن $Y = C + I$ et $Y = C + S$

إذن $I = S$

هذا التواصل الذي يعتمد على التحليل الجزئي يمكن تلخيصه كما يلي: المستثمرون يستثمرون وفق النظرية (Marginaliste) أي إذا كان $i \leq r$ فهو سوف يستثمر وإلا كان $i > r$ فهو سوف يتنازل عن الاستثمار.

الاستثمار يولد الادخار عن طريق ارتفاع الدخل بواسطة مضاعفة الاستثمار، وهذا الادخار المولد هو الذي سوف يمول الاستثمار في الفترة القادمة وهذا التحليل يعتبر معاكس تماما للنظرية الكلاسيكية.

10. الادخار في فرنسا و بعض البلدان

الجدول التالي يمثل تطور معدلات الادخار في فرنسا

جدول 1 : تطور معدلات الادخار في فرنسا (%)

Année	Taux d'épargne	Taux d'épargne financière	Taux d'investissement en logement (1)	Taux d'investissement des entreprises individuelles
1960	17,9	6,2	7,8	2,9
1970	19,4	5,2	10,6	2,7
1980	18,0	4,1	11,2	2,4
1990	12,9	2,3	8,5	2,0
2000	15,1	6,7	7,4	1,2
2007	15,5	4,8	9,3	1,0
2008	15,4	4,8	9,3	1,0
2009	16,2	6,8	8,2	1,0

Source: Insee, comptes nationaux- base 2000.

(1) : Rapport de la formation brute de capital fixe des ménages (hors entrepreneurs individuels) au revenu disponible brut.

جدول 2 : مقارنة لمعدلات الادخار % PIB في 2000 لبعض الدول:

الدول	معدل ادخار الأسر
فرنسا	15.8
اليابان	11.3
اسبانيا	11.2
إيطاليا	10.2

ألمانيا	9.8
النمسا	8.2
Pays-Bas	7.6
انجلترا	5.0
الدنمارك	2.9
U S A	1.0

المصدر: Alternatives économiques n° 201, mars 2002

نلاحظ أن ليس هناك علاقة بين معدل S ونظام التقاعد المعمول به في كل بلد، إذ نجد في الولايات المتحدة الأمريكية أين الأشخاص هم بأنفسهم من يعملوا على ضمان منحتهم التقاعدية، معدل S ضعيف جدا 1 % بينما نجده في فرنسا بمعدل الأكثر ارتفاعا 15.8 % بينما النظام التعاقدى هو ممول من طرف هيئات اجتماعية.

إذن يمكن القول أن معدل الادخار يظهر في الواقع مرتبط بعدة اعتبارات اجتماعية واقتصادية الثقة والمستقبل، الخوف من البطالة، تشجيعات ضريبة....

الفصل الخامس:

النقود وسعر الفائدة

الفصل الخامس

النقود وسعر الفائدة

مقدمة

اعتبرت النقود على فترة زمنية طويلة على أنها مجرد وسيلة أو وسيط للمبادلات، كستار يخفي حقيقة المعاملات التجارية MILL.J.S ألم يكتب «Il y a rien de si indifférent que la monnaie وهنا Mill يوافق آراء Ricardo و Say وكلاسيكيين آخرين.

النظريات العلمية المتعلقة بالاقتصاد النقدي أخذت وقتاً طويلاً لتظهر إذ يجب انتظار نهاية الربع الأول من القرن 20 أي السنوات 30 لتظهر مثل هذه النظريات.

اعتماداً على الأعمال التي قامت بها مدرسة Cambridge اقترح Keynes أساسيات النظرية النقدية الحديثة لينهي تماماً تيار تقسيم القطاع الحقيقي والنقدي الذي ساد الفترة الماضية، وخاصة استبدال نظرية الفائدة ووضعها في حقل نقدي.

النقود يمكن أن تطلب لذاتها وبالتالي فهي تدخل في منطق خيارات الأفراد كأبي بضاعة أو سلعة يمكن أن تخزن ولكن، غالباً ما يكون المستوى العام للأسعار المتغير الذي يوزن بين العرض وطلب النقود الذي كان في الماضي.

ولكن كينز عوض هذا المتغير بسعر الفائدة الذي سوف يلعب دور هام في توازنات السوق النقدي.

1. مفاهيم عامة حول سعر الفائدة:

كلمة سعر الفائدة، كانت في الماضي تستعمل فقط في الحسابات المتعلقة بالبنوك ولكن الآن غزت وبشكل كبير الحياة العامة. مستوى سعر الفائدة - وتوقعات على ارتفاعه - أصبح متغير اقتصادي مهم، محلل من طرف الاقتصاديين وأيضاً من السياسيين، بجانب معدل النمو، العمالة، التضخم، والتوازن الخارجي، أصبح جزء لا يتجزأ من tableau de bord لكل اقتصاد متقدم. أصبح مستعمل بصفة شائعة في الوسط الاجتماعي سواء تعلق الأمر بشراء سلعة استهلاكية بتسهيلات الدفع أو استثمار على 15 سنة في شراء مسكن أو تجهيز مؤسسة اقتصادية.

وجود فائدة على القروض كان قديماً كقدم المبادلات الاقتصادية، وكان معارض من طرف ARISTOTE واستعماله كان محدود في أوربا Chrétienne في العصر المتوسط Moyen Age، عند الديانة اليهودية و الشريعة الإسلامية أيضاً.

نجد أيضا أن SAINT THOMAS d'AQUIN ندد بالقرض ذو فائدة من الجهة المعنوية (الدينية) ولكن رغم هذا فقد أشار إلى ميزته الأساسية التي تتمثل في انه «سعر الوقت» Prix du temps . عند الكلاسيك، أشاروا إلى أن وجود الفائدة يجب أن تربط بمردودية عنصر رأس المال، وكان اعتراف BOHM-BAWERK لإعطاء تعريف لسعر الفائدة على أنه Prix inter temporel أي السعر الذي يحكم بين تفضيل الحاضر أو المستقبل.

1.1.1 طبيعة سعر الفائدة: وعبارة سعر Inter temporal:

J.B.SAY طور نظرة أن ظاهرة سعر الفائدة تشرح عن طريق المردودية المادية لرأس المال والتي تسمح لأصحاب المشاريع بدفع فوائدهم (طبعاً وحالة ما إذا هذه المردودية < سعر فائدة القرض). هذه النظرية (Productiviste):تواجه مشكلة عدم المقدرة على شرح الفائدة التي تصاحب قروض الاستهلاك.

BOHM-BAWERK (l'école autrichienne) 1884 (la théorie positive du capital)، بالنسبة إليه، الفائدة تخلق من مبادلة السلع الاستهلاكية في الحاضر بسلع استهلاكية في المستقبل، ويمثل عمولة (Agio) مرتبطة بالسلع الحاضرة.

1.1.1.1 تفضيل الحاضر: هذه العمولة موجودة بسبب تفضيل الحاضر (على حساب المستقبل) وهي يملكها كل الأفراد ويشرحها BOHM-BAWERK بـ 3 عناصر:

- **الأول ذو طابع اقتصادي:** السلع الحاضرة مفضلة على السلع المستقبلية لأن هذه الأخيرة لا تستطيع أن تلبي إلا حاجيات المستقبل، بينما الأولى وخاصة تحت شكل النقود يمكن أن تلبي كل حاجيات الحاضر ولكن أيضا يمكن وضعها جانبا للحاجيات مستقبلا.
- **الثاني ذو طابع بيولوجي:** لعدة أسباب منها حالة عدم معرفة مدة الحياة تشجع الأفراد على تفضيل الحاضر على حساب المستقبل.
- **الثالث ذو طابع تكنولوجي:** السلع الحاضرة، يمكن إدخالها في العجلة الإنتاجية حالا، وبالتالي تسمح برفع مستوى الإنتاج لتاريخ لاحق معروف بينما السلع المستقبلية سوف تدخل في العجلة الإنتاجية لاحقا و لا نعرف متى؟؟.

عند المدرسة النمساوية (subjectivisme)، كل فرد لديه تفضيله الخاص بالحاضر، معدله الخاص بالمبادلة الزمنية échange inter temporel. هذه التفضيلات الفردية تتشابه على "سوق الزمن" لتحديد "معدل اجتماعي لتفضيل الوقت" أي سعر للزمن.

2.1.1. سعر للزمن:

معدل التبادل بين الأزمنة الذي سماه «MISES 1939» سعر الفائدة originaire هو بمثابة "العلاقة بين القيمة المخصصة لإشباع المستقبل الحاضر والقيمة المخصصة لإشباع نفس الحاجة في المستقبل البعيد."

وبالتالي فسعر الفائدة هو سعر «بين الأزمنة» Inter temporel.

نعرف أن السعر النسبي للسلعة A بالنسبة للسلعة B هو عبارة عن نسبة التبادل بين A و B عند تاريخ معين. و بالتالي سعر بين الأزمنة للسلعة A يعرف على أنه نسبة التبادل بين القيمة الحالية لـ A أي A₀، وقيمتها المستقبلية في زمن لاحق أي A₁ بالأخذ بعين الاعتبار لتفضيل الحاضر، فالكمية A₁ في هذا التبادل ستكون أكبر من A₀ بحيث:

$$A_1 = A_0 + vA_0 = A_0 + r.A_0$$

أين r هو بذاته سعر الفائدة الأصلي المتعلق بالسلعة A.

بصفة عامة لكل سلعة (وحتى النقود) تربطها بمعدل خاص بها وحيد إذا تعلق الأمر بنفس التبادل. هذا السعر originaire يكون دائما موجب، والذي يمثل سعر الزمن وليس سعر النقود ولا حتى سعر استعمال النقود، موجود حتى في حالة عدم وجود الأسواق المالية، ارتفاعه يعني أن تكلفة الاستهلاك الحاضرة ترتفع بالنسبة للسلع المستقبلية أو بعبارة أخرى الوقت يزيد قيمته. إذا كان سعر الزمن هو أساس طبيعة الفائدة، إذن يمكن أن يتغير ويفهم بعدة أشكال على حسب رؤية كل فرد وعلى حسب سياقه.

2. تعدد أسعار الفائدة:

الاقتصاديين بطبيعتهم يتحدثون عن سعر الفائدة بصفة (مفردة) ولكن في الواقع هناك عدة أسعار فائدة في كل اقتصاد.

2.1. سعر Capitalisation et taux d'actualisation:

تبادل بين الزمن لنفس السلعة A بين T₀ و T₁ يمكن أن يدرج بطريقتين مختلفتين في الحالة الأولى، يتعلق الأمر بمعرفة ما هي القيمة المستقبلية لـ T₁ للسلعة المتوفرة في T₀ وهذه القيمة معطاة بالعبارة الرياضية التالية A₁=(1+r)A₀.

مع: r هو معدل Capitalisation (سعر فائدة خاص بالسلعة A على الفترة الزمنية T₁-T₀) في الحالة الثانية يتعلق الأمر بالعكس أي البحث عن معرفة ما هي القيمة الحالية في T₀ للسلعة A

$$A_0 = \frac{A_1}{(1+r)}$$

مع r: Taux d'actualisation.

هذه المعدلات، تعتبر *à priori* Subjectifs و مختارة من طرف الفرد الذي يتوقع القيمة المستقبلية أو الحالية ولكن يمكن أن تقارب من المعدل الملاحظ على سوق التبادل بين الزمن للسلعة A ولكن هذا المعدل *ex-post* يجب أن يختلف عن معدل *ex-ante*.

2. 2. سعر الفائدة *ex-ante* و *Ex-post*:

معدل الفائدة "ex-ante" يساعد على أخذ القرار وهذا بدلالة عدة نتائج ممكنة واحتمالاتها وهو *prospectif* (يسري على المستقبل) ويرشد تخصيص الأموال أي هو عبارة عن معدل تقديري متوقع حصوله وهو دائما موجب +.

معدل الفائدة *ex-post* هو معدل *rétrospectif* (ينطبق على الماضي) أي محقق، فعلي. ويمكن أن يكون + - أو حتى يساوي 0، وأيضا قيمة **معدل الفائدة *ex-post*** يمكن أن لا تؤثر على قيمة معدل *ex-ante*.

أسعار الفائدة المحققة في الأسواق التي تنتج عن تفاعل بين المقرضين والمقترضين، هي أسعار يستعملها الأفراد للتنبؤ بارتفاع قيمة القروض على الفترة *envisagée* وهي أسعار "ex-ante متوقعة".

2. 3. سعر الفائدة الحقيقي والاسمي:

معدل التبادل بين سلع الحاضر و سلع المستقبل يعرف بسعر الفائدة الحقيقي، ومعدل التبادل بين النقود الحاضرة ونقود المستقبل يعرف بسعر الفائدة الاسمي.

في غياب التضخم، عندما تكون كل المبادلات معطاة بصفة نقدية، سعر الفائدة الحقيقي = سعر الفائدة الاسمي، ولكن في حالة وجود تضخم فسعر الفائدة الاسمي يتأثر بالتغيرات الحاصلة على الأسعار الاسمية للسلع على فترة العقد.

سعر الفائدة الحقيقي للسلعة A معطى بالشكل التالي:

$$r = \frac{A_1}{A_0} - 1 \text{ Soit } r = \frac{A_1 - A_0}{A_0}$$

$$i = \frac{M_1 - M_0}{M_0} = \text{سعر الفائدة الاسمي}$$

عندما تكون قيمة A معبر عنها بالنقود فتصبح $A_0 = M_0$ و $A_1 = M_1$ وتكون الأسعار مستقرة و يكون

$$r = i$$

ولكن إذا ارتفعت الأسعار (بالنقود) لـ A من P_0 إلى P_1 بين T_0 و T_1 بطريقة يكون فيها $P_1 = P_0(1 + \pi)$ أين π معدل التضخم.

$$- \text{ بالتالي نتحصل على } A_1 = (1+r)A_0 = (1+i)A_0$$

$$A_1 \cdot P_1 = (1+i) A_0 \cdot P_0$$

Et comme $P_1 = P_0(1+i)$ donc :

$$A_1 = \frac{1+i}{1+\pi} \cdot A_0 \quad \text{et comme } r = \frac{A_1}{A_0} - 1$$

$$\text{Donc } r = \frac{(1+i)}{(1+\pi)} - 1 \Rightarrow r = i - \pi - r \cdot \pi$$

ويمكن تقريبها إلى: $r = i - \pi$

إذن سعر الفائدة الحقيقي يساوي إلى سعر الفائدة الاسمي - معدل التضخم.

هذه العلاقة تمكننا من احتساب معدل الفائدة الحقيقي الذي لا يمكن ملاحظته بصفة مباشرة على

عكس i .

للمعدلات *ex-post*, الحساب يكون مباشر ولكن لحساب المعدل الحقيقي المتوقع يجب استعمال

$$\text{معدل تضخم متوقع إذن معدل } r \text{ المتوقع} = \pi^a = i - r^a$$

السعر الحقيقي الفعلي يمكن أن يختلف عن r^a المتوقع إذا كانت توقعات التضخم خاطئة وهذا ما

يؤدي إلى تحويل للثروات غير متوقع.

2.4. معدلات الفائدة البحتة *purs* ومعدلات الأسواق

بالنسبة للمبادلات *inter temporels* لنفس الفترة الزمنية «المعدل الاجتماعي لتفضيل الوقت»

يعتبر وحيد ولكن الأسعار التي تحدد في أسواق القروض لنفس الفترة في متعددة.

وهذا لان معدلات الأسواق هي معدلات خامة التي تعبر عن عناصر أخرى غير معدل الفائدة

«البحث»: كيفية الإصدار, التسديد, مخاطرة عدم الوفاء, القانون الضريبي ...

Substituabilité Imparfaite des actifs et difficulté de coordination inter temporelle expliquent pourquoi les taux de marché ne reflètent qu'imparfaitement le prix du temps et pourquoi il existe une multitude de taux d'intérêt pour une même durée de prêts.

3. النظريات المفسرة لمعدلات الفائدة

1.3. النظرية الكينزية

Keynes وضع نموذج للتوازن في اقتصاد يتسم بعدم تحقيق العمالة الكاملة وبالتالي وضع عدة

إمكانيات للحصول على هذا التوازن: الاستثمار، الاستهلاك، التوقعات، الأسعار، التضخم، الأجور

الاسمية، اتفاقيات جماعية، النقود و/ أو سعر الفائدة وهذه الأخيرة هي التي تهمننا في هذا الفصل.

1.1.3 التحليل الكينزي للطلب على النقود: تفضيل السيولة

عند كينز، النقود تعتبر بضاعة يمكن أن يطلبها الفرد وعند سعر معين، وهكذا أصبحت النقود شكل من أشكال التي يمكن أن تحفظ فيها الثروة، فأصول الأفراد يمكن أن تكون عينية، مالية أو نقدية. الفرد يحتفظ بسيولة التي تمثل «خزينته» وطلب السيولة تترجم بطلب النقود، كينز جمع كل دوافع الطلب على النقود وحسب العامل الذي يحدد كل دافع.

وبالتالي توصل إلى أن الدخل يلعب دور أساسي في تحديد السيولة النشيطة (M^d_1) وأن سعر الفائدة هو المحدد الرئيسي للسيولة الخاملة (M^d_2)

$$M^d = M^d_1 + M^d_2$$

رغم أن كينز اعتبر أن الطلب على النقود يجب أن يعتبر على أنه قرار وحيد وأنه لا توجد سيولتين منفصلتين ولكنه في آخر المطاف خرج بشرح لنوعين من السيولة.

أ. الطلب على النقود النشيطة:

وهي تخص السيولة للمعاملات والاحتياط ولكن تخص أيضا «La finance» «المالية».

1. دافع المعاملات: تحتفظ الشركات والأفراد بكميات من النقود بغرض استخدامها في المعاملات اليومية وهو محدد بالدخل.

2. دافع الاحتياط: نتيجة عدم التأكد من الإيرادات والنفقات المستقبلية، فإن المتعاملين يلجئون للاحتفاظ بالأرصدة النقدية السائلة بغية الاحتياط لمواجهة بعض الصعوبات والنفقات غير متوقعة (تأخر مؤقت للدخل، مرض، حادث...). و اقتناص الفرص المواتية وهو محدد بالدخل.

3. «دافع المالية» «La finance» :

كينز يرى أن الاستثمار لا يجب أن يكون له أثر مباشر على سعر الفائدة ولهذا استبدل التحليل الكلاسيكي $i \rightarrow$ | بالمنطق التالي:

$$i \rightarrow M^d \rightarrow \text{«La finance»} \rightarrow i$$

عند كينز المحدد الرئيسي لهذا الدافع هو مستوى الإنتاج المتوقع وأيضا مستوى الاستثمار المتوقع و لتبسيط التحليل يمكن أن نأخذ كمحدد رئيسي الدخل المتوقع. هذه السيولة الناجمة عن دافع المالية موجهة لتمويل النشاط الاقتصادي.

ب. الطلب على النقود الخاملة: دافع المضاربة

الإثراء الرئيسي الذي جاء به كينز في الطلب على النقود هو دافع المضاربة. وهو ناتج عن حالة عدم التأكد التي تسود أسعار الأوراق المالية (هنا كينز يأخذ بعين الاعتبار فقط السندات) نعرف أن دالة

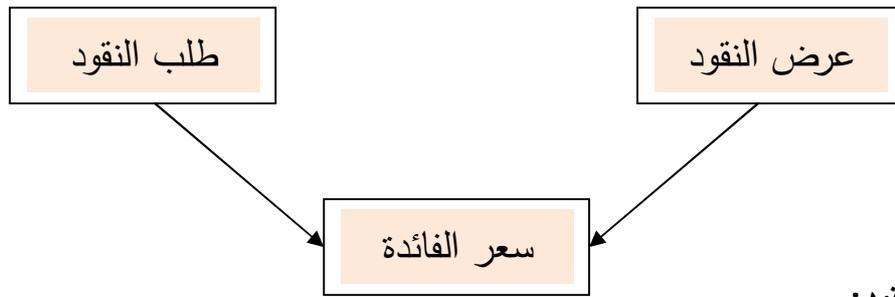
السندات هي بدلالة عكسية لسعر الفائدة. $i \leftarrow$ ← سعر سندات وبالتالي مناسبة لتحقيق ربح: إذا ما أفترضنا أن i وصل إلى حده الأقصى وبالتالي لا يمكن إلا أن ينخفض وأسعار السندات ترتفع.

كينز يعتبر أن التقلبات في سعر الفائدة و في توقعات الأفراد عنصر هام في دالة الطلب على النقود وبالتالي هذا ما يشرح أن هذه الدالة غير ثابتة.

2.1.3. النظرية الكينزية للفائدة:

في النموذج المعياري الكينزي لسعر الفائدة هو نتيجة للالتقاء العرض مع الطلب على النقود في سوق النقود.

الشكل 22: سعر الفائدة عند كينز



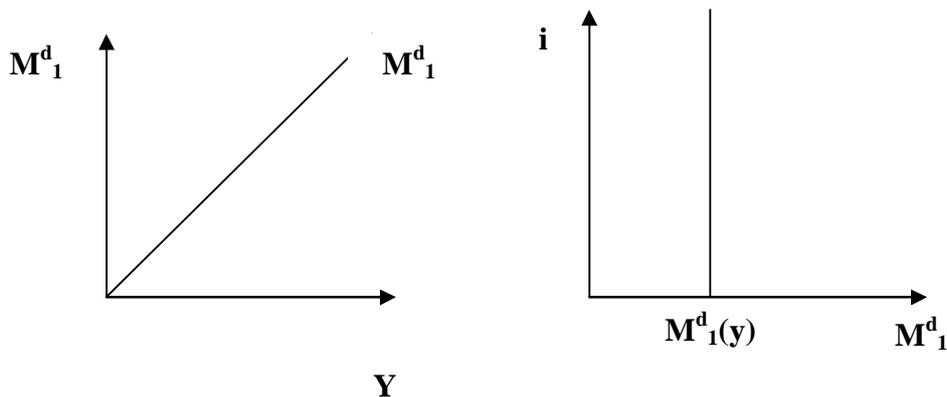
أ. دالة طلب النقود:

هي جمع دالات الطلب من أجل المعاملات والاحتياط والطلب على المضاربة.

1. دالة M_1^d : الطلب على النقود من أجل المعاملات و الاحتياط T و P

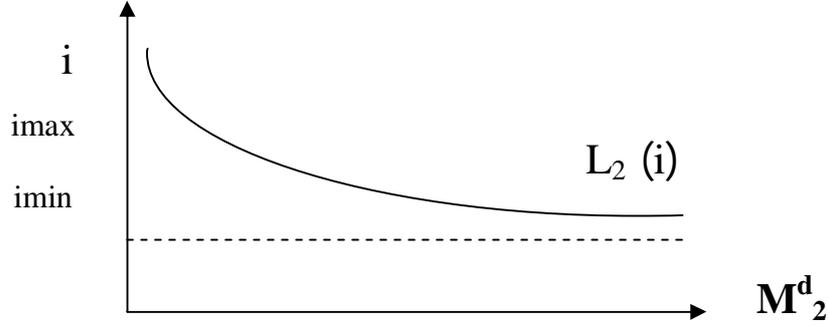
$$M_1^d = L_1(y)$$

الشكل 23 : دالة الطلب على النقود من أجل المعاملات و الاحتياط



2. دالة M_2^d : الطلب على النقود من أجل المضاربة ويحددها سعر الفائدة (i) $M_2^d = L_2(i)$

الشكل 24 : دالة الطلب على النقود من أجل المضاربة



عندما $M_2^d = 0$ يصل i إلى حده الأقصى (i_{max}) هذا i يعتبر الحد الأقصى الذي لا يمكن أن نتوقع سعر فائدة أعلى منه. هنا الفرد الاقتصادي الراشد يجب عليه أن يحول كل نقوده إلى سندات من أجل الاستفادة من Plus - Value (زيادة في القيمة).

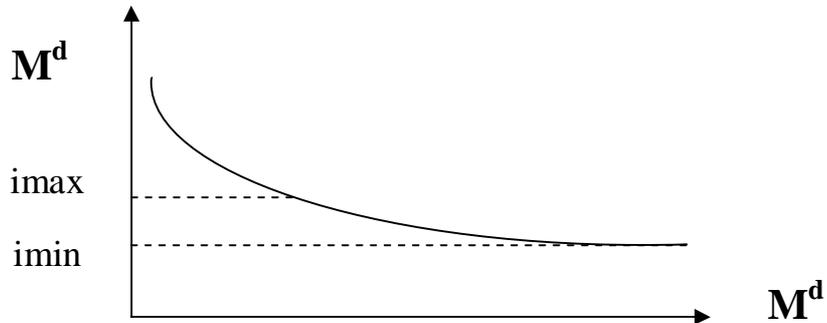
إن الطلب على النقود من أجل المضاربة تساوي 0.

عندما $M_2^d \rightarrow \infty$ يصل i إلى حده الأدنى « i_{min} » التي لا يتصور عنده الأفراد إمكانية انخفاض أكثر لسعر الفائدة وهنا الأشخاص يتوجهون إلى الاحتفاظ بالنقود بدل الأصول المالية لأنه ليس هناك أي إمكانية استفادة من «Plus - Value» «الربح» هنا الأشخاص يرفضون التنازل عن السيولة، وهذه الحالة تعرف باسم فخ السيولة.

3. الدالة الكلية: M^d : الطلب على النقود من أجل المعاملات و الاحتياط و المضاربة

$$M_1^d = L_1(y) + L_2(i) \Leftrightarrow M^d = M_1^d + M_2^d$$

الشكل 25 : دالة الطلب على النقود من أجل المعاملات و الاحتياط و المضاربة



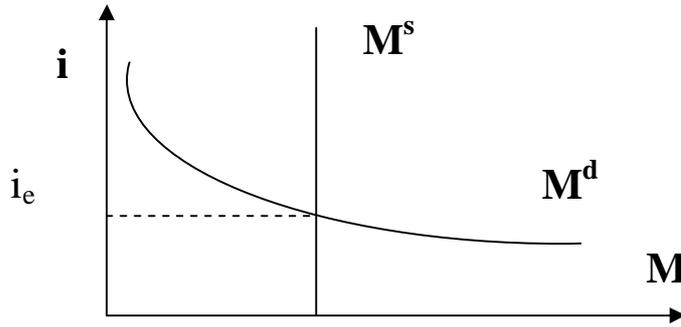
ب. تحديد سعر الفائدة:

يتحدد بقاء M^d و M^s

في النموذج الكينزي المعياري عرض النقود M^0 تعتبر متغير مستقل وبالتالي غير محددة بسعر الفائدة بل تحددها السلطات النقدية

عند سعر فائدة وحيد. $M^0 = M^s$

الشكل 26 : تحديد سعر الفائدة في السوق النقدي



هذا المنحنى يخبرنا ببعض الحقائق:

- ❖ بأن عرض منخفض للنقود ← إلى ارتفاع i .
- ❖ بأن عرض مرتفع للنقود ← إلى انخفاض i .
- ❖ ولكن عرض مبالغ فيه للنقود لا فائدة له لأنها سوف تقع في فخ سيولة وبالتالي الزيادة في النقود تذهب إلى الاكتناز.

3.1.3. نقاط الانتقاد:

ثلاث نقاط انتقدت في هذه النظرية: تقسيم السيولة، اعتبار الأصول مالية أصل واحد وهو السندات وعدم الأخذ بعين الاعتبار الأصول الأخرى.

أ. وحدة السيولة: **Unité d'encaisse**:

كثير من الاقتصاديين رفضوا فكرة وجود نوعين منفصلين للسيولة M^d_1 و M^d_2 . إذ أن الأفراد عادة ما يسيرون سيولة وحيدة من دون توجيه مسبق لها أو إن كانت فهي مرنة جدا وسهلة التغيير. إثبات آخر هو أنه من الخطأ اعتبار أن M^d_1 و M^d_2 يتحددان بعوامل مختلفة M^d_1 بالدخل و M^d_2 بسعر الفائدة. إذ يمكن أن يدخل i في تحديد M^d_1 . كينز بنفسه اعترف بهذا ولكنه اعتبره ثانوي يمكن تجاهله.

ب. تنوع الأصول المالية:

كينز يظهر أنه تناسى بعض الأشكال للتوظيفات ولكن هذا غير صحيح لان أخذه بعين الاعتبار السندات فقط لم يكن إلا لتبسيط الدراسة والتحليل يمكن أن ننتقده ولكن هذا لا يغير شيء لأن حتى الأسهم لها علاقة عكسية بسعر الفائدة.

ولكن ما يطرح إشكال هو أن هذا التخصيص يعطي انطباع أنه اختيار ثنائي فقط وبالتالي يهمل كل ما يتعلق بتسيير المحفظة المالية، وهكذا فإن اختيار مجموع تركيبة أسعار الفوائد لمختلف الأصول وليس فقط سعر الفائدة الطويل الأجل للسندات وأيضاً، فإن تحليل كينز لا يأخذ بعين الاعتبار بصفة واضحة المجازفة التي تصاحب مختلف الأصول المالية. ويعود إلى J.Jobin تصحيح هذه النقطة.

ج. أصول مالية إلى مجموعة الأصول:

هنا الانتقاد قوي جداً، السبب هو الخيار على مرحلتين: حقيقي في البداية بين C و S وبعدها مالي بين النقود والتوظيفات.

النيوكلاسيك يعتبرون أن الخيار وحيد بين مختلف الاستعمالات الممكنة: استهلاك، سلع معمرة (بما فيه العقارات)، أصول مالية، نقود.

يرجع إلى A.C.PIGOU في 1947 ولاحقاً F.PERROUX استعمال النظرية الحدية (Marginaliste) لتحديد الخيار الوحيد بين النفقات، التوظيف والاكنتاز.

هنا الانتقاد وجه إلى صميم النظرية الكينزية، إذ أن مساهمة كينز في هذه النقطة هو استخراج سعر الفائدة من نموذج خيار المستهلك ومن نموذج توازن السوق المالي في نفس الوقت (S و I) لتقليصه في فعل نقدي، وضع هذا في موضع الشك يعتبر من دون أن يكون ذلك ظاهراً إعادة سعر الفائدة إلى دالة الادخار.

وهكذا فإن طريقة تحديد سعر الفائدة تعتبر مفتاح من مفاتيح النموذج الكينزي.

2.3. النيوكنزيين وتحليل المحفظة المالية:

نقطتين مهمتين لدراستها بالنسبة للاقتصادي المعاصر:

تكلفة الفرصة البديلة (Le cout d'opportunité) و الخطر (Le risque) الأول مطبق على التسيير الراشد للسيولة الموجهة للمعاملات والثاني يخص خيار الأصول.

1.2.3 . تسيير سيولة المعاملات:

كثيرا من الاقتصاديين انتقدوا كينز لأنه اعتبر أن الطلب على النقود من أجل المعاملات هي دالة بدلالة الدخل فقط، هؤلاء يرون أن لسعر الفائدة دوره أيضا في تحديد M_1^d .

وقد أشرنا سابقا أن كينز لم يقل العكس ولكن اعتبر ذلك ثانويا إذ أن فترات العمالة غير الكاملة (Sous-emploi) تتسم عادة بأسعار فائدة ضعيفة وبذلك اعتبره مهماشا وتجاهله.

ولكن هذا ليس رأي الاقتصاديين الآخرين أمثال BAUMOL، الذي برهن أن سيولة المعاملات هي مرنة بالنسبة لسعر الفائدة.

نموذج BAUMOL (1952) يعتبر أن السيولة النقدية يمكن تسييرها كمخزون (سلع) يعني أن الاحتفاظ بالنقود أو بالأصول الأخرى سوف يحدد وفق التكلفة لكل واحد.

نظرية BAUMOL تعتمد على نموذج تسيير المخزون. فكرة هذا النموذج الأولى في أن حاملوا السيولة النقدية يبحثون عن جعل مبلغها عند حده الأدنى لتجنب الخسارة الناجمة عن تكلفة الفرصة البديلة (Le cout d'opportunité) أو بعبارة أخرى manque à ganger.

وبالتالي الأشخاص سوف يبرمجون قدر المستطاع نفقاتهم والسيولة اللازمة لها حتى يتجنبوا عدد كبير من عمليات التحويل بين النقود والتوظيفات الأخرى حتى لا يدفعوا عمولات بنكية وتكاليف أخرى... إلخ. الربح المنتظر من الفائدة لا يجب أن يمتص من طرف تكاليف العملية.

ليكن n : عدد العمليات b : تكلفة كل عملية

عند افتراض أن هذه التكلفة ثابتة أي بعبارة أخرى لا تتغير بدلالة عدد العمليات

تكلفة التحويل (K^-) يحدد كالتالي $K^- = n.b$.

نضع: A : سعر فائدة للتوظيفات.

T : مبلغ المعاملات العادية المنتظمة.

M_1 : سيولة المعاملات التي نبحث عنها: $M_1 < T$.

$$n = \frac{T}{M_1} \Leftrightarrow K^- = nb = \frac{bT}{M_1}$$

إذا كانت الاقتطاعات والنفقات تجرى بصفة منتظمة، يمكن أن تعتبر السيولة المتوسطة \Leftrightarrow نصف السيولة الكلية أي $M_1/2$ أي متوسطة بين 0 و M_1 .

Le cout d'opportunité de la liquidité تكلفة الفرصة البديلة للسيولة هي إذن:

$$K'' = \frac{iM_1}{2}$$

$$K = \frac{bT}{M_1} + \frac{iM_1}{2} \Leftrightarrow K = K^- + K'' \text{ تكلفة الكل}$$

K Min هو الحل الأنجع لهذه المعادلة ونحصل عليه عند المشتقة الأولى = 0.

$$.M_1 = \sqrt{\frac{2bT}{i}} \text{ وبالتالي } \frac{dk}{dM_1} = 0 = \frac{-bT}{M_1^2} + \frac{i}{2}$$

وبالتالي الفرد الراشد سوف يطلب كمية من النقود السائلة متناسبة للجزر التربيعي بقيمة المعاملات حيث

$$\frac{dM_1}{dT} > 0 \text{ et } \frac{dM_1}{di} < 0$$

وبصفة عامة نأخذ بعين الاعتبار أن حتى سيولة الاحتياط كسيولة المعاملات هي بدلالة الدخل

$$M^d_1 = L_1(y, i) \text{ وسعر الفائدة أيضا:}$$

نموذج BAUMOL يسمح للوصول إلى بعض النتائج:

✓ كل المتغيرات التقليدية للنظرية الكمية تفترض مرونة Md بالنسبة للدخل مساوي لـ 1 والمقابل هذا

للمنموذج توصل إلى مرونة مساوية لـ $\frac{1}{2}$.

✓ الطلب على النقود من أجل المعاملات هي دالة عكسية لـ: المعتبر على أنه تكلفة الفرصة للسيولة.

✓ في هذا النموذج $0 = M^d$ إذا كانت تكلفة المعاملات = 0.

2.2.3. انتقاد نظرية BAUMOL:

نموذج BAUMOL انتقد لأنه اعتبر أن النفقات منتظمة وهي على العكس تتسم بأنها غير منتظمة ولا يمكن توقعها بصفة دقيقة (سواء تعلق الأمر بالتوقيت أو القيمة) هنا HICHS وجه له انتقاد آخر إذ اعتبر أن السيولة المستعملة في المعاملات المنتظمة لا تعتبر أصل للتخزين ولكن أصل الاستغلال وبهذا يمكن أن نعتبر أن هذه السيولة تستجيب لضرورة تقنية وبالتالي فإنها ليست مصدر لطلب حقيقي. في مجال المعاملات، النقود تعتبر كتدفق وليس مخزون.

3.3. نظرية تسيير سيولة المضاربة:

J. TOBIN هو من بادر بنشأة هذا التيار وانتقد فيما يتعلق بالشرح المقترح من طرف Keynes فيما

يتعلق بسيولة المضاربة.

اعتبر Keynes السلوك الهامشي هو الذي يحدد هذه السيولة ولكن بالنسبة لـ TOBIN هناك فرضيات أخرى تشرح العلاقة العكسية بين الطلب على النقود وسعر الفائدة وخاصة فيما يتعلق السلوك بالنسبة للمجازفة.

3.3.1. الخيار بين النقود والأوراق:

لنضع: R: العائد

E (R) : espérance de rendement

G (R) : الانحراف المعياري للعائد الذي يقيس المجازفة.

النقود تعتبر في هذا النموذج لتسيير المحفظة كأصل دون مجازفة وبدون عائد إذن:

$$E (R_m) = 0 \text{ et } G (R_m) = 0$$

تسمى i_1, i_2, i_3 ، منحنيات التفضيل للفرد الراشد مقابل المجازفة

يتعلق الأمر بمحفظة من السندات بعائدها وبمجازفتها $E (R_c) G (R_c)$.

نمثله على منحنى على السينات $G (R)$ و $E (R)$ على العينات

المستقيم OC يمثل الخيار الممكن الذي يوفق بين النقود والأوراق (السندات) من أجل التنويع.

حسب عائلة منحنيات التفضيل، فإن المنفعة العليا تمثل نقطة T_2 . نفور من مجازفة مرتفعة تقابل عائلة من منحنيات التفضيل أكثر عمودية وبالتالي نمر من T_2 إلى T_2' تقابل محفظة تحتوي على نقود أكثر من السندات.

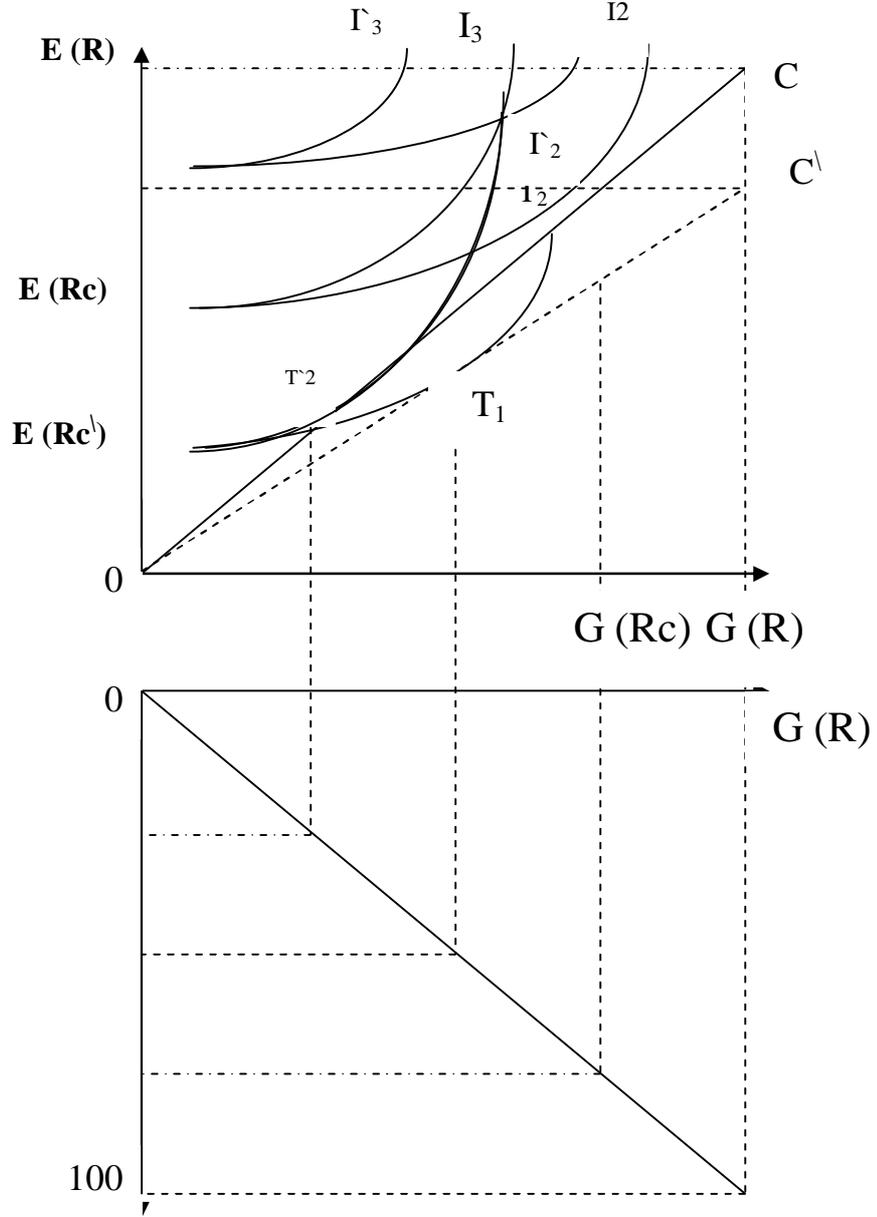
النتيجة 1: النفور من المجازفة هي التي تشرح وجود النقود في المحفظة، وحتى سعر الفائدة له دور

في هذا.

3.3.2. أثر سعر الفائدة:

لنفترض انخفاض i ليمر بذلك $E (R_c)$ إلى $G (R_c)$ ، ذات مجازفة مماثلة.

الشكل 27 : الخيار بين النقود والأوراق



المحفظة الجديدة ممثلة بـ C' · الخيار الجديد ممثل بـ OC' بالأخذ بعين الاعتبار السلوك مقابل المجازفة، النقطة الجديدة للتوازن تتحدد عند T_1 المقابل لمحفظة تحتوي كمية من النقود أكثر من السندات.

النتيجة 2: يمكن أن نستنتج إذن أن الطلب على النقود يتغير بصفة عكسية بالنسبة لسعر الفائدة.

النموذج المقترح من طرف TOBIN (1958) أصبح يعتبر تمثيل كلاسيكي للتوزيع في المحفظة المالية في حالة عدم التأكد. هذا التوزيع ناجم عن تواجد المخاطرة، إذا بغياب المخاطرة وإذا كان الأفراد يمكن أن يفكروا في مستقبل أكيد، سوف يميلون إلى أن تحتوي محفظتهم كاملة على أصول ذات أكبر

عائد ممكن، ولكن بوجود حالة عدم التأكد الأفراد سوف ينفرون من المخاطرة وبذلك سوف يختارون بين رغبة تحقيق العائد (يعني على أصول ذات مخاطرة) والرغبة في الأمان (يعني حمل أصول نقدية عديمة أو قليلة المخاطرة ولكن أيضا عديمة أو قليلة العائد).

وبالتالي المحفظة المثالية سوف تحتوي على أصول ذات مخاطرة وأصول نقدية مضمونة بالأخذ بعين الاعتبار نوقهم ودرجة النفور من المخاطرة لكل فرد. كأي سعر فان سعر العائدة له أثرين متزامنين:

✓ **أثر الاستبدال: Effet de substitution:** يحفز الأفراد (i ارتفاع) على تخفيض قيمة السيولة النقدية لأن تكلفة الفرصة ارتفعت لأجل اقتناء أصول ذات عائد. بهذا الأثر فإن ارتفاع i يلعب دور سلبى على الطلب على النقود.

✓ **أثر الدخل: Effet de revenu** يعمل على زيادة عائد المحفظة ويخفض من مخاطرة الفرد وبالتالي فإن هذا الأخير يمكن أن يخفض من حمله للأصول ويشجعه على اقتناء السيولة وهكذا فإن أثر الدخل يلعب دور إيجابي على الطلب على النقود.

النتيجة الأخيرة الارتفاع في الأسعار على الطلب على النقود سوف تتحدد بالأثر الكلي لأثر الاستبدال والدخل. إذا كان الأول أكبر من الثاني فإن ارتفاع $i \leq$ ارتفاع الاحتفاظ بالسندات و انخفاض الاحتفاظ بالنقود (الشكل العادي لدالة M^d علاقة عكسية بالنسبة لسعر الفائدة). هذه النظرية تستدعي 4 شروحات:

1. العلاقة العكسية بين سعر الفائدة والطلب على السيولة غير صحيحة إلا إذا كان أثر الاستبدال أكبر من أثر الدخل. صحيح أن الحالة العكسية هي نادرة ولكن يمكن أن أثر الدخل يعوض في جزء أثر الاستبدال وبهذا فإن الطلب على السيولة سوف تصبح مرونتها ضعيفة بالنسبة لـ i .

2. يجب الإشارة إلى أن نموذج TOBIN ليس تكلمة دقيقة للتحليل الكينزي للمضاربة، إذ أن هذا الأخير يفترض أن الأفراد، يقومون بتوقعات صحيحة لهم كل المصلحة في وضع جميع بيوضهم في نفس السلة، عكس نموذج TOBIN يعترف أن الأفراد ينوعون في الأصول المقتناة في محفظتهم لأنهم ينفرون من المخاطرة ويعرفون تمام المعرفة أنهم يجهلون حالة المستقبل.

بعبارة أخرى نموذج TOBIN لا يحلل الطلب على السيولة من أجل المضاربة ولكن الطلب على السيولة من أجل الاحتياط التي من خلالها الأفراد يبحثون على تعظيم عائد محفظتهم بالأخذ بعين الاعتبار درجة المخاطرة التي يتحملونها.

3. في الدرجة الثالثة: هذا النموذج يشرح حمل أصول بدون مخاطرة في محفظة تحتوي أيضا على أصول ذات مخاطرة أكثر مما يعلل أسباب حمل النقود (ذات عائد = 0).
كما أشار إليه S.C.TSIANG (1972)، نظرية المحفظة تبرهن أنه إذا كان هناك أصل واحد على الأقل ذو عائد متوقع أكبر من المخاطرة التي تصاحبه، هذا الأصل سوف يفضلته الفرد على حساب النقود. بعبارة أخرى الاحتفاظ بالنقود في المحفظة سوف يطغى دائما عليه الاحتفاظ بالأصول الأخرى.

4. Hiks (1989) يقترح التمييز بين المدخرين "Solides" والمدخرين (Liquides) المجموعة الأولى تختار توظيفات بصفة مثلى من غير الرجوع في قرارهم إذا ما طرأت مستجدات في السوق على العكس المدخرين السائلين يحتفظون بهذه الإمكانية أي القيام ب *Marche arrière* إذا لزم الأمر. لماذا هذا الاختلاف؟

حسب كينز، هذا يرجع إلى تكلفة المعاملات التي تصحب القيم المتحركة (الوقت معلومات للتحليل، تكاليف التحويل...)

عندما يعمل المدخر على زيادة محفظته، سوف يتحمل تكاليف المعاملة (وهي ترتفع أقل تناسبا بالنسبة لحجم المال الموظف).

إن *le gros épargnant* الذي سوف يسمح لنفسه بالقيام بتسيير أكثر مرونة لمحفظته وليس المدخر الصغير لأنه لا يمكنه أن يتحمل تكلفة المعاملات ولهذا يتوجب عليه أن يختار تسيير *assez solide* "لأشكال توظيفاته وهذا يرجعنا إلى السلوك الكنيزي (كل شيء أو لا شيء) " *tout ou rien*."

الفصل السادس

التقود والإنتاج

الفصل السادس النقود و الإنتاج

مقدمة

النظرية الاقتصادية النقدية طورت من طرف Keynes في كتابه المشهور 1936 "النظرية العامة للعمل, الفائدة والنقود" ولكن نعرف أيضا أن النظرية الكينزية عرفت عن طريق نموذج IS-LM للاقتصاديين المشهورين النيوكينزيين (A.Hansen و J.Hicks) اللذان ساهما في انتشار آراء و أفكار كينز.

في المرحلة الأولى سوف نرى النموذج الذي اقترح من طرفهما وبعدها سوف نرى بديل آخر مقترح من طرف "Post-Keynésiens" وفي الأخير سوف نرى الصياغة الأكثر حداثة التي تدخل القرض على النموذج.

1. نموذج IS-LM :

هذا النموذج يقترح لاقتصاد مغلق وأسعار ثابتة ، النموذج يحتوي على جزء حقيقي و جزء نقدي.

1.1. القسم الحقيقي للنموذج :

يحتوي على 3 معدلات ل 4 مجاهيل (S.I. Y.i)

$$S = I$$

$$S = sY - C_0$$

$$I = I_a + f(i) = I_a - \alpha i$$

I_a يسمح لنا بأن نأخذ بعين الاعتبار عوامل أخرى محددة للاستثمار من غيراً ك: الاستثمار

المستقل ، التطور التكنولوجي ، التوقعات.

النموذج غير محدد يمكننا فقط أن ندرس كيف يتغير مجهول بالنسبة لمجهول آخر.

نهتم بالعلاقة الموجودة بين y والتي يمكن إعطاءها جبرياً كما يلي:

$$S=I$$

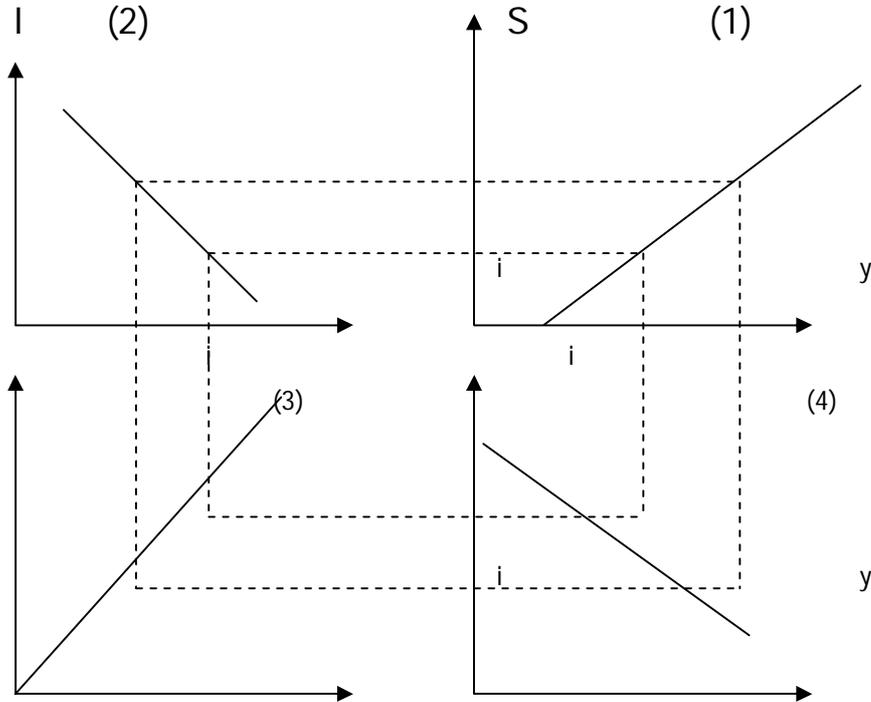
$$S_y - C_0 = I_0 - \alpha i$$

$$y = -\alpha/s i + 1/s (C_0 + I_0)$$

$$\text{Donc: } i = -s/\alpha y + 1/\alpha (C_0 + I_0)$$

وهذه الدالة هي متناقصة يمكن تمثيلها بيانيا كما يلي:

الشكل 28: القسم الحقيقي لنموذج كينز



1: يمثل دالة الادخار، 2: دالة الاستثمار، 3: منحنى عادي لاشتقاق التي يسمح بالانتقال إلى 4 الذي يلخص الكل.

التحليل:

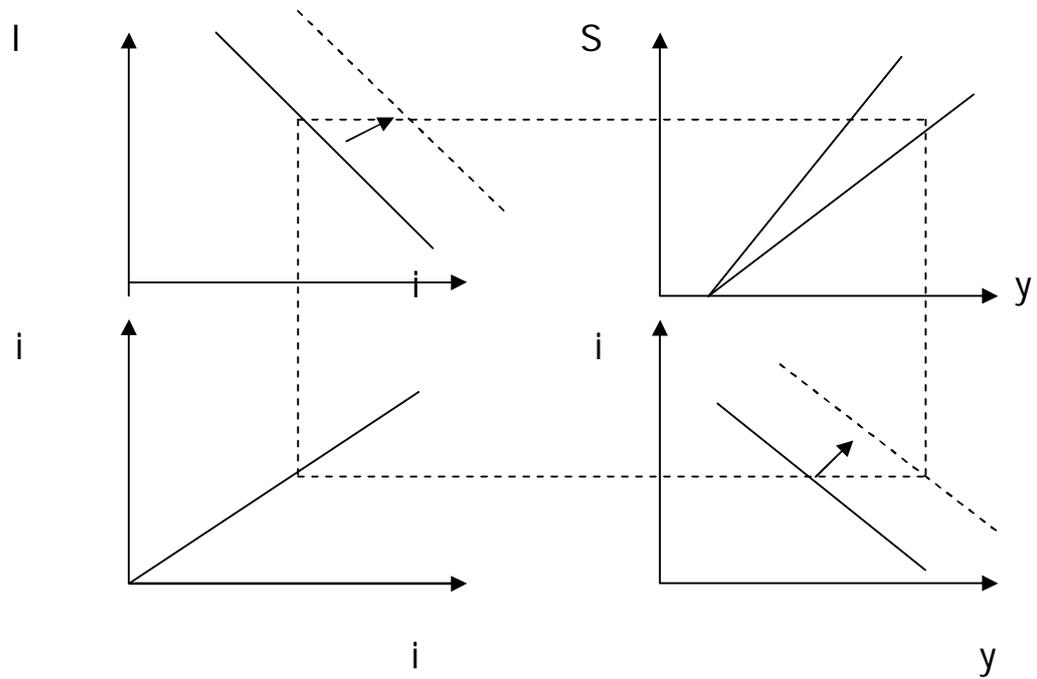
عند مستوى معين للدخل y نحصل على مستوى معين لادخار S ، $S=I$ ، حجم الاستثمار متعلق

بسعر الفائدة i الذي يمكن أن نربطه بالدخل عن طريق مستقيم IS

هذا النموذج يسمح بشرح العلاقات الموجودة بين i و y وبالخصوص يمكننا من تحديد أثر تغير I_0 (هذا التغير يمكن أن يكون عن طريق سياسة مباشرة نفقات حكومية للاستثمار أو غير مباشرة عن طريق خفض الضرائب).

وبالتالي ماهي آثار تغير I_0 على منحنى IS ، IS سوف ينتقل موازاة مع نفسه أي $\uparrow I_0 \Leftrightarrow \uparrow y$ عند نفس المستوى لسعر الفائدة .

الشكل 29: أثار تغير I_0 على منحنى IS



القسم الحقيقي للنموذج يبرهن أن الدخل الوطني للتوازن غير معروف لأنه يتعلق بسعر الفائدة ،
باد خال القسم النقدي إلى هذا النموذج يمكن أن يصبح معروفاً.

2.1. القسم النقدي للنموذج :

هو معطى كالتالي :

$$M^d1 = I_1(y)$$

$$M^d2 = L_2(i)$$

$$M^d = M^d1 + M^d2$$

$$dM^d / dy > 0 \text{ et } dM^d / di < 0$$

$$M_s = M_0 = \text{عرض خارجي للنقود}$$

$$M^d = M_s \text{ توازن السوق النقدي}$$

إذن 3 معدلات بأربع مجاهيل : M_s . M^d . i . y

$$M^d1 = \alpha y$$

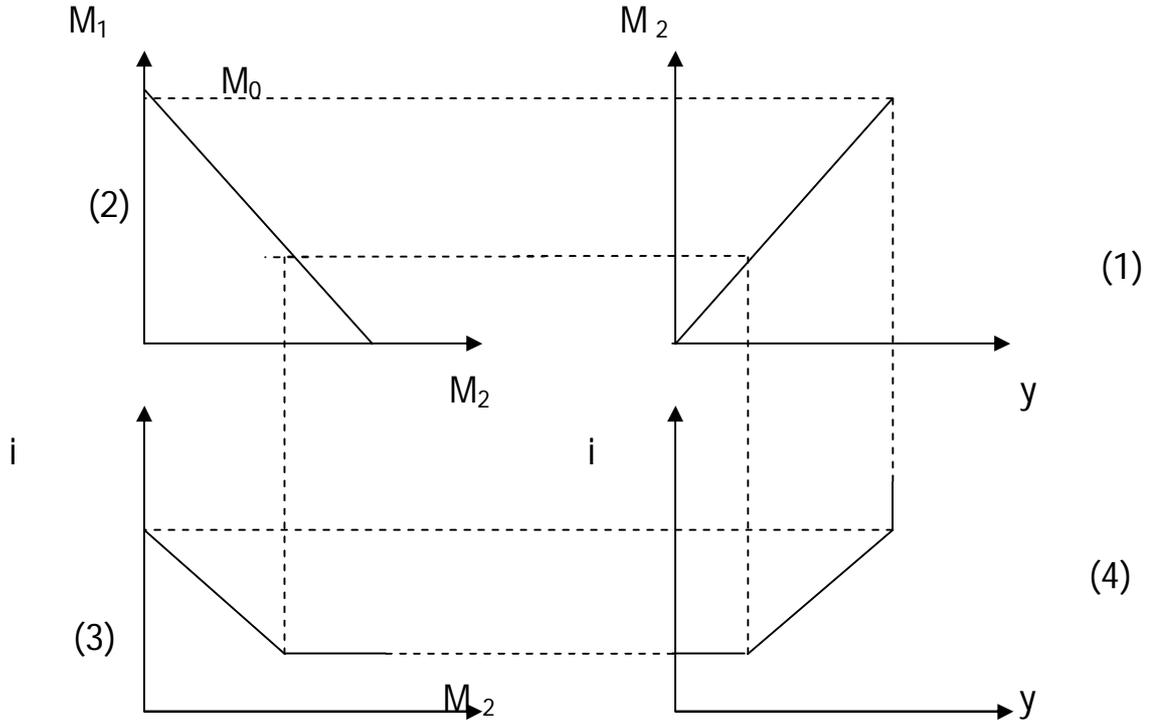
$$M_0 = \alpha y + a - bi$$

$$M^d = a - bi$$

$$\Rightarrow y = M - a / \alpha + b / \alpha \quad (i)$$

يمكن تمثيله بيانيا كالتالي : $M_s = M^d$

الشكل 30: القسم النقدي لنموذج كينز



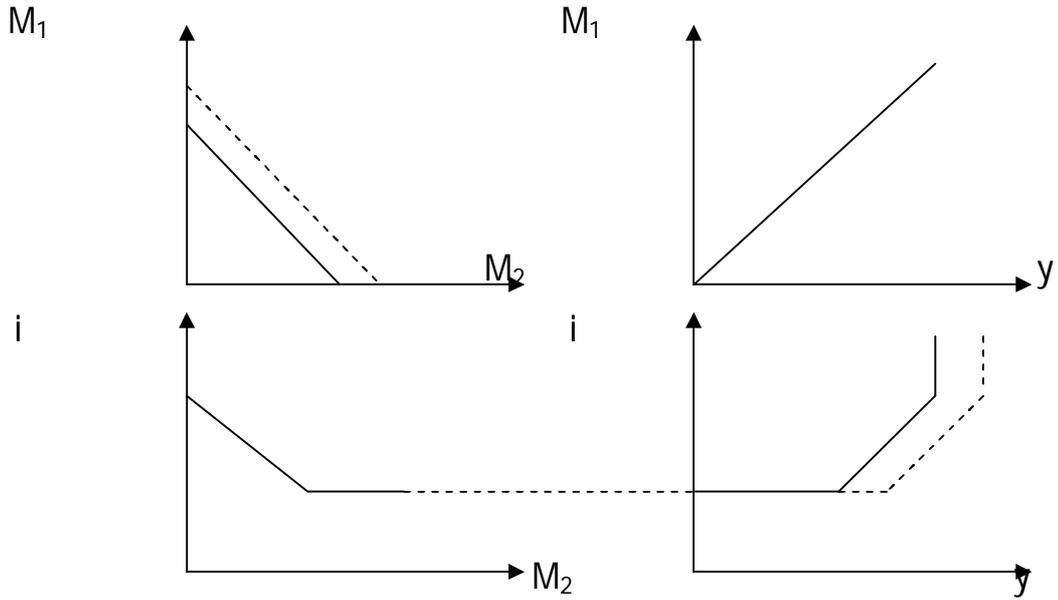
1: يمثل دالة L_1 ، 2 يمثل التوزيع الممكن لـ $M_s = M_0$ بين M_1 و M_2 ، 3 : يمثل دالة L_2 و 4: يلخص الكل في منحنى LM.

التعليق:

عند مستوى معين للدخل ، يمكن أن نتعرف على M_1 . $M_2 = M_0 - M_1$ ، لـ M_2 يرافقه قيمة معينة لـ i و المنحنى LM هو منحنى الذي يعطي العلاقات الممكنة للتوازن النقدي بين مستويات Y و مستويات i

عرض النقود M_0 يمكن أن يؤثر على مستوى التوازن عن طريق تغييره كما نراه في الشكل الموالي :

الشكل 31: آثار تغير M_0 على منحنى LM



إذن $M_0 \uparrow \Leftrightarrow Y \uparrow$ عند نفس المستوى لـ i

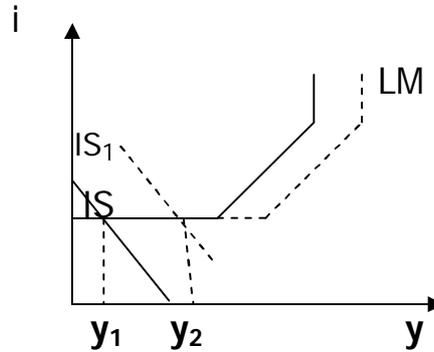
1 . 3. النموذج الكلي IS-LM:

النموذج الكلي يتمثل بنظام ذو 6 معادلات بـ 6 مجاهيل ويعطي حل واحد ووحيد ، هذا النظام لا يفصل بين ما هو حقيقي وما هو نقدي وإنما يدخل جميع المتغيرات الحقيقية منها و النقدية.

تحديد التوازن الكلي عند تقاطع المنحنيين IS و LM أي عند $IS = LM$

ولكن يمكن أن نميز بين 3 حالات على حسب المكان الذي يتقاطعان فيه IS و LM

الشكل 32: نموذج IS-LM

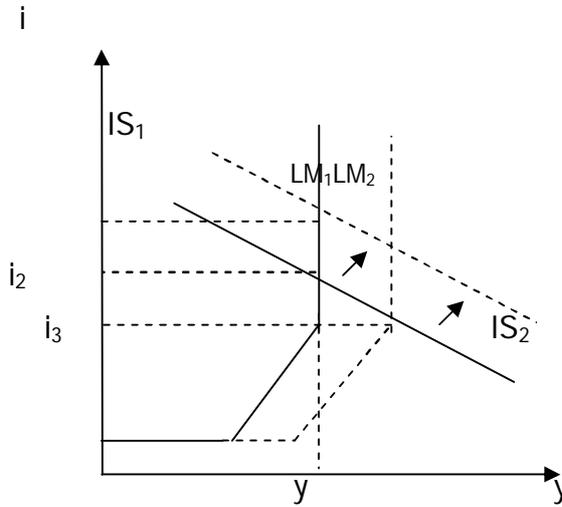


1. 3. 1 . IS يقطع LM في جزئه الأفقي:

- إذا كان IS يقطع المنحنى LM في جزئه الأفقي أي بمعنى فخ السيولة (حالة كينز) الزيادة في مستوى الدخل الكلي وحجم العمالة تصل إلى أقصاها ، حيث تقوم السياسة المالية إما بتخفيض الضرائب أو بزيادة الإنفاق الحكومي الذي يمول عن طريق القروض عن طريق بيع السندات الحكومية فيؤدي إلى ارتفاع مستوى الطلب الحكومي على النقود دون أن يولد ارتفاع في معدل الفائدة وبالمقابل دون انخفاض حجم الاستثمارات حيث ينتقل IS_1 إلى IS_2 ويزداد الدخل من y_1 إلى y_2 هنا السياسة المالية تظهر أكثر فعالية من السياسة النقدية كما سنراه الآن.
- في هذه الحالة (حالة كينز) السياسة النقدية ليس لها فعالية، في هذه الحالة الاقتصاد يقع في فخ السيولة، كل زيادة في عرض النقود تمتص من طرف صناديق المضاربة ومعدل الفائدة لا ينخفض عند مستواه الأدنى، وبالتالي فإن الاستثمارات لا تنتعش والدخل الكلي y_1 يبقى ثابتا.

1. 3. 2 . IS يقطع LM في جزئه العمودي:

الشكل 33: IS يقطع LM في جزئه العمودي



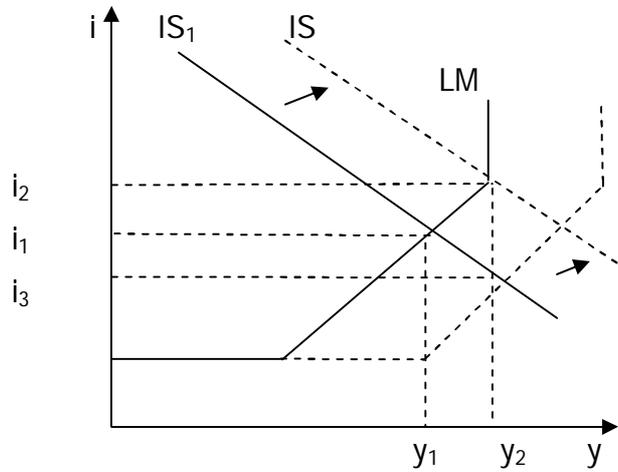
- في هذه الحالة الزيادة في عرض النقود تنتقل المنحنى LM_1 إلى LM_2 فيترتب على ذلك انخفاض سعر الفائدة i_2 إلى i_3 ، في هذه الحال لا يوجد صناديق المضاربة و السياسة النقدية تصل إلى مستواها العالي.
- هنا الزيادة في الاستثمار أو النفقات العامة لا تولد أي زيادة في الدخل الكلي، في هذه الحالة لا وجود لصناديق المضاربة وحجم الطلب على الأموال من أجل الاحتياط و المعاملات لا يستطيع الزيادة لأن

عرض النقود ثابت، الدخل الكلي يبقى في نفس المستوى، النفقات العامة تزيد بارتباط حجم الاستثمارات التي حجمها ينخفض مع زيادة معدل الفائدة.

المنحنى IS ينتقل من IS_1 إلى IS_2 والدخل لا يتغير y ، السياسة المالية تظهر غير فعالة، يجب اللجوء إلى السياسة النقدية التي تكون فعالة.

1. 3. 3. IS يقطع LM في جزئه الأوسط :

الشكل 34: IS يقطع LM في جزئه الأوسط



■ في هذه الحالة، الدخل الكلي للتوازن يتحدد بتقاطع منحنى IS_2 مع LM، M_0 يزداد من y_1 إلى y_2 وسعر الفائدة ينخفض من i_1 إلى i_3 .

■ الزيادة في الدخل الكلي ليست بنفس الأهمية لزيادة في الحالة الأفقية، حيث تقوم السلطات النقدية بتقليل من حجم القروض الممنوحة، هذه الأموال المقترضة تسمح بتمويل النفقات العامة حيث أن الزيادة في الطلب لغرض المبدلات والاحتياط وانخفاض في الطلب لغرض السيولة ثم يرتفع سعر الفائدة الذي بدوره يخفض من حجم الاستثمار الكلي والدخل الكلي يزداد من y_1 إلى y_3 وهنا السياسة المالية مكملة للسياسة النقدية.

في هذا القسم السياسة النقدية ومضاعف الاستثمار يعملان معا ولكن دورهما محدود بالتغيرات الحاصلة في سعر الفائدة .

أتباع كينز أعطوا أهمية أكثر لمضاعف الاستثمار من الاعتبارات النقدية، السياسة النقدية تركت مكانها للسياسة الاستثمارية ولا تلعب إلا دور المرافق. ارتفاع في الكتلة النقدية يسمح فقط تقادي الضغوطات على سعر الفائدة.

يمكن شرحه كالتالي : زيادة الكتلة النقدية لها أثر انخفاض سعر الفائدة بما أن M_0 متواجدة بكثرة والاستثمار المستحضر يجب أن يرتفع وكذلك الدخل عن طريق المضاعف، ولكن الملاحظ أن مرونة M_s بالنسبة للكتلة النقدية وأيضاً مرونة الاستثمار بالنسبة لسعر الفائدة هي ضعيفة. أثر تغيير M_s على تغيير Y هي بالضرورة محدودة.

بالنسبة لكينز وللكينزيين ككل، حتى ولو أن النقود غير حيادية ولكنها لا تلعب إلا دور ثانوي، صحيح أنها شرط ضروري ولكن مطلقاً غير كافي للنمو الاقتصادي، وبالتالي السياسة المالية لإنعاش الاستثمار تبقى مهيمنة في ظل هذه الأوضاع، البوستكنيزيين يواصلون في هذه النظرية ويذهبون إلى أبعد من هذا.

2. بديل آخر Post-Keynesien ↓ IS-LM :

نموذج IS-LM هو نموذج لاقتصاد سوق الأموال، سعر الفائدة M محدد في السوق وعرض النقود هو متغير مستقل.

تطور اقتراح آخر يتماشى مع اقتصاد الاستدانة، سعر فائدة مستقل وعرض النقود متغير داخلي للنموذج.

2. 1. نموذج Kaldor - Weintraub :

2. 1. 1 سعر الفائدة exogène: متغير مستقل

يمكن أن نتجاهل قيود على عكس نموذج IS-LM ، نموذج Kaldor - Weintraub أدخل البنوك كمصدر للتمويل بدل السوق المالي.

سعر الفائدة هنا يمثل تكلفة القروض البنكية ويشرح بسلوكات المؤسسات البنكية.

Post-Keynesiens طبقوا نظرية "mark up" ¹ لـ Kalecki لتحديد مستوى سعر الفائدة.

تذكير: المؤسسات في حالة oligopole (احتكار القلة) تحدد سعرها بتطبيق معدل هامشي لتكلفة الإنتاج، هذا المعدل يكون مرتفع أكثر كلما كانت درجة الاحتكار مرتفعة.

السعر لن يحدد على السوق، طلب زائد للقروض لن يقوم برفع سعر الفائدة، والتوازن يصبح مصطلح من غير معنى.

¹ شرح النظرية يوجد في آخر الفصل

وبالتالي يمكن كتابة المعادلة التالية: $i = K(u)$

أ: سعر الفائدة للقروض، k : درجة الاحتكار، u : تكلفة الأموال، محدد أساسا بتكلفة إعادة التمويل عن طريق البنك المركزي، بما أن هذه الأخيرة هي عادة محددة بصفة إدارية أو بصفة عامة محددة في إطار السياسة النقدية المتخذة من طرف البنك المركزي.

2.1.2 عرض النقود متغير داخلي :

التيار Post-Keynesian يرى أن سعر الفائدة محدد من طرف النظام البنكي على حسب اعتباراته الخاصة، عرض النقود هي مرنة بصفة كاملة.

بيانيا تتحدد بمستقيم موازي للخط الأفقي ومن هنا أتت تسمية أصحاب هذه المدرسة، الأفقيين أو Horizontalistes، عرض الأموال M_s مثل ما هو الحال في نموذج "finance" مصدرين، القرض البنكي و التخلي عن الاكتناز $déthésaurisation$ ، النقطة الحساسة التي يجب شرحها هي لماذا النظام البنكي يعمل بهذه المرونة بالنسبة لعرض النقود؟ هناك شرحين أساسيين لهذه النقطة:

على حسب Weintraub، الأسعار محددة بـ $mark\ up$ على تكلفة الأجر الوحدوية:

$$P = k (w/Q)$$

عندما نقسم على L ، كمية العمل نحصل على :

$$P = k (w/A)$$

أين w هو معدل الأجر و A المردودية المتوسطة.

يمكن أن نبسط أكثر باعتبارنا A ثابت على المدى القصير ونحصل على $P = p(w)$

إذا $w \uparrow$ ، في إطار اتفاقية جماعية، p يرتفع أيضا وكذلك $Q = P \cdot y$

Md يرتفع بدوره. إذا أردنا أن نبقى على مستوى الإنتاج ثابت Q يجب أن نمنح النقود المطلوبة.

وإذا لم نمنحها، P لن يتغير لأنه مستقل بالنسبة لكمية النقود الموجودة و Q سوف ينخفض سواء بـ $credit\ crunch$ أو بارتفاع a و انخفاضها، وبالتالي سوف نتحصل على حالة من $Stagflation$: الأسعار تبقى مرتفعة والنشاط الإنتاجي ينخفض.

بالإضافة لهذا الشرح لأن عرض النقود متغير داخلي، Weintraub منح تفسيراً كنيزيا للركود التضخمي ($stagflation$) وهو أنه ناجم عن سياسة انكماشية للبنوك.

على حسب Kaldor، البنوك العادية لتعظم ربحها تمنح قروض من دون أي قيود لمواجهة الحاجات التجارية، هنا يتوافق مع موقف مدرسة (حرية الإصدار) "Banking School".

البنك المركزي الذي له دور المقرض الأخير لن يرفض بإعادة شراء الحقوق من دون أن يعرض النظام البنكي للخطر ليس دوره ويكون حتى مخالف لوظيفته، وبالتالي النقود داخلية ومحددة بالقرض.

وهذا فإن **les Circuistes** يحددون حجم النقود المولدة الذي يساوي حجم الانتاج ويحددون أيضا الآلية الدقيقة لهذا التوليد النقدي.

كما قلنا سابقا أن البوست كنيزيين **circuistes** عززوا نظريتهم بالقوانين الكلية وخاصة بالمساواة الموجودة بين S و I إذ يفترضون أن الاستثمار لا يمكن أن يمول إلا عن طريق الادخار وأن الادخار لا يمكن أن يمول إلا بالاستثمار إذن تمويل الإنتاج، الأجور لا يمكن أن تكون إلا بعملية توليد النقود بواسطة توليد القرض، وهكذا فإن تفسير العلاقة بين النقود والإنتاج أصبحت جد واضحة.

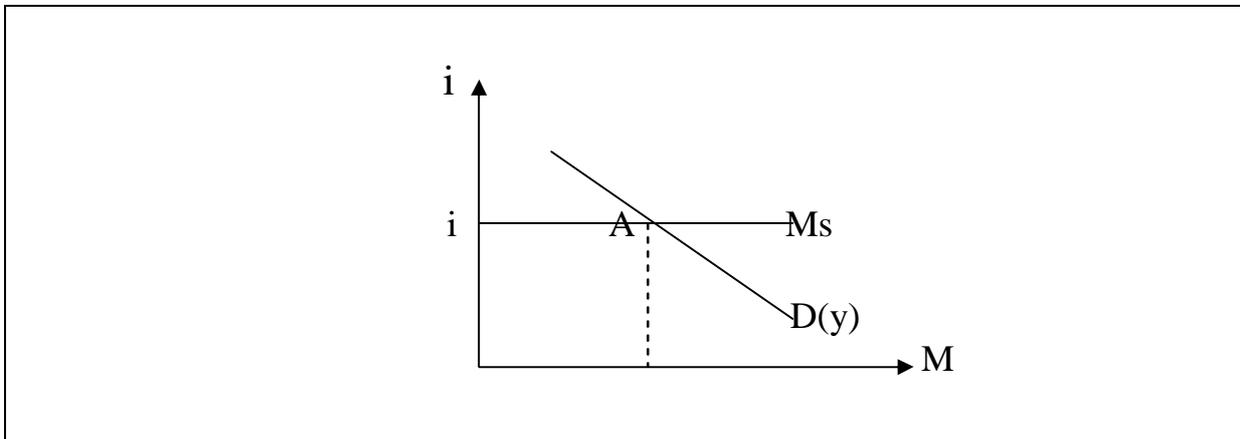
وتواصل هذه النظرية لتقول أن كل خلق نقدي مربوط بإنتاج حقيقي، وأن كل النقود المولدة تعرف حق اقتطاع بنفس القيمة (الطلب) في حساب مستفديه أي أصحاب الدخل، الإنتاج الحقيقي (عرض) إذن أصبح نقدي يجب أن يكون بالضرورة مساويا للدخول النقدية المولدة بما أن وحدة النقود هي الوحدة الوحيدة لحساب السلع الحقيقية.

نفهم من هذا أن النقود أدخلت في النظرية عن طريق الأجور النقدية (بغض النظر عن الأرباح)، وبالتالي هذه الأجور النقدية هي الوحيدة التي يمكن أن تشتري منتج المؤسسات وبهذا يمكن أن نستنتج أن الأجور تحدد الناتج، بواسطة الأجور فالنقود تحدد الناتج الوطني، (هنا وظيفة النقود كوسيلة للدفع تعتبر مهمة).

2. 1. 3. الطلب على النقود:

دالة الطلب على النقود توافق السيولة للمعاملات، الاحتياط، المالية "finance" نستخلصها مباشرة من مستوى الدخل الاسمي Y ، هذا الأخير يفسر عن طريق الأعمال السابقة I Kaldor بالية المضاعف- المسرع **accélérateur** $D(Y)$ ، الطلب على النقود يمكن تمثيلها بيانيا بدالة عكسية بالنسبة لسعر الفائدة.

الشكل 35: دالة الطلب على النقود في نموذج Kaldor – Weintraub



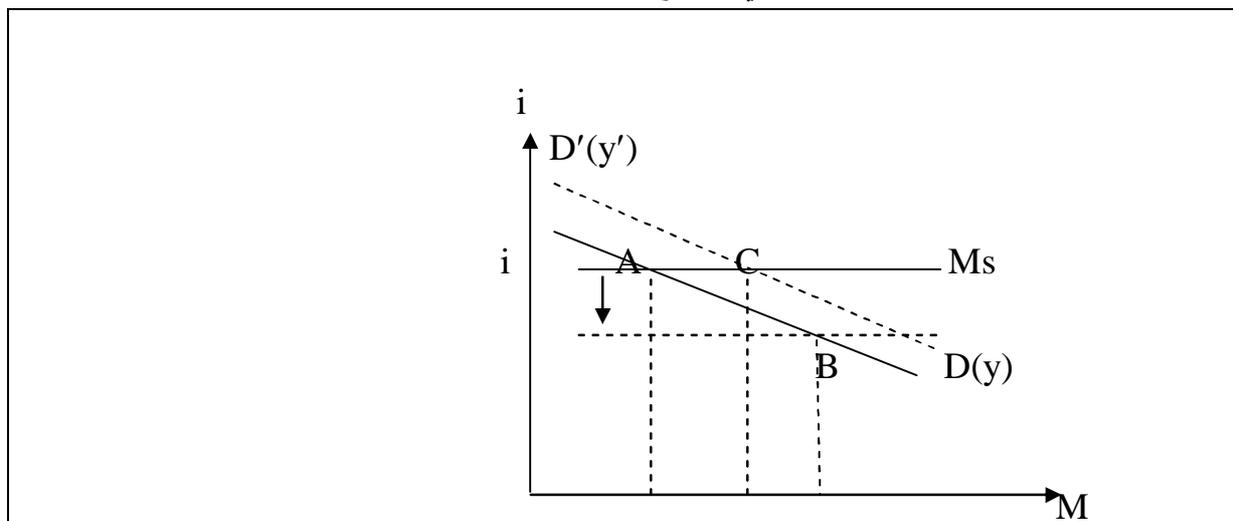
الكتلة النقدية في التداول (M) هي محددة بالضبط بالطلب وبالتالي بمستوى الدخل الاسمي.

2 . 2 السياسات الاقتصادية:

سياسة الاستثمار أو الإنعاش المالي هي دائما ممكنة، وتكون بمرور $D(Y)$ إلى $D(Y')$ ومن A إلى C ويجب الإشارة إلى أنها دائما فعالة مهما كان مستوى سعر الفائدة، لأن الاقتصاد لن يكون أبدا غير سائل لأن العرض متغير داخلي، المرور من $D(Y)$ إلى $D(Y')$ يمكن أن يكون نتيجة \uparrow الأسعار، عرض النقود سوف يأتي في النهاية $expost$ لتأكيد هذا التغيير، ولهذا لا يمكن أن تكون السبب لهذا الارتفاع. السياسة النقدية تنحصر فقط في سياسة سعر الفائدة. الشكل 36 يظهر أن $\downarrow i_0$ يترجم بـ $\uparrow Y$ (من A إلى B).

بالإضافة إلى هذا الأثر (وهو المقصود أي $\uparrow Y$) هناك أثر آخر نقدي، مستحضر من أن كمية النقود تعدل تلقائيا لهذا الطلب الجديد، ويجب الإشارة إلى أن $\downarrow i \Rightarrow M \uparrow$ وليس العكس كما هو الحال في النموذج الكينزي التقليدي أي M_s هي خارجي، ولكن في الأخير النتيجة واحدة.

الشكل 36: أثر السياسات الاقتصادية في نموذج Kaldor – Weintraub



3. إدخال القرض في النموذج IS-LM:

اقترح هذا النموذج من طرف Bernanke و Blinder (1988) و يقترحون إدخال أصل إضافي غير موجود في نموذج HICKS وهو القروض البنكية التي تعتبر غير بديلة للأوراق (السندات) معنى هذا أن بعض الأفراد الاقتصاديين الذين لا يستطيعون الدخول إلى السوق المالي ولكن يجب عليهم التمويل يتحتم عليهم اللجوء إلى القرض البنكي، هنا نجد حالة المؤسسات الصغيرة و المتوسطة و الأسر.

3.1. سوق القرض:

3.1.1. طلب القروض:

طلب القروض L_d للأفراد الاقتصاديين هي دالة طردية للنشاط الاقتصادي ممثلة بالدخل الوطني Y ، وتتعلق أيضا بسعر الفائدة المدين على القروض البنكية p وسعر الفائدة على السوق المالي i :

$$L_d = L(p, i, Y) \text{ avec } L'(p) < 0, L'(i) > 0$$

$$L'(y) > 0$$

3.1.2. عرض القروض:

عرض القروض L_s تمثل نسبة λ من الودائع D لدى البنوك، من غير احتساب الاحتياطي القانوني، المقطعة بمعدل r .

λ يتعلق بـ p و

$$L_s = \lambda(i, p) D(1-r) \text{ avec } \lambda'(i) < 0, \lambda'(p) > 0$$

على حسب النظرية الأساسية، D هو مضاعف $k(i)$ القاعدة النقدية H وبالتالي

$$L_s = \lambda(i, p) k(i) H(1-r)$$

3.1.3. التوازن على سوق القروض:

وهو يحصل عند $L_d = L_s$

$$L(p, i, Y) = \lambda(i, p) k(i) H(1-r)$$

بحل المعادلة بالنسبة لـ p نحصل على:

$$P = \Phi(i, Y, H) \text{ avec } \Phi'(i) > 0, \Phi'(Y) > 0, \Phi'(H) < 0$$

سعر الفائدة على القروض البنكية مؤثر ايجابيا بسعر الفائدة على الأسواق المالية و بمستوى النشاط الاقتصادي، وينخفض عندما ترتفع القاعدة النقدية بما أن البنوك يكون بحوزتها ودائع أكثر تسمح لها بمنح قروض أكثر وبسهولة أكثر.

3.2. التوازن الكلي:

كما هو الحال في IS-IM نتحصل على التوازن الكلي عندما يتقاطع IS مع LM و IS هنا تحولت إلى CC (commodities and credit)

3.2.1. منحنى LM:

وهو لا يختلف عن المنحنى في النموذج التقليدي إلا في نقطة واحدة وهي أن عرض النقود معطاة بوضوح أكثر انطلاقا من النظرية الأساسية.

ونحصل على المعادلات التالية:

$$M_d = M(i, Y) \text{ avec } M'(i) < 0, M'(Y) > 0$$

$$M_s = K(i) H \text{ avec } K'(i) > 0$$

$$M_d = M_s$$

ونحصل على معادلة LM:

$$LM = i(Y, H) \text{ avec } i'(H) < 0, i'(Y) > 0$$

3. 2. 2. منحنى CC:

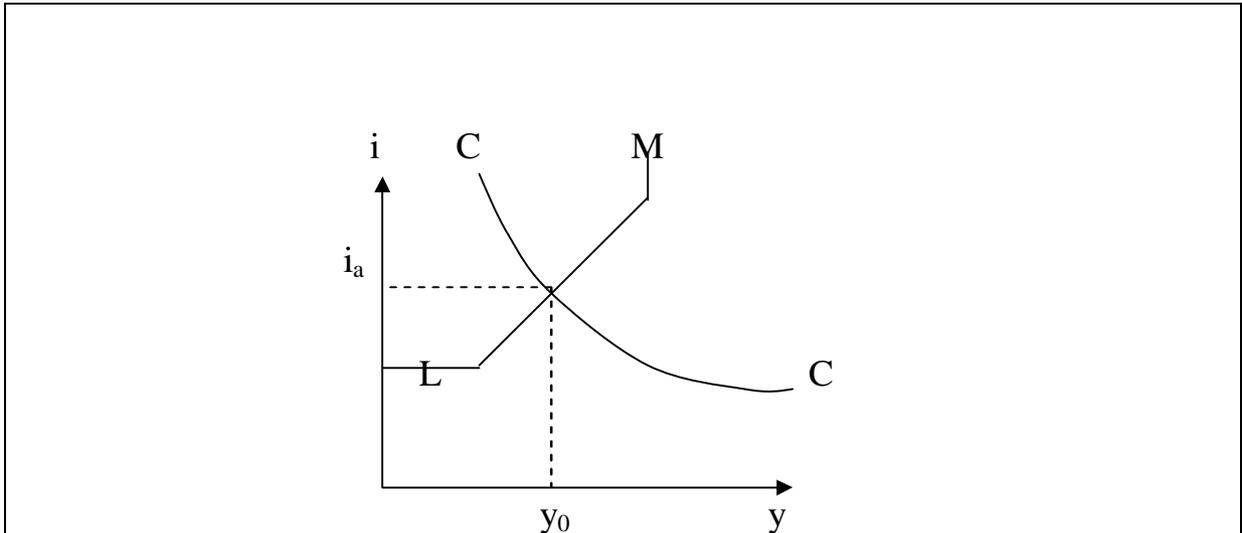
وهو مشتق من IS وتمثل التجديد الحاصل في النموذج، IS تتغير بأخذنا بعين الاعتبار سعر الفائدة على القروض البنكية في نفس الوقت مع سعر الفائدة على السوق المالي وتصبح: $Y = Y(i, p)$ avec $Y'(i) < 0, Y'(p) > 0$

بتركيب IS المحولة مع التوازن في سوق القرض نحصل على معادلة CC

$$Y = Y[i, \Phi(i, y, H)] \text{ avec } Y'(i) < 0, Y'(H) > 0$$

على غير IS المنحنى الجديد CC أصبح حساس بالنسبة للسياسة النقدية عن طريق H، بصفة عامة، CC مؤثر بالتغيرات الحاصلة في القرض الذي أصلا العرض و الطلب متعلقان بـ p .

الشكل 37: تحديد التوازن في نموذج LM - CC



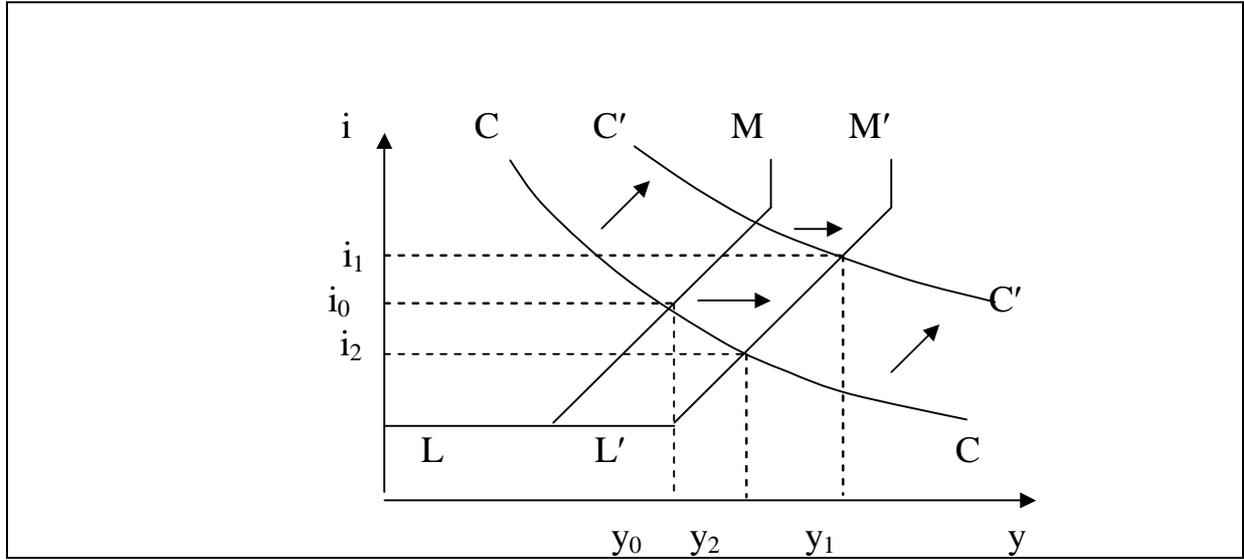
إذا لم نأخذ بعين الاعتبار سوق القروض البنكية نتحصل على منحنى لـ IS المؤلف، نرى إذن أن نموذج IS-LM هو نموذج نقدي بحت ولا يجب أن يشرح عن طريق القرض، إدخال هذا الأخير يؤدي بنا إلى نموذج مغاير لـ LM-CC - ورواية مخالفة مسماة بـ Lending view

إن دراسة السياسة النقدية هي التي سوف تسمح بالتمييز بين النموذجين.

3.3. السياسة النقدية:

لن نتطرق إلى أثر التغيير في ΔI أو ΔG على ISCC-ISLM لأنها نفسها في النموذج التقليدي ولكن سوف نتطرق إلى السياسة النقدية أين نلاحظ فوارق كبيرة يمكن رؤيتها على المنحنى التالي :

الشكل 38 : أثر السياسة النقدية في نموذج LM - CC



هنا نلاحظ أثر $\uparrow Ms$ عن طريق \uparrow القاعدة النقدية H.

$\uparrow Ms \Leftarrow$ تنتقل LM إلى $L'M'$ إلى اليمين ، هذا هو الأثر الوحيد الذي نلاحظه في نموذج IS-LM التقليدي ولكن هنا CC سوف يتأثر أيضا بهذا الارتفاع عن طريق H وهذا ما يترجم عن طريق انتقال CC إلى $C'C'$ إلى اليمين ومن هنا ننتقل من نقطة التوازن (i_0, Y_0) إلى توازن جديد (i_1, Y_1) في النموذج التقليدي IS-LM التوازن يكون عند التوفيقية (i_2, Y_2) ، ماذا نلاحظ؟

1. نلاحظ أولاً أن i ارتفع على عكس IS-LM أي $i_2 \leftarrow i_0$

2. بياننا نلاحظ أن ارتفاع Y هو أكثر حجماً من النموذج التقليدي.

الأخذ بعين الاعتبار بقناة القرض في ميكانيزمات انتقال السياسة النقدية يوضح أثر مكبر بالنسبة للقناة النقدية فقط، ولكن هذا يترجم أيضا بضغط على سعر الفائدة وهذا ما يؤدي به إلى الارتفاع.

3. ثالثا السياسة النقدية هي دائما فعالة على عكس نموذج IS-LM الذي فيه قسم أفقي، لا تكون السياسة فعالة. لماذا؟ لأن هناك تأثير أيضا على CC وليس فقط على LM
 يمكن أيضا أن نبرهن أن السياسة النقدية، لا تؤثر فقط على مستوى النشاط الاقتصادي ولكن تشوه حتى من التركيبة الإنتاجية إذ أن أثارها سوف تشعر بها بصفة مختلفة المؤسسات الكبيرة التي تتمول عن طرف السوق المالي و المؤسسات الصغيرة و المتوسطة التي تلجأ إلى القرض البنكي في تمويلها، والتشوه يكون عن طريق أثر السياسة النقدية على أسعار الفائدة p و i و حساسية مختلف الأفراد الاقتصاديين بالنسبة لهذه الأسعار.

مصطلحات مهمة للفصل

احتكار القلة oligopole :

أحد أشكال احتكار السوق وهو حالة يكون السوق محكوما من قبل عدد قليل من الموفرين للسلعة، بسبب وجود عدد قليل من المشاركين في مثل هذا الشكل من السوق، فإن كل محتكر قلة يكون واعيا ومتيقضا لتحركات المنافسين، والأسواق الخاضعة لهذا الشكل من الاحتكار تتميز بالتأثر المتبادل، أي قرار يتخذه أحد أطراف الاحتكار يؤثر على البقية.

Mark-up المؤسسة تحدد السعر بدلالة التكلفة للوحدة المباشرة و حسب هذه النظرية فإن سعر الفائدة لن يحدد وفق قوى السوق أي بالأخذ بعين الاعتبار الطلب على القروض أي \uparrow في الطلب على القروض لن يقوم بالرفع من سعر الفائدة ولا حتى \downarrow الطلب يخفض منه، أي هنا التوازن يصبح مصطلح من دون معنى.

Crédit lunch وجود قيود أو ندرة الائتمان المتاحة للشركات والأفراد ، أو ارتفاع حاد في تكاليف

القروض ندرة

قائمة المراجع

قائمة المراجع

باللغة العربية

- سنوسي علي. (2015). محاضرات في النقود والسياسة النقدية. جامعة المسيلة, الجزائر.
- أبو الفتوح الناقة. (1998). نظرية النقود والبنوك والأسواق المالية، مؤسسة شباب الجامعة، القاهرة.
- أحمد هني . (2006). العملة والنقود. ديوان المطبوعات الجامعية ، الطبعة الثانية، الجزائر.
- أحمد بوراس . (2003). أسواق رؤوس الأموال، مطبوعات جامعة منتوري، قسنطينة، الجزائر .
- أسامة محمد الفولي. (1997). مبادئ النقود والبنوك، كلية الحقوق ، دار الجامعة الجديدة، الإسكندرية، مصر .
- أسامة محمد الفولي، زينب عوض الله. (2005). اقتصاديات النقود والتمويل، دار الجامعة الجديدة.
- بلعزوز بن علي. (2006). محاضرات في النظريات والسياسات النقدية، الطبعة الثانية، ديوان المطبوعات الجامعية.
- ديلمي لخضر، عبيدي شهرزاد. (). محاضرات الاقتصاد النقدي والمالي المعمق.
- رسمية احمد أبو موسى . (2005). الأسواق المالية والنقدية، الطبعة الأولى، دار المعتز للنشر والتوزيع، عمان، الأردن .
- زينب عوض الله وأسامة محمد الفولي. (2003). أساسيات الاقتصاد النقدي والمصرفي، بيروت، منشورات الحلبي الحقوقية.
- شاكرا الفزويني. (1992). محاضرات في اقتصاد البنوك ، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر.
- ضياء مجيد الموسوي. (2011). أسس علم الاقتصاد - نقود وبنوك، دورات اقتصادية وعلاقات اقتصادية دولية، الجزء الثاني، ديوان المطبوعات الجامعية.
- ضياء مجيد الموسوي. (1993). الإصلاح النقدي، دار الفكر بالجزائر.
- طاهر لطرش. (2003). تقنيات البنوك، الطبعة الثانية ديوان المطبوعات الجزائرية، الجزائر.
- طاهر لطرش. (2001). تقنيات البنوك، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر.
- عادل أحمد حشيش. (1992). أساسيات الاقتصاد النقدي والمصرفي، لدار الجامعية، بيروت.
- محمود حميدات. (2005). مدخل للتحليل النقدي، ديوان المطبوعات الجامعية، ابن عكنون، الطبعة الثالثة.
- محمود محمد الداغر. (2007). الأسواق المالية "مؤسسات -أوراق -بورصات" ، دار الشروق للنشر والتوزيع، عمان، الأردن.

- مروان عطوان. (2005). الأسواق النقدية والمالية " البورصات ومشكلاتها في عالم النقد والمال"، الجزء الأول، الطبعة الثالثة، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر.

باللغة الفرنسية و الانجليزية

- Aglietta M. (2005). Macroéconomie financière, crises financières et régulation monétaire. COLL. Repères, Editions la découverte.
- Ando, A. and Modigliani, F., (1963). « The Life Cycle Hypothesis of Saving: Aggregate Implications and Tests ». American Economic Review, 53, mars.
- Bailly J-L., Caire G., Figliuzzi A., et Lelievre V. (2006). Économie monétaire et financière, 2e édition, Breal.
- Belkheiri O. (2007). Support de cours Economie monétaire et financière. Université Abdelmalek Essaadi, Maroc.
- Besson J-L. 1993). Monnaie et Finance. Edition OPU, Algérie.
- Beziade M. (1995). La Monnaie et ses mécanismes. Nouvelle édition la découverte, Paris.
- Bialès M. L'intermédiation Financière.
- Bialès M. Questions Sur L'épargne.
- Bialès M., Leurion R et Riveau J-L. (2007). L'essentiel sur l'économie. 4^e édition, BERTI Editions, Alger.
- Bodie Z., Merton R et Thibierge CH. (2007). Finance. 2^e édition, Pearson Education, France.
- Brana S., Cazals M., et Kauffmann P. (2008). Economie monétaire et financière. 3^e édition, DUNOD, Paris.
- Chaîneau A. (1997). Qu'est ce que la monnaie. 2^e édition, ECONOMICA, Paris.
- David J- H, Jaffré P. (1990). la monnaie et la politique monétaire, 3^e édition, ECONOMICA, France.
- Davidson P. (1985). « L'économie post-keynésienne, solution à la crise de la théorie économique », in BARRERE, A (dir.), Keynes aujourd'hui. Théories et politiques, actes du colloque international de l'université Paris I-Panthéon-Sorbonne, Economica, Paris, pp. 251-281.
- Delaplace M. (2009). Monnaie et financement de l'économie : Manuel. 3^e édition, DUNOD, Paris.
- Echaudemaison C-D et Imane M C. (2007). Dictionnaire d'Economie et de Sciences Sociales. BERTI Editions, Alger.
- Faugère J.P. (1996). La Monnaie et La Politique Monétaire, édition du Seuil, Paris, juin.
- Goux J.F. (2008). Macroéconomie monétaire & financière théories institutions politique, Economica, 4^e édition , Paris.
- Goux J-F. (1998). Economie monétaire & financière : Théories, institutions, politiques. 3^e édition, ECONOMICA, Paris.
- Goux JF. <http://scoco-nte.univ-lyon2.fr/jfgoux/>.
- Goux J.-F. (1996). « Une explication monétaire non monétariste : la théorie post-keynésienne », Revue Française d'Economie, vol. 11, n^o 3, été, pp. 69-94.

- Goux J.-F. (1987). « La théorie monétaire de la 'finance' chez Keynes: une réinterprétation », Revue d'Economie Politique, n°5, pp. 592-612.
- Guitton H. (1974). La monnaie, Dalloz, 3eme ed.
- Gurley J.G., et Shaw E.S. (1973). La monnaie dans une théorie des actifs financiers. Traduction française, Cujas.
- Henni M. (2011). Dictionnaire des Termes Economiques et Financiers : Français-Arabe. 3^{ème} édition, Librairie du Liban Publishers, Liban.
- Jacoud G. (1998). La monnaie dans l'économie. 3^e édition, Nathan.
- Kaldor N. & Trevithick J. (1981). «A keynesian perspective on money», Lloyds Bank Review, janvier, 101-119.
- Keynes J.-M. (1936). *La théorie générale de l'emploi de l'intérêt et de la monnaie*, Payot.
- Mankiw G N. (2003). Macroéconomie. 3^e édition, De Boeck université, France.
- Mankiw G N., and Taylor M P. (2010). Principes de l'économie. Edition De Boeck, France.
- Minsky H. P. (1996). «The Essential Characteristics of Post-Keynesian Economics», in NELL, T. & DELEPLACE, G. (dir.), Money in motion. The post keynesians and the circulation approaches, Macmillan / St Martin's press, Basingstoke / New York, pp. 70-89.
- Mishkin F. (2004). Monnaie, Banque et Marchés financières. 7^{ème} édition, Pearson Education, France.
- Mondher B et Yves S. (2003). Option, contras à terme et gestion de risque. 2^e édition, ECONOMICA, Paris.
- Mongi Smaili. (2005). Cours d'économie monétaire. ISG Tunis. 2005-2006.
- Monvoisin V. (2000). L'analyse Post-Keynesienne de la Monnaie : Debats Contemporains Autour De L'offre De Monnaie. XVII^{èmes} Journées Internationales d'Economie Monétaire et Bancaire Colloque du GdR « Economie Monétaire et Financière », Lisbonne - 7-8-9 Juin.
- Ottavj C. (1995). Monnaie et financement de l'économie. Hachette, France.
- Pattat JP. (1987). Monnaie, Institution Financières et Politiques monétaires. 4^e édition, ECONOMICA , Paris.
- Pierre B. (1982). La monnaie et ses mécanismes, PUF Paris.
- Sous la direction de Echaudemaison C-D. (2009). Dictionnaire de l'Economie et de Sciences Sociales: Français-Arabe.
- Site de la documentation française.
<http://www.ladocumentationfrancaise.fr/revues/pe/glossaire/glossab.shtml>.
- Sturm P.H. Les déterminants de l'épargne: Théorie et études empiriques. La Division des Études de Croissance, France.
- Szpiro D. (2009). Économie monétaire et financière. 1ere édition, De Boeck, France.
- Tacoun Y., et Reding O. Epargne et croissance.
- Thibierge CH., Couderc N., Héricourt J et all. (2006). Principes de gestion financière. 8^e édition, Pearson Education, France.
- Tobin J and Dold, W. (1971). A Wealth, Liquidity and Consumption, *Consumer Spending and Monerary Policy, the Linkages*. Federal Reserve Bank of Boston, (compte rendu d'une conférence tenue en juin 1).
- Tobin J. (1980). « Stabilisation Policy Ten Years After)) *Brookings Paper on Economic Activity*, 1, 19-71.
- Weintraub S. (1978). Keynes, Keynesians and Monetarists, University of Pennsylvania, Philadelphia.