جـــامعة الدكتور يحي فارس-المدية

كلية العلوم الاقتصـــادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير

قسم علوم التسييـــر

أطروحة

مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه في العلوم

تخصص:مالية

إعداد الطالب:يوسف خروبي

بعنوان:

أثر السياسة النقدية على تكامل الأسواق المالية الأوروبية وكفاءتها

دراسة حالة منطقة اليورو خلال الفترة 2014/2002 ومؤشرات البورصات لمنطقة اليورو

نوقشت و أجيزت علنا بتاريخ:.**2016/05/10**.....

أمام لجنة المكونة من السادة:

أحمد زغدار	أستاذ	جامعة المدية	رئـــيسا
يوسف حميدي	أستاذ محاضر أ	جامعة المدية	مشـــرفا مقـــررا
كمال بن موسى	أستاذ	جامعة الجزائر3	عضوا
مسعود دراوسي	أستاذ	جامعة البليدة	عضوا
جلول بن عناية	أستاذ محاضرأ	جامعة خميس مليانة	عضوا
أحمد غريبي	أستاذ محاضرأ	جامعة المدية	عضوا

السنة الجامعية: 2016/2015

إهداء

إلى والدي الكريمين حفظهما الله ورعاهما ورزقنا رضاهما

أمـي الحنـون

أبـي العزيـز

....إلى كل أفراد عائلتي من فتيحة إلى خالد .. وكل عائلة خروبي

.....إلى كل الأصدقاء الذين يسعهم القلب ولا تسعهم هذه الكلمات خاصة فؤاد، الجيلالي، الطاهر،محمد، موسى، بوبكر، ياسين، عمر، فريد، رشيد، ....

.....إلى كل المسلمين في كل أنحاء العالم

.....إلى حاملي راية العلم والمعرفة

أهدي هذا العمل المتواضع

يوسف

شكر

"الشكر لله عدد خلقه وزينة عرشه ومداد كلماته"

أشكر الله عز وجل على توفيقه لإتمام هذا العمل، كما أتقدم بأسمى عبارات الشكر والتقدير لأستاذي الفاضل الدكتور: يوسف حميدي على إشرافه لهذا العمل وما تقدم به من نصح وتوجيه وإرشاد طيلة فترة البحث.

كما لا يفوتني أن أتقدم بالشكر لأعضاء لجنة المناقشة على ما سوف يقدمونه من توجيهات.

وأتقدم بشكري لكل الأساتذة وأخص بالذكر: ، بالذكر بوميمز، بوسالم،.

يوسف

ملخص البحث:

تهدف هذه الدراسة إلى تحليل أثر السياسة النقدية على تكامل الأسواق المالية الأوروبية دراسة حالة منطقة اليورو خلال الفترة من 2002 إلى 2014 وذلك من خلال تحليل أثر كل من العرض النقدي وأسعار الفائدة والتضخم على مؤشرات الأسهم في منطقة اليورو،كما تم اختبار استقرارية سعر الصرف اليورو وكفاءة مؤشرات كل من مؤشرات Dax.Cac40.Ftse.Athen خلال الفترة من 2011/01/03 إلى 2014/12/31، عند المستوى الضعيف من أجل البحث عن مدى انعكاس المعلومات والبيانات التاريخية على عوائد الأسهم، وقد توصلت نتائج الدراسة باستخدام مختلف الاختبارات الخاصة بدالتي الارتباط الذاتي والارتباط الجزئي لسلسلة مؤشر الأسواق المالية عينة الدراسة والمتمثلة في اختبار PP(1988) و(1981) ADF إلى أن سلسلة مؤشر مسقط بها جذر وحدوي،و مستقرة يعني أن الأسعار تسير عشوائيا، مما يعني أن الأسواق المالية عينة الدراسة تتسم بالكفاءة عند المستوى الضعيف،كما أن سعر صرف اليورو مستقر مما يعني وجود اثر واضح لسياسة البنك المركزي على سعر الصرف تتمثل التيسير الكمي،كما أن السياسة النقدية الأوروبية لمنطقة اليورو أبرزت اختلاف الفروقات بين دول الوحدة والأزمة الأوربية أكبر دليل على ذلك لما لها تأثير على الوحدة النقدية مازالت تداعياتها، مما يعني عدم وجود اتحاد مصرفي متكامل ولا اتحاد اقتصاد ولاسياسي متكامل في المنطقة.

الكلمات المفتاح : التكامل الأوروبي، كفاءة السوق، اليورو، السير العشوائي، السياسة النقدية

Abstract

This study aims to analyze the impact of monetary policy on the integration of European financial markets, the case of the euro zone study during the period from 2002 to 2014, by analyzing the impact of all of the money supply and interest rates and inflation indices in the euro zone, has also been testing the stability of exchange rate euro and efficiency all indicators of Dax.Cac40.Ftse.Athen indicators during the period from 03/01/2011 to 12/31/2014, when the weak level in order to find the reflection of historical information and data on stock returns, have reached results of the study using different tests Bdalta autocorrelation and partial link of chain index of financial Alasouk sample study of PP test (1988) and ADF (1981) to the hometown of the index series root unitary, and stable means that prices are going randomly, which means that financial markets study sample efficient when the weak level, and the euro exchange rate stable, which means there is a clear impact of the policy of the central bank on the exchange rate is quantitative easing, and European monetary policy for the euro zone highlighted the difference in differences between Unity and the European crisis is the biggest proof of that because of their Influence on monetary union Mzalt and still Tdeiadtha, which means the lack of an integrated banking union and the Union's economy and Isaias integrated in the region.

Key words: European integration, market efficiency, the euro, the random walk, monetary policy

قائمة المحتويات

الصفحة	
الإهداء	VI
الشكر	VI
ملخص البحث	VI
قائمة المحتويات	VI
قائمة الأشكال	VI
قائمة الجداول	VI
قائمة الملاحق	VI
المقدمة	أ
الفصل الأول: الدراســات السابقة في الموضـوع	
المبحث الأول: الدراسات المتعلقة بالسياسة النقدية	3
المبحث الثاني : دراسات متعلقة بالوحدة النقدية الأوروبية ومنطقة اليورو	36
المبحث الثالث: الدراسات المتعلقة بكفاءة الأسواق المالية وتكاملها	46
الفصل الثاني:الإطار النظري لسياسة النقدية	**61**
المبحث الأول : الإطار النظري لماهية النقود والسياسة النقدية وأدواتها	63
المبحث الثاني: أثر استقلالية البنوك المركزية على أداء السياسة النقدية	84
المبحث الثالث: المفهوم الجديد للسياسة النقدية في ظل المتغيرات الكلية والعولمة	95
الفصل الثالث :الإطار النظري للأسواق المالية وتكامل الوحدة النقدية الأوروبية	**119**
المبحث الأول: ماهية الأسواق المالية	121
المبحث الثاني: مؤشرات السوق المالي ومفاهيم حول الاستثمار والمضاربة	130
المبحث الثالث: أسس الاستثمار في الأوراق المالية	144
المبحث الرابع :الوحدة النقدية الأوروبية	169

الفصل الرابع: الدراسة التطبيقية	**179**
المبحث الأول:الاختبارات المعتمدة لدراسة الاستقرارية	181
المبحث الثاني: دراسة تحليلية لأثر السياسة النقدية على التكامل في منطقة اليورو	199
المبحث الثالث:تداعيات الأزمة الأوروبية وأثرها على وحدة اليورو	212
الخاتمة	**240**
قائمة المصادر والمراجع	246
الملاحق	259

قائمة الأشكال

رقم الشكل	عنوان الشكل	الصفحة
الشكل رقم (2-2)	معدل الفائدة هدف وسيط	74
الشكل رقم (2-2)	إستراتيجية السلطات النقدية في تحقيق أهداف السياسة النقدية.	76
الشكل رقم (3-1)	سوق المال والمؤسسات العاملة به	122
الشكل رقم (3-2)	المتوسط المتحرك وسعر الإقفال لإحدى الشركات	139
الشكل رقم (3-3)	نموذج لطريقة الشموع اليابانية	141
الشكل رقم (3-4)	نموذج عن خريطة الرأس والكتفين	143
الشكل رقم (3-5)	آلية تحديد قيمة السهم	150
الشكل رقم(3-6)	القيمة الاسمية للمشتقات خلال الفترة 1996-2006	160
الشكل رقم(4-1)	طريقة مبسطة لاختبارات الجذر الوحدوي	183
الشكل رقم(4-2)	التوزيع الاحتمالي لسلسة مؤشر بورصةCAC40	189
لشكل رقم(4-3)	التوزيع الاحتمالي لسلسة مؤشر بورصة اثينا	193
الشكل رقم(4-4)	التوزيع الاحتمالي لسلسة مؤشر Dax	195
الشكل رقم(4-5)	التوزيع الاحتمالي لسلسة مؤشرFtse .	198
الشكل رقم (4-6)	التوزيع الاحتمالي لسلسة سعر الصرف اليورو	203
الشكل رقم (4-7)	تمثيل التضخم في منطقة اليورو	204
الشكل رقم (4-8)	العرض النقدي في منطقة اليورو	206
الشكل رقم(4-9)	نمو المستوى العام لأسعار الواردات	206
الشكل رقم(4-10)	أسعار الفائدة في منطقة اليورو	207
الشكل رقم (4-11)	تذبذبات مؤشر أسعار الأسهم لمنطقة اليورو	208
الشكل رقم (4-12)	تقلبات أسعار الفائدة في منطقة الاورو والدولار	208

الشكل(4-13)	تمثيل سعر صرف الاورو مقابل الدولار خلال الفترة	210
الشكل رقم (4-14)	الناتج المحلي الاجمالي لمنطقة اليورو	211
الشكل رقم (4-15)	تطور العجز المالي لليونان	217
الشكل رقم (4-16)	الإنفاق الحكومي والإيرادات PIIGS مقارنة بألمانيا والولايات المتحدة الأمريكية	217
الشكل رقم (4-17)	الحساب الجاري لدول PIIGS مقارنة بألمانيا والمملكة المتحدة والولايات المتحدة الأمريكية	218

قائمة الجداول

رقم الجدول	عنوان الجدول	الصفحة
الجدول رقم(2-1)	مؤشر إستقلالية البنك المركزي	90
الجدول رقم (4-1)	دالتي الارتباط الذاتي والارتباط الذاتي الجزئي لعوائد مؤشر بورصة CAC40	185
الجدول رقم (4-2)	اختبار النموذج 03 لـ cac40	186
الجدول رقم (4-3)	اختبار دكي فوللر لجذر الوحدة لمؤشر CAC40 (باريس)	187
الجدول رقم(4-4)	يوضح اختبار فيليبس-وبيرون لجذر الوحدة لمؤشر CAC40	188
الجدول رقم (4-5)	اختبار نموذج مؤشر بورصة أثينا	190
الجدول رقم (4-6)	اختبار دكي فوللر لجذر الوحدة لمؤشر Athen(اليونان)	191
الجدول رقم (4-7)	يوضح اختبار فيليبس-وبيرون لجذر الوحدة لمؤشر اثينا	192
الجدول رقم (4-8)	اختبار دكي فوللر لجذر الوحدة لمؤشر Dax	193
الجدول رقم (4-9)	يوضح اختبار فيليبس-وبيرون لجذر الوحدة لمؤشر Dax	194
الجدول رقم (4-10)	اختبار دكي فوللر لجذر الوحدة لمؤشر Ftse	196
الجدول رقم (4-11)	اختبار فيليبس-وبيرون لجذر الوحدة لمؤشر Ftse	197
الجدول رقم (4-12)	اختبار دكي فوللر لجذر الوحدة لسعر صرف اليورو	202
الجدول رقم (4-13)	العرض النقدي والتضخم أسعار الفائدة لمنطقة اليورو خلال 2002الى 2014	209
الجدول رقم (4-14)	المؤشرات الاقتصادية للتعرض للأزمات	213
الجدول (4-15)	تطور الأداء الاقتصادي لليونان منذ سنة 1980	216
الجدول رقم (4-15)	نسبة الدين العام المتوقعة في عدد من دول الاتحاد الأوروبي	221

قائمة الملاحق

رقم الملحق	اسم الملحق	الصفحة
الملحق 01	معدل التضخم وأسعار الفائدة في فرنسا	250
الملحق 02	دالتي الارتباط الذاتي والجزئي لسعر الصرف اليورو نموذج داكس وكاك 40	251
الملحق03	نمو الناتج المحلي في منطقة اليورو ومنظمة التعاون الاقتصادي	253
الملحق04	سعر صرف اليورو مقابل الدولار الأمريكي خلال 2003/1999	254
الملحق05	نفقات الاتحاد الأوروبي للمرحلة (2006-2000)	255
الملحق 06	أكثر الديون السيادية في العالم خطورة	256

المقدمة

المقدمة

وكنتيجة لتحولات في النظام العالمي وبروز مفهوم العولمة على العلاقات الدولية لتجسد الحضارة القادمة على أنها حضارة أقوياء، و ذلك وفقا لأهدافهم و تصوراتهم الخاصة بهم من أجل السيطرة و الهيمنة على العالم و على جميع المجالات و منها مجال الأسواق المالية من خلال اندماج أسواق رأس المال و عولمة النشاط المالي.

تعتبر العولمة المالية ناتجا أساسيا من نواتج عمليات التحرير المالي و التحول إلى ما يسمي بالانفتاح المالي أن التحرير المالي يعتبر أفضل سياسة لتحقيق التطور الاقتصادي و ذلك من خلال الرفع من معدلات الفائدة الاسمية إلى أن تصبح معدلات الفائدة الحقيقية موجبة

فلقد أدت العولمة إلى تبادل و تداول الديون و الأصول النقدية و المالية وزيادة التشابك المتبادل بين مختلف دول العالم في مجال الأسواق المالية، كما أصبحت الأسواق المالية العالمية الأداة الأكثر ربطا بين دول العالم نظرا لنوع العمليات التي تشتمل عليها في كل من أسواق العملات و الأسهم والسندات و القروض وكذا الأوراق المالية.

كما لم يكن لنشاط الاقتصادي بكافة منظوماته وخاصة السياسة النقدية بمعزل عن المتغيرات الدولية و ما فرضته العولمة من قواعد سرت على الجميع، إذ يعول على السياسة النقدية كثيرا في معالجة الأزمات الاقتصادية، فبالإضافة إلى أنها تشكل جزءًا أساسيًا ومهمًا من أجزاء ومكونات السياسة الاقتصادية العامة للدولة، حيث تهدف إلى دعم عملية التنمية وتحقيق معدل نمو مرتفع، فهي أيضا تعد أهم عامل تقارب بين الدول التي تسعى في عصر التكتلات إلى تجميع قواها وإعداد إستراتيجية تكتلات اقتصادية يمكن بها التّمركز على صعيد العولمة المالية.

كما ارتبط تطور الأسواق المالية تاريخياً بالتطور الاقتصادي والصناعي الذي مرّت به معظم دول العالم ولاسيما الدول الرأسمالية، وزاد انتشار الشركات المساهمة وإقبال الحكومات على الاقتراض إلى خلق حركة قوية للتعامل بالأوراق المالية، وكان التعامل بتلك الأوراق يتم في بادئ الأمر على قارعة الطريق في الدول الكبرى كفرنسا وإنجلترا وأمريكا، ثم استقر التعامل في أعقاب ذلك في أبنية خاصة والتي أصبحت تعرف فيما بعد بأسواق الأوراق المالية؛

كما شهدت السنوات الأخيرة من القرن العشرين ومنذ نهاية الحرب العالمية الثانية اتجاهات قوية نحو تشكيل تكتلات اقتصادية إقليمية احد مقوماتها الروابط التاريخية والثقافية والجغرافية المشتركة، وقد حققت بعض هذه التكتلات الاقتصادية خطوات كبيرة من التقدم اتجاه تحقيق أقصى صور التكامل الاقتصادي ولعل من أهمها الاتحاد الأوروبي الذي يعتبر النموذج الأمثل للتكامل الاقتصادي والنقدي والذي بدأ على شكل تجمعات أوروبية متفرقة في الخمسينات والستينات والتي تباينت أهدافها .

تهدف هذه الدراسة إلى دراسة أثر السياسة النقدية على تكامل الأسواق المالية في منطقة اليورو وذلك بعد اختبار كفاءة عينة من الأسواق المالية في منطقة اليورو باستخدام تقنية السلاسل الزمنية ممثلة في اختبار الاستقرارية واختبار فرضية السير العشوائي وتحليل اثر السياسة النقدية للبنك المركزي الاوروبي على التكامل داخل منطقة اليورو.

I. اشكالية الدراسة

تساهم الأسواق المالية في حشد وتوجيه المدخرات لتشجيع الاستثمار ودعم الاقتصاد وتحقيق مستوى من الكفاءة والانتعاش كما يلعب البنك المركزي الأوروبي الدور الاساسي في توجيه السياسة النقدية المنوطة داخل التكامل في منطقة اليورو. تحاول هذه الدراسة ابراز اثر السياسة النقدية على تكامل الاسواق المالية الأوروبية وكفاءتها.تحت اشكالية :

فيما يبرز اثر السياسة النقدية للبنك المركزي الأوروبي على تكامل الأسواق المالية لمنطقة اليورو؟

تندرج تحت هذه الاشكالية الرئيسية خمس إشكاليات فرعية وهي:

1-هل يمكن وصف سلوك مؤشرات الاسهم في الاسواق المالية قيد الدراسة بالسير العشوائي؟

2- هل تتصف الاسواق المالية عينة الدراسة بالكفاءة وماهي مستوياته؟

3-هل يمكن اعتبار سعر صرف اليورو مستقر؟

4- هل تعتبر الاسواق المالية في منطقة اليورو متكاملة

5-فيما يظهر اثر السياسة النقدية للبنك المركزي الأوروبي على تكامل اسواق المال الاوروبية؟

للاجابة على هذه الإشكاليات تم وضع الفرضيات التالية:

II. فرضيات الدراسة:

1-يمكن وصف سلوك مؤشرات الأسهم في الأسواق المالية قيد الدراسة بالسير العشوائي

2- لا تتصف الأسواق المالية عينة الدراسة بالكفاءة .

3- يمكن اعتبار سعر صرف اليورو مستقر خلال فترة الدراسة .

4- تعتبر الأسواق المالية في منطقة اليورو متكاملة.

5- تؤثر السياسة النقدية للبنك المركزي الأوروبي على تكامل أسواق المال الأوروبية.

III. مبررات الدراسة :

1-طبيعة التخصص في الأسواق المالية والسياسة النقدية.

2- تسليط الضوء على التحولات العالمية خاصة في منطقة اليورو.

3-قلة المراجع خاصة في مثل هذه المواضيع .

4-أهمية الاختبارت والأدوات المستخدمة في الدراسة؟

5-درجة الإتاحة في المعطيات والمعلومات الخاصة بالأسواق المالية الأوروبية لمنطقة اليورو.

IV. أهمية الدراسة :

1-دراسة مستقبل التكامل في منطقة اليورو والحلول للازمات التي تعصف بالمنطقة.

2- تطبيق النماذج القياسية الحديثة : مثل اختبار الاستقرارية والسير العشوائي.

3-التعرف على الأسواق المالية وكفائتها في منطقة اليورو.

4-يعالج الموضوع مشاكل ذات الصلة بالأزمات العالمية .

V. حدود الدراسة :

تتمثل حدود دراسة أثر السياسة النقدية على تكامل الأسواق المالية الأوروبية في منطقة اليورو الزمانية في الفترة بين 2002 الى 2014 وذلك بتحليل أثر العرض النقدي والتضخم وسعر الفائدة على مؤشرات الأسهم في الأسواق المالية لمنطقة اليورو ؛

وذلك بعد دراسة استقرارية سعر الصرف اليورو مقابل الدولار خلال الفترة 2011/01/03 الى 2014/12/31 .

كما تم دراسة كفاءة مؤشرات الأسواق المالية (Dax.Athen.Ftse.Cac40) خلال الفترة من2011/01/03 إلى 2014/12/31 اي حوالي 993 مشاهدة يومية.

VI. المنهج الدراسة والأدوات المستخدمة :

تم اعتماد منهج دراسة الحالة لدراسة الكفاءة وذلك بعد الحصول البيانات من مواقع الالكترونية للأسواق المالية المدروسة، حيث تم معالجة المعطيات بالاعتماد على برنامج Eviews لتحليل السلاسل الزمنية، ودراسة الاستقرارية بالاعتماد على ADF.PP.DF ، كما تم استخدام المنهج الوصفي التحليلي لدراسة أثر السياسة النقدية على تكامل السوق المالية الأوروبية لمنطقة اليورو.

VII. تقسيمات البحث:

تم تقسيم البحث إلى أربعة فصول، اذ خصصت ثلاث منها للجانب النظري للإعطاء خلفية نظرية وكاملة عن الموضوع، تناول الفصل الأول مختلف الدرسات السابقة التي تخص موضوع الدراسة، وفي الفصل الثاني حاولنا الإلمام بأهم الجوانب النظرية للسياسة النقدية واستقلالية البنك المركزي، وخصص الفصل الثالث للإطار النظري للأسواق المالية والوحدة النقدية الأوروبية، والفصل الرابع لدراسة أثر السياسة النقدية للبنك المركزي الأوروبي على تكامل الاسواق في منطقة اليورو.

الفصل الأول :

الدراسات السابقة

تمهيد

في خضم التطورات والتحولات التي شهدها العالم، خاصة ما يتعلق الأمر بظهور الأزمات المالية وزيادة المشاكل الاقتصادية كالتضخم والبطالة وتزايد حجم المديونية الخارجية وخدمات الدين العام واختلال وضعية ميزان المدفوعات لمختلف الدول وحدوث الكساد للاقتصاد العالمي، كل هاته الاختلالات أثرت على المتغيرات والمؤشرات الاقتصادية الكلية وأدّت إلى اختلاف الأفكار وتباين السياسات النقدية، هذا ما أدى لبروز مظهر جديد للسياسة النقدية، والذي كان له أثر كبير على إبراز تزايد أهمية السياسة النقدية وكذلك قدرة السلطات النقدية للتأثير على معدل النمو المطلوب، ولا سيما أن الدولة لها سلطة قانونية تمكنها من إصدار التشريعات والقوانين التي من شأنها تحديد المظاهر النقدية للاقتصاد الدول، سواء تعلق الأمر حجم الائتمان الممنوح أو بكمية النقود المتاحة للوحدات الاقتصادية أو سعر الفائدة السائد على مستوى السوق النقدية وسنحاول من خلال هذا الفصل إبراز مختلف الدراسات المتعلقة بالسياسة النقدية وكفاءة وتكامل الأسواق المالية والوحدة النقدية الأوروبية لمنطقة اليورو.

المبحث الأول :الدراسات المتعلقة بالسياسة النقدية

سنحاول من خلال هذا المبحث عرض أهم الدراسات التي تخص اثر السياسة النقدية على النمو الاقتصادي والمتغيرات الكلية خلال وذلك من خلال النقاط التالية:

1-دراسة شوارتز وفريدمان Schwartz & Friedman مقال بعنوان تأثير السياسة النقدية والعرض النقدي على النشاط الاقتصادي وذلك بتاريخ 1963:حيث توصل من خلال هاته الدراسة إلى أن التغير في السياسة النقدية له تأثير هام على الاقتصاد ويستند الدليل على النماذج القياسية الوحيدة المعادلة، إذ افترض الباحثان وجود علاقة سببية قائمة بين عرض النقود والنشاط الاقتصادي، كما لاحظ أن عرض النقود يتزايد خلال فترة الرواج وينخفض أثناء دورات الانكماش الاقتصادي، وأنه بالرغم من أن هناك علاقة قوية وواضحة بين عرض النقود والنشاط الاقتصادي في الدورة الاقتصادية،قد ينتج عدم الكمال من خلال عدم كفاية مؤشرات النشاط الاقتصادي أو الاخطاء الاحصائية في قياس عرض النقود، ويرى الباحثان أن التغيرات في نعدل نمو النقود قد يسبب السلوك الدوري للاقتصاد، ومن ناحية أخرى فإن سلوك عرض النقود قد يكون نتيجة للسلوك الدوري للاقتصاد ولتحديد اتجاه العلاقة السببية، قدم الباحثان اختباراتهما لتطور السجل التاريخي؛

واستنتجا أن التغير في الفترة الطويلة لمعدل نمو عرض النقود يعبر عن اختلافه لمعدل التغير في الاسعار، وعلى العكس فإن معدل نمو عرض النقود في الفترة القصيرة سوف يتأثر بمعدلات نمو كل من الأسعار والناتج .

2-دراسة أندرسون وجولادان Anderson & Jordan مقال بعنوان العلاقة بين الناتج القومي والعرض الاسمي لنقود والناتج القومي الاجمالي نشرت بتاريخ 1968: وقد توصل الباحثان من خلال هذه الدراسة إلى أن هناك علاقة قوية بين العرض الاسمي لنقود والناتج القومي الإجمالي النقدي، بالاستناد إلى النماذج القياسية واستخدم الباحثين فيما بعد فروض بديلة، كمل تم التوصل إلى أن السياسة النقدية لها تأثير هام على الاقتصاد وذلك من خلال الدليل المستمد من النماذج وحيدة المعادلة[1].

3- دراسة ليفين ورينليت، مقال بعنوان معدل النمو وعلاقته بالتضخم 1992نشر بتاريخ Levine & Renelt: حيث توصل الباحثان من خلال دراستهم بالاعتماد على معدل النمو وعلاقته بالتضخم من خلال المقطع العرضي لعدة بلدان إلى أن البلدان التي حققت معدل نمو أعلى هي البلدان التي لها معدلات تضخم تصل إلى 12,34% في العام، كما أن الدول التي كانت نموا فقد وصل معدل التضخم فيها إلى 31,13

[1] أحمد حسين الهيتي، أوس فخر الدين أيوب، **دور السياسة النقدية والمالية في النمو الاقتصادي**، مجلة الأنبار للعلوم الاقتصادية والإدارية، المجلد4 العدد8، 2012 .

% وأن البلدان التي كان فيها النمو أكبر تعرف بأنها البلدان التي لها معدل نمو أكبر من متوسط الانحراف المعياري والتي بلغ معدل النمو السنوي فيها 4 %، ويستنتج من خلال هذه الدراسة وباستخدام الانحدار غير الشرطي، أن ارتفاعا في معدل بنسبة 10 % يؤدي إلى هبوط في معدل النمو بنسبة 5,2% وأن البلدان التي تميزت بمعدل نمو أسرع لها معدل منخفض للإنفاق على الاستهلاك الحكومي، في حين لها نسب استثمار مرتفعة في الناتج المحلي الإجمالي ذات معدلات فائدة منخفضة في السوق، ومع ذلك فإن العلاقة بين النمو والتضخم تبرز التباينات في السياسة النقدية المرتبطة بمحددات مهمة في النمو.

4- دراسة فيشر Ficher مقال بعنوان علاقة التضخم بالنمو نشر بتاريخ 1993 :حيث أثبت من خلال دراسته العلاقة بين النمو والتضخم يمكن أن تكون لاخطية، إذ كان اختباره لعينة من الدول، فالبلدان ذات معدلات التضخم المنخفضة والأقل من 10% انخفض معدل النمو فيها بنسبة 1,3% وانخفض معدل النمو بالنسبة للبلدان ذات معدلات التضخم المتوسطة من 10-40% بنحو0,75 % ، وأثبتت الدراسة إن البلدان التي كان فيها معدلات التضخم نحو 10% يؤدي إلى انخفاض في معدل النمو مابين 0,5-0,7 % ، أي أن العلاقة بين التضخم والنمو علاقة لاخطية .

5-دراسة لويس St.Louis مقال بعنوان أهمية السياسة النقدية على السياسة المالية: وقد توصل الباحث من خلال هاته الدراسة إلى أهمية السياسة النقدية على السياسة المالية من خلال نموذج قياسي يتضمن المعادلة الرئيسية المستخدمة في قياس تأثير الزيادة في عرض النقود والإنفاق الحكومي على الناتج القومي الإجمالي للفترة 1960 -1982 باستخدام بيانات ربع سنوية، وتم التوصل إلى أن تأثير السياسة النقدية يمتد إلى للفترة الحالية، ولفترات مختلفة زمنيا، وأن الزيادة في معدل عرض النقود والإنفاق الحكومي يفسر 30% من التغيرات في الناتج المحلي الإجمالي، كما اثبت الباحث من خلال اختباراته أن التغيرات كان بسبب متغيرات نقدية، وأن المتغيرات المالية لم يكن لها أي تأثير معنوي، من هذه النتائج توصل أصحاب النظرية النقدية مدى تفوق السياسة النقدية تجاه السياسة المالية، حيث إن القوة الدافعة المالية تؤثر في الطلب على النقود وبنفس مستوى الإنفاق، وإنها مشابهة لحالة الزيادة في معدل الفائدة التي تؤدي بقطاع المصارف إلى التوسع في منح الائتمان؛ إلا إن بعض التأثيرات للسياسة المالية تكتسب بواسطة معاملات عرض النقود في النموذج .

6-دراسة بيتر ايرلاند peter Ireland مقال نشر في سنة 1994: حيث قدم من خلال هذا العمل طريقة لقياس مدى تأثير النقود والأسعار التضخمية على النمو وتوازنه في النموذج النيوكلاسيكي، حيث استخدم في ذلك نظرية توبين tobin، حيث تناول تخصيص التدفق الثابت للادخارات بين النقود ورأس المال، واستنتج

بأن زيادة عرض النقود وارتفاع معدل التضخم يؤدي بالإفراد الى استبدال النقود برأس المال، كما استخدم peter نظرية اخرى عكس نظرية tobin تسمى بنظرية Siduaski التي تقوم على مفهوم الكفاءة الحدية لرأس المال، يقصد بها ان التغيرات في معدل نمو النقود والتضخم لايكون لها تأثير على حالة رأس المال ومستوى أعلى من انتاج الأفراد، أي أن دراسة Ireland ركزت على التمييز بين استنتاجات توبن وسيدراوسكي حول تأثير التضخم المتوقع على الانتاج ورأس المال .

7-دراسة شاري 1995 Chari : وقد أثبت من خلال هذه الدراسة إلى أن السياسة النقدية تساهم بشكل كبير في تحديد معدلات التضخم، كما توصل إلى أن هناك علاقة ترابط سلبي بين التضخم والنمو، واستند في دراسته على اختبار مقطع عرضي لمجموعة من البلدان، وأن التقديرات الدقيقة تتباين من الدراسة أثبتت بأن زيادة قدرها 15% ، في متوسط معدل التضخم يؤدي إلى تناقض في متوسط معدل النمو بين 0.7-0.2% وقد استخدم معدل نمو عرض النقود قياس الترابط بين التضخم والنمو بغرض قياس الاختلافات في السياسة النقدية بين البلدان، وقد أثبتت الدرسات الحديثة أن التغيرات في معدل نمو عرض النقود له أثر ضئيل من الناحية الكمية على معدل نمو الناتج إلى تغيرات في المعدلات الحقيقية للعائد من المدخرات، وقد أكدت عدت نماذج بأن أية زيادة في معدل النمو لعرض النقود في الأمد الطويل يؤدي إلى تناقص في معدل نمو عرض الناتج الاقتصادي في الأمد الطويل.

8-**دراسة بركان زهية بعنوان :فعالية السياسة النقدية لمكافحة التضخم في ظل العولمة**

يمكن تلخيص النتائج المتوصل إليها من طرف الباحث فيما يلي:

-يرتكز اثر السياسة النقدية على وظيفة خلق النقود في البنوك التجارية،لان الزيادة في النقود تكون من طرف البنوك التجارية ولذا فالبنك المركزي ينصب عمله على مراقبتها وضبط هذه الوظيفة .

-أثبتنا بالبحث أن للسياسة النقدية إستراتيجية ويجب أن تكون كاملة حتى تستطيع أن تحقق الأهداف الاقتصادية ولهذا الاستراتيجيات القديمة مثل نظرية القرض التجاري لم تحقق شيئا.

- أثبتت الدراسة أن السياسة النقدية لها علاقة مع السياسة الاقتصادية من حيث علاقة كمية النقود المتاحة ومستوى النشاط الاقتصادي وعلاقتها بسياسة التوازن الاقتصادي وكذلك علاقتها بالدورات الاقتصادية،أما علاقة السياسة النقدية بالسياسة المالية فقد أثبتت الدراسة صحة الفرضية بوجود العلاقة المتمثلة في الدين العام الذي

يحدد حجم السياسة المالية وتوقيته وصرف حصيلته أما من حيث شكل سندات قصيرة أو طويلة الأجل وسعر الفائدة وفئاته فتحددها السياسة النقدية .

-وكما توجد علاقة في حالة تمويل عجز الميزانية عن طريق الإصدار النقدي وحجم العجز وتوقيته وإنفاق حصيلته فهذا كله يدخل في مجال السياسة المالية، أما الطريقة الفنية المتعلقة بالإصدار النقدي لمقابله وحجمه وطريقة سداده فهي تتم في مجال السياسة النقدية.

-كانت السياسة النقدية في الجزائر غير فعالة ، ولكن بعد تهيئة المناخ القانوني والتنظيمي ، والتحول من التسيير الإداري المركزي إلى اقتصاد السوق، استطاعت السياسة النقدية في الجزائر أن تحتل مكانة هامة في التحكم في معدل التضخم تصحيح الاختلالات الخارجية والداخلية رغم ضيق السوق النقدية والمالية في الجزائر.

- بدأت الإصلاحات الاقتصادية منذ 1988 بشكل ذاتي ولكنها فشلت وبعدها تم الشروع في إصلاحات بمساندة صندوق النقد الدولي، وهي التي أثمرت بتحقيق نتائج على مستوى التوازنات الاقتصادية الكلية وخلال هذه الفترة تم استخدام أدوات للسياسة النقدية كالاحتياطي الإجباري والسوق النقدية، وتحريك معدل إعادة الخصم.

- أثبت الباحث على أن السياسة النقدية مرادفة للسياسة الائتمانية (القرضية) لان السلطات النقدية لا تستطيع أن تتحكم إلا في القروض المقدمة للاقتصاد ، فالمقابل الذهب والعملات الأجنبية يتوقف على الصادرات وهي خاضعة لأسعار السوق، ثم أن القروض للخزينة فهي محددة حجما وزمنا ، وبالتالي يبقى المقابل القروض المقدمة للاقتصاد هو الذي يستطيع البنك المركزي أن يقوم بتعديله للسياسة النقدية.

-كانت مساهمة السياسة المالية فعالة بالتنسيق مع السياسة النقدية في الجزائر حيث لاحظنا التشدد في النفقات لامتصاص التضخم وتقوية الإيرادات للقضاء على عجز الميزانية عبر الفترة المدروسة، كما أن معدل النمو الذي يكفل التشغيل مازال قليلا وهذا يعود إلى غياب إستراتيجية واضحة للتنمية.

-وضع السياسة النقدية يحتاج إلى معلومات على الجهات التي لها علاقات مباشرة بالنقود كالعائلات والقطاع المالي العام والخاص وقطاع الأعمال، والقطاع الخارجي والقطاع الحكومي، كما ان واضع السياسة النقدية لابد أن يتمتع بالاستقلالية في اتخاذ القرارات وتنفيذها.

-الإجراءات والتدابير النقدية المتخذة بدون أهداف تسطر لها أهداف أولية، فوسيطة ثم نهائية حتى تكون للسياسة النقدية إستراتيجية كاملة.

-تستخدم السياسة النقدية أدوات كمية تعتبر أدوات شاملة أي تمس كافة المجالات والقطاعات الاقتصادية بينما الأدوات النوعية فهي تتعلق بانتقاء بعض القطاعات التي تكون سببا في ظهور تيارات تضخمية لمنعها أو قطاعات تريد الدولة تشجيعها فتطبق عليها معدلات منخفضة لتوجيه الائتمان نحوها.

-عرف الاقتصاد الجزائري اختناقات كبيرة خلال العقود المنصرمة(60-70-80) وهذا يعود إلى تبني التسيير المركزي المخطط واعتماد نموذج الصناعات المصنعة ومن اجل تمويل الاستثمارات المخططة حملت السلطات المؤسسات المالية والمصرفية منح قروض بمعدلات فائدة إدارية، وكان دور البنك المركزي مهمشا ويكمن دوره في إصدار النقود لتمويل عجز الميزانية وبدون مقابل، وبالتالي فإن الاختلالات التي خلفها هذا الوضع هي التي تراكمت منذ بداية الاقتصاد الجزائري وهذه العقود المذكورة ألقت بثقلها على الاقتصاد، واعتمدت الجزائر ما يسمى اقتصاد المديونية نظرا لضعف السوق المالية [2].

9-دراسة أحمد محمد صالح الجلال: بعنوان دور السياسة النقدية والمالية في مكافحة التضخم في الدول النامية

حاولت الدراسة التعرف على مدى فعالية السياسات النقدية والمالية التي نفذتها السلطات الحكومية في علاج التضخم في الاقتصاد اليمني، وتحقيق الاستقرار في مستويات الأسعار، ولذلك بدأت الدراسة باستعراض أهم الخصائص التي اتسم بها الاقتصاد اليمني وأهم العوامل الداخلية والخارجية والإختلالات الهيكلية التي عانى منها الاقتصاد اليمني خلال الفترة (1990 –1994)

تمثل الفترة السابقة لتنفيذ برنامج الإصلاحات الاقتصادية والمالية، حيث شكلت العوامل الداخلية والخارجية والإختلالات الهيكلية بيئة مناسبة لتنامي الضغوط التضخمية؛ نظرا للدور الذي مارسته العوامل الداخلية الناجمة عن الزيادة في حجم السيولة المحلية في رفع نسبة النقد المتداول خارج الجهاز المصرفي إلى إجمالي السيولة المحلية، ونمو السيولة المحلية بمعدلات سنوية تفوق معدلات النمو السنوية للناتج المحلي الإجمالي الحقيقي، مما ساهم في ظل السياسة المالية التوسعية التي انتهجتها السلطات الحكومية في زيادة حجم الإنفاق العام والذي أدى بدوره إلى ارتفاع معدلات الاستهلاك النهائي الكلي) الاستهلاك النهائي العام، الاستهلاك النهائي الخاص.(كما استعرضت

[2] بركان زهية، **فعالية السياسة النقدية لمكافحة التضخم في ظل العولمة** ،أطروحة دكتوراه،في العلوم الاقتصادية، جامعة الجزائر،2010،ص 289-290

الدراسة دور العوامل الخارجية في تغذية الضغوط التضخمية في الاقتصاد اليمني، من خلال الزيادة في أسعار الواردات؛ نظرًا لحالة الجمود التي يعانيها جهاز الإنتاج المحلي ومحدودية العرض الحقيقي من السلع والخدمات، مما ترتب عليه لجوء السلطات الحكومية إلى التوسع في الواردات من العالم الخارجي لتلبية الزيادة في احتياجات السكان من السلع والخدمات، مما ساهم في انتقال الزيادة في أسعار السلع والخدمات من الأسواق العالمية إلى الاقتصاد الوطني .كما ساهمت الزيادة في حجم المديونية الخارجية في ظل محدودية حصيلة الاقتصاد الوطني من النقد الأجنبي إلى عجز الاقتصاد الوطني عن سداد أعباء المديونية الخارجية) أقساط القروض والفوائد المستحقة .

كما تناولت الدراسة دور الإختلالات الهيكلية في بنيان الاقتصاد الوطني في تغذية الضغوط التضخمية، نتيجة اختلال علاقة النمو بين قطاعات الاقتصاد القومي وارتفاع نسبة مساهمة قطاعات الإنتاج المادي غير المباشر وقطاعات التوزيع والخدمات في إجمالي الناتج المحلي في مقابل انخفاض نسبة مساهمة القطاعات السلعية في إجمالي الناتج المحلي، مما ترتب عليه ارتفاع حجم الطلب الكلي على السلع والخدمات نتيجة الزيادة في حجم الدخول التي تولدت في قطاعات الإنتاج المادي غير المباشر، والتي وجهت نحو الإنفاق على السلع والخدمات في ظل جمود جهاز الإنتاج المحلي ومحدودية العرض الحقيقي من السلع والخدمات مما ساهم في حدوث ارتفاعات متوالية في مستويات الأسعار المحلية[3].

10-دراسة إكن لونيس: بعنوان السياسة النقدية ودورها في ضبط العرض النقدي في الجزائر

توصل الباحث من خلال دراسته إلى أن البنك المركزي الوحيد الذي يقوم بإصدار النقود القانونية و التي يستمدها من خلال وظائفه باعتباره بنك الإصدار، و هذا الإصدار لا يتم إلا بحصوله على ثلاثة أصول حقيقية و تسمى بمقابلات الكتلة النقدية، أما خلق النقود فهي من اختصاص البنوك التجارية و الخزينة العمومية، و تسمى نقود الودائع التي تظهر من خلال التسجيلات المحاسبية للودائع و القروض، و حتى لا تتمادى البنوك التجارية في ذلك تخضع لمراقبة البنك المركزي بالتأثير عليها حسب اتجاه سياسته باستعمال الأدوات المعروضة من احتياطي إجباري، و معدل إعادة الخصم حتى لا تتسبب في التضخم.

كما توصل إلى أن السلطة النقدية في سبيل ضبطها العرض النقدي تعتمد على عدة أساليب، و لقد أثبتت التجارب والدراسات أن أدوات السياسة النقدية غير المباشرة خاصة تكون أكثر فعالية في ذلك إذا تم تفعيل دورها في بيئة مواتية مثل ما هو معمول به في الدول المتطورة في ظل تطوير أداءات البنوك المركزية في مجال إدارة سياستها النقدية، و في سبيل تحقيق أهدافها لا شك أنه يستدعى الأمر تطبيق أدواتها مما جعلها تحتل مكانة مميزة.

[3] أحمد محمد صالح الجلال: **دور السياسة النقدية والمالية في مكافحة التضخم في الدول النامية،مذكرة ماجستير**،نقود ومالية،2011،جامعة الجزائر، ص241.

فبعد أن كان الكلاسيكيون ينظرون إلى النقود على أنها حيادية ما لها دور إلا كونها وسيلة تبادل، غير أن التجارب الاقتصادية أثبتت كثير من الأزمات كأزمة الكساد سنة 1929 ، أن للنقود دور محرك في النشاط الاقتصادي، من خلال تحكم السلطات النقدية فيه، و هذا ما أثبته كينز على أن للنقود علاقة كبيرة بالنشاط الاقتصادي، فضلا عن هذا جاءت النظرية النقدوية التي أثبتت أن التغيرات في العرض النقدي يمكن أن تساهم في معالجة التقلبات و من ثمة تحقيق الاستقرار بكون النشاط الاقتصادي يتحدد بكمية النقود.

كما توصل الباحث إلى أن السياسة النقدية في الجزائر قد نجحت في تحقيق الهدف الأساسي وهو استقرار الأسعار مع معدلات تضخم مقبولة مقارنة بتلك المعدلات المستهدفة في بداية كل سنة، ما عدى سنتي2008-2009 التي سجل فيهما معدل التضخم ارتفاعا عن المعدل المستهدف، إلا أنه يعتبر طبيعي نتيجة طابع التضخم العالمي، و بالتالي فالارتفاع المسجل في معدل التضخم هو مستورد،وقد تمكنت السياسة النقدية من تحقيق أهدافها النهائية وهي توازن في ميزان المدفوعات و انخفاض معدلات البطالة بصورة مستمرة طوال سنة 2009 مع تحقيق معدلات نمو موجبة طوال نفس الفترة، لكن عند تحليل مركبات هذه – الفترة للأهدافها و كيفية أو طبيعة تحقيقها تشير الكثير من التساؤلات، في حين بنك الجزائر لم يتمكن سوى استخدام أداة الاحتياطي الإجباري و التي تم تنشيطها سنة 2004 ، أما الأداتين إعادة الخصم و السوق المفتوحة لم يتمكن من استخدامهما مما يدل على غياب تنويع الأدوات غير المباشرة للسياسة النقدية.[4]

11-دراسة عمروش الشريف بعنوان:السياسة النقدية ومعالجة اختلال ميزان المدفوعات :

وقد انطلق الباحث من أن السياسة النقدية تسعى في الواقع إلى إدراك نفس أهداف السياسة الإقتصادية غير أنها ليست محل اتفاق حيث عددها، أما الأهداف الوسيطية، فتتمثل في المجمعات معدلات الفائدة وسعر الصرف، وعن قنوات إبلاغها التي تعبر عن الطريق الذي من خلاله يبلغ أثر أدوات السياسة النقدية إلى الهدف النهائي فهي قناة سعر الفائدة، قناة سعر الصرف، قناة الائتمان وكذا قناة أسعار السندات المالية.

كما قام الباحث بالتطرق إلى مسار السياسة النقدية وانعكاساتها على ميزان المدفوعات في ظل تحول الاقتصاد الجزائري، إذ من خلالها قامت الجزائر بتنفيذ برنامج الإصلاح الاقتصادي الذي يقترحه صندوق النقد الدولي والذي يستخدم ضمن أليات السياسة النقدية كوسيلة لتحقيق الانسجام بين النمو الداخلي الذي تحدد السلطات معدلاته، وبين أوجه التوازن الاقتصادي من تحكم في التضخم، وفي عجز ميزان المدفوعات، وهذا عن طريق إدارة الطلب الكلي، حيث يتم التركيز على سياسة ائتمانية ونقدية صارمة من مع ضرورة الحد من عجز الموازنة العامة

[4]- إكن لونيس، **السياسة النقدية ودورها في ضبط العرض النقدي في الجزائر**، مذكرة ماجستير، تخصص نقود وبنوك، جامعة الجزائر،2011،ص 224

وذلك من خلال توسيع القاعدة الضريبية، إلغاء الدعم لبعض السلع، زيادة أسعار البيع لمنتجات القطاع العام والخدمات الحكومية ويمكن تلخيص النتائج التي توصل إليها الباحث فيما يلي:

-تتوقف فعالية السياسة النقدية على درجة استقلالية السلطة النقدية، والتي من خلالها يكون لهذه السياسة دور فعال في معالجة اختلالات الداخلية منها والخارجية .

-لايمكن معالجة اختلال ميزان المدفوعات بنفس الطريقة بالنسبة لجميع الدول، فمثلا سياسة تخفيض قيمة العملة المحلية لا تقضي على عجز ميزان مدفوعات معظم البلدان النامية وذلك لعدم توفر الشروط اللازمة والمتعلقة بالمرونات.

-لايمكن حصر اختلال ميزان المدفوعات بصفة كلية في عدم التوازن بين العرض والطلب في سوق النقود، وبالتالي فإن مجمل التصحيح لايقع على عاتق الجانب النقدي وحده كشرط ملازم للتوازن الداخلي الخارجي للبلدان النامية، ومن هنا فالتركيز على هذا النوع من المفاهيم قد يعطي بعدا غير صحيحا ويؤدي إلى عدم إمكانية الوصول إلى حل متكامل للمشكلة الأساسية لميزان المدفوعات.

-حملت برامج صندوق النقد الدولي وصفة تصحيحية وحيدة استمدت أساسا من ظروف البلدان المتقدمة، وتم تطبيقها على جميع البلدان النامية لمعالجة الإختلالات الخارجية على اختلاف أنواعها، ما أدى إلى عدم نجاحها.

-يؤدي التركيز على هدف وحيد للسياسة النقدية متمثل في الركوض وراء كبح مستويات التضخم، مع إهمال الأهداف الأخرى إلى اختلال التوازنات الدخلية كتراجع النمو الإقتصادي، وزيادة معدلات البطالة.[5]

12-دراسة شهرزاد نشاشدة: بعنوان الانتقال إلى أدوات السياسة النقدية غير المباشرة

حيث توصلت من خلال دراستها إلى النتائج التالية:

-يؤدي التحول الأدوات غير المباشرة للسياسة النقدية إلى كفاءة الوساطة المالية.

-يمكن للأدوات غير المباشرة أن تتيح رقابة نقدية فعالة، لا سيما في الظروف التي فيها التحايل إلى حد كبير على الأدوات المباشرة.

[5] عمروش الشريف، **السياسة النقدية ومعالجة اختلال ميزان المدفوعات** ، مذكرة ماجستير، نقود مالية وبنوك، جامعة سعد دحلب بالبليدة،2005 ،ص207

-تسمح الأدوات غير المباشرة للسلطات أن تختار من بين مجموعة من الأهداف تزيد عما هو ممكن في حالة الأدوات المباشرة.

تعد عملية تطوير الأدوات غير المباشرة عملية معقدة تتطلب في العادة وقتا طويلا لإتمامها، ويستلزم الأمر القيام بإصلاحات رئيسية مصاحبة تتضمن ما يلي:

-عزل السياسة النقدية عن ضغط تمويل العجز المالي للحكومة.

-تقوية الأسواق الضعيفة والمتجزئة المشتركة في العمليات النقدية المصرفية.

-إعادة هيكلة الجهاز المصرفي في أحيان كثيرة لخلق بيئة مصرفية سليمة وتعزيز المنافسة.

-تقوية الإطار الإشرافي والتنظيمي.

-يصبح تنفيذ الأدوات المباشرة أكثر سهولة وأقل احتمالا للتعرض للنكسات إذا استطاعت السلطات القيام بذلك بشكل تدريجي يتفق مع سرعة استحداث التدابير المصاحبة وتطوير الأسواق المالية .

-يتم الانتقال إلى استخدام الأدوات غير المباشرة وفقا لمراحل.

-تساعد الأدوات غير المباشرة في تحقيق أهداف التوسع الائتماني المحلي في البرامج التي يدعمها صندوق النقد الدولي، كما تضيف هاته الأدوات قدرا من المرونة التي لا تتوفر للسلطات في ظل الأدوات المباشرة[6]

13-دراسة معيزي قويدر بعنوان:فعالية السياسة النقدية في تحقيق التوازن الإقتصادي

توصل الباحث من خلال دراسته إلى النتائج التالية:

-يستهدف التوازن والاستقرار الاقتصادي المرتفع والدائم، تعظيم النمو الاقتصادي المرتفع والدائم والحد من التقلبات الدورية في الإنتاج والأسعار، والقضاء على البطالة وتعظيم مستوى التشغيل التام، ورفع الناتج الداخلي الخام، وتحقيق التوازن بين العرض والطلب الكليين، وبين الإنتاج والاستهلاك،وبين الادخار والاستثمار،وبين الدخل والنقود.

-احتلت النظريات النقدية مكانة هامة في التحليل الاقتصادي، وتطورت هذه النظريات في إتجاهات نظرية عديدة، إلا أنها تدور حول محور واحد، يتمثل في دراسة وتحليل أثر النقود على النشاط الإقتصادي، بغرض بناء دعامة علمية ترتكز عليها السياسة النقدية أثناء تطبيقاتها العملية.

[6] شهرزاد نشاشدة، **الانتقال إلى أدوات السياسة النقدية غير المباشرة** ، مذكرة ماجستير، نقود مالية وبنوك،جامعة سعد دحلب بالبليدة، 2006،ص201

-هناك شبه إجماع على أن استقرار الأسعار والتحكم في التضخم يمثل الهدف المحوري للسياسة النقدية في الوقت الحاضر من بين الأهداف الأخرى، وما يؤكد ذلك التشريعات النقدية في كل الدول التي تتمحور نصوصها حول ضرورة التحكم في التضخم أكثر من أي هدف أخر.

-يعتبر التنسيق بين السياستين النقدية والمالية أمر بالغ الأهمية خاصة في الدول النامية، وتتبع أهمية هذا التنسيق من كون إجراءات كل سياسة تؤثر على أهداف السياسة الأخرى.

-توصلت الدراسة إلى إن السياسة النقدية مستقلة عن ضغوطات الجهاز التنفيذي وأصحاب المصالح والنفوذ، فإن فعالتها تكون كبيرة على استقرار الأسعار والتحكم في التضخم، أما عندما تقل الاستقلالية، فتكون السياسة النقدية أكثر توسعا وتمول بشكل مباشر أو غير مباشر العجز الموازني، يكون التضخم مرتفع يؤدي إلى أقل نمو وأقل توظيف على الأقل في المدى البعيد

-تعتبر السياسة النقدية إحدى السياسات الاقتصادية المهمة التي تؤثر على متغيرات النشاط الاقتصادي من إنتاج واستثمار ودخل، ويتطلب نجاحها دراية واسعة بأدواتها وإجراءتها، إذا أحسنت السلطة النقدية تطبيق أدواتها شريطة توفر البيئة الإقتصادية المناسبة، فإن فعاليتها تكون معتبرة فينقل الاقتصاد من حالة الركود والاختلال إلى حالة التوازن والاستقرار.

- تناولت هذه الدراسة موضوع فعالية السياسة النقدية في تحقيق التوازن الاقتصادي حالة الجزائر (1990-2006)، أثبت الدراسة النظرية والتطبيقية، بأن السياسة النقدية تعتبر إحدى السياسات الاقتصادية الفعالة إلى جوار سياسات أخرى، وخاصة السياسة المالية، التي تستعملها الدولة لتحقيق الأهداف الكلية للاقتصاد، لأن الأهداف التي ترغب السياسة النقدية تحقيقها، هي نفس أهداف السياسة الاقتصادية الكلية، وإن كان لكل سياسة أهدافها الخاصة بها.

- بينت الدراسة بأن تطبيق سياسة نقدية وحدها لتحقيق الأهداف الاقتصادية غير ممكن ، كما أن تطبيق سياسة مالية وحدها لتحقيق نفس الأهداف غير ممكن كذلك، لأن ما تقرره السياسة الأولى من أدوات وأهداف، قد يتعارض مع أهداف وأدوات السياسة الثانية، ومن ثمة لا يمكن أن تتحقق الأهداف الكلية للسياسة الاقتصادية إلا بالتنسيق والتكامل بين السياستين، وعدم التنسيق ينتج عنه فشل ذريع في تحقيق الأهداف العامة للاقتصاد، وفي

الجزائر بدأ التنسيق بين السياستين خاصة منذ بداية تطبيق برنامج التعديل الهيكلي، وكانت الثمار إيجابية في تحقيق أهداف كل سياسة، وفي النهاية تحقيق أهداف السياسة الاقتصادية الكلية.

- كذلك أثبتت بأنه عندما تكون السلطة النقدية في أي بلد تتمتع بدرجة عالية من الاستقلالية، فالسياسة النقدية تحدث آثارا إيجابية على المتغيرات الاقتصادية والنقدية، وفي مقدمتها استقرار الأسعار ومحاربة التضخم، لأن هذه الاستقلالية عادة تكون مرتبطة بتحقيق استقرار الأسعار والتحكم في التوسع النقدي.

- تكون السياسة النقدية فعالة في الاقتصاديات المتقدمة، وتقل هذه الفعالية أو تنعدم أحيانا في الاقتصاديات النامية، لأن الظروف الاقتصادية والمصرفية الملائمة تتوفر في الحالة الأولى ولا تتوفر في الحالة الثانية.

– تبين من الدراسة أنه عندما تعرض الاقتصاد الجزائري إلى اختلالات عميقة في سنة 1986، حاولت الجزائر القيام بإصلاحات ذاتية في سنة 1988، وأخرى بمساعدة صندوق النقد الدولي في 1989 و 1991، لكن هذه المحاولات باءت بالفشل، لأنها لم تكن شاملة وعميقة عمق الأزمة، وحينها فقط لجأت الجزائر إلى الإصلاح الاقتصادي الشامل بغرض استرجاع التوازنات الكلية، وقد تحققت هذه التوازنات بالفعل بفضل الإصلاح الشامل، الذي كانت لإعادة الجدولة، وصلابة الإجراءات المعتمدة دورا رائدا فيه.

- الإصلاحات التي مست النظام المصرفي والسياسة النقدية، جاءت في إطار الإصلاح الاقتصادي الشامل، فالنظام المصرفي تميز بصدور قانون النقد والقرض الذي غيّر عمل الجهاز المصرفي جذريا أو في علاقاته مع الخارج، وأهدافه تشبه إلى حد كبير أهداف قوانين الأجهزة المصرفية في الدول المتقدمة، أما السياسة النقدية فقد تميزت بإصلاح أدواتها وتطوير أهدافها، وهذه الأدوات والأهداف لا تختلف عن تلك المطبقة في الدول المتقدمة.

- تبين من الدراسة بأن تطبيق سياسة نقدية حقيقية في الجزائر بأدواتها وأهدافها بدأ منذ سنة 1990 فقط وقد ساهمت هذه السياسة إلى جانب السياسات الأخرى وخاصة السياسة المالية في وقف اختلالات الاقتصاد الوطني فالتحكم في السيولة النقدية والتراجع في التضخم والتعامل بأسعار فائدة موجبة، وعودة النمو بدون تضخم، هي مؤشرات تدل على التوازن النقدي والاقتصادي.

- ترتفع أسعار المحروقات، تتحسن المؤشرات المالية والنقدية والاقتصادية، فيتم التحكم في التضخم وتقل المديونية وخدماتها، ويتحسن ميزان المدفوعات ويرتفع الاحتياطي الرسمي من العملة الصعبة، ويتحسن سعر صرف الدينار،

وتسجل الميزانية العامة فوائض وينتعش النمو الاقتصادي، أما في حالة انخفاض أسعار المحروقات فتنقلب الأمور إلى النقيض تماما، وهذا يثبت بأن توازن الاقتصاد الجزائري يبقى حبيس أسعار المحروقات .[7]

14-دراسة صالح أحمد شعبان بعنوان: السياسة النقدية ودورها في تحقيق الاستقرار والنمو الاقتصاديين (حالة تطبيقية . اليمن)

تأتي أهمية الدراسة من واقع معرفة أن موضوع السياسة النقدية من المواضيع التي لم تلق أهمية من قبل الباحثين مع ما تشكله تلك السياسة من دور فاعل في كثير من البلدان في سبيل تحقيق الاستقرار الاقتصادي وزيادة معدل النمو إذ تُعدّ الجمهورية اليمنية من الدول الحديثة العهد بالنظام المصرفي عامة، وانتهاج السياسات الاقتصادية الكلية وبالأخص النقدية منها، لاسيما أن إنشاء بنك مركزي لم يتم إلا في بداية السبعينيات من القرن الماضي كما أن السياسات الاقتصادية الكلية ذات الطابع النقدي لم يتم الأخذ بها فعلياً إلا من منتصف التسعينيات جراء التزام الحكومة بتنفيذ برنامج للإصلاح الاقتصادي والمالي والإداري، بالتعاون مع صندوق النقد والبنك الدوليين، وقبل الوحدة اليمنية المباركة (22 مايو 1990م) أخذت الجمهورية العربية اليمنية، بأسلوب التخطيط التأشيري الذي أعطى دوراً بارزاً للدولة في النشاط الاقتصادي في حين كانت جمهورية اليمن الديمقراطية الشعبية تتبع أسلوب التخطيط المركزي منذ مطلع السبعينيات من القرن الماضي.

ونتيجة لذلك تتضح محدودية نشاط القطاع المالي في النشاط الاقتصادي، إذ لم تتجاوز نسبة مساهمة قطاع التمويل والتأمين في توليد الناتج المحلي الإجمالي عام (2002) الـ(0.3%) وانخفاض درجة الوعي المصرفي في المستويين الرسمي والمجتمعي، وهذا ما يؤكد أن فاعلية السياسة النقدية في توجيه النشاط الاقتصادي محدودة جداً، وقد التزمت الحكومة بالأخذ بآليات السوق في سياساتها الاقتصادية، إلى جانب إدارة التنمية وفق منهجية التخطيط التأشيري، مما يعني أن السياسة النقدية ستفرض نفسها أداة رئيسة ليس على الحكومة فقط، بل وعلى مختلف مؤسسات الجهاز المالي والمصرفي خاصة، والفاعلين الاقتصاديين عامة[8].

15-دراسة عبد الرزاق حساني بعنوان :النظرية والسياسة النقدية والتوازن الاقتصادي:

وقد كان من النتائج المتوصل إليها من طرف الباحث :

[7] معيزي قويدر، **فعالية السياسة النقدية في تحقيق التوازن الإقتصادي**، أطروحة دكتوراه، تحليل اقتصادي،جامعة الجزائر،2008، ص339

[8] صالح أحمد شعبان **السياسة النقدية ودورها في تحقيق الاستقرار والنمو الاقتصاديين**،مذكرة ماجستير في الاقتصاد،جامعة الأردن، ص

1-بروز تيار التقريب التبادلي الذي يركز على دور النقد كوسيط عام في المبادلات بمنظور ديناميكي لا يهمل وظيفته الأخرى كحافظ للقيمة.

2-ترجع أهمية تحليل الطلب على النقد من خلال ما يقدمه من إمكانية لاستنباط العلاقات السلوكية السببية ويجعل من النظرية النقدية واحدة من مواضيع نظرية الخيار التي تعتمد السلوك العقلاني للأشخاص الاقتصاديين في سعيهم لتحقيق أهدافهم بالشكل الأمثل، ولقد شكل المفهوم المعطى للنقد نقطة حاسمة في تطوير النظرية النقدية تفصل بين تيارين معاصرين في التحليل النقدي: الأول يعتمد على مفهوم النقد كأصل أو ما يُعرف بالتقريب الرأسمالي للنقد، وفي إطاره نُميّز بين مدرستين الأولى، النيوكيزية ويتزعمها طوبين، والثانية النيوكلاسيكية ويتزعمها فريدمان، أما التيار الثاني فترتكز على مفهوم النقد كوسيط عام في المبادلات، أو ما يُعرف بالتقريب التبادلي.

3- تعتمد دالة الطلب على النقد الحقيقي لدى أنصار المنهج النقدي على الدخل الدائم بشكل رئيسي، أي:

$\mathrm{Md/P} = \mathrm{f}\{\mathrm{Y}^*\}$. وبناءً على ذلك يؤكد هؤلاء على استقرار هذه الدّالة وأنه يمكن التنبؤ بالطلب على النقد بشكل دقيق من خلالها؛ إضافةً لإمكانية التنبؤ بدقة سرعة دوران النقد أيضًا، أي: $V_d = Y/M_d = Y/f\{Y^*/P\}$

فإذا استطعنا أن نحدد ما ستكون عليه سرعة الدوران في الفترة المقبلة فإن التغيّر في الكتلة النقدية سوف يؤدي إلى وجود تغيرات يمكن التنبؤ بها في الدخل.

وهكذا فإن سرعة الدوران تعتبر ظاهرة مستقرة، وأن العرض النقدي لا يزال يعتبر المحدد الرئيسي للدخل الاسمي أي للمستوى العام للأسعار وهي النتيجة التقليدية التي تشكل جوهر النظرية الكمية للنقد.

4- يرتكز تيار التقريب التبادلي للنقد على فكرة مفادها أنّه توجد كلفة للفرصة البديلة للاحتفاظ بالنقد، كما أنّه توجد منفعة من الاحتفاظ به تتمثل في تفادي تكاليف المبادلات (نقد- سندات أو نقد- سلع)، فعندما يرتفع سعر الفائدة يندفع الأفراد نحو التقليل من حجم الأرصدة النقدية المطلوبة نظرا لارتفاع كلفة الفرصة البديلة، وكذلك الأمر بالنسبة لارتفاع تكاليف السمسرة والعمولات، وتكاليف التسوّق والتخزين.

وتبرز أهمية هذا التحليل في ضرورة أن يستهدف الإصلاح النقدي والمصرفي المنشود في سورية تقليص الكُلف المذكورة أعلاه، سواء على صعيد المؤسسات المصرفية (أو على صعيد الأفراد)، لتحرير أكبر قدر ممكن من الأرصدة النقدية المحتفظ بها لتدخل دورة النشاط الاقتصادي.

5- يعتبر استقرار دالة الطلب على النقد أحد مقومات البحث في النظرية النقدية، وتسهم طبيعة هذه الدالة في تحديد توجهات السياسة النقدية، فعندما تكون الدالة المذكورة مستقرة فإنه يمكن التنبؤ بالطلب على القيمة ويمكن للسلطات النقدية أن تحدد العرض المقابل له.

وإذا انطلقنا من اعتبار النقد كوسيط عام في المبادلات، وكأصل حافظ للقيمة فيمكننا القول أن دالة الطلب الكلي على النقد الحقيقي تتحدد من خلال المبادلات (وبالتالي الدخل) ومن خلال تكلفة الفرصة البديلة (التي تقاس بمعدلات العوائد على الأصول القريبة من النقد)، وهنا نتفق مع ما توصلت إليه كثير من الدراسات التجريبية إلى أن محددات الطلب على النقد الحقيقي تتمثل في الدخل، والتضخم وسعر الفائدة، وعلى صعيد الاقتصاد السوري فقد تم استبعاد سعر الفائدة نظرًا لثباته منذ فترة طويلة وبسبب القيود المفروضة على حركة رؤوس الأموال، وهكذا اقتصرت دالة الطلب على النقد على الدخل والتضخم، وتبين أنها دالة مستقرة في الأجل الطويل الأمر الذي يدعم استخدام سياسة القاعدة النقدية المعلنة.

6- يوجد اتفاق وعلى نطاق واسع بين الاقتصاديين – خصوصًا النيوكلاسيك – على اعتبار العرض النقدي كمتغير خارجي (أي أنّ السلطة النقدية تمتلك قدرة تحكيمية في تحديده ومواءمته مع الطلب على النقد) وقد تجسد ذلك بنظرية المضاعف النقدي، ولكن تم انتقاد هذه النظرية من حيث أنها تقتصر دور المصارف على عمليات التكيف مع متطلبات نسب الاحتياطي، وأنّها تقصر دور القطاع الخاص (العامة) على عملية التكيف مع نسبة النقد المتداول إلى الودائع.[9]

16-دراسة جهاد توفيق مصطفى أبو الرب: بعنوان مدى فعالية السياسة النقدية والائتمانية للبنك المركزي الأردني

الموضوع الرئيسي لهذه الدراسة يتمحور حول الأزمات التي وجهها البنك المركزي الأردني خلال الفترة 1964-2000، ومدى فعالية سياسته النقدية تجاهها، وقد كانت هذه الأزمات على النحو التالي:

أولا: خسارة 47% من النائج المحلي الإجمالي، 37% من النشاط المصرفي ونصف عرض النقد الموجود في الضفة الغربية نتيجة لاحتلالها من قبل إسرائيل عام 1967.

ثانيا: تخفيض قيمة الجنيه الإسترليني عام 1967 والذي كان يشكل 47% من غطاء الدينار الأردني آنذاك.

[9] عبد الرزاق حساني،**النظرية والسياسة النقدية والتوازن الاقتصادي**، أطروحة دكتوراه في الاقتصاد،جامعة دمشق،2002،ص 218 ،219

ثالثا: الاضطرابات الداخلية عام 1980 والتي أثرت سلبيا على الاقتصاد الأردني من خلال تراجع المساعدات العربية للملكة.

رابعا: الأزمة النقدية الدولية عام 1971 والناجمة عن تعويم الدولار الأمريكي ورفع الغطاء الذهبي عنه.

وقد خلص الباحث إلى أن البنك المركزي الأردني قد واجه بنجاح هذه الأزمات الأربع، وحال تعرض البلاد إلى حالة من عدم الاستقرار النقدي، أو أي تأثيرات سلبية على الجهاز المصرفي أو سعر الصرف.

خامسا: تدهور سعر صرف الدينار عام 1989 وفقدانه 50% من قيمته مقابل الدولار الأمريكي نتيجة لنضوب الاحتياطات الأجنبية.

لقد أخفق البنك المركزي في الحيلولة دون حدوث هذه الأزمة وتفاقمها، مما أدى إلى تدهور الاقتصاد الأردني وخسارة الدينار لنصف قيمته.

أما أسباب هذه الأزمة فكانت كالتالي:

1- الرقابة الحكومية المفرطة على البنك المركزي منذ عام 1985 أدت إلى فقدانه لاستقلاليته وإعفاء حاكمه من منصبه.

2- المستويات العالية جدا للدين العام الداخلي والخارجي وبالتالي ارتفاع نسبة خدمة الدين.

3- العجز الضخم في ميزان المدفوعات.

4- تراجع المساعدات العربية للأردن إضافة إلى تراجع حوالات العاملين في الخارج.

5- فك الارتباط القانوني والإداري بين الأردن والضفة الغربية عام 1988، مما زاد من معانات الاقتصاد الأردني.

وقد أدت هذه الأزمة الحادة إلى تغيير الحكومة ومحافظ البنك المركزي، وكان هذا إجراءا ضروريا كي تستأنف القيادة الجديدة للبنك المركزي عملية إصلاح معقدة من أجل إعادة بناء الاحتياطات الأجنبية، ووقف التدهور في سعر الصرف وتخفيض معدل التضخم، وقد نجحت في تحقيق ذلك.

سادسا: تعثر عدة بنوك أردنية واختفاء بعضها من ميدان العمل المصرفي، وقد أخفق البنك المركزي في رصد وكشف حالات الفساد والاحتيال في بعض البنوك بسبب قصور وتدني مستوى الرقابة على أداء هذه البنوك.

سابعا: السياسة النقدية الجديدة للبنك المركزي الأردني خلال الفترة 1990- 2000 بهدف تشجيع النمو الاقتصادي والتجاوب مع متطلبات برامج التصحيح الاقتصادي.

اتخذت هذه السياسة شكل الرقابة النقدية غير المباشرة، بالاستناد إلى سعر الفائدة على شهادات الإيداع كأداة رئيسية لتحقيق أهدافها.

وقد أظهر تحليل السياسة النقدية لهذه المرحلة أن البنك المركزي الأردني قد نجح في تحقيق الاستقرار النقدي، وإيجاد الأسس القوية لانطلاق النمو الاقتصادي المضطرد.

إن أهم نتائج هذه الدراسة أن البنك المركزي الأردني قد عمل بكفاءة عالية، وحقق الأهداف الأساسية التي أنشئ من أجلها عدا الفترة 1985 – 1989، وأن هذا الإخفاق يعود إلى التدخل الحكومي المفرط في سياسة البنك المركزي.

أما أهم توصيات هذه الدراسة فهي كالتالي:

1- أن تكون الأولوية لدى البنك المركزي تحقيق الاستقرار النقدي ومن ثم الاهتمام بالنمو الاقتصادي.

2- ضرورة المحافظة على استقلالية البنك المركزي كي يؤدي مهامه ويحقق أهدافه الأساسية بكفاءة.

3- يجب على البنك المركزي أن يحتفظ بحد أدنى من الاحتياطات الأجنبية لا يجوز المساس به تحت أي ظرف.[10]

17- دراسة البحري عبد الله بعنوان: أثر العولمة على فعالية السياسة النقدية

توصل الباحث من خلال دراسته إلى النتائج التالية

-السياسة النقدية من أهم السياسات الاقتصادية، تهدف إلى ضمان توازن النشاط الاقتصادي على المدى القصير و المتوسط، فهي تسعى إلى تحقيق أهدافها، خاصة التحكم في التضخم عن طريق أدوات مختلفة مباشرة وغير مباشرة إلا انه في السنوات الأخيرة يتم التركيز على هذه الأخيرة و الدليل على ذلك الإصلاحات التي تقوم بها الدول النامية في هذا المجال.

- رغم انصياغ العديد من الدول نحو فكرة العولمة من خلال انتهاج مظاهرها ومحاولة الاندماج معها، إلا إن البعض لا يزال معارضا لهذه الفكرة من حيث المبدأ.

- يتم قياس درجة الاندماج في العولمة من خلال تبني مظاهرها و محاولة الاستفادة من مزاياها، كالانضمام إلى المنظمة العالمية للتجارة، توسيع نطاق التبادل التجاري من خلال التعامل في مجال التجارة الالكترونية و الاندماج الاقتصادي من خلال زيادة الاعتماد المتبادل.

- لا مجال لأي بلد في أبعاد اقتصادها عن مجال العولمة لان العولمة الاقتصادية أصبحت واقعا معاشا في جميع المجالات.

[10] جهاد توفيق مصطفى أبو الرب، **مدى فعالية السياسة النقدية والائتمانية للبنك المركزي الأردني**، أطروحة دكتوراه،جامعة السودان للعلوم،2003 ،ص297،298

– لايمكن للجزائر مواكبة الاقتصاد المعولم إلا بتغيير سياستها الاقتصادية في إطار سياسة الإصلاح الاقتصادي الشمولي و البنيوي. وتحسين وضعية المؤسسات المالية و المصرفية.[11]

18–دراسة لحول عبد القادر بعنوان: أثـر السياسة النقدية على النمو الاقتصـادي في الجزائرخلال الفترة 2006-1990

من خلال هاته الدراسة أكد الباحث أنه يمكن تتبع مسار السياسة النقدية وكذا معدلات النمو الاقتصادي بالمقابل مع تطور أداء الاقتصاد الوطني نتيجة تغيير التوجه الاقتصادي، من اقتصاد موجه مركزي معتمد على التخطيط تحت رعاية تامة من قبل القطاع العام نحو تبني نظام اقتصاد السوق الذي نادى بضرورة تقليص دور الدولة في الحياة الاقتصادية فاتحة المجال أمام الخوصصة والاستثمار الأجنبي في ظل سيادة قانون السوق وفقا لقوى العرض والطلب كأحد دعامات هذا النظام الجديد بالنسبة للسلطات الجزائرية، التي اتخذت خطوة التغيير والتعديل والإصلاح بمشاركة أطراف أجنبية ممثل في صندوق النقد الدولي ولكن ذلك اقتضى العديد من الإجراءات النقدية والمالية على غرار تخفيض قيمة العملة ورفع الدعم على الأسعار وغيرها من الشروط.

وكان الهدف من كل ذلك هو سعي السلطات العامة إلى رسم سياسة اقتصادية بمختلف وسائلها وأدواتها تصبوا إلى ضمان الاستقرار النقدي وتحقيق التوازنات الاقتصادية الكلية ومنه الوصول إلى تسجيل معدلات نمو اقتصادية موجبة نوعا ما. ولكن التحدي الذي وقف ولا يزال يمثل الهاجس أمام السلطات النقدية هو إتباع إستراتيجية نقدية تضمن تقليص الفجوة والفارق بين حجم وكمية النقود المصدرة والمتداولة ومستوى النمو الاقتصادي الحقيقي، وهي الإشكالية التي تسعى دوما إلى إيجاد حلول لها.[12]

19– دراسة :أحمد حسين الهيتي، أوس فخر الدين أيوب بعنوان:دور السياسة النقدية والمالية في النمو الاقتصادي

يهدف البحث إلى دراسة فاعلية كل من السياسة النقدية والمالية على المتغيرات الحقيقية في الاقتصاد، ومع تطور الفكر الاقتصادي المعاصر عن تأثير النقود فإن معظم الاقتصاديين لا يؤيدون فكرة النقديين المتطرفين ولا فكرة الكينزيين المتطرفين، حيث أكدت معظم أطروحاتهم النظرية على فاعلية النقود في الاقتصاد، ولكن الاختلاف يكون في المدى الذي يمكن أن تؤثر في النقود، حيث يعتقد الكينزيين أن للنقود تأثيرا قليلا في المدى

[11] البحري عبد الله ، **أثر العولمة على فعالية السياسة النقدية**، مذكرة ماجستير في العلوم الاقتصادية، جامعة الجزائر 2005، الصفحة 10

[12] لحول عبد القادر، **أثـر السياسة النقدية على النمو الاقتصادي ،ورقة عمل ،2009،جامعة سعيدة** ،ص22

القصير، في حين يؤكد النقديون أن للنقود تأثيرا كبيرا جدا في المدى القصير وتكون حيادية في الأجل الطويل وعليه تضمنت من صيغة البحث التأكيد على فاعلية النقود في الاقتصاد في المدى القصير. وينقسم البحث إلى قسمين يتضمن القسم الأول الإطار النظري لمفهوم تأثير النقود والدور الحيادي للنقود والآلية التي يمكن من خلالها أن تؤثر النقود على الاقتصاد، معززا ذلك بعرض مرجعي لأهم الأطروحات النظرية والعملية لذلك، في حين يتضمن القسم الثاني من البحث الاختبارات القياسية اللازمة للتحقق من صحة الفرصة من عدمها، بالتطبيق على بيانات سلسلة زمنية للقطر الأردني للمدة 1966- 2010 وباستخدام اختبار سببية قرانجر واختبار الانحدار الذاتي للمتجه، والذي أكدت من خلاله على صحة البحث وقد توصل الى النتائج التالية :

-السياسة النقدية أكثر تأثيرا من السياسة المالية، فالزيادة في منحنى عرض النقود أدى إلى انتقال منحنى(Lm) نحو الأعلى معززا بذلك ارتفاع في الطلب الكلي الناتج عن الزيادة في عرض النقود والذي ينتج عنه زيادة في الناتج ومن ثم الأسعار.

-كما أن نتائج اختبار السببية لقرانجر أكدت فاعلية السياسة النقدية، حيث أظهرت نتائج الاختبار ان هناك تأثير باتجاه الناتج المحلي الإجمالي مؤكدة بذلك على فاعلية السياسة النقدية اتجاه السياسة المالية .

-كما اظهري فاعلية اختبار سببية قرانجر واختبار الانحذار الذاتي للاتجاه، الذي أمكن من خلالهما توضيح العلاقات بين المتغيرات وقياس تأثيرها بالاعتماد على عدد من المعايير إلى أفضل النتائج.[13]

20-دراسة بن بوزيان محمد بعنوان :لآثار الاقتصادية الكلية لصدمات السياسة المالية بالجزائر

تعنى هذه الورقة البحثية بدراسة آثار الاقتصادية الكلية لصدمات السياسة المالية بالجزائر باستخدام مقاربة نماذج المتجهات ذات الإنحدار الذاتي الهيكلية SVAR . و باستعمال بيانات سنوية ممتدة من الفترة 1965-2007 جاءت نتائج الدراسة على النحو التالي:

حدوث صدمة هيكلية إيجابية واحدة في الإنفاق الحكومي مقدرة بـ 1 % (أو بدينار جزائري) سيكون لها أثر معنوي إيجابي على الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي في المدى القصير فقط و بمضاعف صغير جدا، أما في المدى المتوسط و الطويل فسيتولد تأثير سلبي. أما تأثير هذه الصدمة على معدلات التضخم و الفائدة فقد جاءت إيجابية. بالنسبة لاستجابة مكونات الناتج المحلي الحقيقي، فهناك تأثير إيجابي معنوي على الاستهلاك، و تأثير

[13] أحمد حسين الهيتي، أوس فخر الدين أيوب، **مرجع سابق**، ص32

سلبي لهذه الصدمة على الاستثمار الخاص.مما يعني بأن السياسات الإنفاقية التوسعية المنتهجة بالجزائر تمارس نوعا من الآثار اللاكينزية من خلال ظهور آثار مزاحمة.حدوث صدمة هيكلية إيجابية واحدة في الإيرادات العمومية سيكون لها أثر معنوي إيجابي على حجم الإنفاق الحكومي، نفس هذا الأثر تمارسه هذه الصدمة على الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي لكن بمضاعف صغير جدا، فيحين ستولد هذه الصدمة نوعا من الانخفاض في معدلات التضخم في المدى القصير و البعيد. أما تأثير هذه الصدمة على معدلات الفائدة فقد جاءت إيجابية و معنوية في المدى القصير فقط بينما سينخفض هذا التأثير إلى مستويات سالبة في المدى المتوسط و الطويل. بالنسبة لاستجابة مكونات الناتج المحلي الحقيقي، فهناك تأثير إيجابي معنوي على كل من الاستهلاك و الاستثمار الخاص.

هذه النتائج تبين لنا بأن السياسات المالية التوسعية المنتهجة بالجزائر تمارس نوعا من الآثار اللاكينزية من خلال ظهور آثار مزاحمة، و هذا ما يضفي خاصية القدرة النسبية للسياسة المالية بالجزائر على التأثير في المتغيرات الاقتصادية كما أوضحه تحليل التباين، و بالتالي هناك فعالية نسبية لمثل هذه السياسات في تحقيق الأهداف الاقتصادية المرجوة.وقد استنتج الباحث انه ينبغي على السلطات العامة مراعاة الجوانب التالية:

فيما يخص سياسة الإنفاق العام يجب إعادة توجيه الإنفاق العام، و هذا من خلال الاهتمام بالمجالات التي تشجع نمو الإنتاجية و تمكن من تحسين كفاءة الانتفاع من الطاقة الإنتاجية الموجودة، و يتعلق الأمر باستغلال الراحة المالية التي يترجمها ارتفاع احتياطي الصرف في توجيه السياسة المالية إلى تنشيط و تحفيز العرض الكلي وذلك من خلال رفع قدرات الإنتاج الوطنية في مختلف القطاعات، وتشجيع الاستثمار الحكومي المنتج و إخضاع المشاريع لمعايير المردودية الاقتصادية. من جهة أخرى، يجب توجيه الاستثمارات نحو القطاعات غير النفطية، وتشجيع تكوين المؤسسات الصغيرة والمتوسطة بتبسيط إجراءات التكوين بشكل يزيد من مساهمتها في الناتج المحلي الخام.كما يجب الاهتمام بعمليات تشغيل و صيانة الاستثمارات من أجل تفادي انخفاض مستويات الفعالية و تدهور رأس المال المادي.

أما فيما يتعلق بالسياسة الضريبية فيجب رد الاعتبار للجباية العادية ضمن مجموع الإيرادات و ذلك بتوسيع الأوعية الضريبية و تخفيض المعدلات بما يعمل على زيادة المردودية المالية، تحفيز الاستثمار و تقليص محاولات الغش و التهرب الضريبي. كما يجب خلق الشروط الجبائية الملائمة لتحقيق التوازن الخارجي عن طريق تنويع الصادرات، و توجيه الضريبة لإعادة توزيع المداخيل بشكل عادل، و العمل على حماية القوة الشرائية للعملة بدفع الضريبة لكي تكون عاملا من عوامل التحكم في التضخم.

في حين لابد على السلطات، في سياستها الائتمانية من تعزيز دور الوساطة المالية لتسهيل نمو القطاع الحقيقي وهذا بالإسراع في تطبيق الإصلاحات المالية، وتبني مزيد من إجراءات التحرير خاصة فيما يتعلق بخوصصة البنوك العمومية وفتح رأسمالها أمام الخواص، وتسهيل اعتماد البنوك الأجنبية مع تعزيز قدرة الحكومة والبنك المركزي في الإشراف على القطاع المالي تجنبا للأزمات البنكية.[14]

كما يجب عليها أيضا تشجيع إنشاء بنوك متخصصة في تمويل الاستثمارات الطويلة الأجل، تعوّض ضعف التزام البنوك العامة والخاصة في هذا المجال، بالإضافة إلى إنشاء سوق مالي وتطوير مؤسسات الادخار التعاقدي حتى تساهم بدرجة كبيرة في تراكم الموارد القابلة للاستثمار.

21-دراسة:خليل حسين، السياسات العامة النقدية والتضخم

استخلص الباحث دراسته في النقاط التالية:

-العمل على تقليل الاضطرابات والمخاطر التي يتعرض لها الجهاز المصرفي بخاصة تلك التي تكون تحت التحكم الداخلي للدولة ذلك عن طريق استخدام أسلوب التنويع وشراء تأمين ضد تلك المخاطر والاحتفاظ بجزء أكبر من الاحتياطيات المالية لمواجهة مثل تلك التقلبات واستخدام سياسات مالية ونقدية متأنية وأكثر التزاماً بأهدافها.

- الاستعداد والتحضير الكافي لحالات الانتكاس في الأسواق المالية والرواج المتزايد في منح الائتمان المصرفي وتوسع الدور المالي للقطاع الخاص. وذلك عن طريق استخدام السياسات المالية والنقدية التي تستطيع أن تتعامل مع تلك المشاكل من جهة وتصميم نظام رقابة مصرفية يقوم بتعديل وتقليل درجة التقلبات وتركيز المخاطرة في منح الائتمان من جهة أخرى.

- التقليل من حالات عدم التلاؤم والمطابقة في السيولة مع التزامات المصرف الحاضرة. والمطلوب هو آلية لتنظيم العمليات المصرفية في هذا المجال خصوصاً في الأسواق الناشئة. وقد يكون ذلك عن طريق فرض احتياطي قانوني عالي خلال الفترات العادية (استخدام أدوات السياسة النقدية غير المباشرة) ويمكن تقليله في حالات احتياج المصرف للسيولة في حالات الأزمات .والاستعداد أيضاً لمواجهة الأزمات من خلال الاحتفاظ باحتياطات كافية من النقد الأجنبي.

[14] http://www.google.dz/url?sa تاريخ الاطلاع :2015/05/21

– الاستعداد الجيد والتهيئة الكاملة قبل تحرير السوق المالي، (استخدام الأدوات غير المباشرة للسياسة النقدية، تعميق السوق المالي، زيادة الرقابة المصرفية وإتباع المعايير الدولية كمعيار لجنة بازل لكفاية رأس المال). كما يفترض العمل على تطوير وتعديل الأطر القانونية والمؤسسية والتنظيمية للقطاع المصرفي.
–. تقليص دور الدولة في القطاع المصرفي والتقليل من القروض الموجهة من الحكومة مع إعادة هيكلة القطاع. وقد يكون السبيل لذلك هو الحثّ والتحفيز على تقليص دور الدولة من خلال برنامج لخصخصة القطاع المصرفي.
– . تقوية وتدعيم النظام المحاسبي والقانوني وزيادة الشفافية والإفصاح عن نسبة الديون المعدومة من جملة أصول المصرف والقطاع المصرفي والمالي.

– . تحسين نظام الحوافز لملاك المصارف وإداراتها العليا بما يخدم ويعزز نشاطات المصارف بحيث يتحمل كل طرف نتائج قراراته على سلامة أصول وأعمال المصرف.

– منع وعزل آثار سياسة سعر الصرف المعمول بها من التأثير السلبي على أعمال المصرف أو التهديد بإحداث أزمة في القطاع المصرفي.

– إعطاء استقلالية أكبر للمصارف المركزية، بمعنى منع التدخل الحكومي عند قيام المصرف المركزي بأداء وظيفته الأساسية وهي تنفيذ السياسة النقدية بحيث تقوم تلك الأخيرة على أساس اقتصادي ولا تتدخل أغراض السياسة المالية فيها.

– زيادة التنافس في السوق المالي وذلك عن طريق فتح المجال لمصارف جديدة سواء محلية أو أجنبية والحد من انتشار احتكار القلة.

– . رفع الحد الأقصى لرأس المال المدفوع والمصرح به حتى تستطيع المصارف تلبية التزاماتها الحارة والمستقبلية في عالم تتسم فيه عمليات انتقال رؤوس الأموال بسرعة فائقة.

– الرقابة الوقائية واستخدام طرق أفضل من مراقبة وتتبع أعمال المصارف التجارية من منظور السلامة والأمن للأصول المصرفية وزيادة المقدرة على التنبؤ بالكوارث والأزمات المصرفية قبل حدوثها، وبالتالي الحد من آثارها السلبية على الجهاز المصرفي حتى تستطيع السلطات النقدية الوقاية منها ومنع انتقالها إلى بنوك أخرى. وهذه الطرق تتضمن:

– الكفاية الرأسمالية: تطبيق نسب الكفاية الرأسمالية بما يتفق مع اتفاقية لجنة بازل.

–نسبة السيولة: تطبيق نسبة السيولة الإجبارية (مثال ذلك 20 % في مصر والسعودية، 30 % في الأردن

–منع حدوث ظاهرة التركيز الائتماني: وضع حد أعلى لمقدار القروض والتسهيلات الائتمانية التي يمنحها المصرف لمقترض واحد.[15]

22–دراسة ماجدة،2012: تطرق الباحث من خلال دراسته إلى مسار النظام المصرفي الجزائري عبر الإصلاحات الاقتصادية، وتطور عناصر الكتلة النقدية ومقابلاتها في ظل إصلاحات قانون النقد والقرض مبرزا دور احتياطات الصرف الأجنبية لإصدار النقود من طرف النظام المصرفي، وعودة الاستقرار النقدي، كما أشار هذا الفصل إلى تطور أدوات السياسة النقدية في الجزائر بعد صدور قانون النقد والقرض؛ تلاه الفصل الثاني التطبيقي موضحا أثر سعر صرف اليورو على أهداف السياسة النقدية خلال فترة الدراسة، محللا بذلك مختلف جوانب العلاقات التجارية والمالية الأوروبية الجزائرية وتطوراتها، ثم الآثار النقدية لليورو على كل من التضخم وسعر الصرف الدينار الجزائري و وميزان المدفوعات .وقد تم التوصل إلى العديد من النتائج لعل أبرزها الدور الذي لعبته السياسة النقدية أثناء فترة برامج التثبيت والتعديل الهيكلي من خلال تحقيق الاستقرار النقدي الداخلي واستعادة التوازنات الخارجية، كما انتهى البحث إلى بيان تأثير سعر صرف اليورو على التضخم، بالرغم من الدور الأساسي الذي لعبته احتياطات الصرف في تخفيض معدلاته منذ سنة1999 ، كما أظهرت الدراسة قوة تأثير اليورو على ميزان المدفوعات الجزائري، كما خلص البحث إلى أن هناك علاقة غير مباشرة بين سعر صرف اليورو وسعر الصرف الدينار الجزائري .وعلى ضوء النتائج التي تم التوصل إليها فقد تم تقديم مجموعة من التوصيات والمقترحات التي يمكن أن تسهم في رفع كفاءة السياسة النقدية، وتحقيق أهداف التنمية الوطنية، كان أهمها: تحقيق التوازنات النقدية الداخلية والخارجية للاقتصاد الجزائري لا يجب أن تعتمد على احتياطات الصرف الأجنبية بشكل دائم التي تتوقف على أسعار النفط غير المستقرة والمسعرة بعملة تعاني تقلبات في أسواق الصرف العالمية مؤخرا؛ ونوصي أيضا بضرورة تحديث الإدارة المصرفية الجزائرية وزيادة كفاءة أداء الخدمات لجذب وتعبئة الموارد المالية المحلية والأجنبية، وذلك بتشجيع إنشاء المصارف الإسلامية، لامتناع معظم أفراد المجتمع عن التعامل مع المصارف الربوية من جهة، واثبات كفاءة أدواتها النقدية دوليا من جهة أخرى؛ كما نوصي لنجاح واستمرارية اليورو كعملة دولية

[15]http://drkhalilhussein.blogspot.com/2011/02/blog- موقع خاص للدراسات والابحاث الاستراتيجية 2012/05/21 post_6837.html

التزام دول الأعضاء بمعايير التقارب المنصوص عليها في معاهدة ماستريخت، ودعم النفوذ السياسي لتقوية دور هذه العملة داخل الاتحاد وخارجه؛ وأخيرا على الجزائر العمل في نسق عربي موحد للوصول إلى اتحادات وشركات اقتصادية توفر استثمارات مالية تخدم أهدافها التنموية[16].

23-جمال بن دعاس دراسة تحليلية ونقدية لنظم تعيش أزمات معقدة،السياسة النقدية في النظامين الإسلامي والوضعي:

تأتي أهمية هذا الموضوع من خلال عدة منطلقات نظرية وعلمية ومنها توجيه السياسة الاقتصادية للدولة وتوفير الأدوات المناسبة للعاملين في حقل الاقتصاد للوصول إلى الأهداف الثانوية لكل نظام والمحافظة على استقرار قيمة النقود المتداولة في المجتمع والتأكيد على فعالية النظام النقدي الإسلامي كبديل من شأنه تفادي التناقضات التي تفرزها الأنظمة الوضعية وكذا الاعتماد على التشريع الإلهي كمصدر أساسي للسياسة النقدية في النظام الاقتصادي الإسلامي.

-تسعى هذه الدراسة إلى تحقيق جملة من الأهداف منها تسليط الضوء على النقود وتطورها في النظامين الإسلامي والوضعي، وتوضيح تأثير خصائص كل نظام ومدى الحاجة للسياسة النقدية وعرض ما وصلت إليه السياسة النقدية في النظام الوضعي ومدى أهمية سعر الفائدة في توجيهها ومدى فعاليتها، إضافة إلى عرض أدوات السياسة النقدية المقترح استخدامها في نظام ذي معالم إسلامية ومدى فعاليتها خلال المساهمة في صياغة سياسة اقتصادية .

-يتضمن الكتاب أربعة فصول لكل منها ثلاثة مباحث موزعة على مختلف جوانب الموضوع، ففي الفصل الأول الذي هو مدخل للتعريف باقتصاديات النقود في النظامين الإسلامي والوضعي تعريف ما هية النقود وأنواعها، حيث تناول المبحث الثاني أنواع النظم النقدية وشروط قيامها، أما المبحث الثالث فخصص للنقود في الإسلام.

وفي الفصل الثاني تعريف بالسياسة النقدية ودورها في التحليل الاقتصادي، فقد تم التعريف بالسياسة النقدية وعلاقتها بالسياسات الأخرى، أما المبحث الثاني فعرف بالنظريات النقدية وعلاقتها بالسياسة النقدية، وفي المبحث الثالث تم التطرق لدور السياسة النقدية، في علاج أخطر الاختلالات النقدية وأكثرها انتشارا وهي ظاهرة التضخم.

[16] https://www.pnst.cerist.dz/detail.php?id=68927 21/05/2015

وخصص الفصل الثالث للسياسة النقدية في النظام الوضعي حيث تناول المبحث الأول منها الجهاز المصرفي ودوره في السياسة النقدية في ظل خصائص النظام الوضعي، وتناول المبحث الثاني أدوات السياسة النقدية المستخدمة في هذا النظام، أما المبحث الثالث فناقش فعالية السياسة النقدية في النظام الوضعي وتقييمها تقييما شاملا.

الفصل الرابع والأخير تم التعرض فيه للسياسة النقدية في النظام الإسلامي ومقارنتها بالنظام الوضعي في كل جزئية، حيث تناول المبحث الأول الجهاز المصرفي في النظام الإسلامي ودوره في السياسة النقدية، وتناول المبحث الثاني أدوات السياسة النقدية المختلفة في النظام الإسلامي، أما المبحث الثالث فبحث فعالية السياسة النقدية وتقييمها.

وخلص إلى نتيجة أنه يمكن وضع سياسة نقدية شرعية بديلة عن السياسة النقدية الوضعية، يمكن أن تكون الأقدر على حل المشاكل الاقتصادية و ذلك بالابتعاد عن الممارسات المتسببة فيها والمتمثلة خاصة في المعاملات الربوية والتوسع في إصدار النقود الكتابية من طرف البنوك التجارية.[17].

24-دراسة عماد موسى 2005 :هدف هذه الورقة إلى التعريف بالسياسة النقدية و كيفية عملها بشكل عام ومن ثم تقييم السياسة النقدية التي يستعملها بنك الكويت المركزي كمثال على عمل السياسة النقدية في الدول العربية. وتتكون الورقة من جزئين رئيسيين يعالج أولهما الجانب النظري للسياسة النقدية أما الجانب الثاني فيسلط الضوء على الواقع العملي فيما يتعلق بعمل السياسة النقدية في دولة الكويت.

تعرف السياسة النقدية بأنها مجموعة الإجراءات التي يتخذها البنك المركزي (أو السلطة النقدية) للتحكم في عرض النقد ومعدلات الفائدة وحجم الائتمان المصرفي وذلك لتحقيق بعض الأهداف الاقتصادية الكلية مثل دفع عجلة النمو الاقتصادي والحد من التضخم. وتتميز السياسة النقدية بأنها مثيرة للجدل، حيث لا يتفق الاقتصاديون على أمور عديدة ذات صلة بعمل هذه السياسة. فعلى سبيل المثال لا يوجد اتفاق على فعالية السياسة النقدية (هل السياسة النقدية فعاله في الحد من التضخم ؟) أو الشكل الذي يجب أن تأخذه هذه السياسة (هل تركز السياسة النقدية على عرض النقد أم معدلات الفائدة؟

[17] http://www.djazairess.com/elmassa/19372 21/05/2015

وقد بدأ الاقتصاديون بالاهتمام بالسياسة النقدية في السبعينات من القرن الماضي خاصة مع بروز المدرسة النقدية بزعامة ميلتون فريدمان الذي أكد في كتاباته على أهمية المتغيرات النقدية ومدى تأثيرها على القطاع الحقيقي من الاقتصاد الكلي خاصة في كتابة حول التاريخ النقدي للولايات المتحدة الذي صدر في الستينات من القرن الماضي (Friedman and Schwartz, 1963). وعلى وجه الخصوص يمكن أن نذكر الأسباب التالية لتنامي الاهتمام:

1. فشل النظرية الكينزية في تفسير أو حل مشكلة الكساد التضخمي.
2. زيادة الاهتمام بالاقتصاد النقدي بشكل عام خاصة بعد توفر الدليل التجريبي على العلاقة بين النمو النقدي والتضخم، مما يوفر دليلا تجريبيا على صحة النظرية الكمية للنقد (انظر Friedman, 1992).
3. وصول الأحزاب السياسة اليمينية إلى السلطة في العديد من الدول الصناعية الكبرى (مثل حزب المحافظين بزعامة مارغريت تاتشر في بريطانيا والحزب الجمهوري برئاسة رونالد ريغان في الولايات المتحدة).

وتتطلب دراسة السياسة النقدية مناقشة مواضيع أخرى مثل النظريات النقدية والعلاقة بين المتغيرات النقدية والعلاقة بين الجانب النقدي والجانب الحقيقي من الاقتصاد. وتشمل النظريات النقدية النظرية الكمية للنقد إضافة إلى العلاقات والمفاهيم التي تتفرع من هذه العلاقة مثل مفهوم حيادية عرض النقد ومفهوم الفصل الكلاسيك.[18]

25- أحمد مجذوب أحمد علي بعنوان: سياسة النقدية في الاقتصاد الإسلامي: دراسة مقارنة مع الاقتصاد الرأسمالي وكانت نتائجها كمايلي:

-تقوم النقود في الاقتصاد الإسلامي بدور أساسي في النشاط الاقتصادي، وأن إصدارها من أعمال السيادة، وأن تحديد كميتها ونوعها مسألة تركها الشرع الإسلامي لتدخل في دائرة المباح.

-إن عملية إحداث الائتمان (الودائع المشتقة) التي تقوم بها المصارف التجارية في النظام الرأسمالي تعدّ مشاركة للدولة في أخص وظائفها (إصدار النقود) وفيها أكل لأموال الناس بالباطل، إلا أن إحداث الائتمان له فوائد أخرى متعددة، وأن سوق النقود بمفهومه في الاقتصاد الرأسمالي غير مقبول في الاقتصاد الإسلامي، إذ إنّ الطلب عليها في الاقتصاد الإسلامي يرتبط أساساً بمعدل الأرباح المحققة من الاستثمارات.

[18] http://www.arabapi.org/ar/publication/course.aspx?key=194&iframe=true&width=100%&height=100 21/05/2015

-للسياسة النقدية جذور أصيلة في النظام الاقتصادي الإسلامي، فهي إحدى السياسات الاقتصادية التي تتخذها الدولة لتحقيق أهدافها، وتأثرت أهدافها بالعديد من العوامل.

-يظهر التضخم والانكماش الاقتصادي في الاقتصاد الإسلامي بحجم أقل عما هو عليه في الاقتصاد الرأسمالي.

-ترتكز السياسة النقدية في الاقتصاد الإسلامي على تحريم الربا، وإحلال المشاركة في الربح والخسارة محله.

-يختلف النظام المصرفي الإسلامي عن النظام المصرفي الربوي بما يتسم به من مميزات وسمات خاصة تجعله يتمتع باستقرار نسبي بما لديه من أساليب كمية مباشرة وغير مباشرة وأساليب نوعية للسياسة النقدية أكثر فعالية منها في الاقتصاد الرأسمالي.[19]

26- نوار الرفاعي ،انعكاسات السياسة النقدية التوسعية على أداء الاقتصاد الياباني في 2014

توصلت الباحثة من خلال دراستها الى انه: قد تم التأكيد عن عدم وجود إطار زمني محدد سلفاً للتيسير الكمي والنوعي وأنه ستتم المحافظة على سياسة التيسير حتى يتحقق المستوى المطلوب من التضخم ومنع حدوث انكماش اقتصادي و كذلك التركيز على استقرار الأسعار فالأسعار الاستهلاكية الأساسية آخذة في الارتفاع.

وفى إطار الاستمرار في انتهاج المزيد من التوسع النقدي صوتت لجنة السياسة النقدية من قبل بنك اليابان ، أواخر شهر أكتوبر من العام الحالي 2014، لصالح توسيع نطاق التيسير الكمي ووسع البنك حجم مشترياته من السندات الحكومية إلى حوالي 80 تريليون ين سنوياً (حوالي 727 مليار دولار) ، أي بزيادة 30 تريليون ين عن حجمه السابق.

ولأن أسعار الفائدة قصيرة الأجل قريبة من الصفر، فإن بعض الاقتصاديين يدافعون عن التسهيل الكمي بهدف خفض سعر الفائدة الحقيقي عبر رفع التضخم مؤقتاً، فيما يتم إبقاء سعر الفائدة الاسمي دون تغيير ، ويذكر هنا أن اليابان تتصدر القائمة بين الدول المتقدمة التي تفرض فيها البنوك المركزية معدلات متدنية من الفائدة فقد قرر بنك اليابان المركزي تثبيت سعر الفائدة على الودائع عند 0.5٪ خلال الأعوام الأربع الماضية فى حين بلغ سعر الفائدة على الإقراض نسبة 1.3% خلال عام 2013.

[19] http://www.kantakji.com/economics 21/05/2015

ولكن رغم الاعتماد على السياسة النقدية لضبط أوضاع الاقتصاد وعلى غير المتوقع دخل الاقتصاد الياباني في حالة كساد في الربع الثالث من العام الحالي 2014 ، ولم يمنعه من ذلك تبنى معدلات فائدة قريبة من الصفر، أي عند حدودها الدنيا، ما جعل الاقتصاد الياباني يواجه مخاطر استمرار تراجع معدل النمو مع كل انخفاض يحدث في معدل التضخم.

وعن تراجع النمو يذكر أن بنك اليابان المركزي عدل توقعاته خلال يوليو من العام 2014 بشأن آفاق النمو الاقتصادي لليابان خلال العام المالي الحالي الذي ينتهي في 31 مارس من العام 2015، وخفض البنك التوقعات بعد تطبيق الزيادة في ضريبة المبيعات متوقعاً أن ينمو الاقتصاد بمعدل 1% خلال العام 2014.

من جانب آخر وعلى صعيد السياسة المالية بدأت اليابان في أول أبريل الماضي من العام 2014 في رفع ضريبة المبيعات إلى 8 %، بما يمثل زيادة بنسبة 3 % على مستويات الضريبة السابقة، وكانت الخطة المبدئية أن يتم رفع الضريبة مرة أخرى بنسبة 2 % في أكتوبر من العام القادم 2015 ، لتتضاعف بذلك نسبة الضريبة المفروضة.

ولعل التيسير الكمي في اليابان قد حقق نجاحاً ملحوظاً في بعض النواحي وبخاصةً وقف المرحلة الأشد خطورة من الأزمة التي مر الاقتصاد الياباني ولكنه لم يكن كافياً لإنعاش الاقتصاد كما أوضحت البيانات الأخيرة بشأن دخوله في حلقة جديدة من الكساد خلال العام 2014 .[20]

27–دراسة سعيد العدواني: التستر يؤثر على السياسة النقدية ويضعف التوطين– جدة 2015

كشفت دراسة أكاديمية أن جرائم التستر التجاري يؤدي إلى زيادة الطلب على النقود ويصبح أحد الدوافع الأساسية للاحتفاظ بها وهو ما يؤثر على فعالية السياسة النقدية، كما أن أغلب الأرباح الناجمة عن التستر يتم تحويلها إلى خارج المملكة، وكذلك زيادة أعباء الإنفاق على المرافق الخدمية والصحية والتعليمية بسبب وجود أعداد كبيرة من الوافدين داخل المملكة كما أن التستر التجاري يسهم في أضعاف عملية التوظيف وضعف فرص توظيف العمالة ونمو البطالة نتيجة لاقتصار التوظيف في مشروعات التستر التجاري .

وتوصلت الدراسة المدعمة من كرسي الأمير مشعل بن ماجد لدراسات وأبحاث قضايا التستر التجاري وأجراها الدكتور محمود عمر محمود عضو هيئة التدريس بكلية الحقوق بجامعة الملك عبد العزيز أن عمليات التستر التجاري

[20] تقرير الدولي في العدد 47 من تقرير 442= **http://www.dcss-center.org/business_economy_report/arc.php?rw** الاقتصاد والأعمال تاريخ الاطلاع 2015/05/21

تشهد زيادة في عمليات الغش التجاري وأن العديد من المهن أصبحت محتكرة لوافدين في بعض الأنشطة التجارية، وتطرق الباحث إلى الآثار السياسية والأمنية لعمليات التستر التجاري ولفت إلى أن وجود أعداد كبيرة من الوافدين وأبنائهم الذين ترعرعوا في البلاد قد تؤدي إلى شعور جماعي شبيه بشعور الأقلية إضافة إلى أن الأعداد الضخمة للعمالة الوافدة وتعدد جنسياتها ومعتقداتها وثقافاتها يجعلها تشكل تهديدًا لأمن البلاد من خلال تعامل هؤلاء العمالة على الإتجار بالمخدرات أو السرقة أو التزوير. واستعرض الباحث الآثار الاقتصادية التي تنتج عن عمليات التستر التجاري وذكر بأن التستر التجاري يتسبب بدرجة كبيرة في إفشال سياسات الاستقرار الاقتصادي في المملكة وتشويه المؤشرات اللازمة لوضع السياسات الاقتصادية المختلفة والتي من أهمها مؤشرات الأسعار ومعدلات البطالة ومعدلات النمو الاقتصادي، كما أن لعمليات التستر التجاري آثار سلبية بالغة على فعالية السياسة النقدية في الاقتصاد.[21]

28-دراسة إبراهيم العشماوي : ابرز الباحث في دراسته أن انتهاج سياسة نقدية مقيدة في اليمن خلال الفترة التي سبقت تنفيذ برنامج الإصلاح الاقتصادي أدى إلى حدوث العديد من الإختلالات النقدية الحادة مثل تفاقم مشكلة السيولة المحلية وانعكاسها على زيادة معدلات التضخم وتدهور سعر صرف العملة الوطنية وتدهور وضع ميزان المدفوعات ونفاد الاحتياطيات الخارجية. وذكرت الدراسة في نتائجها أن سياسة تحرير سعر صرف العملة المحلية إلى جانب رفع القيود عن المعاملات بالنقد الأجنبي أثبتت فاعليتها في تحقيق استقرار نسبي في أسعار صرف العملة الوطنية في سوق النقد الأجنبي المحلي.

وخلصت الدراسة التي تعد الأولى من نوعها إلى أن ضعف فاعلية أسعار الفائدة أثر على تحفيز الاستثمارات أو تعبئة المدخرات الوطنية وذلك لوجود عوامل طبيعية دينية وثقافية وغيرها .

وأظهرت الدراسة محدودية دور الجهاز المصرفي في النشاط الاقتصادي بسبب صغر حجم القطاع المصرفي ومحدودية الأنشطة المصرفية التي يقوم بها ، إلى جانب انحصار نشاطه في المدن الرئيسية ، وهذا ما جعل أثر السياسة النقدية في توجيه الاقتصاد نحو الأهداف المرغوب في تحقيقها محدودة جداً.

وكشفت الدراسة عن ارتفاع نسبة مساهمة القطاعات التقليدية في توليد الناتج والدخل ، على حساب ضعف مساهمة القطاعات الحديثة مما ساهم في محدودية تعامل المجتمع مع الجهاز المصرفي وكذلك في الحد من معدلات نموها وتطويرها. وأظهرت الدراسة أن عدم استكمال بعض التشريعات المرتبطة بعمل المؤسسات المالية قد

[21] http://www.al-madina.com/node/589423 21/05/2015

ساهم في الحد من تطورها مثل قانون إلزامية التأمين وتنظيم أعمال الصرافة وغيرها. وقالت: إن ارتفاع درجة اعتماد الاقتصاد المحلي على العالم الخارجي وبالأخص صادرات النفط الخام قد ساهم في ارتفاع درجة حساسية الوضع الاقتصادي.

ولاحظت الدراسة وجود علاقة قوية بين استقرار الوضع المالي واستقرار الوضع النقدي ، فقد لعبت الزيادة في عوائد النفط دورا هاما في زيادة الاحتياطيات ، كما لعبت سياسة إصدار أذون الخزانة العامة دوراً بارزاً في الحد من السيولة.

وأكدت الدراسة أن استقلالية البنك المركزي عن الحكومة أدى إلى رفع كفاءة السياسة النقدية التي يحددها البنك المركزي، لكنها أشارت إلى أن عدم وجود سوق مالية متطورة في اليمن قد حد من فعالية السياسة النقدية ومن قدرة البنك المركزي على استخدام الأدوات غير المباشرة للحد من العرض النقدي . وخلصت الدراسة إلى سلسلة من التوصيات من أهمها ضرورة مراعاة اتساق وتكامل السياسة المالية مع السياسة النقدية بما يضمن تحقيق الاستقرار الاقتصادي ، وتهيئة الظروف المناسبة لتوسيع نشاط القطاع المصرفي جغرافيا ، واستكمال التشريعات المنظمة لأعمال القطاع المصرفي وتطوير القائم منها مثل التشريعات المرتبطة بأنشطة التأمين والصرافة، فضلا عن أهمية تهيئة البيئة المناسبة لإنشاء سوق للأوراق المالية، والسعي نحو فتح فروع للمصارف المحلية للبلدان التي تتواجد فيها العمالة اليمنية . وطالبت الدراسة بتطوير وتحسين أدوات المتابعة والتقويم والرقابة التي يتبعها البنك

وخلصت الدراسة إلى سلسلة من التوصيات من أهمها ضرورة مراعاة اتساق وتكامل السياسة المالية مع السياسة النقدية بما يضمن تحقيق الاستقرار الاقتصادي ، وتهيئة الظروف المناسبة لتوسيع نشاط القطاع المصرفي جغرافيا ، واستكمال التشريعات المنظمة لأعمال القطاع المصرفي وتطوير القائم منها مثل التشريعات المرتبطة بأنشطة التأمين والصرافة، فضلا عن أهمية تهيئة البيئة المناسبة لإنشاء سوق للأوراق المالية، والسعي نحو فتح فروع للمصارف المحلية للبلدان التي تتواجد فيها العمالة اليمنية . وطالبت الدراسة بتطوير وتحسين أدوات المتابعة والتقويم والرقابة التي يتبعها البنك المركزي في مراقبة ومتابعة أعمال المصارف التجارية، ووضع خطة عملية لتطوير وتحديث القطاع المصرفي الوطني بما يمكنه من المنافسة في حالة تحرير الخدمات المصرفية، بالإضافة إلى توسع المعاملات الحكومية مع الجهاز المصرفي بما يسمح بترسيخ الوعي المصرفي وتوسع البنك المركزي في استخدام أدوات السياسة النقدية. وأوصت الدراسة بتفعيل التعاون الإقليمي بين المصارف المحلية والمصارف في دول الجوار في الحوالات المصرفية ووضع خطة لتوسيع الوعي المصرفي بين الجمهور،وحثت الدراسة السلطات النقدية على القيام بتقويم

الوضع الراهن لنشاط المصارف التجارية مما يساعد على اتخاذ الإجراءات المساندة والمكملة للسياسات وبما يكفل توسيع وتطوير نشاط المصارف التجارية في تمويل السياسة النقدية.[22]

29–دراسة هادية حسن إبراهيم ،محمد خير حسن محمد خير2013 :تتناول الدراسة تحليل اثر السياسة النقدية علي مؤشرات الاقتصاد الكلي والمتمثلة في كل من (عرض النقود، سعر الصرف التضخم ، الناتج المحلي الإجمالي (في السودان خلال الفترة (1980–2010م). وتتبع الدراسة المنهج الاقتصادي القياسي لبناء النموذج، وتقديره وإجراء اختبارات اقتصادية وإحصائية وقياسية وذلك علي ضوء بيانات السلاسل الزمنية من مصادرها الثانوية بهدف الوقوف على الجوانب التالية :التعرف علي السياسة النقدية المتبعة في السودان وعلاقتها بالمؤشرات الاقتصادية خلال فترة الدراسة. واستخدام عرض النقود كمؤشر ملائم لتنفيذ السياسة النقدية كهدف وسيط، وأثره علي المؤشرات الاقتصادية الكلية كهدف نهائي.لتحقيق أهداف البحث تم اختبار الفرضيات الآتية.

– توجد علاقة طردية بين سعر الصرف وعرض النقود كمتغير للسياسة النقدية، توجد علاقة طردية بين التضخم وعرض النقود كمتغير للسياسة النقدية، كما تنبع أهمية البحث في انه يرتكز عليه المخططون والتنفيذيون في رسم السياسات واتخاذ القرارات الخاصة بالسياسة النقدية . توصلت الدراسة إلي أن هنالك علاقة طردية بين سعر الصرف وعرض النقود كمتغير للسياسة النقدية ، حيث إن زيادة سعر الصرف تؤدي إلي زيادة عرض النقود. كما أوضحت نتائج الدراسة أن هنالك علاقة طردية بين التضخم و عرض النقود كمتغير للسياسة النقدية . وأوصت الدراسة بضرورة الثبات علي سياسة نقدية مستقرة للمحافظة علي استقرار سعر الصرف. وعلي الدولة تخفيض معدل التضخم بحيث يجب إن يكون احد أهم أولوياتها لأنه يساعد في استقرار الأسعار مما يساعد علي تخفيض التكاليف وبالتالي يزيد تنافسية الصادرات . وضرورة التنسيق بين نسب ومقادير أدوات السياسة النقدية والتمويلية وتحديدها في إطار عام ومتناسق بما يحقق الانسجام والتوافق والتكامل حيث تحديد نسب ومقادير الأدوات بحيث تعمل في إطار انكماشي أو توسعي وإزالة التباين فيما بينها.[23]

30–غالب صالح سعيد على مطر،جامعة صنعاء، دراسة تحليلية لأداء السياسة النقدية وأثرها في ميزان المدفوعات في اليمن خلال الفترة 1995– 2006م

[22] http://www.26sep.net/newsweekarticle.php?sid=17212 **دراسة علمية حديثة عن السياسة النقدية:صالح شعبان: تبني برنامج الإصلاح الاقتصادي ساهم في الحد من الاختلالات المالية والنقدية 2015/05/21**

[23] ttp://scientificjournal.sustech.edu/EconomicsScience/content_details.php?id=1060&chk=c87ca555b278f08d18b0f9c9b9c2eb89 21/05/2015

نظراً للاختلالات التي عانى منها الاقتصاد اليمني خلال الفترة 1990-1994م، وبخاصة في جانبه النقدي، والتي من أهم ملامح هذه الاختلالات النقدية، عدم وجود سياسة نقدية سليمة واضحة المعالم، تدار وفقاً لإستراتيجية محددة وبما يخدم متطلبات الاستقرار النقدي والاقتصادي. واتسمت السياسة النقدية خلال تلك الفترة بالتبعية شبة الكاملة للسياسة المالية. نظراً لكل ذلك اتبعت اليمن برنامجاً شاملاً للإصلاح الاقتصادي بالتنسيق والتعاون مع صندوق النقد والبنك الدوليين، ركز في جانبه النقدي تحسين أداء السياسة النقدية وتفعيل دورها في الإسهام في تحقيق الاستقرار النقدي والاقتصادي، من خلال التركيز على الأدوات غير المباشرة للسياسة النقدية.

وأظهرت الدراسة، من خلال دراسة وتحليل أسلوب إدارة البنك المركزي للسياسة النقدية، والتطورات في مؤشرات السياسة النقدية ومؤشرات العلاقة بين السياسة النقدية والسياسة المالية، وكذلك من خلال دراسة وتحليل أثر إجراءات السياسة النقدية في الحد من عجز ميزان المدفوعات، حدوث تحسن نسبي في أداء السياسة النقدية خلال الفترة(1995-2006م) مقارنة بالفترة (1990-1994م)، وفي علاقتها بالسياسة المالية، غير أن ذلك لم يكن بالمستوى المطلوب والمرغوب فيه، وبخاصة فيما يتعلق بدور السياسة النقدية في الحد من العجز في ميزان المدفوعات

وقد تم التوصل إلى النتائج:

- أظهرت الدراسة إن البنك المركزي لم يكن موفقاً في إدارته للسياسة النقدية خلال الفترة (1995-2006م) وفقاً لإستراتيجية محددة وواضحة المعالم، من حيث اختيار هدف نهائي مناسب موجة للسياسة النقدية، واختيار هدف وسيط مناسب وينسجم مع الهدف النهائي المفترض للسياسة النقدية، واستخدام الأدوات المناسبة لتحيق الهدف النهائي للسياسة النقدية. وهذا اثر سلبياً في أداء السياسة النقدية ودورها في تحقيق الاستقرار النقدي والاقتصادي خلال تلك الفترة.

-أظهرت الدراسة ومن خلال تحليل العلاقة بين الاختلال في القطاع النقدي، ممثلاً بفائض السيولة المحلية (الفرق بين معدل نمو السيولة المحلية ومعدل نمو الناتج المحلي الحقيقي) وبين الاختلال في القطاع الخارجي، ممثلاً في التغير في الاحتياطيات الأجنبية عدم وجود علاقة معنوية واضحة بين الاختلال في القطاع النقدي والاختلال في القطاع الخارجي (ميزان المدفوعات). وهذا يعتبر مؤشراً على عدم ملائمة التحليل النقدي لميزان المدفوعات (والذي يرى أن الاختلال في ميزان المدفوعات ظاهرة نقدية بحتة) وتوصيات وسياسات صندوق النقد الدولي في هذا المجال لأوضاع الاقتصاد اليمني. وهذا يتفق مع فرضية الدراسة.

– أظهرت الدراسة ومن خلال تحليل وتقييم العلاقة بين إجراءات السياسة النقدية في مجال إدارة العرض النقدي وسعر الصرف وبين الاختلال (العجز) في ميزان المدفوعات، أظهرت عدم معنوية تلك العلاقة، مما يشير إلى ضعف إجراءات السياسة النقدية تلك في الحد من عجز ميزان المدفوعات، أي ضعف اثر الإجراءات النقدية في معالجة أو الحد من العجز في ميزان المدفوعات (نظرا لعدم توفر مقومات نجاح هذه السياسة في الاقتصاد اليمني). وهذا يتفق مع فرضية الدراسة .في عدم ملائمة التحليل النقدي لميزان المدفوعات لأوضاع الاقتصاد اليمني. واستناداً إلى النتائج السابقة للدراسة، يقدم الباحث بعض المقترحات والتوصيات يتلخص أهمها في التالي-: -ضرورة اعتماد البنك المركزي اليمني مستقبلاً في إدارته للسياسة النقدية على إستراتيجية واضحة ومحددة المعالم من حيث:

-اختيار هدف نهائي يتركز في تحفيز النمو الاقتصادي (سياسة نقدية توسعية) مع الحفاظ على بيئة اقتصادية مستقرة (انتهاج سياسة سليمة تواءم بين تحفيز النمو الاقتصادي والحفاظ على الاستقرار في مستوى الأسعار وسعر الصرف.

-اختيار هدف وسيط مناسب يرتكز على السيطرة على السيولة المحلية ومعدل نموها وبما يتناسب مع احتياجات الاقتصاد وتحقيق الهدف النهائي للسياسة النقدية.

– اختيار الأدوات والوسائل المناسبة وتفعيل الأدوات غير المباشرة، وبشكل يتناسب مع اختيار الهدف الوسيط، ويسهم في تحقيق الهدف النهائي بفعالية .-ضرورة التنسيق والتكامل فيما بين السياسة النقدية والسياسة المالية، وبشكل يسهم في تحفيز النمو الاقتصادي مع الحفاظ على بيئة اقتصادية أكثر استقراراً (من خلال الحفاظ على الاستقرار النقدي والاقتصادي.

-توصي الدراسة بضرورة قيام البنك المركزي بتفعيل أدوات السياسة النقدية غير المفعله وبخاصة الأدوات غير المباشرة. وإعادة النظر في سياسة أذون الخزانة، وبشكل يسهم في دعم الاستثمار والنمو الاقتصادي.[24]

المبحث الثاني:دراسات متعلقة بالوحدة النقدية الأوروبية ومنطقة اليورو

نحاول من خلال هذا المبحث عرض نختلف الدراسات المتعلقة بالوحدة النقدية الأوروبية مستقبلها أثار الأزمات على المنطقة

[24] **http://www.f-law.net/law/threads/31488 21/05/2015**

1-دراسة الطاهر هارون : **بعنوان أزمة منطقة اليورو و أثرها على مستقبل الاتحاد الأوروبي أزمة منطقة اليورو و أثرها على مستقبل الاتحاد الأوروبي ورقة بحثية مقدّمة لفعاليات الملتقى الدولي الثاني حول: "واقع التكتلات زمن الأزمات"**

حاول الباحث من خلال هذه الدراسة إبراز محدودية عملية التنسيق داخل الإتحاد الأوروبي التي أصبحت تشكل مصدرا كبيرا لعدم الاستقرار بالنسبة لهذه المنطقة، كما تبين وجود سيناريوهين محتملين: إما العودة إلى الإطار الوطني و الحمائي الذي من شأنه أن يقوي كبح العملية التكاملية كمرحلة أولى ويؤدي إلى تفكيكها في مرحلة ثانية ، أو أن الأزمة الحالية تؤدي إلى تحريك الإرادة السياسية التي تدفع بعملية التكامل الأوروبي من جديد لتكوين وحدة سياسية متكاملة.

2-دراسة إبراهيم قعيد بعنوان : **تقييم تجارب التكامل الاقتصادي في الدول النامية وضرورة تفعيلها ورقة بحثية مقدّمة لفعاليات الملتقى الدولي الثاني :واقع التكتلات الاقتصـادية زمن الأزمـات يومي: 26-27 فيفري 2012**

وقد استخلص بأن هناك مجموعة من الآثار الإيجابية المتوقعة التي تعود على الدول النامية من خلال دخولها عقد اتفاقيات إقليمية وإقامة تكتلات اقتصادية فيما بينها، ولكن هذه الآثار تكون بشكل محدود كزيادة المنافسة وتحقيق وفرات الحجم وتدفق الاستثمار الأجنبي المباشر ونقل التكنولوجيا وتحقيق الأمن والاستقرار بين الدول الأعضاء.

-كما يتوقع أن يكون أثر تحويل التجارة بشكل كبير، وانخفاض الإيراد الجمركي نتيجة إزالة مختلف الحواجز الجمركية، الأمر الذي يؤثر سلبا على التطور والنمو الاقتصادي وحتى الرفاهية الاقتصادية للدول الأعضاء

- فهل بناء إستراتيجية تكاملية إنمائية جديدة، أو تفعيل التكتلات الاقتصادية القائمة بما تتناسب مع الإقليمية الجديدة تكون بمثابة حل أمثل للدول النامية، من أجل زيادة ترابطها وتكاملها، وتنمية اقتصادياتها، وتخفيف آثار اندماجها في الاقتصاد العالمي ومن أهم مبررات ودوافع التكامل الاقتصادي بين الدول النامية نذكر ما يلي:

-ضعف نطاق الأسواق المحلية لمعظم الدول النامية مما يؤدي إلى عرقلة المشروعات الحديثة في المجالات الاقتصادية المختلفة، كذلك الأخذ بصورة أو أخرى من صور التكامل الاقتصادي سوف يسهم إلى حد كبير في التغلب على معظم مختلف العقبات.

-عدم قدرة الدول النامية منفردة على القيام بالمشروعات الحديثة والذي يتصف معظمها بعدم التجزئة من الناحية الفنية والاقتصادية والتكنولوجية. ويرجع هذا لقلة رؤوس الأموال اللازمة لبناء مثل هذه المشروعات، وندرة الكفاءات العلمية والفنية لإنشائها وإدارتها، وضيق الأسواق المحلية لهذا يكون تأثير هذه العوامل أكثر حدة على مستوى كل دولة منفردة.

-ضعف المركز التنافسي والتفاوضي للدول النامية في مجال المعاملات الاقتصادية، ويرجع السبب وراء ذلك إلى اعتماد معظم الدول النامية في صادراتها على المواد الأولية، كما تمثل التجارة مع الدول الصناعية الجزء الأعظم منها، بينما تمثل التجارة البينية نسبة ضئيلة منها. لذا أصبح من دوافع التكامل الاقتصادي بين الدول النامية حجة زيادة القوة التساومية لدول التكامل في علاقاتها الاقتصادية الخارجية.

- كذلك فقد يعزي ازدياد الاهتمام بالتكامل في الدول النامية إلى الرغبة في أن تحذو هذه الدول حذو النموذج الأوربي في التكامل الاقتصادي

3-دراسة زكريا دمدوم،علي العبسي **بعنوان تطور الفكر التكاملي بين صيغ التكامل التقليدي ونسق الإقليمية الجديدة ورقة** بحثية مقدّمة لفعاليات الملتقى الدولي الثاني :واقع التكتلات الاقتصادية زمن الأزمات يومي: 26-27 فيفري 2012:

وقد توصل الباحث من خلال هذه الدراسة الى إن الإقليمية الجديدة تمهد لصيغة مختلفة، تجمع بين التعاون والتكامل من ناحية كما تجمع بين دول متفاوتة في مراحل ومعدلات النمو، وفي قواعدها الثقافية والاجتماعية من ناحية أخرى. وقد جرى تطوير الفكر النظري ليصبح قادرا على تفسير كل من هذه الحالات، في ضوء التجارب العالمية التي ما زالت تفتح بتطورها آفاقا جديدة يمكن عرض أهم ما استخلصه فيما يلي:

– تستخدم الدول في إدارتها لسياسة تجارتها الخارجية أداة التمييز، على المستويين السلعي والجغرافي، حيث تتفاوت الرسوم والقيود وكذلك الإعانات، على المنتجات المستوردة أو المصدرة باختلاف المنتج و/أو الدولة التي يجري التبادل معها، وفقا لحاجات الاقتصاد المحلي.

-يختلف موقف الدول من الرسوم الجمركية على المنتجات المختلفة، وفقا لهياكلها الإنتاجية. فهي عادة تخضع بعض السلع للرسوم المرتفعة بغرض حماية الإنتاج المحلي منها، بينما تعفي البعض الآخر أو تفرض عليه رسوم منخفضة حتى تظل أسعاره المحلية منخفضة نسبيا.

-إذا جرى اتفاق في تجمع إقليمي على إقامة إتحاد جمركي كان معنى ذلك توحيد الرسوم الجمركية على الواردات من خارج الإقليم، إما بعد الانتهاء من إقامة منطقة التجارة الحرة، أو بالتوازي معها. ويتحقق هذا التوحيد أيضا بصورة تدريجية، خاصة في الحالات التي تتباين فيها التعريفات القطرية بدرجة كبيرة

4-دراسة ميموني سمير، بركنو قوسام، **الترتيبات التكاملية الإقليمية وآثارها على النظام التجاري المتعدد الأطراف: تحليل لإشكالية الإقليمية في مواجهة التعددية على ضوء الوضع الراهن للترتيبات في النظام التجاري العالمي** ورقة بحثية مقدّمة لفعاليات الملتقى الدولي الثاني :واقع التكتلات الاقتصادية زمن الأزمات يومي: 26-27 فيفري 2012

حاولت هذه الورقة تناول أحد القضايا الهامة المطروحة التي تعنى بالنظام التجاري المتعدد الأطراف الذي تشرف عليه منظمة التجارة العالمية والتي كانت محور العديد من الدراسات الاقتصادية منذ مطلع التسعينات وهي قضية إشكالية الإقليمية في مواجهة التعدديةRegionalism versus Multilateralism خصوصا مع تزايد عدد الترتيبات التكاملية الإقليمية، التي بلغ عددها حتى15 ماي2011 ما يقارب 489 ترتيب تجاري إقليمي من بينها 283 ترتيب إقليمي فعلي، وتشابك علاقتها بالمنظمة على اعتبار أن جميع الدول الأعضاء في المنظمة باستثناء منغوليا هم في نفس الوقت أعضاء في ترتيب إقليمي واحد أو أكثر، وذلك كونها سمحت بشكل صريح بانضمام أعضائها إلى هذه الترتيبات، رغم أنها قائمة على مبادئ عدم التمييز بين أعضاءها في المعاملات التجارية وعلى رأسها مبدئي الدولة الأولى بالرعاية والمعاملة الوطنية، وذلك من خلال تضمنها لجملة من القواعد التي تسمح بإنشاء هذه الترتيبات والانضمام إليها والمتمثلة في كل من المادة الرابعة والعشرون من اتفاقية الجات وقاعدة التمكين (enabling clause) والاتفاقات التي يتم الإخطار عنها بموجب المادة الخامسة والعشرين (استثناء من الالتزامات، وكذا المادة الخامسة من الاتفاق العام بشأن التجارة في الخدمات.

كما سلط الضوء على الآراء المختلفة حول طبيعة العلاقة بين الترتيبات الإقليمية ومدى تأثيرها على النظام التجاري المتعدد الأطراف. حيث انقسم الاقتصاديين حول هذه المسألة إلى اتجاهين أحدهما ينظر إلى هذه الترتيبات بنظرة ايجابية ويعتبرها حافز لتحرير التجارة العالمية ومن ثم فهي مكملة للنظام التجاري المتعدد الأطراف وذلك من منطلق أنها تسعى إلى تحقيق الهدف الرئيس لمنظمة التجارة العالمية ومن قبلها اتفاقيات الجات. في حين يرى الاتجاه الثاني أن تأثير هذه الترتيبات سيكون سلبيا على عمل النظام التجاري العالمي على اعتبار أن سعي الدول إلى الانضمام إلى الترتيبات الإقليمية سيؤدى في نهاية المطاف إلى تفتيت النظام التجاري العالمي من خلال

تبادل الأفضليات والمزايا التجارية ضمن نطاق التكامل مع فرض سياسات حمائية تجاه باقي الأطراف خارج إطاره سواء كانت دولا أو تكتلات وهو ما يقابله رد فعل انتقامي من قبل هذه الأطراف مما يؤدي إلى اشتعال الحروب التجارية.

وفي الأخير أشار إلى أن تزايد الاتجاه نحو تشكيل هذه الترتيبات خصوصا منذ مطلع تسعينيات القرن الماضي كان نتيجة لظروف المرحلة والتي تميزت بتكريس آليات العولمة الاقتصادية ومن بينها تبني دول العالم بما فيها النامية لسياسات التحرر الاقتصادي وذلك وفقا لمبادئ إجماع واشنطن لسنة 1989 التي صاغها الاقتصادي جون وليامسون. غير أن الظروف الحالية التي يمر بها الاقتصاد العالمي الذي لا يزال يعاني من تداعيات الأزمة المالية العالمية منذ سبتمبر سنة 2008 كان لها الأثر السلبي على العديد من الدول المتقدمة والنامية على حد سواء، الأمر الذي أثر بدوره على الترتيبات الإقليمية المختلفة التي تنتمي إليها، بما فيها الترتيب الإقليمي الأكثر نجاحا في العالم وهو الاتحاد الأوروبي الذي يمر بأكبر أزمة منذ تأسيسه بموجب معاهدة روما سنة 1957 خصوصا مع تفاقم أزمة الديون السيادية التي تضرب بمنطقة اليورو التي أوصلت دولا بأكملها على حافة الإفلاس على غرار كل من اليونان وأيرلندا واسبانيا في حين تتواجد دول أخرى في وضع صعب بدورها مثل ايطاليا.

5-دراسة لقمان معزوز وشريف بودري **دراسة المنافسة بين الدولار والأورو في ظل لا استقرار النظام النقدي الدولي**

بعد استعراض الموجز لحدة المنافسة بين الدولار والأورو في ظل لا استقرار النظام النقدي الدولي تبين للباحث أنه على الرغم من ظهور المنافس الجديد – العملة الأوروبية الموحدة -الذي شكل نقطة تحول جديدة على صعيد الأسواق الدولية سمحت لدول منطقة الأورو بامتلاك مقومات اقتصادية تمكنها من مواجهة الولايات المتحدة الأمريكية وتجعلها تتمتع بنفوذ دولي لا يمكن تجاهله، إلا أن الطلب على الدولار كعملة احتياط سار على نحو مماثل للطلب على الأورو، على الرغم من أزمة الدولار الأمريكي، وأن الدولار مازال المكون الأول لاحتياطيات البنوك المركزية في دول العالم من النقد الأجنبي، وأنه على الرغم من ظروف الأزمة التي يمرها الاقتصاد الأمريكي خصوصا أثناء وبعد الأزمة المالية العالمية 2008 ، فإن الدولار الأمريكي لا يزال العملة الارتكازية الأولى في النظام النقدي الدولي.[25]

[25] لقمان معزوز وشريف بودري **دراسة المنافسة بين الدولار والأورو في ظل لا استقرار النظام النقدي الدولي**، مجلة الباحث، العدد 2011/09، ص 83

6– دراسة ايت يحي سمير، فضيل رايس، **أزمة الديون السيادية في الاتحاد الأوروبي وأثرها على مستقبل اليورو ورقة بحثية مقدمة للملتقى** الدولي الثاني حول: واقع التكتلات الاقتصادية زمن الأزمات يومي 26 و 27 فيفري 2011 بجامعة الوادي.

يمكن تلخيص نتائج الباحثان فيما يلي:

–أنه يتعين على بلدان منطقة اليورو أن تتعامل أولاً مع أزمة الديون السيادية، وأن تعمل على الحد من عجزها المالي، وتعزيز قوة النظام المصرفي الذي يعاني من نقص التمويل إلى حد مروع. ولكن لكي يتسنى لمنطقة اليورو النجاة من الأزمة الحالية وتحقيق الازدهار بعدها، فإنها سوف تحتاج أيضاً إلى إصلاحات بنيوية شاملة من أجل تعزيز قدرة العمالة على الانتقال داخلياً وتخفيف حدة الضغوط الناجمة عن التعديلات الاقتصادية بين الدول والمناطق المختلفة. ولكن لا أحد يدري ما إذا كان المواطنون سوف يدعمون الساسة الذين يقترحون الإصلاح في مجالات العمالة والضرائب وغيرها من الإصلاحات اللازمة لتحسين القدرة على الانتقال، وما إذا كانت مثل هذه الإصلاحات كافية للتغلب على الحواجز اللغوية والثقافية.

–ضرورة وجود شفافية مطلقة بين الدول الأعضاء وعدم اللجوء للتستر على أو التهاون بشأن الحسابات والمؤشرات الاقتصادية غير الحقيقية وهي الخطوة الأولى لضمان نجاح واستمرارية اليورو.

–يعتبر تقليص الفجوات بين الأداءات الاقتصادية لدول الاتحاد ضروري، ذلك أن التكتل الاقتصادي الذي يضم اقتصاديات قوية وأخرى ضعيفة سيكون تكتل هش وعرضه لانتشار العدوى بين أعضائه.

–كما أن هناك حل آخر قد تدرك أوروبا في نهاية المطاف أنه الحل الأكثر تحقيقاً لمصالح كافة الأطراف: ويتأتي هذا الحل من خلال تنفيذ الإصلاحات المؤسسية، بما في ذلك وضع الإطار المالية الضروري، وهو الأمر الذي كان من الواجب أن يتم مع بداية إنشاء اليورو.

–أما الدرس فإنه واضح بالنسبة لبلدان الاتحاد الأوروبي الأصغر حجماً: إن لم تعمل على خفض عجز موازناتها، فهناك خطر كبير يتمثل في احتمال حدوث هجمة مضاربة، مع تضاؤل الأمل في الحصول على المساعدات الكافية من الجيران، أو على الأقل ليس من دون فرض قيود مؤلمة وهدامة تعلق بالميزانية وتعزز من دورة الركود. وفي حين تتخذ البلدان الأوروبية هذه التدابير، فمن المرجح أن يصاب الاقتصاد في هذه البلدان بالضعف . وما يترتب على ذلك من عواقب مؤسفة تقوض التعافي الاقتصادي العالمي.

-ولا ينبغي للعواقب الاجتماعية والاقتصادية المترتبة على الترتيبات الحالية أن تكون مقبولة. فالبلدان التي ارتفع العجز لديها إلى عنان السماء نتيجة للركود العالمي لا ينبغي أن تُدفَع إلى دوامة الهلاك . كما حدث مع الأرجنتين منذ عشرة أعوام.

7- عبد الكريم عبيدات، علي بوعمامة، "**مستقبل الاتحاد النقدي الأوربي في ظل أزمة الديون الأوربية، ورقة بحثية مقدمة للملتقى** الدولي الثاني حول: واقع التكتلات الاقتصادية زمن الأزمات يومي 26 و 27 فيفري 2011 بجامعة الوادي.

توصل الباحث من خلال دراسته انه يمكن القول أن الوحدة النقدية الأوروبية تعتبر التجربة الرائدة على المستوى العالمي وقد شهدت نجاح في السنوات العشر الأولى من عمرها فقد تطورت من 11 عضوا إلى 17 عضو من دول الاتحاد الأوربي السبعة والعشرين ولعب البنك المركزي الأوربي دورا كبيرا في الحفاظ على الاستقرار النقدي والمالي الأوربي من خلال إدارته للسياسة النقدية الموحدة، لكن أزمة الديون السيادية التي انفجرت في المنطقة بداية من نهاية 2009 تضع البنك المركزي الأوربي ومنه دول منطقة اليورو في تحد كبير لمعالجته ورغم الخطوات التي اتخذتها دول الاتحاد لمواجهة هذه الأزمة إلا أن بوادر نهايتها لم تظهر بعد بل إن المخاوف تعززت من إمكانية انتقال الأزمة إلى دول أحرى خاصة ايطاليا التي تعتبر ثالث دول الاتحاد ناتجا محليا واكبر دولة مدينة، ولهذا نقول أن منطقة اليورو كلما سارعت في حل الأزمة كلما كان أحسن لها، والسؤال المطروح هل ستتغلب دول المنطقة على الأزمة لتخرج منها أقوى مما كانت أم أنها ستفشل وتتساقط الدول الواحدة تلو الأخرى ويتلاشى الاتحاد النقدي الأوروبي.

8- دراسة **محمد يعقوبي، عنتر بوتيارة، بعنوان :الاستثمار الأجنبي المباشر والأزمات الاقتصادية في بعض دول الاتحاد الأوروبي، ورقة بحثية مقدمة للملتقى** الدولي الثاني حول: واقع التكتلات الاقتصادية زمن الأزمات يومي 26 و 27 فيفري 2011 بجامعة الوادي.

يهدف الباحث من خلال هذه الموضوع إلى دراسة العلاقة بين الاستثمار الأجنبي المباشر والأزمة الاقتصادية الحالية التي وقعت فيها هذه الدول، فبعد دراسة اتجاهات الاستثمار الأجنبي المباشر على مستوى العالم ثم الاتحاد الأوربي للفترة (1990-2010) تم اختيار اليونان كأحد دول الاتحاد الأوربي لقياس قوة أو ضعف العلاقة بين المتغيرين.

وبعد تقدير العلاقة بين الاستثمار الأجنبي المباشر والنمو الاقتصادي لهذه الدولة للفترة (1980-2010) وجدنا أن الاستثمار الأجنبي المباشر يفسر جزء ضئيل جدا من التغير في النمو الاقتصادي، وهذا ما يثبت ضعف هذه القناة في تمويل الاقتصاد اليوناني ويمكن تلخيص نتائج البحث في النقاط التالية:

- الاستثمار الأجنبي المباشر يهدف إلى تحقيق أهداف اقتصادية تعجز الموارد المحلية سواء المالية أو التقنية أو الإدارية عن تحقيقها.

- عجز الموارد المحلية عن تحقيق الأهداف الاقتصادية جعل الكثير من الدول تلجأ إلى التمويل الخارجي عن طريق القروض الخارجية، لكن استمرار هذا العجز مقابل عدم وجود قناة أخرى للتمويل جعل بعض الدول تطلب قروض إضافية باستمرار مما أوقعها في أزمة المديونية، والتي عجزت عن تسديدها فيما بعد.

- تعتبر بعض دول الاتحاد الأوربي كاليونان واسبانيا، وايطاليا، والبرتغال وغيرها من دول القارة العجوز أحد هذه الدول التي وقعت في أزمة المديونية، والتي عجزت عن تسديدها.

- تستقطب هذه الدول معدلات ضعيفة من الاستثمار الأجنبي المباشر مقارنة مع بعض الدول الكبرى في الاتحاد الأوربي كانجلترا وألمانيا.

- أثرت الأزمة المالية 2008 على الاستثمار الأجنبي المباشر على المستوى العالمي للفترة (2009-2010)، ولكن كانت درجات التأثير متفاوتة بين هذه الدول، وكانت أكثر حدة في الدول المذكورة سابقا، باعتبار أن الأزمة المالية 2008 مست القطاع المالي، مما جعل الدول الغربية الكبرى تسحب فروعها البنكية من هذه الدول لحماية اقتصادياتها لأن معظم بنوك الدول الغربية الكبرى لها فروع بنكية في دول كاليونان، واسبانيا وغيرها.

- دراسة أثر الاستثمار الأجنبي المباشر على النمو الاقتصادي في اليونان بين العلاقة الضعيفة بين الاستثمار الأجنبي المباشر والنمو الاقتصادي مما يبين أن هذه القناة من قنوات التمويل لها تأثير ضعيف على النمو الاقتصادي مما أوقع هذه الدولة في أزمة تمويل اقتصادية.

9-درسة **رايس حدة، نوي فاطمة الزهراء، أزمة اليونان هل تعيق فكرة توسيع الاتحاد الأوروبي وتعميقه،** ورقة بحثية مقدمة للملتقى الدولي الثاني حول: واقع التكتلات الاقتصادية زمن الأزمات يومي 26 و 27 فيفري 2011 بجامعة الوادي.

توصل الباحثان أنه في ظل هذه التحليلات نجد أن تجربة الاتحاد الأوروبي وتعامله مع أزمة اليونان خير دليل على دور التكتل في معالجة الأزمات، وفي نفس الوقت نشرها، حيث بنفس القدرة بالغة الخطورة على نقل

الأزمات بين الدول الأعضاء نجد آليات الحد من الأزمات الاقتصادية وحسرها إذ أن جهود التعاون داخل الإقليم قد تخفف من حدة الآثار وتساعد على تجاوز الخسائر حيث كشفت الأزمة اليونانية التي هددت الاتحاد النقدي الأوروبي وتقهقره إلى مراحل سابقة واضعة إياه أمام أكبر وأشد اختبار عرفه خلال مسيرته التكاملية، وبينت الأزمة وجود اختلالات هيكلية عميقة تنطوي عليها الاتفاقيات المؤسسة للاتحاد الأوروبي، كما كشفت عدم كفاية شروطها لتحقيق تكامل متوازن ومستدام لكن بفضل العمل المشترك القوي والواسع النطاق على مستوى سياسات دول الاتحاد تم احتواء الأزمة وتم السيطرة على الاضطرابات المالية والحد من تأثيرها المعاكس على النشاط الاقتصادي لأوروبا من خلال الدعم غير المسبوق للسيولة والائتمان وأدوات التمويل الأوروبية الجديدة, واتخاذ إجراءات مالية كبيرة في البلدان المتضررة. لذا على الاتحاد الأوروبي في المرحلة القادمة تعميق تكامله الاقتصادي وذلك بانتهاج سياسات اقتصادية سليمة تخدم التكتل وإتباع وصفات علاج تتناسب مع واقع حال الإقليم ومكوناته من الدول.

10-دراسة **برهوم أسماء ،برهوم هاجر،بعنوان أزمة اليونان:** ورقة بحثية مقدمة للملتقى الدولي الثاني حول: واقع التكتلات الاقتصادية زمن الأزمات يومي 26 و 27 فيفري 2011 بجامعة الوادي.

وقد توصلت الباحثان إلى النتائج التالية:

– الأزمة اليونانية كشفت الضعف الجوهري لعملة اليورو نفسها. فالدول الـ16 المشاركة في العملة تتبع 16 سياسة إنفاق وإقراض مختلفة، ومن المفترض أن تنتظم جميعها داخل مجموعة متفق عليها من القيود، فليس هناك وحدة مالية لأنه لا توجد وحدة سياسية. وقد يستغرق الأمر جيلا أو أكثر قبل أن يصل التطلع الأوروبي إلى وحدة سياسية حقيقية. وحتى هذا الحين يجب إيجاد طريقة لفرض لوائح مالية.

–ليس هناك زعيم واحد يستطيع تحمل المسؤولية الكاملة. لكن الزعيم الفعلي، على الأقل في الأمور الاقتصادية، هو ألمانيا. فقد أدارت المستشارة أنجيلا ميركل الأمور أثناء الأزمة اليونانية.

على الاتحاد الأوروبي الالتزام برقابة أشد وترتيبات مؤسساتية للمساعدات المشروطة التي يمكن أن تعطى لليونان وغيرها من الدول التي تعاني أزمات مالية.

–هناك اختلالات في بناء منطقة اليورو، إذ أن عملة موحدة تامة الشروط تتطلب بنكا مركزيا وسلطة مالية مشتركة تتولى استقطاع ضريبة الأفراد في دول المنطقة، و في نفس الوقت لا يمكن لعملة موحدة أن يكون لها بنك

مركزي من غير أن يكون لها إدارة خزينة موحدة، اليوم الـ 16 دولة عندهم 16 خزينة وبالتالي المشكلة أنهم تخلوا عن سيادتهم النقدية مع الإبقاء على السيادة السياسية.

-ينبغي أن يكون واضحا الآن لكل دولة وفرد يفرط في الإنفاق أنه على المدى الطويل لن يستطع العيش فوق طاقته الحاجة لعمل مراجعة لمعايير قياس مخاطر رأسمال البنوك في العالم، و إيلاء اهتمام أكبر للمالية العامة وتطوير هياكل جديدة للميزانية.

11- دراسة: بوصبيع صالح رحيمة، رحماني موسى، **الأزمة اليونانية بين الانتشار والانحسار الأوروبي**، ورقة بحثية مقدمة للملتقى الدولي الثاني حول: واقع التكتلات الاقتصادية زمن الأزمات يومي 26 و 27 فيفري 2011 بجامعة الوادي.

نستعرض أهم ما استخلصه الباحثان من خلال دراستهما مايلي:

- أغلب الحلول المقدمة لليونان تركز على معالجة مظاهر الأزمة فيها دون القضاء على أسبابها الحقيقية مما يجعل هذه الحلول تحمل في طياتها بذور أزمات أخرى مستقبلية تهدد كيان اليورو ودوله لكن يمكن لأوروبا أن تخرج أقوى إذا أجرت الاختيارات الصحيحة حالياً فقد كان تكامل اقتصادات أوروبا بمثابة قصة نجاح هائلة، وتكمن البراعة في إدارة الأزمة والحفاظ على التقدم الذي تحقق وتجديد أطر أوروبا وجدول الأعمال فيها وسيقتضي التغلب على هذا التحدي تنسيقاً أشد قوة وإذا نجحت حكومات أوروبا فستخرج المنطقة بمؤسسات أقوى واقتصاد أكثر حيوية وعافية، وأشد قدرة على مواجهة ليس التحديات الراهنة فحسب بل تحديات المستقبل أيضاً

- لا يمكن تحقيق مجابهة الأزمات في الحاضر والمستقبل إلا من خلال الإرادة السياسية والتغيير في الإطار المالي كجعل الأهداف الخاصة بالعجز والديون في الأجل المتوسط أكثر إلزاماً وجعل الإسقاطات الاقتصادية الكلية أكثر واقعية،ولكي ينجح أسلوب الإنقاذ المالي ينبغي أن تربط الحكومة اليونانية نظام الرواتب بمعدل الإنتاجية وذلك يقتضي تطبيق إصلاحات بنيوية شاملة في سوق العمل وأنظمة الضرائب والتعليم العالي والرواتب التقاعدية وينبغي أن تبلغ اليونان في تطبيق هذه الإصلاحات حدا بعيداً بلغته.

12- دراسة رديف مصطفى، إسماعيل مراد، بعنوان **أزمة اليونان وتداعياتها على دول منطقة اليورو**، ورقة بحثية مقدمة للملتقى الدولي الثاني حول: واقع التكتلات الاقتصادية زمن الأزمات يومي 26 و 27 فيفري 2011 بجامعة الوادي.

بعد دراستنا للأزمة المالية 2008 والإمعان في مختلف أسبابها و مظاهرها، وكذا التعرض إلى أزمة اليونان ومختلف تداعياتها خاصة على دول مجموعة اليورو، توصل الباحثان إلى النتائج التالية:

- أنه يجب على الدول المتقدمة فرض قيود أكثر على القروض الاستهلاكية و كذا القروض العقارية، بالمقابل التحفيز على القروض الاستثمارية أي الرجوع إلى الرأسمالية الإنتاجية.
- مزيد من الرقابة على البنوك والمؤسسات المالية الأخرى مثل شركات التأمين
- محاربة التعامل داخل الأسواق المالية غير المنظمة من جهة، و كذا محاولة التقليل من الأنشطة خارج الميزانية (المستقبليات، الخيارات، ...إلخ)
- اعتماد وكالات و طرق أكثر مصداقية من أجل تقييم الأسهم، خاصة وأن مختلف الأزمات التي عرفها النظام الرأسمالي كان من بين أسبابها الرئيسية فشل وكالات التقييم.
- مزيد من الصرامة في المعايير المحاسبية خاصة في حالة الشركات العملاقة و الشركات متعددة الجنسيات.

المبحث الثالث : الدراسات المتعلقة بكفاءة الأسواق المالية وتكاملها

خصص هذا المبحث لإعطاء نظرة على مختلف الأبحاث المتعلقة بتكامل لأسواق المالية وكفاءتها

1-الدراسات المتعلقة بتكامل الأسواق:

1-1-دراسة لخضاري نجاة،**التكامل النقدي الأوروبي منطقة النقد المثالية ومدى استفادة الدول العربية، مذكرة ماجستير،في الاقتصاد، جامعة تلمسان، 2006**

استخلص الباحث من خلال هاته الدراسة إلى أن أوروبا بالرغم من الخلافات التي التاريخية التي آلات إليها منذ الحرب العالمية والثانية إلا أنها استطاعت إن تتجاوز كل الخلافات وتبني اقتصادها وتتوحد ظهر في الوحدة النقدية لعملة اليورو كعملة احتياطي عالمي واصطحبت تزاحم بها اقوي العملات في العالم كالدولار والين أما عن الدول العربية فهي ملزمة على التعايش مع هاته العملة والاستفادة من هاته التجربة والاعتبار بها ،كما وجب على الدول العربية كالجزائر ان تتعامل مع اليورو لتعظيم المكاسب والسعي إلى التقليل من المخاطر الناجمة عنه، وأفضل سبيل هو وراء استغلال قنوات الحوار السياسي والعلاقات الشخصية البينية.

1-2-دراسة احمد منير النجار 2005 بعنوان عولمة الأسواق المالية وأثرها على تنمية الدول النامية مع الإشارة إلى حالة الكويت:

وقد استنتج الباحث أنه من حيث حجم الأسواق المالية وعلاقاتها وأدواتها الجديدة فإن هذه العولمة أحدثت ترابطا عضويا قويا بين هذه الأسواق مما أدى إلى ظهور ما يسمى نهاية الحدود الجغرافية وأن العولمة المالية عملية لامناص منها تفرض قبولها عالميا بالشروط والآليات التي يتم التعامل بها حاليا، وقد ساعد في ذلك ثورة الاتصالات والتطور الهائل في المعلوماتية، كما استنتج الباحث أنه من المناسب لدول النامية في مجال تبني العولمة المالية هو التمهل النسبي في الدخول إلى إجراءات التحرير المالي، وليس الامتناع الكلي، واتخاذ الإجراءات التي تراها مناسبة من أجل تحقيق الاستقرار الاقتصادي، وتطوير المؤسسات المالية المحلية والسيطرة على الديون الخارجية، وإيجاد احتياطات كافية وملائمة، واتخاذ مجموعة متكاملة من الإجراءات والسياسات الإشرافية وفي الأخير فإن العولمة المالية ليست شرا يجب الابتعاد عنه تماما، كما أنها ليست الوسيلة الوحيدة والأكيدة للدول النامية لتحقيق أهدافها في النمو والتنمية.[26]

1-3-**دراسة صعف عبد الله الركيبي 2002** : وردت هذه الدراسة عن جهود التي بذلها الاتحاد من خلال وضع الأسس اللازمة من أجل تسهيل تبادل تسجيل الأوراق المالية بين البورصات الأعضاء في الاتحاد، إلا أنه واجه الكثير من الصعوبات أهمها: تباين القوانين والأنظمة المستخدمة في البورصات الأعضاء، انعدام المؤسسات المالية المكملة للبورصة مثل شركات الاستثمار وللتغلب على تلك المعوقات، فقد سعى الاتحاد خلال فترة التسعينات من القرن الماضي بأن يقوم بالربط والتنسيق بين البورصات العربية،وذلك من خلال إشرافه على عقد اتفاقيات ثنائية وثلاثية بين البورصات الأعضاء.

1-4-**دراسة رياض أسعد 2007** : وهي دراسة نظرية بعنوان أُثر المناخ الاستثماري الايجابي على تكامل أسواق المال العربية، وقد جاءت في ورقة بحثية تلخص أن ما تحقق من استثمارات بينية عربية حتى ألان لم يكن مطلقا من قبيل الاستجابة لدوافع التكامل الاقتصادي العربي بل هو نتيجة مباشرة للمبادرات المشروعة للقطاع الخاص للاستفادة من الفرص الاستثمارية المتاحة بشكل عام داخل الوطن العربي وخارجه، كما أن الصين والهند وباكستان لا تختلف عن مصر والمغرب والأردن وغيرها، ولا يمكن اعتبار هذه الأنشطة دليلا على توفر مناخ إيجابي

[26] احمد منير النجار،**عولمة الأسواق المالية واثرها على تنمية الدول النامية، الملتقي الدولي 15/16 مارس 2005** جامعة فلاديلفيا: **انظر** الى عبد الله بن الضب، **كفاءة الأسواق المالية وتكاملها**، مذكرة ماجستير، جامعة ورقلة، 2011، ص(ص)

للاستثمار في الوطن العربي يعطي أفضلية استثمارية له على غيره من الأوطان كما بينت الدراسة انه لبناء مناخ استثماري جيد وايجابي يتوجب على الدول توفير تشريعات واضحة لا لبس فيها تؤمن لكل من يريد من المستثمرين العرب بجميع مستوياتهم، ومن القطاعين العام والخاص امتلاك الحرية الكاملة في استثمار أموالهم في المجالات التي يرغبون سواء كانت زراعة أو صناعة دون أي معوقات إجرائية مهما كانت طبيعتها.[27]

1-5-**دراسة الاسكوا 2004** [28]وهي اللجنة الاقتصادية والاجتماعية لغربي أسيا: وقد حددت هاته الدراسة القضايا والتحديات التي تواجه البلدان الأعضاء في الاسكوا وذلك بشأن ربط الأسواق المالية الإقليمية للأوراق المالية، مع إعطاء الاهتمام الخاص لشتى التفاصيل التقنية على مستوى الشركات والمستويين التشريعي والتنظيمي والبني التحتية الضرورية، كا تشكل المعلومات الأساسية والتحليلات الورادة في هذه الدراسة لعدة من التوصيات المفيدة لتيسير تطوير وربط الأسواق المالية العربية الناشئة،من بين الاستنتاجات التي خرج الباحث أن الأسواق العربية للأوراق المالية لاتزال تفتقر إلى الروابط الإقليمية والدولية الهامة في الوقت الذي ينتقل فيه العالم صوب زيادة التكامل المالي،مع قلة من الاستثناءات الملحوظة، حيث تطلب اتفاق الربط بين الكويت ولبنان ومصر ولإنشاء مؤسسات مقاصة لتسوية مراكز إيداع للأوراق المالية فضلا عن آليات سرعة إكمال نقل الملكية وضمان حقوق المساهمين، كما كان على البلدان الثلاثة السالفة الذكر أن تحقق الربط بين الأسواق المالية العربية للأوراق المالية في سوق مالية إقليمية متكاملة من خلال جهود تيسير الإدراج المشترك للشركات والتدوال الالكتروني العابر للحدود وإتاحة إمكانية الوصول للمستثمرين الأجانب على أن يكون من خلال إقامة منصة تداول موحدة

1-6-**دراسة جبار محفوظ 2007**: تناولت هذه الدراسة مقومات التكامل والربط بين العربية، وذلك من خلال عرض التجارب التي قامت بها الدول الكبرى في إطار الربط بين الأسواق المالية، كما تناول الباحث أهم تجارب الأسواق العربية وسلبيات وايجابيات ذلك، وفي الأخير قامت بتحليل الارتباط البيني بين الأسواق العربية وأثر كل من النفط وأسعار الصرف الوطنية والدولار الأمريكي على أسعار أسهم كل سوق.

1-6-دراسة :**Hazem Ali Marachdeh 2006** :تهدف هذه الدراسة إلى اختبار التكامل المالي بين أربعة أسواق أسهم ناشئة في منطقة الشرق الأوسط وشمال افريقيا؛ من أربع دول هي مصر وتركيا والأردن والمغرب،

---

[27] رياض اسعد، **أثر المناخ الاستثماري الايجابي على تكامل أسواق المال العربية**، مؤتمر مسقط 2007،الاكادمية العربية للعلوم المالية ،انظر : عبد الله بن الضب ، **نفس المرجع** السابق ، ص ط

[28] اللجنة الاقتصادية والاجتماعية لغربي اسيا، **ربط أسواق الاوراق المالية من أجل تحقيق التكامل الاقليمي في منطقة الاسكوا**، الامم المتحدة،004-0050 ، نيويورك، 2004 : انظر : عبد الله بن الضب **مرجع سابق** ص(ص)

كما تهدف هذه الدراسة إلى قياس مدى تكامل هذه الاسواق مع بعض الأسواق المتقدمة ممثلة بأسواق كل من الولايات المتحدة الأمريكية وبريطانيا وألمانيا، لتحقيق هذا الهدف قامت الدراسة باستخدام مجموعة من الطرق الاقتصادية القياسية الحديثة وتطبيق هذه الطرق على مؤشرات أسعار الأسهم الشهرية في هذه الأسواق خلال الفترة مابين 1994-2004 وبدأت بإجراء اختبار الجذور الوحدوية بوجود تغيرات هيكلية محددة ضمنيا في هذا الاختبار، وذلك وفقا لنموذج pp وبالتحديد فقد تم استخدام طريقة IOM ولغرض قياس مدى تكامل أسواق الدول المتقدمة من جهة أخرى فقد قامت الدراسة باستخدام نموذج اقتصادي قياسي حديث للتكامل المشترك يسمى أو ما يعرف اختصار ARDL ،وقد أثبت هذا النموذج فعالية كبيرة مقارنة مع غيره من نماذج التكامل المشترك عند قياس علاقات التوازن في المدى الطويل، إضافة إلى ما سبق قامت الدراسة باختبار العلاقات الديناميكية بين مؤشرات هذه الأسواق في المدى القصير وكيفية تأثيرها على بعضها البعض وذلك باستخدام ما يعرف باختبار السببية لقرانجر ، وقد أظهرت نتائج الدراسة على وجود التحليل القياسي لكل المتغيرات محل الدراسة وبرزت دلائل واضحة على وجود ما يعرف بالجذور الوحدوية حتى في ظل وجود التغيرات الهيكلية، كما أظهرت الدراسة تواريخ التغييرات الهيكلية المحددة ضمنيا من النموذج نفسه تتزامن مع أحداث حقيقية وقعت بالفعل وأثرت على هذه الأسواق، وأظهرت نتائج اختبارات التكامل المشترك وجود علاقة توازن طويلة المدى بين جميع أسواق المنطقة، مما يعني أن هذه الأسواق تتحرك سوية في المدى الطويل،وفي نفس الوقت لم تجد الدراسة وجود علاقة من النوع بين سواق المنطقة والأسواق المتقدمة، هذا يعني أن أسواق الدراسة منفصلة عن أسواق الدول المتقدمة ماعدا السوق المصري والتي أثبتت الدراسة عكس ذلك أي أن هناك علاقة بينه وبين أسواق أمريكا وبريطانيا بعيدة المدى.

1-7-دراسة **Ulaganatan Subramanian 2008** :وقد درس فيها الباحث تكامل خمسة أسواق للأوراق المالية في شرق أسيا طوكيو،شنغهاي،اوساكا،هونغ كونغ وسوق كوريا للأوراق المالية ، استخدم الباحث تقنيات كمية للكشف عن مدى وجود جذر وحدودي،شبه التكامل،عدم ثبات التباين ودراسة السببية .

1-8-دراسة **lokman Gunduz**: وقد هدفت هاته الدراسة إلى اختبار تكامل الأسواق المالية اعتمادا على عينة من أسواق الشرق الأوسط وجنوب إفريقيا، مستعملة في ذلك لوغاريتم المؤشرات الأسبوعية في كل من تركيا وإسرائيل والأردن، خلال الفترة الممتدة من أوت 1997 إلى غاية 2000 حيث تم تطبيق اختبار جذر الوحدة دكي فولر دكي فولر المصحح واختبار جوهانسن للتكامل المشترك واختبارات أخرى، وقد أظهرت نتائج

الدراسة أن السلاسل الزمنية غير مستقرة في مستوياتها، وأنها تتضمن جذور وحدوية، كما بينت الدراسة انه لا يوجد للتكامل المشترك بين هذه الأسواق في المدى البعيد.[29]

2- الدرسات المتعلقة بكفاءة الأسواق المالية:

2-1 –**دراسة عبد بن الضب** 2011:جاءت هذه الدراسة بعنوان كفاءة الأسواق المالية تكاملها مع دراسة لعينة من الأسواق المالية العربية (الأردن، الكويت، المغرب ،مصر) خلال الفترة 2009/2001 من خلال دراسة حالة هذه البورصات اعتمادا على المؤشرات اليومية خلال هاته الفترة باستعمال الأساليب القياسية الحديثة وقد توصل الباحث إلى النتائج التالية:

-لا تتبع أسعار الأوراق المالية السير العشوائي حسب كل الاختبارات الخاصة بالسير العشوائي والمتمثلة في اختبار DF,ADF,PP والمطبقة على أسعار الساهم في الأسواق المالية العربية، والمعبر عنها بالمؤشر العام للسوق خلال الفترة من 2001/06/18 إلى 2009/10/08 أكثر من 2040 مشاهدة يومية، كما تتميز مردوديات هذه الأسعار بالاستقرارية، ومن ثم يمكن القول أن الأسواق المالية العربية لاتتسم بالكفاءة المعلوماتية عند المستوى الضعيف.

-ترتبط أسعار الأوراق المالية العربية ارتباط طرديا مع بعضها البعض بمعامل فاق 93 في المئة بين مؤشر كل من بورصة الكويت ومصر ، في حين تميزت مردودية الأسهم في الأسواق المالية العربية بارتباط ضعيف تنوع بين الايجابي السلبي.

-تتميز مردودية الأسهم في الأسواق المالية العربية المدروسة بتوزيع غير طبيعي.

-يثبت اختبار التكامل المتزامن بين أسعار الأسهم في الأسواق المالية المدروسة بوجود شعاع واحد للتكامل المتزامن حسب اختباري الأثر والقيمة الذاتية العظمى .

-توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين أسعار أسهم الأسواق المالية العربية في الاتجاهين بين كل من مصر والمغرب والأردن، في حين توجد كذلك بين عوائد الأسهم لجميع الأسواق المالية العربية المدروسة .[30]

[29] lokman Gunduz and mohammed omran ; **Stochastic Trends and stok prices in emerging Markets a pape ris presented ;september 13-16** ;2000 **أنظر الى**:عبد الله بن الضب، **مرجع سابق** ، ص ش

[30] عبد الله بن الضب، **مرجع سابق** ،ص 255

2-2-دراسة **Midaani, M. Ayman 1991** بعنوان Determiyayts of kuwati stock prices: An Empiricai luvestigation of Industial servis and food Company Share

تمت الدراسة بسوق الكويت للشركات المسعرة حتى سنة 1991، هدفت هذه الدراسة لتحديد العوامل المؤثرة في أسعار الأسهم، وقد شملت عينة الدراسة 54 شركة موزعة على 8 قطاعات،حددت من خلالها أربعة متغيرات لاختيار أثرها على الأسعار هي معدل العائد للسهم الواحد ومعدل توزيعات الأرباح للسهم الواحد ونسبة المديونية وأخيرا نسبة الموجودات الثابتة إلى مجموع الموجودات، وقد خلصت الدراسة بأن هذه العوامل ليس لها تأثير على أسعار أسهم عينة الدراسة مما يعني أن سوق الأوراق المالية الكويتي لا تعكس المعلومات المتاحة وبالتالي فهو ضعيف الكفاءة.

2-3–**دراسة وائل إبراهيم الراشد** بعنوان حركة أسعار عشوائية أم تنبؤات وكفاءة سوق الكويت للأوراق المالية؟ وقد تمت هذه الدراسة في سوق الكويت للأوراق المالية خلال الفترة 2000-2002 وتوصلت إلى أن أسعار الأسهم في سوق الكويت للأوراق المالية تتحرك عشوائيا، وقد تم الاعتماد على ثلاثة نماذج أساسية لاختبار فرضية السير العشوائي، النموذج الأول هو استخدام نموذج السير العشوائي، أي أن السعر الحالي هو نتيجة للسعر المتباطئ لفترة واحدة، والنموذج الثاني هو اختبار دكي فلر للفروق الأولى في السعر والنموذج الثالث هو نموذج دكي فلر للانحراف والاتجاه واختبار جذر الوحدة . وتوفر النماذج الثلاثة الدليل على أن الأسعار تسير عشوائيا مع انحراف قدرة صفر وجذر للوحدة؛

2-4 –دراسة **عصام عباس محمد فضل المولى** 2008 : تناولت الدراسة دور المعلومات المحاسبية في قياس كفاءة سوق الخرطوم للأوراق المالية، تبرز أهمية هاته الدراسة في توضيح مدى اعتماد المستثمر على المعلومات المحاسبية عند اتخاذ القرار الاستثماري مقارنة بمعلومات الوسطاء والسماسرة واثبات تأثير هذه المعلومات على حجم المتعاملين في سوق الخرطوم للأوراق المالية ، كما هدفت إلى تحقيق الدور الذي تساهم به المعلومات المحاسبية في قياس درجة كفاءة سوق الخرطوم للأوراق المالية وكذلك التعرف على المشكلات التي تحد من كفاءة السوق وطرح الحلول الممكنة لها، وقد قام الباحث بجمع معلومات أولية عن طريق الاستبانة التي تم توزيعها على عينة الدراسة باستخدام البرنامج spss وبعد تحليلها توصلت الدراسة لعدة نتائج أهمها: حجم الاستثمار في سوق الخرطوم للأوراق المالية يتوقف على حجم المعلومات المحاسبية المتوفرة بالتقارير والقوائم المالية ، المعلومات الموجودة في التقارير والقوائم المالية ومعدل دوران الأسهم والقيمة السوقية للسهم وربحيته تعتبر كافية لاتخاذ قرار الاستثمار،

قرارات المستثمرين بسوق الخرطوم للأوراق المالية تتأثر بمعلومات الوسطاء والسماسرة،لنجاح وتطور السوق لابد من تكثيف الإعلام وزيادة الوعي الاستثماري للسودانيين في الداخل والخارج، المعلومات التي تتوفر بسوق الخرطوم للأوراق المالية يجب أن تكون معلومات شاملة بين الفترة السابقة مع توقعات بالمستقبل وأن تكون درجة الإفصاح عنها كافية تساعد المستثمرين في سوق الخرطوم ، كما يتطلب إيضاح بنود القوائم المالية وسهولة فهمها مع ضرورة الإفصاح عن المعلومات بالكامل وبحث السبل والطرق التي تؤدي إلى توسيع قاعدة المتعاملين في سوق الخرطوم.[31]

2-5-دراسة **kabir .M 2003** : استخدم الباحث من خلال هذه الدراسة كل من نموذج GARCH-M EGARCH وتوصلت الدراسة أن السوق الكويتية للأوراق المالية لاتتسم بالكفاءة عند المستوى الضعيف بالرغم من أن الكفاءة تتحسن قبل نهاية التسعينات، كما أصبحت بداية من تلك الفترة أكثر كفاءة معلوماتيه وتقول الدراسة أنه يلزم على أصحاب القرار في السياسة المالية ضخ المزيد من السيولة في السوق المالي والعمل على ضمان وصول المعلومات الصحيحة والموثوق بها في الوقت المناسب إلى كافة المتعاملين في السوق المالي .

2-6-دراسة **Barry Harrison 2004** تناولت هاته كفاءة السوق المالية في كل من رومانية وجمهورية التشيك باستخدام نماذج GARCH المصحح والتي تعتبر من النماذج شائعة الاستعمال في اختبار وفحص عوائد الأسواق المالية، وذلك بالاعتماد على بيانات أسعار الأسهم المالية للدولتين في ظل اقتصاد انتقالي . ومعرفة موصفات GARCH الملائمة لكفاءة السوق وعلاقته مع معامل التفرطح وتم التوصل من خلال استعمال هذا الاختبار إلى أن العوائد تتوزع توزيعا طبيعيا في كل من السوقين، أما استعمال GARCH المصحح أفضى إلى رفض عدم كفاءة السوق الروماني، وعدم رفضها في جمهورية التشيك .[32]

2-6-دراسة **Mauro mecagni 1999**: تناولت هذه الدراسة كفاءة أسعار الأسهم وسلوك عوائدها في البورصة المصرية، كما تناولت العلاقة بين هذه العوائد والتباين الشرطي، باستخدام نموذج GARCH(p .q) ،وذلك بالاعتماد على عينة تتكون من 828 مشاهدة يومية لعوائد الأسهم خلال الفترة من 1994/09/01 إلى 1997/12/31 ،توصلت الدراسة إلى أن السوق تبتعد عن الكفاءة في تسعير الأسهم.

2-7-دراسة (**Sami Gharbi(2002** : جاءت الدراسة لمعرفة مدى ردود أفعال التباين في المؤشرات البورصية نتيجة الإعلان عن بعض المتغيرات الاقتصادية الكلية، واختبرت بالتجديد كفاءة بورصة باريس عند المستوى

[31] http :// www.sustech.edu/sudannezAR/index-php جامعة السودان :ص ر ،**مرجع سابق** عبد الله بن الضب، **انظر الى** :

[32] عبد بن الضب الله، **مرجع سابق**، ص ذ

الضعيف، اعتمادا على مردودية المؤشر cac40 خلال الفترة الممتدة من 1991/01/02 إلى غاية 2001/05/30 ب حوالي 2717 مشاهدة يومية، وعلى المتغيرات الاقتصادية الكلية من تقارير شهرية وثلاثية (معدلات البطالة . مؤشر الإنتاج ...) وذلك باستعمال نموذج GARCH حيث أظهرت النتائج أن هناك تجاوب كبير وزيادة في مردوديات الأسهم بباريس إثر كل إعلان عن الزيادات في المؤشرات الاقتصادية الكلية، مما يعني كفاء سوق باريس عند المستوى الضعيف.[33]

2-8–**دراسة Khalid Bakir 2002**: هدفت هذه الدراسة إلى اختبار كفاءة أسواق الأسهم في بورصة القيم المنقولة للدار البيضاء مستعملة في ذلك أسعار الأسهم اليومية ل 28 شركة ، والأسعار اليومية للمؤشر العام لسوق، حوالي 36000 مشاهدة خلال الفترة من 1996/01/01 إلى غاية 2000/12/31 وقد توصلت الدراسة إلى أن مردودية السوق ومردوديات الأسهم كلها مستقرة، وأنها تتبع التوزيع الطبيعي، كما تم رفض فرضية ارتباط المردويات السابقة، في تم التوصل إلى أن هاته الأسواق تتسم كلها بالكفاءة في المستوى الضعيف.

2-9- دراسة (**Fama 1976**): وقد ابرز من خلالها المفهوم الحقيقي لكفاءة السوق والتي تمثل عند المستوى العالي أن تكون الأسعار تتغير تلقائيا بفعل المعلومات الورادة للسوق، أي أن السوق في حالة الكفاءة التامة يجب أن تعكس فيها الأسعار كل المعلومات المتوفرة بشكل تام، واعتمدت الدراسة على مؤشر داوجنز الصناعي لعدد من الشركات ودراسة الارتباط البسيط بين هذه العوائد اليومية وأسعارها خلال الفترة من جويلية 1963 إلى جوان 1968 .

2-10–**دراسة حازم مراشدة 2008** : هدفت هذه الدراسة إلى اختبار مدى توافق مؤشر سوق الأوراق المالية في الإمارات العربية المتحدة مع معيار كفاءة الأسواق المالية عند المستوى الضعيف، وذلك بالاعتماد على اختبار الجذر الوحدوي التقليدي، وتطبيق نموذج pp وفي الأخير تم التوصل إلى بيانات سوق الأوراق المالية في الإمارات العربية المتحدة تتضمن جذر وحدوي، وأنها تتبع السير العشوائي، مما يوحي أن السوق ذو كفاء على المستوى الضعيف.

2-11-**دراسة مهدي الكسل** : وقد بينت الدراسة إلى أن أسعار الأسهم في سوق عمان للأوراق المالية تتأثر بالأسعار السابقة لها مباشرة وذلك عند مستوى الدلالة 0.05 وهذا يعني أن السوق لاتتمتع بالكفاءة عند

[33] Sami Gharbi **Reaction de la voltilite boursiere aux annonces macro-economiques ; cas de la Bourse de Paris** :Laboratoire BESTMOD.Institut Superieur de Gestio ;Universite de Tunis ;2002، ص خ **مرجع سابق**، انظر الى عبد بن الضب

المستوى الضعيف، كما أن الأسعار الشهرية الحالية للأسهم تتأثر بالأسعار الشهرية السابقة لها مباشرة،كما أن العوائد الحالية اليومية تتأثر بالعوائد السابقة، عند مستوى دلالة 0.05 الأمر الذي يمكنه للتنبؤ بالعوائد اليومية، وأظهرت النتائج عدم وجود تكرار في التداول عند النظر إلى أسعار الأسهم اليومية والشهرية وهذا يعني أن السلسلة غير عشوائية في حين أن هناك تكرارا في التداول عند الأخذ بعين الاعتبار العوائد اليومية.[34]

2-12-دراسة أكارغورلار: انعكاسات إصدار العملة الموحدة باليورو" على اقتصاديات البلدان الأعضاء في منطقة المؤتمر الإسلامي 2003:

خلصت هذه الدراسة بأن التوقعات بشأن الأورو ايجابية بحيث أنه سيبرز كعملة قوية مقابل العملات القوية العالمية الرئيسية مثل الدولار والين الياباني وذلك من خلال حجم التعاملات والصرف والاستثمارات، والأرصدة التمويلية الاحتياطية للبنوك المركزية.

كما بدأت البنوك المركزية في البلدان النامية في إطار تلك التوقعات بما فيها دول الأعضاء في المؤتمر الإسلامي والتي لها ترابط وعلاقات تجارية واستثمارية وثيقة ببلدان الاتحاد الأوروبي بالاحتفاظ بأرصدة احتياطية باليورو في فيفري 1999م، كما زادت هاته النسبة من الاحتياطات والأرصدة بالعملات الأجنبية لتصل إلى 15% كما أدى الانخفاض في قمة اليورو مقابل الدولار إلى تكبد هذه الدول خسائر في احتياطاتها بسبب الثغرات في سعر التعادل بين اليورو والدولار وقد أدى الانخفاض في عملة اليورو إلى هبوط في أسعار السلع والخدمات الأوروبية من مثيلاتها الواردة من الولايات المتحدة وهذا قد يؤدي إلى زيادة القدرة التنافسية للبلدان منطقة اليورو وتعزيز نشاطها .

إن بعض الانعكاسات المبدئية التي جرى تحليلها في هذه الورقة إلى أن عواقب تداول اليورو لن تكون إيجابية على البلدان النامية بوجه عام، وعلى بلدان المنظمة بصورة خاصة، وقد لوحظ حدوث انخفاض كبير في حصة الاتحاد الأوربي من صادرات البلدان المشتركة في التنظيم، وهذا أثر سلبا على البلدان المجاورة للاتحاد في إقليم المتوسط وإفريقيا وجنوب الصحراء والشرق الأوسط.

كما ستتأثر بلدان المنظمة سلبا كلما رفع الاتحاد من مستوى تكامله الإقليمي والاقتصادي بين اعضاءن وأصبح أكثر انغلاقا على نفسه[35]

[34] عبد الله بن الضب، مرجع سابق ، ص ح

[35]-أوكادغورلار : **مجلة التعاون الاجتماعي بين الدول الاسلامية** ، 2003، ص36.

2-13-دراسة سليمان ناصر: اليورو وآثاره على الاقتصاد الجزائري:

توصل الباحث إلى أن تجربة اليورو وبعدما أن كانت حلما أصبح، واقعا معاشا تتطلب من البلدان النامية ومنها الجزائر التفاعل معها من جانبين أساسين:

-**الأول** : الاستفادة من هذه التجربة والاعتبار بها، خاصة وأنها توجت بعدة مراحل من الوحدة بين الدول الأوروبية امتدت إلى نصف قرن من الزمان، وهي نفس المدة منذ ظهور فكرة الوحدة الاقتصادية العربية ولم يتحقق منها شيئا، كما أن الوحدة الأوروبية تجمع بين شعوب يفرق بينها الكثير وأولاها اختلاف اللغة، بينما فشلت الوحدة العربية بين شعوب تجمعها العديد من المميزات أهمها اللغة.

-**الثاني**: التعامل باليورو يعد أمرا واقعا مفروضا على كثير من البلدان النامية ومنها الجزائر بحكم العلاقة الاقتصادية القوية مع الاتحاد الأوروبي لذا وجب عليها تعظيم المكاسب والسعي إلى تقليل المخاطر الناجمة عنه، وذلك بالاسترشاد واستغلال قنوات الحوار السياسي والعلاقات الشخصية البينة كأفضل سبيل لتحقيق ذلك.

2-14-دراسة سليمان بشوط تداعيات أزمة الديون الأوروبية على الاقتصاديات المغاربية.

توصل الباحث إلى النتائج التالية:

-يتوقع أن يشهد العالم هبوطا في مؤشرات النمو الاقتصادي خلال السنوات القادمة مقارنة بالنمو الذي يشهده عام 2010، وذلك نتيجة للصدمات التي هزت الاقتصاديات المنعدمة وخاصة الاضطرابات المالية التي تمر بها منطقة اليورو.

-تفاقم أزمة الديون السيادية، قد تساهم في تزايد المخاوف من مدى قدرة البلدان على تثبيت دينها.

-سياسات التعسف المنبعثة في بلدان الاتحاد تؤدي إلى رفع الضرائب لمواجهة النفقات وهذا يرجع على التوسعات الصغيرة والمتوسطة بالإفلاس، وتباطؤ النمو.

-ارتفاع فاتورة الدول المغاربية من الوردات والتعاملات بالعملة الأوروبية

-يجب على صناع القرار في الدول المغاربية التقليص من التبعية عن طريق مخططات تنموية .[36]

[36]-سليمان شيوط ، **تداعيات أزمة الديون الأوروبية على الاقتصاديات في الدول المغاربية**، مجلة رؤى اقتصادية،عدد06،2014، ص153.

2-15-دراسة لبنة جديد 2004، السوق الأوروبية المشتركة والسوق العربية المشتركة:

يرى الباحث من خلال دراسته إلى أن المقدمات التي تشابهت بها التجربتين العربية والأوروبية لا تكفي لأن تؤسس مقارنة كاملة بين الطرفين، إلا على سبيل الاستفادة من التجربة الأوروبية في إنجاح المشروع العربي، وبالتالي فإن فشل السوق العربية المشتركة يعود إلى الخطأ الذي وقعت فيه الأطراف المعنية في تقليد أو محاربة تقليد التجربة في السوق الأوروبية المشتركة دون الالتفات إلى اختلاف البنيات الأساسية ودرجة التطور الاقتصادي والاجتماعي القائمة بين المجموعة الاقتصادية الأوروبية والوطن العربي، حيث أثبتت التجربة الأوروبية أهمية وجود قدر كبير من التشابك بين المجتمعات المعنية وتقارب عميق وتعامل اقتصادي نشط وشعور بجدوى هذا التعامل مع التأكيد على وجود اتفاق منذ البداية على المضي في التكامل نحو نهايته، لذلك فإن العوامل الداخلية التي أعاقت قيام السوق العربية المشتركة وتحقيق عمل عربي مشترك هي الأجدر بأن تكون موضوع الجهد الهادف إلى التغيير والتأثير فيها هو المسار العملي الأكثر جدوى للوصول إلى النتائج المرجوة[37]،.

2-16-دراسة غراية زهير، معزوز لقمان، أزمة الديون السياسية بمنطقة اليورو 2010:

بعد الوقوف على حيثيات أزمة الديون السيادية الأوروبية وأهم الآليات المتخذة تم التوصل إلى جملة النتائج أوجزها الباحثان فيما يلي:

-أثبتت الديون السيادية الأوروبية الراهنة أن هناك صعوبة كبيرة لمواجهة المشكلة من خلال السياسات الاقتصادية التقليدية المتعارف عليها لأنها سياسات لن تلقى شعبية لدى دول المنطقة الأورو الحديثة وستؤثر على الاستقرار السياسي والاجتماعي.

-من إفرازات الأزمة المالية العالمية بروز تشكل غير متوقع لأزمة جديدة مسرحها دول منطقة الأورو عام2010م.

-منطقة اليورو تواجه ثلاثة سيناريوهات محتملة أولها انهيار الأورو من خلال خروج دولة أو أكثر، الثاني تعاني منطقة اليورو، الثالث أن تصبح المنطقة أكثر تكاملا وقوة ومدعاة لتماسك بفضل استعادة عجلة النمو الاقتصادي وعلاج مشكل التوظيف وعجز الموازنة العامة.

-قيام البنوك بالإفراط في الإقراض بدون ضمانات كافية[38].

---

[37]-لبنة جديد، **السوق الأوروبية المشتركة والسوق العربية المشركة** ، مذكرة ماستر، العلاقات الدولية، جامعة تشرين، 2004، ص162.

[38]غرابة زهير، مغرور لقمان، **أزمة الديون بمنطقة اليويو2010**، ورقة عمل ، مجلة دفاتر ، عدد2011/02، جامعة الجلفة، ص13.

2-17-دراسة Benjomin Gompfer, Ann- Katrin Letersen -Ruff بعنوان: Scenorios For Gouvernment dedt in Europe

وتتضمن هذه الدراسة مستقبل الديون الأوروبية حتى 2012، نشرت في مجلة البحوث الاقتصادية وتطوير الشركات الورقة شملت دولة اليونان أيرلندا والبرتغال وإسبانيا رسمت ثلاثة سيناريوهات لمستقبل الديون الأوروبية في أربع من أكبر الدول المتأثرة بالأزمة وكانت النتائج كلها تنشر إلى معدلات أكثر بكثير من المحددة في معاهد ماستراخت.

2-18-دراسة بوصبايع رحيمة: بعنوان التكتلات الاقتصادية في ميزان الأزمة المالية:

حيث جاءت هذه الدراسة لتبحث في دور التكتلات الاقتصادية في نشر الأزمات المالية داخل رقعتها الجغرافية من عدمه، حيث ركزت على الآليات التي أدت إلى انتقال الأزمة العالمية إلى الاتحاد الأوروبي والتي كانت من أهم أسباب أزمة الديون السيادية التي تعاني منها في الوقت الراهن، مع إثارة إلى حالة اليونان التي تعتبر من منطقة اليورو، وأصبحت تهدد كل المنطقة بالانهيار والتفكك .

2-19-دراسة مجلس الفرقة السعودية بعنوان الديون اليونانية وأزمة اليورو الدروس المستفاد لدول مجلس التعاون الخليجي:

ركزت هذه الدراسة على أزمة اليونان بكل تفاصيلها وأسبابها وعدوى انتشارها داخل الاتحاد الأوروبي، وتداعياتها المحملة على الاقتصاد العالمي والعربي لاعتبارها كنموذج لمجلس التعاون الخليجي في طريقها إلى الوحدة النقدية لتخلص الدراسة إلى نتيجة أساسية مفادها أن التقارب الاقتصادي بين الدول الأعضاء في تكامل وتكتل اقتصادي شرط أساسي لنجاح واستقرار هذا التكتل وأن يكون ذلك مربوط بوجود قيادة سياسية تعمل بشكل متوافق على تحقيق هذا الاستقرار.

2-20-دراسة مركز البحوث والدراسات التابع للغرفة التجارية والصناعية بالرياض بعنوان: **الاقتصاد العالمي رهن الديون الأمريكية والأوروبية 2012.**

شملت هذه الدراسة الديون الأمريكية وأزمة رفع سقف الدين وتخفيض التصنيف الائتماني للولايات المتحدة الأمريكية، وأزمة الديون التي تعاني منها اليابان باعتبارها دولة متقدمة هذا من جهة، وأزمة الديون السيادية في

اليونان وإيطاليا والجهود الرامية لاحتوائها والسيناريوهات المحتملة لمنطقة اليورو، وتأثير كل ذلك على الاقتصاد العالمي.

2-21-دراسة رواق خالد: أثر أزمة الديون السياسية على وقع ومستقبل الوحدة النقدية الأوروبية.

توصل الباحث إلى أن الأزمة المالية الأوروبية كشفت على أن دول الدول الاتحاد النقدي لا تعتبر كمنطقة عملة مثلى بالشكل الكامل لسبب عدم وجود سلطة مالية مركزية في دول الاتحاد، والتي تمكنها من أن تقوم بإعادة توزيع الإيرادات العامة بين الدول الأعضاء على صورة تحويلات مالية من ألمانيا وفرنسا مثلا إلى اليونان.

كما يشكل البناء المؤسساتي للوحدة الاقتصادية لدول منطقة اليورو أحد أهم العناصر الفاعلة في أزمة اليورو، من حيث كونه يشكل تدهور في عملية التكامل الاقتصادي لدول منطقة اليورو، فهو صورة لبناء مالي وفتح الباب على مصرعيه لتثبيت عوامل النمو داخل الاقتصاد الأوروبي، كما أن المشكلة الأساسية للبناء الأوروبي تتجلى في عدم وجود حكومة اقتصادية واحدة ذات حجم كاف، قادرة على امتصاص آثار التعاون البنيوي والجاري بين اقتصاديات دول منطقة اليورو.

وقد كان لغياب الإرادة السياسية لدول الحكومات الأوروبية لتعامل مع أزمة اليونان في ظل تزايد عدم الثقة في المؤسسات الأوروبية لدى العديد من الشعوب مثل ألمانيا ورفضها لتحمل التبعات المالية لدعمها وإصرارها على اتخاذ اليونان لإجراءات تقشفية حادة أثر على زيادة تأزم الأوضاع في منطقة اليورو.[39]

[39]-خالد رواق، **أثر أزمة الديون السياسية على واقع ومستقبل الوحدة النقدية الأوروبية**، مذكرة ماجستر، اقتصاد دولي، جامعة محمد خيضر بسكرة، 2013 ص172.

خلاصة :

حاولنا من خلال هذا الفصل إعطاء وتسليط الضوء على مختلف الدراسات والأبحاث التي تمحورت حول موضوع الدراسة وذلك للإبراز مكانة هذا الطرح في الوقت الحاضر والاستفادة من هاته الدرسات كجعلها خارطة طريق للعمل القادم .

فمن الدراسات ما تم إبراز إلى إن التغير في السياسة النقدية له تأثير هام على الاقتصاد ومنهم من يرى سلوك عرض النقود قد يكون نتيجة للسلوك الدوري للاقتصاد ولتحديد اتجاه العلاقة السببية.

ومنهم من اثبت بالبحث أن للسياسة النقدية إستراتيجية ويجب أن تكون كاملة حتى تستطيع أن تحقق الأهداف الاقتصادية وهناك من يرى السياسة النقدية مرادفة للسياسة الائتمانية (القرضية) لأن السلطات النقدية لا تستطيع أن تتحكم إلا في القروض المقدمة للاقتصاد، كما يؤكد أغلبهم على أن فعالية السياسة النقدية تتوقف على درجة استقلالية السلطة النقدية، ومدى وجود إرادة سياسية واقتصادية واجتماعية للأنظمة لأن تكون مؤسسة مستقلة بذاتها..الخ.

-جاءت درستنا لتبرز وجهة النظر التي لم يتم التطرق اليها في هاته الدرسات وهي أثر السياسة النقدية على تكامل وكفاءة الاسواق المالية لمنطقة اليورو.

الفصل الثاني

الإطار النظري لسياسة النقدية

تمهيد:

لعبت السياسة النقدية دوراً بارزاً في تحقيق النهضة الاقتصادية في كثير من الدول المتقدمة، وهذا ما جعلها تتصدر السياسات الاقتصادية الكلية لعدة عقود، حتى ظهور النظرية الكينزية في الاقتصاد عقب انفجار الأزمة الاقتصادية الكبرى في الثلاثينيات من القرن الماضي، والتي هيأت الظروف لإزاحة فكر المدرسة الكلاسيكية عن صدارة الفكر الاقتصادي في المستويين الأكاديمي والتطبيقي لتحتل مكان الصدارة النظرية الاقتصادية الكينزية والتي تؤمن أن السياسة المالية تُعد أكثر فاعلية لإدارة الاقتصاد من السياسة النقدية، وبذلك تراجع الاهتمام بالسياسة النقدية في عقدي الثلاثينيات والأربعينيات وحتى مطلع الخمسينيات، حين برز تفاقم العديد من المشاكل والصعوبات الناجمة عن تزايد تدخل الدولة في الحياة الاقتصادية، في ظل تعاظم دور القطاع الخاص في الحياة الاقتصادية والتطور العلمي في أساليب الإنتاج، إلى جانب إهمال دور السياسة النقدية في تنظيم وإدارة الاقتصاد، فأسهم كل ذلك في تهيئة الظروف لتوجيه النقد للسياسات الاقتصادية المنبثقة من النظرية الاقتصادية الكينزية والدعوة للتحول إلى فكر المدرسة النقدية الحديثة، والتي تزعمها الاقتصادي الأمريكي ميلتون فريدمان وبذلك أخذت السياسة النقدية ومنذ السبعينيات مكان الصدارة بين السياسات الاقتصادية الكلية.

سنحاول من خلال هذا الفصل تسليط الضوء على الإطار النظري لسياسة النقدية وعلاقتها بالمتغيرات الاقتصادية.

المبحث الأول : الإطار النظري لماهية النقود والسياسة النقدية وأدواتها

إن السياسة النقدية تمثل محور السياسة الاقتصادية الكلية، ومع ظهور وجهات النظر المطالبة بضرورة المزج بين السياستين النقدية والمالية، ليتسنى الحد من الآثار الاقتصادية السالبة الناجمة عن المبالغة في تطبيق السياسة النقدية وتحقيق قدر أكبر من الفاعلية في التأثير على وضع واتجاه النشاط الاقتصادي، بل أن استناد البنك والصندوق الدوليين بدرجة أكبر على السياسة النقدية عند تصميمهما برامج الإصلاح الاقتصادي والمالي والنقدي (برامج التثبيت والتكيف الهيكلي) في معظم الدول النامية قد جعل منها محور السياسة الاقتصادية الكلية، وبالأخص في معالجة مشكلتي عدم الاستقرار الاقتصادي والتضخم إذ سنقوم من خلال هذا المبحث إبراز ماهية السياسة النقدية مؤسساتها .

المطلب الأول : نظرة عامة حول النقود

سنحاول من خلال هذه المطلب إعطاء نظرة عامة حول النقود من خلال إبراز طبيعتها وهل تعرف حسب وظائفها أم حسب ماهيتها وأثر ذلك على التحليل النقدي .

أولا:مفهوم النقود

إن مفهوم النقود حسب الماهية يقوم على أساس جوهري يفسر أنماطه التي تقودنا إلى تفعيل أوسع لإنتاجية وظائفها لان الطلب على النقود باعتبارها سلعة مرغوبة أو أصلا من الأصول أي عنصرا من عناصر الثروة، يستند إلى الخصائص الوظيفية له.[1]

عرفها الاقتصادي هنري غيتون " إن النقود هي أساسا أداة أو وسيلة تعطي في النهاية لحائزها بالمعنى الاقتصادي قوة شرائية و بالمعنى القانوني وسيلة تحرير ووسيلة تصفية أو تسديد الديون."

كما عرف روبرتسون " النقود على أنها كل ما يقبل عموما في الدفع مقابل السلع أو في الإبراء من جميع التزامات الأعمال"،كما عرفت النقود بأنها "أي شئ شاع استعماله و تم قبوله عموما كوسيلة مبادلة أو كأداة تقييم."[2]

1. النقود سلعة

يقصد بالنقود كسلعة أو خدمة إنتاجية مدى القدرة على تطبيق التقنيات والأدوات المطبقة على السلع والخدمات، كآلية العرض والطلب على النقود ونظرية القيمة.

[1] حسن السيد، **التطورات الحديثة للنظرية والسياسة النقدية**، مجلة دمشق للعلوم الاقتصادية والقانونية، مجلد 15، العدد الاول، 1999، ص16
[2] صالح مفتاح، **النقود والسياسة النقدية مع الاشارة لحالة الجزائر** ، اطروحة دكتوراه، جامعة الجزائر ، 2003، ص 19

وقد برز هذا المفهوم على اثر النظريات التي تناولت دراسة الفرق بين اقتصاد المقايضة والاقتصاد النقدي اثر ظهور النقود على الاقتصاد باعتباره سلعة استهلاكية أو انتاجية، وأن اعتبار النقود كسلعة يفصل جوهر التحليل في الفرق بين اقتصاد المقايضة الذي يقوم على أساس مبادلة سلعة بسلعة، والاقتصاد النقدي حيث يلعب من خلاله النقد دورا مميزا وفريدا عن دور السلع الأخرى والتي يتم مبادلتها بالنقد.[3]

2. النقود أصل

تعتبر وظائف النقود كأصل والتي يمكن أن تؤديها حتى السلع الأخرى مثل وظيفة مقياس للقيم ووظيفة مستودع للقيمة يمكن أن ترتبط بالمعنى الواسع للنقود فتضاف الودائع لأجل، و بالتالي هناك الكثير من البدائل لأن تؤدي هذه الوظيفة و لا تكون وسيلة للمبادلات ،و يمكن أن نقول عن تعريف النقود "النقود رغم أنها كانت من الموضوعات الأولى التي جذبت الانتباه الفكري

وكانت مركز البحث الاقتصادي فإنه لليوم لا يوجد اتفاق تقريبي عما يجب تحديده بالمصطلح، فيتستعمل بمعاني مختلفة، و بين الاقتصاديين كثير من المفاهيم المختلفة بعدد الكتاب عن هذا الموضوع".[4]

ثانيا: وظائف النقود

من خلال التعاريف السابقة لنقود نستنتج أنها تتفق على عناصر واحدة وهنا تبرز لنا وظائف النقود

-1- النقود كوسيط للتبادل:

سمحت النقود و بمجرد استعمالها كأداة أو وسيط للتبادل من القضاء على الصعوبات التي واجهتها المقايضة التي من بينها التوافق المزدوج بين رغبات المتبادلين التي حدت من المبادلات و عقدت عمليات التبادل و تحولت العملية إلى عمليتين منفصلتين عملية بيع بواسطة نقود و شراء بواسطة نقود وأصبح كل منهما بإمكانه بيع ما لديه مقابل الحصول على نقود و أن يشترى ما يريده بواسطة نقود ، وبالتالي كل تبادل مباشر لسلعتين فقد اختفى لصالح تبادلين مقابل نقود، و لقد حصل عن استخدام النقود كوسيط للتبادل مزايا كسهولة التبادل و ازدياد حرية الأفراد في اكتساب القوة الشرائية و زيادة حجم التداول.

2-النقود مستودع مخزن للقيمة

بمعنى أنه يمكن للوحدات الاقتصادية الاحتفاظ بالنقود فهي تمثل مستودع جيد نظرا لقدرة حائزها الحصول على ما يشاء من سلع وخدمات أي مخزن للقوة الشرائية في وقت ما على شكل سائل من أجل إنفاقها في وقت

[3] عبد الرزاق حساني، **النظرية والسياسة النقدية والتوازن الاقتصادي**، اطروحة دكتوراه في الاقتصاد، جامعة دمشق، 2002، ص11 .

[4] W.C.Paterson**, Income, Employment and Economic growth** .Norton an company. p281

لاحق و بهذا فإن أهمية النقود ظهرت كوسيلة للادخار أو اختزان القوة الشرائية أو استيداعها من أجل استخدامها في الآجل دون أن تفقد من قيمتها أي شيء و هذا يبين أن النقود تحمل في ذاتها قوة شرائية مستودعة فيها و تكون حاضرة عند استخدامها في أي لحظة، و لكن هذا لا يعني أن النقود في عصرنا الحاضر هي الأصل الوحيد الذي تختزن فيه الثروة أو يتم الاعتماد عليه في الادخار[5].

3-النقود مقياس للقيمة:

يقصد بهذه الوظيفة أن النقود هي وحدة الحساب المستخدمة في تحديد قيمة كل سلعة أو خدمة بالنسبة لغيرها من السلع والخدمات ، فالنقود تحدد أسعار السلع و الخدمات، فإذا كان في نظام قاعدة الذهب مقياسا للقيم تقيس قيمتها الاستبدالية بالذهب عندما كان للذهب قيمة ذاتية يمكن استبدالها به حيث كان النقد المعياري المتمثل في المعدن نفسه ،و في ظل النظام النقدي يتم تحديد أسعار السلع و الخدمات بالوسيط الذي يتم التبادل به فإنه من الطبيعي أن يعبر هذا الوسيط عن القيم النسبية للسلع و الخدمات ووجود مقياس مشترك تنسب إليه قيم الأشياء فهو يسهل عملية تحديد السلع و الخدمات الموجودة التي يجب أن تتمتع بالثبات النسبي حتى تبقى مقبولة كمعيار لتحديد قيم السلع و الخدمات[6].

4-النقود أداة للمدفوعات الآجلة

إن استخدام النقود كوسيط للتبادل و كمقياس للقيم كما أنها من الضروري أيضا أن تسدد بها المدفوعات الآجلة أو المستقبلية

وهذا يعني أن النقد أداة لتسديد كافة الالتزامات النقدية الناجمة عن المعاملات المالية خاصة في المجتمعات الحديثة كالمعاشات والأجور و المرتبات،كما أنها تساهم في تسهيل عمليات الاقتراض و تحدد ما يتعين على المقترض دفعه في المستقبل للمقرض ولنجاح قيام النقود بوظيفتها هذه يتطلب تحقيق استقرار نسبي للقوة الشرائية في قيمة النقد[7].

[5]إكن لونيس، **مرجع سابق**، ص 07.

[6]Stephen M. Gold feld and Lester V. Chandler, **The economics of money and Banking, Harper an Row**, Publishers, New York, Cambridge 1981, P 07

[7] زينب عوض الله و أسامة محمد الفولي، أساسيات الاقتصاد النقدي و المصرفي، لبنان، منشورات الحلبي الحقوقية، 2003،ص 28

ثالثا : أنواع النقود

1- النقود السلعية الكاملة:

مثل المسكوكات الذهبية التي يختفي فيها عنصر الإئتمان لأن قيمتها النقدية تتعادل مع قيمتعا التجارية ولكي تكون هذه النقود ذات قيمة كاملة يجب أن تتوفر فيها شرطان هما:

أ-إمكانية تحويل النقود من هذا الإستخدام إلى استخدام غير نقدي بدون تكلفة.

ب-إمكانية سك المعدن في صورة نقود بدون حدود وبدون تكلفة.

وللإشارة فإن النقود السلعية ذات القيم الكاملة قد اختفت من الإستعمال في الوقت المعاصر إلا أن بعض المجتمعات أوبعض الأفراد يرغبون في العودة إلى هذا النوع من النقود السلعية ذات القيمة الكاملة لكونهم يعتقدون أنها تحمل مميزات لا تتوفر في غيرها وهي :

-إن هذا النوع من النقود السلعية ذات القيمة الكاملة يوفر لهم الثقة باستمرار، فهي نقود يمكن تحويلها إلى استعمالات أخرى غير النقد بدون خسارة أوتكلفة وهذا يعني أن قيمة النقود يتضمنها قيمة المعدن التي صنعت منها للإستخدامات الصناعية وأن قيمة المعدن ترتبط فقط بالكمية المعروضة منه والطلب عليه للإستعمالات غير النقدية، ولكن هذا التحليل يرد عليه بأن قيمة المعدن تتحدد بالطلب الكلي عليه والعرض الكلي منه سواء كان للإستعمال النقدي أوغيره[8].

-كما يرغب البعض التعامل بهذه النقود لأن التعامل بها يمكن التحكم فيه لكونها تتمتع بالكميات المحددة والمعروفة لدى السلطات النقدية وبالتالي الحد من خلق النقود وهذا يعود إلى عدم وجود النقود الورقية والنقود المساعدة، وهذا ما يقلل من انتشار التضخم ولكن هذا ليس دوما صحيحا فقد تحدث بعض التيارات التضخمية، نتيجة إما لزيادة إنتاج هذا المعدن الذي يستخدم كنقود وإما لنقص استخدامه في الأغراض الأخرى غير النقدية , كما أنه قد يسبب ذلك الكساد,إذا حدث عدم توفر هذا المعدن بالشكل الذي يتناسب مع نموالإنتاج.

2- النقود القابلة للتحويل بكامل قيمتها : (النقود النائبة)[9]

بعدما استخدمت النقود السلعية ذات القيمة الكاملة وانتشر استعمالها بكثرة ظهرت الحاجة إلى استعمال نقود أخرى قابلة للتحويل إلى النقود السلعية ذات القيمة الكاملة وهي نقود تنوب عنها في التداول وهي شهادات

---

[8] L.V. Chander. **The economics of money and Banking** 3rd Harper and Row. New York 1963, P .16 ، 35 انضر إلى صالح مفتاح ، مرجع سابق، ص

[9] صبحي تادرس قريصة : أحمد رمضان نعمة الله، **اقتصاديات النقود والبنوك**، الدار الجامعية، بدون تاريخ الطبع، ص 25.

ورقية تماثل قيمتها تماما، وهي تشبه شهادات إيداع وتصدرها السلطة النقدية لحامل النقود الكاملة أوهي بمثابة إيصالات لمن يريد السحب على رصيد النقود الكاملة ومن أمثلة ذلك الشهادات الذهبية التي كانت متداولة في الولايات المتحدة سنة 1933، والتي تكون مغطاة بكمية من الذهب تعادل في قيمتها الشهادات التي تصدرها خزانة الولايات المتحدة أنذاك أي نسبة التغطية الذهبية لهذه الشهادات تساوي 100 % ولذلك فقد كانت تسمى بالشهادات الذهبية، ويتوقف حجم هذا النوع من النقود على كمية النقود ذات القيمة الكاملة وبالتالي فهي تشبه النقود الكاملة التي تمثلها. فهناك علاقة كاملة بين قيمة النقود النائبة المصدرة وقيمة المعدن الذي تنوب عنه وتمثله تمثيلا تاما ولها عدة مزايا هي :

1-من جانب تكاليف طبع النقود النائبة القابلة للتحويل بكامل قيمتها تكون أقل من سك المعدن نفسه.

2- إن استعمال هذه النقود الممثلة للنقود الكاملة يؤدي إلى عدم تآكل أواهتلاك المعدن، ثم إن الأفراد قد يلجأون إلى اكتناز أجزاء منه ومنعها من التدوال ولكن استخدام هذه النقود النائبة سيجعل الأفراد يتداولون كل النقود دون اقتطاع أواكتناز.

3-يسهل حمل النقود النائبة بالمقارنة مع النقود السلعية الكاملة من مكان لآخر وخاصة إذا كانت المعادن تنوب عنها هذه الشهادات معادن ذات حجم ووزن كبيرين من النحاس، فقد سارت السويد على نظام النحاس خلال القرنين السابع عشر والثامن عشر.

كما أن لها بعض السلبيات منها :

1- تكون النقود النائبة أحيانا سهلة التزوير إذا لم تكن مصنوعة بشكل دقيق وجيد يصعب على المزورين تقليدها.

2- كما أن كثرة تداولها يجعلها قديمة ومهتلكة وتتعرض للحرق والتلف، ولذلك يجب على السلطات النقدية أن تسحب في كل مرة النقود التي أصبحت غير صالحة للإستعمال.

3-النقود الإئتمانية

ظهرت النقود الإئتمانية بعدما أوقفت السلطات النقدية الصرف بالذهب أي عدم تحويل الأوراق النقدية المصدرة من قبل البنك المركزي إلى ذهب وبالتالي أصبحت النقود الورقية إلزامية وهي نقود غير قابلة للصرف بالذهب وتستمد قيمتها من القانون وهي اصطلاحا ترتكز على الثقة وأن الإستعمال جعل من عبارة "النقود الإئتمانية" تخص للإشارة إلى النقود المجسدة في أوراق البنك المصدرة فقط من بنك الإصدار "البنك المركزي" والتي كانت في الأصل مضمونة بغطاء معدني أوعملات قابلة للصرف، إذن فظاهرة الثقة تطبق في وجود التغطية،

ولكن حتى مع اختفاء التحويل ووضع الورق النقدي الإلزامي[10] وبقيت أيضا هذه النقود تحظى بالقبول العام والثقة في التبادل, ويعود ذلك إلىأن السلطات النقدية هي التي تنظم تسييرها, فعندما فقدت صفة تحويلها أوصرفها بالذهب لم ينقص ذلك من قيمتها أويضعف مكانتها، وهذا ما يؤكد ما قلناه عند تعريفنا للنقود على أنه أي شيء يحظى بالقبول العام دون النظر إلى المادة المصنوع منها, وبالتالي فإن النقود الإئتمانية تتميز بانقطاع الصلة بين قيمتها النقدية (الإسمية) وبين قيمتها التجارية (أي قيمتها كسلعة), وعلى هذا الأساس احتفظت الدول بحق صك النقود لما يترتب على ذلك من أرباح تتمثل في الفرق بين القيمتين المذكورتين, بحيث أنها لوتركت هذا الأمر للأفراد سيترتب على ذلك سعيهم للحصول على أقصى الأرباح وإغراق الأسواق بكميات هائلة منها مما يؤدي إلى تدهور قيمتها[11].

المطلب الثاني :ماهية السياسة النقدية

لقد كان لظهور السياسة النقدية وتطورها منذ القرن السابع عشر مرتبطا بالنظريات المفسرة لها من مرحلة تعظيم دور النقود إلى المفهوم الحيادي للنقود والسياسة النقدية، كما مرت السياسة النقدية وتطوراتها بعدة مراحل مع الأحداث العالمية والعصور إذ أن هذه القوانين والتشريعات التي توضع من أجل تمكين السلطات النقدية من توجيه مسار الاقتصاد الكلي الوجهة الكفيلة بتحقيق أهداف الخطة الاقتصادية المتبعة من قبل الدول ولضمان التوازنات النقدية الداخلية والخارجية وأمام هذا التوجه الجديد أضحى الشغل الشاغل أمام السلطات النقدية للدولة يكمن في السهر على تطبيق سياسة نقدية أكثر فاعلية وتأثيرا على المتغيرات الاقتصادية، فلم تعد السياسة النقدية مجرد ضمان لتحقيق مزايا التشريعات النقدية، مما جعلها تمارس كل الإجراءات التي تمكنها من تحقيق أهدافها، بحيث أصبحت تمثل إحدى مظاهر السلطة الاقتصادية العامة.و بالتالي يمكن إيجاز تعريف السياسة النقدية كتالي:

1-تعريف السياسة النقدية:

هناك عدة تعاريف لسياسة النقدية نذكر منها:

"يقصد بالسياسة النقدية مجموعة من الوسائل التي تطبقها السلطات النقدية المهيمنة على شؤون النقد والائتمان، و تتم هذه الهيمنة إما بإحداث تأثير في كمية النقود أو كمية و سائل الدفع بما يلاءم الظروف الاقتصادية المحيطة و الهدف من التأثير هو امتصاص السيولة الزائدة أو حقن الاقتصاد بتيار نقدي جديد"[12]

[10] Ammour Benhalima, **Monnaie et régulation monétaire,** édition Dahleb 1997. P.8

[11] صالح مفتاح، مرجع سابق، ص 36

[12] إكن لونيس، **السياسة النقدية و دورها في ضبط العرض النقدي في الجزائر**، مرجع سابق ، ص09

وتعرف على أنها "مجموعة من القواعد والوسائل والأساليب والإجراءات والتدابير التي تقوم بها السلطة النقدية للتأثير (التحكم) في عرض النقود بما يتلاءم مع النشاط الاقتصادي لتحقيق أهداف اقتصادية معينة، خلال فترة زمنية معينة وهنا تتمثل السلطة النقدية في البنوك المركزية في أي دولة، وتبنى وتتحدد السياسة النقدية للتأثير في عرض النقود أو المعروض النقدي بأدوات معينة تعرف بأدوات السياسة النقدية." [4]

السياسة النقدية هي الإستراتيجية المثلى أو دليل الذي تنتهجه السلطات النقدية في بلد ما من أجل المشاركة الفعالة في توجيه مسار الوحدات الاقتصادية القومية نحو تحقيق النمو الذاتي المتوازن عن طريق زيادة الناتج القومي بالقدر المناسب الذي يضمن للدولة الوصول إلى حالة من الاستقرار النسبي للأسعار المحلية) أسعار السلع و الخدمات، أسعار الفوائد و أسعار صرف العملة الوطنية و ذلك في إطار توفير السيولة المناسبة للاقتصاد حتى يتم تفادي الضغط على الأرصدة النقدية للدولة[13].

السياسة النقدية هي مجمل التدابير التي يستعملها البنك المركزي على المعروض من النقود كوسيلة لإدراك أغراض السياسة العامة.[14]

وتعرف على أنها الإجراءات اللازمة التي تمكن السلطات النقدية من ضبط عرض النقود أو التوسع النقدي ليتماشى وحاجة المتعاملين الاقتصاديين. وهي هدف البنك المركزي في ممارسته للرقابة على النقود، على معدلات الفائدة وعلى شروط القروض.[15]

من خلال التعاريف السابقة نستنتج أن السياسة النقدية هي تلك الإجراءات والتدابير التي تتخذها السلطات النقدية الممثلة في البنك المركزي، والتي تضمن التسيير الأمثل للمعروض النقدي المتداول في الاقتصاد من خلال استخدام عدة وسائل وأدوات تضمن نقل أثر السياسة النقدية عبر قنوات إبلاغ أو مسارات إلى كافة القطاعات الاقتصادية، سواء تعلق الأمر بمعالجة الاختلالات الظرفية أو حتى تحسين الظروف والأوضاع والمؤشرات التي تدل على مستوى رفاهية الاقتصاد ومحاولة الحفاظ على هذه المستويات عند حدودها الطبيعية بما يعرف بالاستقرار الاقتصادي.

---

[13] أحمد فريد مصطفى، س هير محمد ، **السياسات النقدية و البعد الدولي لليورو**، الإسكندرية، مؤسسة شباب .الجامعة، 2000 ،ص 39

[14] عمروش الشريف، **السياسة النقدية ومعالجة اختلال ميزان المدفوعات** ،مذكرة ماجستير،نقود ومالية وبنوك ،جامعة سعد دحلب البليدة،2005، ص277

[15] عبد المجيد قدّي- "**المدخل إلى السياسات الاقتصادية الكليّة- دراسة تحليلية تقييمية**"- ديوان المطبوعات الجامعية- الجزائر- الطبعة الثانية، 2005- ص53

2-أهداف السياسة النقدية

يعتبر تحديد أهداف السياسة النقدية صعبا وذلك راجع للاختلاف التشريعات النقدية لدى الدول، إذ تتوجه الدول المتقدمة نحو التوسع في الأهداف وذلك بالتركيز على استقرار الأسعار، بينما نجد الدول النامية ترغب في تحقيق أكثر من هدف واحد كما تسعى السياسة النقدية دوما إلى بلوغ الأهداف العامة أو النهائية التي تسعى لها دوما السياسة الاقتصادية العامة، وذلك نظرا لاعتبار تلك الأولى تمثل أداة أو وسيلة من الوسائل الظرفية للسياسة الاقتصادية في أي اقتصاد كان، وبلوغ تلك الأهداف النهائية لن يتأتّى إلا من خلال المرور بأهداف وسيطية تعتبر حلقة الوصل لتحقيق الأهداف النهائية، التي قد تختلف من دولة إلى أخرى لعدة اعتبارات. وتستهدف السياسة النقدية بالدرجة الأولى التأثير على كمية النقود المتداولة في الاقتصاد (تنظيم وتسيير العرض النقدي) ومعدلات الفائدة، قصد التأثير على مستوى الأداء الاقتصادي بشكل عام. كما تهدف إلى ضمان التوازن الاقتصادي العام، بشطريه التوازن الاقتصادي الداخلي والتوازن الخارجي ورغم تباين الاختلاف في تحديد أهداف السياسة النقدية إلا أنها تتفق عموما على النقاط التالية :

2-1-الأهداف النهائية :

تعرف الأهداف النهائية للسياسة النقدية بأنها تلك المؤشرات التي يسعى بلد ما إلى تحقيقها في إطار الأهداف الاقتصادية الكلية حيث تبدأ إستراتيجية السياسة النقدية بتحديد الأدوات النقدية لاستخدامها للتأثير على الأهداف الأولية، ثم التأثير على الأهداف الوسيطة و ذلك من أجل الوصول إلى الأهداف النهائية التي ترسمها على ضوء الأهداف الاقتصادية العامة بشكل عام.

2-1-1-استقرار أسعار الصرف

يعتبر استقرار أسعار الصرف الهدف التقليدي لسياسة النقدية ، كهدف له علاقة باستقرار الأسعار المحلية لدولة، اذ انخفاض أسعار السلع المحلية يشجع بدوره المستورد الأجنبي لزيادة الطلب على صادرات تلك الدولة بسبب انخفاض الأسعار، كما يؤدي الرفع من الصادرات زيادة الطلب على العملة المحلية لهذه الدولة، وبتالي ارتفاع أسعارها مقابل العملات الأخرى، أي أن تغير الطلب على صادرات الدولة يكون له أثر على طلب عملة هذه

الدولة، وبما أن السياسة النقدية تمارس تأثيرها على استقرار الأسعار فإنها تحدث نفس التأثير على مستوى أسعار الصرف.[16]

2-1-2- تحقيق استقرار الأسعار و محاربة التضخم

تجنبا لحدوث التضخم والذي تسعى كل دولة لمحاربته، يعتبر هدف تحقيق استقرار الأسعار ومحاربة ظاهرة التضخم هدفا أساسيا ،فعدم استقرار الأسعار يعرض الاقتصاد ككل للخطر من خلال الكساد والرواج، وهنا تبرز مسؤولية السلطة النقدية ذو الأهمية البالغة لامتصاص تقلبات مستوى الأسعار إلى أدناها، ونظرا للعلاقة الوطيدة بين مستوى الأسعار وعرض النقود، تتدهور قيمة العمل في حالة التضخم وتسود البطالة في حالة الكساد،كما أن تثبيت المستوى العام للأسعار ليس معناه تثبيت معدل كمية النقود وجعل هذا المعدل مساويا للصفر، لأن ذلك غير ممكن بأن تكون أسعار الفائدة الحقيقية سالبة، وهنا تكون نسبة زيادة المعروض النقدي تتماشى ونسبة زيادة مستوى الإنتاج.

2-2-3-تحقيق التوظيف الكامل:

ويقصد بالتوظيف الكامل أن العجلة الاقتصادية والنشاط الاقتصاد في أقصى حد له وينم فيه توظيف كل فرد قادر وراغب ويبحث عن عمل يجب أن يلتحق به وإلا فإن التوظيف يكون غير كامل وينتج عنه بطالة.

كما أن التوظيف الكامل حسب هذا المفهوم يتميز بوجود معدل بطالة يتراوح بين 4% و 5% إجمالي قوة العمل، ويعبر عن التوظيف التشغيل الكامل للطاقات الإنتاجية، بحيث لايبقى جزء من الموارد معطل .

2-2-4-تحقيق معدل عال من النمو للاقتصاد الوطني

كانت النظرية الكلاسيكية تنظر إلى أن تحقيق هدف النمو الاقتصادي هو متضمنا في تحقيق هدف العمالة الكاملة، وهو أمر دفعهم لعدم وضع سياسات اقتصادية (مالية كانت أم نقدية) للوصول إلى ذلك .

إلا أنه بعد الحرب العالمية بدأ النمو الاقتصادي يشغل بال المفكرين والساسة ويسيطر على اهتمامهم ومن ثم بدا الاهتمام بدور السياسات الاقتصادية ومنها دور السياسة النقدية في النمو الاقتصادي وفي الخمسينات أصبح النمو الاقتصادي من أهداف السياسة الاقتصادية بصفة عامة، والسياسة النقدية بصفة خاصة .

[16] عبد المجيد قدي، مرجع سابق، ص 59

إن تحقيق هدف العمالة الكاملة بصفة مستمرة يستلزم نموا مستمرا في الاقتصاد الوطني بحيث يكون كافيا لتشغيل الإضافات السنوية في الأيدي العاملة الجديدة والعاطلة سابقا .بينما يرى فريد مان أن وضع معدل عال للنمو الاقتصادي كهدف محدد أو مرغوب فيه ليس أمرا محققا، وذلك في قوله : « ليست هناك طريقة في المجتمعات الحرة للقول مقدما أن هناك معدلا محددا للنمو ترغبه أو تحتاج إليه,أو القول أن هناك معدل عال وآخر منخفض، ولكن معدل النمو هو الناتج الكلي لكل مجهودات الأفراد الذين نجحوا في تحقيق طموحاتهم بالمعدل السليم »[17]

ولكن إذا نظرنا إلى دور السياسة النقدية في تحقيق معدل عال لنمو الاقتصاد الوطني، نجد أنها باستطاعتها أن تعمل على تحقيق ذلك، كما أنها تساعد في المحافظة على النمو، ولكن هناك عوامل أخرى غير نقدية يجب توافرها لتحقيق هذا المعدل العالي، كتوافر الموارد الطبيعية والقوى العاملة الكفؤة وتوافر عوامل وظروف سياسية واجتماعية ملائمة، ولذلك فإن دور السياسة النقدية يجب أن يعمل بالتنسيق مع هذه العوامل, و كذلك مع سياسة مالية ملائمة غير مناقضة لدور السياسة النقدية .

وعند كلامنا عن النمو الاقتصادي كهدف للسياسة النقدية يجب أن نلاحظ التفرقة بين النمو والتنمية، فالتنمية تعني تغير في السنوات الأخيرة ليحقق ثلاثة أهداف أساسية وهي :[18]

1- القضاء على الفقر وعلاج أسبابه.

2- تحسين نوعية الحياة.

3- دعم القدرة على النمو.

وأما النمو فيعني معدل تغير الناتج الكلي الحقيقي...إذن فكلاهما مرتبط بدرجة التطور الاقتصادي، فالنمو الاقتصادي مركز على التغير في الناتج الكلي الحقيقي، أما التنمية تشمل التغير الهيكلي في الناتج، وتوزيع موارد النمو الاقتصادي لتحسين معيشة الأفراد ككل .

وهكذا درج الاقتصاديون على استعمال كلمة النمو للتعبير عن التطور الاقتصادي في البلدان المتقدمة, أما مصطلح التنمية فيستعمل عند الحديث عن التطورات في الدول المتخلفة أو ما يسمى بالدول الساعية للتقدم .

[17] Hornit W . paul . M , **Monetary Policy and Financial System** ,4 th ed , new jessey Prentice hall ,pp ,494. 495

[18] عبد الفتاح عبد المجيد، **أصول علم الاقتصاد، التحليل الاقتصادي الكلي**، الكتاب الثاني، النسر الذهبي للطباعة، مصر، 1997، ص 251

ومشكلة الدول المتخلفة عندما تريد تحقيق التنمية الاقتصادية تتمثل في قصور مواردها الداخلية وخاصة المالية لتوفير التمويلات اللازمة للاستثمارات المخططة في التنمية، وضعف القدرة على تنمية رأس المال المادي والبشري، وهذا يتطلب تحقيق معدل مرتفع للادخار، وبالتالي فإن دور السياسة النقدية هو تحقيق معدل مرتفع للادخار والتأثير على معدل الاستثمار في السلع الرأسمالية من خلال زيادة الفرص الائتمانية، ويجب أن لا تقع هذه السياسات في تفضيل التضخم باعتباره يساعد على تخفيض البطالة، وزيادة معدلات التشغيل حتى يمكنها الوصول إلى مرحلة الانطلاق التي تضع اقتصادياتها على طريق النمو الذاتي السريع وأما في الاقتصاد الجزائري فكانت التنمية الاقتصادية هدفا لكل السياسات الاقتصادية بصفة عامة، أما بالنسبة للسياسة النقدية فلم يكن لها هدف النمو واضحا ولكنه يمارس ضمنيا من خلال دور السلطات النقدية التي نقوم بالتوسع الائتماني لتوفير التمويل اللازم للأفراد والمؤسسات [19].

ويعتبر التوظيف الكامل الهدف طويل الأجل، وهدف رئيسي لسياسة النقدية، بما تعكسه الآثار السلبية والمتمثلة في عدم قدرة الفرد للحصول على السلع والخدمات مما ينعكس على رفاهيته، وانخفاض الناتج الحقيقي للمجتمع بسب البطالة والمؤدي إلى ضياع موارد الإنتاج وقضاء على هدف تعظيم النمو الاقتصادي، لطبيعة العلاقة بين البطالة والناتج.

3-الأهداف الوسيطة

يقصد بالأهداف الوسيطية للسياسة النقدية المتغيرات النقدية التي من المفروض أن يسمح ضبطها و تنظيمها ببلوغ الأهداف النهائية ، هذه الأهداف يمكن أن تعتبر كمؤشرات يكون تغيرها عاكس لتغيرات الهدف النهائي المتعلق باستقرار النقد نذكر أهم هاته الأهداف فيما يلي:

3-1- معدل الفائدة كهدف وسيط

تتخذ السلطات النقدية أسعار الفائدة كأهداف وسيطية لتوجيه سياساتها النقدية من خلال تثبيته إلى الحد الأدنى الممكن فبالنسبة إليهم تبدوا ملاحظة تغيرات سعر الفائدة أكثر سهولة من ملاحظات التغيرات الأخرى، بينما النقديون لا يهتمون بها كثيرا إذ يرون أن معدلات الفائدة تشكل مؤشرا سيئا بالنسبة للسياسة النقدية لأن هذه المعدلات تتأثر بتغيرات الطلب على النقد، و .يضيفون بأنه عندما نهتم بمعدلات الفائدة ينبغي ارتباطها

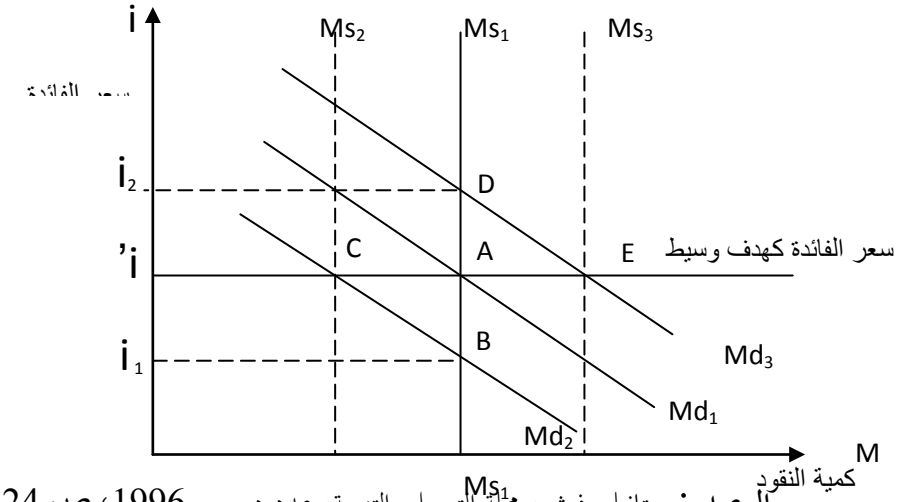
[19] محمد زكي الشافعي، **التنمية الاقتصادية**، الكتاب الأول، دار النهضة العربية، القاهرة، ، ص 197

بمستواها الحقيقي[20] إلا أن الأعوان الاقتصاديين من أفراد و مشروعات و العائلات على حد سواء هم شديدي الحساسية لمعدلات الفائدة من ناحية تكلفة قروضهم و من ناحية أخرى تلقى التعويضات عن توظيف مدخراتهم، و لهذا يتوجب على السلطات العامة أن تولي اهتماما خاصا لتقلبات معدلات الفائدة ولكن المشكل يمكن في تحديد المستوى الأفضل لهذه المعدلات و على السلطات في هذه الحالة أن تحافظ على أن تكون تغيرات مستوى معدلات الفائدة ضمن هوامش أو مجالات واسعة كثيرا و حول مستوى وسطي مقابل للتوازن في الأسواق لأن المجال الواسع لتقلبات معدلات الفائدة يمكن أن يحدث ليس تذبذبا ضمن حدود الاستقرار بل عمليات متراكمة من عدم التوازن تنشأ عنها مراحل متعاقبة من التضخم و الركود لذلك يتوجب على السلطات النقدية أن تسهر ليس فقط على مستوى معدلات الفائدة بل أيضا على أن تبقى تغيرات هذه المعدلات ضمن هوامش غير واسعة نسبيا و حول مستويات وسيطة تقابل التوازن في

الأسواق، و أن تترك هامش لخلق كمية من النقود أكبر أو أقل من تلك التي من المفروض تقييدها بالهدف الكمي بالنسبة للمجمعات النقدية[21].

كهدف وسيط عندi معدل فائدة، البنك المركزي يتوقع أن يكون الطلب على النقود عند Md_1 ولكنه يتقلب بين Md_1 وMd_2 نتيجة التغيرات غير المتوقعة في الإنتاج الكلي ومستوى الأسعار أوفي تفضيلات الأفراد في حيازة النقود أو السندات كما هو موضح في الشكل الموالي:

الشكل (2–1) معدل الفائدة هدف وسيط



المصدر: ستانيلي فيشر، مجلة التمويل والتنمية، عدد ديسمبر 1996، ص 24

[20] وسام ملاك، **النقود و السياسة النقدية الداخلية**، الطبعة الأولى، لبنان، دار المنهل اللبناني للطباعة و النشر،2000 ،ص 197

[21] أكن لونيس، مرجع سابق، ص 41

لنفترض أن الطلب على النقود قد انخفض إلى Md_1، فإن سعر الفائدة سينخفض إلى i' ولكن البنك المركزي يحاول منع هذا الانخفاض عن طريق بيع السندات، فيزيد عرض السندات ويخفض سعرها السوقي، ومن ثم يرتفع سعر الفائدة مرة أخرى إلى i' ويقوم البنك المركزي بعمليات السوق المفتوحة حيث يبيع السندات حتى ينخفض العرض النقدي من Ms_1 وMs_2 حيث تتقاطع المنحنيات Ms_2 مع Md_2 في النقطة c وبالتالي تعود إلى النقطة i مرة أخرى.

ومن ناحية أخرى إذا كان منحنى الطلب على النقود هوMd_3 الذي يتقاطع مع Ms_1 في نقطة التوازن D فإن سعر الفائدة التوازني يصبح i_2 وبما أن سعر الفائدة هو الهدف الوسيط، فإن البنك المركزي يتدخل للتحكم فيه ومنعه من الارتفاع، ويقوم بعمليات شراء في السوق المفتوحة حتى يرتفع العرض النقدي من Ms_1 إلى Ms_3 والذي يتقاطع مع Md_3 في النقطة E، ومن ثم يعود سعر الفائدة إلى مستوى سعر الفائدة كهدف وسيط i' فالبنك يحافظ على سعر الفائدة كهدف وسيط ولكنه في نفس الوقت يسمح للعرض النقدي بالتذبذب[22].

3-2-معدل صرف النقد

إن معدل صرف النقد هو مؤشر نموذجي هام حول الأوضاع الاقتصادية لبلد ما، و ذلك بالحفاظ على هذا المعدل حتى يكون قريبا من مستواه لتكافؤ القدرات الشرائية، إن السياسة النقدية تستطيع أن تساهم في التوازن الاقتصادي الهادف إلى رفع سعر صرف النقد مقابل العملات الأخرى قد يكون كذلك عاملا لتخفيض التضخم و هو ما يحقق الهدف النهائي للسياسة النقدية كما أن استقرار هذا المعدل يشكل ضمانا لاستقرار وضعية البلاد تجاه الخارج و لهذا تعمل بعض لدول على ربط عملاتها بعملات قوية و الحرص على استقرارها حيث عينت عدة بلدان متقدمة و منفتحة على المبادلات التجارية الخارجية.

ففي حالة المضاربة الشديدة تحدث تقلبات في سوق الصرف مما يؤدي إلى عدم القردة .على التحكم في هذا الهدف.[23]

كما يلعب معدل الصرف دورا مهما في معرفة الإستراتيجية الاقتصادية و المالية لحكومة ما ، لذلك فإن الاختيار المدرك أو غير المدرك لعدم تقدير سعر الصرف ملائم له نتائج ثقيلة منها:

-إن التقلبات الكبيرة التي تشهدها أسواق الصرف خاصة في حالات المضاربة و السلوكات غير الرشيدة و العقلانية تؤدي إلى عدم قدرة البنوك المركزية في التحكم و السيطرة على سعر الصرف.

[22] ستانيلي فيشر، نفس المرجع السابق

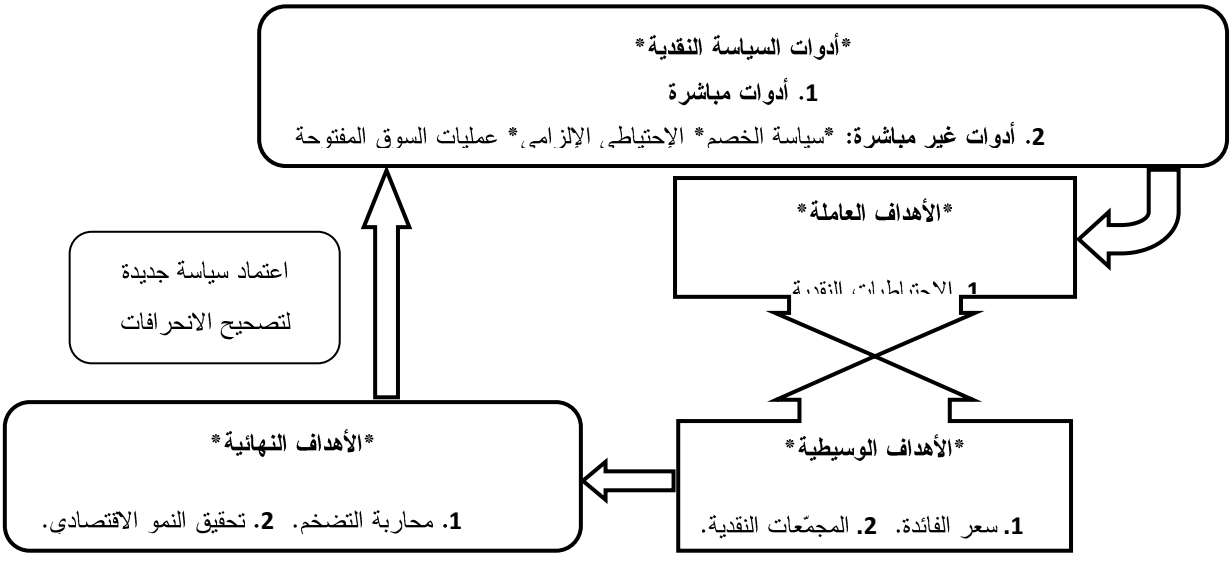
[23] قدي عبد المجيد، مرجع سابق،2003، ص 75

-إن المحافظة على مستوى منخفض أكثر للعملة يشجع الضغوط التضخمية و يؤدي إلى إتباع سياسة سهلة في الأجل القصير تدفع بالمقابل إلى إضعاف القدرة الصناعية للدولة في الأمد الطويل.

3-3-المجمعات النقدية

هي عبارة عن مؤشرات إحصائية لكمية النقود المتداولة و تعكس قدرة الأعوان الاقتصاديين الماليين المقيمين على الإنفاق و تمثل بالنسبة للنقدويين الهدف المركزي للسلطات النقدية، و ذلك بتثبيت معدل نمو الكتلة النقدية في مستوى قريبا بمعدل نمو الاقتصاد الحقيقي، و لهذا السبب فإن السلطات النقدية في كل الدول المتقدمة حددت أهدافا في هذه المجمعات بالتدريج، بداية بشكل غير معلن ثم بشكل معلن،كالنظام الفدرالي للاحتياطي الأمريكي ابتداء من 1972 ، بنك ألمانيا الفدرالي انطلاقا من 1974 بنك إنجلترا و فرنسا انطلاقا من 1976 ، و ذلك طبقا للنظرية النقدية التي تنص على الحفاظ و لعدة سنوات على معدل نمو ثابت من % 3) إلى % 5 للنقد.إذ يعتقد النقدويون بأن كمية النقد هي الوسيط المفضل للتوازن الاقتصادي ، و هذا ما نجد فريدمان نص عليه الذي حسبه توجد ثلاث مزايا لمنهج التثبيت هي :يحول دون أن يصبح عرض النقود مصدر لعدم الاستقرار، – زيادة معدل النقود بمعدل ثابت، فإن السياسة النقدية تستطيع أن تجعل أثار الإضطربات الناجمة عن مصادر أخرى عند حدها الأدنى، – تطبيق معدل ثابت لزيادة عرض النقود يجعل مستوي الأسعار في الأجل الطويل ثابتا.[24]

الشكل (2-2): إستراتيجية السلطات النقدية في تحقيق أهداف السياسة النقدية.



المصدر: لحول عبد القادر، **أثـر السياسة النقدية على النمو الاقتصادي في الجزائر ، ورقة عمل ،جامعة سعيدة، ص 04**

[24] أكن لونيس، مرجع سابق، ص 43

المطلب الثالث :أدوات السياسة النقدية

تباشر السياسة النقدية تأثيرها في مكافحة الضغوط التضخمية، والحد من آثارها والعمل على تحقيق استقرار نسبي في مستويات الأسعار المحلية من خلال مجموعة من الوسائل المرتبطة أساسا بإدارة وعرض واستخدام النقود في الاقتصاد القوي، .وتتضمن السياسة النقدية العديد من الإجراءات التي ترتبط بعمليات الإصدار النقدي وتحقيق رقابة فاعلة على الائتمان، حيث يصعب الفصل بين النقد والائتمان من حيث تأثيرهما في تحقيق الاستقرار في مستويات الأسعار، ويعمل البنك المركزي بصفته راسمًا للسياسة النقدية ومنفذًا لها بالتعاون والتنسيق مع مختلف المؤسسات المالية والمصرفية التي تعمل تحت رقابته وإشرافه على رسم السياسات النقدية التي تكفل تحقيق الاستقرار النقدي من خلال التوازن بين عرض النقود والطلب عليها في الاقتصاد الوطني، ففي ظل ظروف التضخم يعمل البنك المركزي على إتباع مجموعة من السياسات النقدية الانكماشية التي تكفل الحد من مقدرة البنوك التجارية على خلق الائتمان، وذلك بهدف التقليل من حجم السيولة النقدية في التداول .(1)وعكس تلك الإجراءات يتم تطبيقها في فترات الانكماش، وتختلف أدوات السياسة النقدية وتأثيرها تبعًا للتطور الاقتصادي للدولة، وتطور النظام المصرفي وحجم التعاملات في أسواقها المالية، ومدى استقلالية بنوكها المركزية .وتقسم وسائل السياسة النقدية إلى وسائل كمية وأخرى نوعية[25] نوضحها فيما يلي:

1-وسائل السياسة النقدية الكمية:

تتمثل أهم وسائل السياسة النقدية الكمية لمكافحة التضخم فيما يلي-:

1-1 -سعر إعادة الخصم:

يعرف سعر إعادة الخصم بأنه" سعر الفائدة الذي يتقاضاه البنك المركزي من البنوك التجارية عند الاقتراض أو طلب إعادة خصم ما لديها من أوراق تجارية"حيث تلجأ البنوك التجارية إلى الاقتراض من البنك المركزي بهدف زيادة قدرتها على منح الائتمان، أو تقديم ما لديها من أوراق تجارية بهدف خصمها لدى البنك المركزي وحصولها على السيولة النقدية اللازمة التي تمكنها من زيادة حجم الائتمان المقدم لعملائها، وعادة ما يكون سعر إعادة الخصم اقل من سعر الفائدة السائد في السوق أو قد يكون قريبًا منه، ويتحدد سعر إعادة الخصم وفقًا للظروف الاقتصادية السائدة، والتي ترجع إلى رغبة البنك المركزي في زيادة مقدرة البنوك التجارية على خلق الائتمان أو الحد

[25] عناية غازي حسين، **التضخم المالي**، الإسكندرية، مؤسسة شباب الجامعة، ص 125

منها، وذلك من خلال زيادة أو تخفيض تكاليف الحصول على تلك الاحتياطيات الإضافية التي تستخدمها). البنوك التجارية وفقًا للسياسات التي يحددها البنك المركزي بناءا على الظروف الاقتصادية السائدة.

وتتضح فعالية سياسة سعر إعادة الخصم من خلال تأثير رفع سعر إعادة الخصم أو تخفيضه بهدف تحقيق الاستقرار الاقتصادي ففي حالات التضخم الناتج عن الإفراط في الطلب على السلع والخدمات، نتيجة زيادة كمية وسائل الدفع في الاقتصاد بصورة تزيد عن المستوى الطبيعي، مما يجعل من تدخل البنك المركزي أمرا ضروريًا، وذلك من خلال رفع سعر إعادة الخصم والذي يؤدي بدوره إلى ارتفاع تكاليف الحصول على السيولة النقدية الإضافية اللازمة لزيادة القدرة الائتمانية للبنوك التجارية، مما يؤدي إلى التقليل من مقدرة البنوك التجارية على خلق الائتمان، وذلك نظرًا لارتفاع سعر الفائدة الذي تتقاضاه البنوك التجارية من عملائها كفوائد مقابل القروض المقدمة لهم، مما يدفع بعملائها إلى عدم الإقبال على الاقتراض أو خصم أوراقهم التجارية نظرًا لارتفاع تكاليفها، وبالتالي التقليل من مقدرة البنوك التجارية على خلق الائتمان، والذي ينعكس في صورة تقليل حجم وسائل الدفع في الاقتصاد، وبما يساهم في تخفيض الطلب الكلي على السلع والخدمات، والعمل على التقليل من حدة الضغوط التضخمية في الاقتصاد .كما تستخدم سياسة سعر إعادة الخصم لعلاج حالات الانكماش الذي يسود الاقتصاد، وذلك من خلال قيام البنك المركزي بتخفيض سعر إعادة الخصم على القروض والأوراق التجارية المقدمة من البنوك التجارية.[26]

وعلى الرغم من الأهداف التي تسعى السياسة النقدية لتحقيقها مثل رفع معدلات التشغيل لعناصر الإنتاج بهدف زيادة الدخل القومي ورفع معدلات نموه السنوية، وذلك من خلال استخدام الوسائل المناسبة التي تهدف إلى الرقابة على كمية النقود المتداولة في الاقتصاد ومقدرة البنوك التجارية على منح الائتمان، إلا أن تطبيق سياسة سعر إعادة الخصم تعطي أثرا فعالا في الحد من تفاقم الضغوط التضخمية في البلدان الرأسمالية المتقدمة، حيث تعتبر هذه السياسة من أهم أدوات السياسة النقدية التي تستخدمها البنوك المركزية في تلك البلدان، وذلك من خلال تأثيرها على هيكل أسعار الفائدة .ويعد تطبيق هذه السياسة كأداة من أدوات السياسة النقدية بهدف الحد من مقدرة البنوك التجارية على خلق الائتمان والتأثير على حجم السيولة في الاقتصاد أقل فعالية في البلدان النامية[27]، حيث أن اقتصاديات هذه البلدان تتسم بتخلفها وعدم تطور أسواقها النقدية والمالية ومحدودية التعامل فيها، وكذا عدم شيوع تعاملها بالأوراق التجارية،حيث يركز الجهاز المصرفي في تمويله للنشاط الاقتصادي في

[26] أحمد محمد صالح الجلال، مرجع سابق، ص 59

[27] الروبي نبيل، **نظرية التضخم**، الإسكندرية، مؤسسة الثقافة العربية،1994 ، ط 2 ،ص ص459 460

البلدان النامية على التمويل القصير الأجل الذي يركز على قطاع في الاقتصاد مثل قطاع الخدمات أو قطاع التجارة الخارجية ، مما يعني حرمان بقية قطاعات الاقتصاد من الائتمان الذي تقدمة البنوك التجارية وخاصة في مجال تمويل القطاع الزراعي والقطاع الصناعي، كما أن اعتماد الأفراد في تسوية مدفوعا تهم في البلدان النامية على استخدام النقود المادية (وقلة اعتمادهم على نقود الودائع) النقود المصرفية (يعكس محدودية تأثير أنشطة الجهاز المصرفي فيها، وبالتالي محدودية تأثير إتباع هذه السياسة في الحد من كمية النقود المعروضة في الاقتصاد حيث أن فعالية هذه الوسيلة في التأثير في حجم الائتمان يعتمد بصورة أساسية على مرونة الطلب على الائتمان، والتي تتسم بانخفاضها في البلدان النامية، وذلك لأن الجهاز المصرفي في تلك البلدان يتسم بضعف مرونة طلبه على القروض من البنوك المركزية، نظرًا لان البنوك التجارية في البلدان النامية غالبًا ما تكون عبارة عن فروعًا لبنوك أجنبي، وبالتالي يقل تأثرها من استخدام البنوك المركزية لهذه الوسيلة، كما أن البنوك التجارية في البلدان النامية غالبًا ما تواجه طلبًا متزايدًا على الائتمان بغض النظر عن ارتفاع أسعار الفائدة على القروض والتسهيلات الائتمانية التي تقدمها لعملائها، ويتحقق ذلك بشكل خاص عند زيادة طلب مؤسسات الأعمال التي تحقق أرباحا متزايدة من مبيعاتها على الاقتراض من البنوك التجارية، حيث تواجه تلك المؤسسات الزيادة في تكاليف اقتراضها، من خلال الزيادة في إنتاجيتها، أو رفع أسعار بيع منتجاتها.

1-2-عمليات السوق المفتوحة:

يقصد بسياسة السوق المفتوحة قيام البنك المركزي بعمليات بيع وشراء الأوراق المالية والتجارية في الأسواق المالية، وذلك بهدف التأثير على كمية النقود المتداولة والتأثير في مقدرة البنوك التجارية على خلق الائتمان وتلعب البنوك التجارية دورًا أساسيًا في تأثيرها على حجم النشاط في الاقتصاد الوطني من خلال الائتمان الذي تقدمه للأفراد ومؤسسات الأعمال والمشروعات الاستثمارية، غير أن حجم الائتمان الذي تقدمه البنوك التجارية يخضع لرقابة البنوك المركزية، والتي لا تسمح بأن يزيد حجم الائتمان عن المستوى الطبيعي الذي يحقق الاستقرار الاقتصادي وتتوقف فعالية هذه السياسة على مدى تأثير البنك المركزي في حجم الاحتياطيات النقدية للبنوك التجارية وبالتالي التأثير في حجم وسائل الدفع المتاحة في الاقتصاد، حيث يلجأ البنك المركزي إلى استخدام هذه الوسيلة لمعالجة حالات التضخم والكساد التي يعاني منها الاقتصاد، ففي حالة التضخم نتيجة الزيادة في حجم

وسائل الدفع في الاقتصاد، وزيادة الاحتياطيات النقدية التي بحوزة البنوك التجارية والتي تمكنها من زيادة مقدرتها على خلق الائتمان.[28]

1-3-سياسة نسبة الاحتياطي القانوني:

تعبر نسبة الاحتياطي النقدي القانوني عن تلك النسبة من الودائع التي تحتفظ بها البنوك التجارية لدى البنك المركزي كاحتياطي قانوني قابل للتعديل بالزيادة أو النقص بحسب الظروف الاقتصادية السائدة وتستخدم هذه الوسيلة بهدف الزيادة أو الحد من مقدرة البنوك التجارية على خلق الائتمان ومنح القروض لعملائها وذلك برفع أو خفض نسبة الاحتياطي القانوني.

وتلجأ البنوك المركزية لاستخدام هذه الوسيلة لمكافحة الضغوط التضخمية، من خلال تخفيض كمية النقد في التداول، حيث تعمد البنوك المركزية إلى رفع نسبة الاحتياطي القانوني على الودائع لدى البنوك التجارية، وذلك بهدف تخفيض مقدرة البنوك التجارية على خلق الائتمان وتخفيض حجم وسائل الدفع في الاقتصاد، حيث تؤدي زيادة نسبة الاحتياطي القانوني إلى انخفاض تلك النسبة من الودائع التي تستخدمها البنوك سواء في تقديم القروض أو تنفيذ الاستثمارات المختلفة، وعادة ما تقوم البنوك المركزية باستخدام هذه الوسيلة إذا تأكد لها أن حجم الائتمان الذي قدمته البنوك التجارية قد جاوز المستوى الطبيعي، وترى ضرورة العمل على تخفيضه بهدف الحد من تزايد الضغوط التضخمية في الاقتصاد، كما أن قيام البنوك المركزية برفع نسبة الاحتياطي القانوني دون أن يكون لدى البنوك التجارية فوائض نقدية لتغطية الزيادة في احتياطياتها النقدية القانونية يلزم البنوك التجارية على استدعاء بعض القروض لدى عملائها والتشديد على منح الائتمان.

وقد اقتصر الهدف من استخدام هذه الوسيلة في البداية على حماية حقوق أصحاب الودائع والمدخرات لدى البنوك التجارية من سوء استخدامها والأخطار التي قد تتعرض لها أنشطة البنوك التجارية ومخاطر إفلاسها .وتعد هذه الوسيلة من أكثر أدوات السياسة النقدية الكمية فعالية سواء في البلدان المتقدمة أو النامية كونها لا تشترط أسواقا مالية ونقدية متطورة، حيث تعتمد فعاليتها على القرارات التي تتخذها البنوك المركزية بهدف تحقيق الاستقرار النقدي في اقتصادياتها القومية[29].

[28] الشبول نايف، **التضخم في الاقتصاد** ،رسالة ماجستير غير منشورة ،علوم اقتصادية، الاردن،1981، ص 4

[29] أحمد محمد صالح الجلال، مرجع سابق، ص 63

2-وسائل السياسة النقدية النوعية:

تتمثل وسائل السياسة النقدية النوعية في مجموعة من الوسائل النوعية أو الكيفية التي يستخدمها البنك المركزي بهدف التأثير على أوجه استخدام الائتمان، وتستخدم أدوات هذه السياسة جنبًا إلى جنب مع وسائل السياسة النقدية الكمية وذلك عند عدم تحقيق الوسيلة الأخيرة لهدفها في مكافحة الضغوط التضخمية، خاصة في البلدان النامية، حيث لا تتأثر مرونة الطلب على الائتمان فيها مع التغيرات في أسعار الفائدة والتي تشهد مزيدًا من الإنفاق خاصة في جانب النفقات الاستهلاكية والاستثمارية في تشييد العقارات، وعلى الرغم من فعالية أدوات السياسة النقدية الكمية في تحقيق أهدافها في تخفيض حجم وسائل الدفع في الاقتصاد، إلا أنها قد تكون محدودة الفعالية في التأثير على نوعية الائتمان الذي تمنحه البنوك التجارية، ولذلك يتدخل البنك المركزي من خلال إصدار التوجيهات إلى البنوك التجارية والتي تتضمن تحديد حجم الائتمان الذي تقدمه البنوك التجارية وتحديد شروط منح الائتمان، وكذا الأوجه التي يخصص الائتمان لتمويلها ونوعية الاستثمارات التي تساهم البنوك التجارية في تمويلها، والقروض التي تقدمها لعملائها وغيرها من التعليمات التي تعمل على توجيه الائتمان نحو قطاعات واستثمارات معينة.

حيث تهدف هذه الوسائل إلى تخفيض توجيه الائتمان إلى القطاعات الأقل إنتاجية وتحويله إلى المشروعات الإنتاجية التي تكفل الاستخدام الأمثل للطاقات الإنتاجية العاطلة وبما يساهم في رفع معدلات الإنتاجية ورفع مستوى الدخل القومي بهدف تحقيق الاستقرار المطلوب في الاقتصاد .وتتمثل أهم وسائل السياسة النقدية النوعية فيما[30]:

2-1-الإقناع الأدبي:

يلجأ البنك المركزي إلى وسيلة الإقناع الأدبي بغرض توجيه أنشطة البنوك التجارية وفقًا للأهداف التي يرغب البنك المركزي في تحقيقها، حيث أن زيادة حجم الائتمان عن مستواه الطبيعي، يجعل تدخل البنك المركزي أمرا ضروريًا من خلال محاولة إقناعها بضرورة تخفيض حجم الائتمان، وعادة ما تلتزم البنوك التجارية بتعليمات البنك المركزي باعتباره بنك البنوك، وكثيرا ما تلجأ إليه البنوك التجارية لتوفير احتياجاتها من السيولة النقدية[31]

[30] .عناية غازي حسين، مرجع سابق، ص ص 138 139

[31] يونس محمود، مبارك عبد النعيم ، مبارك عبد النعيم، **مقدمة في النقود وأعمال البنوك والأسواق المالية**، الإسكندرية، الدار الجامعية، 2002،ص 330

2-2-تحديد هامش الضمان:

تستخدم هذه الوسيلة عند قيام البنوك التجارية بتقديم تسهيلات ائتمانية تستخدم بهدف المضاربة في سوق الأوراق المالية،حيث يقوم الأفراد عند شرائهم للأوراق المالية بتمويل الشراء من جانبين، الجانب الأول يمول من أموالهم الخاصة ويمثل هامش الضمان المقدم من الأفراد عن القروض الممنوحة للمضاربة ويمول الجانب الثاني من مشترياتهم من الأوراق المالية من خلال التسهيلات الائتمانية المقدمة لهم من البنوك التجارية، ففي حالة التضخم وزيادة حجم وسائل الدفع في الاقتصاد، يطلب البنك المركزي من البنوك التجارية رفع نسبة هامش الضمان، مما يؤدي إلى رفع نسبة مساهمة الأموال الخاصة للأفراد في مشترياتهم من الأوراق المالية وبالتالي تخفيض نسبة مساهمة تمويل شرائها المقدمة من البنوك التجارية، وبالتالي يؤدي إتباع هذه الوسيلة إلى خفض التسهيلات الائتمانية التي تقدمها البنوك التجارية لعملائها لأغرض استخدامها في اقتناء الأوراق المالية، فإذا كانت نسبة مساهمة العميل تمثل % 30 من قيمة الأوراق المالية، بينما تبلغ مساهمة التسهيلات البنكية 70% ، فإنه في حالة التضخم يطلب البنك المركزي من البنوك التجارية رفع نسبة هامش الضمان، بحيث تزيد مساهمة العميل لتصل إلى % 50 بينما تنخفض مساهمة البنوك التجارية لتصل إلى % 50 بد لا من % 70 من قيمة الأوراق المالية المشتراة . غير أن فعالية هذه الوسيلة في التأثير على حجم الائتمان يعتمد على مرونة طلب الأفراد على الائتمان حيث أن قيامهم بتمويل مشترياتهم من أموالهم الخاصة تضعف من فعالية هذه الوسيلة.

2-3-الحد الأقصى لسعر الفائدة على الودائع:

عادة ما يلجأ البنك المركزي إلى استخدام هذه الوسيلة بهدف تحقيق الاستقرار الاقتصادي، والحد من مقدرة البنوك التجارية على منح الائتمان، والتحكم في حجم السيولة في الاقتصاد، وذلك لأن قيام البنوك التجارية بمنح فوائد على الودائع الجارية، ورفع أسعار الفائدة على الودائع الآجلة، وتقديم امتيازات أخرى كإمكانية السحب منها قبل انتهاء فترات آجالها، يساهم في زيادة الودائع لديها وارتفاع أسعار الفائدة في السوق وبالتالي زيادة أرباحها، وزيادة مقدرتها على منح الائتمان، ولذلك يتدخل البنك المركزي بهدف التحكم في حجم السيولة في الاقتصاد من خلال وضع حدًا أعلى لأسعار الفائدة على الودائع الجارية لا يمكن للبنوك التجارية تجاوزها.[32]

2-4 -الرقابة على شروط البيع بالتقسيط:

تتسم اقتصاديات البلدان النامية بزيادة حجم إنفاقها الاستهلاكي، وخاصة عند زيادة عمليات البيع بالتقسيط والتي تتم من خلال قيام المشتري بدفع مبلغ مقدم من ثمن السلع وسداد بقية القيمة بالتقسيط، وفي ظل تنامي

[32] .يونس محمود، مبارك عبد النعيم، مرجع سابق، ص ص 329 330.

عملية البيع بالتقسيط، وظهور البوادر التضخمية نتيجة الإفراط في الطلب على السلع الاستهلاكية و السلع المعمرة كالأثاث و السيارات، يتدخل البنك المركزي من خلال رقابته على الإنفاق الاستهلاكي بهدف الحد من تنامي الطلب على تلك السلع، من خلال رفع قيمة المبلغ المقدم من ثمن السلع وتخفيض مدة التقسيط وذلك بدافع تخفيض حجم الطلب عليها[33].

2-5 -إحداث التوازن بين القطاعات:

تعد أسعار الفائدة من أكثر محددات الطلب على التسهيلات الائتمانية التي تقدمها البنوك التجارية لعملائها، وعليه فإن حدوث زيادة في الطلب على القروض الممنوحة لقطاع معين في الاقتصاد، كقطاع الإنشاءات مثلا، من شأنه أن يودي إلى حدوث اختناقات في هذا القطاع بسبب الزيادة في الطلب على مستلزمات البناء والتشييد بصورة تزيد عن طاقة العرض لهذه السلع، مما يؤدي إلى ارتفاع أسعارها، ولذا يتدخل البنك المركزي من خلال استعمال أسعار الفائدة، حيث يتم تحديد حدودا عليا لحجم التسهيلات الممنوحة لأغراض الإنشاءات، أو أن تكون عملية منح القروض لتلك الأغراض مرتبطة بموافقة مسبقة من البنك المركزي، كما أن البنك المركزي وبغرض تحقيق التوازن بين مختلف قطاعات الاقتصاد، يفرض أسعار فائدة مرتفعة على القروض الموجهة للقطاعات التي يزيد فيها الطلب على القروض، وفرض أسعار فائدة اقل على القروض الموجهة للقطاعات الأخرى وذلك بهدف زيادة الطلب عليها وزيادة حجم الاستثمارات المنفذة فيها، وبما يساهم في إحداث تخفيض في الطلب على قروض القطاعات الأولى وزيادة الطلب على القروض المخصصة للقطاعات الأخرى يؤدي إلى تحقيق التوازن في الاقتصاد وتحقيق التنمية الاقتصادية الشاملة.[34]

المبحث الثاني: أثر استقلالية البنوك المركزية على أداء السياسة النقدية

يحتل البنك المركزي موقع أساسي في النظام النقدي و المصرفي، لأنه يتولى مهمة تنظيم الجانب النقدي و المصرفي و توجيهه و الرقابة و الإشراف عليه، إضافة إلى مساهمته الذاتية في عمل هذا النظام، نظرا لأهمية هذا الجانب في اقتصاديات كافة الدول في الوقت الحاضر فسنحاول من خلال هذا المبحث ابراز استقلالية البنك المركزي وأثره على أداء السياسة النقدية .

[33] علي عبد المنعم السيد، العيسي نزار سعد الدين،، **النقود والمصارف والأسواق المالية**،دار الحامد،عمان، الأردن ، ط1،2003،ص 374.

[34] أحمد محمد صالح الجلال، مرجع سابق، ص ص64 65

المطلب الأول : نشأة و مفهوم البنك المركزي

من خلال هذا المطلب سيتم التطرق لمفهوم نشأة البنك المركزي

1-نشأة البنوك المركزية و تطورها التاريخي

تعد البنوك المركزية حديثة النشأة نسبيا، تعود بداياتها في البلدان الصناعية الكبرى إلى النصف الثاني من القرن السابع عشر، و قد جاءت نشأتها متأخرة نسبيا عن نشأة البنوك التجارية لأن الظروف الاقتصادية و النقدية لم تكن في حاجة إلى إنشاء بنوك مركزية، فالبنوك التجارية كانت تقوم بإصدار النقود بجانب تلقى الودائع و تقديم القروض، و قد أدى إفراط البنوك التجارية في إصدار النقود في ذلك الوقت إلى إحداث أزمات مالية، مما أدى إلى قيام تلك البلدان بتكليف أحد البنوك التجارية القائمة.

أو بإنشاء بنك متخصص للقيام بعملية إصدار النقود لتجنب تلك الأزمات المالية الناتجة عن الإصدار النقدي متعدد الجهات، كذلك رغبة حكومات بعض الدول في الحصول على قروض من البنوك1 ، و بالتالي فضلت تلك الحكومات الاقتراض من بنك واحد يتمتع بمكانة معينة. إن تتبع نشأة البنوك المركزية في دول العالم المختلفة يتبين لنا أن الهدف من إنشاء تلك البنوك يختلف باختلاف البلدان و ظروفها السياسة و الاقتصادية، يعتبر البنك المركزي السويدي أقدم البنوك المركزية في العالم، حيث تأسس سنة 1656 م، و أعيد تنظيمه كبنك للدولة سنة 1668إلا أن بنك إنجلترا الذي أسس سنة 1694 م يعد أول بنك إصدار يتولى مكانة بنك مركزي يطبق و يطور مبادئ و أساسيات فن الصيرفة المركزية، مما أوجد قبولا عاما لدى المتخصصين على أن البداية الوظيفية للبنوك المركزية بدأت مع ظهور بنك إنجلترا .ثم توالى بعد ذلك إنشاء بنوك مركزية في باقي البلدان الصناعية، حيث أنشئ بنك فرنسا سنة 1800 م، ثم أنشأ بنك هولندا سنة 1814 م بعد انهيار بنك أمستردام، ثم البنك الوطني النمساوي سنة 1878 م، ثم بنك النرويج و بنك الدانمارك الوطني، و البنك الوطني البلجيكي، و بنك إسبانيا في السنوات 1817 م، 1818 م، 1850 م، 1856 م، على التوالي ، و في القرن التاسع عشر تم أيضا إنشاء البنوك المركزية في كل من البرتغال، رومانيا، بلغاريا، تركيا، و رغم أنه في نهاية القرن التاسع عشر تكاد تكون جميع دول أوروبا لها بنك مركزي ، إلا أن دول الشرق ما عدا القليل منها كاليابان، جاوا، مصر، و الولايات المتحدة الأمريكية خلت من البنوك المركزية، فقد تم إنشاء بنوك الاحتياطي الفدرالي في أمريكا سنة 1913 م، كندا في نهاية سنة 1934 م، و البنك الياباني سنة1882 م، بقيت دول مهمة في الشرق كالهند و الصين بدون بنك مركزي، و على ذلك استمر العمل في تأسيس البنوك المركزية خلال القرن العشرين عبر العالم، و أهم حدث ساعد على إنشاء البنوك المركزية هو المؤتمر المالي العالمي الذي انعقد في بروكسل عام 1920 م، و الذي أوصي في تقريره

الختامي على كل الدول التي لم تنشأ فيها بنك مركزي لحد الآن عليها أن تبدأ العمل بإنشاء بنك مركزي فيها بأسرع وقت ممكن، ليس فقط من أجل تحقيق الاستقرار في نظامها النقدي و المصرفي، بل لتحقيق التعاون الدولي شهدت فترة العقود الثلاثة الأخيرة التي أعقبت مؤتمر بروكسل إنشاء البنوك المركزية في أقطار مختلفة في العالم، كما ساعد وجود صندوق النقد الدولي على توسيع حركة إنشاء البنوك المركزية في الدول التي حصلت على استقلالها حديثا في إفريقيا و آسيا و أمريكا اللاتينية .[35]

إن قيام البنك المركزي حاليا بأداء الكثير من الأعمال ذات الطبيعة المختلفة يجعل من الصعب تعريفه و تحديد مفهومه، حيث لا يوجد مفهوم أو تعريف محدد له متفق عليه بين الكتاب و الباحثين و الجهات المختلفة التي تتولى القيام بهذه المهمة، حيث أن كل منها يعرفه على أساس الوظيفة الأساسية التي يقوم بها البنك المركزي حسب وجهة نظر كل منهم، و مع ذلك يمكن تعريف البنك المركزي بأنه عبارة عن مؤسسة مركزية نقدية تقوم بوظيفة بنك البنوك و وكيل مالي للحكومة و مسؤولا عن إدارة النظام.

فهو يأتي على رأس المؤسسة المصرفية في البلاد، كما تعرفه (**Denise flouzat**)على أنه: " المؤسسة التي تتربع في مركز أو على قمة النظام المالي لتضمن القواعد و تراقب العرض النقدي ."[36]

كما عرفه(**Michel Albert**) ،على أنه المؤسسة التي تكون أهلا لضمان الثقة للنقود في البلد"، و يعرفه أنه " : السلطة أو الحكومة التي تقوم ب :مراقبة تمويل الاقتصاد، و إصدار المصكوكات، و منح القروض للبنوك التجارية في إطار السياسة النقدية، مراقبة و تسيير نظام المدفوعات المرتبط خاصة بتعويضات الشيكات، والتحويلات بين البنوك، الحرص على صلابة النظام المصرفي و المالي.[37]

كخلاصة يمكن القول أن البنك المركزي في معظم الدول يعتبر المؤسسة التي تمثل السلطة النقدية و تمارس سلطاتها، و يستمد رمزيته كسلطة نقدية انطلاقا من احتكاره لإصدار النقود القانونية التي تشكل الأساس المادي لسيولة الاقتصاد، انطلاقا من هذا الامتياز يقع البنك المركزي في قمة النظام النقدي و يترتب على امتلاكه لمجموعة من السلطات و كذلك تحمله مجموعة من المسؤوليات تجاه الاقتصاد بصفة عامة.

---

[35] أكن لونيس، مرجع سابق، ص 72

[36] Denise flouzat, le concept de banque central, bulletin de la banque de France n° 70,sue le site de la banque de France www.banque-france.fr/fr/bulletin/main.htm.29/05/2014

[37] Michel Albert**, le concept de banque central, bulletin de la banque de France n° 70**,

2-وظائف البنك المركزي

رغم تعدد و اختلاف النظم الاقتصادية و المالية التي تحكم البنوك المركزية إلا أنها في أي نظام مصرفي تقوم بوظائف عديدة، لكن يمكن تلخيصها و إجمالها فيما يلي :البنك المركزي بنك الإصدار و بنك الحكومة، و بنك البنوك، و المشرف على شؤون الائتمان، و سنتناولها تفصيلا الواحدة بعد الأخرى على التوالي.

2-1- البنك المركزي بنك الإصدار

تعتبر وظيفة إصدار الأوراق النقدية أولى الوظائف التي منحت للبنوك المركزية، إذ لا يسمح القانون لأي بنك أخر أن يقوم بهذه الوظيفة، لقد كان امتياز إصدار الأوراق النقدية في كل مكانة مرتبط في الغالب بنشوء و تطور البنوك المركزية، حيث كانت هذه البنوك حتى أوائل القرن العشرين تدعى بنوك الإصدار، ويعود تركيز الإصدار النقدي في مؤسسة واحدة إلى مجموعة من العوامل، أهمها[38] :

-انتشار استخدام النقود الورقية كان لابد من التماثل في النقد المتداول و منع تعدد العملات

-الدعم الحكومي للعملة التي يصدرها البنك المركزي يزيد من ثقة الجمهور فيها.

-إن عملية تركيز الإصدار النقدي في بنك واحد تجعل مسألة مشاطرته الأرباح الناجمة عن هذه الوظيفة أسهل بالمقارنة مع تركها في أيدي بنوك متعددة.

2-2-البنك المركزي بنك الحكومة و مستشارها

تقوم البنوك المركزية في كل الدول بوظيفة وكيل الدولة و مستشار لها في المسائل المالية، في الحقيقة أن المؤسسات القديمة قامت بهذه الوظيفة حتى قبل أن تصبح بنوكا مركزية، و يعتبر أداتها في تنفيذ سياسة نقدية تنسجم مع سياستها المالية و أهدافها الاقتصادية، حيث يقوم البنك المركزي إضافة إلى هذه العلاقة التقليدية بتقديم خدمات عديدة للحكومة، و التي يمكنها إيجازها بالتالي:

-يضع البنك المركزي كامل إمكانياته لخدمة أغراض السلطة التنفيذية لتحقيق أهدافها الاقتصادية و البنك المركزي هو مستشار الحكومة، و تقوم الحكومة بالتفاهم و التشاور مع البنك المركزي قبل اتخاذ القرارات خاصة في شؤون النقد و الائتمان.

-كما ينظم حسابات الحكومة، التي تودع ودائعها فيه و يقوم بمباشرة مدفوعاتها.

[38] la banque de France www.banque-france.fr/fr/bulletin/main.htm, pp 02,04

-يتولى خدمات الحكومة بإصدار القروض العامة، كما يقوم بتحصيل إيراداتها.[39]

2-3-البنك المركزي بنك البنوك

يمارس هيمنته على مختلف البنوك العاملة في الدولة، إذ تحتفظ لديه البنوك بنسبة من ودائعها بهدف تحقيق غرضين، هو ضمان حقوق المودعين و حماية البنك في مواجهة الأزمات الطارئة، و الغرض الثاني أنه باستخدام هذه النسبة للتأثير على قدرة البنوك التجارية في خلق الائتمان حتى يؤدى البنك المركزي دوره كبنك البنوك ينبغي له أن لا يقوم بالتعامل مع الأفراد بشكل واسع حتى لا يدخل كمنافس للبنوك التجارية، و من ثم يمكن أن يقل تأثيره على عملها، و يكتسب البنك المركزي هذه الوظيفة بحكم موقعه على رأس الجهاز المصرفي، فهو بهذه الصفة له حق الرقابة و الإشراف على أعمال البنوك التجارية، كما يحتفظ أيضا بحسابات جارية لتلك البنوك تمكنه من تنفيذ عمليات المقاصة بين حساباتها، و التي تنشأ عن التعامل فيما بينها .[40]

المطلب الثاني:أثر استقلالية البنك المركزي على أداء السياسة النقدية

إن التطورات الاقتصادية و النقدية المحلية و الدولية التي شهدتها دول العالم خاصة في الآونة الأخيرة، جعلت استقلالية البنوك المركزية من أهم المواضيع، بالرغم من أن مصطلح استقلالية البنك المركزي ليس جديدا بل هو موجود منذ زمن بعيد، فمنذ منتصف سنوات الثمانينات تعرف البلدان الغربية عجزا في موازناتها العمومية

اتجاهات تضخمية من معدلات فائدة مرتفعة و ذلك من أجل ترقية الاستقرار و النمو ظهرت استقلالية البنك المركزي كوسيلة جديدة لتحقيق استقرار.

1-مفهوم استقلالية البنك المركزي

و يقصد باستقلالية البنك المركزي بأنه المفوض الوحيد المكلف بحماية قيمة العملة المحلية وتحقيق استقرار الأسعار، ويتمتع المسؤولون الرسميون في البنوك المركزية بالاستقلالية، خصوصا فيما يتعلق بتعيينهم وعدم الاستغناء عن خدماتهم قبل انتهاء عهدتهم المحددة قانونا.

تعريف الأول:

يتمثل في عزل السياسة النقدية عن الأمور السياسية، وهذا من خلال تحديد وسيلة بسيطة نسبيا تتمثل في تعيين نوع من القواعد للسياسة النقدية يجب إتباعها أي تحديد القاعدة النقدية[41].

---

[39] فليح حسن خلف، **النقود و البنوك، التنمية والتخطيط الاقتصادي**،عالم الكتب الحديث، الأردن،2006، ص 303 .

[40] أحمد شعبان محمد علي، **انعكاسات المتغيرات المعاصرة على القطاع المصرفي و دور البنوك المركزية**، مرجع سابق،ص10

[41] أكن لونيس، مرجع سابق، ص 87

تعريف الثاني :

يتمثل في منح البنك المركزي الاستقلال التام في إدارة السياسة النقدية، وهذا المفهوم الأكثر ارتباطا بممارسة البنوك المركزية لعملها في الوقت الحالي، و تعرف أيضا بأنها مدى قدرة البنك المركزي على تحديد السياسة النقدية دون أي تدخل من الحكومة.[42]

استقلالية البنك المركزي لا تعني عزل السياسة النقدية عن الحكومة أو السياسة الاقتصادية العامة للدولة، بل يجب أن يكون هناك تنسيق بين كل السياسات التي تعتمدها الدولة، فالبنك المركزي ما هو إلا مؤسسة تعمل داخل الإطار العام للدولة و يصعب فصله تماما عنها، و إنما هو أن تكون إدارة السياسة النقدية من اختصاص البنك المركزي دون تدخل الحكومة. وله السلطة و حرية التصرف الكامل في وضع وتنفيذ السياسة النقدية التي يراها مناسبة لتحقيق أهدافه.

2-معايير استقلالية البنك المركزي :

هناك مجموعة من المعايير التي على أساسها يمكن تحديد درجة استقلالية البنك المركزي ووضعت هذه المعايير بسبب صعوبة قياسها كميا بشكل دقيق لما يحكمها من عوامل يختلف ترتيبها والوزن النسبي لكل منها، تصنف هذه المعايير إلى صنفين و هما :

2-1- المعايير القانونية:

يمكن حصر هذه المعايير القانونية في خمس نقاط تتمثل فيما يلي :

-الجهة التي تتولى مساءلة المسؤولين عن السياسة النقدية :إن البنوك المركزية التي تتمتع بالاستقلالية التامة تكون مسؤولة أمام الرأي العام مباشرة و تقل هذه الاستقلالية إذا كانت مسؤولة أمام البرلمان و تزداد انخفاضا إذا كانت مسؤولة أمام الحكومة.

-مدة بقاء محافظ البنك و أعضاء مجلس الإدارة :كلما كانت مدة تولي مهام المحافظ أو أعضاء مجلس إدارة البنك أطول كلما كان ذلك دليلا على استقلالية البنك المركزي، ومدى سلطة الحكومة في تعيين و عزل محافظي البنوك المركزية و أعضاء مجلس الإدارة :في حالة تمتع البنك المركزي بالاستقلالية يقيد حق الحكومة في تعيينهم أو عزلهم طالما أن الاستقلالية تتطلب وجود نص قانوني يمنع إقالتهم من مناصبهم قبل انتهاء المدة القانونية لعهدتهم.

[42] Sylvester Eijffinger and Macro Hoeberrichts **'' THE TRADE OFF'' between central bank Independence conservativeness, OXFORD**, economic papers, vol 50, n° 03, July.1998, p 309

-تركيبة مجلس إدارة البنك: أنه يمتد إلى حق التصويت والمشاركة في اتخاذ القرارات و الاعتراض عليها عند اللزوم لحين عرضها على مجلس الوزراء مثلا فهذا يعد مظهر من مظاهر انخفاض الاستقلالية، وتعني مدى تمثيل الحكومة في هذه المجالس، و إذا كان هناك تمثيل.

-استقلالية ميزانية البنك المركزي: يعد مؤشرا على عدم استقلالية البنك المركزي في حالة سلطة الحكومة بشأن ميزانية البنك المركزي التي تعد بمثابة وسيلة ضغط غير مباشرة تستعملها الحكومة لتوجيه سياسات البنك للحد من قدرته على الحصول على الموارد المالية الضرورية في حالة عدم تنفيذ أوامرها.[43]

2-2-المعايير الاقتصادية:

تتمثل فيما يلي:

-تعدد أهداف السياسة النقدية:يتمتع البنك المركزي باستقلالية أكبر إن لم يكن هناك تحديد دقيق و متعدد لأهداف السياسة النقدية،و مهمته تكون وثيقة الصلة بتحقيق هدف استقرار الأسعار كهدف وحيد للسياسة النقدية.

-حرية البنك المركزي سلطته في تنفيذ السياسة النقدية: حتى يستطيع البنك المركزي تحقيق أهداف السياسة النقدية ينبغي أن يكون للبنك المركزي صلاحيات واسعة في صياغة السياسة النقدية دون تدخل الحكومة في ذلك و في هذه الحالة يكون البنك المركزي يتمتع بدرجة عالية من الاستقلالية.

- قدرته على تحديد معدلات التضخم: تترك له حرية اختيار أدوات السياسة النقدية لتحقيقه ويقصد به تحديد الهدف الرقمي لمعدل التضخم دون تدخل الحكومة فهذا دليل على استقلالية البنك المركزي، أما في حالة تحديده من قبل الحكومة ينقص من استقلاليته، أو من خلال التشاور بين الطرفين فهذا يحد من درجة الاستقلالية.

-مدى إمكانية منح القروض للحكومة :أي مدى التزام البنك المركزي بمنح تسهيلات ائتمانية للحكومة و هيئاتها و مؤسساتها وبتمويل العجز في الإنفاق الحكومي وبشراء أدوات دين حكومية.[44]

3-المبررات المؤيدة للاستقلالية

تتمثل هذه المبررات في النقاط الآتية:

[43] نبيل حشاد، **استقلالية البنوك المركزية بين التأييد و المعارضة**، اتحاد المصارف العربية، 1994، ص ص32 33.

[44] Strauss- Kahn (Marc Oliver) « **La banque centrale et les initiations de l'économie monétaire et bancaire »** cahiers économiques et monétaires, édition banque de France université 27, 28 ,29 /11/1991, p 219.

-بما أن البنك المركزي هو الذي يقوم بالإصدار النقدي ينبغي المحافظة على استقلاله لأن الصلاحية المعطاة له في هذا الإطار قد تستغل من طرف السلطات العامة، لذا يجب أن يكون بعيدا عن التأثيرات الخاصة حتى يبقي قادرا على مقاومة الضغوطات التي يمكن أن يمارسها عليه المستفيدون من القروض، وأن إذا فقد استقلاله فهذا يفقده أيضا مرونته بالنسبة للسياسة النقدية.

-يمكن الإثبات بسهولة أنه إذا كان على مصممي السياسة المنتخبين أن يختاروا بين أهداف تتعلق بالتضخم والإنتاج و العمالة، سيكون لديهم دافع للسعي وراء مكاسب في الإنتاج في الأجل القصير من خلال نقص السياسة النقدية غير التضخمية الذي يتعلق بتوزيع الدخل أو بقضايا الإيرادات .

-مصداقية السياسة النقدية :إن كانت صياغة السياسة النقدية بين أيدي مسؤولين بعيدين عن السياسة و يكون بإمكانهم النظر و التفكير للمدى البعيد و لقد صيغ الأساس الفكري لهذا المبرر مرتبطا بمسألة عدم الاستقرار الزمني حيث أن آجال تأثير السياسة النقدية طويلة و متغيرة قدرتها على تحقيق و الإبقاء على استقرار الأسعار في الأجل الطويل مع حد أدنى من التكاليف الاقتصادية سوف تتحسن.

جدول رقم (2-1) : مؤشر إستقلالية البنك المركزي

المعيار	وزن المعيار	قيمة المعيار		
		1	0,5	صفر
1ـ هدف البنك المركزي	2	إستقرار الأسعار هو الهدف الوحيد مع إعطاء الأولوية إذا تعدت تعارضت الأهداف	تعدد / تعارض الأهداف مع عدم النص على الأولوية	تعدد الأهداف وإتساعها لتشمل التنمية الاقتصادية و بدون أولوية
2ـ تعين المحافظ والمجلس	2	ـ ترشيح (تعين) حكومي مع تعين (تصديق) برلماني ـ زمن الوظيفة يفوق فترة بقاء الحكومة / تتداخل معها .	ترشيح (تعين) حكومي مع تعين (تصديق) برلماني زمن الوظيفة يفوق بقاء الحكومة / تتداخل معها .	يعين مباشرة من قبل الحكومة لنفس لفترة أطول .
3ـ هيكل مجلس الإدارة	2	عدم وجود ممثلين للحكومة أو القطاع الخاص ،ما عدا ممثل وزارة المالية وبدون صوت في المجلس .	تمثيل حكومي مباشر مع حق التصويت .	تمثيل حكومي مباشر ،وتمثيل القطاع الخاص (بنوك، رجال أعمال ،إتحادات ، أخرى).
4ـ الإئتمان للحكومة	3	عدم تقديم إئتمان مباشر إلا في حالات الطوارئ وبقيود وحدود الإئتمان .	إئتمان مباشر بحدود أو من خلال السوق الثانوي بلا	إئتمان مباشر و غير مباشر بدون حدود.

			حدود أو السحب على المكشوف من خلال البنوك العامة	
5ـ عزل المحافظ	2	عملية من خطوتين ، وبضوابط صارمة و يجب أن تقره أعلى السلطات القضائية.	مباشرة من قبل الحكومة بناء على أسس قانونية، أو في عملية من خطوتين على أساس غير قانونية .	من قبل الحكومة على أسس شخصية أو سياسية وليست قانونية.
6ـ دور المقرض الأخير	2	في حالات الطوارئ ومقيدة قانونا وفي حدود معينة .	في حالات الطوارئ و مقيدة قانونا، وبدون حدود معينة .	سياسية متحررة لقروض الطوارئ.
7ـ إستقلالية أدوات السياسة النقدية	3	الإستقلال الكامل في إستخدام أدوات السياسة النقدية .	دور الحكومة في تصميم السياسة النقدية وسياسة الصرف	المالية مثل متطلبات الإحتياطي و معدلات الفائدة .
8. الإستقلال المالي	1	ـ تضمن الحكومة سلامة رأس المال للبنك ـ للبنك سلطة تكوين مخصصات ـ تحويل الفائض للحكومة .	ـ الحكومة ليست مطالبة بضمان رأس المال ـ وجود إعتماد من جهة خارجية لميزانية البنك .	يدير البنك عمليات شبه مالية للموازنة .
9ـ المساءلة	1	ـ المثول أمام البرلمان ـ تقديم تقرير للحكومة ـ نشر تقارير دورية .	تقديم تقرير للحومة على أساس منظم و تقارير إضافية في حالة الإختلال النقدي	نشر تقرير سنوي .
10ـ الشفافية و الإقصاء	1	نشر قوائم مالية معتمدة من محاسب قانوني مستقل .	نشر قوائم مالية معتمدة من محاسب قانوني قطاع عام .	نشر قوائم مالية معتمدة من مراجع داخلي .

المصدر:عبد الحميد سلمان " **استقلالية البنك المركزي وإدارة السياسة النقدية** ، المؤتمر العلمي الأول أزمة السيولة والركود في مصر،القاهرة ،2003 ، 226 : أنضر إلى بركان زهية ،مرجع سابق، ص198

المطلب الثالث: تجارب بعض البنوك المركزية في مجال الاستقلالية:

1- البنك المركزي الأوروبي

ظهر البنك المركزي الأوروبي نهاية سنة 1998 وقد لينشط بدل المعهد النقدي الأوروبي،كما أن إنشاء البنك المركزي الأوروبي لايفسر أن البنوك المركزية لدول المجموعة سوف يتم إلغاؤها ولكن ستكون مساعدة للبنك المركزي الأوروبي وما يطلق عليه بالنظام الأوروبي للبنوك المركزية ومن أهم وظائف هذا النظام مايلي :

_ وضع وتنفيذ السياسة النقدية لدول الاتحاد.

_يقوم بإدارة عمليات أسعار صرف العملات لدول المنظمة في إطار آلية ونظام سعر الصرف متفق عليه .

_ إدارة الاحتياطات الأجنبية الرسمية لدول المجموعة و الاحتفاظ بها

_مراقبة عمليات الأنظمة المدفوعة و التأكد من سهولتها ضمن دول المجموعة.

_ العمل على استقرار النظام المالي بالاشتراك في رسم وتخطيط سياسات الإشراف على المصارف والتنسيق بين دول المجموعة في هذا الخصوص.

إن البنك المركزي الأوروبي هو الهيئة المنوط بها وضع السياسة النقدية للدول المنضمة إلى الوحدة النقدية، يعتبر بمثابة القلب بالنسبة للوحدة النقدية الأوروبية، ويتمتع بشخصية قانونية، لا تقصر المساهمة في رأسماله على دول منطقة اليورو فجميع البنوك المركزية لدول الإتحاد تشارك في رأسماله بنسبة محددة ويمكن زيادة رأسمال البنك عند الحاجة.

وقد نصت معاهدة ماستريخت على أن لا يكون الأعضاء يخضعون لتأثيرات أو ضغوط سياسية، أي كل أعضاء مجلس إدارة البنك المركزي الأوروبي مستقلين ،[45].

ويتكون مجلس إدارة البنك بالإضافة إلى رئيسه من محافظي للبنوك المركزية الوطنية للدول التي تشارك في منطقة اليورو. ويضطلع مجلس الإدارة بمهمة وضع السياسة النقدية المشتركة وإقرارها بالأغلبية البسيطة للأصوات. يرجع الجانب الذي فيه صوت الرئيس .ويأتي في مقدمة مهمات مجلس إدارة البنك رسم الإستراتيجيات النقدية للبنك المركزي الأوروربي.[46]

[45] يونس محمود ،مرجع سبق ذكره ،ص61

[46] Jean_françois Drevet ; **A quoi sert la banque centrale europèenne ? in problèmes èconomiques** , 26 septebre n332 ;2007 ;p39

2-استقلالية البنك المركزي الأوروبي

يجب على البنك المركزي الأوروبي أن يقدم التقارير اللازمة والدورية إلى البرلمان الأوروبي والمفوضية الأوروبية ومجلس وزراء المجموعة كما يجب أن يكون البنك مستقلا ولا يتبع لأية مؤسسة أو هيئة معينة ، ولا يجب أن يفهم من أن المصرف سوف يقدم التقارير إلى ذلك الأجهزة، وأن يتقيد بتعليماتها ولكن سوف تكون قرارات المصرف مستقلة .

تشمل استقلالية البنك المركزي الأوروبي ثلاثة محاور هي :

- إمكانية اكتساب المصداقية النقدية لبعض الدول الأعضاء في الإتحاد النقدي الأوروبي، كنتيجة لقيامهم بالتخلي عن استقلالهم النقدي، وترك أحوالهم النقدية محكومة من جانب بنك مركزي أوروبي يتمتع بالاستقلالية .

-استقلالية المصرف وظيفيا منعناه أن يكون تحت تصرفه الأدوات اللازمة لرسم وتنفيذ السياسة النقدية بصورة فعالة .

_ الاستقلالية شخصية لأعضاء المجلس الاستشاري أو الفريق التنفيذي لهم وذلك من خلال تعيينهم لفترة طويلة.

تتميز استقلالية الكاملة للبنك المركزي الأوروبي عن السياسة بعدم الوضوح، فيجب على أصحاب القرار اتخاذ القرارات مع الأخذ بعين الاعتبار الوضع الاقتصادي لدول منطقة اليورو،وعلى الرغم من أن تأثيرهم على السياسة الاقتصادية وسياسة التمويل للحكومات الأعضاء محدودة.[47]

2-1-مظاهر إسقلالية النظام الأوروبي للبنوك المركزية

2-1-1- الاستقلالية الوظيفية : تتمثل بعدم إمكانية تنحية أي عضو في مجلس إدارة البنك المركزي وتلبية مستلزمات أداء وظيفة أو ارتكابه خطأ فادحا وعزله من منصبه إلا تحت ظروف خاصة ، ،وتتم التنحية من خلال المحكمة الأوروبية بناء على طلب مجلس إدارة البنك المركزي الأوروبي أو المجلس التنفيذي لمرة واحدة ،ولمدة واحدة ولمدة ثمانية أعوام ، أما بالنسبة لأعضاء المجلس التنفيذي الأول فقد جرى تعيينهم لمدة أربع وخمس وست وسبع وثماني سنوات .

[47] فاروق محمود الحمد،" **الوحدة النقدية الأوروبية واليورو،المنشاة والتطور،والآثار" سلسلة رسائل البنك الصناعي الكويتي** العدد61، لسنة2000، ص،ص59،60

2-1-2- الاستقلالية المؤسسية :يحق للبرلمان الأوروبي طلب أي عضو في المجلس التنفيذي للاستماع إلى رأيه ومناقشته و يلتزم البنك المركزي الأوروبي بتقديم تقرير سنوي إلى كل من البرلمان الأوروبي والمجلس الوزاري للإتحاد الأوروبي والمفوضية الأوروبية ، إضافة إلى رؤساء الدول والحكومات.

2-1-3- الاستقلالية المالية : لايسمح النظام الأوروبي للبنوك المركزية بالسحب على المكشوف للحكومات المركزية أو لمؤسسات الإتحاد الأوروبي أو الشخصيات القانونية الإقليمية أو المحلية أو أي جهة عامة أخرى .

2-1-4- الاستقلالية العملية:يلتزم البنك المركزي الأوروبي بالعمل على استقرار قيمة النقد وهذا الهدف يأتي من أهم أولويات برامج عملها.

3- الاحتياطي الفدرالي الأمريكي

يعتبر الاحتياطي الأمريكي الفدرالي تنظيم سياسي و جهاز أو مؤسسة من المؤسسات الحكومية، حيث أنه في الواقع الجهاز الحكومي المسؤول عن إدارة السياسة النقدية ، التي تعتبر واحدة من أهم السياسات الاقتصادية في الولايات المتحدة الأمريكية وكثير من دول العالم، والجدير بالذكر أن نظام الاحتياطي الفدرالي يتكون من مجلس الحكام الذي يبلغ عدد أعضائه 7، ولجنة عمليات السوق المفتوحة المكلفة بتنفيذ السياسة النقدية ،وهي مكونة من 12 عضو (أعضاء مجلس الحكام و5 ممثلين للبنوك الفيدرالية)،ويبلغ عدد البنوك الفيدرالية 12بنك.[48]

3-1-أثر استقلالية البنك المركزي على السياسة النقدية في الولايات المتحدة الأمريكية :

يتم تعيين أعضاء مجلس المحافظين عن طريق ترشيح رئيس الولايات المتحدة الأمريكية لهم ،ويتطلب ذلك موافقة الكونغرس لمدة 14سنة غير قابلة لتجديد،كما أن رأسمال بنوك الاحتياطي الفدرالي يساهم فيها البنوك الأعضاء في نظام الاحتياطي الفيدرالي وكذلك لا يمكن للكونجرس إلغاء عضوية أي عضو من أعضاء المجلس طالما تمت الموافقة على تعيينه، وتقوم بنوك الاحتياطي الفدرالي بإدارة الأموال المتاحة ،بحيث تحقق لها دخلا مناسبا.[49]

3-2-الملامح الأساسية لاستقلال البنك المركزي الأمريكي:

كما ورد في القانون الصادر عام 1913 :

[48] زكرياء الدوري ،يسرى السمامرائي ،" **البنوك المركزية والسياسات النقدية** " عمان ، دار البارودي العلمية للنشر والتوزيع ،2006، ص ص 179،180.

[49] نبيل حشاد ، **مرجع سابق** ، ص101

عن استقلالية الأدوات وتتمثل في البنك المركزي الأمريكي وحدود التمويل المقدم من البنك المركزي للحكومة إذ لا يمكن أن يمنح ائتمان، ممثلا في السحب على المكشوف أو تقديم قروض طويلة الأجل أو سلف كما يسمح لها القانون بشراء الأوراق المالية من السوق الثانوي.

-استقلالية الأفراد القائمين على صياغة السياسة النقدية:حيث يعين الأعضاء بعد استشارة الكونجرس وأخذ موافقة من طرف رئيس الجمهورية ،وذلك ،وعين كل عضو لمدة 14 عام دون إمكانية عزله خلالها.

– استقلالية المؤسسات في صياغة السياسة النقدية: إذ يمنحها القانون السلطات الكاملة في إدارة القاعدة النقدية وذلك عن طريق استخدامها الوسائل النقدية المختلفة و من أهمها سعر الخصم والاحتياطي القانوني وعمليات السوق المفتوحة.[50]

المبحث الثالث :المفهوم الجديد للسياسة النقدية في ظل المتغيرات الكلية والعولمة

نحاول من خلال هذا المبحث إبراز المفاهيم الجديدة لسياسة النقدية في ظل العولمة تأثيرها على التضخم والسياسة النقدية .

المطلب الأول: المفهوم الجديد للسياسة النقدية في ظل العولمة:

إن الاستقلال القانوني للبنك المركزي، بالاشتراك مع متغيرات أخرى، في الاقتصاد الكلي، تساهم في تقليل من التضخم، وقد أدت دراسة لصندوق النقد الدولي ذلك على الرغم من عدم تحديد علاقة سببية لذلك التحليل يقارن بمؤشر واسع للإصلاح الهيكلي والتضخم ويبدو أن الحكومات استبدلت ببساطة بأموال البنك المركزي الدين العام لتمويل العجز المالي[51].

يقتصر اتجاه البنوك المركزية على إدارة السياسة فإذا ما وضعنا في الاعتبار ما تمثله معدلات التضخم المرتفعة من مخاطر على الإنتاج والإنتاجية والعمالة في المدى الطويل يهدف إلى الحفاظ على استقرار الأسعار وقيمة العملة

[50] منصوري الزين "**استقلالية البنك المركزي وأثرها على فعالية السياسة النقدية** "، الملتقى الوطني الأول حول المنظومة المصرفية والتحويلات الاقتصادية ،واقع وتحديات ، ص 427،428

[51] سمير حسون، **الاقتصاد السياسي في النقد والبنوك**، المؤسسة الجامعية للدراسات والنشر والتوزيع، 2004، ص:234.

كما يعد أفضل للعملية التنموية على المدى الطويل من الدور الذي اعتاد أن يلعبه من خلال التمويل بالعجز والتوسع، بعرض تمويل التوسع المتزايد في حجم الاتفاق الحكومي.[52]

و هو الاتجاه الذي يدعمه صندوق النقد الدولي ،وأصبح يوصي به ضمن برامج الإصلاح المالي والمصرفي التي يفرضها على الدول.

1-الاتجاهات الرئيسية للسياسة النقدية

يتأتى ذلك إلا إذا قام البنك المركزي بزيادة حجم وسائل الدفع، وخفض سعر الفائدة وتشجيع الائتمان ويعني أن التحكم في حجم وسائل الدفع أن يتجه نحو تحقيق زيادة تحقيق النشاط الاقتصادي،حتى ولو أدى إلى ارتفاع مقبول في التضخم، إلا أنه سيؤدي في نفس الوقت إلى زيادة القوة الشرائية، وزيادة الطلب الاستثماري وتحقيق مستوى أعلى للتشغيل.

1-1- الاتجاه التوسعي و ألتقيدي للسياسة النقدية

يرفع البنك المركزي أسعار الفائدة لتشجيع الأفراد على الادخار وتخفيض من حجم الاستهلاك في حالة ارتفاع معدل التضخم، تكون المطالبة بزيادة الأجور وتعود السلطة النقدية إلى تقييد حجم الإنفاق، وتدفع بالبنك المركزي إلى إنقاص حجم وسائل الدفع، وتقييد الائتمان في محاولة لتثبيت الأجور والأسعار..

عندما يكون سعر الفائدة الحقيقي موجبا ، نرجع علاقة صندوق النقد الدولي، مع الدول النامية في مجال السياسة النقدية، بتطبيق سياسة نقدية وائتمانية تقيديه وذلك للحد من التوسع النقدي والتضخم مع ضرورة تعديل أسعار الفائدة بحيث[53].

1-2- تدخل البنك المركزي وقوع السوق

تتطلب المصداقية أن تكون توجهات سياسات البنوك المركزية واضحة وشفافة و تتصف بالاستمرارية ويكون التدخل أكثر ضرورة في الدول الأكثر عرضة للصدمات الخارجية، فعلى الرغم من أن السلطات النقدية في الدول العالم الثالث قد قطعت أشواطا كبيرة نحو إقامة أنظمة مالية ومصرفية تستند إلى عوامل وآلية السوق، إلا أنها

[52]أوجستين كاتنزولويس أوجاكوم ـ ،" **ترويض الوحش" ، في مجلة التمويل و التنمية** ، العدد4 ديسمبر، 2005، ص:27.

[53]عصام الدين محمد عباس أباظة."**تأثير العولمة عولمة على الاقتصاد المصري**"، القاهرة، رسالة ماجيستر،2004،ص،ص49،48.

مازالت تلجأ إلى ممارسات لا تستند على آلية السوق في إدارة سياستها النقدية، فمن جانب عملت السلطات في هذه الدول على تحرير هيكل أسعار الفائدة وإزالة الضوابط على الائتمان وتعزيز الأطر القانونية والتنظيمية التي تعمل بموجبها المؤسسات المالية،.

1-3-العولمة و الرقابة المالية الداخلية

يعتبر تطور كل دولة وذلك بتوحيد الجهات الرقابية المالية لديها في جهة رقابية قوية تجمع عديدا من الجهات الرقابية المتخصصة إذ تعتبر الخطوة نحو التكامل مع الفكر العولمي لإيجاد أدوات ومعايير رقابية عالمية على أوامر الحكومات المختلفة في المجال المالي والنقدي، ضمانا للاستثمارات وحركة رؤوس الأموال بين الدول وحماية انتقالها بين البيئات الاقتصادية المختلفة انتقالات بغير حدود في ظل العولمة.

وقد أدى انفتاح الأسواق المالية والمصرفية إلى دخول البنوك العالمية الكبرى وانتشار فروعها في دول العالم مما أوجد منافسة بينها وبين البنوك المحلية في استقطاب الأموال والودائع.

مع هذا التوسع والتضخم في السوق المصرفي والأداء المالي والنقدي في السوق التأميني والرأسمالي ومع بروز العولمة والحرية المتزايدة أصبحت فروع البنوك المحلية والعالمية وانتشارها بشكل يعطي المنافسة أشد أشكالها فقد تدخل في نوع من الأداء المصرفي نتيجة المنافسة الشديدة أصبحت الفروع والمراكز الرئيسية في تنافس لجذب ومنح الأموال ولذلك قد تفرط في شروطها لمنح الائتمان،كما قد تؤدي بعد فترة إلى حدوث انهيارات قد لا يقف تأثيرها على البنك المعني وحده بل قد يتسع الأثر إلى النظام المصرفي المالي في الدولة ككل فيما يوجب وجود هذه الهيئات الرقابية الموحدة والقوية وأن تكفل لها الدولة وسائل ودرجات للأداء على المستوى المتوازي.

2- السياسة النقدية وظاهرة التضخم :

- يمكن تعريف التضخم باعتباره ظاهرة نقدية انه عبارة عن زيادة في كمية النقود تؤدي إلى ارتفاع الأسعار سوء ظهرت تلك الزيادات من خلال عرض النقود ، أو من خلال الطلب على النقود (الإنفاق النقدي)[54].

-كما يمكن تعريفه باعتباره ظاهرة سريعة من خلال أثاره حيث يعبر عن تواجد التوجيه المستمر المحقق نحو ارتفاع الأسعار،إن تحليل الكيفية التي يمكن بواسطتها تجنب التضخم المتولد عن نمو والتقلبات , أو على الأقل

[54] سالم توفيق النجفي،"**سياسات التثبت الاقتصادي والتكييف الهيكلي** "،بغداد،بيت الحكمة، 2002 ص 70

تقييد الآثار , وتوجيهه واجهة التوزيعية التي تتفق مع الأهداف النظام الرأسمالي و إعادة الإنتاج من جهة وتحسين مستوى الدخول من جهة أخرى , يرتبط باختيار بين سياستين[55].

1.2..سياسة الانكماشية التقليدية :

تتمثل هذه طريقة كالسياسة جذرية لمعالجة الظاهرة، تؤدي إلى حصر النشاط الحكومي ونشاط المشروعات وحجم الائتمان ومن ثم يقل نشاط الإنتاجي وترتكز على إجراءات معاكسة للضغوط التضخمية بشكل وقائي يصل إلى حالة اقتصادية جديدة تسود الاقتصاد، وتتجمد معدلات النمو وتعود الأسعار إلى حالتها الأولى وإذا كان الانكماش يمثل حالة عكسية تماما لتضخم المماثلة له في ظواهره ولكن بطريقة سلبية إلا أنهما يعبرا في نفس الوقت عن اختلال الهيكل الاقتصادي وفي النظام النقدي ولا يمكن أن نتصور أن يتم إصلاح النظام النقدي عن طريق إحلال اختلال أخر ويمكن الاستدلال على الانكماش من خلال مؤشرات ثلاثي لأساسية في الاقتصاد الأسعار تشغيل، ميزان المدفوعات، فعلى عكس التضخم تنخفض الأسعار وتزداد البطالة ويتحقق فائض في ميزان المدفوعات. وكل من تضخم والانكماش سيؤديان إلى سوء استخدام النقود وخروجها عن وظائفها الأصلية وتدهور في النظام النقدي .[56]

2-2- سياسة الداخلية تعمل على محافظة على النمو مع تحقيق استقرار النقدي :

وتتبع بعض الإجراءات التي تساهم في المحافظة على قيمة النقود والقدرة الشرائية لحائزيها بطريقة نسبية ترضي مطالب القوى الاجتماعية المختلفة من العمال والمشروعات كما تحاول أن تعترف بمعدل مقبول من التضخم يسود الاقتصاد ويمكن التحكم فيه ومعرفة مداه وتتمثل هذه السياسة في اتخاذ إجراءات مسكنة أو مثبته يكون فيها عامل تحقيق النمو الاقتصادي ، وردود فعلها إزاء الارتفاع في الأسعار بارتفاع موازي في الأجور والأرباح الإنتاجية.

تهدف إلى تخليص قوى السوق التلقائية من الضغط وتدخل قوى العمل والمشروعات والجماعات الديناميكية الأخرى، فسياسة الدخل تمثل التوجه المصحح لأثار السياسات النقدية والضريبية والمالية والسياسة النقدية بهذا المفهوم لا ترتبط فقط بالأساليب والإجراءات، وإنما أيضا بالأهداف التي تسعى إلى تحقيقها القوى

[55] سامي عفيفي حاتم،**التكتلات الاقتصادية بين التنظيم والتطبيق**"،الدار المصرية اللبنانية، 2005 ، ص68

[56] سالم توفيق النجفي، مرجع سابق ، ص 88

الاجتماعية المشاركة والمتحملة لظاهرة التضخم، وتعني مجموعة الإجراءات التي من شأنها تقييد معدلات الزيادة في الدخول النقدية من جهة، كما.

وهناك مفهوم أخر يتوجه إلى أن سياسة الدخول ترتبط ارتباطا وثيقا بعملية تصحيح إعادة توزيع الدخل أثناء النمو الاقتصادي ومجموعة الإجراءات التي تعمل على التنسيق بين معدلات الدخول لمختلف الأفراد والقطاعات خلال مراحل النمو الاقتصادي، أي .

2-3- السياسة النقدية والتوازن الخارجي

قامت قاعدة النقد الذهبية بدور هام وفعال في تحقيق الارتباط بين الاقتصاديات الوطنية المختلفة من خلال التجارة الدولية، وبصفة خاصة بين الاقتصاديات المتقدمة والبلدان المتخلفة، ولقد تمثل هذا الارتباط من خلال عدة مظاهر أساسية :

- أدى الذهب إلى تثبيت أسعار الصرف بين العملات التي يتبع نظامها قاعدة الذهب فيكفي معرف الوزن الذهبي لوحدة النقد في اقتصاد أخر.
- إن تمتع الذهب بصفة عمومية والقبول التام كما أصبح وسيط عالمي في المبادلة فهو ليس فقط داخل الاقتصاد الوطني، وإنما أيضا في نطاق المبادلة الدولية، كما يستخدم في تسوية المدفوعات الخارجية الناشئة عن عجز أو الفائض في ميزان المدفوعات[57].
- فالاختلال في التوازن يلحقه دائما إعادة التوازن في العلاقات التجارية الدولية بفعل العوامل الميكانيكية و التلقائية لقوى العرض والطلب الخاصة بالذهب.
- كنتيجة مباشرة لدور الذهب كنقد يستخدم في تسوية المدفوعات الدولية من جهة وكسلعة تخضع للقواعد التلقائية للعرض والطلب من جهة أخرى في تحقيق التوازن بين العلاقات الداخلية والعلاقات الخارجية وبمعنى أخر هناك تلازم كبير بين الاستقرار النقدي ونمو النشاط الاقتصادي الداخلي وبين المبادلات الدولية .وهذا التلازم يبرز عندما تزيد كمية النقود الذهبية في النطاق الداخلي، فسوف تؤدي إلى ارتفاع أسعار المنتجات المحلية مقارنة مع المنتجات الأجنبية، وبالتالي زيادة الواردات ونقص الصادرات، وبتالي المحافظة على القوة الشرائية للنقود.وفي هذه الحالة فإن المحافظة على هذا الرصيد تعني رفع سعر الخصم، مما يؤدي إلى تقييد حجم الائتمان واجتذاب رؤوس

[57] سامي خليل " **النظريات و السياسات النقدية و المالية** " الكويت، ب س ،ص21

الأموال الخارجية .وبعبارة أخرى فإن ومؤسسة ترفع سعر الخصم إدا رأت أن الطلب على الائتمان يخشى منه أن يؤدي إلى إصدار كثيف للنقود (الورقية والائتمانية) لا يتناسب مع رصيدها المعدني، أو عندما ترى أن رصيدها المعدني يتناقص نتيجة عجز الميزان التجاري . وفي الحالتين يكون الهدف من رفع سعر الخصم هو وجذب رؤوس الأموال لإعادة التوازن في العلاقات الخارجية .

ففي ظل قاعدة الذهب، توجد نقود أخرى تتداول بجانب نقود القاعدة النقدية والمتمثل في النقود الورقية والنقود الائتمانية غير أن النشاط الخارجي لا يقتصر فقط على العلاقات التجارية وإنما يمتد ليشمل حركات رؤوس الأموال التي تسعى دائما لتحقيق العائد الأقصى، ومن ثم فإن تحركاتها تتوقف على أسعار الفائدة أو الخصم السائدة في الاقتصاديات الوطنية .

تبنت مختلف البلدان نظام أسعار الصرف المرنة بغية حلول مشاكلها المتعلقة بميزان المدفوعات وذلك بعد سقوط نظام استقرار أسعار الصرف الثابتة وانهيار نظام بريتون وودز، وأيضا على صرف العملة الوطنية اتجاه باقي العملات الأجنبية المتداولة .[58]

2-3-1. سياسة التثبيت و التصحيح الهيكلي

أسفرت جهودات كل من صندوق النقد الدولي و البنك العالمي في بداية السبعينات نحو إدارة الاقتصاد الدولي، وبالتعاون مع حكومات الدول الأعضاء على تنفيذ حزمة من السياسات الاقتصادية الكلية التي توضع في شكل برنامج يتم تطبيقه و الذي يسمى ببرنامج"التثبيت والتصحيح الهيكلي ".يمكن القول أن سياسات التثبيت و التصحيح الهيكلي هي نتاج التوسع في قضايا النظرية الاقتصادية الكلية فهي حزمة السياسات الاقتصادية التي يتبناها كل من صندوق النقد الدولي و البنك العالمي اللذان تم إنشائهما بعد الحرب العالمية الثانية مباشرة.

- 2-3-1-1- مفهوم سياسات التثبيت والتصحيح الهيكلي

يمكن تعريفه على أنه "مجموعة من الأدوات والقواعد والإجراءات و التدابير التي تتبعها الحكومة في دولة معينة تعاني من اختلال التوازن الداخلي و الخارجي و بالتحديد تعاني من عجز كبير في الموازنة العامة وعجز في ميزان المدفوعات ، وتضخم كبير في المديونية الخارجية[59].

---

[58] زكريا الدوري ، يسرى السمامرائي، مرجع سابق، ص122-125 .

[59] سلمان بودياب،"**اقتصاديات النقود والبنوك**"، المؤسسة الجامعية للدراسات والنشر و التوزيع، بيروت، 1996 ،ص 97

كما يمكن تعريف سياسات التثبيت والتصحيح الهيكلي على أنها مجوعة من الإصلاحات الاقتصادية الرامية لتصحيح الإختلالات المالية والنقدية الداخلية و الخارجية، أي العجز في ميزانية الدولة و في ميزان المدفوعات.

من خلال ما سبق يمكن استخلاص:

– أن سياسات التثبيت والتصحيح الهيكلي تنطوي على الأدوات اللازمة لتحقيق الأهداف المطلوبة التي تسعى إلى تحقيقها وهي حزمة من السياسات المتفاعلة مع بعضها البعض.

– أن الأدوات المستخدمة في سياسات التثبيت و التصحيح الهيكلي هي أدوات السياسة النقدية و السياسة المالية وسياسات الاستثمار.

– ترتكز سياسة التثبيت والتصحيح الهيكلي على نظرية الاقتصاد الكلي لاقتصاديات الدول المتقدمة في شكل برامج للتثبيت والإصلاح الهيكلي.

– تعتبر ظروف تطبيق التصحيح الهيكلي تنبع من معانات اقتصاد هذه الدول في اختلال في التوازن الخارجي ووجود عجزا كبيرا في ميزان المدفوعات وتضخم كبير في المديونية الخارجية بالإضافة إلى الإختلالات الهيكلية واختلال التوازن الداخلي معبرا عنه بوجود عجز كبيرا في الموازنة العامة للدولة، ومعدل مرتفع من التضخم مع ملاحظة أن تحقيق التوازن من خلال تطبيق هذه السياسات هو من أجل تحقيق التوازن الخارجي فهو الهدف النهائي لبرنامج التثبيت والتصحيح الهيكلي المصحوب بمعالجة باقي الإختلالات الهيكلية .

- **2–3–1–2–ظروف تطبيق سياسات التثبيت و التصحيح الهيكلي في الدول النامية وأهدافها**

سنتطرق في هذا الإطار إلى ظروف سياسات التثبيت و التصحيح الهيكلي في الدول النامية، وذلك لما تحمله سياستها الاقتصادية من خصائص تختلف عن تلك الموجودة في الدول المتقدمة.ذ

2–3–1–3– ظروف تطبيق سياسات التثبيت و التصحيح الهيكلي في الدول النامية

مع تزايد الاهتمام بتطبيق سياسات التثبيت و التصحيح الهيكلي إلا مع بداية الثمانينات وتصاعدها بدرجة أكبر في النصف الأول من التسعينات، خاصة في الدول النامية نظرا لأن تلك الدول تختلف في خصائصها عن الدول المتقدمة، إضافة إلى أن معظم تلك الدول كانت قد تجاهلت تلك السياسات حتى بعد دخول مرحلة السبعينات،.

ويرجع ذلك السبب إلى تزايد الصدمات الاقتصادية الداخلية منها و الخارجية و التي توافقت مع صعود أزمت المديونية في الدول النامية مع بداية تلك الفترة .

وقد اتضح أن تلك الصدمات الداخلية و الخارجية وتصاعد أزمة المديونية الخارجية ترجع إلى أن معظم الدول النامية تميزت بسمات مشتركة كانت وراء المشاكل التي عانت منها، إذ تفطنت كثير من الدول النامية على ضرورة تركيز الاهتمام على سياسات التثبيت و التصحيح الهيكلي حيث،:قطاع عام وذو كفاءة اقتصادية منخفضة كبير ومسيطر،تشوهات في عناصر الإنتاج وهيكل أسعار السلع والخدمات، معدل تضخم مرتفع نسبيا، عجز كبير في الموازنة العامة للدولة، عجز كبير في ميزان المدفوعات ، أسعار صرف مغالى في قيمتها، أسوق مالية محلية ضعيفة ومحدودة .

2-3-1-4-. أهداف سياسات التثبيت والتصحيح الهيكلي

يمكن تلخيص هذه الأهداف فيما يلي :

- تحقيق معدل منخفض ومقبول من التضخم والوصول إلى حالة معينة من استقرار الأسعار؛
- الضغط على الطلب الداخلي وإعادة التوازن إلى ميزان المدفوعات وتخفيض قيمة العملة المحلية؛
- الاقتراض من البنوك المحلية دون أن يؤثر ذلك على الاستقرار المالي المحلي تخفيض عجز موازنة الدولة إلى مستوى يمكن تغطيته بالمساعدات الخارجية العادية.[60]

- منح الإدارة مرونة خاصة فيما يتعلق بتحويل الملكية و الدمج و التصفية إنشاء صناديق وبنوك استثمار وطنية ؛
- انسحاب الدولة من بعض النشطات الاقتصادية عن طريق تشجيع القطاع الخاص وإعادة توزيع الأدوار بين القطاع العام و الخاص ؛
- إدخال الحركية على رأس المال لزيادة تطوير السوق المالية وتطوير الشركات عن طريق؛
- خلق مناخ الاستثمار مناسب ،وتشجيع الاستثمار المحلي لجلب رؤوس الأموال المحلية والأجنبية؛
- جعل الدولة قادرة على خدمة دينها الخارجي في أجال استحقاقها دون الحاجة إلى التمويل الخارجي.

[60] سمير حسون،مرجع سابق ص ص، 100،101

2-3-1-5- محتوى سياسات التثبيت والتصحيح الهيكلي

2-3-1-6. فكرة صندوق النقد الدولي

يرى أن اختلال ميزان المدفوعات يعكس إفراطا في مستوى الاستهلاك المحلي، وتعتبر سياسة التثبيت لدى صندوق النقد الدولي تركز على إدارة جانب الطلب حيث تسيطر الرؤية النقدية، وإذا استخدم الاقتراض لتمويل الزيادة في الاستهلاك الجاري فإن الطاقة الإنتاجية المحلية لن تتزايد، وبالتالي يصبح بلد غير قادر على خدمة دينه الخارجي وأما إذا كان التمويل الخارجي يستخدم لتمويل الاستثمار , وكانت الإيرادات الحدية الناجمة عن زيادة الاستثمار تفوق تكلفة الاقتراض فإن الدولة تكون قادرة على تسديد خدمة دينها الخارجي.[61]

- **2-3-1-7-. السياسات المتعلقة بالموازنة العامة للدولة**

إن سياسات الموازنة العامة في إطار برنامج التثبيت لصندوق النقد الدولي تهدف إلى التقليص أو القضاء على عجز الموازنة بخفض معدلات التضخم إلى مستويات مماثلة لتلك الموجودة في البلدان المتقدمة ، يوصي الصندوق بتطبيق جملة من التدابير منها:إصلاح النظام الضريبي بالشكل الذي يشجع الإنتاج والاستثمار والتمويل الجيد بالمواد الأولية خاصة، تقليص النفقات العمومية؛تقليص النفقات العسكرية ؛إلغاء إعانات الإنتاج وإعانات الاستثمار؛المستوردة , مكافحة التهرب الضريبي، خوصصة مؤسسات القطاع العام .

- **2-3-1-8-. السياسات المتعلقة بميزان المدفوعات**

من خلال هذه السياسة تهدف الدولة في الرفع من احتياطاتها من الصرف إلى مستوى يراه الصندوق ضروري لاستعادة الثقة الائتمانية وإلى تخفيض القيمة الخارجية للعملة وزيادة قدرة الدولة على الحصول على النقد الأجنبي

وكل هذا يتم في إطار تحفيز الاستثمار الخاص وتحرير التجارة ، وإلغاء الرقابة على الصرف، كما يجب على الدولة التي تكون في فترة تنفيذ البرنامج أن.

[61] سي بول هالوود ، رونالد ماكدونالد" **النقود و التمويل الدولي** " ترجمة محمد حسن جسني ، دار المريخ، الرياض، 2006، ص165

كما أن صندوق النقد الدولي يكز على مجموعة من الإجراءات تسمح بإعادة التوازن إلى ميزان المدفوعات وذلك بإتباع الخطوات التالية .[62]

- تحديد الأهداف المرغوبة وتجميع مستويات المتغيرات المستهدفة للإعادة التوازن.
- حساب المركبات الخارجية لميزان المدفوعات (صادرات ، تسديد الفوائد ، تدفقات رأس مالية ...).
- تحديد الأهداف المحددة ومستوى الواردات المتلائم معها،
- وضع تنبؤ للمداخيل الاسمية ومعدل دوران النقود كمية النقود المطلوبة (الطلب على النقد) حيث يعتبر متغير خارجي.
- التأثير على سعر الفائدة وضرورة اتخاذ قرارات لذلك.
- توضيح العلاقة القاعدة النقدية و بين المجمعات النقدية للبلد.
- تبني المستوى المقبول من الدين الخارجي الذي يمكن للبنك المركزي منحه أي المستوى المتناسب مع هدف العائدات الخارجية الصافية؛
- تحليل مصادر الطلب على القروض الداخلية باختيار وانسجام وواقعية هدف القرض الداخلي وهو الطلب المحتمل على القروض من طرف القطاع العمومي.
- البحث عن إمكانية أخرى للتصحيح مثل تسير الطلب إذا كانت الاحتياطات المالية للقطاع العمومي غير متناسقة مع التوسع الأقصى للقرض الداخلي مع السياسات الموجهة نحو العرض الكلي وسياسات المرتبطة بالقطاع المالي.
- تحديد معايير التنفيذ التي تقود تطبيق البرنامج و هي ذات طبيعة نوعية وكمية.

المطلب الثاني :السياسة النقدية عند المدارس الاقتصادية

مرت السياسة النقدية حسب النظرة الاقتصادية للمفكرين، إذ نجد أنها مرت بمراحل من حيث اختلاف مواقعها أهميتها في هيكل السياسة الاقتصادية الكلية ودرجة تأثيرها على النشاط الاقتصادي وفعالية هذا التأثير.

و قد احتلت مكان الصدارة كمحدد للسياسة الاقتصادية الكلية، ثم جاءت نظرية كينز لتؤكد على أن السياسة المالية هي الأكثر فعالية، حتى جاءت نظرية **ميلتون فريد مان** لتأخذ السياسة النقدية مكانها السياسات الاقتصادية الكلية، هذا الخلاف الذي أدى إلى ظهور نظرية أخرى بزعامة **ولتر هيللر** الذي أدى بعدم التحيز

[62] صالح مفتاح ،"**النقود والسياسة النقدية الجزائر**"، دار الفجر،الجزائر ، 2005 ،ص 86

لسياسة معينة بل طالب بضرورة عمل مزج أو خلط لكل من الأدوات النقدية و الأدوات المالية بنسبة معينة حتى يتسنى تحقيق أكبر طور من الفعالية في التأثير على النشاط الاقتصادي.

- تستخدم السياسة النقدية بهدف تكييف عرض النقود للطلب عليها، من أجل منع الإضطربات النقدية من التأثير على الإنتاج الحقيقي يمكن القول أن السياسة النقدية هي أساس لإدارة عرض النقود من قبل السلطة النقدية قصد توفير ما يلزم من قروض بالحجم و الأسعار التي تتوافق مع الأهداف الاقتصادية ، وتقوم أدواتها بوضع حدود للتوسع النقدي، باستخدام السقوف الائتمانية وخفض معدلات التضخم للقضاء على الضغوط التضخمية.[63]

3 –1– النظرية التقليدية لكمية النقود

ظهرت نظرية كمية النقود لتحدد العلاقة بين كمية النقود ومستوى الأسعار في الاقتصاد، هذه النظرية امتدت جذورها إلى عهد الرومان وقد ابرز **جون بودان** أن قيمة النقود تتغير بتغير كميتها، أكد على علاقة كمية النقود بمستوى الأسعار، كما ذكر "**جون لوك** ,**ودايفد هيوم** ,**وجون ستيوارت ميل** " أنه مع بقاء العوامل الأخرى ثابتة فإنه قيمة النقود تتناسب عكسيا مع كميتها .وهذا هو أساس نظرية كمية النقود[64] .

يؤكد أصحاب هذه النظرية على أنه ليس للنقود دور وأثر على الإنتاج، وأن التأثير الوحيد للنقود يتمثل في التأثير على المستوى العام للأسعار.

1.1.3. السياسة النقدية في تحليل الكنزي

يتمحور محتوى الطرح الكينزي في تحليله للنظرية النقدية أنه هناك ثلاثة حوافز أو دوافع للاحتفاظ بالنقود والمتمثلة في دافع المعاملات، ودافع الاحتياط ودافع المضاربة[65].

–دافع المعاملات : يتمثل في احتفاظ الأفراد بجزء من نقودهم في شكل سائل أو أصول مرتفعة السيولة لمواجهة الحاجيات اليومية، وبالنسبة للمشروعات لمواجهة نفقات الإنتاج الجارية كالأجور.

---

[63] عمروش الشريف،مرجع سابق ،ص 50

[64] صلاح الدين حسن السيسي " **القطاع المصرفي و الاقتصاد الوطني القطاع المصرفي و غسيل الأموال** ، جامعة القاهرة، عالم الكتب ، كلية التجارية، الطبعة الأولى ،2003 ،ص 69 انظر الى: عمروش الشريف ،مرجع سابق، ص 51

[65] ضياء مجيد الموسوي ،" **الاقتصاد النقدي** " الجزائر ، دار الفكر ، 1998 ،ص 133 انظر ، عمروش الشريف، مرجع سابق، ص54

–دافع الاحتياط : حيث يحتفظ بالأرصدة النقدية لمواجهة مدفوعات مستقبلية، وما يمكن أن يتوقعه الأفراد والمشروعات مستقبلا من فرص الشراء، ومواجهة كوارث متوقعة.

- دافع المضاربة : يقصد بالمضاربة شراء وبيع الأوراق المالية من أسهم وسندات في السوق المالية للحصول على عائد، أما دافع المضاربة فهو الاحتفاظ بجزء سائل نقدي للمضاربة وللاستفادة من تقلبات قيمة النقود ومن جهة أخرى البحث عن الاستثمارات ذات العائد المرتفع، وهذا يتوقف على درجة النشاط الاقتصادي و الظروف النقدية والمالية وسعر الفائدة .
- يرجع كينز الاختلال وعدم التوازن الاقتصادي إلى عدم التعادل بين معادلات التغير في الإنفاق القومي ومعدلات التغير في الناتج القومي، حيث يمكن تحقيق التوازن عندما يتم التحكم في الإنفاق القومي عن طريق السياسة المالية، ففي حالة الانكماش و الكساد الاقتصادي يتم اللجوء إلى زيادة حجم الإنفاق القومي،حتى و إن ترتب على هذا الإنفاق حصول عجز في ميزانية الدولة ،كما يمكن معالجة التضخم من خلال تقليص حجم الإنفاق القومي حتى وإن صاحب هذا التقليص حدوث فائض في الميزانية العامة للدولة وهذا التحليل الكينزي يتعارض تماما مع التحليل الكلاسيكي القائم على مبدأ يتلخص في تحقيق ميزانية حكومية متوازنة بين جانبي الإيرادات و النفقات ، بحيث لا يزيد أحد الجانبين على الأخر .

– أصبحت السياسة المالية بعد أزمة الكساد الكبير التي شاهدها العالم الرأس مالي بحدة في الثلاثينات من القرن العشرين أداة تستخدمها الدولة لإنفاق إيراداتها المتحصلة من الضرائب والقروض العامة لمواجهة نفقاتها اللازمة لتحقيق أهدافها الاقتصادية .

ويرى هذا الفريق المؤيد لاستخدام السياسة المالية أن مفعول السياسة النقدية يتوقف على درجة مرونة الطلب على الاستهلاك و الاستثمار بالنسبة للتغييرات في سعر الفائدة و هي مرونة عادة ما تكون ضعيفة

ووفقا للتحليل الكينزي، تؤدي زيادة كمية النقود إلى تخفيض سعر الفائدة , وبالتالي زيادة الاستثمار والدخل ، والعكس صحيح . ولكن تجدر الإشارة إلى أن هناك عوامل تجعل تأثير عرض النقود على مستوى الدخل محدودا وهي :

– إذا كان الطلب على النقود مرنا مرونة كبيرة بالنسبة لسعر الفائدة، في هذه الحالة يكون منحنى عرض النقود(LM) ذو ميل ضعيف، إن لم يكن معدوما في الحالة القصوى، حيث يكون أفقيا موازٍ تماما لمحور الدخل

ممثلا بذالك منطقة "مصيدة السيولة" في هذه الحالة تغيرات سعر الفائدة لا تكون لها الفعالية في تحقيق التوازن الاقتصادي.

- – إن زيادة كمية النقود لن يكون لها أي أثر، وقد يكون هذا الوضع هو الذي جعل كينز آنذاك يعتبر السياسة النقدية عديمة الفعالية في اقتصاد كسادي وجعله يبحث عن وسيلة أخرى وبذالك أثبت فعالية السياسة المالية في قدرتها على إعادة التوازن[66].

3-1-4-السياسة النقدية في النظام الرأسمالي

تبرز بوضوح مشاكل النظام الرأسمالي ومدى إيجاد المعالجة لها بإحدى السياستين في تلك الفترة، أما السلطات النقدية في نهاية القرن العشرين وبداية القرن الجديد فبعد استعراض آراء المفكرين الاقتصاديين الرأسماليين الكينزي و النقدوي، وآرائهم حول مدى فعالية السياسة النقدية ، وهو ما تعمل في إطار يتسم بالعولمة الاقتصادية ورسوخ النقديين وتأثير قرارات السياسة النقدية على الاقتصاد، وهو ما يسمى بمثابة قنوات الانتقال النقدي فيمكن أن نميز بين ثلاثة أشكال رئيسية من القنوات المؤثرة قرارات المتعاملين أو الأعوان، ومسيرة الاقتصاد، على معدلات الفائدة، على أسعار الأصول والقرض وذلك حسب الاقتصادي الفرنسي (Mishkin Frederic)[67]

3-1-4-4- القنوات حسب الدول في النظام الرأسمالي

تختلف الأهمية النسبية لقنوات الانتقال النظم المالية التي لها هياكل وتنظيمات وشبكات تمويل مختلفة حسب الاقتصادي **كودارت** وطرق التمويل حسب البلدان لأسباب عديدة مثل درجات الانفتاح، ودرجة المنافسة البنكية.

فمثلا عند انخفاض نفس معدلات الفائدة الموجهة للسوق النقدية لا ينتج آثارا متساوية إذا كانت قروض طويلة الأجل ليست كلها بمعدلات ثابتة أو نسبة هامة من بينها بمعدلات متغيرة، مرجعية بمعدلات قصيرة، في الحالة الأولى لا يحقق تخفيض المعدلات النقدية سوى آثرا تدريجيا على المصاريف المالية للأعوان المدينة في الأجل الطويل وتدريجيا في النهاية للاقتراض الجديد.[68]

---

[66] فليح حسن خلف" **العولمة والأبعاد الاقتصادية**" الأردن ،جامعة الزرقاء ،ط2000،ص174

[67] Mishkin Frédèric , **les canaux de Transmission monétaire , typologié et mesure** , Bulletin de la nanque de France , mars 1996

[68] Couder Virginie, La transmition de la politique monétaire dans les pays européens, lettre du CEPIL, mars 1996

المطلب الثالث: دور السياسة النقدية في تحقيق التوازن الاقتصادي

ضمن الأولويات التي تسعى لها حكومات الدول على اختلافها يعد هدف تحقيق معدلات موجبة للنمو الاقتصادي ، فالنمو الاقتصادي هو ذلك المفهوم الكمي المعبّر عن نسبة الزيادة السنوية المسجلة في قيمة الناتج الداخلي الخام لأي اقتصاد كان، أما التنمية فهي تمثل التحسن الملحوظ والمسجل في المؤشرات النوعية أو الكيفية على غرار الجوانب البشرية والثقافية وحتى البيئية.

1 –مفهوم النمو الاقتصادي: هو كل ما يولد زيادة في الناتج القومي الذي يعمل على مواجهة المشاكل الاقتصاد ويمكن أن يوصف بالتوسع في الناتج الحقيقي أو التوسع في دخل الفرد من الناتج القومي الحقيقي وهو بالتالي يخفف من عبئ ندرة الموارد.

ويعني النمو الاقتصادي أيضا حدوث زيادة مستمرة في متوسط الدخل الفردي الحقيقي مع مرور الزمن. ومتوسط الدخل الفردي .[71]

وما يجب التأكيد عليه أن النمو الاقتصادي، أي أنه يشير لكمية السلع والخدمات التي يحصل عليها الفرد من إنفاق دخله النقدي خلال فترة زمنية معينة ويعني حدوث زيادة في الدخل الفردي الحقيقي وليس في شكله النقدي.[72] فالدخل النقدي يشير إلى عدد الوحدات النقدية التي يتسلمها الفرد خلال فترة زمنية معينة مقابل الخدمات الإنتاجية التي يقدمها. أما الدخل الحقيقي فهو يساوي الدخل النقدي مقسما على المستوى العام للأسعار.

2. قياس النمو الاقتصادي: يرى بعض الاقتصاديين أن النمو الاقتصادي في أي اقتصاد كان هو ذلك التغير في مستوى الدخل الوطني الذي يأخذ بعين الاعتبار مستويات الأسعار ويقاس عادة بما يعرف بالناتج الوطني الخام الحقيقي وليس الاسمي، بمعنى. ويمكن عرض مقاييس النمو الاقتصادي كالآتي:

2–1–. المعدلات النقدية للنمو:[73] وتمثل معدلات النمو التي تحسب استنادا إلى التقديرات النقدية لحجم الاقتصاد القومي، أي بعد تحويل المنتجات العينية لذلك الاقتصاد إلى ما يعادلها بالعملات النقدية المتداولة،

---

[71] محمد ناجي حسن خليفة– **"النمو الاقتصادي– النظرية والمفهوم"** دار القاهرة للنشر– القاهرة – 2001– ص07

[72] عبد القادر محمد عبد القادر عطية– **"اتجاهات حديثة في التنمية"**– الدار الجامعية– الإسكندرية– طبعة 2003/2002– ص11

[73] محمد مدحت مصطفى و سهير عبد الظاهر أحمد- **"النماذج الرياضية للتخطيط والتنمية الاقتصادية"**- مكتبة الإشعاع للطباعة والنشر- الإسكندرية- طبعة 1998- ص118

وكذلك تحويل المنتجات الخدمية إلى ما يعادلها أيضا بالعملات النقدية. ورغم العديد من التحفظات على ذلك الأسلوب التي يرجع أغلبها إلى سوء التقدير، أو إغفال أثر التضخم، أو إغفال نسب التحويل فيما بين مختلف العملات

ويظم هذا النوع من المقاييس ما يلي: معدلات النمو بالأسعار الجارية، معدلات النمو بالأسعار الثابتة ومعدلات النمو بالأسعار الدولية.

2-2- المعدلات العينية للنمو الاقتصادي: أصبح من الملائم استخدام مؤشرات معدلات نمو متوسط نصيب الفرد وذلك مع التأثير الكبير لارتفاع معدلات ازدياد السكان بدرجة تقارب معدلات نمو الدخل والناتج حيث تقيس هذه المعدلات النمو الاقتصادي في علاقتها بمعدلات النمو السكاني.

كان لا بد من استخدام بعض المقاييس العينية الأخرى التي تعبر عن النمو الاقتصادي ونظرا لعدم دقة استخدام المقاييس النقدية في مجال الخدمات.

2-3-. مقارنة القوة الشرائية: في الوقت الذي تضطرب فيه قيمة معظم العملات في أسواق النقد الدولية تستخدم المنظمات والهيئات الدولية مقياس قيمة الناتج الوطني مقوما بسعر الدولار الأمريكي عند نشر تقاريرها الخاصة بالنمو الاقتصادي المقارن لبلدان العالم، ثم تقوم بترتيب البلدان من حيث درجة التقدم والتخلف استنادا لذلك المقياس. ومن عيوب ذلك المقياس بين قوة الاقتصاد في حد ذاته وبين معدل تبادل العملة الوطنية بالدولار الأمريكي[74].

المطلب الثالث:النمو الاقتصادي في ظل النظريات الاقتصادية :

1- النموذج الكلاسيكي وتحليله للنمو الاقتصادي : يرتكز التحليل الكلاسيكي على مبدأ حيادية النقود كونها إجراء وراءه حقيقة المبادلات، فالنقود وسيط للمبادلة وعلى المبادئ والأسس التي تدعم الأفكار المفسرة لعمل النظام الرأسمالي الحر، مثل الحرية الاقتصادية وعدم تدخل الدولة، الملكية الخاصة، مبدأ المنافسة الحرة،

[74] محمد مدحت مصطفى و سهير عبد الظاهر أحمد- مرجع سابق- ص120

المرونة الكاملة لكل من الأجور والأسعار، عدم الغش النقدي والنظريات الذي تقضي بأن العرض يخلق دوما طلبا مساويا له،[75].

وفقا للتحليل الاقتصادي التقليدي، يرى أصحاب هذه المدرسة أن أساس قيام التحليل الكلاسيكي يرتكز على الافتراضات التالية:

- ثبات حجم الإنتاج أو المعاملات، كما أن القانون الذي يعتبر أن العرض يخلق طلبا مساويا له فالإنتاج يخلق معه قوته الشرائية بمعنى أن كل إنتاج يخلق معه إنفاقا مساويا له، وأن حدوث أي خلل في التوازن ما بين العرض والطلب سرعان ما يزول بفعل آلية السوق أو جهاز الأسعار.

-ثبات سرعة دوران النقود على الأقل في المدى القصير، لأنها تتحدد بعوامل بطيئة التغير ومستقلة عن كمية النقود.

- ارتباط تغير المستوى العام للأسعار بتغير كمية النقود، وفق علاقة طردية تناسبية.

لقد اعتبر الاقتصاديون الكلاسيك أن النمو الاقتصادي يتم تلقائيا دون الحاجة إلى تدخل الدولة في الحياة الاقتصادية- وقد اعتمدوا في ذلك على فروض معينة دفعتهم إلى عدم تصور إمكانية حدوث بطالة على مستوى الاقتصاد القومي ككل وإلى القول بأن التوازن الاقتصادي يتحقق دائما عند مستوى التشغيل الكامل – وقد قادهم ذلك للاعتقاد في حياد النقود بحيث يقتصر أثر التغيرات التي تحدث في كمية النقود على إحداث تغيرات مقابلة في قيمتها دون المساس بالنشاط الاقتصادي.

وقد افترض التقليديون في نظريتهم السابقة أن العرض النقدي هو متغير مستقل تتحكم فيه سلطة مستقلة تماما عن الدولة، وذلك في ظل غياب تدخل الدولة كأولى المبادئ التي نادوا بها. ووفقا لضمان انطباق قانون المنافذ **لساي** على الجانب النقدي للنشاط الاقتصادي فإن التوازن في السوق النقدي في ظل الفكر التقليدي يتحقق عندما يتساوى العرض النقدي مع الطلب على النقود.

كذلك استقلال الجانب العيني عن الجانب النقدي للنشاط الاقتصادي، يرى التقليديون أن النشاط الاقتصادي له ذو وجهان الوجه النقدي للنشاط الاقتصادي فهو الذي يتم فيه تحديد المستوى العام للأسعار اذ

[75] بلعزوز بن علي- **"محاضرات في النظريات والسياسات النقدية"**- ديوان المطبوعات الجامعية- الجزائر- الطبعة الثالثة 2008- ص10

يؤكد أصحاب هذه النظرية أن هذا الجانب لا يؤثر على الجانب العيني، فالنقود ليست سوى وسيط لتقييم المنتجات وغطاء يخفي حقيقية النشاط الاقتصادي دون أن يكون لها أدنى تأثير عليه من الجانب العيني الحقيقي لهذا النشاط والذي يتحدد فيه حجم السلع والخدمات التي يتم إنتاجها، ويتم توزيع الموارد الاقتصادية المتاحة على مختلف أوجه الاستخدامات تحت تأثير قوى العرض والطلب، التي تتولى تحديد الأسعار النسبية لمختلف السلع والخدمات، ويحدث التوازن في هذا القطاع دائما عند مستوى التشغيل الكامل لجميع الموارد الاقتصادية المتوافرة للمجتمع، بحيث أي انحراف عن هذا المستوى يعد بمثابة ظاهرة مؤقتة ويتم تصحيحها تلقائيا.[76]

فمن خلال تحليل طبيعة العوامل والمتغيرات التي أدت إلى استقلال الجانب النقدي عن نظيره الحقيقي وفق التحليل الكلاسيكي نجد أن تأثير الزيادة في عرض النقود يظهر على القيم النقدية الممثلة في المستوى العام للأسعار، الأجر النقدي والدخل النقدي. بينما تتحدد قيم المتغيرات الحقيقية في الجانب العيني منه بصورة مستقلة عن المتغيرات النقدية، وبذلك لا توجد قنوات تأثير نقدية بين القطاع النقدي والقطاع الحقيقي في النموذج الكلاسيكي. ويكون هدف السياسة النقدية وفقا لهذا التحليل هو تحقيق **الاستقرار النقدي** مع استبعاد أي تأثير للسياسة النقدية على الجانب الحقيقي للنشاط الاقتصادي.[77]

2- النمو الاقتصادي في ظل التحليل الكينزي: تعتبر النظرية الكينزية أول نظرية شاملة ومتكاملة للاقتصاد الكلي تبحث في كيفية تحديد مستوى الدخل والإنتاج والاستخدام في اقتصاد نقدي.

فيلزم علينا الإلمام بأوجه التشابه والاختلاف بين النظرية الكلاسيكية والنظرية الكينزية، من خلال تسليط الضوء أكثر على دور النقود في النشاط الاقتصادي وكيف يؤثر تغير مستوى هذه الأخيرة على مستوى الإنتاج والدخل والاستخدام والأسعار.

وفيما يلي تظهر أهم المنطلقات والفرضيات التي استندت إليها النظرية الكينزية في رسم معالم الطرح الفكري الجديد:

-إن الطلب على النقود لا يقتصر على أغراض التبادل وتغطية المصروفات المتوقعة وغير المتوقعة، وإنما يتضمن أغراضا أخرى بحكم وظيفتها كمستودع للقيمة والتي تتمثل في الطلب على النقود لأغراض المضاربة في الأسواق

[76] سهير محمود معتوق- "النظريات والسياسات النقدية- مرجع سابق (طبعة 1989) - ص53

[77] دحمان بن عبد الفتاح –" **محاولة تقييم السياسة النقدية ضمن برامج التكييف لـ FMI– حالة الجزائر**"- رسالة ماجستير- - جامعة الجزائر 1997- ص10

المالية –تميّز تحليل كينز بأنه تحليل نقدي بحيث يصعب الفصل في تحليله بين الاقتصاد العيني والاقتصاد النقدي كما كان الحال في النظرية الكمية التقليدية.[78]

–لقد رفض النموذج الكينزي قانون المنافذ والقائل بأن العرض يخلق معه الطلب عليه، وما ينجم عنه من رفض سيادة التوازن الدائم والمستمر عند مستوى العمالة الكاملة.

–وفقا للتحليل الكينزي لا يتحدد الادخار والاستهلاك وفقا لمعدل الفائدة، وإنما نجد أنهما متغيرين تابعين لمستوى الدخل، وأما سعر الفائدة فلا يتحدد بتقاطع الادخار مع الاستثمار كما أكد عليه الكلاسيك ولكنه يتحدد عن طريق توزيع تلك المدخرات بين حيازة الأرصدة النقدية من جانب وحيازة الأرصدة القابلة للإقراض من جانب آخر، أي بلغة فنية يتحدد سعر الفائدة في ظل مستوى معين للعرض النقدي بتفضيل السيولة.[79]

–يؤكد كينز في تحليله على أن معدل الفائدة هو متغير نقدي حيث يمثل سعر الفائدة تكلفة اقتراض الأموال لأغراض الاستثمار، لذا فإن انخفاضه يشجع المستثمرين على زيادة إنفاقهم الاستثماري وارتفاعه يجعل تكلفة الاستثمار ترتفع فتقلل من الإنفاق الاستثماري الخاص.

يقع على عائق السياسة النقدية في الدول النامية المساهمة في تحقيق التنمية الاقتصادية، وهي من مسؤولياتها التي تعتبر ضرورية في الاقتصاديات المتخلفة، وفي هذا المبحث وسنناقش الدور الذي تساهم به السياسة النقدية من خلال جمع الادخار وتشجيع الاستثمارات، والعمل على تطوير الأسواق النقدية والمالية وفي الأخير نتعرف على مدى كفاءة السياسة النقدية لتحقيق التنمية الاقتصادية في هذه الدول .

3– جذب الادخار وتشجيع الاستثمار.

فإذا لاحظنا أن الادخار الإجباري المتمثل في الضرائب نجد أن مستوى حصيلة الضرائب مرتفع في أغلب الدول النامية، وأن الجهاز الإداري لها لا يتمتع بالكفاءة اللازمة، وهو ما يتطلب جهودا كبيرة من البنك المركزي لتقديم النصائح والمشورة لحكومات هذه الدول حتى تخفف من عبء الضرائب على الأفراد والمؤسسات، حتى يتمكنوا من الادخار في الأشكال الاختيارية التي تكون محل عمل لأدوات السياسة النقدية.

ويتم ذلك عن طريق تشجيع الادخارات الوطنية واستخدامها الاستخدام الأمثل الذي يخدم عملية التنمية بحيث كان الاعتماد السائد على رؤوس الأموال الأجنبية لعملية التنمية، إلا أنه بعد التغير الذي تحول إلى كيفية

[78] عبد المنعم السيد علي، نزار سعد الدين العيسى ،**مرجع سابق** الطبعة الأولى 2004 ص284

[79] أحمد أبو الفتوح علي الناقه ،"**نظرية النقود والأسواق المالية–** مدخل حديث"– مكتبة الإشعاع الفنية– الإسكندرية– الطبعة الأولى 2001– ص360

تشجيع التنمية من الداخل والاعتماد على جذب المدخرات الوطنية كالضرائب ومن العقود التأمينات اشتراكات التأمين الاجتماعي أو ادخارات اختيارية من المؤسسات أو الأفراد،[80] ويعود سبب عدم نمو الادخار الاختياري إلى عدة عوامل منها :

- ضعف متوسط حجم الادخار الفردي .

- اعتماد الادخار الفردي على متوسط دخل الفرد، وأن هذا الدخل يتميز ببطء الزيادة .

بالإضافة إلى أن هناك معوقات تقف في وجه تنمية تجميع المدخرات.

- إن انعدام الثقة في المؤسسة المالية مع قلة الحوافز للمدخرين .

- بقاء المعتقدات التي تنظر إلى الادخار بفائدة نظرة المنع، وفي نفس الوقت عدم وجود مؤسسات تتلاءم مع أفكارهم حتى يستطيع الجهاز المصرفي الحصول على هاته المدخرات

وتعبئتها لصالح التنمية .

- الخشية من اطلاع إدارة الضرائب على الأصول السائلة للمدخرين .

- كثرة المناسبات والإنفاق عليها ببذخ وتبذير واكتناز المعادن الثمينة كعرف اجتماعي يبرز مظاهر الغنى والمستوى الاجتماعي إلى غير ذلك .

-إن العائق الذي يجب مواجهته هو كيفية العمل على خلق حوافز مغرية لجذب مدخرات من قطاعات أخرى لتعبئتها في التنمية، وهكذا فإن المهمة الكبرى والصعبة في نفس الوقت على عاتق السياسة النقدية تتمثل في توفير موارد و ادخارات مالية حتى تصبح أدواتها قادرة على اجتناب التضخم أو الانكماش وإحداث الإنعاش الاقتصادي واستمراره، إلا أن الكثير من الدول بدأت تتغلب على عوائق كثيرة، مع سعيها لتخفيض اعتمادها على الموارد المالية الأجنبية، وتختلف البلدان النامية في هذا الشأن، فالبلدان المصدرة للنفط يبدو فيها القطاع الحكومي ذو فائض هو الذي يحوز معظم المدخرات والذي يقوم بمعظم الاستثمارات، في حين أن معدلات الادخار الفردية ضعيفة، وتعتمد المؤسسات الإنتاجية على مواردها المالية التي حققتها كأرباح من أنشطتها من القطاع الأجنبي، وبالتالي

كما يعتمد الاستثمار على أمر وهو الادخار، وكما أن الادخار أيضا يحتاج إلى أن تكون المؤسسات التي تعنى به متوفرة بشكل منظم وخاصة البنوك، ولذلك يجب على البنك المركزي أن يعمل على توفير الشروط القانونية

[80] عبد المنعم السيد علي، **دور السياسة النقدية في دعم التنمية الاقتصادية**، المنظمة العربية للتربية والثقافة والعلوم، القاهرة، 1985 ص ص، 122،126

والتنظيمية لهيكل البنوك التي تقدم القروض للاستثمار وذلك من خلال إحكام الرقابة بواسطة أدوات السياسة النقدية، والعمل على تشجيع إقامة بنوك متخصصة في جميع المجالات الاقتصادية التي تخدم عملية التنمية

وهناك ثلاث طرق تقليدية لتعبئة المدخرات وتوجيه الاستثمارات هي الوساطة المالية، والتخطيط المركزي، والنظام المالي، وهناك من يضيف التضخم الذي يتم بموجبه تحويل المدخرات من القطاع الاستهلاكي إلى القطاع التجاري (كالعقارات والذهب) وذلك كنتيجة للعملية التضخمية .[81]

ويقع على عاتق السياسة النقدية عبء توجيه القروض نحو مشاريع التنمية ذات الأولوية من خلال استخدام البنك المركزي لأدوات السياسة النقدية النوعية المذكورة سابقا، التي تؤدي إلى تشجيع تدفق الائتمان نحو قطاعات التنمية الهامة وتجنب تدفقها نحو قطاعات أخرى أقل إنتاجية .

كما يجب على الدول النامية أن تقوم بحملات إعلامية للفت انتباه رجال الأعمال والشركات الأجنبية إلى فرص الاستثمارات الموجودة فيها.

4- تطوير السوق النقدية والسوق المالية

لكي تؤدي السياسة النقدية دورها في تحقيق التنمية الاقتصادية لابد من وجود السوق النقدية والسوق المالية، والعمل على تطويرها بأساليب فعالة والعمل على تجنب اعتماد المؤسسات الاقتصادية على الموارد المالية الاجنبية حتى لا تتسرب الموارد المالية المحلية نحو الخارج بحثا عن الفوائد المغرية والأمان المفقود في بلدانها، والحصول على السيولة في الوقت الذي تريد، ، وخاصة القروض الأجنبية بكثرة، والدول التي عملت على تطوير أسواقها النقدية والمالية هي التي تكون مؤهلة لأن تسهل عمل السياسة النقدية .أما الدول الأخرى التي لم تطور بعد أسواقها تحتاج سلطاتها النقدية أن تراعي الجوانب التالية :

- السعي للحفاظ على حسن أداء السوق النقدية والمالية ورفع كفاءتهما من خلال تشديد رقابة البنك المركزي عليها وذلك بالتدخل المناسب .

- العمل على تنمية المؤسسات المالية والمصرفية التي ترفع مستوى الادخار والاستثمار معا، كما أنه وفقا لقانون الأعداد الكبيرة يمكن أن تتقرض على أساس قصير الأجل وتقترض لآجال طويلة، كما أن خدمات القطاع المالي والمصرفي المنظم يخفض من متوسط سعر الفائدة في الاقتصاد لأنه يؤدي إلى تقليص القطاع المالي غير المنظم الذي

[81] سمير المقدسي، **ندوة التكامل النقدي العربي**، مركز دراسات الوحدة العربية، صندوق النقد العربي، بيروت، 1981، ص 205

ترتفع فيه أسعار الفائدة ،فمن ناحية يساعد نموها وانتشارها على تجميع المدخرات، كما أنها تقوم بتحمل المخاطرة التي تنتج من الاقراض المباشر من المدخر إلى المستثمر، وتقدم التسهيلات اللازمة لتمويل الاستثمار من ناحية أخرى،.

– ربط الاصدارات بسياسة الدين العام وعجز الخزانة العامة.

– توفير المعلومات والبيانات والبحوث والدراسات اللازمة حول أوضاع عرض الأموال والطلب عليها مما يخفف العوائق الموجودة بين أصحاب الإدخارات والمستثمرين والناتجة من عدم الالمام بظروف واتجاهات سوق رأس المال مما يؤدي إلى اتساع السوق وانتظامها.

– تهيئة الجو المناسب للاستثمار في الأوراق المالية ومراعاة تفضيلات البنوك والجمهور والمستثمرين لنوع معين من الأوراق على حساب نوع آخر ومحاولة توفيره بكثرة وخاصة سرعة الحصول على قيمة الورقة عند طلبها .

– التحول من الاقتصاد العيني إلى الاقتصاد النقدي مفيد اقتصاديا، لأنه تاريخيا كان نموالاقتصاد النقدي حافزا قويا لنموالبنوك وأنشطة الإقراض وتنوع الأصول المالية ومشجع على نمو الادخار والاستثمار[82].

5– درجة كفاية السياسة النقدية في عملية التنمية الاقتصادية

مما سبق تم ابراز دور السياسة النقدية ومساهمتها في التنمية الاقتصادية وذلك من خلال مايلي :

– توفر السياسة النقدية جملة من المعلومات والبيانات حول المتغيرات النقدية والمالية والتي لا يمكن رسم أي سياسة نقدية بدونها .

– تساهم السياسة النقدية في فرض رقابة فعالة على الجهاز المصرفي وإخضاعه إلى توجهاتها .

– تساهم السياسة النقدية بصفة مباشرة في عملية التنمية الاقتصادية من خلال عملية منح القروض التي تقوم بها البنوك إلى المؤسسات والمشاريع في مختلف قطاعات التنمية .

– توجه السياسة النقدية المدخرات إلى قطاعات معينة تريد الدولة تشجيعها، كما تحجبها عن قطاعات أخرى ترغب الدولة أن تخفض الاستثمار فيها خاصة إذا كانت مصدرا للتضخم أوالحد من الانكماش بأساليب كمية ونوعية .

– تقوم السياسة النقدية بالمساهمة غير المباشرة في تطوير بعض المناطق وبعض القطاعات .

[82] لبنى محمد عبد اللطيف أحمد، العلاقة بين السياسة النقدية والسياسة المالية في ضوء تمويل عجوز موازنة الدولة في مصر، دكتوراه، كلية الاقتصاد والعلوم السياسية، جامعة القاهرة، 1990، ص 17

وبصفة عامة فإن دورالسياسة النقدية يكمن فيما يلي :

– التأثير في عرض الائتمان واستعمالاته والحفاظ على توازن ميزان المدفوعات .

– توفير عرض ائتمان ذومرونة مقابلة لاتساع التجارة ونموالدخل وتزايد السكان بعد أن تكتسب دفعا وزخما تراكميين في الأجل الطويل، إلا أنه وبصورة عامة يجب أن نؤكد على أن السياسة النقدية لا تكفي لوحدها أن تؤثر بصورة فعالة في مستوى النشاط الاقتصادي أووجهته للأسباب المختلفة المذكورة آنفا، بل يتعيين على الدول النامية من أجل تحقيق أهدافها في النموالاستقرار الاقتصاديين أن تمزج السياسة النقدية بالسياسة المالية المناسبة للسياسة التنموية، عن طريق الميزانية وخطط الإنماء .[83]

كما يتعين على السلطات النقدية أيضا أن تحسن اختيار القاعدة الملائمة للإدارة النقدية،[85]كماتجدر الإشارة انه لا يمكن تغيير هذه القاعدة من وقت لآخر وخاصة لتحقيق أهداف قصيرة الأجل فهناك قاعدة معدل النمو الثابت للمعروض النقدي وهي تتلاءم مع الدول التي تستطيع السيطرة على الكتلة النقدية المعروضة، وهذا يتلطلب ان يتم تحديد سعر الصرف على أساس قوى السوق، ومن ثم يكون هناك توازن ميزان المدفوعات ممكنا في ظل الأسعار الحالية السائدة نتيجة لاتباع معدل ثابت في نمو النقود.

وهناك قاعدة النقد الأجنبي حيث تسمح هذه القاعدة بتعديل الأسعار المحلية لتتلاءم مع الأسعار الدولية من أجل توازن ميزان المدفوعات والتي تكون فيها علاقة وثيقة بين تغير معدل نمو العرض النقدي وبين عوامل أخرى ليست تحت سيطرة الدولة فهي خارجية، مثل دخول أوخروج العملات الأجنبية القابلة للتحويل أوحقوق السحب الخاصة أوالذهب، وفي هذه الحالة تتقلب الأسعار المحلية بقدر تقلبات الطلب على النقود، ويدفع بمعدل النمو نحو الزيادة والمتاح من العملات الأجنبية.

---

[83] عبد المنعم السيد علي، اقتصادات النقود والمصارف، مرجع سابق، ص 522

[84] سليم عبده سليط، **السياسة النقدية في دولة الامارات العربية المتحدة**، رسالة لنيل درجة الماجستير في الاقتصاد، كلية الاقتصاد والعلوم السياسية، جامعة القاهرة، 1982، ص 311.

خلاصة :

من خلال هذا الفصل يمكننا أن نستخلص النتائج التالية:

1- إن موضوع فعالية السياسة النقدية في الفكر النقدي كان مجالا واسعا للنقاش والتحليل بين الاقتصاديين، فكان الكلاسيك قبل الفكر الكينزي ينظرون إلى السياسة النقدية على أنها الأداة الوحيدة لتحقيق الاستقرار، إلى أن جاء الفكر الكينزي الذي يقلل من فعالية السياسة النقدية مقدما عليها فعالية السياسة المالية في الخروج من حالة الانكماش الاقتصادي، وناقش حالات عديدة مثل مرونة الطلب على النقد بالنسبة لسعر الفائدة، ومرونة الاستثمار بالنسبة لسعر الفائدة لإثبات فعالية السياسة النقدية من عدمها.

2- أما الفكر النقدوي بزعامة فريد مان فيرى أن السياسة النقدية أقوى فعالية من السياسة المالية، فقد إنتقد فريد مان كينز ونظرته الضيقة عندما ركز على سعر الفائدة والاستثمار كآلية لإنتقال أثر النقود وركز النقدويون على السياسة النقدية ذات الأثر القوي على الدخل، وأن الزيادة في عرض النقود تؤدي إلى انخفاض سعر الفائدة وزيادة الاستهلاك وبالتالي زيادة الانفاق الكلي ويزداد الدخل أيضا.

3- تختلف فعالية السياسة النقدية في الأنظمة الاقتصادية حيث تنتقل آثار السياسة النقدية في النظام الرأسمالي حسب قنوات معدلات الفائدة، الأسعار والقرض، كما أن قنوات الانتقال تختلف حتى في البلدان الرأسمالية من بلد إلى آخر .

4- تعتمد فعالية السياسة النقدية في البلدان الاشتراكية على الخطة المادية والمالية ورقابة بنك الدولة على الخطة، فسياسة معدل إعادة الخصم ليس لها أي دور على الائتمان بما أن الائتمان موزع حسب الخطة القومية ومعدل الفائدة محدد إداريا، كما أن سياسة السوق المفتوحة لم تكن مستخدمة نظرا لعدم وجود سوق مالية يمتلكها الخواص، كما أن سياسة الاحتياطي الاجباري لم تكن موجودة لأنه لا توجد بنوك تجارية متعددة لأن بنك الدولة كان يقوم بدور البنك المركزي والبنوك التجارية في آن واحد .

5- أما فعالية السياسة النقدية في البلدان المتخلفة فهي تعكس الخصائص المالية والمصرفية لهذه البلدان، فهي تتميز بضعف انتشار شبكات الجهات المصرفية، ضعف درجة نقدية الاقتصاد، ضعف تغلغل الوعي المصرفي، وضيق السوق النقدية والمالية وهذه الخصائص لها أيضا عوامل أخرى مثل ارتفاع نسبة الأمية، انخفاض مستوى الدخل الوطني، تركيز وجود المؤسسات المصرفية في العواصم والمدن الكبرى فقط، وقلة الأيدي العاملة المؤهلة للعمل المصرفي .

6- أدوات السياسة النقدية في البلدان النامية لا تتسم بالفعالية نظرا لضيق السوق النقدية والمالية وإن سياسة معدل الخصم أوالسوق المفتوحة لا تستخدم الأوراق المالية والتجارية ولذلك فلا يمكن أن تتسم بالفعالية، وتستعمل بعض البلدان سياسة الاحتياطي الإجباري، ويختلف نجاح هذه الأداة من دولة إلى أخرى حسب الأوضاع الاقتصادية لها، كما تستعمل الدول النامية الأدوات الكيفية وخاصة تأطير القرض، والأساليب الإنتقالية للقرض، أما الرقابة المباشرة فتأخذ بها معظم البنوك التجارية في الدول النامية .

7- إن دور السياسة النقدية في تحقيق التنمية الاقتصادية يظهر من خلال مساهم السياسة النقدية في جذب الادخارات وتشجيع الاستثمارات والعمل على تطوير الأسواق النقدية والمالية وعلى مدى كفاية السياسة النقدية لتحقيق التنمية الاقتصادية في هذه الدول .

الفصل الثالث :

الإطار النظري للأسواق المالية وتكامل الوحدة النقدية لليورو

تمهيد:

كان لظهور الأسواق المالية نتيجة التطور والتقدم العلمي والتكنولوجي في مختلف المجالات الاقتصادية والصناعية، وبروز الشركات ذات الملكية المختلفة التي كانت بمثابة مجموعات مختلفة من الأفراد ترغب باستثمار أموالها الفائضة عن احتياجاتها في فترة زمنية معينة، ومثلما تطورت الحياة الاقتصادية تطورت الأسواق المالية والاستثمارية، حيث أصبحت المنشآت الاقتصادية قادرة على استخدام أدوات مختلفة لتمويل احتياجاتها ولتأمين الأموال لمشاريعها المختلفة، ومن تلك الأدوات إصدار الأوراق المالية كوسيلة لتمويل هذه الأنشطة.

وتعتبر سنة 1957م يمثل البداية الحقيقية للاتحاد الأوربي حيث تم تدشين معاهدة روما، فإن أول يناير من العام القادم 1999م يعتبر اليوم الحاسم في هذه المسيرة إذ تستكمل إحدى عشرة دولة أوربية اتحاداً نقدياً فيما بينهم وسيبدأ التعامل بعملة واحدة هي عملة "اليورو."فهو ليس مجرد هدف اقتصادي لتحقيق استقرار نقدي بين الدول الأوربية وذلك في أعقاب الفوضى التي سادت بعد انهيار ارتباط الدولار بالذهب في بداية السبعينات، ولكنه حلم سياسي طالما راود مؤسسي الاتحاد الأوربي للتخلص من تبعيتهم للقوة الأمريكية.

والعملة الأوربية الموحدة "اليورو" لا تمثل حدثاً مالياً فحسب بل سياسياً أيضاً لما تمثله القارة الأوربية من ثقل بالغ الأهمية على المستويين الأوروبي والعالمي وسنحاول من خلال هذا الفصل تسليط الضوء على ماهية الاسواق المالية وكفائتها ومقوماتها والوحدة النقدية لمنطقة اليورو.

المبحث الأول: ماهية الأسواق المالية:

لقد شهدت السنوات الأخيرة تطورات كبيرة على مستوى الاقتصاديات العالمية خاصة ما يتعلق بالأسواق المالية، سواء ما يخص أسواق المال الناشئة أو المتقدمة ومحاولات التوحيد في التعامل، والمعالجات المحاسبية[1] وتقليل المخاطر الناتجة عن المشاكل والاختلافات الإيديولوجية بين الدول والاقتصاديات، حيث توجهت الأسواق المالية نحو التكامل والتعاون وازداد تدفق رؤوس الأموال بين الدول ودخول المستثمر الأجنبي.

تعود كلمة بورصة إلى كبير التجار الذي كان يقطن في مدينة بروج البلجيكية، فان دار بورس (ven derbourse)، وقد ارتبط المفهوم بالإطار الزماني والمكاني لها.[2]

كما يقصد به مكان يجتمع فيه كبار التجار وعملاء المصارف والوسطاء الماليين، إذ يعتبر دور الوسطاء الماليين في شراء الأوراق المالية من المقترضين النهائيين وإصدار دين غير مباشر لصالح المقرضين النهائيين[3].

سنحاول من خلال هذا البحث إبراز ماهية الأسواق المالية، تقسيماتها وكفاءتها.

المطلب الأول: مفهوم السوق المالي:

يستمد السوق المالي مفهومه من مفهوم السوق بشكل عام، والسوق يعتبر مكان التقاء وتجمع التجار بهدف التبادل ومبادلة المنافع (سلع أو أوراق مالية...) بمقابل وفي مدة زمنية معينة بغض النظر عن المكان المادي لسوق.

1-تعريف السوق المالي:

-يعرف السوق المالي على أنه الإطار الذي يجمع بائعي الأوراق المالية (عارضي رؤوس الأموال والنقود) وذلك بغض النظر عن الوسيلة التي تحقق بها هذا الجمع أو المكان الذي يتم فيه[4].

---

[1] رستمية أحمد ابو موسى، **الأسواق المالية والنقدية**، دارالمسيرة، عمان ،الأردن، ط1 ,2005 ، ص 09.

[2]Salvador Ballada, Jean- Claude Coille, **Outils et Mécanismes Gestion Financière,** Édition maxima, paris. P 402.

[3]عبد المنعم السيد علي، نزار سعد الدين العيسى،**مرجع سابق** ، ط1،2004،الصفحة73

[4]أرشد فؤاد التميمي، أسامة عزمي سلامة، **الاستثمار بالأوراق المالية**، دار السيرة، عمان، الأردن، ط2 ، 2004، ص 112 .

– كما يعرف على انه المكان الذي يتم فيه تداول الأوراق المالية، وذلك بعد تجمع حاملي هاته الاوراق المالية،بشرط توفر قنوات اتصال فعالة فيما بين المتعاملين في السوق المالي،بحيث تجعل الأسعار السائدة في أي لحظة زمنية معينة واحدة بالنسبة لأية ورقة مالية متداولة فيه[1].

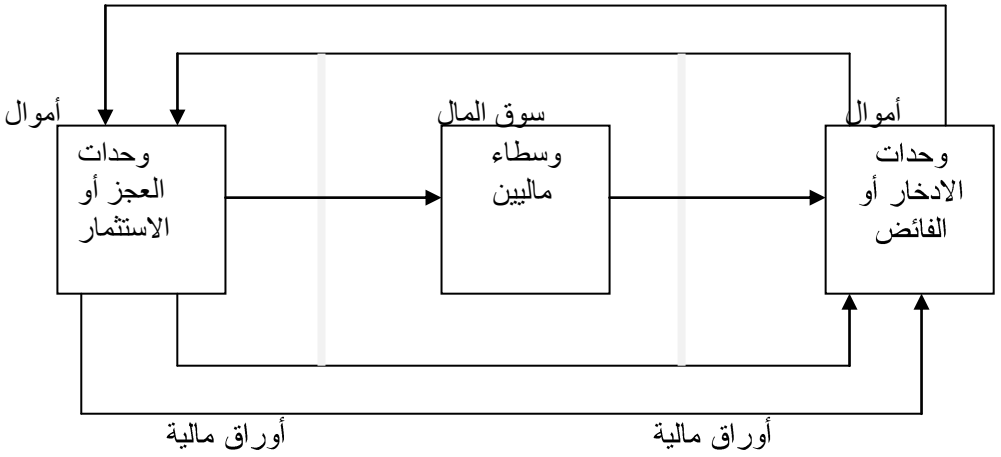
– ويعرف السوق المالي كذلك على أنه الموقع الذي تتم فيه ممارسة العمليات المالية، وذلك إما عن طريق الوساطة المالية أو بالطريقة المباشرة، بين وحدات ذات العجز ووحدات ذات الفائض من خلال تكييف التوازن بينهما.[2]

من خلال ماسبق يتضح لنا أن السوق المالي هو مكان التقاء الوحدات المختلفة للقيام بالعمليات المالية مباشرة أو عن طريق وسيط بغض النظر عن مكان الالتقاء.

2– أهمية السوق المالي:

لقد أدى طابع التخصص في الأسواق المالية إلى نشوء وحدات متخصصة من الأفراد والشركات تقوم بالمتاجرة وتقديم خدمة الوساطة في السوق، فالسوق المالي يحقق مزايا لكل من وحدات العجز ووحدات الفائض، والشكل التالي يبرز بوضوح هاته المزايا:

الشكل رقم (3–1) : سوق المال والمؤسسات العاملة به



المصدر: أرشد فؤاد التميمي، أسامة عزمي، سلامة، مرجع سابق، الصفحة 111

[1] وليد صافي، أنس البكري، **الأسواق المالية والدولية** ، دار المستقبل لنشر،عمان ، الأردن ، ط1،2009، ص16
[2] محمود محمد الداغر،**الاسواق المالية ،مؤسسات اوراق بورصات** ،دار الشروق لنشر والتوزيع،عمان ،الأردن، ط1،2005،ص 38

يبين الشكل أعلاه أن سوق المال يقدم خدماته إلى وحدات العجز وذلك عن طريق الحصول على الأموال من مختلف مصادرها بكفاءة وبتكلفة أقل أما بالنسبة لوحدات ذات الفائض فإنها تستفيد من آلية السوق لكونها الوسيلة التي تقدم خدمات ادخارية، استثمارية في آن واحد من خلال أدوات الملكية والمديونية،وتتحقق كفاءة هذه الخدمات من وخلال فاعلية الوحدات العاملة في السوق، كما يمكن أن يكون هناك مفهوم التمويل غير المباشر، وذلك عن طريق الوسطاء الماليين.

فمن خلال ما سبق تتجلى لنا أهمية السوق المالي:

- تقوم الأسواق المالية بتهيئة الوسائل اللازمة كوسيط بين طرفين (المقرض والمقترض)، وذلك من أجل ربط الوساطة لجلب المدخرات من الأفراد ذو الفوائض المالية وتوزيعها على طالبي هاته المدخرات قصد التمويل[*] .

- إضفاء صفة السيولة والمرونة العالية للموجودات المالية، أي تحويل الأوراق المالية التي ليس لها طابع السيولة المباشرة إلى أوراق مالية ذات سيولة لتسهيل التعامل بها؛

-توسيع قاعدة الخيارات لأصحاب المدخرات والثروات، ويقصد بها حرية استخدام الأموال إما باستثمارها في مشاريع لتحقيق عوائد مستقبلية أو تحويلها للإفراد ذوي الاحتياجات لتمويل قطاعات أو إنشاء مؤسسات تحقق فوائض وتؤدي خدمات؛

-توسيع قاعدة الملكية والمديونية لتمويل رأس المال؛

- مكان للتفاوض على الأخطار[2]؛

من خلال مفهوم وأهمية السوق المالي، يمكن القول أن العمق الزمني لوجود الأسواق وفاعليتها يستدعي مجموعة مقومات يجب توفرها، وبهذا الصدد يمكن أن نميز بين نوعين من المقومات، إحداهما أساسية والأخرى ساندة تساهم في تدعيم وفاعلية السوق المالي، وفيما يلي إيجاز هذه المقومات؛

[*] سواء كانت طريقة التمويل معقدة أو بسيطة، فإنها تستهدف في النهاية تحويل الأرصدة من القادرين على الادخار باتجاه الراغبين في الاقتراض

[2] Gerard Marie Henry, **les marches financiers,** ED Armond colin, paris, 1999, P 13-15

3-مقومات إنشاء السوق المالي:

3-1 -المقومات الأساسية (الرئيسية):

يقصد بالمقومات الأساسية توفر المناخ الملائم للاستثمار وذلك بقصد جذب رؤوس الأموال، قائم على عنصري الثقة والتنظيم، كما يجب توفر فلسفة اقتصادية واضحة وتنوع أدوات الاستثمار، يقصد بها سلعة سوق المال، فالتنوع بالأدوات يعني تعدد الخيارات أمام المدخرات ومؤسسات مالية ومصرفية قادرة على جمع وتنويع المخاطر ومواجهتها؛

3-2- المقومات الساندة:

ويطلق عليها المقومات الساندة لأنها تساهم في تطور ونجاح السوق وإضفاء صفة العمق والاتساع ومن هذه المقومات:

- نظام فعال ومنظور ذو كفاءة تساهم في توفير المعلومات الدقيقة؛
- تشريعات تضفي صفة المنافسة الكاملة ومنح الابتكار، بشكل يجعل السوق ذو أرضية خصبة للعرض والطلب كما يجب وجود هياكل للمؤسسات منظمة، يعبر عنها بجهاز إداري متكامل تحكمه هيئة أو لجنة تشريعات وأحكام تحمي المستثمرين من الغش والتلاعب وتحديد التصرفات ذات القبول العام بين أوساط المتعاملين[1].

المطلب الثاني: تقسيمات الأسواق المالية:

تعد السوق المالية النظام الأوسع والاشمل للأسواق التي يتمحور نشاطها في الأوراق المالية، لذا في الغالب الأعم تبوب السوق المالية وفقا لأغراض التمويل، منها يخصص في تمويل المشاريع الاقتصادية، أو تمويل عمليات التشغيل طبقا لهذا التصنيف يمكن تقسيم السوق المالية إلى سوق النقد وسوق رأس المال[2].

[1] أرشد فؤاد التميمي، أسامة عزمي سلامة، مرجع سابق، ص112

[2] جبار محمد، **البورصة وموقعها من العمليات المالية**، ج ١، ط١، دار هومة الجزائر، 2002 ، ص ص 64-65-71

1- سوق النقد:

تعرف بأنها السوق التي تتداول فيها الأوراق المالية قصيرة الآجال من خلال السماسرة والبنوك التجارية وكذا من خلال الجهات الحكومية، وذلك بالنسبة للأوراق المالية قصيرة الآجال فيما بين المؤسسات المالية،كما تعرف بسوق السيولات وسوق رؤوس الأموال قصيرة الآجال

إذ التداول بالأوراق المالية في هاته الأسواق و التي تعتبر دين ، تشترك جميعها في خاصية المخاطرة الأقل وأجل الاستحقاق القصير و هي :

- **الأوراق التجارية:** و تستخدم لتغطية احتياجات قصيرة الأجل؛
- **حوالات الخزينة** : تباع عن طريق المزاد العلني وذلك بعد الخصم عن بعد القيمة الاسمية ؛
- **شهادات الإيداع المصرفية** : وترتب لحاملها فوائد؛
- **القبولات المصرفية** : يستخدمها المستورد عند استيراد بضاعة من الخارج .
- **قرض الاحتياطي الإلزامي** : قيام البنك بإقراض بنك آخر لديه عجز في الاحتياطي المودع لدى البنك المركزي[1]

2- سوق رأس المال:

وهي السوق التي يتم فيها التعامل على مساهمات وقروض طويلة الآجال، إذ تقصدها المؤسسات للتزود بأموال إضافية مقابل التخلي عن جزء أو كل ملكيتها وهي شركة المساهمة، وذلك بطرح أسهمها للاكتتاب أو قد تجمع تلك الأموال في صورة دين وذلك بطرح السندات[2].

3- تصنيفات سوق رأس المال:

يتم تصنيف سوق رأس المال من حيث أولوية الإصدار إلى سوق الإصدارات الجديدة، وأخرى للإصدارات الجديدة والقائمة على التحويل هاته الأوراق، وفيما يلي توضيح ما بين السوقين.

3-1-السوق الأولية:

[1] أرشد فؤاد التميمي، أسامة عزمي سلامة، مرجع سابق، ص ص 112-120.

[2] Salvador Balada et Jean- Claude Coille, Op,Cit. paris, P397.

وهي السوق التي تنشأ فيها عملية إصدار الأوراق المالية التي يتم التعامل بها لصالح جهة عامة أو منشأة محققة بذلك أنماط التمويل غير المباشر،(التمويل الحديث) [1].

3-2 -السوق الثاني:

وهي السوق الذي يتم فيها تداول الأوراق المالية بعد إصدارها، أي بعد توزيعها بواسطة بنوك الاستثمار ويمكن التمييز بين الأسواق المنظمة والأسواق الغير المنظمة في هذا الصدد. [2]

3-2-1- السوق المنظم:

وهي السوق أو المكان الذي يلتقي فيه المتعاملون بالأوراق المالية، وذلك بقصد البيع والشراء، باعتبار هاته الأوراق مسجلة بتلك السوق،* كما تتم إدارته بواسطة مجلس منتخب من أعضاء السوق، أو جهات رقابية تقوم بوضع قوانين وإجراءات داخل البورصة.

3-2-2- السوق غير المنظمة:

ويطلق عليها كذلك بالسوق الموازية حيث تتم المعاملات فيها خارج البورصات، والتي يطلق عليها عمليات التي يتولاها السماسرة *،إذ لا يوجد مكان محدد لإجراء هاته المعاملات.

3-3- السوق الثالث:

وتتكون هذه السوق من السماسرة و الغير متواجدين في السوق المنظم، إذ تتميز بصغر تكلفتها وسعر التنفيذ فيها، ويتم التعامل بالأوراق المالية للمؤسسات الاستثمارية ذات رؤوس الأموال الضخمة، وذلك بواسطة خدمات يؤديها السماسرة، كما نجد أن لهؤلاء المتعاملين الحق في استخدام الأوراق المالية المسجلة في السوق المنظم.[1]

3-4- السوق الرابع:

---

[1] محمود محمد الداغر،مرجع سابق،ص صة239 .

[2] منير إبراهيم هندي، **الأوراق المالية وأسواق رأس المال**، منشأة المعارف، مصر، الإسكندرية، 2002، ص ص94-95

* كما يمكن تقسيم الأسواق المنظمة إلى أسواق مركزية وأسواق المناطق أو الأسواق المحلية.

يقومون بعمليات الوساطة المالية بين أطراف التعامل في هاته الأسواق ويهدفون من خلالها إلى تحقيق عوائد.

[1] احمد سعد عبد اللطيف، **بورصة الأوراق المالية** ، الدار الجامعية ، مصر ص 7

يتم التعامل بهاته الأسواق مباشرة بين المؤسسات الكبيرة والشركات وبين المستثمرين وبأقل تكلفة (ضئيلة) باستخدام وسائل اتصال متطورة، من خلال شبكة الكترونية وهاتفية، ويشبه التعامل في هذه السوق، التعامل في السوق الثالث لأن الإجراءات تجرى خارج البورصة (خارج السوق).

المطلب الثالث: كفاءة الأسواق المالية:

مع زيادة توسع الأسواق المالية والنشاطات الاقتصادية الهادفة لتحقيق الفوائد، كان لابد من توفير القدر اللازم من المعلومات حول الأدوات المستخدمة في الاستثمار (الأوراق المالية) والمتداولة في هذه الأسواق حتى تصنف هذه الأسواق بالكفاءة، باعتبار أن هذه الأوراق تتميز بتقلبات في القيمة من فترة إلى فترة أخرى وذلك بتأثر المعلومات والبيانات حول الشركة والسوق إذ نقوم من خلال هذا المطلب بإبراز مفهوم كفاءة السوق المالي وخصائص السوق كما نميز بين أنواعها وصيغها، والكيفية التي تتحقق بها كفاءة السوق.

1- مفهوم كفاءة السوق المالي:

1-1-تعريف كفاءة السوق المالي:

هو أن تعكس أسعار الأوراق المالية في السوق توقعات المستثمرين سواء ما يخص المخاطر أو المكاسب أي أن تكون المعلومات متاحة للجميع المستثمرين في السوق المالي بالقدر الذي يتيح لهم تحقيق عوائد وتقديرات سليمة وغير مبالغ فيها، إذ يكون الاختلاف في العوائد حسب خبرة المستثمر.[1]

كما تعرف على أنها السوق الذي يعكس فيه سعر السهم المصدر كافة البيانات الحاضرة والمتاحة سواء كانت المعلومات تمثل معلومات تبثها تلك المؤسسة أو صادرة عن القوائم المالية لها أو وسائل الإعلام أو تمثلت في السجل التاريخي لسعر السهم في الأيام أو في الأسابيع أو في السنوات الماضية[2]

1-2- أنواع الكفاءة في السوق المالي:

يمكن التمييز بين عدة أنواع من الكفاءة نذكر:

1-2-1- الكفاءة الكاملة:

[1]Pierre Ramage, **Finance de marches**, édition d Organisation, paris,2002. p59

[2]منير إبراهيم هندي، **مستقبل أسواق رأس المال العربية**، منشأة المعارف مصر، الإسكندرية، 1995، الصفحة 13

ويقصد بها عدم وجود فاصل زمني بين تحليل المعلومات الجديدة الواردة إلى السوق وبين الوصول إلى نتائج محددة بشأن أسعار الأسهم وهذا ما يؤدي إلى تغيير فوري في أسعار هاته الأسهم، أو سعر السهم بما يعكس ما تحمله تلك المعلومات من أنباء سارة أو غير سارة.

وتتحقق الكفاءة الكاملة في ظل تحقق الشروط التالية:

– أن تكون المعلومات ذات شفافية، بدون تكلفة وتتميز بسرعة تداولها وانتقالها؛

– عدم وجود قيود على المعاملات أو تكاليف أو ضرائب أي إمكانية اقتناء أو التنازل عن أي كمية من الأسهم لأي شركة يرغب فيها المستثمر؛

– وجود عدد كبير من المستثمرين، أي عدم تأثير أي مستثمر لوحده في أسعار الأوراق المالية؛

– تمتع المستثمرين بالرشادة، أي يهدف إلى تحقيق أكبر قدر ممكن من العوائد والمنافع[1].

1-2-2-الكفاءة الاقتصادية:

يقصد بها الفارق الزمني بين وصول المعلومات إلى السوق و انعكاس آثارها على أسعار الأسهم، وهذا يعني أن القيمة السوقية لسهم ما قد تكون أعلى أو أقل من قيمته الحقيقية لبعض الوقت على الأقل، كما يعتقد أن يكون الفارق بين السعرين كبيرا بسبب تكاليف المعاملات وكذا الضرائب وغيرها من تكاليف الاستثمار إلى درجة أن يحقق المستثمر من ورائها أرباحا غير عادية خاصة في المدى الطويل.

2- الكيفية التي تتحقق بها الكفاءة:

وهي مجموعة الخطوات الرئيسية تقوم عليها الكفاءة في السوق المالي:

-يجب توفير سوق مالي يتوفر على عدد كبير من المستثمرين، إذ يؤدي زيادة عدد المستثمرين إلى زيادة الكفاءة الهيكلية والتي تعكس درجة المنافسة في السوق.

– يتوقع أن تصل نتائج تحليل المعلومات المنشورة من قبل مختلف مصادر المعلومات المالية وذلك في ضل مناخ تنافسي للسماسرة إلى العملاء بسرعة فائقة وفي نفس الوقت تقريبا، مما يعني استجابة مباشرة لتنعكس مباشرة على سعر الأوراق المالية.

[1] مفتاح صالح، معارفي فريدة، **متطلبات كفاءة سوق الأوراق المالية، دراسة لواقع أسواق الأوراق المالية العربية وسبل رفع كفاءتها**، مجلة الباحث، جامعة ورقلة، عدد 07 ، 2010/2009، ص ص 183-185

– عند وصول المعلومات الجديدة والتي هي بمثابة أنباء قد تكون سارة أو غير سارة، يعمل المستمرين على تقدير قيمة الأصل سواء بالارتفاع أو بالانخفاض.

وحتى نقول أن السوق يتصف بالكفاءة الكاملة، فإنه يتوقع أن تستجيب أسعار الأوراق المالية، على وجه السرعة لكل معلومات جديدة ترد على المتعاملين فيه، والتي من شأنها تغيير نظرتهم للمنشأة المصدرة لسهم حيث تتجه أسعار الأسهم ارتفاعا أو انخفاضا، وذلك تبعا لطبيعة الأنباء إذ كانت سارة أو غير سارة.[1]

3– سمات وصيغ الكفاءة:

من أجل التخصيص الكفء للموارد الاقتصادية وتوجيهها نحو الاستخدامات ذات المنفعة القصوى يجب توفر سمتين أساسيتين لكفاءة السوق وهما كفاءة التسعير وكفاءة التشغيل.

4–1–1- كفاءة التسعير(الكفاءة الخارجية):

وتتحقق هذه السمة عندما تحقق الأسعار السوقية شرط الانعكاس الكامل والسريع للمعلومات المناسبة والمتوفرة بتكاليف ضئيلة ومناسبة لتقييم الأوراق المالية، و أن تكون أسعار الأسهم السوقية تعكس كافة المعلومات المتاحة للجميع وذلك قصد تحقيق أرباح اعتيادية.

4–1–2– كفاءة التشغيل (الكفاءة الداخلية):

يطلق عليها بكفاءة التشغيل لأنها ترتبط بتكلفة المعلومات، إذ يقصد بها قدرة السوق على خلق التوازن بين العرض والطلب في ظل شروط تكلفة المعلومات تساوي الصفر، بمعنى أن بقية المتعاملين في السوق كالسماسرة والوسطاء الماليين وغيرهم، يعملون في بيئة تنافسية ويحققون هوامش ربحية عادية، إذ تحققت هاته السمة من خلال الطلب المتزايد على الأوراق المالية، وامتصاص فائض العرض من الأوراق المالية، عن طريق شراءها بهوامش منخفضة.[2]

[1] منير إبراهيم هندي، **الفكر الحديث في مجال الإستثمار**، منشأة المعارف، مصر، الإسكندرية،1999،ص 38

[2] أرشد فؤاد التميمي، أسامة عزمي سلامة، مرجع سابق، ص140–141

4-2- الصيغ المختلفة لكفاءة السوق المالي:

تحدد الأسواق المالية للكفاءة في ضوء سعة وشمول المعلومات التي تعكس بالأسعار السوقية للأوراق المالية ثلاث صيغ هي:

4-2-1- الصيغة الضعيفة:

تعرف هذه الصيغة بنظرية الحركة العشوائية أي أن يكون السعر مستقلا عن الماضي، وتتضمن إطارا محتواه أن المعلومات التي تعكسها الأسعار السوقية للأسهم هي معلومات تاريخية (عن فترة سابقة)، وعليه فإن هذه المعلومات ليست ذات جدوى وأهمية لتنبؤ بالسعر مستقبلا لأن المتعاملين في السوق قد حصلوا عليها دون تكلفة، أي لا يوجد أحد من المستثمرين قادر على تحقيق أرباح غير اعتيادية (عوائد استثنائية).

4-2-2-الصيغة شبه القوية:

بموجب هذه الصيغة، فإن المستثمرين يستخدمون ما هو متاح من معلومات ولا يوجد منهم من هو قادر على تحقيق أرباح استثنائية لمدة طويلة، كما أن جميع المعلومات متوفرة ومتاحة للجميع بشكل واضح وتعكس الأسعار السوقية الجارية (الحالية)، سواء كانت هذه المعلومات تتضمن الظروف الاقتصادية والمالية أو الدولية والمعلومات التاريخية والحالية عن الأسعار والحجوم التبادلية والائتمانية.

4-2-3 -الصيغة القوية:

إذ تقضي هذه الصيغة إلى أن سعر الورقة المالية الجاري (الحالي) يعكس المعلومات العامة (الشائعة) المتاحة للجميع بشكل علني وخاصة التي تمتلكها قنوات ذات صلة بمصدر هذه المعلومة، وهذا يعني أنه من غير الممكن لأي مستثمر عام أو متطلع إلى تحقيق أرباح غير عادية على حساب مستثمرين آخرين ويعود السبب إلى أن التغيرات في سعر الورقة المالية، تغيرات عشوائية مستقلة فإذا كان هناك من يملك معلومات خاصة فإن أسعار السوق سوف لن تعكس بالكامل جميع المعلومات.

المبحث الثاني: مؤشرات السوق المالي ومفاهيم حول الاستثمار والمضاربة:

سنقوم في هذا المبحث بعرض أهم المؤشرات المستخدمة في السوق المالي وإبراز ماهية الاستثمار والمضاربة إذ سنعرض في المطلب الأول المؤشرات المالية في السوق باعتبارها وسيلة تساعد في قياس حالة السوق وذلك من خلال المعلومات المتاحة والمساعدة في اتخاذ القرار السليم بشأن شراء أو التنازل عن الورقة المالية،كما سنتطرق في المطلب الثاني إلى ماهية الاستثمار والمضاربة وذلك بقصد توضيح التفرقة بينهما، وقد خصصنا المطلب الثالث لإعطاء مفاهيم أساسية للاستثمار المالي[1].

المطلب الأول: مؤشرات الأسواق المالية:

يهدف مؤشر السوق المالي إلى قياس الأسعار بصفة عامة، وذلك عن طريق الأدوات الإحصائية والقياسية على الأوراق المالية المتداولة في السوق المالي، إذ يتم اختبار عينة من أسهم وذلك طبقا لما يتيح للمؤشر الحالة التي عليها السوق.

سنحاول من خلال المطلب الأول إبراز مفهوم المؤشر،كيفية بناءه وأهم المؤشرات المستخدمة في الأسواق المالية

1- مفهوم المؤشر:

بعد المؤشر وسيلة وأداة إحصائية تقيس حالة السوق من المستوى العام للأسعار الأوراق المالية المتداولة في البورصة كما يعبر عن أداء هذه البورصة، فهو بمثابة مرشد للمستثمرين فلا بد أن يكون ذا واقعية وموضوعية.[2]

1-1-تعريف المؤشر:

هناك عدة تعاريف لمؤشر السوق نذكر:

" يعرف على أنه تقنية تسمح بإعطاء نتيجة عددية بواسطة علاقة تبين تطور الكميات والأسعار عبر الزمن من أجل التعرف على أداء سوق الأوراق المالية أو قطاع اقتصادي معين أو محفظته المالية، مع إمكانية مقارنتها مع مثيلاتها في نفس السوق أو الأسواق المالية الأخرى".[3]

---

[1] غازي فلاح المومني، **إدارة المحافظ الاستثمارية** ، دار المناهج ،عمان ، الأردن ، 2009،اص 150

[2] Pirre Ramage.Op.Cit. P38

[3] بوكساني رشيد ، **معوقات أسواق الأوراق المالية وسبل تفعيلها**، أطروحة دكتوراه غير منشورة، علوم اقتصادية ، جامعة الجزائر،2006 ، الصفحة76

-كما يعرف المؤشر على أنه " متوسط حسابي أو هندسي لمجموعة من القيم المالية هذا ما يفسر إمكانية الحصول على قيم مختلفة من خلال مؤشران مختلفان يقيمان نفس السوق..."[1]

-ويمثل مؤشر السوق قيمة رقمية مطلقة بصورة متوسطات أو أرقام قياسية تصلح لعمليات المقارنة والملاحظة والتتبع والقياس، للتغيرات الزمنية، والتغيرات المقطعية بين المنشآت والصناعات[2].

من خلال كل ما يسبق نلاحظ أن مؤشر السوق يقوم بقياس حالة وأداء الأسواق المالية وذلك بهدف التنبؤ بالاتجاهات المستقبلية للورقة المالية والمحفظة المشكلة لها.

2-كيفية بناء مؤشرات السوق وأهدافه:

2-1 -ملائمة العينة:

يقصد بالعينة مجموعة الأوراق المستخدمة في حساب المؤشر، إذ يجب أن تكون هذه العينة ملائمة من ثلاثة جوانب : الحجم، والاتساع، والمصدر، إذ يقصد بالحجم زيادة الأوراق المالية التي يتضمنها المؤشر، تساعد في تمثيل ودقة حالة السوق، أما الاتساع فيقصد به مقدار تغطية أسهم العينة المختارة للسوق الذي تعكسه وهذا يعني عدم تحيز أسهم العينة، أما المصدر فيقصد به مصدر الحصول على أسعار الورقة المالية التي يقوم عليها المؤشر، إذ ينبغي أن يكون المصدر هو السوق الأساسي الذي تتداول فيه تلك الأوراق.

2-2 -الأوزان النسبية:

ويقصد بها القيمة النسبية للورقة المالية داخل العينة، وفي هذا الصدد توجد ثلاث أقسام لتحديد الوزن النسبي للورقة المالية داخل مجموعة أوراق(الأسهم داخل مجموعة الأسهم)وهي:

2-2-1- مدخل الوزن النسبي على أساس السعر:

ويتم تحديده على أساس سعر السهم إلى مجموعة أسعار الأسهم الفردية للمؤشر، إذ يتم تقييم سعر السهم الفردي إلى مجموع أسعار أسهم المؤشر والذي يمثل في هذه الحالة القيمة الحالية للمؤشر.

[1] فيصل حمدي، **تسيير المحافظ المالية الدولية للأسهم المسعرة في البورصة** ، رسالة ماجستير، علوم اقتصادية، جامعة ورقلة،2006، الصفحة 15
[2] محمود محمد الداغر، مرجع سابق،ص 298

2-2-2- الترجيح على أساس تساوي الأوزان:

إذ يتم من خلال هذه الطريقة ترجيح أسهم المؤشر باستخدام وزن نسبي متساوي لكل سهم من أسهم المؤشر (معامل الترجيح) ويتم حسابه على أساس سعر السهم الذي يعادل مقلوب سعر السهم أي:

الوزن النسبي المتساوي= سعر السهم X معامل الترجيح

2-2-3- الترجيح على أساس القيمة السوقية الإجمالية للأسهم المؤشر:

ويتم من خلال هذه الطريقة ترجيح أسهم المؤشر على القيمة الحالية الإجمالية للأسهم، فهي تتحيز لأسهم ذات القيمة الحالية (السوقية) الأكبر.[1]

3- بعض مؤشرات الأسواق المالية الدولية:

هناك عدة مؤشرات تستخدم القياس أداء وحالة السوق ونذكر من أهمها:

3-1-مؤشر داوجنز الصناعي:

ويعتبر من أشهر المؤشرات الدولية، إذ يمثل مرجعا لبورصة نيويورك، إذ يتضمن حاليا 30 سهما ذات أكبر رأسملة بورصية في الولايات المتحدة الأمريكية، وطريقة حسابه بسيطة بحيث لا يستعمل الترجيح ويعكس أساسا القيم الصناعية، كما يتم حسابه كل نصف ساعة، إذ تضم المجموعة المعتادة في حساب مؤشرات 65 ورقة مالية لـ65 شركة موزعة كتالي:

-ثلاثون شركة صناعية؛

-عشرون شركة لنقل؛

-خمسة عشر شركة من شركات المرافق العامة والخدمات ؛

-يتم حساب مؤشرات داوجنز الصناعي على أساس سعر الإقفال للأوراق المالية المكونة للعينة المعتمدة في حساب المؤشر ويتم الإعلان عنه بواسطة مجموعة من النقاط تتغير طبقا لحالة السوق[2].

3-2- مؤشر ستاندر أندبورز:

يعتمد هذا المؤشر على عينة 500 سهم يمثل 400 منشأة صناعية، 40 منشأة منافع عامة (الكهرباء والماء)

[1] منير إبراهيم هندي ، مرجع سابق، 2002، الصفحة 249

[2] جمال جويدان الجمل، **دراسات في الأسواق المالية والنقدية**، دار الصفاء للنشروالتوزيع، عمان، الأردن، ط1،2002 ،ص 287

و20 منشأة لنقل، 40 منشأة تعمل في المجال المالي ويتم حسابه عن طريق نسب القيمة السوقية لسهم في الفترة على قيمته في فترة الأساس.

3-3- مؤشر نيكاي الياباني:

يتكون من 225 مؤسسة وهو مؤشر استنادا لبورصة طوكيو، وطريقة حسابه مشابهة لطريقة حساب مؤشر داوجونز، وذلك عن طريق جمع أسعار 225 مؤسسة لعينة ثم يتم قسمته على عدد المؤسسات المكونة للعينة ومن نقائصه أنه يتأثر بالأسعار العالية نسبيا والتي قد تكون بالضرورة أسعار أسهم المؤسسات الكبيرة.

3-4- مؤشر CAC كاك الفرنسي:

ويعبر هذا المؤشر عن سوق الأوراق المالية كليا يتم استعماله من طرف البورصات في فرنسا ويتكون من 300 مؤسسة حتى سنة 1991 ومن أهم مؤشراته نذكر:

- مؤشر كاكCAC40 :

ويتم حسابه من عينة يكون من 40 شركة فرنسية مرسملة، ويتم حسابه باستمرار كل 30 ثانية، ويعتمد طريقة الترجيح في حسابه ويمثل 70 % من رأسمالية البورصية.

3-5- مؤشر نازداك NASDAQ:

يمثل مقياس لقيم التكنولوجيا الأمريكية ويتميز بشدة تطايره

3-6- مؤشر داكس:DAX:ويمثل هذا المؤشر ابرز موقع مالي في ألمانيا ويعتمد عملية الترجيح عند حسابه ويحتوي على30 ورقة تمثل70 % من الرسملة البورصية[1].

3-7- مؤشرات الأسواق العربية: نذكر فيما يلي بعض المؤشرات للأسواق العربية، مؤشر مصر Cma، مؤشر الأردن Ase ، مؤشر الكويت Kse، مؤشر المغرب Masi ، مؤشر لبنان Bst ، مؤشر عمان Msm ، مؤشر قطرCbq ، مؤشر البحرين Bse ،مؤشر الإمارات Nbad ، مؤشر السعودية Mcfei [2] .

[1] فيصل حمدي، مرجع سابق،ص 17

[2] عصام حسين، **أسواق الأوراق المالية**، دار أسامة لنشر، عمان، الأردن، ط1،2008 ،اص 51

المطلب الثاني: ماهية الاستثمار والمضاربة في السوق المالي:

باعتبار الاستثمار والمضاربة الوسيلتان الأساسيان في السوق المالي التي يهدف من خلالها المستثمر أو المضارب إلى الوصول لتحقيق عوائد وأرباح أو تحمل خسائر وسنحاول من خلال هذا المطلب إبراز مفهوم الاستثمار والمضاربة.

1-مفهوم الاستثمار والمضاربة:

هناك عدة مفاهيم للاستثمار والمضاربة:

1-1-تعريف الاستثمار:

ويمكن تعريف الاستثمار استنادا إلى أصول علم الاقتصاد ، على أنه:

" التخلي عن الأموال في لحظة معينة ولفترة من الزمن قد تطول أو تقصر وربطها بأصل أو أكثر من الأصول التي يحتفظ بها لتلك الفترة الزمنية بقصد الحصول على تدفقات مالية مستقبلية تعويضا عن:

- القيمة الحالية لتلك الأموال بدافع التضخم.

- الخطر الناتج عن احتمالات عدم وقوع التدفقات المالية المرغوب فيها كما هو متوقع"[1]،فهو على صلة وثيقة بمجموعة أخرى من المفاهيم الاقتصادية من أهمها الدخل، الاستهلاك والادخار و الاقتراض.

-كما يعرف الاستثمار على أنه مجموع التوظيفات التي من شِأنها زيادة الدخل وتحقيق الإضافة الفعلية إلى رأس المال الأصلي من خلال اقتناء أصول تحقق فوائض فعلية نتيجة تضحية الفرد بمنفعة حالية للحصول على تدفقات مالية مستقبلية آخذا بعين الاعتبار عنصري الزمن والمخاطرة.[2]

ويعرف كذلك بأنه "استخدام رأس المال في تمويل نشاط معين قصد تحقيق ربح مستقبلي، بحيث يكون الاستثمار مقبولا إذا تطابق مع المعايير المعمول بها أو حقق الأرباح المنتظرة."[3]

من حلال التعريفات السابقة يبرز لنا أن الاستثمار هو عملية التوظيف والاستخدام أوالتضحية بأموال حالية للحصول عليها مستقبلا بفوائض .

---

[1] زياد رمضان: **مبادئ الاستثمار المالي والحقيقي**، دار وائل لنشر، الأردن، ط3 ، 2005، ص13

[2] جمال جويدان الجمل، مرجع سابق،الصفحة245

[3] الياس بن ساسي، يوسف قريشي، **التسيير المالية الإدارة المالية دروس وتطبيقات**، دار وائل للنشر، عمان،الأردن، ط1،2006 ،ص313

1-2-الاستثمار المالي والاستثمار الحقيقي:

نميز هنا بين مفهومي الاستثمار الحقيقي والمالي إلا أن الجوهر واحد .

-الاستثمار الحقيقي:

ويطلق عليه كذلك الاستثمار الإنتاجي أو الاقتصادي وهو التوظيف الذي يتحقق من شراء وبيع أو استخدام الأصول الإنتاجية، والتي تعمل بهدف زيادة السلع والخدمات، بشكل فوائض وذلك لزيادة الدخل القومي.

- الاستثمار المالي:

كما يطلق عليه بالاستثمار الظاهري أو الايرادي إذ لا ينتج عنه زيادة حقيقية في، إنما يتم من خلال نقل الملكية (وسائل الإنتاج والأموال المستثمر)، مما يعمل على تحقيق إيرادات مالية.[1]

1-3- تعريف المضاربة:

تعرف على أنها عملية توظيف للأموال في ظروف خاصة، بالاعتماد على توقعات المضارب بشأن الأسعار في المستقبل القريب، وذلك قصد تحقيق عوائد في صورة أرباح رأسمالية؛

ويمكن أن تقابل هذه الأرباح مخاطر إذا ما اختلفت التوقعات من خلال تعريف الاستثمار، ويمكن تحديد أهم الفروقات بينهما من خلال[2]:

- الأفق الزمني للعملية: يركز المضارب على الأجل القصير لتحقيق أكبر فوائض وعوائد بينما يركز المستثمر على الأجل الطويل إذ يهتم بتحقيق أكبر عوائد من استثماره ولأطول مدة ممكنة.

- موضع التركيز في القرار: إذ يقوم المضارب بالتركيز في قراراته على موعد الاستحقاق بينما يركز المستثمر في قراراته الاستثمارية على العائد.

- من حيث المخاطر: يكون المضارب على استعداد لتحمل درجات عالية من المخاطرة تفوق كثيرا درجة المخاطرة التي يقبلها المستمر الفعلي.

-نوع الربح الذي يسعى إليه كلا منهما: يسعى المضارب لتحقيق أرباح سريعة بينما يهدف المستثمر إلى تحقيق أرباح إيراديه ومستثمرة ولآجال أطول.

---

[1] أحمد زكريا صيام، **مبادئ الاستثمار**، دار المناهج لنشر والتوزيع، الأردن، ط2، 2003، ص 19

[2] زياد رمضان، مرجع سابق، الصفحة 15.

2- أهداف الاستثمار

مهما يكن نوع الاستثمار والمخاطر المحيطة به فإن المستثمر يسعى دوما لتحقيق الأهداف التالية:

-تحقيق العائد الملائم: أي توظيف أموال قصد تحقيق عوائد وأرباح.

-تكوين ثروة وتنميتها: إذ يكون ذلك نتيجة التضحية بأموال الحالية قصد تكوين ثروة في المستقبل وتنميتها.

-المحافظة على قيمة الموجودات: إذ يسعى المستثمر إلى التنويع قصد المحافظة على قيمة الموجودات (الثروة) مع مرور الزمن بحكم عوامل ارتفاع الأسعار وتقلبها.

3- مخاطر الاستثمار:

تعرف مخاطر الاستثمار على أنها عدم التأكد من تحقيق العائد وراء هذا الاستثمار بل قد تمتد تلك المخاطرة لتشمل المال المستثمر (رأس المال) بالإضافة إلى العائد المتوقع[1]، إذ يمكن تعدد مخاطر الاستثمار إلى:

*مخاطر العمل: وينتج عن الاستثمار في أدوات عائدة إلى مجال عمل معين .

*مخاطر السوق: وينتج عن التغير العكسي في أسعار أدوات الاستثمار المتعامل بها.

*مخاطر السعر: إذ ينتج عن الاستثمار في أسعار الفائدة المنخفضة خسارة الفائدة المرتفعة.

*مخاطر القوة الشرائية للنقود: وتنتج عن ارتفاع المستوى العام للأسعار، الذي يؤدي بدوره إلى انخفاض في قيمة النقود، كما يمكن إضافة المخاطر المالية الناتجة عن عدم القدرة على سداد الأموال المقترضة بهدف استثمارها.[2]

المطلب الثالث: مفاهيم حول الاستثمار المالي:

1-ماهية الاستثمار المالي:

لقد ارتبط مفهوم الاستثمار المالي بإنشاء شركات ذات المساهمة العامة، وتطورها وتوسع نشاطها، ونمو عددها إذ يمكن تعريف الاستثمار المالي على النحو التالي:

يعرف الاستثمار المالي على أنه:" توظيف أموال في شكل أصول مالية ينتج عنها عوائد مستقبلية دورية أو غير دورية، إذ يهدف المستثمر إلى اختيار الأصول المالية التي تعظم العائد المتوقع " .

[1] طاهر حردان، **أساسيات الاستثمار**، دار المستقبل، عمان الأردن، ط1، 2009، ص 17

[2] سيد سالم عرفة، **إدارة المخاطر الاستثمارية**، دار الراية لنشر،عمان،الأردن،2009، ص 31

كما يعرف على أنه حصيلة امتلاك المستثمر أدوات ملكية أو أدوات مديونية لتحقيق عائد في ظل مخاطر متوقعة.[1]

2- طبيعة أدوات الاستثمار المالي وأدوات التحليل:

- لقد تم تصنيف أدوات الاستثمار المالي طبقا لطبيعة الالتزام، إذ تعتبر أصول مالية من وجهة نظر المستثمرين فيها، وهذه الأدوات هي إما حقوق ملكية تعطي لحاملها الحق في الحصول على جزء من الربح أو العائد أو الحقين معا وتظم الأسهم العادية والممتازة أو هي أدوات مديونية، وتضم السندات الطويلة الأجل التي تصدرها الحكومة وشركات الأعمال.[2]

-كما أن طبيعة الأوراق المالية تحتم على المستثمر المتابعة لحركة أسعارها وحجوم تداولها، وتلعب الخبرة والإمكانات الفنية في قراءة السوق واتجاهاته، الدور الكبير عند الاستثمار بالأوراق المالية، إذ يضع المستثمر في اعتباراته تقلب أسعار الأوراق المالية وذلك لتحكم فيها بيعا وشراءا، تجنبا للقراءات الخاطئة، إذ ترتبط هذه الاعتبارات عادة بسلوك المستثمر، الذي له أثر كبير في تحديد مسارات واتجاهات الأسعار السوقية، فقد يؤدي هذا السلوك إلى انتعاش السوق واستمرار انكماشه.

2-1- التحليل الأساسي والتحليل الفني

2-1-1-التحليل الأساسي: هو وسيلة لتنبؤ بتحركات الأسعار المستقبلية لأي أداة مالية, بالاعتماد على البيئة الاقتصادية والسياسية وعوامل أخرى تتعلق بها، والإحصائيات التي سوف تؤثر على العرض والطلب الأساسي لبيئة هاته الاداة.

أي أن التحليل الأساسي يقوم بتحديد سعر الورقة المالية في السوق، عن طريق تجميع وتحليل القوائم المالية الكاملة و تشمل الميزانية العامة (حساب الأرباح و الخسائر، الموجودات و المطلوبات، قروض الشركة، بيان التدفقات النقدية، و بيان المتغيرات في حقوق المساهمين). و هناك معلومات كثيرة أخرى يجب الانتباه إليها عند تحليل شركة ما و هي على عدة مستويات، و هذه المستويات هي مستوى الاقتصاد بشكل عام، مستوى القطاع

[1] محمد صالح الحناوي وأخرون، **الاستثمار في الأوراق المالية وإدارة المخاطر**، المكتب الجامعي الحديث، 2007، ص 9-10

[2] بوكساني رشيد، مرجع سابق، الصفحة 17 .

الذي تنتمي إليه الشركة، و مستوى الشركة ذاتها، و المطلوب من ذلك هو أيجاد القيمة العادلة للشركة أو للسهم الذي ينبغي أن يدفع المستثمر للاستثمار في الأسهم[1]

2-1-2-التحليل الفني: هو دراسة الاتجاه الماضي لسعر الورقة المالية وكمية تداولها، لمحاولة التنبؤ باتجاهها المستقبلي ويتم استخدام برامج مختصة في تحويل تغيرات الأسعار إلى مخططات بيانية تربط السعر بالزمن. ويستعمل التحليل الفني بشكل واسع بين المتداولين ومحترفي المضاربة, وهو فن وليس علم كما يظن البعض، ولكن عيب هذا الفن انه يعتمد على التوقعات ويرجع البعض انتشار التحليل الفني إلى سهولة تعلمه؛

وتساعد المخططات البيانية المتداولين في اختيار نقاط الشراء المناسبة، ونقاط البيع أو الهروب، فمن المناسب لمتداول الأسهم أن يشتري السهم بأدنى سعر ممكن ويبيعه بأعلى سعر ممكن. ومن خلال المخطط البياني يسعى المتداولون إلى شراء الأسهم في أقرب مكان إلى قاع المخطط البياني وبيعها في أعلى نقطة ممكنة من ذلك المخطط، ثم معاودة الشراء في السعر المنخفض ثانية والبيع عند الأسعار الأعلى.

لذلك فلا يهتم التحليل الفني عموماً بأداء الشركة أو أرباحها، فالمتداولون إنما يعتمدون على التحليل الفني للعثور على أنماط محددة، منها ما يسمى: خطوط الدعم والمقاومة، والمثلثات، والقيعان المزدوجة، والقمم المزدوجة، والرأس والكتفين وغيرها. وهذه الأنماط تعد مؤشرات تنبه المتداول إلى مرور السهم بمنطقة سعرية حرجة، تؤدي غالباً إلى تغير في الاتجاه،كما يعتمد المتداولون على معدلات التحرك الوسطية، والمؤشرات التقنية. [2]

2-1-3-أدوات التحليل الفني: هناك عدة أدوات تستخدم في التحليل الفني نذكر:

-طريقة المتوسطات المتحركة: تعتبر من أهم أدوات التحليل الفني انتشارا وأكثرها استخداما, يعرف المتوسط المتحرك* بأنه متوسط سعر الورقة المالية في فترة زمنية محددة، فالمتوسط لا يسمح بالتنبؤ بالأسعار ذلك أنه يتبع الأسعار بطبيعته وطريقة حسابه (السعر مستقل والمتوسط تابع له) إذن يحسب بعد التداول، وتتم مقارنة المتوسط

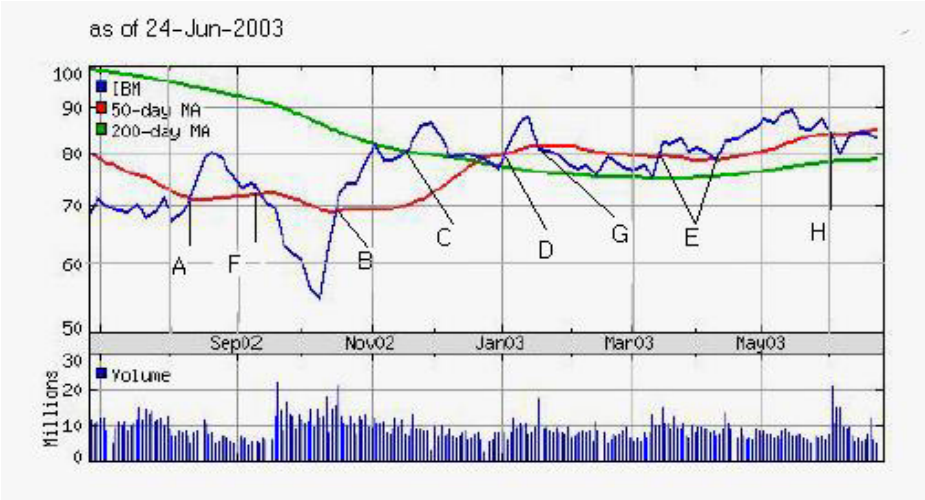
[1] عبد الغفار حنفي، **إستراتيجيات الاستثمار في بورصة الأوراق المالية**،الدار الجامعية ، الإسكندرية ، 2004، ص 217-218.

[2] محمد صالح جابر،**الاستثمار بالأسهم والسندات وإدارة المحافظ الاستثمارية**، ط3، دار وائل للنشر, عمان،2005، ص94 -107.

*يعد المتوسط أحد الطرق المستخدمة لتمهيد وتسوية سلسلة زمنية معينة للتخلص من الذبذبات الحادة التي قد توجد فيها بسبب التغيرات العارضة أو الموسمية، وذلك حتى يتبين اتجاهها صعودا أو هبوطا، وعملية التمهيد تساعد المحلل الفني على توضيح الرؤية والتركيز على المنحنى العام للأسعار، أي إزالة أو تنقية الأسعار من الشوائب أو ضوضاء السعر white noise وبالتالي التعرف على الاتجاه الحقيقي للأسعار.

بتداولات الأسعار، كما يستخدم لإعطاء إشارة بداية اتجاه جديد للسعر ونهاية اتجاه سابق[1]، كما هو مبين في الشكل رقم (1-2) باعتبار عبور السعر لخط المتوسط إلى أعلى أو إلى أدنى، فإذا عبر السعر فوق خط المتوسط (العبور الذهبي golden cross) فهي إشارة للشراء، أما إذا عبر تحت خط المتوسط (عبور قاتل dead cross) فهي إشارة بالبيع، وكلما كان المدى الزمني للمتوسط المتحرك طويلا كان أفضل ويعطي نتائج جيدة.*

الشكل رقم (2-3): المتوسط المتحرك وسعر الإقفال لإحدى الشركات



المصدر: ربابعة عبد الرؤوف ،حطاب سامي،**" التحليل المالي وتقييم الأسهم"**...، ورقة عمل مقدمة خلال ندوة الأسواق المالية (بورصة أبو ظبي) ، الإمارات العربية المتحدة، ديسمبر 2005 ، الصفحة27 .

[1] Achelis, Steven B., "Introduction - Technical Analysis: Relative Strength Index", Downloadable at: **www.marketscreen.com/help/atoz/default.asp?hideHF=&Num=93**.consulter:07/01/2014

* الاعتماد على المتوسطات المتحركة في اتخاذ قرارات البيع والشراء بناء على تقاطع المتوسط والسعر أو متوسطين ببعضهما يعطي نتائج جيدة جدا في حالة كون السوق ذو اتجاه واضح أما في حالة تحرك الأسعار جانبيا فإن الاعتماد على هذا المؤشر ينتج خسائر جمة لكثرة إشارات العبور (كثرة إشارات العبور دون استمرار الأسعار يعرض المضارب للسعات الأسعار Whipsaws).

- **طريقة الشموع اليابانية:**

لقد سجل اليابانيون الحركة اليومية للأسعار في شكل رسم بياني يشبه الشمعة،* وقد اختاروا أن يرمزوا بشمعة بيضاء لأيام ارتفاع الأسعار (سعر الإقفال أعلى من سعر الافتتاح) وبشمعة سوداء لأيام انخفاضها (سعر الافتتاح أعلى من سعر الإقفال)، وهناك أكثر من 60 شكلا فنيا أو نمطا شمعيا للأسعار وفي هذه الأنماط من يمثل بشمعة واحدة، والبعض يتكون من شمعتين والبعض الآخر من ثلاث وسنحاول هنا التركيز على بعضها[1] :

- ✓ **دوجي DOJI** :كلمة يابانية تعني "الشيء نفسه"، وهو يطلق على شمعة يكون فيها سعر الفتح في نفس مستوى سعر الإقفال (لا فرق بين السعرين) فنكون أمام شمعة بلا جسم، ظهور Doji بعد فترة ارتفاع الأسعار يفسر بتآكل قوة المشترين أي فشلهم في دفع الأسعار إلى أعلى وهذا إنذار للمستثمرين بالبيع وظهوره بعد فترة تدهور الأسعار يدل على عدم قدرة البائعين على مواصلة الضغط على الأسعار مما يستدعي البدء في الشراء.
- ✓ **المطرقة** : عندما يكون اتجاه الأسعار في هبوط فإن هذه الشمعة تعرف بالمطرقة، وهي تتكون من جسم صغير في الجزء العلوي وظل طويل نسبيا بحيث يجب أن يكون طوله مساويا على الأقل ثلاثة أضعاف طول الجسم، وليس للون الجسم أهمية فقد يكون أبيض أو أسود وهذه الشمعة تنبئ بانعكاس الاتجاه.
- ✓ **الرجل المعلق** :وهو نمط يأخذ نفس شكل المطرقة ولكن يظهر في اتجاه السوق الصاعد مما يشير إلى أن الأسعار عرضة للسقوط وأن السوق سيقوم بشنق المشترين.
- ✓ **المطرقة المقلوبة**: تتكون من جسم صغير يتدلى من خط علوي طويل يساوي على الأقل ضعف طول الجسم، وتظهر حين يكون اتجاه الأسعار في نزول وهي تنبئ بانعكاس الاتجاه وبدء صعود الأسعار.
- ✓ **النجمة الطائرة** : يشبه شكل المطرقة المقلوبة ولكن تظهر بعد ارتفاع كبير في الأسعار وهي تنبئ ببدء هبوط الأسعار.

* تاريخيا ظهرت هذه الشموع منذ أكثر من 300 عام على يد أحد كبار التجار والمدعو "مينوهيسا هوما" وقد دون ملاحظاته عنها في كتاب عام 1755.

[1] **www.marketscreen.com/help/atoz/default.asp?hideHF=&Num=32**, consulter : 07/01/2014

- ✓ **هجوم الثيران المضاد** : وتأتي بعد ظهور شمعة سوداء إذ يفتح السوق بسعر يقل عن أدنى سعر أوسعر إقفال الجلسة السابقة إلا أنه يصعد بقوة ليقفل عند سعر الإقفال السابق وهو ما يعني أن الثيران أخذوا زمام المبادرة وقاموا بهجوم مضاد.
- ✓ **هجوم الدببة المضاد**: بعد شمعة بيضاء يفتح السوق بسعر يعلو كثيرا عن أعلى سعر أو سعر إقفال الجلسة السابقة إلا أنه ينخفظ بشدة خلال التعامل ليقفل عند سعر الإقفال السابق وهو ما يعني أن الدببة أخذوا زمام المبادرة وقاموا بهجوم مضاد.* والشكل التالي يوضح نموذج لشموع اليابانية:

الشكل رقم (3-3) :نموذج لطريقة الشموع اليابانية



* كانت وسيلة التسلية الوحيدة لعمال المناجم في كاليفورنيا، ثم ابتكروا نزالا من نوع خاص بين الدببة والثيران وعلى الرغم من أن هذا النزال اتسم بالشراسة إلا أنه في الغالب كان قصيرا، من هذا النوع من المصارعة استوحاه الكاتب الاسباني "دون جوزيه دي لا فيجا" وكان وراء إطلاق اصطلاح "الثيران والدببة" على المتعاملين في أسواق المال لأول مرة سنة 1688 ليعبر به عن الطرفين (البائع والمشتري) ثم شاع استخدامه في لغة البورصة، أن السوق هو الحلبة.
الثيران (Bullish) : هم المشترون أي الفريق الذي يتوقع ويأمل ويعمل على ارتفاع الأسعار (الصعوديون).
الدببة (Bearish): هم البائعون الذين يعملون ويتوقعون انخفاض الأسعار (النزوليون).

Source:www.marketscreen.com/help/atoz/default.asp?hideHF=&Num=9 (consulter 21/31/2014)

كما مبين في الشكل رقم (1-3) نلاحظ انها عبارة عن مستطيل له فتيلان علوي وسفلي, قمة الفتيل العلوي هي أعلى سعر في الفترة الزمنية المرصودة, وأدنى نقطة في الفتيل السفلي هي أدنى سعر,كما أن سعر الافتتاح والإقفال يمثلان إما الخط العلوي أو الخط السفلي للمستطيل؛ويسمى المستطيل بالجسم body .والفتيل يسمى الظل shadow .

– **طريقة الرأس والكتفين**: هو من أكثر الأشكال الانعكاسية التي يمكن الاعتماد عليها، ويتكون من:

الرأس، الكتف اليسرى، الكتف اليمنى وخط الرقبة، و يمر هذا النمط بأربع مراحل:

اتجاه الأسعار نحو الصعود إلى غاية وصولها إلى حد أعلى مشكلة الكتف اليسرى، يليها انخفاض في الأسعار ثم العودة للصعود من جديد إلى مستوى أعلى من السابق مكونة الرأس؛

يبدأ الانخفاض من الرأس للوصول إلى خط الرقبة؛

عودة خفيفة للصعود ولكن ليس إلى نفس المستوى الأول ويتم تشكيل الكتف اليمنى؛

يبدأ الانخفاض من جديد ويتم اختراق خط الرقبة،(خط الرقبة هو الخط الذي يصل بين أدنى نقطتين) قد يظهر هذا النمط بشكل عكسي ويسمى: الرأس والكتفان المقلوبة[1].

–**القمة الثنائية** (حرف M) والقاعدة الثنائية (حرف W)

هو نمط انعكاسي أيضا له نفس شكل الرأس والكتفين لكن من دون الرأس، بمعنى تكوين ما يشبه حرف M يفسر مثل الرأس والكتفين إذن:

- ✓ عند تصوير مرحلتين متتاليتين من ارتفاع الأسعار يتشكل حرف M.
- ✓ عند تصوير مرحلتين متتاليتين من انخفاض الأسعار يتشكل حرف W.

–**القمة الثلاثية (القاعدة الثلاثية)**: هو نمط انعكاسي نادر الحدوث وله نفس شكل الرأس والكتفين إلا أن الرأس يكون في مستوى مماثل للكتفين ويفسر مثله تماما.

[1] ربابعة عبد الرؤوف ،محطاب سامي, مرجع سابق، ص 29

-القمة الحادة (حرف Vمقلوب): يتشكل هذا النمط نتيجة الارتفاع الشديد للأسعار ووصولها إلى مستويات عليا يليه سقوط وتدهور كبير للأسعار، وهو نمط انعكاسي من الصعب التنبؤ به مما يجعل الاستفادة منه صعبة (قد يتشكل خلال يوم عادة)، وعند حدوث العكس أي انخفاض شديد يليه ارتفاع كبير يتشكل النمط العكسي أي القاعدة الحادة أو حرف V.

-الفجوات: تعرف الفجوة على أنها منطقة سعرية لم يحدث فيها أي تداول بحيث يحدث فراغ سعري في الرسم البياني، ولها دلالة كبيرة فهي إما ارتفاع وإما انخفاض شديد مفاجئ في الأسعار وتفسر بوجود طلب أو عرض قوي غير معتاد لا تستطيع تغطيته عروض البيع أو طلبات الشراء المطروحة في السوق، فقلة العرض مثلا تجعل الأسعار تقفز إلى أعلى,والشكل التالي يوضح نموذج لخريطة الرأس والكتفين:

الشكل رقم (3-4):نموذج عن خريطة الرأس والكتفين



المصدر: ربابعة عبد الرؤوف وحطاب سامي، مرجع سابق, ص 29

3- مزايا وعيوب الاستثمار المالي:

توفر أدوات الاستثمار المالي مزايا متعددة أهمها:

للأوراق المالية أسواق على درجة عالية من الكفاءة والتنظيم قلما تتوفر لأدوات الاستثمار الأخرى، فبجانب السوق الأولي لها، يوجد أسواق ثانوية ،كما يوجد لها أحيانا سوق ثالث وسوق رابع.

وبجانب الأسواق المالية المحلية توجد للأوراق المالية أسواق دولية توفر للأوراق المالية مرونة كبيرة في تدوالها فتزيد من درجة سيولة الأموال المستثمرة فيها،كما أن تكاليف المتاجرة بها منخفضة بالمقارنة مع تكاليف المتاجرة بأدوات الاستثمار الأخرى فأغلب الصفقات تتم بواسطة وسائل الاتصال المتطورة كالهاتف، وشاشات الكمبيوتر من خلال خدمة الانترنت، فتوفر على المستثمر كثيرا من النفقات الإضافية، هذا إضافة إلى أن الأوراق المالية لا تحتاج إلى نفقات تخزين أو صيانة كما هو الحال في الأصول الحقيقية كالعقار والسلع؛

كما تتمتع الأوراق المالية بخاصية التجانس فأسهم شركة معينة أو سنداتها غالبا ما تكون متجانسة في قيمتها وشروطها إذ يسهل ذلك في عملية تقييم هاته الأوراق واحتساب معدل العائد المحقق من كل ورقة مالية، وفي المقابل هناك عيوب للاستثمار في الأوراق المالية أهمها ما يلي:

- يتعرض المستثمر في الأوراق المالية لمخاطرة التقلبات في القيمة الشرائية لوحدة النقد خاصة إذا كانت من النوع طويل الآجل.

- كما تنخفض درجة الأمان عند الاستثمار في الأوراق المالية عن تلك المتوفرة في أدوات الاستثمار الأخرى وهذه الخاصية ترتبط بطبيعة الورقة المالية كأصل مالي لا أصل حقيقي.[1]

المبحث الثالث: أسس الاستثمار في الأوراق المالية:

يحتل الاستثمار بالأوراق المالية حيزا كبيرا بين اهتمامات المختصين بشؤون المال والاقتصاد، وسعيا وراء مواكبة المستجدات الخاصة بحقل الاستثمار بالأوراق المالية، لذا من المفيد أن يلقي الضوء على بعض المفاهيم الأساسية للاستثمار بالأوراق المالية، وذلك من خلال هذا المبحث الذي تم تقسيمه إلى ثلاثة مطالب، إذ سيتم إبراز

[1] محمد مطر، **إدارة الاستثمارات**، دار وائل لنشر، الأردن، عمان، ط3، 2009، اص 81-82

المفاهيم الأساسية للاستثمار بالأسهم من خلال المطلب الأول، وكذا المفاهيم الأساسية للاستثمار بالسندات من خلال المطلب الثاني، كما تم تخصيص المطلب الثالث للإبراز مفاهيم الاستثمار بالمشتقات المالية.

المطلب الأول: المفاهيم الأساسية للاستثمار في الأسهم (أدوات الملكية):

تعتبر الأسهم أهم الأدوات المستخدمة في السوق المالي، وسنقوم من خلال هذا المطلب توضيح ماهية السهم وكذا أنواعه وخصائصه.

1- ماهية السهم:

تشكل الأسهم أحد أصناف الأدوات المتداولة في سوق الأوراق المالية ويندرج ضمن هذا الصنف عدة أنواع وتتميز الأسهم بعدة خصائص ومزايا سنحاول التفصيل فيها.

1-1 -تعريف السهم:

*هي الورقة التي تعطي لحاملها الحق في المساهمة برأس شركة أو منشأة، إذ يثبت هذا الحق القابل لتداول وفقا لقواعد القانون التجاري.[1]

"كما تعرف على أنها صكوك متساوية القيمة قابلة للتداول في السوق المالي، حيث يمثل مشاركة في رأس مال شركات الأسهم."[2]

"ويعرف كذلك على أنه رأس المال المعلن ورأس المال الفعلي والمساهم فيه عن القيمة الكلية للأسهم كما يشكل رأس المال المكتتب والمضاف من قبل المساهمين."[3]

1-2- الأساليب البديلة لتقييم الأسهم:

تختلف أساليب تقييم الأسهم اختلافا بينيا في إجراءاتها ، فيما سنشير إلى أساليب تقييم الأسهم كمايلي:

[1] شمعون شمعون، **البورصة بورصة الجزائر**، الأطلس لنشر، الجزائر، 1999، ص 65.
[2] فليح حسن خلف، **الأسواق المالية والنقدية**، عمان، الأردن، ط1، 2006، ص 241
[3] بوكساني رشيد، مرجع سابق، الصفحة 25

-القيمة الاسمية لسهم:

تشير القيمة الاسمية لسهم إلى قيمة السهم التي تم تحديدها من خلال عقد الشراء أو التي تمثل القيمة عند إصدار السهم أول مرة، وهي قيمة نظرية لتغطية رأس المال، ومن وظائف هذه القيمة هي تحديد حصة السهم الواجب في ملكية المؤسسة، إذ يمكن تخفيضها من خلال ما يسمي باشتقاق الأسهم، الذي يعطي للمستثمر الحق في الحصول على جزء من السهم أو السهم كاملا وربما أكثر.

-القيمة الدفترية:

وتمثل قيمة السهم في قائمة المركز المالي لشركة، ويتم احتسابها من خلال قيمة حقوق الملاك على عدد الأسهم كما تشير القيمة الدفترية للسهم إلى القيمة التاريخية وليست إلى قيمة المستقبلية.

-القيمة عند التصفية:

وتمثل مقدار التدفق النقدي الذي يحصل عليه حامل السهم عند انتهاء نشاط الشركة وتصفيتها وبيع أصولها.

-القيمة البديلة:

وتمثل قيمة الورقة أو السهم عند مقارنتها، بقيمة ورقة مالية بديلة لشركة أخرى أو لقطاع آخر.[1]

-القيمة السوقية:

وتمثل قيمة السهم عند التداول في السوق الثانوية، والتي تخضع لظروف العرض والطلب، و تعكس عادة البيئة الاقتصادية، السياسية والاجتماعية المحيطة وخاصة بالنسبة لظروف التبادل الدولية والداخلية.

- القيمة الاحلالية:

وتشير إلى تكلفة المطلوبة للحصول على الأصل الحالي بنفس قدراته الإنتاجية بالسعر الحالي، وعليه ففي حالة عدم وجود تكلفة معاملات (مثل عملات، البيع، مصاريف تفكيك والتخلص من الأصل..) فسوف تتعادل القيمة عند التصفية مع القيمة الاحلالية.[2]

2-أنواع الأسهم وخصائص كل منها:

[1] محمد صالح الحناوي وآخرون، **تقييم الأسهم والسندات مدخل الهندسة المالية** ،المكتب الجامعي الحديث، الإسكندرية، 2007، ص ص 55-57

[2] محمد صالح الحناوي واخزون، **الاستثمار في الأوراق المالية** ، الدار الجامعية،الإسكندرية، 2003،ص 191

يمكن أن نميز بين عدة أنواع من الأسهم

2-1- أسهم حسب الحقوق التي يتمتع بها حاملها: وتقسم كما يلي:

2-1-1- الأسهم العادية:

تعرف على أنها أداة ملكية، تصدر عن شركة المساهمة، تعطي لحاملها حقوق اتجاه الجهة المصدرة لها متساوية مع قيمة المالكين لهاته الأسهم، إذ يتم الحصول عليها عن طريق الاكتتاب إذ يحق لحاملها التصويت في جمعية مجلس الإدارة، ويحق استرجاع قيمته عند التصفية، كما له حصة من ملكية الشركة، والأولوية في استيفاء قيمة العوائد الناجمة عن الاستثمار في الأسهم العادية عند تحققها كما يحق لصاحبه التنازل عن السهم العادي متى يشاء بالقيمة السوقية له.[1]

2-1-2- الأسهم الممتازة:

تمثل شكل من أشكال الملكية، إذ تجمع بين صفات الأسهم العادية والسندات التي تصدرها بعض الشركات فهي كالأسهم العادية لكونها حقوق ملكية في الشركة إلا أنها تشبه السندات بحصول حاملها على الأرباح وذلك بصرف النظر عن النتائج والتي تحققها الشركة، إذ يحق لحاملها الحصول على عوائدها عند التصفية قبل حمله الأسهم العادية كما أن للأسهم الممتازة عدة مزايا:

إذ تعتبر كأداة تمويلية لا تتطلب إعادة تسديد قيمتها في تاريخ معين كالسند، وهناك كذلك ميزة الحفاظ على حقوق حملة الأسهم من الأرباح المستحقة للفترات السابقة قبل توزيع الأرباح للفترة الحالية الخاصة بالأسهم العادية ويكون ذلك عند عدم تحقيق الشركة لأرباح كافية لسنة ما فيتم الاحتفاظ بتلك الأرباح لسنة التي تليها ثم يتم توزيعها، باعتبارها أرباح تراكمية من حق أصحاب حملة الأسهم الممتازة.[2]

من خلال ما سبق يمكن أن نستخلص الفرق بين الأسهم الممتازة والأسهم العادية فيما يلي:[3]

-عكس السهم العادي ليس لحامل السهم الممتاز الحق في التصويت في الإدارة؛

-السهم الممتاز لا يتأثر بوضع الشركة كما أن عائده ثابت؛

[1] محمد صالح جابر، مرجع سابق،ص 28

[2] طارق عبد العال حماد، **دليل المستثمر إلى بورصة الأوراق المالية**، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2002، ص ص 22-23

[3] زياد رمضان: مرجع سابق، 1999، ص19

-فيما يتعلق بالحصول على الأرباح القابلة لتوزيع؛

-لحملة الأسهم الممتازة الحق في الحصول على الأموال الناتجة عن تصفية أعمال الشركة؛

-لحامل السهم العادي الحق في تحويله إلى سهم ممتاز؛

2-2- أسهم حسب حصة المساهم المدفوعة:

يتم تقييم السهم حسب الحصة التي يدفعها المساهم كما يلي:

2-2-1-الأسهم النقدية:

وهي الأسهم التي يتم التداول بها عند صدور العقد التأسيسي لشركة وهي التي تدفع في مقابلها مساهمات نقدية.

2-2-2- الأسهم العينية:

وهي مجموع الحصص العينية من رأس المال المكتتب المحرر مثل (استثمارات المادية، قيم الاستغلال....)

2-2-3- أسهم المختلطة:

وهي الأسهم التي يمثل جزءا منها حصص نقدية والباقي عينية.[1]

2-3- أسهم حسب الشكل الذي تظهر به:

إذ يمكن تصنيف الأسهم حسب الشكل الذي تظهر به إلى:

2-3-1- أسهم اسمية:

وهي أسهم تحمل اسم صاحبها ونوع الشركة التي أصدرتها وعنوانها، رأسمال الشركة ومركزها كما يتضمن العملية التي يتم من خلالها التنازل عن السهم.

2-3-2-أسهم للأمر:

وهي الأسهم التي تصدرها الشركة، إذ يجب أن تكون كاملة الوفاء تدعى بالأسهم لأمر لأنها تدفع كامل قيمتها الاسمية عند الشراء.

[1] محمد يوسف ياسين، **البورصة عمليات البورصة**، منشورات الحلبي الحقوقية، بيروت، ط1، 2004،ص 43.

2-3-2- أسهم لحامله:

وهو السهم الذي لا يذكر فيه اسم المساهم، إذ يعتبر حامله مالكا له بسبب الحيازة المادية وتعتبر الحيازة قرينة على وجود السبب الصحيح وحسب النية في مستند الملكية، ويتم التنازل عنه بتسليمه من يد إلى يد أخرى وبذلك يحصل تداوله بأقصى سرعة ممكنة إذ لا تعترف الشركة إلا بحامل هذا السهم والذي قام بحيازته ولو حصل عليه بطريقة غير قانونية.[1]

3- التوجهات بشأن الأسهم:

هناك أنواع أخرى للأسهم تتم استخدامها بالإضافة إلى الأنواع السابقة للأسهم.

3-1- التوجهات الجديدة بشأن الأسهم العادية:

يمكن تقسيم التوجهات الجديدة بِشأن الأسهم العادية إلى:

3-1-1-الأسهم العادية للأقسام الإنتاجية:

إذ يرتبط مفهوم الأسهم العادية فيها بتوزيعات الأرباح، التي حققتها المؤسسة ككل، إذن فهذا النوع يرتبط بقسم إنتاجي معين في المؤسسة.

3-1-2-الأسهم العادية المضمونة:

ويرتبط هذا النوع بحق حامله بطلب التعويض من المؤسسة في حالة انخفاض القيمة الاسمية لهذا السهم إلى حد معين وفي الفترة المتفق عليها والمنصوص عليها حسب قانون المؤسسة.

3-1-3-الأسهم العادية ذات التوزيعات المخصومة:

حسب هذا النوع فإن التوزيعات التي يحصل عليها حامل السهم العادي، لا تعتبر من بين المصاريف التي ينبغي خصمها قبل حساب الضريبة أي يسمح للمؤسسات التي تبيع حصة من أسهمها العادية إلى عمالها بخصم التوزيعات على تلك الأسهم من الإيرادات.[2]

3-2-التوجيهات الجديدة بشأن الأسهم الممتازة:

هناك مجموعة التوجهات الجديدة بشأن الأسهم نذكر:

[1] شمعون شمعون ،مرجع سابق ،اص 22-23

[2] منير إبراهيم هندي، **الأوراق المالية وأسواق رأس المال**، مرجع سابق، ص10-11- 19.

-الأسهم الممتازة ذات التوزيعات على الأسهم المتغيرة:

ظهر هذا النوع في أمريكا سنة 1982م إذ يرتبط بالتوزيعات على الأسهم بمعدل عائد سندات الخزانة.

-الأسهم الممتازة التي لها الحق التصويت:

ويتم إصدار هذه الأسهم من قبل المؤسسة بهدف تعويض الملاك الجدد عند انخفاض القيمة السوقية للسهم العادي، إذ لها بعض صفات الخاصة من ضمنها الحق في التصويت كبقية الأسهم العادية. [1]

كما أن هناك نوع آخر من الأسهم يطلق عليها **بأسهم التمتع** تمنحها الشركة عند استهلاك أسهمها الأصلية أثناء حياة المؤسسة إذ تخول لحاملها حقوقا في التصويت و الأرباح.[2]

3-2-العوامل المؤثرة على أسعار الأسهم:

- سعر الفائدة: تزداد تكاليف خدمة الديون بارتفاع سعر الفائدة يكون ذلك على حساب الأرباح الموزعة؛
- الأرباح المحققة:و ينصح بشراء الأسهم المتوقع ارتفاع أسعارها، وتوزيعات الأرباح في نهاية كل سنة ؛
- القيمة الدفترية للسهم: وتربطهما علاقة طردية ؛
- التوقعات بخصوص مستقبل المؤسسة والشائعات في الأسواق المالية ؛
- حالة العرض والطلب على الأسهم؛
- الأوضاع الاقتصادية.

3-3-طرق التأثير على أسعار الأسهم

هناك بعض الأساليب المستخدمة في التأثير على أسعار أسهم الشركات سواءا باتجاه رفع أسعارها أو تخفيضها، و هي كالتالي:

- سياسة توزيع الأسهم المجانية؛
- اشتقاق الأسهم و تقسيمها[1].

[1] طارق عبد العال حماد، مرجع سابق،ص ص 43-44

[2] محمد مطر،**إدارة المحافظ الاستثمارية الإطار النظرى والتطبيقات العملية** ، مؤسسة الوراق لنشر والتوزيع ، ط2 ، عمان ،1993،ص 411

3-4- طرق تقييم الأسهم

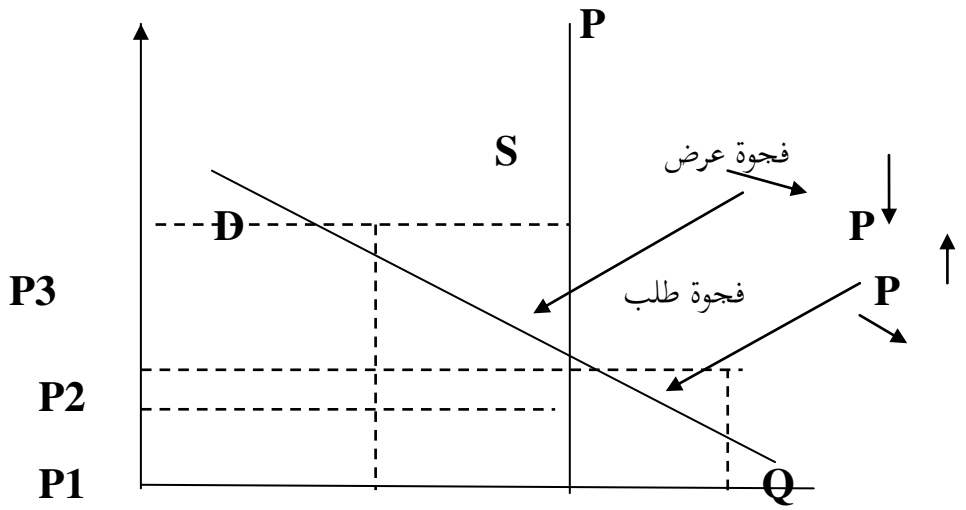
تتم عملية تقييم الأسهم كأسلوب تهدف من خلاله المؤسسة، لمعرفة وزن السهم مقارنة بأسهم الشركات الأخرى وذلك باستخدام الطرق والآليات التالية:

3-4-1- تحديد سعر السهم

بطبيعة السهم فان قيمته تتحدد بناء على قوى العرض و الطلب في السوق ، فيعد عرض الأسهم لمؤسسة ما ثابتا عند لحظة زمنية معينة ويعبر عنه بمنحنى ذو مرونة صفرية، أما الطلب على الأسهم فيستجيب لتغيرات السعر عكسيا،كما يمكن الإشارة إلى بعض الملاحظات المستخدمة في تحليل آلية تحديد السعر مع خصائص السوق المالية :

- السعر السوقي للسهم يعكس رأي المستثمر الحدي الراغب في امتلاك السهم عند ارتفاع سعره ؛
-القيمة التوازنية تعكس الزمن المتوقع حيث تتضمن توقع متباين للمستثمر حسب تدفق المعلومات و حركة الأسهم .[2]

الشكل (3-5) :آلية تحديد قيمة السهم



المصدر: محمود محمد الداغر، مرجع سابق ،الصفحة163

[3]رفيق مزاهدية ، **كفاءة سوق الأوراق المالية و دورها في تخصيص الاستمارات- دراسة حالة سوق الأسهم السعودية**، م.ماجستير، العلوم الاقتصادية، جامعة باتنة،2007، ص 22-23.

[2]محمود محمد الداغر، مرجع سابق ،ص 162-164.

عند ارتفاع سعر السهم يقل عدد المستثمرين المقبلين على الشراء، كما يلاحظ من خلال الشكل رقم (1-2) عند السعر P_2 فان الطلب يكون بمستوى أما عند السعر المنخفض فالطلب يزداد ليصل ،كما يمكن يتم توضيح آلية تحديد السعر التوازني النسبي بالتقاء قوى العرض **S** والطلب **D** عند السعر P_2 ؛

كما تنعكس اختلافات التوقعات للمستثمرين في ميل منحنى الطلب **D** ، إذ أن تباين التوقعات يؤدي إلى انحدار شديد ، بينما يؤدي تماثلها إلى مرونة لا نهائية لمنحنى طلب السهم ، فيؤدي تدفق المعلومات إلى توفير سوق كفؤ،كما تنعدم فيها الفجوات التي تخلف الانحراف ما بين القيمة الحالية للتدفقات المتوقعة التي يقدرها المستثمر مقارنة بقيمة السهم السوقية.

3-4-2-طريقة التكلفة التاريخية أو القيمة الدفترية

حسب القيمة العادلة فان قيمة الأصول في الميزانية تطرح منها الالتزامات ليتم الحصول على صافي حقوق الملكية مقسموما على عدد الأسهم لإيجاد القيمة العادلة للأسهم ، و انتقدت بسبب وجود أصول قد أهتلكت دفتريا غير أنها قيد الاستغلال .

3-4-3-التكلفة الدفترية المعدلة

ونعدلها بالتغيرات المؤثرة فنيا كتضخم الأسعار و تغير سعر العملة ، بعدها نكمل حسب الطريقة السابقة و انتقدت بسبب نوعية بعض الأصول مثل الأراضي .

3-4-4-طريقة القيمة السوقية

يتم من خلالها للوصول إلى سعر الأصول الحالية، و انتقدت بسبب اهتمام المستثمر بالإيرادات ما دامت الشركة مستمرة .

3-4-5-طريقة التدفقات النقدية

حسب التدفقات النقدية التي ستحققها الشركة لمدة طويلة تتحدد قيمتها و سعر أسهمها ، و انتقدت بسبب عدم الأخذ في الحساب تناقص القدرة الشرائية للنقود .[1]

3-4-6-طريقة السوق : بمقارنة المشروع محل التقييم مع أسعار بيع المشاريع المشابهة ؛

3-4-7-طريقة صافي حقوق الملكية :تقوم هذه الطريقة على طرح إجمالي القيمة العادلة للعوائد المطلوبة من إجمالي القيمة العادلة المحققة؛

3-4-8-طريقة الدخل : وذلك بتقدير الدخل المتوقع للمشروع خلال الفترات القادمة ، من خلال خصم مبلغ الدخل المتوقع لسنوات معينة بسعر خصم معين.

3-4-9-طريقة القيمة الحالية للتدفقات النقدية

وتسمى بطريقة معدل الخصم و هو عكس معدل الفائدة ، وتقيم الأسهم بواسطة تحيين التدفقات النقدية المستقبلية، إذ عند شراء سهم ما ننتظر عموما الحصول على نسبة أرباح كقيمة مضافة، و قد تم انتقاد هذه الطريقة لتعاملها مع مستقبل غير مضمون.

3-4-10- طريقة السيناريوهات

ويتم من خلال هذه الطريقة استخدام سيناريوهات متفائلة و أخرى متشائمة و أخرى متوسطة، إذ يتم تقييم كل طريقة بحسب إيراداتها و التدفق النقدي و القيمة الحالية لها.[2]

3-5- المعلومات المؤثرة على القيمة السوقية للسهم

هناك عدة عوامل مؤثرة على القيمة السوقية للسهم يتحددان على ضوء الظروف السائدة داخل المؤسسة وداخل القطاع الذي تنتمي إليها، كما تتحدد بالظروف الاقتصادية العامة السائدة في الدولة المتأثرة بالظروف الدولية .

[1] عصام حسين ، مرجع سابق ، ص 185
[2] نفس المرجع السابق، ص 190.

-ظروف المؤسسة : تتباين ظروف المؤسسة فيما بينها رغم الانتماء لنفس الصناعة كتباين المستوى التكنولوجي و المركز التنافسي؛

-الظروف الاقتصادية المحلية : كاتجاه سعر الفائدة ودرجة النمو الاقتصادي , مستوى التضخم , نسبة البطالة ؛

– الظروف العالمية : كالحروب أو التقلبات المحتملة أو تغيرات سياسية أو اقتصادية ، مما يؤثر على اقتصاد دولة ما و حركة أسواق رأس المال بها ؛

-ظروف الصناعة : يعتبر تأثير الظروف الاقتصادية العامة في الدولة يختلف من صناعة لأخرى نظرا إلى عوامل داخل الصناعة نفسها .

المطلب الثاني: المفاهيم الأساسية للاستثمار في السندات (أدوات الدين):

تعتبر السندات من أهم الأدوات طويلة الأجل، المستخدمة للاستثمار في الأسواق المالية إذ يندرج تحت هذا الصنف عدة أنواع يمكن التطرق إليها في عدة نقاط، إذ سنخصص هذا المطلب للإبراز ماهية السندات أنواعها و خصائصها:

1-ماهية السندات:

تقوم المؤسسة بإصدار أوراق مالية من أجل جلب الأموال كأسلوب من أساليب التمويل، حيث نجد المدين أي المؤسسة التي أصدرت ما يدعى بالسندات ويقابلها طرف آخر يدعى الدائن ويعتبر كطالب لهاته الأوراق ويمكن إعطاء عدة تعاريف لسندات نوجز أهمها في ما يلي:

1-1- تعريف السندات:

- هي صكوك قابلة لتداول كقرض طويل الأجل له معدل فائدة أسمي ثابت ومحدد مسبقا، كما يقبل حاملها بشروط موحدة أي إقراض الشركة (المدين)، وتختص الشركة بتحديد هذه الشروط مسبقا، ويعني أن المكتتبين في هذه السندات يقبلون هذه الشروط بدون تحفظ[1].

[1] عبد الغفار حنفي، **الاستثمارفي الأوراق المالية** ، الدار الجامعية، لنشر الإسكندرية ،2000 ،ص 318-319

-وتعرف كذلك على أنها صكوك متساوية القيمة، غير قابلة لتجزأة وقابلة للتداول بالطرق التجارية تمثل قرضا جماعيا طويل الأجل يعقد عن طريق الاكتتاب العام. ويجري العمل على أن تصدر السندات في شكل شهادات اسمية أو لحاملها ويوقع عليها مجلس الإدارة.[1]

-السند هو ورقة مالية، تمثل دين لمالكها، فهي أداة تمويلية مباشرة ما بين وحدات العجز (المقترض) ووحدات الفائض (المقرض) لذلك فهي عبارة عن قرض مجزأ .[2]

من خلال التعاريف السابقة يتبن لنا أن السندات تمثل صكوك مالية، ودين على الجهة المصدرة سواء كانت شركة أو حكومة، متساوية في القيمة، غير قابلة للتجزأة إذ تعتبر كأداة من أدوات التمويل طويل الأجل ،كما يحق لحملتها الحصول على حقوقهم قبل حملة الأسهم.

2- أنواع السندات وخصائص كل منها:

يمكن التميز بين عدة أنواع من السندات نذكر :

2-1- تقسيم السندات حسب الشكل العام لها: كما يمكن تقسيمها حسب لشكل العام لها إلى:

- السند المستحق الوفاء بعلاوة إصدار:

تقوم بعض الشركات بإصدار سندات تمنح للمكتتبين فيها بعض المزايا ترغب فيها حاملي رؤوس الأموال وتشجعهم على الاكتتاب فيها، ومن هاته المزايا إصدارها لسندات بمبلغ معين يسمى سعر الإصدار على أن يقرر هذا المبلغ في ميعاد الوفاء مضافا إليه مبلغ يسمى علاوة.

- **سند النصيب** : فالنصيب هو مبلغ يمنح إلى حامله هذا النوع من السندات التي تعينهم القرعة، إذ يتم إصداره بإذن من الحكومة ولا يعتبر مبلغ النصيب مقتطع من الفائدة إلا إذا قرر ذلك صاحب السند.

- السند ذو الاستحقاق الثابت الصادر بسعر الإصدار:

ويستعمل هذا النوع في القروض ذات العقد قصير الأجل كما يعطي فوائد مرتفعة.

[1] محمد يوسف ياسين، مرجع سابق،اص 45
[2] محمود محمد الداغر، مرجع سابق، ص 103

- السند المضمون:

وهو قيمة السندات الصادرة نتيجة رهن المؤسسات والشركات لعقارتها أو أملاكها رهنا تأمنيا، بقصد جذب رؤوس الأموال، أي تقديم ضمانات عينية لوفاء القرض.[1]

2-2-تقسيمات حسب جهة الإصدار:

ويمكن إعطاء تقسيمات أخرى لسندات وذلك حسب جهة الإصدار

2-2-1-السندات الحكومية (سندات الخزينة المركزية): إذ تعتبر كوثائق الدين العام طويل الآجل ،كما تفيد في تغطية العجز السائد في الميزانية العامة وتلجأ لها الحكومات عند تجاوز النفقات العامة الإيرادات العامة، و تعتبر هذه السندات كبديل أفضل على عملية الإصدار الجديدة.

2-2-2- السندات الصادرة مقابل ضمانات مادية أو ما يعرف برهون :

إذ تصدرها الحكومات مقابل قروض تدفعها بهدف شراء مساكن أو أراضي وغيرها .

2-2-3- سندات الهيئات المحلية والمؤسسات أو الدوائر الرسمية:

وتصدر عادة لأغراض استثمارية بحتة وخاصة في مشروعات البنية التحتية وبالتالي تكون كالسندات الحكومية (المركزية)،وتنقسم هذه الأخيرة إلى سندات إجبارية عامة وسندات فوائد.

2-2-4-سندات شركات المساهمة:

وتصدر هذه السندات عن القطاع الخاص بغرض الاقتراض من الجمهور مقابل فوائد محددة وبضمان أموال الشركة المعينة.

2-2-5-سندات المؤسسات العالمية والبنوك الدولية:

وتتم إصدارها في مختلف الأسواق المالية إذ تجمع هذه السندات المدخرات الخاصة في فترات الفوائض المالية المتاحة للدول المصدرة للبترول[2].

2-3- تقسيم حسب القابلية للاستدعاء أو للإطفاء:

[1] شمعون شمعون،مرجع سابق،ص 28

[2] هوشيار معروف،**الاستثمارات والأسواق المالية** ،دار الصفاء لنشر،عمان، الأردن،ط1 ،2003،ص 114-115

ويقصد بها سندات تتضمن في العقد حقوق والتزامات كل من المصدر والمستثمر من الشروط التي قد يتضمنها هذا العقد ما يعرف بشرط الاستدعاء ، إذ يخول هذا الشرط للجهة المصدرة لسند الحق في استدعاء السندات المشمولة لإطفائها بسعر محدد خلال مهلة محددة، ويوجد نوعين من هذا الصنف.

2-3-1- سندات غير قابلة للاستدعاء:

وهي سندات يمكن لحاملها الحق في الاحتفاظ بها لحين انتهاء أجلها ولا يجوز للجهة المصدرة استدعاءها للإطفاء، ويكون هذا الشرط منصوص عليه في عقد الإصدار.

2-3-2- السندات القابلة للاستدعاء:

وهي السندات المشمولة بشرط الاستدعاء، وتصدر عادة بعلاوة استدعاء بقصد تشجيع المستثمر على شرائها، وذلك لان شرط الاستدعاء يمكن استغلاله من قبل المصدر ضد مصلحة المستثمر فيما لو ارتفعت أسعار السندات في السوق المالي والمطالبة بقيمة السند مضاف إليه علاوة السند.[1]

وتتباين السندات القابلة للاستدعاء من حيث المهلة المسموح خلالها بالاستدعاء فمنها من تكون قبليتها للاستدعاء مطلقة، وفي هذه الحالة يكون للجهة المصدرة الحرية المطلقة في استدعاء السند في آية لحظة تريد بعد إصداره، وعلى حامل السند الالتزام بتقديم سنده للاطفاء في الموعد الذي تحدده الشركة،وهناك سندات تراوح بين 5 إلى 10 سنوات من تاريخ الإصدار، وبذلك لا يجوز لشركة المصدرة استدعاء السند قبل مضي هذه المهلة .

2-4-تقسيمات حسب قابلية السندات للتحويل: تعتبر قابلية السند للتحويل كميزة للمستثمرين عكس قابليتها للاستدعاء فهي ميزة للمصدر فإن قابلية السندات للاستدعاء وقابليتها لتحويل يصدران في الأغلب بقصد تحقيق نوع من التوازن بين حقوق المصدر والمستثمر، ومن حيث قابلية السندات للتحويل تقسم بشكل عام إلى نوعين:

2-4-1-سندات غير قابلة للتحويل: وهي سندات التي ينص في العقد عند إصدارها على أنها غير قابلة للتحويل، وتصدر السندات غير قابلة للتحويل في العادة بمعدل فائدة أعلى من معدل فائدة السندات القابلة للتحويل.

[1]محمد مطر، فايز تيم،**إدارة المحافظ الاستثمارية**، دار وائل لنشر،عمان ، الأردن، ط1،2005،ص 104

2-4-2- السندات القابلة للتحويل: ويرد بذلك في نص العقد على أنها قابلة للتحويل إلى أسهم، كما يرد في شروط القرض نفسه، مع ذكر الأسس التي يتم بموجبها التحويل ومهلته ويؤدي ذلك إلى زيادة رأس المال[1].

3- تقييم السندات خصائصها:

سنحاول من خلال هذه النقطة أن نبرز خصائص السندات وطرق تقييمها

3-1-خصائص السندات

تتميز السندات بخصائص متعددة نذكر منها:

- تعتبر السندات أدوات تعاقدية تقوم على شروط والتزامات بين المصدر والمستثمر، يتم فيها تحديد العوائد حتى نهاية فترة العقد، بمعدلات ثابتة، وذلك مهما تقلبت الأسعار السوقية ومهما كانت ربحية الجهات المصدرة وظروفها المالية.

- فهي من الأدوات المالية القابلة للاستدعاء والإطفاء ،كما تعتبر من الأدوات القابلة للتحويل إلى أسهم وقابلة للتسديد الجزئي، ويقصد به استعدادها لتسديد جزء من قيم السندات المعنية وقبل الموعد النهائي لإطفائها.

- من خصائص السندات كذلك طول فترة التسديد، وأسعار الفوائد الدنيا يؤدي إلى زيادة مخاطر تغيرات في أسعارها، علما أن حساسية السند تتأثر بطول الفترة المستحقة لتسديد إذ تزداد عادة بمعدل متناقص.

- تخضع السندات لنوعين من القيم بالإضافة إلى قيمها الاسمية وهما، قيم أدنى عند بيعها بخصم وقيم أعلى عند بيعها مع علاوة[2].

- السند قابل للتداول كالسهم، وتتوقف طريقة تداوله على شكله، فإذا كان السند اسميا فيتم تداوله عن طريق قيد التصرف في سجلات الشركة، وإن كان لحامله فيتم بالمناولة اليدوية، أي عن طريق تسليمه، وإن كان سند لأمر فيتيم بعملية تظهيره.

- يتم إصدار السندات بشكل قرض جماعي تقوم به الشركة عادة عن طريق الاكتتاب العام ويعتبر كل منها جزء من إصدار واحد، معنى ذلك أن الشركة عندما تقترض عن طريق إصدار السندات تطرحها للاكتتاب العام.[3]

3-2- تقييم السندات:

[1] Abdelkadader Beltas **, marches des capitaux**, édition legendre, Alger ,2008, P 103

[2] هوشيار معروف،مرجع سابق،ص 110

[3] محمد يوسف ياسين، مرجع سابق،ص 49-50

تعتبر السندات من أهم الأدوات التي يستخدمها المصدر لتسهيل عملية للحصول على سيولة، ومن هدا المنطلق كان لابد من معرفة الطرق المستعملة في عملية التقييم .

-القيمة الاسمية:

وتتمثل في القيمة الأصلية لسند، كما يعبر عنها بالقيمة التي اصدر بها السهم, وتمثل كمية النقود التي تم اقتراضها والتزمت الشركة بسدادها في وقت لاحق, وقد تباع السندات بعلاوة على قيمتها أو بخصم, وذلك بناءا على أسعار الفائدة السائدة.

-معدل الفائدة الفعلي:

تلتزم الشركة بدفع فوائد بناء على الاتفاق مع المدين حسب معدل الكوبون, إذ يحدد هذا المعدل عادة على السعر السائد في السوق, كما أن هذا المعدل يرتفع وينخفض بتأثيرات عوامل السوق ويتم مقارنته مع معدل الفائدة الاسمي.

تاريخ الاستحقاق:

ينتج عن التأثير الذي يحدثه الزمن على قيمة التدفقات الزمنية بالارتفاع أو بالانخفاض, وهذا ما يجعل تاريخ استحقاق الدين ذا أهمية على المشروع الاستثماري ذلك لاسترداد قيمة السند.

ويمكن التمييز بين تاريخ استحقاق السند الأصلي وتاريخ الاستحقاق الفعلي, حيث يقصد بالأول الفترة الزمنية الفاصلة بين تاريخ إصدار السند وتاريخ استحقاقه.أما تاريخ الاستحقاق الفعلي فيقصد به الفترة المتبقية حتى تاريخ الاستحقاق.

-هيكل أسعار الفائدة:

تعتبر العلاقة بين سعر الفائدة أو معدل العائد والزمن حتى حلول موعد الاستحقاق ما يسمى بهيكل سعر الفائدة.

المطلب الثالث: المفاهيم الأساسية للاستثمار بالمشتقات المالية:

لقد قادت الثورة البارزة بين عالمي الاستثمار والتمويل، وما صاحبها من تفاقم ظاهرة تقلب أسعار الفائدة وأسعار صرف العملات الأجنبية، إلى ابتكار أدوات استثمارية جديد غير الأدوات التقليدية السائدة لتسهيل

عملية نقل وتوزيع المخاطر، وتوفير عنصر السيولة في السوق و إعطاء خاصية الاتساع والعمق، ونظرا لتعاظم دور المشتقات المالية كأدوات للمضاربة وللخطر أولتها الجهات الرسمية والمهنية عناية فائقة، سواء من ناحية وضع القوانين والتشريعات التي تحكم التعامل بها، أو من ناحية وضع المعايير المحاسبية التي تمنهج الجوانب الخاصة بالاعتراف بها وبتقييمها والإفصاح عنها في البيانات المحاسبية.

فقد تم إصدار المعيارين رقم 119 الصادر من طرف المعهد الأمريكي والمتعلق بالمشتقات المالية والمعيار رقم39 والمتعلق بالأدوات المالية والذي أصبح ساري المفعول بداية من العام 2003، وبذلك أصبحت المشتقات المالية سببا في نشؤ منهج محاسبي جديد يعرف بمحاسبة التحوط، وسنقوم من خلال هذا المطلب بمحاولة تسليط الضوء على ماهية المشتقات المالية وأنواعها والمخاطر الناجمة عن استعمال هذه الأدوات.

1-ماهية المشتقات المالية:

تعتبر المشتقات المالية من أهم الأدوات المالية الحديثة الاستعمال في السوق المالي وعلى هذا الضوء يمكن إعطاء عدة تعاريف للمشتقات نذكر:

1-1 – تعريف المشتقات المالية:

- يمكن فهم المشتقات المالية على أنها عبارة " عن عقود فرعية تبنى أو تشتق من عقود أساسية لأدوات استثمارية (أوراق مالية، عملات أجنبية، سلع...) لينشأ عن تلك العقود الفرعية أدوات استثمارية مشتقة،وذلك في نطاق مصطلح المتعارف عليه حاليا بالهندسة المالية"، وذلك بغرض المضاربة والتحوط والمرجحة.[1]

- المشتقات derivatives هي "عقود تشتق قيمتها من قيمة الأصول المعنية أي الأصول التي تمثل موضوع العقد والأصول التي تكون موضوع العقد تتنوع مابين الأسهم والسندات والسلع والعملات الأجنبية، وتسمح المشتقات للمستثمر بتحقيق مكاسب أو خسائر اعتمادا على أداء الأصل موضوع العقد".[2]

- كما تعرف على أنها عقود يتم اشتقاق قيمتها من قيم الأصول الاستثمارية كالأسهم أو السندات أو السلع أو العملات الأجنبية.[3]

---

[1] محمد مطر،**إدارة الاستثمارات** ،دار وائل،عمان ، الأردن، ط5،2009، الصفحة294

[2] طارق عبد العال حماد،**المشتقات المالية**، الدار الجامعية، لطبع والنشر ،الإسكندرية ،ج5 ،2001 ، الصفحة 5.

[3] شمعون شمعون،مرجع سابق،الصفحة151

من خلال التعاريف السابقة نخلص إلى أن المشتقات المالية هي عقود تجري تسويتها في تاريخ مستقبلي يتحمل المتعامل بها تكلفة لكنها متواضعة مقارنة بقيمة العقد، وتتوقف الخسائر والعوائد للأطراف المشتقة، على الأصل المالي محل التعاقد.

1-2- الشروط المتظمنة في عقد المشقات المالية:

يتضمن العقد في أغلب الأحيان الجوانب الآتية:

-وقت سريان العقد ويقصد به مدة العقد وفترته، وتاريخ انتهائه.

-الإتفاف على سعر معين للتنفيذ في المستقبل مقارنة بالسعر وقت التعاقد.

-يتم تحديد الشيء محل التعاقد الذي قد يكون سعر فائدة، سعر ورقة مالية، سعر سلعة، سعر صرف أجنبي مؤشر أسعار.

ويندرج المستثمرين في أسواق المشتقات المالية تحت الشرائح التالية:[1]

-المتحوطون:

تهتم هذه الشريحة بتخفيض المخاطرة الناجمة عن التغيرات السريعة والحادة في الأسواق، باعتبار المشتقات تعطي مستوى تأكد اكبر من المستوى المحقق عند التعامل بالأوراق المالية الأصلية.

-المضاربون:

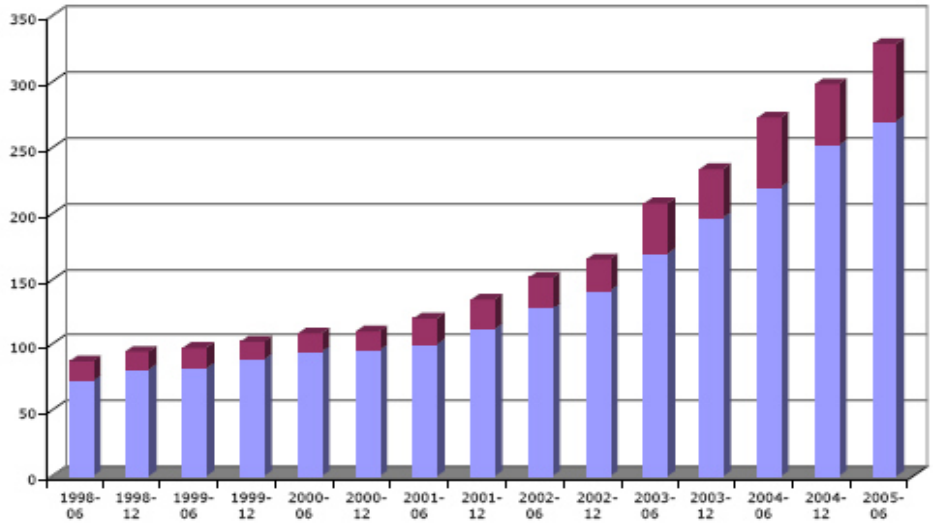
وتحاول هذه الشريحة المراهنة على تحركات الأسعار المستقبلية من أجل تحقيق مكاسب ذات احتمالية معقولة.

-المراجحون:

تهتم هذه الشريحة بالتعامل في المشتقات عندما يكون هناك فرق سعري لأصل معين بين سوقين أو أكثر، إذ تقوم بالشراء من السوق المنخفض في السعر وتبيع في سوق آخر مرتفع الأسعار، أي تحقيق أرباح عديمة المخاطرة, ويوضح الشكل أسفله تطور المشتقات في الأسواق المنظمة خلال الفترة 1996-2006

[1] محمود محمد الداغر، مرجع سابق، الصفحات125-326

الشكل رقم (3-6) : القيمة الاسمية للمشتقات خلال الفترة 1996-2006



المصدر:بلعزوز بن علي، مداخلة بعنوان إستراتيجية التحوط وإدارة المخاطر،الملتقى الدولي الثالث حول استراتيجة إدارة المخاطر الواقع والآفاق،26/25 نوفمبر 2008، جامعة الشلف، الصفحة 16.

نلاحظ من خلال الشكل رقم (1-2) أن زيادة استخدام المشتقات ترتفع كل سنة خلال الفترة الممتدة بين 1996-2006 وهذا مايفسر دور المشتقات بالتعامل خاصة في الأسواق المنظمة وذلك كوسيلة لتقليل من المخاطر.

2- أنواع المشتقات المالية:

هناك عدة أنواع للأدوات المالية المشتقة وذلك بحسب استخدامها نذكر منها، عقود الخيارات، العقود المستقبلية، العقود الآجلة، عقود المبادلات.

2-1- عقود الخيارات:

2-1-1-تعريف عقود الخيارات:

يعرف الخيار على أنه اتفاق بين طرفين للتعامل بأصل مالي بسعر معين في تاريخ لاحق مستقبلي، دون أن يلزم الطرف الحامل للعقد بالتنفيذ على تكلفة قيام العقد ويقوم بموجبه محرر العقد (البائع الخيار) بمنح المشتري (الحاصل

على العقد) الحق في أن يشتري منه، أو يبيع له، أو الاثنين معا أصل معين بسعر معين وبكمية معينة خلال فترة زمنية معينة وبتاريخ محدد.[1]

يتضمن العقد منح حق الشراء ويدعى بخيار الشراء، أما العقد الذي يتضمن منح حق البيع يدعى بخيار البيع ويدعى السعر المتفق عليه بغرض تنفيذ العقد في الموعد بسعر التنفيذ، ويأخذ موعد تنفيذ العقد الذي تم إبرامه شكلين:

– عند الإلزام بممارسة الحق في تاريخ معين، يتبع عقود الخيار الأوروبية.

– عند إعطاء حق التنفيذ لعقد الخيار خلال المدة المحصورة ما بين الاتفاق وحتى انتهاء صلاحية العقد، فإنه يدعى بعقود الخيار الأمريكية.[2]

2-1-2- أنواع عقود الخيارات:

يمكن أن نميز بين الأنواع الآتية لعقود الخيارات منها أنواع رئيسية ويتم توزيعها إلى نوعين:

- **عقود خيارات الشراء** : هو عقد يتم بين طرفين، بموجبه يمنح الطرف الأول (محرر العقد)، والبائع للطرف الأخر الحق في الاختيار بين شراء أصل معين أو عدم شرائه، وذلك في تاريخ مستقبلي متفق عليه ومحدد مسبقا، إذ يحصل مقابله مبلغ من المشتري مقابل منحه هذا الحق ويدعي بعلاوة أو سعر الخيار.
- **عقود خيارات البيع:** هو عقد يتم بين طرفين يمنح بموجبه، الطرف الأول ويسمى محرر العقد أو البائع للطرف الأخر (المشترى) الحق في الاختيار بين بيع أصل معين أو عدم البيع وذلك في تاريخ مستقبلي محدد وبسعر محدد ومتفق عليه مسبق كما يحصل مقابل ذلك من المشتري مبلغ يدعى بسعر الخيار[3].
- **حسب تاريخ تنفيذ العقد:**

  وتنقسم إلى نوعين عقود الخيار الأمريكية وعقود الخيار الأوروبي

[1]Richard Brealey & Stewart myers & Franklin Allen .**Principes de gestion financière** ,Edition speciale pearson education France ,paris,8e edtion ,2006 .P 581 -582.

[2]Paul-jacques lehman , **Bourse et marchés financiers**, Édition dunod.paris ,2e edition ,2005 ,P 103-104.

[3]طارق عبد العال حماد، مرجع سابق، ص 43-44

-عقود الاختيار الأمريكية:

وهي عقود يخول فيها للمشتري (المبرم للعقد)بأن يمارس حقه في الاختيار وذلك بتنفيذ العقد في أي وقت خلال فترة سريانه، وبالتالي فإن قيمة عقد الخيار(سعر التنفيذ) سوف تشتق أو تتوقف على الورقة المالية الأصلية التي تكون موضع حق الشراء أو البيع.

-عقود الاختيار الأوروبية:

هي عقود يكون فيها لمشتري العقد الحق في اختيار تنفيذ العقد فقط في تاريخ انتهاء صلاحيته، أي أن هذا الخيار يتمثل في الالتزام بممارسة الحق في تاريخ المحدد والمتفق عليه.[1]

- **حسب التغطية:** وتنقسم إلى نوعين عقود الخيار المغطاة، وعقود الخيار الغير مغطاة

-عقود الخيار المغطاة:

وهي عقود الخيار يحق فيها للبائع أو محرر العقد تغطية التزامه بالبيع إذا اختار مشتري العقد تنفيذ ذلك العقد.

- عقود الخيار غير المغطاة:

وهو حق اختيار شراء أو بيع أو كلاهما معا لا يكون فيه المستثمر مالكا بالفعل للأوراق المالية، التي يتم التعامل بها تعاقدا.[2]

2-1-3- مزايا عقود الخيارات:

توفر عقود الخيار نوعين من المزايا :

- تحقيق عوائد من فروقات الأسعار عند تقلبها في فترات قصيرة، وذلك عن طريق تمكين المتعاملين فيها باستخدام مبالغ قليلة من الأموال للمتاجرة في السوق المالي.

- التحوط من تقلبات السوق أي انخفاض أسعار أصول محافظ الأوراق المالية، بالتالي استخدام الخيارات لتجاوز أو لتخفيف مخاطر السوق.[3]

كما أن دور الخيارات في الحماية أو التحوط ضد مخاطر الاستثمار يظهر عندما يكون اهتمام غالبية المستثمرين (بشراء بالأوراق المالية) بتركيز التحوط ضد هبوط العوائد أو ارتفاع أسعار السندات التي سيتم شراؤها في

[1] هوشيار معروف، مرجع سابق، ص 159
[2] محمد صالح الحناوي، ،**تحليل و تقييم الأسهم و السندات**، الدار الجامعية ، الإسكندرية، ص 232
[3] محمد مطر، فايز تيم، مرجع سابق،ص 268-269

المستقبل، وينطبق ذلك على المقترضين الذين يستخدمون الخيارات لتجاوز مخاطر ارتفاع تكاليف الاقتراض، كشراء البنك لخيار البيع عند توقع ارتفاع أسعار الفائدة بأكثر من تكلفة فائدة الودائع، وبتالي فإنه يعمل تحويل المستقبليات إلى نقود سائلة بهدف شراء عقود أخرى بسعر سوقي أدنى وبذلك يمكنه من تعويض جزء من تكاليف الاقتراض.[1]

2-1-4- تقييم الخيارات باستخدام نموذج black Sholes

قدم myron Scholes وfischer blach في سنة 1973 نموذجا يقدر القيمة السوقية لخيار الشراء وقد اقترح النموذج عدة فرضيات، أهمها :[2]

1- عدم وجود تكاليف أو ضرائب إضافية على تداول الخيارات، إذ يجب أن تكون هذه التكاليف في أدنى حد لها، وبالمقابل تتحمل الأطراف الأخرى (أطراف التداول) نفس المعدل الضريبي (الحدي).

2- بافتراض ثبات أسعار الفائدة.

3- يجب أن تكون الخيارات ذات تداول في السوق باستمرار.

وقد اعتمد نموذج blach Sholes على الصيغة الرئيسية الآتية لتحديد السعر الحالي والذي يرمز له بالرمز pm[3]

$$Pm=P_sN(d_1)-P_0\, e(R^t_f)N\,(d_2) \quad \text{(1-1)}.....$$

حيث : الانحراف المعياري يهدف لقياس تقلب اتجاه الأسعار؛

R_f: معدل العائد الخالي من المخاطرة؛

T: مدة الخيار؛

P_0 : سعر الخيار (التسليم)؛

ولحساب قيمتي (d_1) (d_2) نستخدم الصيغة التالية:

$$d2= d1-\sqrt{t}$$

$$d1 = \frac{[In\ (\frac{Ps}{Po})Rf]}{\sqrt{t}} + 0{,}5\sqrt{t} \quad \text{(2-1)}.....$$

[1] هوشيار معروف،مرجع سابق،الصفحات 161

[2] R. Brealey, S. myers et F. Allen,Op .Cit, les Pages 617- 618.

[3] هوشيار معروف ، مرجع سابق، ص162-163

ولتحديد N(d1) وN(d2) يمكن الرجوع إلى جدول التوزيع الاحتمالي للقانون الطبيعي.

2-2- العقود الآجلة:

2-2-1- تعريف العقود الآجلة:

وهي اتفاق بين طرفين على شراء أو بيع أصل في وقت مستقبلي معين مقابل سعر معين، ويكون العقد إما بين مؤسستين ماليتن أو مؤسسة مالية وأحد عملائها.

إذ يتم الاتفاق على الشيء محل التعاقد في تاريخ مستقبلي محدد مقابل سعر محدد من الطرف الأول للعقد، أما الطرف الثاني فيتخذ مركزا قصيرا ويوافق على بيع الأصل في نفس التاريخ مقابل نفس السعر، ويشار للسعر المحدد في العقد باسم سعر التسليم ويكون العقد الآجل صفرا عند الدخول فيه في بادئ الأمر، وفيما بعد يمكن أن تكون له قيمة موجبة أو سالبة حسب التحركات في سعر الأصل.

2-2-2- تعريف السعر الآجل:

وهو سعر التسليم الذي يجعل قيمة العقد صفرية، أي أن تساوي سعر التسليم والسعر الآجل وقت دخول العقد، ومع مرور الوقت يصبح السعر الآجل معرض للتغيير إلى أن يظل سعر التسليم كما هو وفي وقة لاحق يصبح السعر الآجل يختلف عن السعر في وقت ومدة معينة مع تفاوت مدة استحقاق العقد موضوع البحث[1].

2-3- العقود المستقبلية:

2-3-1- تعريف العقود المستقبلية:

وهي" التزام قانوني متبادل بين طرفين يفرض على أحدهم أن يسلم الأخر، (أو يستلم منه)، وبواسطة طرف ثالث (وسيط) كمية محددة من أصل أو سلعة معينة في مكان وزمان محددان وبموجب سعر محدد"[2]؛

كما تعرف على أنها اتفاق موحد قابل للتحويل ينص على التسليم المؤجل لمستوى أو مرتبة أو كمية محددة من سلعة معينة في نطاق منطقة جغرافية محددة أو لأداة مالية ما إذ يتحدد سعر العملية والذي سيتم به هذا التبادل عند تاريخ استحقاق العقد.

[1] طارق عبد العال حماد، مرجع سابق،ص ص 12 -13
[2] محمد مطر ،مرجع سابق ،ص306

من خلال التعريفين السابقين يتبين لنا أن العقود المستقبلية تقع بين طرفين يكون أحدهما مشتري للعقد والآخر بائعا له،ويتم التعامل بين أطراف العقد وذلك بالالتزام المتبادل إذ يلزم كل منهما عادة بأن يسلم الوسيط بتاريخ نشوء العقد هامشا معينا تتراوح قيمته عادة بين 5 إلى 15% من القيمة الإجمالية للعقد ولا يتم استرداده إلا عند تصفية العقد ويقوم الوسيط هنا بإجراء التسويات اللازمة بين أطراف العقد المستقبلي ،كما أن نوع الأصل الذي يتم التعامل فيه بموجب العقد قد يكون إما من الأصول الحقيقية مثل السلع والعملات بأنواعها، وبين الأصول المالية كالأسهم والسندات أو مؤشرات السوق المالي.

2-3-2- مزايا وعيوب العقود المستقبلية:

توفر العقود المستقبلية للمتعاملين فيها عدة مزايا متعددة لعل أهمها:

- المضاربة باستخدام ما يعرف بميزة المتاجرة بالهامش أو الرفع المالي، إذ يمكن أن يدفع المتعامل في العقود وسواء كان مشتريا أو بائعا قيمة الهامش حتى يدخل السوق إما مستثمرا يسعى لتحقيق الأرباح أو مضاربا يسعى لتحقيق مكاسب رأسمالية مرتفعة تنتج عن التقلبات السعرية.

- التحوط بهدف تخفيض المخاطر الرئيسية التي يتعرض لها المستثمرين والتي تشمل عادة :

*مخاطر تقلبات أسعار الصرف للعملات الأجنبية؛

* مخاطر تقلبات أسعار الأوراق المالية؛

* مخاطر تقلبات أسعار السلع.

إذ يتم التحوط إما عن طريق شراء العقد أو عن طريق بيعه، وذلك حسب حالة كل من طرفي العقد، فمثلا لو أن مستثمر يدير محفظة من السندات قد توقع حدوث ارتفاع في أسعار الفائدة لهذه السندات فإنه نجد إجراء بيع هذه السندات، وعلى العكس إذا توقع انخفاض أسعار الفائدة لهذه السندات فإنه يدخل السوق بقصد تجنب المخاطر المصاحبة لذلك السوق وبتالي يقوم بالشراء[1].

2-3-3 مقارنة بين العقود المستقبلية:

يمكن التمييز بين العقود الآجلة والعقود المستقبلية على النحو التالي:

- العقود المستقبلية ذات شروط وبنود نمطية لا تختلف من عقد لآخر.

[1] محمد مطر ، فايز تيم ، مرجع سابق، ص 286

– تتضمن أسواق العقود المستقبلية بيوت التسوية (المقاصة)، وذلك لضمان تنفيذ الصفقات.

– يتطلب التعامل في العقود المستقبلية القيام بإيداع هامش يتراوح بين 5 إلى 15% لدى السمسار و إجراء تسوية يومية للسعر، وهذه هي أهم خصائص العقود المستقبلية والتي تميزها عن العقود الآجلة، كما يتضح أن هذه الخصائص متعلقة بتنظيم سوق العقود المستقبلية وضبط عمليات التعامل في السوق.

2-4- عقود المبادلة (المقايضة):

تعتبر عقود المبادلة أو المقايضة من أقدم الأدوات المستخدمة في السوق المالي إذ تهدف إلى تغطية المخاطر، من أهمها تغطية المخاطر المتعلقة بسعر الفائدة وتغيراته (تقلباته) وذلك بقصد تخفيض تكاليف التمويل

2-4-1 – تعريف عقود المبادلة:

هي سلسلة من العقود لاحقة التنفيذ، إذ يتم تسويتها على فترات دورية قد تكون (إما شهرية، سنوية، أو سداسية)، كما أن عقد المبادلة ملزم لطرفي العقد على عكس ما هو معروف في العقود ذات الخيارات، كما أن التحصيلات أو المدفوعات (الأرباح، أو الخسائر)، لا يتم تسويتها يوميا كما هو الحال في العقود المستقبلية.

2-4-2- أنواع عقود المبادلات:

يمكن أن نميز بين عدة أنواع من عقود المبادلات نذكر:

2-4-2-1-عقود مبادلة أسعار الفائدة:

ويتم التعامل في هذا النوع من خلال استبدال معدلات الفائدة الثابتة، بالمتغيرة، وذلك عند تقلبات في الأسعار الفائدة السوقية، إذ تهتم البنوك بجمع المدخرات مقابل أسعار فائدة متغيرة، ثم إعادة توظيفها في شكل ائتمانات بمعدلات فائدة ثابتة، فإذا ارتفع المعدل السوقي يتحمل البنك مصاريف إضافية على عكس ذلك إذا انخفض سعر الفائدة فسوف تحقق أرباحا إضافية ولتفادي ذلك تلجأ البنوك إلى القيام بعقود مبادلة تنص على استبدال معدل فائدة ثابت بمعدل آخر متغير محدد مسبقا لتتم من خلاله التسوية مسبقا، ويكون ذلك إما بطريقة مباشرة أو غير مباشرة. [1]

[1] الحاج موسى منصوري، **اثر مخطر سعرا لفائدة على أداء محفظة الأوراق المالية**، رسالة ماجستير، تخصص مالية، جامعة ورقلة، 2008، ص73

-الطريقة المباشرة:

إذ تتم ظروف العقد في هذه الحالة دون وجود وسيط، فالطرف الذي يرغب في استبدال معدل الفائدة يلجأ إلى الطرف الآخر مباشرة.

-الطريقة الغير المباشرة:

وتتم من خلال هذه الطريقة عملية استبدال معدلات الفائدة بوساطة، أي تتوفر ثلاث أطراف في عقد المبادلة، إذ يتم من خلاله تحويل مخطر من طرف سواء كانت منشأة أو بنك إلى طرف آخر. [1]

2-4-2-2-مبادلة العملات:

هي عقود يتم من خلالها اتفاق طرفين على تبادل عملتين عند سعر صرف معين حالي(سائد)، مقابل سعر الفرق الآجل (مستقبلي) أولاحق يحدد مسبقا إذ تهدف هذه المبادلات المذكورة إلى تجاوز مخاطر تقلبات أسعار الصرف خلال فترة المبادلة حيث يقبل أحد الأطراف بالسعر الثابت، وفي المقابل يوافق الطرف الآخر على تغيير الأسعار المعينة.

2-4-2-3- مبادلة الضرائب:

تهدف هذه المبادلات إلى تخفيف بعض الالتزامات الضريبية المترتبة عن العوائد المحققة من الاستثمار في الأصول المالية خاصة أدوات المديونية، إذ تعتبر هذه الطريقة الأفضل لتخفيف العبئ الضريبي على هذه العوائد ويتم من خلالها استبدال السندات المعنية بأخرى ذات مدة طويلة الأجل وتعاني من خسائر معادلة في رأسمالها .

2-4-2-4-مبادلة الإحلال:

إذ يرتبط هذا النوع من المبادلات بالمخاطر المترتبة في تخفيف توقعات العوائد المتولدة خلال فترة قصيرة الأجل، إذ تعمل هاته المبادلات على توزيع الاختلالات (قصيرة الآجال) على الأصول ذات التعويض (الإحلال) لبعضها البعض من حيث العلاقات والنوعية وفترة التسديد.

[1] محمد صالح الحناوي، ،**تحليل و تقييم الأسهم والسندات**،مرجع سابق، ص329

2-4-2-5- مبادلة البضائع:

وهي عقود تتسم باستبدال سعر حالي ثابت بآخر متغير إذ يتم تحديد الفرق بين السعر الحاضر والسعر المحددسلفا، وذلك إذا كان السعر الحالي أقل من السعر المحدد سلفا فإن الطرف الذي بادر باستبدال البضاعة يسدد الفارق للطرف الآخر، ويحدد هذا الموقف خلال فترة مبادلة طويلة الأجل[1].

2-4-3- تقييم عقود المبادلات:

تجمع عقود المبادلات الأسلوب المزدوج في التقييم حيث تضم كلا من الأسعار الثابتة والتي يتم الاتفاق عليها في بداية التعاقد والأسعار المعومة والتي تعتبر مجهولة وتترك لحركات الأسواق، والاعتماد على تقديرات تقريبية للأسعار المعومة يمكن الاعتماد على بعض المؤشرات منها:

- القيام بعملية المتابعة الدورية لسندات الحكومية التي تعاد فوائدها بشكل دوري ولمجال واسع من فترات التسديد، باعتبار أن ثبات أسعار فوائد هذه السندات لا يمنع تقلب عوائدها في الأسواق المالية؛

- اعتماد مؤشر السعر الآجل والذي يتم اشتقاقه من خلال المقاصة بين السعر الحالي في السوق والسعر الآجل، ومن هنا يمتد منحى العائد الآجل والذي يعتمد بشكل رئيسي على ما توفره الأسواق من معلومات حول العوائد المتولدة من الأدوات المتداولة، وبذلك يمكن الوصول إلى السعر المعوم، وذلك باستخدام منحنى العائد أما عن كيفية الوصول إلى السعر الثابت، فإن هذا المنحنى لا يكفي وذلك لان القيمة الحالية الصافية للتدفقات النقدية في البداية تكون مساوية للصفر، وهنا يمكن اشتقاق قيمة مدفوعات العوائد الثابتة من مدفوعات العائد المعوم ثم يخصم التدفق النقدي الصافي لكل فترة بمعدل ملائم.[2]

2-5- مقارنة بين عقود المبادلات والعقود المستقبلية وعقود الخيارات:

من خلال ما سبق نلاحظ أن عقود المبادلة تتشابه كثيرا مع العقود المستقبلية ولتفرقة بينهما وبين عقود الخيارات تحدد نقاط الاختلاف التالية:

-من حيث الزاميتها: تعتبر المبادلات والمستقبليات ملزمة على خلاف الخيارات فإنها غير ملزمة.

---

[1] Roger Miller, David Van Hoose , **Money,Banking and Financial Markets** .south Western, Publishing, Thomson Learning, United States Of America, 2001 ,Page 228

[2] محمد صالح الحناوي وآخرون، مرجع سابق، 2003، ص 321

–من حيث تسويتها: يتم تسوية المبادلات دوريا عكس المستقبليات فإنها يومية وليست مرة واحدة كما يميز العقود الآجلة.[1]

3–عيوب التعامل بالمشتقات المالية:

تمتلك الأدوات المالية المشتقة عيوب خاصة تتعلق بالمخاطر الناتجة عن التعامل بها ومن أهمها:

–التدفقات النقدية الداخلة والخارجة الناتجة عن التعامل بهاته الأدوات تكون ضئيلة أومعدومة.

– لا يوجد مبلغ ثابت يتم دفعه أو استلامه.

– المخاطر والعوائد المحتملة أكبر من المبالغ المعترف بها في قائمة المركز المالي؛

–قيمة أغلب الأدوات المالية المشتقة أكثر تقلبا من قيم الأدوات المالية الأخرى إذ تتقلب بين القيم الموجبة والسالبة في فترة زمنية قصيرة.

المبحث الثالث :الوحدة النقدية الأوروبية وإشكاليات اليورو:

إن الساحة الاقتصادية تشهد تغيرات متعددة ذات آثار مهمة على العلاقات الاقتصادية الدولية و من أهم هذه التغيرات الاتجاه إلى نحو الإقليمية .. وفي هذا المنطلق فإن السنوات الأخيرة من القرن العشرين و بالأخص منذ نهاية الحرب العالمية الثانية تميزت بتشكيل تجمعات اقتصادية إقليمية احد مقوماتها الروابط التاريخية والثقافية والجغرافية المشتركة.وقد نجحت بعض هذه التجمعات الاقتصادية بتحقيق أقصى صور التكامل الاقتصادي و يعتبر الاتحاد الأوروبي من أهم التجمعات الاقتصادية الذي يعتبر النموذج الأمثل للتكامل الاقتصادي والنقدي والذي بادئ الأمر ظهر على شكل تجمعات أوروبية متفرقة في الخمسينات والستينات والتي تباينت أهدافها و من أبرز التجارب الأوروبية الأولى في حقل التجمعات الاقتصادية هي المجموعة الأوروبية للفحم والصلب والسوق الأوروبية المشتركة و ظهور السوق الأوروبية المشتركة كان جراء معاناتها من التجزئة والانقسام و الدمار الشامل لاقتصادياتها بسبب الحروب ما دفعها إلى التفكير في بديل يحافظ على هيكلها ، ويعيد صناعة النموذج الأوروبي .

[1] الحاج موسى منصوري ، مرجع سابق، الصفحة 75

المطلب الأول: نشأة الجماعة الاقتصادية الأوروبية

في بعد نهاية الحرب العالمية الثانية، وما نتج عنها من انهيار ودمار اقتصادي، أعيد النظر إلى التعاون والوحدة كشرط أولى للنمو الاقتصادي والازدهار[1]. حيث تم التوقيع على اتفاقية تأسيس الاتحاد الجمركي لدول البنولكس "Benelux" سنة 1947 والتي تشمل ثلاث دول أوروبية هي: هولندا، بلجيكا، لوكسمبورغ، و تم تكوين المنطقة الأوروبية للتعاون الاقتصادي سنة 1949 والتي تضم 16 دولة تتعهد بموجبها بممارسة تعاون وثيق في علاقاتها الاقتصادية المتبادلة، وكان أساس هذا الالتزام هو تنمية الإنتاج الوطني والاستقرار المالي وحرية التبادل بين الدول الأوروبية[2]

و في سنة 1950 وضع "جان مونيه " و" روبرت شومان" خطة لإقامة سوق مشتركة لمنتجاتها الفحم والحديد والصلب الفرنسية الألمانية خاضعة لهيئة مشتركة و دعت بلدان أخرى للمشاركة في هذا السوق و نتيجة لذلك أنشأت فرنسا ، ألمانيا ، وإيطاليا ودول البنوليكس يوم 18-04-1951 المجموعة الأوروبية للفحم والصلب ، والتي كان هدفها هو وضع صناعة الفحم والحديد والصلب تحت سيطرة سلطة عليا فوق قومية إضافة الى ذلك تحديد الحصص الإنتاجية لكل البلدان الأعضاء وتمويل مشاريع إعادة تدريب العمال ووضع بعض القواعد لمنع المنافسة غير العادية كما شملت الأحكام إنشاء مجلس وزراء يخول سلطة اتخاذ بعض القرارات الكبرى بالإضافة إلى جمعية برلمانية ومحكمة عدل أوروبية لضمان الامتثال لأحكام المعاهدة ، فإنشاء هذه المجموعة لم يكن هدفا ، وإنما مجرد خطوة أولى في عملية طويلة في وسعها أن تؤدي إلى المزيد من التكامل الاقتصادي والسياسي[3].

و بعدها تم الاتفاق بين كل من ألمانيا الغربية، فرنسا، إيطاليا، ودول البنوليكس يوم 25 مارس 1957على مشروع الجماعة الاقتصادية الأوروبية (EEC)

[1] سهير محمد السيد ، **محمد محمد البنا** ، الاتجاهات الحديثة في السياسات التجارية. مؤسسة شباب الجامعة,الإسكندرية ، 2004 /2005 ص . 269 .

[2] www.uluminsania.net 26/02/2015

[3] سهير محمد السيد ، **محمد محمد البنا** ، مرجع سابق ، ص . 270.

و من أجل تحقيق الوحدة الاقتصادية الكاملة على المدى الطويل، صادقت عليها برلمانات الدول الأعضاء بعد مرور بضعة أشهر من توقيعها ، وأصبحت بذلك سارية المفعول ابتداء من أول جانفي 1981[1]، وتهدف هذه الاتفاقية إلى[2]:

1- إلغاء المرسوم على التجارة الداخلية بين الدول الأعضاء؛

2- وضع تعريفة موحدة اتجاه العالم أو الدول الأخرى,

3- إخراج صندوق أوروبي اجتماعي إلى حيز الوجود بهدف تحسين العمالة ورفع مستوى المعيشة؛

4- تنسيق السياسات الاقتصادية بين الدول الأعضاء؛

5- إقامة بنك الاستثمار (EIB) " european investment bank"

6- إزالة الحواجز القائمة في وجهة انتقال الأموال والأشخاص والخدمات بين الدول الأعضاء.

و تم وضع خطة زمنية لتحقيق هذه الغايات لتخفيض التعريفات تدريجيا على مدى 12 سنة ولقد تم إنجاز ذلك في منتصف 1968 أي قبل 12 شهرا من الموعد المحدد، ولقد ساهم هذا التخفيض في حدوث فرق هائل في حجم التجارة داخل الجماعة الاقتصادية الأوروبية والتجارة مع بقية العالم[3] .

اولا: الهيكل التنظيمي للجماعة الاقتصادية الأوروبية.

يتكون الهيكل التنظيمي للجماعة الاقتصادية الأوروبية من ست هيئات على نحو ما يلي:

1- **المجلس**: يضم ممثلي الدول الأعضاء، مهمته تنسيق السياسات الاقتصادية العامة للدول الأعضاء، كما يحد الرواتب والعلاوات ورواتب التقاعد للأعضاء في الهيئات الأخرى[4].

2- **المفوضية**: وتضم 9 أعضاء منتخبين يعينون لمدة 4 سنوات بالموافقة المشتركة من جانب الحكومات الأعضاء، كما يمكن تحديد فترة عضويتهم، وبذات الإجراء يعين الرئيس ونائبه لفترة لا تتجاوز سنتين من مهامها: تنفيذ نصوص المعاهدة، تقديم توصيات وبعض الآراء الرسمية، نشر تقرير عن أنشطة الجماعة.

---

[1] حسين عمر، **التكامل الاقتصادي أنشودة العالم المعاصر–** النظرية والتطبيق–. دار الفكر العربي. القاهرة، 1998 ص 149

[2] سهير محمد السيد, محمد محمد البنا ، مرجع السابق, ص . 261 .

3 سهير محمد السيد ، محمد محمد البنا مرجع سابق ، ص. 272 .

4حسين عمر ,الجات والخصخصة , دار الكتاب الحديث, القاهرة , ص.39.

3- **اللجنة الاقتصادية الاجتماعية:** تتكون من ممثلي الفئات المختلفة في الحياة الاقتصادية والاجتماعية يعين أعضاؤها لمدة 4سنوات، كما يعين الرئيس من الأعضاء ولمدة سنتين.

4- **البرلمان الأوروبي ومحكمة العدل:** ما يلاحظ هو اتساع سلطة البرلمان ومحكمة العدل في ظل الجماعة الاقتصادية الأوروبية كما كانت عليه في معاهدة الجماعة الأوروبية للفحم والصلب والجماعة الأوروبية للطاقة الذرية، ويضم البرلمان الأوروبي 518 نائب، أما محكمة العدل فتضم 13 عضو، وتتولى هذه الأخيرة إصدار الأحكام في المنازعات المتعلقة بقوانين الجماعة مقرها "لوكسمبورغ" [1]

5- **بنك الاستثمار الأوروبي:**

ويهدف إلى تسهيل تمويل المشاريع من اجل فتح المناطق الأقل تقدما كما يتم تحديد وإقامة المشاريع الجديدة تستدعيها السوق المشتركة.ويتم الاكتتاب في رأس المال البنك بنسبة 25 في المئة يتم دفعها خلال سنتين ونصف بالذهب أو بعملة قابلة للتحويل و75تعد كضمان يتم دفعها إذا ما دعت الحاجة إلي ذلك.[2]

ثانيا: المجموعة الاقتصادية الأوروبية وتصاعد العضوية:

لقد تصاعد عدد الدول الأعضاء في الجماعة الاقتصادية الأوروبية على النحو التالي:

1- **انضمام المملكة المتحدة، ايرلندا، الدانمرك:**

لقد كانت مخاوف المملكة من التجمع الأوروبي الجديد بسبب خشيتها من أن تفقد جانبا من سيادتها إلا أنه وبمرور الوقت أدركت أنها معرضة لمخاطر العزلة إن بقيت خارج المجموعة الأوروبية ، ما دفعها إلى تقديم طلب الانضمام إلى جانب الدانمرك وايرلندا سنة 1961 وسنة 1967 إلا أن فرنسا رفضت ذلك، واستمرت المفاوضات إلى أن توصلت لإنهاء ناجح بانضمام كل من بريطانيا، ايرلندا، الدانمرك في 1جانفي 1973.[3]

1سهير محمد السيد، محمد محمد البنا ،مرجع سابق ، ص.272

2حسين عمر، **مرجع سابق**،ص. 151.

3أسامة المجدوب العملة الإقليمية . الدار المصرية اللبنانية ، القاهرة، 2000، ص 190.

2- **انضمام اليونان اسبانيا البرتغال:**

أصبحت الجماعة الاقتصادية الأوروبية تضم 12 دولة ، بانضمام اليونان سنة 1981 واسبانيا والبرتغال سنة 1986 ما جعل الجماعة الأوروبية تدرك مرحلة ثانية من التوسع.[1]

3- **انضمام النمسا، فلندا، السويد:**

تطور النظام الأوروبي إلى اتحاد بدل مجموعة ليصل عدد أعضائه إلى 15 دولة بانضمام هذه الدول إلى الجماعة الاقتصادية الأوروبية في فيفري 1955.

ثم ارتفع عدد أعضاء الاتحاد الأوروبي إلى 25 دولة بحلول ماي2004 نتيجة توسيع عضوية بانضمام: استونيا، ليتوانيا ، المجر ، بولونيا ، سلوفاكيا ، التشيك ، سلوفينيا ، قبرص ، مالطا.

رابعا: النظام النقدي الأوروبي النشأة والتطور

إن فكرة تكوين وحدة نقدية واقتصادية كانت فكرة قديمة منذ الخمسينات من القرن الماضي،لكنها لم تلق الأرض الخصبة إلا بعد إنهيار نظام (بروتن وردز) العالمي لتثبيت أسعار الصرف الذى أعاق إقامة نظام منفصل داخل أوروبا ظهور الحاجة لإصدار وحدة نقدية أوروبية مستقلة بسبب زيادت معدات العجز في ميزان المدفوعات الأمريكي وانخفاض الدولار.

المطلب الثاني: مراحل تطور النظام النقدي الأوروبي

إن إنشاء اتحاد نقدي أوروبي كان على ثلاث مر احل و هذا حسب تقرير في سنة 1970 فالأولى والثانية تتضمن مسألة التنسيق بين السياستين الاقتصادية والنقدية و القضاء على تقلبات أسعار الصرف بين عملات الدول الأعضاء، أما الثالثة فتضمنت إنشاء نظام موحد للبنوك المركزية[2] وبذلك بدأت الدول الأوروبية التفكير في إنشاء نظام نقدي أوروبي والذي مر بعدة مراحل نوجزها فيما يلي:

1- **نظام الثعبان النقدي:** بعد وقف الولايات المتحدة الأمريكية عن تحويل الدولار الأمريكي إلى ذهب وما نتج عن هذا القرار من أزمة في النظام النقدي العالمي، سارعت دول الجماعة الأوروبية بحث أبعاد هذه

1حسين عمر ، مرجع سابق، ص 15

2بسام الحجار، **العلاقات الاقتصادية الدولية**. المؤسسة الجامعية للدراسات والنشر والتوزيع ،لبنان ، 2003 ، ص ، 210 .

الأزمة, حيث اتفقت ست دول أوروبية سنة 1972 على تقويم أسعار صرف عملاتها بالنسبة للدولار الأمريكي بهامش تذبذب قدر بـ : 2,25 بالنسبة لأسعار صرف عملاتها مع بعضها البعض و 4.5 بالنسبة لأسعار صرف عملاتها مقابل الدولار[1]، إلا أنه تم التخلي على نظام الأفعى داخل النفق " asnak in a tunnel" نتيجة لعدم الاستقرار في النظام النقدي وارتفاع معدل التضخم في كل من بريطانيا، فرنسا وإيطاليا

الوحدة النقدية الأوروبية: أصبح الثعبان النقدي الأوروبي غير مجدي في ظل تقويم أسعار الصرف العملات، لذلك إستحدثت المجموعة الأوروبية النظام النقدي الأوروبي (EMS) European Monetary system و الذي دخل حيز التطبيق في منتصف مارس 1989 وحسب هذا النظام يكون لكل عملة من العملات التي تنتمي إلى التحالف سعرين أحدهما مركزي وهو الذي يحدد علاقة كل عملة بوحدة النقد الأوروبية ويسمح للعملات بالتذبذب في حدود 2,25 % ، باستثناء الليرة الإيطالية حيث سمح لها بتذبذب في حدود. 6% إلى غاية جانفي 1990، أما السعر المحوري فيحدد العلاقة بين كل عملة والعملات الأخرى الداخلية في التحالف[2]

إن خلق وحدة أوروبية كعملة دولية جديدة من بين العناصر التي قام عليها النظام النقدي الأوروبي ، ويعد الأيكو" ECU "european currency unit" سلة من الأوزان المرجحة لعملات الدول الأعضاء، ويتحدد النصيب النسبي لكل دولة بمدى مساهمة العملة في الناتج القومي، وفي التجارة الخارجية لكل دولة[3]، ويتم تغيير هذه النسبة كل خمس سنوات، أو في حالة حدوث تغيير في قيمة أي عملة بنحو 25% أو أكثر.

ونشير أن الأيكو ينقسم إلى نوعين [4]:

- **الأيكو العام**: يتداول بين البنوك المركزية لتلك الدول في حساب خاص باسم صندوق التعاون النقدي الأوروبي fonds européen de copperation monétaire. و يتم إصداره مقابل 20% احتياطيات الذهب وعملات الدول الأعضاء،
- **الإيكو الخاص**:يطلق على التسهيلات الإئتمائية التي تقدمها البنوك التجارية لعملائها.

[1] جون هاد سون، مارك هرندر، **ترجمة طه عبد الله منصور محمد عبد الصبور محمد علي ، العلاقات الاقتصادية الدولية** . دار المريخ، المملكة العربية السعودية، 1983، ص، 605.

[2] www.islam onlin.net 26/03/2006

[3] محمود حميدات، أسامة الفولي , مبادئ الاقتصاد النقدي، دار الجامعة الجديدة ،الإسكندرية ، القاهرة، ص.170

[4] نفس المرجع،ص171.

على الرغم من النجاح النسبي التي حققته الأطراف في سبيل الوحدة أدى عدم تكوين سوق موحدة بين أصراف التحالف إلى تعديل اتفاقية روما بما يتلاءم مع الأهداف المطروحة و أجبر البرلمان الأوروبي على إصدار الوثيقة الأوروبية الموحدة عام 1986التي أكد فيها ضرورة تحقيق الوحدة الاندماجية الكاملة بين الأعضاء.

ونتيجة لبعض الظروف كارتفاع معدلات التضخم خلال الفترة من سبتمبر 1992 إلى ماي 1993 وانسحاب الليرة الايطالية والجنية الإسترليني من آلية أسعار الصرف، وانخفاض البيزيتا الاسبانية، الأسكودو البرتغالي والجنية الايرلندي، اتخذ البنك المركزي قرار توسيع هامش التذبذب من 25 إلى 15.

2- **تقرير ديلور**: في جوان 1988 أنشأ المجلس الأوروبي الذي يضم رؤساء وحكومات دول المجموعة لجنة رئاسية "جاك ديلور" وتضم محافظي البنوك المركزية للدول الأعضاء، مهمتها الوصول إلى اتحاد اقتصادي ونقدي[1]، ووضع التقرير ثلاثة قواعد لهذه الوحدة:

- التحويل الشامل للعملات.
- تكامل البنوك الأوراق المالية الأخرى
- المساواة في أسعار صرف عملات الدول الأعضاء

وأشار التقرير إلى الحجة الماسة إلى وجود نظام نقدي للبنوك المركزية (ESCB) European system of Central banks: والذي من مسؤولياته تشكيل وتنفيذ السياسة النقدية وسياسات سعد الصرف

المطلب الثالث: أهداف ودوافع النظام النقدي الأوروبي

1-أهداف النظام النقدي الأوروبي

إن إنشاء الإتحاد النقدي والعملة الموحدة يستهدف إلى تحقيق الاستقرار في المنطقة إذ أن وجود نظام نقدي أوروبي موحد يؤكد الوحدة الاقتصادية، ويحد من الأزمات الاقتصادية التي تتعرض لها الدول الأعضاء وخاصة في المجال النقدي والمالي، و هو يشمل جانبين :[2]

[1] بسام الحجار ،**مرجع سابق** ،ص ص113.112.

[2] صاف عتيقة، عاشور سهام، **نظام النقد الأوروبي: الملامح الأساسية والإشكاليات الاقتصادية**، الملتقى الدولي حول اليورو والاقتصاديات الدول العربية، فرص وتحديات، جامعة عمار ثليجي الأغواط، 18 _20 فريل, 2005، ص 133

الاستقرار النقدي: تحقيق الاستقرار النقدي هو هدف سلطات النقدية في منطقة اليورو ، وذلك بتوحيد السياسة النقدية في الاتحاد الأوروبي، إذ أن معاهدة ماستريخت أوكلت مهمة الحفاظ على الاستقرار في الأسعار للنظام البنكي المركزي الأوروبي ومنحته الاستقلالية الكاملة عن السلطات الوطنية الأوروبية

الاستقرار المالي: إن تحقيق استقرار الأسعار لا يكون إلا بالانضباط المالي المناسب على صعيد الاتحاد الاقتصادي والنقدي و السياسة النقدية الموحدة ، و بفضل ما تؤمنه معاهدة ماستريخت من تنسيق جيد بين السياسات المالية لحكومات الدول الأعضاء فإنها تساعد على إيجاد مزيج مناسب بين السياسات الاقتصادية في منطقة اليورو، وهذا أمر أساسي في وجهة نظر السياسة النقدية

إلى جانب ما سبق ذكره تسعى الدول الأعضاء إلى تحقيق مجموعة من الأهداف هي :[1]

_ إيجاد دور فاعل للعملة الأوروبية على المستوى الدولي.

_ خلق سوق مالي أوروبي واسع يقوم على أساس موحد.

_ تلافي سلبيات المخاطر تقلبات أسعار الصرف بين عملات الدول الأعضاء، وتأثراتها السلبية على أداء الشركات وحركة رؤوس الأموال بين الدول الأعضاء.

_ خلق مزيد من الشفافية في الأسعار والتكاليف، و زيادة التنافسية.

_ تحسين وضعية دور الاتحاد الأوروبي الاقتصادي الاجتماعي من حيث معدل النمو, التشغيل، ومستوى المعيشة.....الخ

– المساهمة في تحقيق الاستقرار للعلاقات الاقتصادية والنقدية الدولية.

2 دوافع الاتحاد النقدي الأوروبي:

هناك عدة أسباب دفعت بالدول الأوروبية للتفكير في الاتحاد النقدي نلخصها في ما يلي:

_ جعل الاقتصاد الأوروبي قويا لمنافسة اقتصاد الولايات المتحدة الأمريكية، والتي أصبحت تهيمن على العالم بعد انهيار المعسكر الاشتراكي في بداية التسعينات.

1انتظار أحمد لشمري ، **اليورو ودوره في تطبيق الاستراتيجية التغيير للاقتصاديات العالمية قرارات استراتيجية**، الملتقى الدولي دول اليورو والاقتصاديات دول العربية : فرص وتحديات ، جامعة عمار ثليجي ، 18 _20 أفريل 2005 ص 2

_ اشترطت معاهدة ماستريخت العديد من المعايير التي تضمنت اتخاذ الاتحاد النقدي الأوروبي كوسيلة لدعم الاستقرار الخارجي والخارجي الأوروبي .

_ زيادة حركة التجارة بين أقطار أوروبا بفضل خفض تكاليف التحول من عملات الدول الاتحاد الأوروبية لغيرها ، ويؤدي ذلك إلى زيادة أرباحها المتوقعة و خفض التكاليف.

_ أخذ أوروبا الصدارة من بين دول العالم من حيث القدرة على المنافسة وزيادة التصدير بفضل سهولة انتقال رؤوس الأموال بين الاتحاد الأوروبي في ظل عملة أوروبية موحدة

_ رفع معدل النمو الاقتصادي لدول الاتحاد الأوروبي من خلال إيجاد سوق مالية أوروبية أكثر جذبا للمستثمرين

3-المحاور الأساسية لنظام النقدي الأوروبي.

لتحقيق الأهداف التي يسعى إليها النظام النقدي، أتفق على أن يقوم هذا النظام على المحاور التالية[1]:

3-1- **آلية سعر الصرف:** تعتبر أساس النظام النقدي الأوروبي، وتقوم على مبدأين أساسيين هما:

_ ألا يؤدي هامش التغير في سعر الصرف عملة أي دولة عضو مقابل عملة بقية الدول الأعضاء عن 2.25%

_ ضمانا للاستقرار وحدة النقد الأوروبية فإن تعديل الأسعار المركزية لا تتم إلا باتفاق جميع الدول الأعضاء،

3-2- **آليات الائتمان:** ويقوم على أساس النقاط الرئيسية التالية:

_ **تسهيلات ائتمانية قصيرة الأجل:** تكون بصورة تلقائية غير مشروطة وغير محدودة الكمية ، مما تسمح بممارسة التدخل في عملات الجماعة الاقتصادية الأوروبية، وأجراء التسويات تتم بعد 45 من نهاية الشهر الذي تم فيه التدخل، وتمنح هذه التسهيلات من قبل كل بنك مركزي من البنوك المشاركة، وسعر الفائدة المطبق على هذه التسهيلات هو متوسط أسعار الخصم لجميع البنوك الجماعة الاقتصادية مرجحا حسب أوزان العملات المعينة .

- **آليات الائتمان قصير الأجل ومتوسط الأجل:** وتشمل بما يلي:

الدعم النقدي قصير الأجل: مدة ثلاثة أشهر ويمكن أن يعاد تجديدها إلى ثلاثة أشهر أخرى و هو يقدم للدول الأعضاء التي تعاني من عجز مؤقت في ميزان مدفوعاتها.

[1] عتيقة وصاف , عاشور سهام ,مرجع سابق , ص 136.

–التسهيل المالي المتوسط الأجل: تستغرق مدته بين سنتين وخمس سنوات و هو يوفر مساعدات للدول التي تعاني من صعوبات في ميزان مدفوعاتها،.

3-3- **وحدة النقد الأوروبية:** من الناحية العملية فإن الإيكو تتمتع بخصائص النقود رغما عن عدم تشكله بالعملة الورقية أو بالقطعة النقدية المعدنية و هي تعد وحدة حسابية تستخدم كوحدة لحساب التبادل الاحتياطي بين البنوك المركزية ، فبفضله شهد الإقتصاد التركي تطور ملحوظ في تعزيز التجارة الخارجية، بينما وصل حجم الصادرات إلى 158 مليار دولار أمريكي مع نهاية عام 2014 بعد أن كان 47 مليار دولار أمريكي في عام 2003. وبالمثل، ارتفعت إيرادات السياحة من 14 مليار دولار أمريكي تقريبًا في 2003 لتصل إلى 34.3 مليار دولار أمريكي في .2014

خلاصة:

تصنف الأسواق المالية إلى سوق النقد و سوق رأس المال وذلك طبقا لأغراض التمويل،فمنها ما يخصص في تمويل المشاريع الاقتصادية وأخرى تمول عمليات التشغيل،فكلما كانت المعلومات متاحة لجميع المستثمرين في السوق بالقدر الذي يتيح لهم تحقيق عوائد وتقديرات سليمة غير مبالغ فيها ،تزيد مستويات كفاءة هاته الأسواق ،كما أن استخدام الوسائل الإحصائية التي تقيس حالة السوق من المستوى العام لأسعار الأوراق المالية المتداولة يبرز فائدة مؤشرات الأسواق المالية.

وتتنوع أدوات السوق المالي بين أدوات الدين متمثلة في السندات وأدوات الملكية متمثلة في الأسهم والمشتقات المالية إذ تهدف في مجملها إلى تسهيل عمليات التعامل داخلها والربط بين المتعاملين فيها للوصول في النهاية إلى تحقيق اكبر عوائد عند مستويات مقبولة من المخاطر.

إن الاتحاد النقدي الأوربي ووجود عملة أوربية موحدة كان لهما أثر واضح على الأسواق المالية العالمية، وذلك لأن العملة الموحدة "اليورو" قلصت من تباين أسعار السلع والخدمات في مختلف الدول الأعضاء، مما زايد بالتالي من حدة التنافس وتعزيز إمكانيات النمو، كما سيتم القضاء على مخاطر سعر الصرف، وسيعمل كل هذا على زيادة التبادل التجاري والاستثمارات طويلة الأجل بين الدول الأعضاء، وتقيلص تكاليف عمليات التحوط لتقلبات أسعار الصرف بين العملات الأوروبية,

فبرغم مساعي إنشاء الأسواق المالية و مميزاتها وايجابياتها إلا أنها لم تسلم من التقلبات الناتجة عن الأزمات المالية المختلفة والتي في كثير من الأحيان أدت إلى اختفاء العديد من الأسواق المالية والبورصات، وذلك راجع لعدة أسباب لعل أهمها النظام العالمي والثغرات المتواجدة، أوعدم مراقبة المؤسسات المالية الكبرى في العالم.

الفصل الرابع :

الدراسة التطبيقية

تمهيد :

يتمثل التوجه الجديد الذي أضحى الشغل الشاغل أمام السلطات النقدية للدولة في السهر على تطبيق سياسة نقدية أكثر فاعلية وتأثيرا على الأسواق المالية، فلم تعد السياسة النقدية مجرد ضمان لتحقيق مزايا التشريعات النقدية، على العكس أصبحت مسؤولة مسؤولية مباشرة عن تحقيق التوازن والاستقرار النقدي، مما جعلها تمارس كل الإجراءات التي تمكنها من تحقيق أهدافها، بحيث أصبحت تمثل إحدى مظاهر السلطة الاقتصادية العامة.

كما كان للبنك المركزي الأوروبي السيادة على تطبيق وتنفيذ محتوى السياسة النقدية للاتحاد الاوروبي عامة ولمنطقة اليورو خاصة، لما له من صلاحيات تخول له ذلك باعتباره ذو استقلالية حسب القانون الأوروبي.

وسنحاول من خلال هذا الفصل التعريج والتحليل عن أثر السياسة النقدية لمنطقة اليورو على تكامل أسواق المال بها وذلك بعد دراسة الاستقرارية لسعر الصرف وأسعار الأسهم منطقة اليورو.

المبحث الاول : دراسة كفاءة عينة من مؤشرات أسواق منطقة اليورو باريس،ألمانيا،اليونان،اسبانيا

(ftse ،Athen،Dax،Cac40) خلال الفترة 2011/01/03 الى 2014/12/31

سنحاول من خلال هذا المبحث دراسة أهم الاختبارات الخاصة باستقرارية السلسلة الزمنية لمنطقة اليورو وذلك لمعرفة مدى وجود سير عشوائي وجذر وحدوي ومدى وجود ارتباط ذاتي بين الأخطاء بهدف معرفة مدى انعكاس المعلومات والبيانات التاريخية على سعر الورقة المالية عن طريق طرح التساؤل التالي :

هل **يعتبر أسواق ألمانيا وباريس واليونان واسبانيا أسواق كفئة؟** وماهي مستويات الكفاءة عندها ؟

المطلب الاول: :الاختبارات المعتمدة لدراسة الاستقرارية

يتم دراسة الاستقرارية وذلك باستخدام تقنية السلاسل الزمنية، اذ يتطلب ذلك مجموعة من الاختبارات نذكر منها :

1-اختبار Dickey et Fuller (1979) DF (الجذر الوحدوي)

يسمح هذا الاختبار بمعرفة إذا ما كانت السلسلة الزمنية مستقرة أم لا، عن طريق تحديد مركبة الاتجاه العام إن كانت هذه المركبة عشوائية أو تحديديه، ويقوم هذا الاختبار على الانحدار الذاتي من الدرجة الأولى $AR(1)$ والذي يكتب من الشكل:

$$Yt = \Phi 1 \ Yt-1 \ + \varepsilon t$$

إذ يجب أن تكون الأخطاء عشوائية ومتوسطها معدوم ومستقلة عن الزمن وعن بعضها البعض وذات تباين ثابت؛

عند طرح $Yt-1$ من طرفي معادلة الانحدار الذاتي السابقة نجد :

$$\nabla Yt = (\Phi 1 \ -1) \ Yt-1 + \varepsilon t \quad \text{وبوضع } \lambda = \Phi 1 \ -1 \text{ نجد : } \quad Yt = \lambda Yt-1 + \varepsilon t \ldots\ldots(3-3)$$

نلاحظ أن انعدام λ يعني اختبار $\Phi = 1$ ، وعليه سمي باختبار جذر الوحدة، وللقيام بهذا الاختبار يتم إتباع المراحل التالية :[1]

- ✓ بعد القيام بتقدير معلمات النموذج نحسب t بطريقة MCO، وتتم مقارنة القيم المحسوبة مع القيم المجدولة بجدول DF.

[1] علي بن الضب، **أثر الهيكل المالي وسياسة توزيع الارباح على قيمة المؤسسة** ،مذكرة ماجستير،جامعة قاصدي مرباح،2008 الصفحة 191-192

- ✓ إذا كانت القيم المحسوبة أكبر من القيم المجدولة نقبل فرضية العدم، ونرفض الفرضية البديلة أي $\Phi = 1$ و $\lambda = 0$ ومنه εt = ∇Yt أي أن الجذر وحدوي، والسلسلة غير مستقرة .
- ✓ إذا كانت القيم الجدولة أكبر من المحسوبة نرفض فرضية العدم، ونقبل الفرضية البديلة أي: $\Phi \neq 1$ و $\lambda \neq 0$ ومنه السلسلة مستقرة.

لا نكتفي باختبارDF ، فيتم الاختبار على نموذجين آخرين، هما نموذج الانحدار الذاتي مع وجود ثابت ونموذج الانحدار الذاتي مع مركبة الاتجاه العام، ليصبح عدد النماذج ثلاثة2 وهي:

- نموذج الانحدار الذاتي من الدرجة الأولى: $M(1): \nabla Yt = (\Phi 1 - 1)\ Yt-1 + \varepsilon t$.
- نموذج الانحدار الذاتي مع وجود الثابت : $M(2): \nabla Yt = (\phi 1 - 1)\ Yt-1 + C + \varepsilon t$.
- نموذج الانحدار الذاتي مع وجود مركبة الاتجاه العام $M(3): \nabla Yt = (\Phi 1 - 1)\ Yt-1 + bt + C + \varepsilon t$

تتطلب طريقة الاختبار في نموذج الانحدار الذاتي مع وجود ثابت ونموذج الانحدار مع وجود مركبة اتجاه عام مراعاة المعنوية الإحصائية للمقدرات الباقية، فإذا كانت جميع المقدرات لاتختلف معنويا عن الصفر فإن السلسلة مستقرة ($\lambda = C = b = 0$).

بتالي فإن نموذج DF يقوم على فرضية أن الأخطاء العشوائية مستقلة عن بعضها البعض، وفي حالة عكس ذلك فإن هذا الاختبار مرفوض ومنه يستخدم اختبارADF .

2- اختبارADF *(1981)* Dickey Fuller Augmentes

يقوم اختبار*ADF* على اختبار المعنوية الإحصائية لمقدرة النماذج المحسوبة بطريقة المربعات الصغرى العادية وهي3:

- نموذج الانحدار الذاتي من الدرجة (P)AR: $M(4): \nabla Yt = \lambda Yt - \sum_{j=2}^{p} \phi 1\ \nabla Yt-j+1 + \varepsilon t$
- نموذج *(P)*AR مع وجود الثابت : .. $M(5): \nabla Yt = \lambda Yt-1 - \sum_{j=2}^{p} \phi 1\ \nabla Yt-j+1+c+\varepsilon t$
- نموذج *(P)AR* مع وجود الثابت والاتجاه العام :

$M(5): \nabla Yt = \lambda Yt-1 - \sum_{j=2}^{p} \phi 1\ \nabla Yt-j+1 + bt + c + \varepsilon t$.

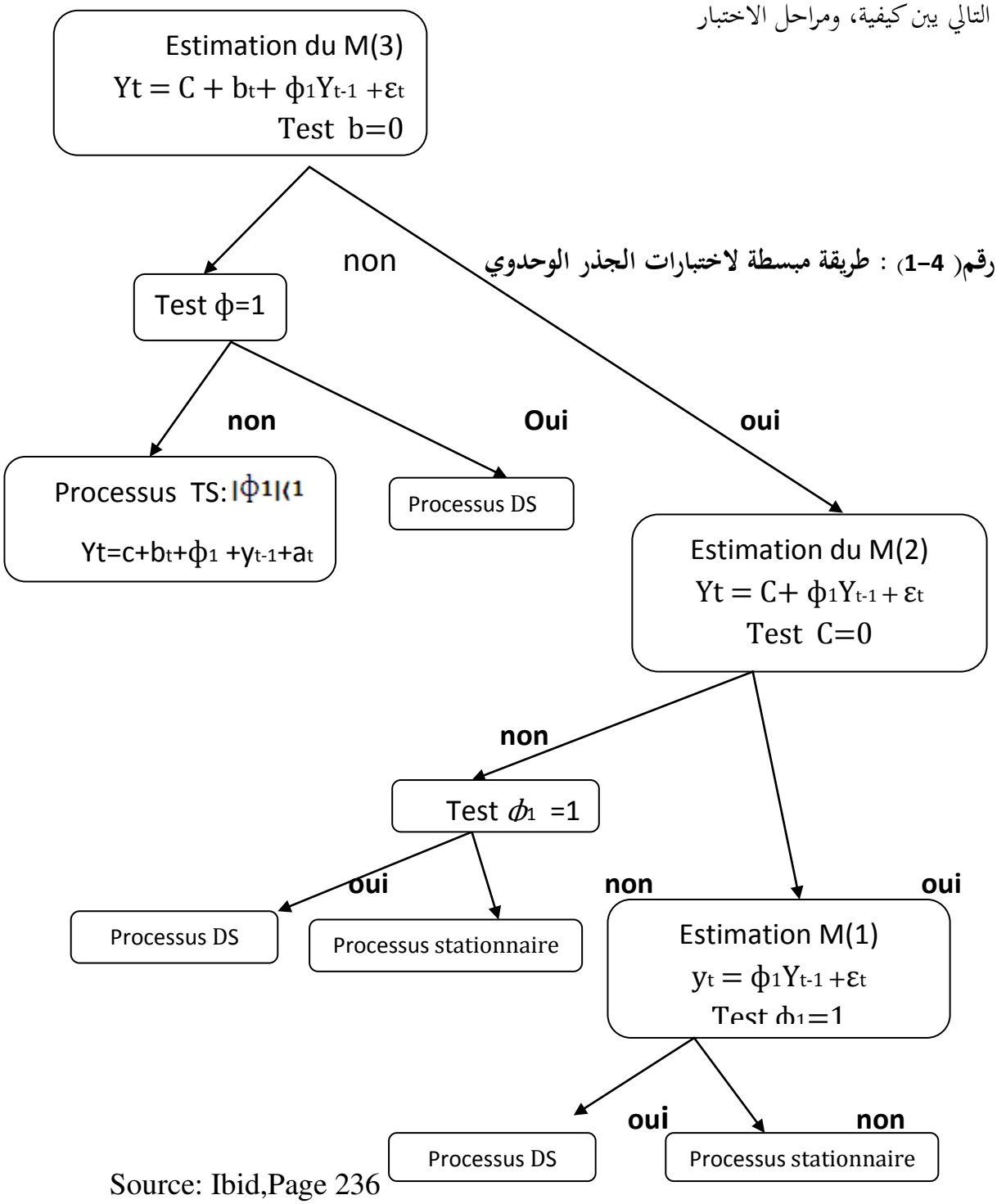
يتم اختبار المعنوية الإحصائية للمقدرة الأولى ϕi في كل النموذج، ويتم تحديد درجة التأخير بالاعتماد على

2R.BOURBONNAIS, **Économétrie**.5 eme edition Dunod, Paris.2005.Page 233

3 Ibid.Page 234

إحصائية AKAIKE أو إحصائية SCHARZ ، إذ يتطلب هذا الاختبار جدول إحصائي مخالف عن الاختبار الأول والشكل التالي يبن كيفية، ومراحل الاختبار

الشكل رقم(4-1) : طريقة مبسطة لاختبارات الجذر الوحدوي



Source: Ibid,Page 236

3-1-اختبارPP (1988) Phillips et Perron :

يهدف هذا الاختبار من أجل تجاوز مشكل الارتباط الذاتي بين الأخطاء العشوائية وذلك للقيام بالتصحيح الغير معلمي لإحصائيات DF مع الأخذ بعين الاعتبار إلغاء التحيز الناجم عن التذبذبات العشوائية، ويتم إجراء هذا الاختبار عبر أربع مراحل هي[4]:

- تقدير معلمات النموذج الثلاث M(1), M(2), M(3) لاختبارDF؛

- حساب التباين قصير الأجل، وهو عبارة عن المتوسط الحسابي للأخطاء العشوائية (البواقي):

$$\hat{\sigma} = \frac{1}{N}\sum_{i=1}^{n} \varepsilon i^2$$

- حساب المعامل التصحيحي، أو ما يسمى بالتباين طويل الأجل بالعلاقة التالية:

$$St = \frac{1}{N}\sum_{i=1}^{n} \hat{\varepsilon}i^2 + 2\sum_{I=1}^{1}(1 - \frac{i}{l+1})\frac{1}{N}\sum_{i+1}^{n} \hat{\varepsilon}i\ \widehat{\varepsilon i - 1}$$

- يجب تحديد عدد التأخيرات L، ويمكن حسابه باستخدام العلاقة التالية: $L \approx 4(N/100)^{2/9}$

- حساب إحصائية PP وذلك من خلال العلاقة التالية:

$$t\phi i = \sqrt{k\frac{\phi t}{\widehat{\sigma^2 \Phi t}}} + \frac{N(k-1)\sigma^2 \Phi t}{\sqrt{k}}$$

حيث: $k = \frac{\sigma^2}{St^2}$، كما أنها تصبح مساوية للواحد في حالة إذا ما كانت الأخطاء ذات تشويش أبيض

ثم تتم مقارنة إحصائية PP مع القيمة الحرجة المجدولةMackinnon.

4-1- اختبار(1992) KPSS :

يقوم هذا النموذج على مضاعف لاغرانج LM،اقترح من طرف **K**wiatkowski-**P**hillips-**S**chmidt-**S**hin العام 1992، حيث يهدف إلى اختبار استقرارية السلاسل الزمنية وذلك عن طريق الخطوات التالية:

- نقوم بحساب St حيث $St = \sum_{i=1}^{n} \hat{\varepsilon}i$ وذلك بعد تقدير M(2),M(3) المشار إليهما في اختبار DF؛

- حساب التباين طويل الأجل St^2 المعتمد في اختبار PP؛

[4] علي بن الضب، مرجع سابق، الصفحة 194

- حساب احصائية LM والتي تساوي :. .. $LM=\frac{1}{St^2}\ \frac{\sum_{t=1}^{N} St^2}{N^2}$ ؛

- نقارن هذه الأخيرة مع القيمة المجدولة و في KPSS، فإذا كانت هذه الإحصائية أكبر نرفض فرضية الاستقرارية.[5]

أولا:دراسة الاستقرارية لمؤشرات الأسواق المالية عينة الدراسة

لدراسة مدى استقرارية مؤشرات الأسواق المالية نقوم بالاختبارات السالفة الذكر وذلك للبحث عن وجود جذر وحدوي لسلسلة الزمنية محل الدراسة، ودرجة استقراريتها ومدى وجود ارتباط ذاتي بين الأخطاء وذلك عند الفترة 2011/01/03 الى 2014/12/31 أي حوالي 993 مشاهدة يومية لأسواق بورصة (باريس ،اثينا ،اسبانيا،ألمانيا)

1-دراسة الاستقرارية لسلسلة مؤشر باريس CAC40

قبل إجراء الاختبارات المتعلقة بالاستقرارية، نقوم بدراسة دالتي الارتباط الذاتي البسيط والجزئي للسلسة محل الدراسة ومن الدالتين تظهر طبيعة المؤشر نتابع الآن هذا الارتباط من خلال الجدول التالي:

1-1-اختبار النموذج ل cac40

الجدول رقم(4-1): دالتي الارتباط الذاتي والارتباط الذاتي الجزئي لعوائد مؤشر بورصة CAC40

Date: 05/17/15 Time: 09:40
Sample: 1 993
Included observations: 993

Autocorrelation	Partial Correlation		AC	PAC	Q-Stat	Prob
		1	0.994	0.994	985.01	0.000
		2	0.989	0.012	1960.4	0.000
		3	0.984	0.024	2926.7	0.000
		4	0.979	0.033	3884.8	0.000
		5	0.975	0.032	4835.4	0.000
		6	0.971	0.053	5779.6	0.000
		7	0.967	-0.040	6716.5	0.000
		8	0.962	-0.030	7645.5	0.000
		9	0.958	0.025	8567.1	0.000
		10	0.954	0.004	9481.5	0.000
		11	0.950	0.003	10389.	0.000
		12	0.945	-0.045	11288.	0.000
		13	0.941	0.059	12181.	0.000
		14	0.937	0.022	13068.	0.000
		15	0.934	0.007	13948.	0.000
		16	0.930	-0.012	14823.	0.000
		17	0.926	-0.028	15690.	0.000
		18	0.921	-0.032	16551.	0.000
		19	0.917	0.028	17404.	0.000
		20	0.913	0.013	18251.	0.000

من إعداد الطالب بالاعتماد على eviews 08

[5] R,BOURBONNAIS,Op.cit,page235

يبدو من الجدول رقم (4-1) أن معاملات الارتباط الذاتي البسيط كلها خارج مجال الثقة يمكن القول أن دالة الارتباط الذاتي للسلسلة متزايدة مع تزايد الفجوات الزمنية، اذ هناك أثر لماضي السلسلة المدروسة.

أخيرا ما يمكن قوله أنه حسب اختبار دالة الارتباط الذاتي السلسلة مستقرة، وبالنظر إلى معاملات الارتباط الذاتي الجزئي نلاحظ أنها لا تختلف معنويا عن الصفر ما عدا المعامل الأول الذي يختلف معنويا عن الصفر بنسبة مجازفة 5%، هذا عن دالة الارتباط الذاتي فماذا عن بقية اختبارات الاستقرارية؟

نتبع الخطوات السابقة للبحث عن وجود الجذر الوحدوي اختبار دكي فولر

الجدول(4-2)اختبار النموذج 03 ل cac40

Null Hypothesis: CAC40 has a unit root
Exogenous: Constant, Linear Trend
Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=21)

		t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic		-2.401508	0.3785
Test criticalvalues:	1% level	-3.967326	
	5% level	-3.414350	
	10% level	-3.129299	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Augmented Dickey-Fuller Test Equation
DependentVariable: D(CAC40)
Method: Least Squares
Date: 05/13/15 Time: 11:16
Sample (adjusted): 2 993
Includedobservations: 992 afteradjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
CAC40(-1)	-0.009861	0.004106	-2.401508	0.0165
C	31.09199	13.81443	2.250689	0.0246
@TREND("1")	0.013310	0.006587	2.020598	0.0436

R-squared	0.006223	Meandependent var	0.327863
Adjusted R-squared	0.004213	S.D. dependent var	46.21182
S.E. of regression	46.11436	Akaike info criterion	10.50315
Sumsquaredresid	2103143.	Schwarz criterion	10.51796
Log likelihood	-5206.560	Hannan-Quinn criter.	10.50878
F-statistic	3.096481	Durbin-Watson stat	2.015479
Prob(F-statistic)	0.045647		

من إعداد الطالب بالاعتماد على eviews 08

من خلال الشكل أعلاه يتضح لنا قبول H0 ورفض H1 عند القيمة 0.05 أي يجب حساب الفروقات من الدرجة الأولى لإبراز مدى وجود ثابتة و والجدول الأتي يلخص ذلك .

1-2-اختبار الجذر الوحدوي دكي فولر (ADF) and (DF) Unit Root Tests

نقوم باختبار الاسقرارية وذلك باستعمال إحصائية دكي فولر والجدول التالي يلخص اختبارADF,DF

الجدول رقم (4-3) اختبار دكي فوللر لجذر الوحدة لمؤشر CAC40 (باربس)

Augmented Dickey – Fuller (ADF) and (DF) Unit Root Tests

اختبار دكي فوللر للفروق الاولى (ADF- Test for Deference)			اختبار دكي فوللر للمتساويات DF-(DF-Test for Levels)				
بدون ثابت None	الثابث و الاتجاه Trend and Intercept	الثابت Intercept	بدون ثابت None	الثابث و الاتجاه Trend and Intercept	الثابت Intercept		
-2.567298	-3.967336	-3.436729	-2.567295	-3.967326	-3.436722	%1	المتغيرات
-1.941143	-3.414354	-2.864245	-1.941143	-3.414350	-2.864242	% 5	
-31.82673	-31.81056	-31.81213	0.047404	-2.401508	-1.450378	T-test	
0.0000	0.0000	0.0000	0.6977	0.3785	0.5585	P-Value	

من إعداد الطالب بالاعتماد على eviews 08

من خلال الجدول أعلاه يتضح لنا عند اختبار Df للمستويات كانت القيم المحسوبة بالقيمة المطلقة عند وجود ثابت وعند وجود ثابت واتجاه وبدون ثابت القيمة الجدولية عند القيمة الحرجة 5 %،1% اكبر من T test ومنه نقبل H0 ونرفض H1 أي السلسلة غير مستقرة .

كما نلاحظ أن القيم المحسوبة ل p-value وجود ثابت وعند وجود ثابت واتجاه وبدون ثابت أقل من القيم الجدولية عند القيمة الحرجة 5 %،1% ومنه نقبل H0 ونرفض H1 أي السلسلة غير مستقرة .

وعند اختبار دكي فولر للفروق الأولى ADF فإن القيمة المحسوبة ل T test عند وجود ثابت أو مع وجود ثابت واتجاه أو بدون ثابت أكبر من القيمة الجدولية القيمة الحرجة 5 %،1% .اي نقبل H1 ونرفض H0 ومنه السلسة مستقرة .

كما أن اختبار دكي فولر للفروق الأولى كانت القيمة المحسوبة ل p-value عند وجود ثابت أو مع وجود ثابت واتجاه أو بدون ثابت أكبر من القيمة الجدولية القيمة الحرجة 5 %،1% .اي نقبل H1 ونرفض H0 ومنه السلسة مستقرة.

1-3-اختبار فيليبس-وبيرون (PP):

الجدول رقم (4-4) يوضح اختبار فيليبس-وبيرون لجذر الوحدة لمؤشر CAC40

Phillips-Perron Test (PP) Unit Root Tests

		اختبار فيليبس-وبيرون للمتساويات (PP-Test for Levels)			اختبار فيليبس-وبيرون للفروق الاولى (PP- Test for Deference)		
		الثابت Intercept	الثابث و الاتجاه Trend and Intercept	بدون ثابت None	الثابت Intercept	الثابث و الاتجاه Trend and Intercept	بدون ثابت None
المتغيرات	$\alpha = 1\%$	-3.43672	-3.967326	-2.567295	-3.436729	-3.967336	-2.567298
	$\beta = 5\%$	-2.86424	-3.414350	-1.941143	-2.864245	-3.414354	-1.941143
	T-test	-1.319646	-2.290346	0.088021	-31.95266	-31.95704	-31.96789
	P-Value	0.6222	0.4383	0.7105	0.0000	0.0000	0.0000

من إعداد الطالب بالاعتماد على eviews 08

من خلال الجدول أعلاه يتضح لنا عند اختبار PP فيليبس بيرون للمستويات كانت القيم المحسوبة بالقيمة المطلقة عند وجود ثابت وعند وجود ثابت واتجاه وبدون ثابت القيمة الجدولية عند القيمة الحرجة 5 %،1% اكبر من T tes ومنه نقبل H0 ونرفض H1 أي السلسلة غير مستقرة .

كما نلاحظ أن القيم المحسوبة ل p-value وجود ثابت وعند وجود ثابت واتجاه وبدون ثابت أقل من القيم الجدولية عند القيمة الحرجة 5 %،1% ومنه نقبل H0 ونرفض H1 أي السلسلة غير مستقرة .

وعند اختبار دكي فولر للفروق الأولى ADF فإن القيمة المحسوبة ل T tes عند وجود ثابت أو مع وجود ثابت واتجاه أو

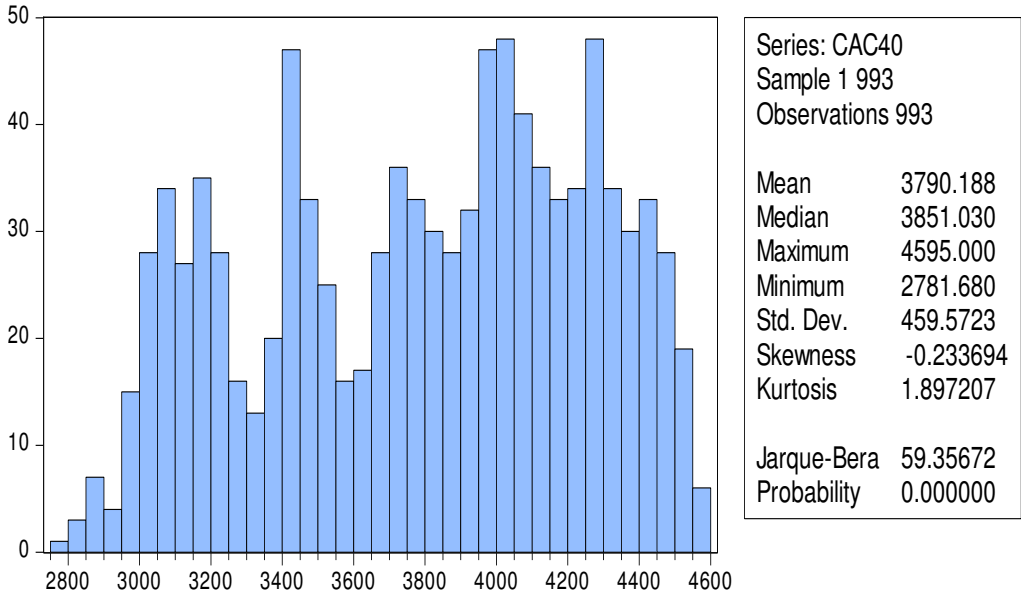
بدون ثابت أكبر من القيمة الجدولية القيمة الحرجة 5 %،1% .اي نقبل H1 ونرفض H0 ومنه السلسة مستقرة .

كما أن اختبار دكي فولر للفروق الأولى كانت القيمة المحسوبة ل p-value عند وجود ثابت أو مع وجود ثابت واتجاه أو بدون ثابت أكبر من القيمة الجدولية القيمة الحرجة 5 %،1% .اي نقبل H1 ونرفض H0 ومنه السلسة مستقرة.

2-4-دراسة معايير توزيع مؤشرCAC40 :

بعد التأكد من تكامل سلسلة المؤشر خلال فترة الدراسة، فهل هي ذات توزيع طبيعي؟

الشكل (4-2): التوزيع الاحتمالي لسلسة مؤشر بورصةCAC40



من إعداد الطالب بالاعتماد على eviews 08

نلاحظ من الشكل أعلاه أن مؤشر بورصة باريس لا تتوزع توزيعا طبيعيا وذلك من خلال معياري Skewness والذي يختلف عن الصفر و Kurtosis؛ إذ أن هذا الأخير يختلف عن 3، وإحصائية Jarque-Bera أكبر من إحصائية $\chi^2_{0.05}(2) = 5.99$

3-دراسة استقرارية مؤشر بورصة اثينا اليونان :

للقيام بالبحث عن مدى وجود جذر وحدوي ومدى استقراريتها في سلسلة مؤشر اثينا حلال الفترة 2011/01/03 الى 2014/12/31 أي حوالي 993 مشاهدة يومية نقوم باتباع الخطوات التالية:

3-1-اختبارا النموذج :

الجدول (4-5)اختبار نموذج مؤشر بورصة أثينا

Null Hypothesis: ATHEN has a unit root
Exogenous: Constant
Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=21)

		t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic		-0.919705	0.7822
Test criticalvalues:	1% level	-3.436722	
	5% level	-2.864242	
	10% level	-2.568261	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Augmented Dickey-Fuller Test Equation
DependentVariable: D(ATHEN)
Method: Least Squares
Date: 05/13/15 Time: 12:03
Sample (adjusted): 2 993
Includedobservations: 992 afteradjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
ATHEN(-1)	-0.002383	0.002591	-0.919705	0.3580
C	3.001866	2.695021	1.113856	0.2656

R-squared	0.000854	Meandependent var	0.608377
Adjusted R-squared	-0.000156	S.D. dependent var	22.05397
S.E. of regression	22.05569	Akaike info criterion	9.027032
Sumsquaredresid	481588.8	Schwarz criterion	9.036911
Log likelihood	-4475.408	Hannan-Quinn criter.	9.030788
F-statistic	0.845857	Durbin-Watson stat	1.859397
Prob(F-statistic)	0.357951		

من إعداد الطالب بالاعتماد على eviews 08

من خلال الشكل أعلاه يتضح لنا قبول H0 ورفض H1 عند القيمة الحرجة 5 %،والجدول الأتي يلخص الاختبارات الخاصة بالاستقرارية.

3-2-اختبار الجذر الوحدوي دكي فولر (ADF) and (DF) لسلسلة مؤشر أثينا

نقوم باختبار الجذر لسلسلة مؤشر اثينا

الجدول رقم (4-6) اختبار دكي فوللر لجذر الوحدة لمؤشر اثينا (اليونان)

Augmented Dickey – Fuller (ADF) and (DF) Unit Root Tests

	اختبار دكي فوللر للمتساويات DF–(DF–Test for Levels)			اختبار دكي فوللر للفروق الاولى (ADF- Test for Deference)		
		الثابت Intercept	الثابث و الاتجاه	بدون ثابت None	الثابت Intercept	الثابث و الاتجاه	بدون ثابت None
المتغيرات	T–test	-0.919705	–0.908955	0.599889	–29.35034	–29.34469	–29.34439
	P–Value	0.7822	0.9533	0.8458	0.0000	0.0000	0.0000

من إعداد الطالب بالاعتماد على eviews 08

من خلال الجدول أعلاه يتضح لنا عند اختبار Df للمستويات كانت القيم المحسوبة بالقيمة المطلقة عند وجود ثابت وعند وجود ثابت واتجاه وبدون ثابت القيمة الجدولية عند القيمة الحرجة 5 %،1% اكبر من T tes ومنه نقبل H0 ونرفض H1 أي السلسلة غير مستقرة .

كما نلاحظ أن القيم المحسوبة ل p–value وجود ثابت وعند وجود ثابت واتجاه وبدون ثابت أقل من القيم الجدولية عند القيمة الحرجة 5 %،1% ومنه نقبل H0 ونرفض H1 أي السلسلة غير مستقرة .

وعند اختبار دكي فولر للفروق الأولى ADF فإن القيمة المحسوبة ل T tes عند وجود ثابت أو مع وجود ثابت واتجاه أو بدون ثابت أكبر من القيمة الجدولية القيمة الحرجة 5 %،1% .اي نقبل H1 ونرفض H0 ومنه السلسة مستقرة .

كما أن اختبار دكي فولر للفروق الأولى كانت القيمة المحسوبة ل p–value عند وجود ثابت أو مع وجود ثابت واتجاه أو بدون ثابت أكبر من القيمة الجدولية القيمة الحرجة 5 %،1% .اي نقبل H1 ونرفض H0 ومنه السلسة مستقرة.

3–3–اختبار فيليبس–وبيرون (PP) لسلسلة مؤشر اثينا :

نقوم باختبار PP وذلك للمستويات وللفروقات والجدول التالي يوضح ذلك:

الجدول رقم (4–7) يوضح اختبار فيليبس–وبيرون لجذر الوحدة لمؤشر اثينا
Phillips-Perron Test (PP) Unit Root Tests

	اختبار فيليبس–وبيرون للمتساويات (PP-Test for Levels)			اختبار فيليبس–وبيرون للفروق الاولى (PP- Test for Deference)		
		الثابت Intercept	الثابث و الاتجاه Trend and Intercept	بدون ثابت None	الثابت Intercept	الثابث و الاتجاه Trend and Intercept	بدون ثابت None
المتغيرات	T–test	-0.968465	-0.956499	0.568261	-29.29683	-29.28988	-29.29279
	P–Value	0.7660	0.9477	0.8389	0.0000	0.0000	0.0000

من إعداد الطالب بالاعتماد على eviews 08

حسب مؤشر سلسلة أثينا فان اختبار PP فيليبس بيرون للمستويات كانت القيم المحسوبة بالقيمة المطلقة عند وجود ثابت وعند وجود ثابت واتجاه وبدون ثابت أو القيمة الجدولية عند القيمة الحرجة 5 %،1% اكبر من T tes ومنه نقبل H0 ونرفض H1 أي السلسلة غير مستقرة .

كما نلاحظ أن القيم المحسوبة ل p-value وجود ثابت وعند وجود ثابت واتجاه وبدون ثابت أقل من القيم الجدولية عند القيمة الحرجة 5 %،1% ومنه نقبل H0 ونرفض H1 أي السلسلة غير مستقرة .

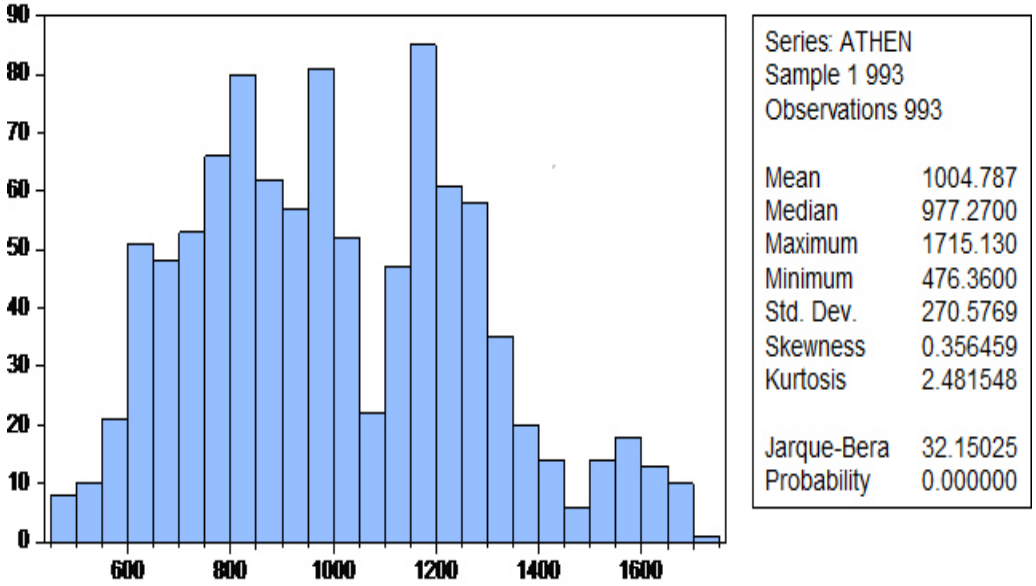
وعند اختبار دكي فولر للفروق الأولى ADF فإن القيمة المحسوبة ل T tes عند وجود ثابت أو مع وجود ثابت واتجاه أو بدون ثابت أكبر من القيمة الجدولية القيمة الحرجة 5 %،1% .اي نقبل H1 ونرفض H0 ومنه السلسة مستقرة .

كما أن اختبار دكي فولر للفروق الأولى كانت القيمة المحسوبة ل p-value عند وجود ثابت أو مع وجود ثابت واتجاه أو بدون ثابت أكبر من القيمة الجدولية والحرجة ل 5 %،1% .اي نقبل H1 ونرفض H0 ومنه السلسة مستقرة.

3-4-دراسة معايير توزيع مؤشر اثينا

هل سلسلة المؤشر ذات توزيع طبيعي؟

الشكل (4-3): التوزيع الاحتمالي لسلسة مؤشر بورصة اثينا



من إعداد الطالب بالاعتماد على eviews 08

نلاحظ من الشكل أعلاه أن مؤشر بورصة اثينا لا تتوزع توزيعا طبيعيا وذلك من خلال معياري Skewness والذي يختلف عن الصفر و Kurtosis؛ إذ أن هذا الأخير يختلف عن 3، وإحصائية Jarque-Bera أكبر من إحصائية $\chi^2_{0.05}(2) = 5.99$

4-دراسة استقرارية مؤشر DAX

4-1-اختبار الجذر الوحدوي دكي فولر (ADF) and (DF)

الجدول رقم (4-8) اختبار دكي فوللر لجذر الوحدة لمؤشر Dax

	اختبار دكي فوللر للمتساويات DF-(DF-Test for Levels)			اختبار دكي فوللر للفروق الاولى (ADF- Test for Deference)		
		الثابت Intercept	الثابث و الاتجاه	بدون ثابت None	الثابت Intercept	الثابث و الاتجاه	بدون ثابت None
المتغيرات	T-test	-1.615327	-1.835187	-1.811047	-31.71387	-31.72157	-31.7015
	P-Value	0.4743	0.6869	0.2175	0.0000	0.0000	0.0000

من إعداد الطالب بالاعتماد على eviews 08

من خلال الجدول أعلاه يتضح لنا عند اختبار Df للمستويات كانت القيم المحسوبة بالقيمة المطلقة عند وجود ثابت وعند وجود ثابت واتجاه وبدون ثابت القيمة الجدولية عند القيمة الحرجة 5 %،1% اكبر من T test ومنه نقبل H0 ونرفض H1 أي السلسلة غير مستقرة .

كما نلاحظ أن القيم المحسوبة ل p-value وجود ثابت وعند وجود ثابت واتجاه وبدون ثابت أقل من القيم الجدولية عند القيمة الحرجة 5 %،1% ومنه نقبل H0 ونرفض H1 أي السلسلة غير مستقرة .

وعند اختبار دكي فولر للفروق الأولى ADF فإن القيمة المحسوبة ل T tes عند وجود ثابت أو مع وجود ثابت واتجاه أو بدون ثابت أكبر من القيمة الجدولية القيمة الحرجة 5 %،1% .اي نقبل H1 ونرفض H0 ومنه السلسة مستقرة .

كما أن اختبار دكي فولر للفروق الأولى كانت القيمة المحسوبة ل p-value عند وجود ثابت أو مع وجود ثابت واتجاه أو بدون ثابت أكبر من القيمة الجدولية القيمة الحرجة 5 %،1% .اي نقبل H1 ونرفض H0 ومنه السلسة مستقرة.

4-2-اختبار فيليبس-وبيرون (PP) لسلسلة مؤشر dax :

نقوم باختبار PP وذلك للمستويات وللفروقات والجدول التالي يوضح ذلك:

الجدول رقم (4-9) يوضح اختبار فيليبس-وبيرون لجذر الوحدة لمؤشر dax
Phillips-Perron Test (PP) Unit Root Tests

المتغيرات	اختبار فيليبس-وبيرون للمتساويات (PP-Test for Levels)			اختبار فيليبس-وبيرون للفروق الاولى (PP- Test for Deference)		
	T-test	الثابت Intercept	الثابت و الاتجاه Trend and Intercept	بدون ثابت None	الثابت Intercept	الثابت و الاتجاه Trend and Intercept	بدون ثابت None
	-1.615156	-1.861615	-1.184886	-31.71320	-31.72121	-31.70078
	P-Value	0.4744	0.6736	0.2162	0.0000	0.0000	0.0000

من إعداد الطالب بالاعتماد على eviews 08

حسب مؤشر سلسلة dax فان اختبار PP فيليبس بيرون للمستويات كانت القيم المحسوبة بالقيمة المطلقة عند وجود ثابت وعند وجود ثابت واتجاه وبدون ثابت القيمة الجدولية عند القيمة الحرجة 5 %،1% اكبر من T test ومنه نقبل H0 ونرفض H1 أي السلسلة غير مستقرة .

كما نلاحظ أن القيم المحسوبة ل p-value وجود ثابت وعند وجود ثابت واتجاه وبدون ثابت أقل من القيم الجدولية عند

القيمة الحرجة 5 %،1% ومنه نقبل H0 ونرفض H1 أي السلسلة غير مستقرة .

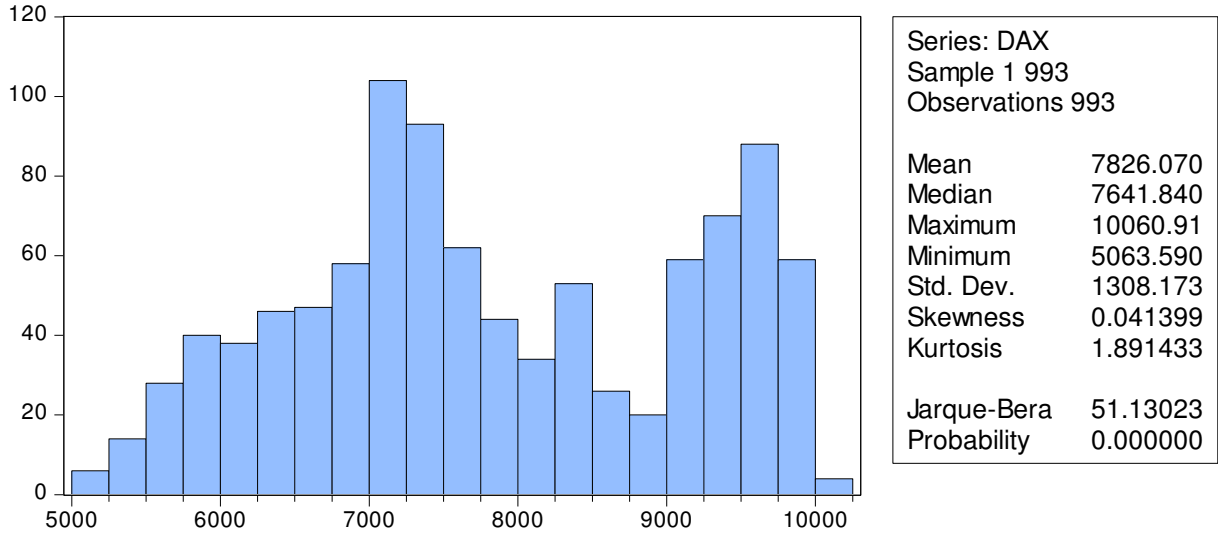
وعند اختبار دكي فولر للفروق الأولى ADF فإن القيمة المحسوبة ل T tes عند وجود ثابت أو مع وجود ثابت واتجاه أو بدون ثابت أكبر من القيمة الجدولية القيمة الحرجة 5 %،1% .اي نقبل H1 ونرفض H0 ومنه السلسة مستقرة .

كما أن اختبار دكي فولر للفروق الأولى كانت القيمة المحسوبة ل p-value عند وجود ثابت أو مع وجود ثابت واتجاه أو بدون ثابت أكبر من القيمة الجدولية القيمة الحرجة 5 %،1% .اي نقبل H1 ونرفض H0 ومنه سلسة مؤشر dax. مستقرة.

4-3-دراسة معايير توزيع لمؤشر Dax

، فهل سلسلة المؤشر خلال فترة الدراسة ذات توزيع طبيعي؟

الشكل (4-4): التوزيع الاحتمالي لسلسة مؤشر Dax



من إعداد الطالب بالاعتماد على eviews 08

نلاحظ من الشكل أعلاه أن مؤشر بورصة المانيا لا تتوزع توزيعا طبيعيا وذلك من خلال معياري Skewness والذي يختلف عن الصفر و Kurtosis؛ إذ أن هذا الأخير يختلف عن 3، وإحصائية Jarque-Bera أكبر من إحصائية $\chi^2_{0.05}(2) = 5.99$

5-دراسة الاستقرارية لسلسلة مؤشر ftse

5-1-اختبار الجذر الوحدوي دكي فولر (ADF) and (DF) لسلسلة مؤشر اسبانيا Ftse

الجدول رقم (4-10) اختبار دكي فوللر لجذر الوحدة لمؤشر Ftse

	اختبار دكي فوللر للمتساويات DF-(DF-Test for Levels)			اختبار دكي فوللر للفروق الاولى (ADF- Test for Deference)		
		الثابت Intercept	الثابث و الاتجاه	بدون ثابت None	الثابت Intercept	الثابث و الاتجاه	بدون ثابت None
المتغيرات	T-test	-1.683673	-3.243799	0.284379	-31.2882	-31.27667	-31.30012
	P-Value	0.4393	0.0766	0.7681	0.0000	0.0000	0.0000

من إعداد الطالب بالاعتماد على eviews 08

من خلال الجدول أعلاه يتضح لنا أن سلسلة مؤشر ftse عند اختبار Df للمستويات كانت القيم المحسوبة بالقيمة المطلقة عند وجود ثابت وعند وجود ثابت واتجاه وبدون ثابت القيمة الجدولية عند القيمة الحرجة 5 %،1% اكبر من T tes ومنه نقبل H0 ونرفض H1 أي السلسلة غير مستقرة .

كما نلاحظ أن القيم المحسوبة ل p-value وجود ثابت وعند وجود ثابت واتجاه وبدون ثابت أقل من القيم الجدولية عند القيمة الحرجة 5 %،1% ومنه نقبل H0 ونرفض H1 أي السلسلة غير مستقرة .

وعند اختبار دكي فولر للفروق الأولى ADF فإن القيمة المحسوبة ل T tes عند وجود ثابت أو مع وجود ثابت واتجاه أو بدون ثابت أكبر من القيمة الجدولية القيمة الحرجة 5 %،1% .اي نقبل H1 ونرفض H0 ومنه السلسة مستقرة .

كما أن اختبار دكي فولر للفروق الأولى كانت القيمة المحسوبة ل p-value عند وجود ثابت أو مع وجود ثابت واتجاه أو بدون ثابت أكبر من القيمة الجدولية القيمة الحرجة 5 %،1% .أي نقبل H1 ونرفض H0 ومنه السلسة مستقرة.

5-2-اختبار فيليبس-وبيرون (PP) لسلسلة مؤشر Ftse :

نقوم باختبار PP وذلك للمستويات وللفروقات والجدول التالي يوضح ذلك:

الجدول رقم (4-11) يوضح اختبار فيليبس-وبيرون لجذر الوحدة لمؤشر Ftse

Phillips-Perron Test (PP) Unit Root Tests

المتغيرات	اختبار فيليبس-وبيرون للمتساويات (PP-Test for Levels)			اختبار فيليبس-وبيرون للفروق الاولى (PP- Test for Deference)		
		الثابت Intercept	الثابت و الاتجاه	بدون ثابت None	الثابت Intercept	الثابت و الاتجاه	بدون ثابت None
	T-test	-1.602517	-3.243963	0.318563	-31.35378	-31.34256	-31.365776
	P-Value	0.4809	0.0765	0.7775	0.0000	0.0000	0.0000

من إعداد الطالب بالاعتماد على eviews 08

حسب مؤشر سلسلة **Ftse** فان اختبار PP فيليبس بيرون للمستويات كانت القيم المحسوبة بالقيمة المطلقة عند وجود ثابت وعند وجود ثابت واتجاه وبدون ثابت القيمة الجدولية عند القيمة الحرجة 5 %،1% اكبر من T tes ومنه نقبل H0 ونرفض H1 أي السلسلة غير مستقرة .

كما نلاحظ أن القيم المحسوبة ل p-value وجود ثابت وعند وجود ثابت واتجاه وبدون ثابت أقل من القيم الجدولية عند القيمة الحرجة 5 %،1% ومنه نقبل H0 ونرفض H1 أي السلسلة غير مستقرة .

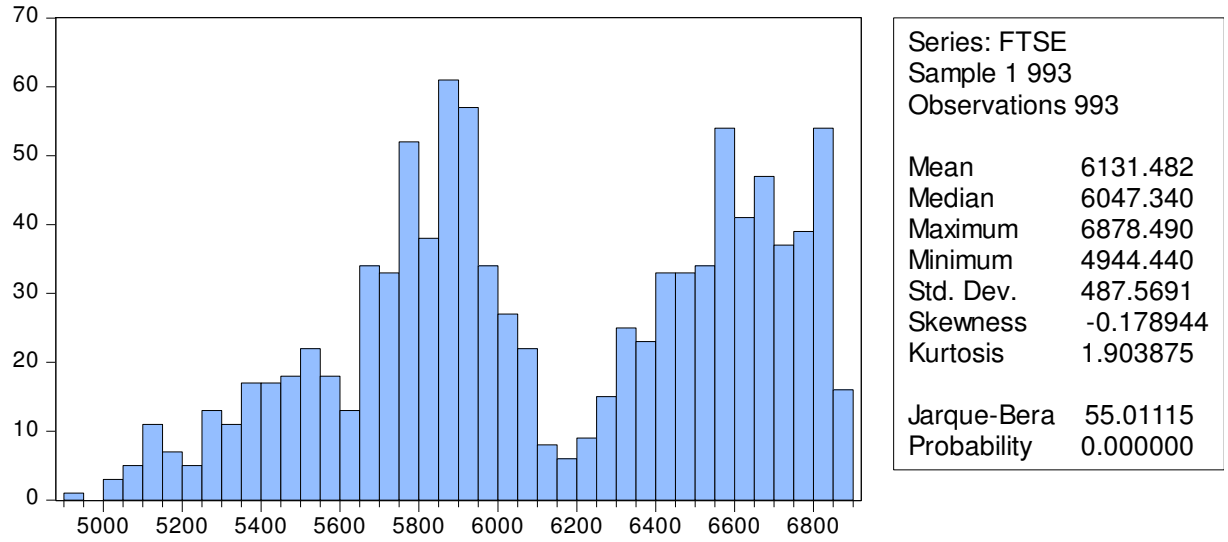
وعند اختبار دكي فولر للفروق الأولى ADF فإن القيمة المحسوبة ل T tes عند وجود ثابت أو مع وجود ثابت واتجاه أو بدون ثابت أكبر من القيمة الجدولية القيمة الحرجة 5 %،1% .اي نقبل H1 ونرفض H0 ومنه السلسة مستقرة .

كما أن اختبار دكي فولر للفروق الأولى كانت القيمة المحسوبة ل p-value عند وجود ثابت أو مع وجود ثابت واتجاه أو بدون ثابت أكبر من القيمة الجدولية القيمة الحرجة 5 %،1% .اي نقبل H1 ونرفض H0 ومنه سلسة مؤشر **Ftse**. مستقرة.

5-3-دراسة معايير توزيع لمؤشر Ftse.

هل سلسلة المؤشر خلال فترة الدراسة ذات توزيع طبيعي؟

الشكل (4-5): التوزيع الاحتمالي لسلسة مؤشرFtse .



نلاحظ من الشكل أعلاه أن سلسلة مؤشر بورصة اسبانيا لا تتوزع توزيعا طبيعيا وذلك من خلال معياري Skewness والذي يختلف عن الصفر و Kurtosis؛ إذ أن هذا الأخير يختلف عن 3، وإحصائية Jarque-Bera أكبر من إحصائية $\chi^2_{0.05}(2) = 5.99$

تحليل النتائج:

بناءا على كل الاختبارات السابقة والخاصة بدالتي الارتباط الذاتي والجزئي والاختبارات الخاصة بالاستقرارية والمتمثلة في اختبار ADF لجذر الوحدة للمستويات و للفروقات واختبار فيليبس بيرون للمستويات وللفروقات فإن كل من مؤشر سلسة CAC40 وAthen وDax من 2011/01/03 إلى 2014/12/31 ومنه هناك تأثير لماضي السلاسل الزمنية وهي مستقرة كما أن السلسلة تسير سير عشوائي أي أن هناك انعكاس للمعلومة في المدى القريب على سعر الورقة المالية ومنه بورصة باريس وأثيبنا وألمانيا كفئة على المدى الضعيف.

0

المبحث الثاني : دراسة تحليلية لأثر السياسة النقدية على تكامل أسواق منطقة اليورو

نضرا لما يعرفه العالم اضطرابات في الأسواق المالية في وقتنا الحاضر من تغيرات وحركة كبيرة لرؤوس الأموال واسعة النطاق ونتيجة لهذه التحولات كالعولمة والأزمات المالية والاقتصادية ، أصبح من الضروري التفكير في الآثار المترتبة عن ذلك، في وقت تعددت فيه التكتلات النقدية و المالية والاقتصادية و ذلك بظهور العملة الأوروبية الموحدة والمنظمة العالمية للتجارة، وظهور النقود الإلكترونية فلا شك أن لهذه التغيرات والتوجهات المختلفة و المتطاردة على مستوى العالم أثر على تطور لعرض و معدلات الفائدة وبالتالي على التضخم ومنه على النمو والتشغيل والدخل و النشاط الاقتصادي ككل، مما يؤثر بدوره لا محالة على السياسة النقدية.

وهذا ما يوجب إتباع سياسة نقدية رشيدة تضمن استقلالية اكبر للبنوك المركزية صندوق النقد الدولي و الاستقرار النقدي والمالي للأسواق، مما يمكنها من تصحيح الاختلالات الاقتصادية والقيام بوضع و تنفيذ السياسة النقدية التي تساهم في ترقية نموا متوازن ومنتظم للاقتصاد و المساعدة في المحافظة على الاستقرار الداخلي والخارجي، مع العلم أن البنك المركزي أهم مؤسسة في النظام المصرفي وفي السوق النقدية الغير الهادفة إلى الربح وإنما إلى خدمة المصلحة العامة. وفي ظل تحول العالم إلى كوكبة موحدة في التعامل الاقتصادي من جانبه التجاري والمالي وأيضا النقدي، كما ان السياسة النقدية في الاتحاد الأوروبي سياسة فريدة من نوعها على المستوى العالمي سواء من حيث الميكانزماتها أو من حيت آلياتها ومن تم فان التجربة الأوروبية تجربة رائدة تستحق الدراسة نظرا لخصائصها الأساسية و التي ينبغي الوقوف عندها. .

وسنحاول من خلال هذا المبحث إبراز اثأر السياسة النقدية على تكامل الأسواق الأوروبية

وذلك عن طريق تحليل متغيرات التي لها تأثير على مؤشرات أسواق منطقة اليورو خلال الفترة 2014/2002 بطرح التساؤلات التالية:

- ماهي مؤشرات تكامل الأسواق المالية في منطقة اليورو؟ وماهي الآثار الايجابية والسلبية للأورو على دول المنطقة؟
- هل يعتبر سعر صرف اليورو مستقر خلال الفترة 2014/2011 ؟

-هل هناك تأثير عرض النقود وسعر الفائدة ومعدل التضخم والدخل الإجمالي الخام وسعر الصرف على مؤشرات الأسواق المالية في منطقة اليورو؟

-ماهي تداعيات الأزمة الأوروبية على التكامل بمنطقة اليورو؟

أولا :مؤشرات تكامل الأسواق المالية في منطقة اليورو والآثار الايجابية والسلبية للأورو على دول المنطقة

يعتبر التحول إلى سوق موحدة بعملة واحدة قد يؤدي إلى فقدان الميزة النسبية التي تتمتع بها بعض الصناعات في بعض مناطق دول الاتحاد النقدي، كما أن انخفاض تكاليف الصفقات التجارية أدى إلى التركيز إلى حد بعيد على استخدام الطاقات الإنتاجية الضخمة، و هذا ما وفر ميزة نسبية لبعض الأعمال في بعض المناطق على حساب مناطق أخرى، و إعادة توزيع الاستثمارات إلى هذه المناطق أدى بطبيعة الحال إلى إعادة توزيع الأعمال أيضا بينها.

1-مؤشرات تكامل الأسواق المالية في منطقة اليورو

يبرز تكامل الأسواق المالية في منطقة اليورو من خلال ما يؤثره اليورو بصورة ايجابية على أسواق المال الأوربية حيث يؤدي الى تجاوز العديد من المخاطر مثل مخاطر تذبذب أسعار العملات الأوروبية وغيرها من المخاطر وقد قدرت هذه المخاطر بملايين الدولارات ويؤدي تجاوز هذه المخاطر إلى زيادة التنافس بين أسواق المال الأوربية وزيادة كفاءتها على إدارة وتوظيف رؤوس الأموال وهذا يجذب مزيدا من الاستثمارات والودائع إلى هذه الأسواق ويزيد التحويل من الدولار إلى اليورو وأدى ذلك إلى ظهور سوق كبيرة للأسهم والسندات الأوربية سنة 1999 وذلك بدلا من وجود أسواق عديدة مستقلة في هذه الدول وتكون هناك منافسة شديدة داخل هذه السوق بين المستثمرين .

وقد أدى دخول معظم دول الاتحاد الأوربي إلى عضوية اليورو إلى الدفع في اتجاه مزيد من الإصلاحات الاقتصادية وإعادة الهيكلة في هذه الدول ، وهذه الإصلاحات أدت إلى خلق ظروف مواتية لنمو العديد من القطاعات الاقتصادية وخلق جو المنافسة الاقتصادية الايجابية.

كما أن فتح الحدود بين الدول الأوربية يؤدي إلى زيادة حدة المنافسة بين هذه الدول ، واختلاف القطاعات التي تستفيد من هذه المنافسة من دولة إلى أخرى حسب المزايا النسبية والتنافسية التي تتمتع بها كل دولة من دول الأعضاء حيث انه مع اعتماد اليورو تتحسن المراكز التنافسية لهذه القطاعات ومن ثم تقوى مكانتها في الأسواق الأوربية ، ويؤدي ذلك إلى إعادة التخصص وتقسيم العمل داخل الاتحاد الأوربي.

يعمل اليورو على زيادة القوة الشرائية لدى مستخدميه من الأفراد والمؤسسات وذلك لأن تحديد أسعار السلع والخدمات بالعملة الموحدة في اسواق الاتحاد الأوربي يلغي حاجة هؤلاء الأفراد أو المؤسسات الى تبديل العملات الوطنية بعضها ببعض ودفع أعباء مقابل ذلك حيث تقدر المفوضية الأوربية الوفر الناتج عن توقف التحويل بين العملات 2.16بليون دولار أمريكي ، وينعكس هذا الوفر على مصلحة المواطنين والمؤسسات الأوروبية حيث يتمتع المواطنون والمؤسسات بقوة شرائية أينما كانوا داخل منطقة اليورو ، فعلى سبيل المثال لن يكون المواطن الالماني في حاجة الى تبديل المارك مقابل الفرنك الفرنسي عندما يذهب إلى فرنسا مقابل دفع رسوم تبديل تصل الى 5% من قيمة المارك كما أن المؤسسات الوطنية سوف توفر تكاليف استبدال عملتها الوطنية لإتمام أنشطتها في دول الاتحاد الأوربي الأخرى وهذا يقلل من تكاليف الإنتاج ، ويزيد من قدرتها التنافسية داخل الاتحاد الأوربي وخارجه .

كما يؤثر اليورو على جميع الأعمال المصرفية في الجهاز المصرفي الأوربي من مثل عمليات الدفع وإدارة الحسابات والودائع والأوراق المالية ونظم الصرف الآلية ، وذلك لأن البنوك الوطنية الأوربية تنقل سلطاتها إلى سلطة نقدية موحدة وهو البنك المركزي الأوربي الذي يشرف على السياسة النقدية الموحدة ويقوم بمهام الرقابة على البنوك الوطنية ، ويترتب على ذلك تأثر كل من إيرادات ونفقات هذه البنوك الأوربية الوطنية . فبالنسبة للإيرادات يؤدي إلغاء العملات الوطنية إلى إيجاد مرونة عالية بالنسبة لحركة كل المقرضين وأصحاب الودائع بما يجعلهم يحصلون على بعض المكاسب ، وهذا يعني زيادة أسعار الودائع وتخفيض أسعار القروض لجذب اكبر عدد ممكن من العملاء القدامى أو للحفاظ على العملاء ومنعهم من الانتقال إلى التعامل مع البنوك الأخرى ، وينعكس ذلك على إيرادات البنوك الأوربية بالزيادة ، كما ان البنوك الأوربية ستجد أمامها أسواقا واسعة لتقديم خدماتها مهما كان عدد أو مكان فروعها حيث تتم تسوية المدفوعات من خلال نظام المدفوعات الموحد. أما بالنسبة لنفقات هذه البنوك فإنها تتأثر بالسلب أي أنها تزيد ، مما يدفع البنوك الى القيام بعمليات اندماج أو تكتل أو قيامها بالتخصص في تقديم الخدمات الى شريحة معينة من العملاء بهدف تقليل التكاليف.

يؤدي اليورو إلى تعزيز التكامل بين السواق الأسهم المحلية في الدول الأعضاء وهذا يسقط أهم محدد لتوليفة المحفظة الاستثمارية وهو سعر الصرف [6].

1-1-الآثار الايجابية والسلبية للأورو على دول المنطقة

إن اعتماد اليورو في التعامل داخل أوروبا شكل خطوة أساسية نحو توحيد أسواق العمل بين بلدان الاتحاد الأوروبي، كما سيساعد على خلق المزيد من فرص العمل الجديدة في الأجل الطويل، و ذلك لأن وجود عملة أوروبية موحدة ساعد على إلغاء تكاليف التحويل بين العملات الوطنية و سهل عملية انتقال رؤوس الأموال، كما ساعد على إلغاء ضرورة الاحتفاظ باحتياطات كبيرة من العملات الصعبة أو الدولار لتسوية المدفوعات الخارجية.

يؤثر اليورو على جميع الأعمال المصرفية في الجهاز المصرفي الأوروبي، مثل عمليات الدفع، إدارة الحسابات، الودائع، الأوراق المالية و نظم الصرف الآلية، و ذلك لأن البنوك الوطنية الأوروبية نقلت سلطتها إلى سلطة نقدية موحدة و المتمثل في البنك المركزي الأوروبي الذي يشرف –كما سبق و أن أشرنا إليه– على السياسة النقدية الموحدة و يراقب البنوك المركزية الوطنية، مما أدى إلى تأثر كل من إيرادات و نفقات هذه البنوك الأوروبية الوطنية.

[6] http://almadapaper.net/sub/06-143/p04.htm 17/05/2015

يسعى الاتحاد النقدي الأوروبي جاهدا إلى تذويب الفوارق بين الدول الأعضاء بالنسبة للمراكز المالية، وذلك من خلال السياسة النقدية الموحدة، و أسلوب الحد الأدنى للاحتياطي النقدي الذي يحدد من قبل البنك المركزي الأوروبي لدول الاتحاد النقدي، و هذا من أجل تحسين المراكز المالية داخل دول الاتحاد بسبب تكافؤ الفرص و اتساع الأسواق.

يستند إلى العديد من المعطيات مثل انخفاض معدلات التضخم، تدني عجز الموازنة العامة في بلدان اليورو، مما جعله عملة أوروبية قوية تكون منافسة لقوة الدولار الأمريكي.

كما أن بعض القطاعات التي تضررت بعد إطلاق اليورو و ذلك بسبب المنافسة الشديدة في بعض الدول الأعضاء دون غيرها، فعلى سبيل المثال قطاع البناء، و بعض الصناعات الخفيفة و الصناعات الغذائية في ألمانيا تتعرض لمنافسة شديدة من الصناعات المماثلة داخل دول الاتحاد الأوروبي، حيث أن منتجات هذه الصناعات في اسبانيا و ايطاليا و فرنسا و البرتغال أعلى في الجودة و أرخص في السعر[7].

ثانيا:دراسة استقرارية تقلبات سعر الصرف اليورو خلال الفترة 2011/01/03 الى 2014/12/31

1-اختبار الجذر الوحدوي دكي فولر لسعر الصرف اليورو

الجدول رقم (4-12) اختبار دكي فوللر لجذر الوحدة لسعر صرف اليورو

	اختبار دكي فوللر للمتساويات DF-(DF-Test for Levels			
		الثابت Intercept	الثابت و الاتجاه Trend and Intercept	بدون ثابت None
المتغيرات	T-test	- 3.910358	-4.584748	- 3.597469
	P-Value	0.0020	0.0011	0.003

من إعداد الطالب بالاعتماد على eviews 08

من خلال الجدول أعلاه يتضح لنا عند اختبار Df للمستويات كانت القيم المحسوبة بالقيمة المطلقة عند وجود ثابت وعند وجود ثابت واتجاه وبدون ثابت القيمة الجدولية عند القيمة الحرجة 5 %،1% اقل من T tes ومنه نقبل H1 ونرفض H0 أي السلسلة غير مستقرة .

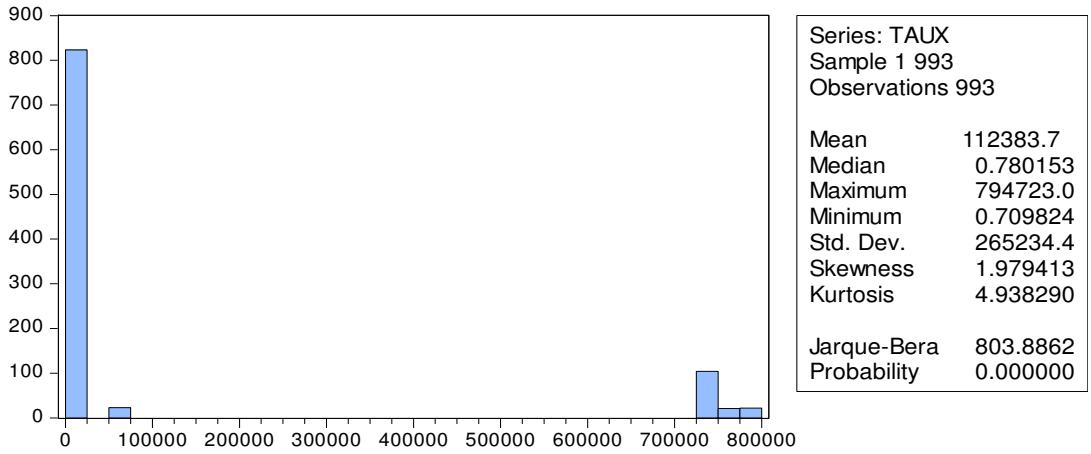
[7]http://www.startimes.com/f.aspx?t=33813915

كما نلاحظ أن القيم المحسوبة ل p-value وجود ثابت وعند وجود ثابت واتجاه وبدون ثابت أكبر من القيم الجدولية عند القيمة الحرجة 5 %،1% ومنه نقبل H1 ونرفض H0 أي السلسلة مستقرة .

2-دراسة معايير توزيع سعر الصرف

، فهل سلسلة المؤشر خلال فترة الدراسة ذات توزيع طبيعي؟

الشكل (4-6): التوزيع الاحتمالي لسلسة سعر الصرف اليورو



من إعداد الطالب بالاعتماد على eviews 08

نلاحظ من الشكل أعلاه أن سعر الصرف يتوزع توزيعا طبيعيا وذلك من خلال معياري Skewness والذي يساوي الصفر و Kurtosis؛ إذ أن هذا الأخير يختلف عن 3، وإحصائية Jarque-Bera أكبر من إحصائية $\chi^2_{0.05}(2) = 5.99$ من خلال الدراسة اختبار df لسلسلة سعر الصرف والتوزيع الطبيعي خلال الفترة 2011/01/03 إلى 2014/12/31 والمتمثلة في 993 مشاهدة يومية فإن سعر صرف اليورو مقابل الدولار مستقر على المدى القريب وهذا راجع لسياسة المعتمدة من طرف البنك المركزي الأوروبي والمتمثلة في التيسير الكمي لعملة اليورو .

ثالثا:دراسة تحليلية لأثر العرض النقدي والتضخم على سوق الأسهم منطقة اليورو

1-معيار استقرار الأسعار" يلزم قانون الوحدة النقدية لمنطقة اليورو من الدولة المؤهلة للانضمام إلى الوحدة النقدية أن تحقق استقرارا في الأسعار بحيث لا يتجاوز معدل التضخم فيها 1,5 %عن متوسط معدلات التضخم في أفضل ثلاثة اقتصاديات في دول الاتحاد النقدي للاورو ذلك في السنة السابقة لفترة الاختبار، لكن هذا المعيار تعرض لانتقاد مهم حيث أن قيمته المعيارية تعتبر متغيرة، بما أنها تعتمد على أداء أفضل ثلاث دول في الاتحاد، فمثلا إذا كان متوسط معدل التضخم في هذه الدول يصل إلى 3% بالإضافة إلى هامش 1,5 %فتكون درجة الاستقرار المطلوبة تبعا لهذا المعيار أكثر تجريدا، كأن يقاس استقرار الأسعار بمعدل تضخم يساوي 2%أو أعلى مثلا، و إذا طبقنا هذا المعيار على دول الاتحاد الأوروبي فسنجد أن معظمها يواجه مشكلات قليلة بالنسبة لهذا المعيار، حيث أن 11 دولة من 15 استطاعت استيفاء هذا المعيار في عام

1995 بمعدلات أقل من 3% إذ تصدرت فنلندا و ألمانيا و بلجيكا قائمة الأداء الاقتصادي لدول الاتحاد تبعا لهذا المعيار، حيث وصل متوسط معدل التضخم لديها إلى نحو 1,4% في عام 1995 و نحو 1,7% في عام 1996، لذلك فلقد استقر القرار على نسبة 2,7%، كما وصل التضخم في دول منطقة اليورو أعلى مستوياته سنة 2002 نحو 2.6%

كما بلغ 2% سنة 2003 ثم بدأ في الانخفاض بفضل السياسة المتبعة من طرف الاتحاد الاوروبي ومنطقة اليورو إذ بلغ 1.5% والتي أدت الى تحسين المستوى العام للاسعار وبدوره الى انعاش الاقتصاديات في منطقة اليورو، واستقر 2% في السنوات 2006/2005/2004 على التوالي مع تصاعد حدة مخاوف الانكماش ومعدلات النمو المتدنية، والتباين الشديد في دول المنطقة خلال الفترات 2007 الى 2009، والتى بلغ فيها التضخم بين 2% و3% ثم تراجعت معدلات التضخم لتصل سنة 2010 إلى 0% وهذا راجع إلى السياسة المتبعة من البنك المركزي الاوروبي وانخفاض البترول والانتعاش في الاقتصاد[8].

الشكل (4– 7) تمثيل التضخم في منطقة اليورو خلال الفترة 2002/1/1 الى 2014/12/31



Source :http://ar.tradingeconomics.com/euro area/inflation-cpi -

تاريخ الاطلاع 2015/04/03

2–العرض النقدي في منطقة اليورو:

لقد كانت (النظرية النقدية)Monetary Theory من بين أهم النظريات التي فسرت الأزمات الاقتصادية بإرجاعها إلى التوسع والانكماش في النقود والائتمان، بل إن الجميع تقريبا يتفقون على أن الجانب النقدي هو المسبب الأساسي لكل

[8] البنك المركزي الأوروبي

الأزمات الاقتصادية، مع الإقرار بان سلوك التغيرات في كمية النقود يتأثر هو الآخر بتحركات المتغيرات غير النقدية كالإنتاج والدخل والاستخدام ومستوى الأسعار والفائدة وتوزيع الدخل والثروة.

وتقوم نظرية كمية النقود في تفسيرها العلاقة بين كمية النقود وبين المستوى العام للأسعار على وجود علاقة تناسبية بين كمية النقود و مستوى الأسعار وذلك بافتراض ثبات حجم المعاملات وسرعة دوران النقود حيث يكون مجموع قيم عمليات التبادل مساويا للمبالغ التي دفعت في تسويتها .

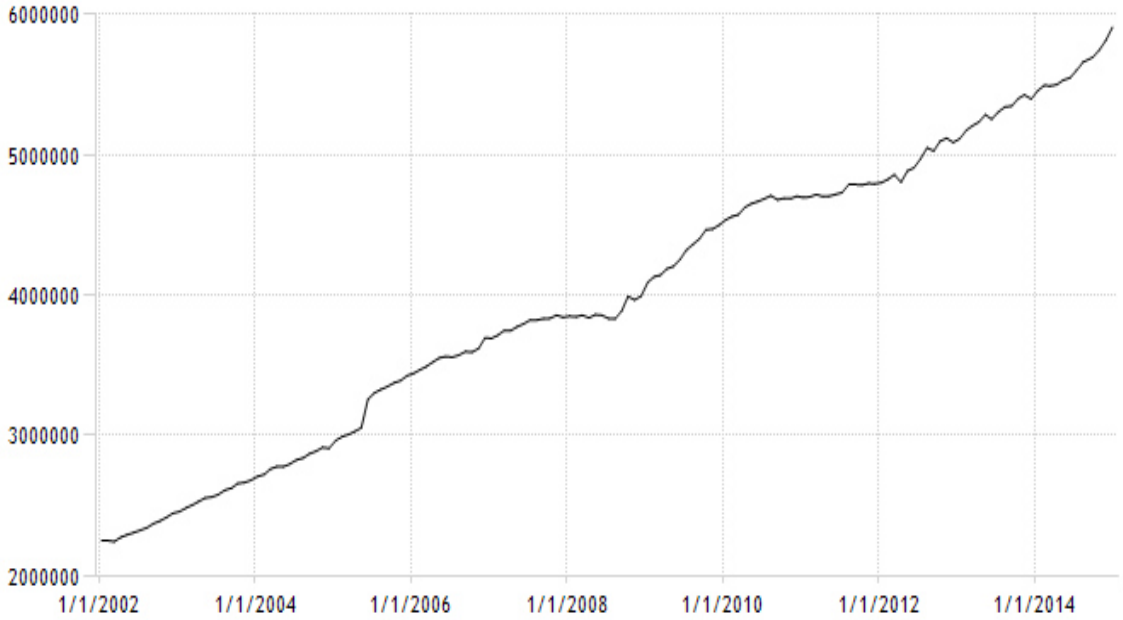
إذن فالنظرية الكمية هي دالة ، المستوى العام للأسعار متغير تابع وكمية النقود متغير مستقل و بثبات كمية المبادلات وسرعة دوران النقود كما أن كمية النقود مضروبة في سرعة دورانها تساوي كمية المبادلات مضروبة في المستوى العام للأسعار و منها يمكن تحديد المستوى العام للأسعار كالتالي$P=M*V/T$ حيث المستوى العام للأسعار =(كمية النقود مضروبة في سرعة دورانها)x(مقلوب حجم المعاملات) [9] فلو قمنا بالمقارنة بين عرض النقود وفي الاتحاد النقدي لمنطقة الاورو والمستوى العام للأسعار خلال الفترة 2014/2002 نجد أن العرض النقدي في اوروبا سنة 2002 حوالي 2.2مليون يورو بينما بلغ المستوى العام للأسعار الورادات في جانفي من سنة 2002 حوالي 80000 مليون اورو كما بلغت أسعار الصادرات في جانفي من نفس النسة 65000 مليون اورو.

كما بلغ العرض خلال السنوات 2006/2005/2004/2003 على التوالي:

(3000000،2650000،2650000،345000) م أورو مقابل مستوى عام لأسعار الورادات بلغ خلال نفس الفترة (105000،80000،79000،75000)م اورو بينما بلغت أسعار الصادرات خلال نفس الفترة (100000،70000،80000،70000)مليون اورو وقد يفسر ذلك التذبذب الحاصل في الميزان التجاري مابين العجز والفائض التفرقات مابين دول منطقة اليورو وقد تميزت هذه الفترة بانتعاش في أسواق واردات منطقة اليورو وبلغ مابين السنوات 2008 /2009حتى سنة 2014 ارتفاع في الورادات بلغ حتى 150000مليون اورو سنة 2009 و160000مليون اورو وهذا راجع إلى سياسة البنك المركزي الأوروبي لتنشيط الاقتصاد وتشجيع الاستهلاك بالمقابل التحكم في التضخم ،كما تتميز هذه الفترة بارتفاع أسعار البترول والمواد الأولية كذلك ارتفاع نسبة التضخم لتصل الى 2.5% سنة 2012 واليورو والشكل التالي يوضح أسعار والورادات.

[9] http://www.google.dz/url?sa=t&rct 14/05/2015

الشكل(4-8)العرض النقدي في منطقة اليورو خلال الفترة 2014/2002



الشكل(4-9) نمو المستوى العام لأسعار الواردات خلال الفترة 2014/2002



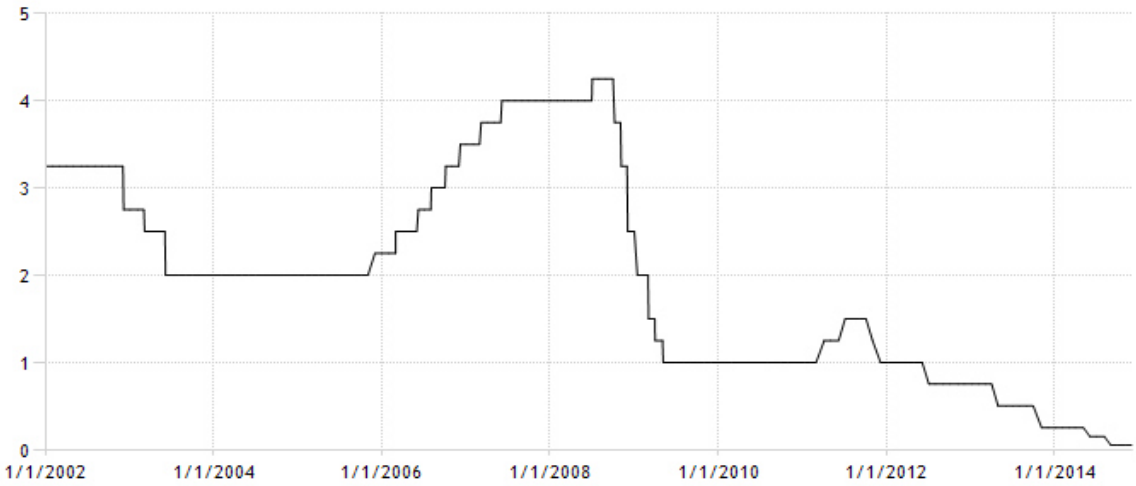
المصدر: http://ar.tradingeconomics.com/charts/euro-area-exports تاريخ الاطلاع 2015/05/15

2- معيار أسعار الفائدة:

يعتبر تقارب معدلات الفائدة خلال مدة سنة قبل الاختبار يعني أن البلد العضو قد تحصل على معدل فائدة اسمي طويل الأجل لا يزيد أكثر من 2% على متوسط هذا المعدل في ثلاثة دول من الاتحاد التي تتمتع بأكثر الأسعار استقرارا، حيث يتم حساب معدلات الفائدة على أساس سندات الدولة أو ما يشابهها، و قد اعتمد نسبة "7,8% "كحد أقصى لسعر الفائدة في

حين بلغ سعر الفائدة جانفي من سنة 2002 ما يقارب 3.3 % مقابل متوسط مؤشرات أسعار أسهم بلغت 3750 نقطة نفس السنة وقد أعلن البنك المركزي الأوروبي تخفض سعر ديسمبر 2003 إلى أن وصل 2.6 % ووصل معدل الفائدة سنة 2005 إلى 2 % واستقر على هذا المعدل إلى غاية جوان سنة 2007 إذ بلغ بمعدل 4% ووصل إلى أعلى مستوياته سنة 4.2%

الشكل(4–10) أسعار الفائدة للبنك المركزي الأوروبي خلال 2014/12/31–2002/01/01



0

تاريخ الاطلاع 2015/05/15 http://ar.tradingeconomics.com/euro-area/interest-rate

كما هو ملاحظ في الشكل أعلاه أن أسعار الفائدة بدأت في الانخفاض مع بداية السداسي الثاني لسنة 2008 وقد بلغت 1% إلى غاية جوان 2011 وقد يكون ذلك راجع للآثار الأزمة المالية العالمية وكما نلاحظ تراجع انتعاش أسعار الفائدة في البنك المركزي إلى أن وصل أكتوبر 2011 حوالي 1.4% وقد اثر التذبذب في أسعار الفائدة على متوسط مؤشر العام لأسهم منطقة اليورو إذ بلغ سنة 2003حوالي 1750نقطة أي بانخفض قدره 2000نقطة كما بلغ مؤشر السوق 3500نقطة سنة 2006 متأثرا بأسعار الفائدة وقد وصل سنة 2007 إلى 4550نقطة بزيادة قدرها 1050نقطة أي إن هناك تأثير طردي مابين أسعار الفائدة ومؤشر السوق منطقة اليورو،كما أشار البنك المركزي بأن أنه لا يوجد المزيد من التخفيضات في أسعار الفائدة على الطاولة وقد تحول بالكامل جهود البنك المركزي لتوسيع الميزانية العمومية وإطلاق برنامج تيسير كمي كامل، ولكن التباين في السياسة النقدية بين المركزي الأوروبي وبنك الاحتياطي الفيدرالي الآن أكثر من وضوحًا الآن. كما يشير " **Clemente De Lucia** إن البنك المركزي قد يقرر تصعيد الخطاب، كما أن لديه العديد من

الخيارات المتاحة حيث أن برامج الشراء ونظام القروض الحالي لا يثير الآثار المرجوة لرفع التضخم وتعزيز التعافي. مثل هذا من شأنه أن يلقي بثقله على اليورو بشكل كبير[10]

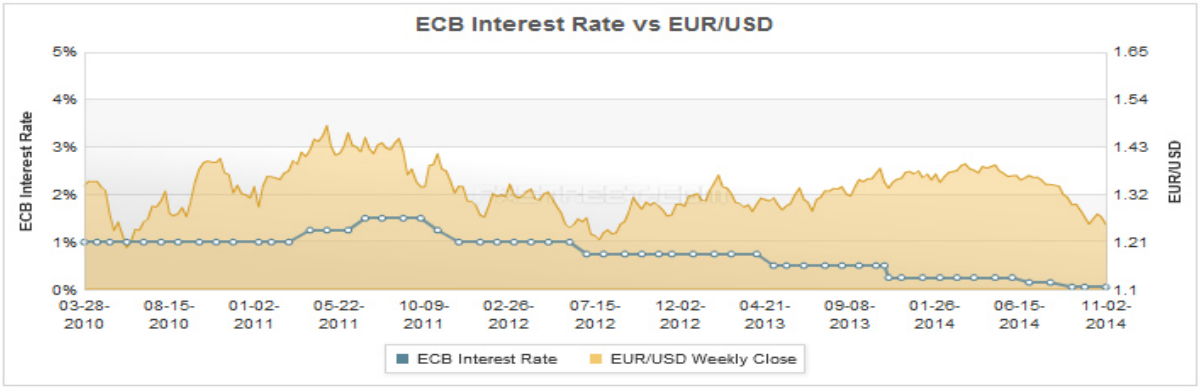
الشكل(4–11) تذبذبات مؤشر أسعار الأسهم لمنطقة اليورو خلال الفترة 2002/01/01 الى 2014/12/31



http://ar.tradingeconomics.com/euro-area/stock-market تاريخ الاطلاع 2015/05/15

بالمقابل فان أزمة الديون السيادية [11]والتي عصفت بمنطقة اليورو كان لها تأثير كبير على أسعار والفائدة وبالمقابل مؤشر السوق كما هو ملاحظ خلال سنة 2012 والذي وصل فيها مؤشر أسعار الأسهم 2050 نقطة وفي السداسي الثاني من سنة 2014 بدات أسواق الأسهم الأوروبية في التعافي بفضل السياسة المتبعة من دول الاتحاد والبنك المركزي الأوروبي كعملية تنشيط سوق الأوراق المالية ونقديم اعانات لدول منطقة اليورو من اجل مواجهة الازمة لكن يبقى هذا الحل مؤقت وقد اثر ذلك على موشرات أسعار الأسهم إلى أن بلغت نهاية شهر نوفمبر من نفس السنة 3800نقطة كأعلى حد منذ انفجار أزمة اليورو 2012 .

الشكل(4–12) تقلبات أسعار الفائدة في منطقة الاورو والدولار



Source: http://ar.fxstreet.com/analysis/central-bank-forecast-ecb-boe/2014/11/06/

[10] http://ar.fxstreet.com/analysis/central-bank-forecast-ecb-boe/2014/11/06/

[11] سنتكلم عليها بالتفصيل في المبحث الثالث.

كما أن البنك المركزي الأوروبي حاول توسيع من قائمة الأوراق المالية المؤهلة للشراء بما في ذلك سندات الشركات. على الرغم من أنه يُعد خيارًا جيد، كما سيمضي البنك المركزي الأوروبي تأثيره على الاقتصاد من التدابير التي اتخذت كبرنامج شراء الأصول المغطاة، وسيتم القيام بسبع عمليات إعادة التمويل طويل الأجل خلال منتصف سنة 2016، المستهدفة على المدى الطويل .(TLTRO) كما قد يقرر البنك المركزي تصعيد الخطاب، ملمحًا إلى أنه لا يزال لديه العديد من الخيارات المتاحة حيث أن برامج الشراء ونظام القروض الحالي لا يثير الآثار المرجوة لرفع التضخم وتعزيز التعافي.

الجدول رقم (4-13) **العرض النقدي والتضخم أسعار الفائدة لمنطقة اليورو خلال الفترة 2014/2002**

السنوات	العرض النقدي مليون يورو	التضخم %	اسعار الفائدة %
2002	2200000	2,6	3,3
2003	2470000	2	2,6
2004	2650000	1,5	2
2005	3000000	2	2,3
2006	3450000	2	3,4
2007	3600000	1,8	4
2008	3850000	3	1
2009	4000000	1	0
2010	4500000	0	1,4
2011	4800000	1,4	1,4
2012	4900000	2,5	2,5
2013	5100000	1	1
2014	5150000	0,4	0,4

صندوق النقد الدولي والبنك المركزي الأوروبي

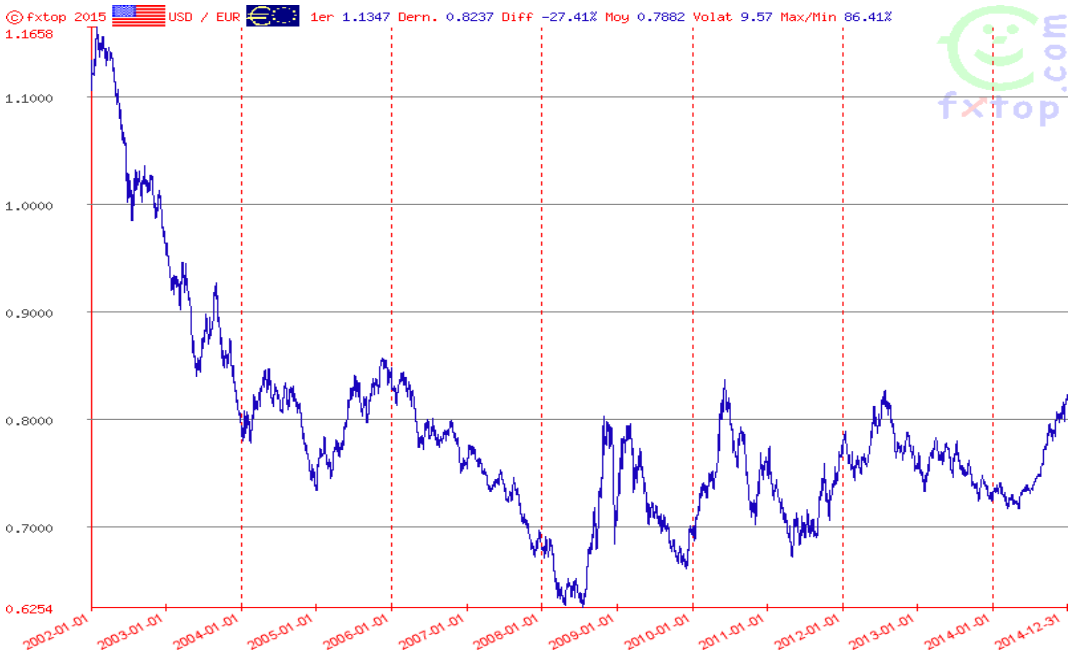
3-معيار سعر الصرف

حسب معايير التقارب فإنه على كل دولة مؤهلة للدخول في الوحدة النقدية أن تشارك في آلية ضبط سعر الصرف أي أن قيمة عملتها تتحرك في الحدود المسموح بها، حيث يتطلب استقرار سعرها في نطاق معين من السماح بتقلباته ضمن هوامش محدودة دون انحرافات إضافية و ذلك لمدة سنتين قبل الاختبار، دون اللجوء إلى تخفيض سعر العملة مقابل أي عملة من الدول الأخرى الأعضاء في الاتحاد الأوروبي.

ومن الجدير بالذكر أنه مع بداية اتفاقية "ماستريخت" عام 1991 كان النطاق الطبيعي لتقلبات سعر الصرف في حدود

2,25% أما الآن و بعد أن تبنى نطاق التقلبات الواسع منذ 1995 فقد أصبح هذا النطاق في حدود 15 %و المهم أن نشير هنا إلى أن الاتفاقية تهدف من هذا المعيار إلى إظهار القدرة الفعلية لدول الاتحاد النقدي الأوروبي على الإحجام عن استخدام أسعار الصرف أداة للتأثير في الظروف الاقتصادية الخارجية.

الشكل(4-13) تمثيل سعر صر ف الاورو مقابل الدولار خلال الفترة 2002/01/01 الى الفترة 2014/12/31



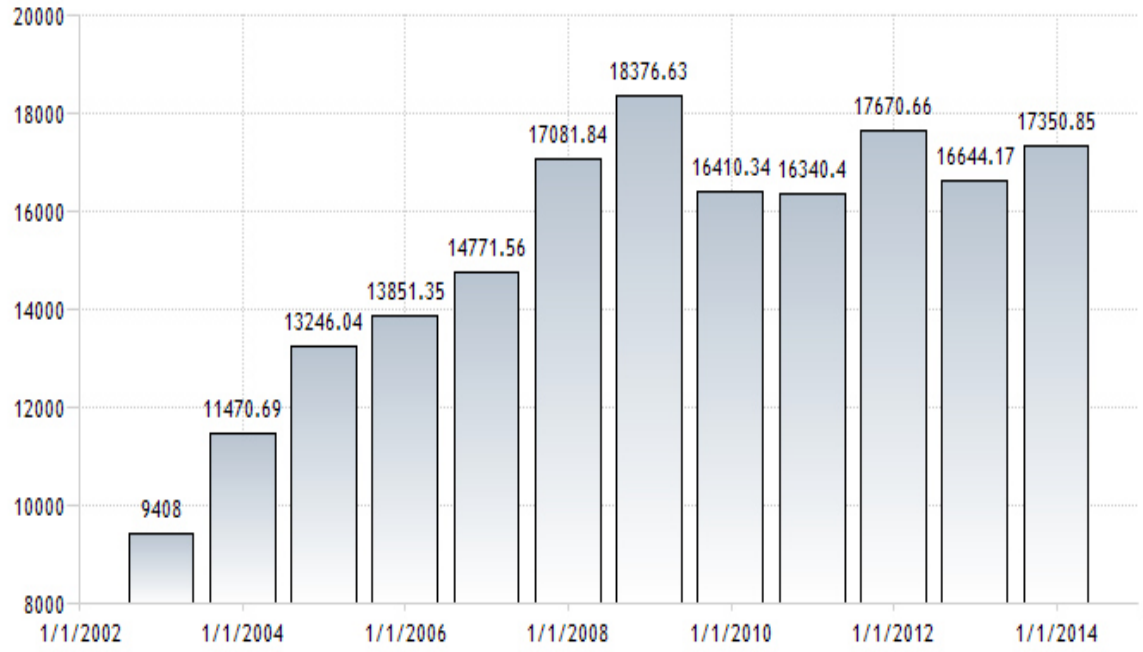
تاريخ الاطلاع 2015/01/11 http://fxtop.com//fr/historique-taux-change.php?A

ومن الملاحظ أن تقلبات أسعار الصرف باعتبارها احد أدوات السياسة النقدية في أوروبا تؤثر بدورها على تكامل أسواق المالية لمنطقة اليورو كما حصل خلال 2012 في اليونان اثر عجزها على تسديد الديون والأزمة كذلك في البرتغال وايرلندا أدت بدورها في التأثير على سعر صرف اليورو وبتالي على الأسواق المالية الأوروبية فقد بلغ سعر صرف اليورو مقابل الدولار جانفي 2011 حوالي 0,74 وفي أكتوبر 2012 بلغ 0,77 في المقابل كان مؤشر أسعار الأسهم عند هذا التاريخ 3500نقطة جويلية 2013 بلغ سعر صرف اليورو مقابل الدولار 0,76 وبالمقابل مؤشر أسواق الأسهم منطقة اليورو بلغ عند نفس التاريخ 2500نقطة أسعار كما بلغ سعر الصرف جانفي 2014 مايقارب 0.79 وفي ديسمبر 0.82 مقابل 3500نقطة [12]اذن فإن تقلبات أسعار الصرف خلال هذه الفترة لها تأثير على مؤشرات أسعار الأسهم أي هناك علاقة طردية بين اسعار صرف اليورو وأسعار الأسهم .

[12] البنك المركزي الاوربي، وصندوق النقد الدولي

4-معيار عجز الموازنة: حددت الاتفاقية المنظمة لعملة اليورو أن الدول المؤهلة لا بد ألا تزيد نسبة العجز السنوي في موازنتها العامة على 3 %من إجمالي ناتجها المحلي، إلا إذا انخفضت نسبة هذا العجز انخفاضا جوهريا و متواصلا لتقترب من القيمة المعيارية بصفة استثنائية و مؤقتة، و بقيت نسبة العجز قريبة من هذه القيمة، باعتبار الميزان التجاري احد وسائل السياسة النقدية المعبرين عن مدى نجاعتها فقد اقر صندوق النقد الدولي أن الميزان التجاري في منطقة اليورو حقق توازن سنتي 2002 /2004 ، كما حقق سنة 2005 عجز قدر ب 2500 مليون اورو وفي جانفي 2008 بلغ عجزه 14000مليون اورو كان هذا العجز ناتج عن الاختلافات بين الدول وفي فيفري 2011 عجزا ب16000 مليون اورو، فائضا قدر ب40000 مليون اورو سنة 2012 أي ما نسبته2.66 % من الناتج المحلي الاجمالى والبالغ 17670.66مليار اورو لدول المكونة له من نفس السنة و هذا يطابق المعيار، ثم عاد إلى التوازن جانفي 2014 وفي سبمتبر من نفس السنة حقق عجزا ب 5000م اورو ا ي بنسبة 0.25- % من الناتج المحلي الإجمالي للاورو .

الشكل(4-14) الناتج المحلي الاجمالي لمنطقة اليورو خلال الفترة من2002/01/01الى 2014/31/12



http://ar.tradingeconomics.com/european-union/gdp

ومن الجدير بالذكر أن الدين الخارجي له تأثير كبير على استقرارية العملة الحقيقية خاصة المعاملات ذات الطابع التجاري للدول المنافسة للاتحاد النقدي الأوروبي وقد أعلن صندوق النقد الدولي أن نمو القروض في منطقة اليورو بلغت في فيفري

2004 مايقارب 500000 م اورو وفي مارس 2006 مايقارب 800000م اورو في بداية 2010 وجوان 2014حوالي مليار اورو

المبحث الثالث: تداعيات الأزمة الأوربية و أثرها على الوحدة النقدية لليور

خصص هذا المبحث لتعريج على الأزمة الأوروبية وأثرها على الوحدة النقدية في منطقة اليورو

أولا :تداعيات و أسباب ظهور الأزمة الأوروبية

1-تعريف الأزمات المالية :

يمكن تعريف الأزمة من الناحية الاجتماعية بأنها تلك الحالة التي تؤدي إلى توقف الأحداث المنظمة والمتوقعة واضطراب العادات والعرف مما يستلزم التغيير السريع لإعادة التوازن و لتكوين عادات جديدة أكثر ملائمة .

أما المفهوم العلمي لها: فيشير إلى أنها موقف أو حدث مفاجئ غير متوقع فيه إثارة ؛وعنف؛ومدته الزمنية قصيرة ولكن "مايكل بريتشر" يرى أنها ليست بالضرورة أن تكون قصيرة بل قد تمتد إلى عدة أشهر.[13]

لذا يمكن القول أن الأزمة هي عبارة عن تزايد و تراكم مستمر لإحداث وأمور غير متوقعة علي مستوى جزء من النظام أو النظام كله؛ بالإضافة إلى التأثير الشديد على أطراف داخل النظام أو خارجه ماديا و نفسيا و سلوكيا .[14]

أما الأزمة المالية فيمكن تعريفها كما يلي:

يقصد بها التدهور الحاد في الأسواق المالية لدولة ما أو مجموعة من الدول؛ والتي من أبرز سماتها فشل النظام المصرفي المحلي في أداء مهامه الرئيسية ؛ والذي ينعكس سلبا في تدهور كبير في قيمة العملة و أسعار الأسهم ؛ مما ينجم عنه آثار سلبية في قطاع الإنتاج والعمالة ؛وما ينجم عنها من إعادة توزيع الدخول والثروات فيما بين الأسواق المالية الدولية.

لذا فهي تعبر عن تلك التذبذبات التي تؤثر كليا أو جزئيا على مجمل المتغيرات المالية، حجم الإصدار، أسعار الأسهم والسندات، وكذلك اعتمادات الودائع المصرفية، ومعدل الصرف.

---

[13] السيد عليوة،**إدارة الأزمات في المستشفيات** ،استرال للطباعة والنشر و التوزيع،القاهرة،2001، ص 13.

[14] عرفات تقي الحسني، **التمويل الدولي**، دار مجلاوي للنشر ، عمان ؛1999،ص200.

2-المؤشرات الاقتصادية للتعرض للأزمات:

يمكن تصنيف المؤشرات الاقتصادية الدالة على إمكانية التعرض لأزمات وصدمات في نوعين كما يبينهم الجدول التالي

الجدول (4-14): **المؤشرات الاقتصادية للتعرض للأزمات**

التطورات في الاقتصاد الكلي	الخصائص الهيكلية البنيوية
ارتفاع معدل التضخم	نظام جمود معدلات التبادل
نمو سريع في التدفق النقدي	إستراتيجية النمو المتزايد في الصادرات
انخفاض حقيقي لنمو الصادرات	قطاع التصدير أكثر تركيزا
النمو السريع في الاعتمادات المحلية كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي	ارتفاع معدل التغير في الديون الخارجية
ارتفاع نسبة القروض غير المنتجة إلى إجمالي القروض	ارتفاع حجم الدين الخارجي قصير الأجل
ارتفاع نسبة العجز في الحسابات الجارية كنسبة مئوية من الناتج المحلي الإجمالي	تحرير سوق المال الحديث
نمو الديون الخارجية وزيادة الديون في العملات الأجنبية	إطار ضعيف للإشراف على الأموال وتنظيمها
ارتفاع معدل الفائدة المحلية وارتفاع معدل البطالة	أسواق المال مضمونة بأصول مالية أو عقارية
انخفاض النمو الاقتصادي الحقيقي	سيطرت بعض المؤسسات على سوق الأسهم

المصدر:عبد الحكيم مصطفى الشرقاوي، **العولمة المالية وإمكانية التحكم،عدوى الأزمات المالية**،دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، 2005، ص 39.

3- أزمة اليونان

3-1- نشأة أزمة اليونان:

لقد كان للأزمة المالية العالمية أثر كبير على استقرار الاقتصاد العالمي، فقد عانت كثير من بلدان الستة عشر الأعضاء من منطقة اليورو من عجز كبير في الحساب الجاري وعجز مالي كبير،واقترن ذلك بنمو ضعيف ونسبة ديون مرتفعة ومن ظروف تمويل أكثر صعوبة وآفاق للنمو أشد سوءاً حيث لقد استفادت العديد من الدول الأوروبية من التكامل المتزايد و التدفقات الوافدة الكبيرة من رأس المال، إلا أن ذلك كان له آثار عكسية، حيث أسهمت التدفقات الواردة في ارتفاع مستويات الديون الخارجية و عجز مفرط في الحساب الجاري وزيادة مخاطر الميزانية العمومية. ورغم إشارات التحذير في شكل عجز متزايد في الحساب الجاري و المستويات المرتفعة من الديون العامة إلا أن الأسواق قللت من أهمية هذه المخاطر بالنسبة لبلدان وسط أوروبا وشرقها، وذلك بحكم عضويتها في الاتحاد الأوروبي، إلا أن الأزمة المالية العالمية وتأثيراتها كشفت الضوء على الفروق بين دول الاتحاد الأوروبي، حيث ارتفعت تكاليف التمويل بالنسبة لكل المقترضين السياديين وتقلصت فرص الحصول عليه بصورة حادة، إذ وجدت الحكومات نفسها عاجزة عن الاقتراض من الأسواق المالية لتمويل العجز في ميزانيتها وتسديد تكاليف الديون.

في ظل هذه الظروف ظهرت أزمة اليونان في 2009، وهي أزمة مالية واقتصادية ظهرت عندما كشفت الحكومة اليونانية المتشكلة حديثا أن بيانات الميزانية التي نشرتها الحكومة السابقة لم تظهر العجز بحجمه الحقيقي، لذا فقد انتشرت المخاوف في الأسواق المالية بشأن مقدرة اليونان على تدبير الدين اللازم لتمويل العجز في ميزانيتها مما دفع الأسواق إلى رفع أسعار الفائدة التي يتوجب على اليونان دفعها مقابل الاقتراض وارتفع بالتالي احتمال تعثر اليونان على السداد .

تواجه اليونان تحديا مزدوجاً، فهي تشهد أزمة حادة في المالية العامة تتسم بمستوى شديد من الارتفاع من العجز و الدين العام،كما أنها تعاني مشكلة في التنافسية، حيث بلغ عجز الميزانية 13.6% من إجمالي الناتج المحلي ووصل الدين العام من إجمالي الناتج المحلي إلى 115% في عام 2009 و الملاحظ أن أرقام عجز الموازنة وعجز الحساب الجاري في اليونان هي أعلى بكثير من تلك المسموح بها وفقا لميثاق الاستقرار والنمو في الاتحاد الأوروبي، إذ يدعو هذا الأخير لوضع سقف لعجز الميزانية 3% من الناتج المحلي الإجمالي وسقف الديون الخارجية 60% من الناتج المحلي الإجمالي.[15]

[15] نشرة صندوق النقد الدولي، 2010

3-2-أسباب الأزمة اليونانية

-أصل الأزمة اليونانية يرجع إلى 25 سنة مضت منذ أن أطلق العنان للمصارف وجعلت الاستدانة سهلة بغض النظر عن الضمانات التي تكفل الديون.

-الحكومة اليونانية السابقة زيفت الحسابات القومية و أخفت عجزها المالي خاصة خلال محاولتها للانضمام للاتحاد الأوربي.

-اليونان كان فيها مشكلات هيكلية في بنيتها الاقتصادية وخاصة أن الحكومة الحالية حكومة ذات ممارسات اشتراكية إذ بالغت كثيرا في الإنفاق الحكومي وقدمت الكثير من الدعم لقطاع الخدمات مما قلل من إمكانية التنافس في الاقتصاد اليوناني.

-التهرب الضريبي الذي يحرم الخزينة اليونانية ما يقارب 20 مليار يورو سنويا.

-تضخيم برامج الإنفاق الاجتماعي بأكثر مما تسمح به ظروف الاقتصاد اليوناني.

-إقدام البنك الأمريكي غولدمان ساكس على مساعدة اليونان لإخفاء حجم ديونها الحقيقي، كي تتمكن من تلبية شروط الانضمام لمنطقة اليورو.

-عدم الاستقرار في أسواق الديون اليونانية وغيرها من الأسواق المالية زاد من تداول المشتقات الأخرى، والمعروفة باسم مقايضة العجز عن سداد القروض.

-تعامل الشارع الألماني مع الأزمة اليونانية على أنها أزمة داخلية و على اليونان حل مشاكلها لوحدها.[16]

3-3-المؤشرات الاقتصادية للازمة اليونانية:

لقد فشلت الحكومة اليونانية في تحقيق الإجماع الاجتماعي للإصلاحات الهيكلية التي جاءت متأخرة جدا، إذ كان باستطاعة اليونان أن تتحكم بأوضاعها المالية وتجعلها تحت السيطرة بحلول نهاية 1990 لو أنها أحسنت الاستفادة من عضويتها الجزئية في الاتحاد الأوروبي وانخفاض أسعار الفائدة السائدة آنذاك، حيث كانت الفوائد المدفوعة على الدين تشكل جزءا كبيرا من العجز المالي في اليونان، كما أن ضعف الادخار المحلي كان حاجزا أمام تمويل هذا العجز إذ لم يتجاوز في المتوسط 11% منذ 1990 هذه العوامل دفعت باليونان إلى اللجوء إلى الاقتراض الخارجي وهذا ما يفسر أن أغلب الديون الحكومية لليونان تعود إلى بنوك خارجية، ففي نهاية سنة 2010 كانت 80 % من الديون اليونانية تعود إلى دول أوروبية.

[16] **OCED economic survey of Greece**, 2009

بلغ حجم الدين الحكومي لليونان عند انضمامها إلى منطقة اليورو سنة 2001 إلى 101 % وهذا ما يتجاوز النسبة المتفق عليها في اتفاقية ماستريخت والمقدرة ب 60%، إلا أنه لم يتم التصريح بالقيمة الحقيقية للعجز فقد تم إخفاء الحقيقة وتم إظهار العجز على أنه ضمن المعايير المتفق عليها.

الجدول رقم (4–15): تطور الأداء الاقتصادي لليونان منذ سنة 1980 الوحدة%

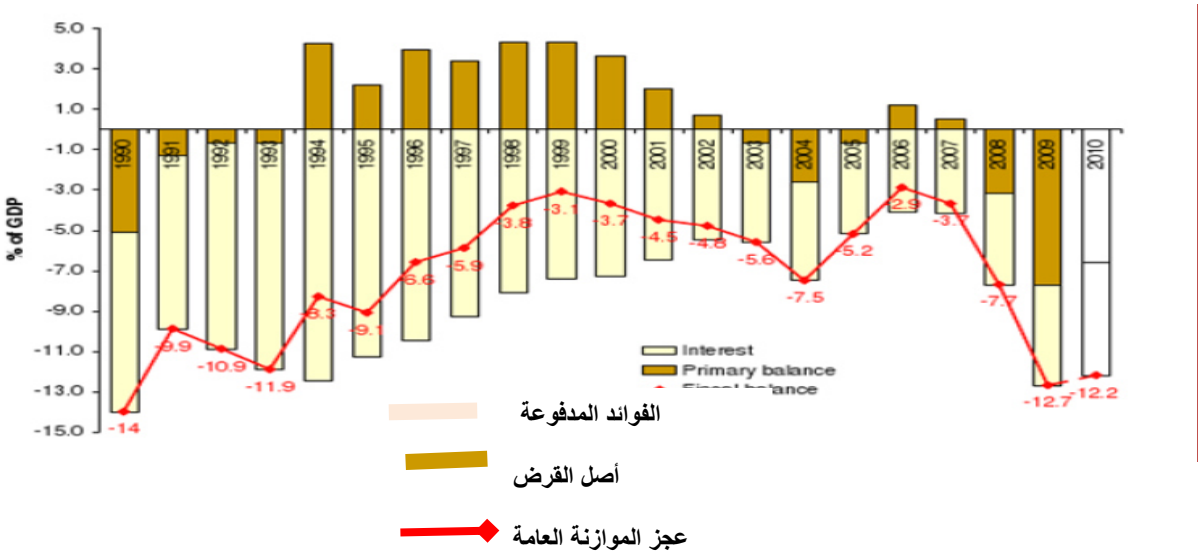
السنة	عجز الموازنة العامة كنسبة من الناتج	عجز الحساب الجاري كنسبة من الناتج	التغير في سعر الصرف مقابل الدولار
1980	8,1_	3,9_	281_
1990	8,5_	2,5_	93_
2000	4,9_	9,5_	35+

المصدر: International monetary fund .

يعتبر يوم 20 أكتوبر 2009 يوما هاما في تاريخ الأزمة اليونانية عندما، أعلن وزير المالية الجديد (جورج باباندرو) George Papandreou أن أرقام رئيس الوزراء السابق كوستاس غير صحيحة ولا تعكس الوضع الحقيقي للاقتصاد اليوناني وأن العجز الحقيقي في الموازنة العامة اليونانية يقدر بـ 12,8 % من الناتج الإجمالي المحلي بدل 3,6 %، أدى الإعلان عن هذه الأرقام إلى صعوبة التنبؤ بقدرة اليونان على السيطرة على وضعها المالي، كما أدى ذلك إلى اهتزاز ثقة المستثمرين، وفي 12 جانفي 2010 أعلنت الهيئة الأوروبية للإحصاء (يورو ستات)(euro stat) أن أرقام الحكومة اليونانية لا يمكن الاعتماد عليها.[17]

17 Mohammed Akram, **The Greek Sovereign Debt Crisis: Antecedents, Consequences and Reforms Capacity**, Journal of Economics and Behavioral Studies Vol. 2, No. 6, pp. 306-318, June 2011, p 307.

الشكل (4–15): تطور العجز المالي لليونان الوحدة:(نسبة مئوية%، مليار يورو)

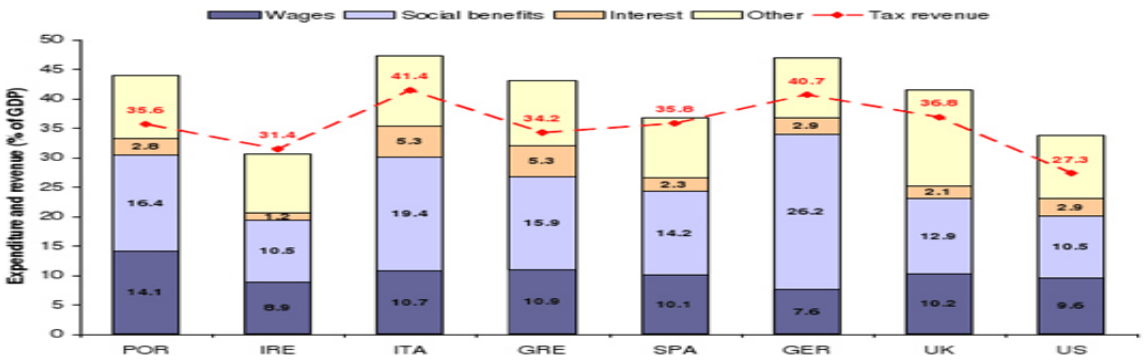


المصدر:Mohammed Akram: **op-cit**, p 308 , .

ومما زاد الأمر تعقيدا إلى جانب المؤشرات الاقتصادية السلبية الفساد الذي ترزح تحته اليونان فحسب منظمة الشفافية الدولية في تقريرها السنوي 2010 اعتبرت اليونان أسوأ دولة مقارنة بباقي دول جنوب أوروبا، اذ بلغت نسبة التهرب الضريبي فيها 30% أي ما يعادل 3,4% من الناتج المحلي الإجمالي في حين كانت النفقات العامة مرتفعة نسبيا مقارنة بالإيرادات العامة، هذه العوامل مجتمعة جعلت اليونان تحتل المرتبة 86 من مجموع 133 دولة واعتبرت بذلك الأسوأ في الاتحاد الأوروبي.

الشكل (4-16): الإنفاق الحكومي والإيرادات PIIGS مقارنة بألمانيا والولايات المتحدة الأمريكية 2000-2007

الوحدة:(النفقات و الإيرادات كنسبة مئوية من الناتج المحلي الإجمالي)



المصدر:**International Monetary Fund (IMF), GFS Statistics** , 2007

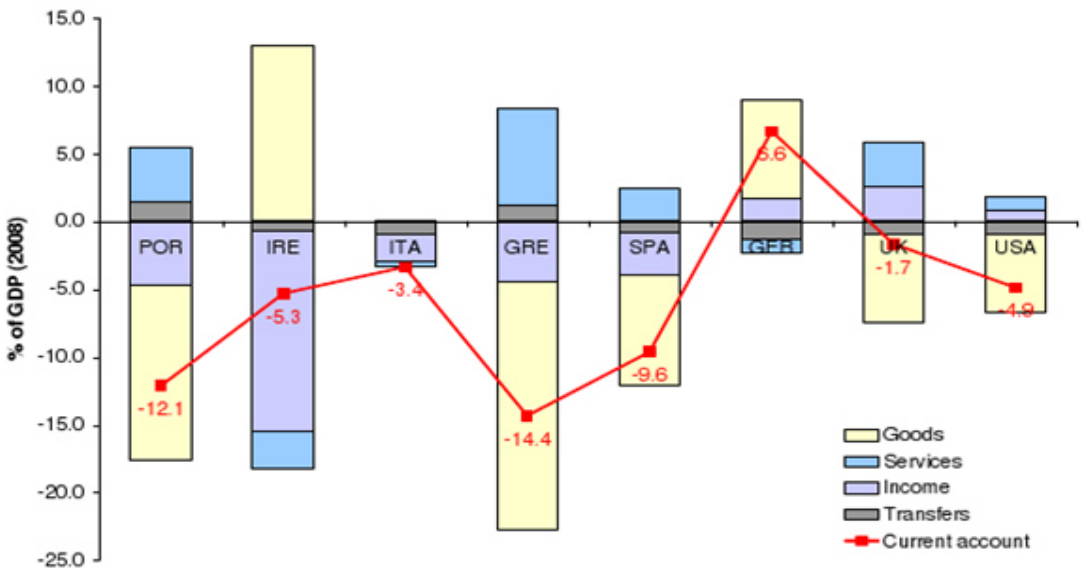
تعتبر النفقات العامة في اليونان مرتفعة للغاية خصوصا في قطاعي الصحة والتعليم بالإضافة إلى ضعف الكفاءة في استخدامها، إذ تعتبر اليونان الأعلى معدلا من حيث الإنفاق الصحي، كما واجهت اليونان صعوبات حالت دون تمكنها من تنفيذ برامجها الإصلاحية، فبالإضافة إلى الفساد السياسي هناك انتشار واسع للرشوة والمحسوبية في قطاع الجمارك مثلا، كما واجهت اليونان لأزيد من عقد معضلة البطالة الهيكلية خصوصا في وسط العمال الشباب.

3-3-1- اليونان في مواجهة العجز :

يعتبر العجز المتزامن في الموازنة العامة والميزان التجاري مشكلة تهدد الاستقرار الاقتصادي لأي دولة كما يمكن القول أن تحليل العلاقة بين الموازنة العامة و الميزان التجاري يبين الأثر المتبادل بين السياسة المالية والسياسة التجارية، مما يدفع بالبلد الذي يعاني من العجز إلى اللجوء إلى الاقتراض الخارجي لتغطية النقص في الادخار المحلي، وبالنسبة للاقتصاد اليوناني فقد سجل تدهورا خطيرا في الحساب الجاري فقد بلغ في سنة 2008 51,5 مليار دولار وهو رقم جد مرتفع بالنسبة لاقتصاد صغير كاليونان، ويعود السبب في ذلك إلى ارتفاع الطلب على السلع الاستهلاكية مما أدى إلى ارتفاع حجم الواردات.[18]

الشكل رقم (4-17): الحساب الجاري لدول PIIGS مقارنة بألمانيا والمملكة المتحدة والولايات المتحدة الأمريكية

الوحدة:(نسبة مئوية% من الناتج المحلي الإجمالي لسنة 2008)



المصدر: International Monetary Fund (IMF), **BOPS**, 2008.

[18] Muhamed Akram,**op-cit**,p 309.

يرى العديد من المحللين أن سبب العجز في الميزان التجاري لليونان يعود إلى ضعف قدرتها التنافسية في مجال التصنيع والصناعات الصغيرة، كما تعتبر اليونان أضعف اقتصاد في منطقة اليورو إذ لا تساهم إلا بـ 11,8 % من إجمالي الناتج الأوروبي، ولم تكن اليونان البلد الوحيد الذي يعاني من العجز المزدوج فإسبانيا والبرتغال كذلك واجهتا نفس المشكل.

ثانيا: اثر الأزمة الأوروبية على الوحدة النقدية

1-اثر الأزمة على سعر الصرف اليورو:

وفي تقرير صادر عن شركة" بيتك "للأبحاث المحدودة 2011 "، أن اليورو سجل أدنى مستوى له منذ نحو عامين على وقع تفاقم أزمة اليونان، وسيطرة المخاوف على مستقبل وجودها في منطقة اليورو، مشيراً إلى أن المؤشرات تنبئ بالمزيد من الخسائر للعملة الأوروبية، وأشار التقرير إلى أن تفاقم أزمة اليونان واحتمال خروجها من منطقة اليورو، زاد المخاوف من احتمال انتشار العدوى لتمتد لدول أوروبية أخرى وتلقى بظلال قاتمة على غالبية الاقتصادات الأوروبية، واصفاً المستقبل الاقتصادي لأوروبا بأنه يزداد سوء اً .ولفت التقرير إلى أن تراجع اليورو لأدنى مستوى له منذ23 شهراً مع تزايد المؤشرات على وجود تباطؤ اقتصادي، جاء نتيجة لفشل الاتحاد الأوروبي في طمأنة المستثمرين.

وحول مستقبل اليونان في منطقة اليورو، وتفاقم المخاوف من خروجها منها مما يزيد من القلق حول تفكك الاتحاد، في الوقت الذي تعمل فيه بعض الدول مثل إسبانيا وإيطاليا جاهدة على تضييق فجوات ميزانياتها[19].

أما على المدى البعيد فهناك عوامل كثير تشير إلى إمكانية تراجع قيمة اليورو، حيث أن الاتحاد الأوربي هو المنطقة الوحيدة التي يمكن أن تشهد تراجع النمو فضلا على أن من شأن إجراءات عملية التقشف إضعاف الأداء الاقتصادي للمنطقة كذلك لن تكون الفروق في أسعار الفائدة في صالح العملة الأوربية الموحدة حيث يبدو أن البنك المركزي الأوربي لن يلجأ إلى رفع الأسعار، وقد ضل البنك المركزي باعتباره الجهة الوحيدة المنوط بها ضبط التضخم مثابرا على إبقاء أسعار الفائدة أكبر من نظيراتها في أمريكا حيث ينوط بالبنك الفدرالي ضبط التضخم ودعم النمو في الاقتصاد، وفي حالتي اليورو والدولار يلعب الفارق الحقيقي في أسعار الفائدة والتغيرات المتوقعة في هذا الفارق دورا مهما في التأثير على تغير قيمة العملة[20].

---

[19] زايري بلقاسم، **كفاية الاحتياطيات الدولية في الاقتصاد الجزائري**، مجلة اقتصاديات شمال إفريقيا، العدد السابع، جامعة حسيبة بن بوعلي، الشلف، 2009 ، ص45

[20] حيدر نعمة الفريجي، **أثر تقلب صرف اليورو في المخاطر المصرفية دراسة تحليلية**، ملتقى الدولي :اليورو اقتصاديات الدول العربية فرص وتحديات، جامعة الاغواط 18-20 أفريل 2005

2-اثر الأزمة على التضخم

إن أثر الأزمة الأوربية على معدلات التضخم لم تكن كبيرة جدا مقارنة مع ما حدث في الأرجنتين والمكسيك وغيرها أثناء الأزمة المماثلة لأزمة اليونان، وهذا يرجع إلى أن الاعتماد على الحل النقدي الكمي المبني على ضخ الأموال لم يحدث في أوربا بسبب البنود المتحكمة في آليات عمل البنك المركزي الأوربي، والتي تنص على منع شراء سندات الدول المتعثر وهو ما عبرت عنه تحديدا ألمانيا واعتبرته خروجا صارخا عن المبادئ والمعاهدات وفتح الباب أمام تواكل الدول المتأزمة لتحل مشاكلها الخاصة على حساب البقية التي كان من الممكن أن تتحمل معدلات تضخم مرتفعة في حال تدخل البنك المركزي الأوربي بشكل أوسع على اعتبار أنه قام بشراء بعض سندات الدول المتعثرة ولكن بنسب قليلة[21].

3-أثر الأزمة الاوربية على معدلات النمو:

من ترتب على الأزمة تذبذبا واضحا في معدلات النمو للناتج وصل إلى 0.1بالمئة في ألمانيا و0بالمئة في فرنسا و0.1 في هولندا و0.2في اسبانيا في الربع الثاني من سنة 2011 كل هذا أدى إلى زيادة المخاوف بشأن الأزمة الاوروبية[22]، حيث يواجه الإنفاق الكلي، بصفة خاصة الاستثماري، تراجعا واضحا بسبب حالة عدم التأكد التي تعانيها المنطقة بشكل عام.

ويعد التباطؤ السريع للنمو الاقتصادي سببا ونتيجة في نفس الوقت لأزمة الديون السيادية في منطقة اليورو ونتيجة للمشاكل المالية لدى مناطق أخرى، لقد ساءت أزمة الديون السيادية في منطقة اليورو خلال عام 2011 بصورة أكبر و فاقمت من حالة القطاع المصرفي، وبالرغم من الخطوات الجريئة من قبل حكومات منطقة اليورو في إطار محاولتها التوصل إلى حلول منظمة لمشكلة ديون اليونان، قوبلت تلك الخطوات باستمرار حالة الاضطراب في سوق المال وتزايد المخاوف بشأن العجز عن الوفاء بالتزامات الديون لدى بعض الاقتصاديات الأكبر داخل منطقة اليورو، وبصفة خاصة إيطاليا أدت في هذا السياق السياسات المالية التقشفية المتبعة للتعامل مع الوضع إلى المزيد من الإضعاف لفرص النمو والتوظيف، الأمر الذي أدي بالتالي إلى خلق المزيد من الصعوبات والتحديات فيما يتعلق بعمليات الضبط المالي وعلية إصلاح وتحقيق التوازن.[23]

ثالثا: أفاق مستقبل منطقة اليورو في ظل الأزمة الأوروبية

---

[21] تقرير إدارة بحوث الاستثمار في شركة مشاريع الكويت الاستثمارية لإدارة الأصول) كامكو (، **ديون الدول الأوروبية وتأثيرها على أداء سوق الكويت للأوراق المالية**.

www.kamconline.com/NewsDetails.aspx?newsId=43822&language=ar

[22] رواق خالد ، **مرجع سابق** ص 153

[22] فريد عبد الفتاح فرح، **البنك المركزي الأوربية وإشكالية رسم السياسة النقدية في دول منطقة اليورو**، الملتقى الدولي حول اليورو وأثره على الدول العربية، جامعة عمار تليجي، الأغواط، 18-20 افريل 2005.

بالرغم من محدودية ثقل الاقتصاد اليوناني في مجمل اقتصاد الاتحاد الأوروبي وفي مجمل اقتصاد منطقة اليورو، إلا أن عدم الثقة التي نجمت عن مشاكل الديون السيادية اليونانية أخذت في الانتقال سريعا إلى بقية دول الاتحاد تقريبا وبشكل نسبي ومتفاوت. وذلك لعدة أسباب أهمها:

-عدم الشفافية الكافية للإفصاح عن حقيقة تضخم الديون السيادية أصبح يمثل صدمة لجميع الأسواق الأوروبية. مما زاد الشكوك حول الموقف المالي في البلدان الأخرى بالاتحاد الأوروبي.

-ضخامة الفجوة بين نسبة ديون الحكومة اليونانية والنسبة التي يحددها ميثاق الاستقرار الأوروبي جعل هناك صعوبة في احتواء الأزمة.

-قيام مؤسسات التصنيف الدولية فور الإعلان عن الأزمة بتخفيض التصنيف الائتماني للسندات الحكومية اليونانية ووصفتها بأنها (Junk Bonds) سندات خردة، وكذلك تخفيض التصنيف الائتماني لدول أخرى في الاتحاد الأوروبي مثل البرتغال، وهو ما جعل الأسواق العالمية تدرك عمق الأزمة وأنها قد تصبح عدوى بين دول الاتحاد الأوروبي، خاصة في ظل توقع تفاقم الديون في عدد من دول الاتحاد

جدول (4-16): نسبة الدين العام في عدد من دول الاتحاد الأوروبي

الدولة	اليونان	البرتغال	اسبانيا	بريطانيا
نسبة الدين العام إلى الناتج المحلي الإجمالي %	101	69	49	70

المصدر:

التقرير الاقتصادي (يصدر عن "مجلس الغرف السعودية")، "**الديون اليونانية وأزمة اليورو: الدروس المستفادة لدول مجلس التعاون الخليجي**"، العدد 19، يوليو 2010، ص 16.

وقد يكون من المفيد أن نرى المشاكل التي يعاني منها اليورو من منظور عالمي. فالولايات المتحدة كانت تشكو من الفوائض في الحساب الجاري (الفوائض التجارية) لدى الصين؛ ولكن الفوائض المتجمعة لدى ألمانيا أضخم إذا قيست باعتبارها نسبة من الناتج المحلي الإجمالي. ولنفترض هنا أن إنشاء اليورو كان المقصود منه إيجاد التوازن التجاري في المنطقة. وإذا كان الأمر كذلك فإن الفوائض لدى ألمانيا تعني أن بقية بلدان أوروبا تعاني من العجز. ولأن واردات هذه البلدان تفوق صادراتها فإن هذا من شأنه أن يضيف إلى ضعف اقتصادها.

ويزعم العديد من المراقبين أن افتقار منطقة اليورو إلى نظام مالي مشترك يُعَد المشكلة الرئيسية التي تعاني منها المنطقة، بيد أن المنافسة على الضرائب والخدمات كما يراها **مايكل بوسكين** أمر مفيد وليس بالأمر الضار. ومع ذلك فلابد من فرض قيود أكثر تشددا، إلى جانب عقوبات جدية وقابلة للتنفيذ، على أوضاع الموازنة المسموح بها، والتأكيد على أهمية الشفافية، إذا أريد لليورو يدوم.

1-خطة إنقاذ اليورو والحلول

يرى بعض المحللين الى أن الأزمة المالية اليونانية إلى أن إقناع صناع القرار السياسي فيما يخص اليورو على أنه غير قادر على إحراز النجاح من دون قدر أعظم من التعاون .إلا أن ألمانيا ، في انسياقها خلف الرأي العام ،عارضت منح اليونان المساعدات التي تحتاج إليها إلا بعد مشاورات مع فرنسا وفي نوفمبر 2011 خرجت دول الاتحاد بخطة إنقاذ خلال قمة حاسمة عقدت في بروكسيل والاتفاق على الخطوط العريضة لهذه الخطة تنص على تخفيض ديون اليونان بحوالي النصف ورصد ألف مليار أورو لمنع انتشار الأزمة. وجرى التوصل للاتفاق بحضور مصرفيين ورؤساء دول ومحافظي بنوك مركزية وصندوق النقد الدولي. وبموجب هذا الاتفاق، تتخلى المصارف عن 50% من الديون المتوجبة لها، ما يوازي مائة مليار أورو من أصل إجمالي الديون العامة اليونانية البالغ 350 مليار أورو. كما ستتلقى اليونان قروضا جديدة من أوروبا وصندوق النقد الدولي بقيمة مائة مليار أورو بحلول نهاية 2014.

وبالموازاة مع خطة الإنقاذ فقد كانت اليونان قد اتخذت العديد من الإجراءات من أجل التقليل من حدة الأزمة وتأكيدها على إتباع سياسة مالية تقشفية .

فالحالة في اليونان أعمق بكثير من أن تكون أزمة سيولة مالية في الدرجة الأولى، تل ارتبطت بالهيكل الاقتصادي والمالي لليونان، وتراكم حجم التهرب الضريبي للقطاع الخاص، وما يعنيه من ضياع للإيرادات العامة الواجبة. وتحذر هذه التحليلات من أن تخفيض عجز الموازنة العامة، وما يعنيه من تخفيض الإنفاق العام مع سعي الحكومة لفرض المزيد من الانضباط الضريبي على القطاع الخاص لضمان تحصيل الإيرادات الأكثر والأوفر سيؤدي بالضرورة إلى فرض أوضاع الركود على الاقتصاد اليوناني وتخفيض معدلات النمو وتراجع التجارة الخارجية وزيادة معدلات البطالة وهي جميعا مؤشرات سلبية لا بد وأن تتسبب في تعميق المشاكل الهيكلية للاقتصاد.

وتعتبر خطة الإنقاذ المعلنة قد تجاهلت كل مبادى الإصلاح الضرورية التي كانت تتطلب أن يتم إعادة جدولة المديونية العامة اليونانية القائمة كلي، بما يضمن تخفيضها بصورة ملحوظة، خاصة أنها مرتفعة وتبلغ حاليا ما يقارب 120 في المائة من الناتج المحلي الإجمالي وتتسبب أقساطها وأسعار فائدتها المرتفعة في أعباء كبيرة تؤدي إلى زيادة عجز الموازنة وتؤدي إلى مزيد من الإقراض والاستدانة لسداد مستحقات الدين الحالي في حلقة مفرغة كان لا بد أن تضمن خطة الإنقاذ الخروج منها، كما حدث في العديد من حالات إعادة جدولة المديونية العامة للدول وما تضمنته من الاعتراف بضرورة تخفيض المديونيات الرسمية ،واعتبار أن هذا الأسلوب هو السبيل الوحيد لتخفيض الدين العام اليوناني والمساهمة في السيطرة علي عجز الموازنة العامة.

ويمكن استنتاج الدروس المستخلصة من هذه الأزمة فيما يلي:

- يجب على بلدان منطقة اليورو أن تتعامل أولاً مع أزمة الديون السيادية، على الحد من عجزها المالي، وتعزيز قوة النظام المصرفي الذي يعاني من نقص التمويل إلى حد مروع. ولكن لكي يتسنى لمنطقة اليورو الخروج من الأزمة الحالية وتحقيق الازدهار بعدها، فإنها سوف تحتاج أيضاً إلى إصلاحات بنيوية شاملة من أجل تعزيز قدرة العمالة على الانتقال داخلياً وتخفيف حدة الضغوط الناجمة عن التعديلات الاقتصادية بين الدول والمناطق المختلفة.
- محاولة تطبيق شفافية مطلقة بين الدول الأعضاء وعدم اللجوء للتستر بشأن الحسابات والمؤشرات الاقتصادية غير الحقيقية وهي الخطوة الأولى لضمان نجاح واستمرارية اليورو.
- محاولة تقليص الفجوات بين الأداءات الاقتصادية لدول الاتحاد ضروري، ذلك أن التكتل الاقتصادي الذي يضم اقتصاديات قوية وأخرى ضعيفة سيكون تكتل هش و عرضة لانتشار العدوى بين أعضائه.
- قد تدرك أوروبا في نهاية المطاف أنه الحل الأكثر تحقيقاً لمصالح كافة الأطراف من خلال تنفيذ الإصلاحات المؤسسية، بما في ذلك وضع الأطر المالية الضروري، وهو الأمر الذي كان من الواجب أن يتم مع بداية إنشاء اليورو.
- والافضل بالنسبة لبلدان الاتحاد الأوروبي الأقل نموا إن لم تعمل على خفض عجز موازناتها فهناك خطر كبير يتمثل في احتمال حدوث هجمة مضاربة، مع تضاؤل الحصول على المساعدات الكافية، أو على الأقل ليس من دون فرض قيود مؤلمة وهدامة تتعلق بالميزانية وتعزز من دورة الركود. وفي حين تتخذ البلدان الأوروبية هذه التدابير، فمن

المرجح أن يصاب الاقتصاد في هذه البلدان بالضعف . وما يترتب على ذلك من عواقب مؤسفة تحول دون التعافي.[24]

2-التكامل الأوروبي و مواجهة الأزمة المالية

توصل زعماء الدول الاوروبية في أكتوبر 2010 إلى ضرورة حل لتسيير الأزمات الميكانيزم الأوروبي للاستقرار المالي، حيث مهد المجلس الأوروبي المنعقد في ديسمبر 2010 الطريق لإجراء تغيير محدود في معاهدة عمل الاتحاد الأوروبي لتطبيق ميكانيزم أوروبي للاستقرار وذلك بإضافة فقرة ثالثة للمادة 136 من المعاهدة" الدول الأعضاء في عملة الأورو ، الذي يشتغل عند الضرورة لحماية الاستقرار في منطقة الأورو في مجملها. حيث المساعدة الممنوحة تحت راية الميكانيزم ستخضع إلى شروط صارمة"، دون المساس بالفقرة 125 المتضمنة "لا للإنقاذ".

وقد اعتمد هذا القرار رسميا في مارس 2011 . وسوف تعرف إجراءات للتصديق من طرف الدول حتى نهاية عام 2012 .وتشتغل الآلية الجديدة خلال عام 2013. والتي تتمتع بالميزات التالية:

يستمد والميكانيزم الجديد عمله من المرفق الأوروبي للاستقرار المالي، على شكل منظمة دولية مؤسس باتفاقية بين أعضاء منطقة الأورو، ويتمتع بقدرة على الإقراض تقدر ب .500 مليار أورو وقاعدة رأس مال 700مليار أورو لضمان تصنيف AAA، كما يتكون من رأس المال حر بقيمة 80 مليار أورو، و620 مليار أورو قابلة للاستدعاء حيث ستكون 40 مليار أورو من رأس المال الحر حاضرة في سنة 2013؛

ستكون المساهمة في رأس المال ميكانيزم الاستقرار إلى حد بعيد مشابهة لما هو عليه رأس مال البنك المركزي الأوروبي؛

تأخذ التدخلات التي يقوم بها ميكانيزم الاستقرار شكل قروض قصيرة ومتوسطة الأجل، إلى جانب التدخل في أسواق السندات السيادية؛

-ويتم تقديم القروض بشروط أفضل من التي يشترطها المرفق الأوروبي الحالي، وبموافقة من وزراء المالية للدول الأعضاء؛

-تقديم المساعدات المرتبطة بالسندات السيادية وفق برنامج إصلاح اقتصادي ومالي.

- الموافقة على تقديم المساعدات وفق تحليل لديون الدولة، يجريها كل من البنك المركزي الأوروبي وصندوق النقد الدولي؛

- يعتبر ميكانيزم الاستقرار كمساعد على توفير السيولة للدول التي تعذر عليها الحصول على التمويل بشرط كون ديونها قابلة للتحصيل؛

[24] ايت يحي سمير،**مرجع سابق**، ص ص-10 11

- إذا بين تحليل قابلية الديون للتحصيل أن البلد يعاني من عدم ملاءة، فإنه يمكن للبلد أن يطلب إعادة جدولة ديونه و موجوداته لدى القطاع الخاص. وإذا كانت القابلية على مشروطة فإن الميكانيزم يمكن أن يقبل بتقديم السيولة؛
- يمكن للدول الاتحاد الأوروبي الغير أعضاء في الأورو المشاركة بطريقة تطوعية في الميكانيزم.

1- إصلاح لانضباطية الميزانية:

يعتبر إصلاح الموازنات الطرف المقابل لميكانيزم الاستقرار للتأكد من أن التضامن الأوروبي في أزمة لا يقوض الجهود الرامية إلى إتباع سياسات مالية مستدامة. ذلك يتطلب قبل كل شيء إصلاح الأداة الرئيسية للتنسيق المالي، أي ميثاق الاستقرار والنمو(SGP) ، الذي تم تقييم فعاليته خلال أزمة الديون الحالية، وأثبت فشل في جعل دول منطقة اليورو تدعم مواقعها المالية في الأوقات الاقتصادية الجيدة . و بالتالي، فإن مرونة الموازنة وقت الأزمة المالية محدودة إلى حد كبير.

2-إجراءات الإصلاح الموازني:

- جعل الدين العام معيار تشغيلي لميثاق الاستقرار والنمو: للامتثال لميثاق الاستقرار والنمو ، فإنه لا يكفي أن يكون عجز الميزانية دون عتبة الـ 3٪ من الناتج المحلي الإجمالي. من الآن فصاعدا، وسوف تعلق أهمية أكبر للدين العام والقدرة المالية العمومية.حيث الدول الأعضاء ذات نسبة ديون أكثر من 60 ٪ من الناتج المحلي الإجمالي وعجز أقل من 3 ٪ من الناتج المحلي الإجمالي يجب أن تخضع لإجراءات العجز المفرط إذا ما اعتبر الحد من الديون غير كافي. إلا أنه لا يكفي خفض العجز أقل من 3 ٪ من الناتج المحلي الإجمالي إذا كان الدين العام مرتفع جدا.
- الفصل الدراسي : هي أداة جديدة لتنسيق السياسات المالية، والمتمثل في نظام المراقبة المالية من طرف" الزملاء." ويتم ذلك من خلال تقديم الدول لميزانياتها للنظر فيها من قبل المجلس الأوروبي ومجلس الوزراء قبل التصويت عليها من قبل البرلمانات الوطنية. حيث يتم استعراض الميزانيات استنادا إلى تقرير من المفوضية الأوروبية.
- تعزيز دور اليورو-ستات (Euro-Stat): يجب أن تم الإشراف على جهود الانضباط المالي عن طريق تحليل وتقييم مستقل عن الوضع الموازني للدول الأعضاء، في هذا الصدد، سيتم تعزيز صلاحيات اليورو-ستات، والمعهد الأوروبي للإحصاء. أما على المستوى الوطني، فتوصي فرقة العمل Van Rompuy بزيادة استخدام هيئات مستقلة مسؤولة عن تقديم تحليل والتقييم والتوقعات للسياسة المالية الوطنية.

3-إنشاء جهاز مخاطر للمجلس الأوروبي (ESRC) :

في محاولات للتصدي للعديد من العيوب التنظيمية بطريقة شاملة، على الصعيدين الأوروبي والعالمي قدمت العديد من التوصيات التي تهدف إلى توحيد وتعزيز المعايير الأوروبية التنظيمية، وليس فقط فيما يتعلق بـ"تكامل" المؤسسات المالية مثل المصارف أو شركات التأمين، ولكن أيضا صناديق الاستثمار و التحوط. ويدعو أيضا لإنشاء هيئة جديدة تسمى جهازية المخاطر للمجلس الأوروبي(ESRC) ، لتجميع وتحليل معلومات الاقتصاد الكلي المتعلقة بالاستقرار المالي. عندما تكون هناك حاجة، فيقوم ESRC بإصدار تحذيرات لهيئات صنع القرار المعنية و الرقابية.

4- تعميق الرقابة التحوطية الكلية

دعا فريق العمل لـ" فان رومبيو (Groupe de Van Rompuy) "إلى تعميق رقابة الاقتصاد الكلي، وقد اقترح في تقريره إنشاء نظام إنذار مبكر للاختلالات الاقتصادية الكلية .وتتمثل آليات الإنذار المقترحة في ما يلي:

- تقييم سنوي لمخاطر الاختلالات و الضعف في الاقتصاد الكلي.
- الكشف عن الاختلالات المفرطة (الحقيقية أو المحتملة) يؤدي إلى إجراء تحليل معمق من طرف لجنة الدولة المعنية؛
- آلية التنفيذ لضمان تطبيق التدابير الواجب اتخاذها عند الاختلالات في الاقتصاد الكلي الضارة:

- في حالة وجود اختلال وخصوصا خطير، ينبغي على المجلس أن يقرر، بناء على توصية اللجنة، الإعلان عن الدولة من الدول الأعضاء المعنية" الخلل المفرط"؛
- ينبغي للمجلس، بناء على توصية من اللجنة، التوجه إلى الدولة العضو المعنية بالتوصيات الموجهة لتصحيح الاختلالات؛
- يجوز اتخاذ عقوبات ضد الدول الأعضاء في منطقة اليورو في حالة تكرار عدم الامتثال لتوصيات المجلس. ولا يحق إلا للدول الأعضاء في منطقة اليورو أن يشاركوا في التصويت على قرارات المجلس بشأن فرض عقوبات على أساس المادة (TFEU 136 وصوت الدولة المعنية لن يحتسب).

5- إنشاء اتفاق للتنافسية:

عرفت الفروق في التنافسية كمشاكل على أعلى المستويات السياسية في بداية فيفري 2011 قدم كل من" أنجيلا ميركل و نيكولا ساركوزي"مبادرة" لإنشاء اتفاق للتنافسية"، والهدف من ذلك، هو زيادة التوافق وتعزيز القدرة التنافسية في منطقة اليورو عن طريق القيام بـ" خطوات ملموسة خاصة وقد تم تبني الفكرة من قبل رؤساء دول

وحكومات منطقة اليورو في 11 مارس 2011 باسم" ميثاق لليورو "ومن المتوقع أن يتم فتح الاتفاق أيضا للدول لغير الأعضاء في اليورو .

رابعا:مستقبل الاتحاد النقدي الأوروبي في ظل أزمة الديون الأوروبية

***السيناريوهات المحتملة لمستقبل منطقة اليورو:**

انتقد بعض الاقتصاديين الأمريكيين اتفاقية الاتحاد النقدي الأوروبي، وشككوا في قدرته على الاستدامة، بسبب افتقاده أحد الشروط الأساسية لمنطقة العملة المثلى (Optimum Currency Area)، وهو ضرورة وجود نظام للتحويلات المالية (Fiscal Transfers) بين الدول الأعضاء، خصوصا في أوقات الأزمات، بما يساعد الاتحاد النقدي على التخفيف من أثر أي أزمة سيولة طارئة تلحق بالدول الأعضاء في الاتحاد وقد شكلت أزمة الديون السيادية لليونان اختبارا حقيقيا لمنطقة اليورو وهذا ما يجعل اليورو على محك حقيقي، تطرح بشأن مستقبله عدة سيناريوهات.

1-احتمال انسحاب بلد الجنوب:

عندما يتم التطرق إلى احتمال انهيار اليورو فانه تتم الإشارة مباشرة إلى خروج بلد أو أكثر من بلدان الجنوب، كما لمحت المستشارة الألمانية (Angila Mircel) إلى احتمال خروج اليونان خارج اليورو ويرى البعض أن عملية الخروج ستحقق فوائد للمجموعتين من الدول، تلك التي ستخرج، وتلك التي ستبقى في عضوية اليورو. فبالنسبة للدول التي ستخرج من المنطقة سوف تتمكن هذه الدول من استعادة استقلاليتها وسيطرتها على عملية صناعة السياسة النقدية فيها بدلا من تركها في يد البنك المركزي الأوروبي، وتؤدي استعادة استقلالية الدولة من الناحية الفنية إلى تمكينها من أن تصمم وتنفذ سياسات نقدية تتماشى مع متطلبات وضعها الاقتصادي الخاص، بدلا من أن تتبع سياسات نقدية مصممة أساسا للوضع الاقتصادي العام في المنطقة، وقد يبدو للعيان أن ترك اليورو يعد أمرا جذابا لهذه الدول، لأنه سيمكن دولا مثل إسبانيا وإيطاليا من أن تخفض قيمة عملاتها المحلية، أما بالنسبة للدول التي ستبقى مثل ألمانيا على سبيل المثال فإنها ستتمكن من المساعدة على تصميم سياسات نقدية مغايرة لا تسبب لها تضخما نتيجة لفتح قنوات السيولة مع الدول الأخرى المضطربة في المنطقة، أو أن تحدد معدلات الفائدة التي تتماشى مع أوضاعها الاقتصادية، والتي ربما قد تقتضي رفع معدلات الفائدة وليس خفضها.[25]

إن عملية الانسحاب من اليورو تتبعه مجموعة من الآثار والعواقب التي يمكن أن تكون سلبية إلى حد ما، فبالنسبة للدول التي ستخرج، فإن عليها أن تقوم بالتخطيط لإدخال عملة جديدة لتحل محل اليورو أو العودة إلى عملتها الأصلية التي كانت

[25] محمد إبراهيم السقا، **السيناريوهات المستقبلية لليورو**، الصحيفة الاقتصادية الالكترونية، مقال : http://www.aleqt.com/2011/01/07/article_488411.html، تاريخ الاطلاع: 31- 04- 2014

تستخدمها قبل الالتحاق بالاتحاد النقدي. ومن المؤكد أن ذلك الأمر سيكون مسألة صعبة، وإن كانت غير مستحيلة، خصوصا أننا نعيش في عصر النقود القانونية حيث يمكن للدولة أن تفرض قوة الإبراء لعملتها المحلية بالقانون، الذي يمكن أن يلزم المتعاملين بأن تتم عمليات إجراء المعاملات المالية بتلك العملة سواء في القطاع العام أو الخاص، الأمر الذي سيسمح بإدخال العملة بسهولة نسبيا في الاقتصاد الوطني، وكذلك تحويل المودعات البنكية عند معدل الصرف نفسه مع اليورو والسائد وقت إدخال العملة الجديدة. كما سيقوم البنك المركزي بطبع العملة الجديدة وتحديد معدل فائدة لها، ولكن من المؤكد أن معدلات الصرف التي ستسود لاحقا بين العملات الجديدة واليورو وباقي عملات العالم ستكون أقل، وهو ما يعني خفض في قيمة العملات المحلية لهذه الدول، وهو إجراء سيكون مساعدا لهذه الدول المضطربة في منطقة اليورو[26]. كما أن هناك توقع بتراجع معدل النمو في حال الانسحاب فحسب إحدى الدراسات سوف يتراجع الناتج المحلي لليونان ب 7,5% عما كان متوقعا له في سنة 2011، ويضاف إلى ذلك إمكانية اضطراب العلاقات السياسية مع باقي منطقة اليورو مما يجعل احتمال الطرد نهائيا من الاتحاد الأوروبي أمرا ممكنا.

2 –احتمال انسحاب بلد الشمال:

كما أن خروج بلد من بلدان الشمال احتمال وارد نتيجة الإحباط من أزمة الديون السيادية، وقد أعربت دول أوروبية عديدة كألمانيا بعد إطلاق اليورو عن قلقها بشأن قدرة البنك المركزي الأوروبي على تحقيق الاستقرار في المستوى العام للأسعار والتزام دول الجنوب باتفاقية ماستريخت، لهذا الغرض أنشئ البنك المركزي الأوروبي والذي يتكفل بتحقيق الاستقرار في المستوى العام للأسعار والتوظيف الكامل، كما تضمن النص القانوني المنشئ له عدم إنقاذ الدول التي تعاني من مشاكل و ضرورة احترام اتفاقية ماستريخت.[27]

إن أزمة الديون السيادية لليونان جعلت التزامات البنك المركزي الأوروبي محل تساؤل، ويجادل البعض أن قرار البنك المركزي الأوروبي شراء الديون العامة اليونانية يمثل خسارة لاستقلالية البنك المركزي الأوروبي، كما يلاحظ غياب الإجماع حول الدعم السياسي لحزمة الإنقاذ المالي لبلدان الجنوب وهذا ما يزيد من احتمال خروج بلد أو أكثر من البلدان الشمالية.

وهناك أراء مناقضة لحزمة الإنقاذ اليونان التي تمت الموافقة عليها و التي قدمتها مؤسسة الاستقرار المالي الأوروبي على أنها تنتهك قوانين الاتحاد الأوروبي والقوانين الألمانية. و أن التكلفة المالية المرتفعة للإنقاذ المالي التي ستتحملها الدول الرائدة مثل ألمانيا تدفع كثيرا من الألمان إلى المطالبة بالخروج من اليورو، ذلك أن كثيرا من دافعي الضرائب الألمان غير راضين عن رؤية

[26] **المرجع نفسه.**

[27] Rymond J. Ahearan and others, op-cit, p20-21.

مليارات اليورو من حصيلة الضرائب التي تفرض عليهم تذهب لعمليات الإنقاذ لدول لم تكن تتمتع في توجيه سياساتها الاقتصادية على النحو الذي يضمن متانة أوضاعها المالية، ومن المؤكد أن كثيرا من الألمان لا يرغبون في أن يروا ألمانيا تلعب دور المنقذ لمنطقة اليورو بتكلفتها المالية الرهيبة، مثلما فعلت من قبل عندما تم توحيد شطري ألمانيا.

إن انسحاب أحد الدول الشمالية من منطقة اليورو يجعلها تستعيد مرة أخرى استقلالية سياستها النقدية والحد من التزاماتها المالية تجاه دول الجنوب، إلا أن للانسحاب كذلك آثارا سلبية فالعودة إلى العملة الوطنية مرة أخرى سوف يؤدي إلى تراجع قدرتها التنافسية نظرا لارتفاع عملاتها مقابل اليورو، كما ستواجه الدول الشمالية عوائق قانونية تحول دون انسحابها.

3-تعافي منطقة اليورو:

إذا ما نجحت المنطقة في تهدئة الأوضاع في أسواق الدول الأوروبية الجنوبية الضعيفة وذلك من خلال حزمة المساعدات المالية وتعهد البنك المركزي الأوروبي شراء الديون العامة و فرض حزمة جديدة للتقشف، يرى العديد من المتتبعين أنه يمكن تجاوز هذه الأزمة إذا ما نجحت إجراءات التقشف والإصلاحات الهيكلية في تخفيض السعر في دول الجنوب، وهذا ما يبعد احتمال اللجوء إلى مزيد من تكامل السياسات المالية داخل المنطقة، كما يرى بعض المختصين إن المساعدات التي يقدمها الصندوق النقدي الدولي والدول الأوروبية الأخرى سوف تسمح بتأجيل الإصلاحات الهيكلية إلى حين استعادة هذه الاقتصاد لعافيتها الاقتصادية، ما يجعلها بمنئ عن المضاربات التي يمكن أن تضر بهذه الإصلاحات.

ضرورة قيام نظام مالي مشترك، أو اتحاد مالي مشترك(Fiscal Union)على غرار الاتحاد النقدي ومجمع ضرائب مشترك، وسياسات مشتركة للميزانيات العامة، حيث يتم تسليم السياسات المالية إلى إدارة مالية مركزية، مثلما هو الحال بالنسبة للسياسة النقدية، وفتح باب التحويل المالي على مصراعيه بين الدول الأعضاء، وذلك لتمويل جهود التعامل مع الدين العام الأوروبي بشكل مشترك. في حين يرى البعض أن هذا المقترح الخاص بالوحدة المالية بين دول أوروبا سيعني نتيجة واحدة، وهي أن الديون السيادية الأوروبية ستكون ديونا ألمانية. ومما لا شك فيه أن مثل هذه المقترحات في مجموعها ليست أمرا هينا وربما قد تتطلب إجراء استفتاء شعبيا بين دافعي الضرائب في أوروبا.

ويدور الجدل حول ما إذا كانت منطقة اليورو قادرة على مواجهة أزمة مماثلة في المستقبل بفاعلية اكبر مما يسمح بإطالة عمر اليورو، لذلك هناك العديد من المقترحات كنقل السلطة المالية(الإنفاق والضرائب) لصالح الحكومة المركزية والبرلمان الأوروبي. وهذا ما يتطلب وجود سياسة مالية ونقدية وضريبية موحدة لجميع الدول الأعضاء في الاتحاد، كواحدة من الخطوات البناءة نحو حل تلك الأزمة وإنقاذ اليورو من معضلته الحالية.

4- منطقة اليورو أكثر تكاملا:

ليتحقق ذلك يجب تنفيذ إصلاحات مالية للحد من الانتفاع المجاني مما يؤدي إلى مزيد من التكامل وتعزيز قدرة منطقة اليورو في الاستجابة لمثل هذه الأزمات مستقبلا، ولكي يتم تقديم مساعدات طارئة في وقتها المطلوب للدول الضعيفة يجب تبني آليات واضحة وتعزيز أكبر للمالية الفيدرالية، فعند مقارنة اتحاد العملة الأوروبية بالولايات المتحدة، يمكن ملاحظة فرق كبير. ففي الولايات المتحدة، يكون التحويل المالي مسموحاً به بين مختلف الولايات في حال أظهرت إحداهن أداء ضعيفاً بشكل نسبي. وفي منطقة اليورو، تتوقع الدول أن تمارس مستوى كبيراً من النظام المالي، ولا توجد هناك أحكام تنظم عمليات التحويل المالي. وعلى الرغم من ذلك، لا يكاد يكون هناك أي مؤشر على الالتزام المالي من بعض الدول الأعضاء.[28]

وإعادة النظر في موازنات الدول الأوروبية وفرض قيودأكثر صرامة على مستوى الديون والعجز في ظل ميثاق الاستقرار والنمو (كتطبيق العقوبات المالية تلقائيا أو إلغاء حقوق التصويت للدول الأعضاء التي يثبت انتهاكها لميثاق الاستقرار والنمو) و إنشاء صندوق دائم لتقديم مساعدات للدول التي تعاني من مشاكل في موازين مدفوعاتها.

[28] Rymond J. Ahearan and others**, op-cit**, p22.

خلاصة:

من خلال ماسبق يتضح لنا أن السياسة النقدية في منطقة اليورو والمتخذة من طرف البنك المركزي الأوروبي وصندوق النقد الدولي في أسواق المال الأوروبية تهدف إلى :

-تجاوز مخاطر التذبذب في العملة وتشجيع حركة رؤوس الأموال بين الدول لجذب الاستثمارات والودائع،وقد أدى التكامل في السياسة النقدية إلى بروز سوق أسهم ذات حجم كبير كاليرونكست وهذا بدلا من أسواق مستقلة في هذه الدول.

– تعتبر سياسة تخفيض أسعار الفائدة كهدف لتحفيز البنوك التجارية للاقتراض وتخفيض عائق تسديد الديون لدول التي تعاني العجز وإعادة تمويل المؤسسات والأفراد .

– إن وضع الحد الأدنى للاحتياطي النقدي يؤدي إلى تحسين المراكز المالية داخل الاتحاد نتيجة اتساع السوق وتساوي الفرص والبدائل.

– يعتبر استخدام اليورو كوجهة لأسواق السندات في دول الاتحاد من خلال اتساع وزيادة السيولة مما يتيح في زيادة إمكانية استثمار الأموال عبر الحدود وبين دول الأعضاء.

– كما يحدث تقارب بين عوائد السندات الأوروبية المختلفة بين الاتحاد النقدي الأوروبي وذلك بسب ثبات سعر الصرف كما أن العرض النقدي داخل وحدة اليورو تعتبر الأسلوب الأمثل لتنشيط الاقتصاد مقابل الناتج المحلي وامتصاص البطالة وتخفيض مستوى التضخم .

– بالرغم من الأزمات العاصفة بوحدة اليورو إلا أن سعر صرف اليورو مقابل الدولار بقي ثابت وهذا نتيجة لسياسة البنك المركزي الأوروبي كالسياسة التيسير الكمي وشراء الأصول المغطاة.

-إن الأزمة كشفت الضعف الجوهري لعملة اليورو نفسها. فالدول الـ16 المشاركة في العملة تتبع 16 سياسة إنفاق وإقراض مختلفة. ومن المفترض أن تنتظم جميعها داخل مجموعة متفق عليها من القيود، فليس هناك وحدة مالية لأنه لا توجد وحدة سياسية. وقد يستغرق الأمر جيلا أو أكثر قبل أن يصل التطلع الأوروبي إلى وحدة سياسية حقيقية. وحتى هذا الحين يجب إيجاد طريقة لفرض لوائح مالية.

-على الاتحاد الأوروبي الالتزام برقابة أشد وترتيبات مؤسساتية للمساعدات المشروطة التي يمكن أن تعطى لليونان وغيرها من الدول التي تعاني أزمات مالية.

-هناك اختلالات في بناء منطقة اليورو، إذ أن عملة موحدة تامة الشروط تتطلب بنكا مركزيا وسلطة مالية مشتركة تتولى استقطاع ضريبة الأفراد في دول المنطقة، و في نفس الوقت لا يمكن لعملة موحدة أن يكون لها بنك مركزي من غير أن يكون لها إدارة خزينة موحدة، والمشكلة هي التخلي عن سيادة نقدية مع الإبقاء على السيادة السياسية.

الخاتمة

الخاتمة:

تماشيا مع مفهوم السياسة لنقدية والذي يعني أنها القرارات والإجراءات المتخذة من البنك المركزي مواكبتا مع النشاط الاقتصادي في تحديد المعروض النقدي، آخذا بعين الاعتبار مستويات التضخم والكساد وبهدف تحقيق مستوى من الاستقرار في الأسعار وإحداث نمو اقتصاد والوفاء بالتزامات القطاعات الاقتصادية ومحاربة البطالة، فإن هدف استقرار الأسعار من أهم الأهداف المنوطة بالبنك المركزي.

كما أن استقلالية البنك المركزي الأوروبي تعتبر كأداة يستخدمها لتأثيره على السياسة النقدية في منطقة اليورو الأوروبية لتشجيع حركة رؤوس الأموال داخل وخارج الأسواق وتحقيق الاستقرار في الأسعار ومعالجة مشاكل الدين الخارجي.وتعتبر الأسواق المالية أحد أهم الآليات لحشد وجذب الموارد المالية والتي تساعد المستثمر في السوق المالي، بالحصول على المعلومة عن أي ورقة مالية ليحقق من خلالها أرباح وعوائد.

حاولت هذه الدراسة بالبحث عن تأثير السياسة النقدية للبنك المركزي الأوروبي على تكامل الأسواق المالية في منطقة اليورو خلال الفترة 2002-2014 ودراسة كفاءة عينة من مؤشرات الأسواق المالية الموحدة نقديا وتمثلت (DAX الألماني ، Athen اليوناني، ومؤشرCAC40 الفرنسي، Ftse) خلال الفترة 2011/01/03 إلى 2014/12/31 .

اعتمد الطالب من أجل الإلمام بالموضوع قدر المستطاع على الدراسات الحديثة (مذكرات ومقالات وبحوث...) ويظهر من خلال عرض الدراسات السابقة من جهة ومن جهة أخرى استخدام أدوات القياس الاقتصادي خاصة السلاسل الزمنية واختبارات السير العشوائي، وذلك ما ساعد لتوصل على نتائج ذو أهمية بالغة للكفاءة الأسواق وتأثير السياسة النقدية في منطقة اليورو.

ثم تقسيم هذا البحث إلى أربعة فصول هي:

- ✓ الفصل الأول بعنوان: الدراسات السابقة في الموضوع (البحث).
- ✓ الفصل الثاني بعنوان: الإطار النظري للأسواق المالية والسياسة النقدية.
- ✓ الفصل الثالث: الإطار النظري للسياسة النقدية.
- ✓ الفصل الرابع: دراسة حالة (أثر السياسة النقدية على تكامل الأسواق المالية وثقافتها(منطقة اليورو).

اختبرت هذه الدراسة أثر السياسة النقدية على تكامل الأسواق المالية الأوروبية وكفاءتها عن طريق استخدام السلاسل الزمنية واختبارات الاستقرارية وتحليل العرض النقدي على التضخم وأسعار الفائدة وسعر الصرف وتوصلت إلى جملة من النتائج هي:

تتبع أسعار الأوراق المالية السير العشوائي حسب مختلف الاختبارات الخاصة بذلك والتي مثلت في اختيار DF.ADF.PP، والمطبقة على مؤثرات أسعار الأسهم في الأسواق المالية الأوروبية لمنطقة اليورو (Cac40.Ftse.Athen.Dax) والمعبر عنها لمؤشر العام لسوق خلال الفترة الممتدة ما بين 2011/01/03 إلى غاية 2014/12/31 (حوالي 993 مشاهدة يومية)، وتتميز هذه المؤشرات بالاستقرارية ، ومنه يمكن القول أن الأسواق المالية عينة الدراسة تتسم بالكفاءة عند المستوى الضعيف وبهذا مكون قد اجبنا على **الإشكالية الأولى ومنه نقبل الفرضية الأولى والثانية**.

كما أثبتت الدراسة حسب اختبار df لمؤشر سعر الصرف اليورو خلال الفترة 2011/01/03 إلى 2014/12/31 إلى أن هذا الأخير يسير سير عشوائي وهو مستقر خلال هاته الفترة وهذا راجع إلى السياسة المتبعة من طرف البنك المركزي والمتمثلة التسيير الكمي للعملة وبهذا نكون قد اجبنا عن الإشكالية الثالثة ومنه نقبل الفرضية الثالثة.

يبرز تكامل الأسواق المالية في منطقة اليورو من خلال ما تضفيه هاته الأخيرة من تجاوز للمخاطر الناتجة عن تذبذب في أسعار الفائدة، وزيادة التنافس بين الأسواق في دول المنطقة وزيادة كفاءتها، كما تتميز المنطقة بفتح الحدود وتشجيع حركة رؤوس الأموال وتنشيط سوق الأوراق المالية إلغاء ضرورة الاحتفاظ باحتياطات من العملات الصعبة لتسوية المدفوعات الخارجية، بتالي نكون قد اجبنا عن **الإشكالية الرابعة ومنه نقبل الفرضية الرابعة**.

تعتبر السياسة النقدية للبنك المركزي الأوروبي في منطقة اليورو وسياسة فريدة من نوعها على المستوى وذلك فما تساهمه العملة الموحدة في إكمال السوق الداخلي، فلا يمكن تصور سوق واحد دون وجود عملة أوروبية موحدة فهي تسمح بالاستفادة من فوائد السوق وتعتبر أداة فعالة للنشر في الدول الأعضاء من خلال محاربة

التضخم وضبط العرض النقدي والعجز في الموازنة والمديونية العامة، كما تساهم في التحكم في أسعار الفائدة، وخلق محيط اقتصادي مستقر وملائم وتفادي سلبيات تقلبات أسعار الصرف بين العملات الدول الأعضاء.

إن قدرة الاتحاد النقدي الأوروبي على الاستمرار في الأمد البعيد يتطلب التطوير التدريجي لاتحاد مصر في كامل، واتحاد مالي، واتحاد اقتصادي وفي النهاية اتحاد سياسي، في المقابل فعملية التقشف والإصلاح الواقعة في الدول الأطراف بمنطقة اليورو أدى إلى تعزيز الدعم الشعبي لشعوب تناهض المشروع الأوروبي بكل من ألمانيا وهولندا وفنلندا.

في حين تعمل سياسة البنك المركزي الأوروبي على إبقاء تكاليف للاقتراض محفضة، في المقابل تبقى الديون السيادية الخاصة والعامة في البلدان الواقعة بأطراف منطقة اليورو مرتفعة وتزداد كثافة من الناتج المحلي الإجمالي وبالتالي فإن قدرة هاته الدول على سداد الديون تبقى قضية معقدة.

كما أن تباطؤ النمو خلق فرص العمل ونمو الدخل وزيادة معدلات البطالة والتي قدرها البنك المركزي نهاية 2016إلى 9.9%، بعدما كانت 7.2% قبل الأزمة المالية العالمية أدى ردت الفعل حول سياسة الإصلاح ، وظل التضخم السنوي أقل بكثير مما حدده البنك المركزي الأوروبي عند مستوى 2%، وقد شكلت السياسات والإصلاحات معوقا لنمو الاقتصاد، ويبقى الخيار الأخير هو البقاء على سياسته.

-إن قدرة الاتحاد النقدي الأوروبي على الاستمرار في الأمد البعيد يتطلب التطوير التدريجي لاتحاد مصرفي كامل واتحاد مالي، واتحاد اقتصادي وفي النهاية اتحاد سياسي، في المقابل فعملية التقشف والإصلاح الواقعة في الدول الأطراف بمنطقة اليورو أدى إلى تعزيز الدعم الشعبي لشعوب تناهض المشروع الأوروبي بكل من ألمانيا وهولندا وفنلندا.

في حين تعمل سياسة البنك المركزي الأوروبي على إبقاء تكاليف للاقتراض محفضة، في المقابل تبقى الديون أو تمثل تقوية الاتحاد النقدي عاملا حيويا لإنعاش التدفقات الرأسمالية بين الدول واستفادة فعالية السياسة النقدية في منطقة اليورو، كما يؤدي تعمق التكامل المالي في المنطقة إلى تصحيح أوجه الضعف في تبيان النظام المصرفي وتعزيز صلاحية المنطقة في مواجهة الأزمات.

كما أن القرارات الممتدة من البنك المركزي بعيدة الأثر، تبرز اختلال التكامل الاقتصادي، فالأسواق المالية مجزأة (أسعار الفائدة محفضة ليست شائعة في كل أنحاء منطقة اليورو والشركات الخاضعة لضغوط غالبا ما تواجه

أسعار فائدة مرتفعة على الاقتراض وفجوات القدرة التنافسية لا تزال كبيرة، وأوجه الجمود الهيكلي تفوق من تكامل الأسواق والمنتجات والتسابق بين السياسات المالية، كما أن سياسة البنك المركزي تبقى في الدول القوية كفرنسا والمانيا..نكون قد اجبنا على **والإشكالية الخامسة، ومنه تقبل الفرضية الخامسة** .

✓ **التوصيات:**

1-يتطلب استمرار الوحدة والتكامل في منطقة اليورو التطوير التدريجي لاتحاد مصرفي كامل واتحاد مالي كامل واتحاد اقتصادي وسياسي هادف ومتزن.

2-يتعين على الدول القوية والتي لها القدرة على توجيه السياسة النقدية كألمانيا في التحفيز المالي، وزيادة الإنفاق ونمو الأجور...فهذه السياسة قادرة على تعزيز الإنفاق المحلي، والحد من الفائض الخارجي.

3-ضرورة ضمان الاستقرار الاقتصادي لجميع الدول الأعضاء في التكتل وسرعة مواجهة أي تصدعات قد تؤثر على الوحدة.

4-تعتبر عدم تحريك بعض الدول الأعضاء في التكتل الاقتصادي لمواجهة الأزمات التي تقصف بالوحدة النقدية والتكامل في الأسواق يعني تفاقم الأزمة وتجاهل صندوق النقد الدولي وتدخله في الشؤون الاقتصادية لهذا الكتل وما يترتب عنه من تراجع لسيادة الاستقلالية هذا التكتل .

5-ضرورة تقليل التباين في الأداء الاقتصادي بين الدول الأعضاء في التكتل لاستقراره واستمراره، كما تكمن الخطورة في سهولة التعامل معه إذا كان راجع إلى أسباب اقتصادية بحتة.

✓ **الآفاق:**

1-إعادة إجراء نفس الدراسة مع البناء نموذج VAR

2-دراسة أثر السياسة المالية على تكامل أسواق منطقة اليورو.

3-دراسة تأثير أزمة الديون على الوحدة الأوروبية.

4-دراسة كفاءة أسواق منطقة اليورو وبقية الدول.

5-تعتبر أزمة الديون التي مست منطقة اليورو والإشكالات التي صاحبت العمل الجماعي كتكتل موحد كل الأزمة، طرحت الكثير من التساؤلات عن الأسس التي بنيت عليها، الوحدة النقدية، فهل يمكن إعادة النظر والدراسة في المعايير الاقتصادية لإعادة تشكيل منطقة العملة المثلى .

قائمة المراجع والمصادر:

1- البحري عبد الله ، **أثر العولمة على فعالية السياسة النقدية**، مذكرة ماجستير في العلوم الاقتصادية، جامعة الجزائر. 2005.

2-إكن لونيس، **السياسة النقدية ودورها في ضبط العرض النقدي في الجزائر**، مذكرة ماجستير، تخصص نقود وبنوك، جامعة الجزائر،2011.

3-أحمد محمد صالح الجلال' **دور السياسة النقدية والمالية في مكافحة التضخم في الدول النامية،مذكرة ماجستير**،نقود ومالية،2011،جامعة الجزائر.

4-أوكادغورلار : **مجلة التعاون الاجتماعي بين الدول الاسلامية** ، 2003.

5-أحمد سعد عبد اللطيف، **بورصة الأوراق المالية** ، الدار الجامعية ، مصر

6-أرشد فؤاد التميمي، أسامة عزمي سلامة، **الاستثمار بالأوراق المالية**، دار السيرة، عمان، الأردن، ط2، 2004.

7-أحمد أبو الفتوح علي الناقه – "نظرية النقود والأسواق المالية- مدخل حديث"- مكتبة الإشعاع الفنية- الإسكندرية- الطبعة الأولى 2001

8-أوجستين كاتنزولويس أوجاكوم ،" **ترويض الوحش" ، في مجلة التمويل و التنمية** ، العدد4 ديسمبر، 2005.

9- أحمد فريد مصطفى، س هير محمد ، **السياسات النقدية و البعد الدولي لليوروا**، الإسكندرية، مؤسسة شباب .الجامعة، 2000 .

10-إكن لونيس، **السياسة النقدية و دورها في ضبط العرض النقدي في الجزائر**، ، مذكرة ماجستير، تخصص نقود وبنوك، جامعة الجزائر،2011،

11- الروبي نبيل، **نظرية التضخم**، الإسكندرية، مؤسسة الثقافة العربية،1994 ، ط 2 .

12- عبد الله بن الضب، **كفاءة الأسواق المالية وتكاملها**، مذكرة ماجستير،نمذجة اقتصادية، جامعة ورقلة، 2011.

13- الشبول نايف، **التضخم في الاقتصاد** ،رسالة ماجستير غير منشورة ،علوم اقتصادية، الاردن،1981.

14-بلعزوز بن علي- "**محاضرات في النظريات والسياسات النقدية"–** ديوان المطبوعات الجامعية- الجزائر- الطبعة الثالثة 2008.

15-بوكساني رشيد ، **معوقات أسواق الأوراق المالية وسبل تفعيلها**، أطروحة دكتوراه غير منشورة، علوم اقتصادية ، جامعة الجزائر،2006 .

16-بلعزوز بن علي، **مداخلة بعنوان إستراتيجية التحوط وإدارة المخاطر**،الملتقى الدولي الثالث حول استراتيجة إدارة المخاطر الواقع والآفاق،26/25 نوفمبر 2008، جامعة الشلف.

17-بركان زهية، **فعالية السياسة النقدية لمكافحة التضخم في ظل العولمة** ،أطروحة دكتوراه،في العلوم الاقتصادية، جامعة الجزائر،2010.

18- بوكساني رشيد ، **معوقات أسواق الأوراق المالية وسبل تفعيلها**، أطروحة دكتوراه ، علوم اقتصادية ، جامعة الجزائر،2006 .

19-جبار محمد، **البورصة وموقعها من العمليات المالية**، ج 1، ط1، دار هومة الجزائر، 2002

20-جون هاد سون، مارك هرندر، **ترجمة طه عبد الله منصور محمد عبد الصبور محمد علي** ، العلاقات الاقتصادية الدولية . دار المريخ، المملكة العربية السعودية، 1983.

21-جمال جويدان الجمل، **دراسات في الأسواق المالية والنقدية**، دار الصفاء للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، ط1،2002.

22-جهاد توفيق مصطفى أبو الرب، **مدى فعالية السياسة النقدية والائتمانية للبنك المركزي الأردني**، أطروحة دكتوراه،جامعة السودان للعلوم،2003.

23حسن السيد، **التطورات الحديثة للنظرية والسياسة النقدية**، مجلة دمشق للعلوم الاقتصادية والقانونية، مجلد 15، العدد الأول، 1999 .

24-حسين عمر، **التكامل الاقتصادي أنشودة العالم المعاصر**، دار الفكر العربي. القاهرة، 1998.

25-زينب عوض الله، أسامة محمد الفولي، **أساسيات الاقتصاد النقدي و المصرفي**، لبنان، منشورات الحلبي الحقوقية، 2003.

26-صالح مفتاح، **النقود والسياسة النقدية مع الاشارة لحالة الجزائر** ، أطروحة دكتوراه، جامعة الجزائر، 2003.

27-عبد الرزاق حساني، **النظرية والسياسة النقدية والتوازن الاقتصادي**، أطروحة دكتوراه في الاقتصاد، جامعة دمشق، 2002.

28- صبحي تادرس قريصة ، أحمد رمضان نعمة الله، **اقتصاديات النقود والبنوك**، الدار الجامعية، بدون تاريخ.

29-عمروش الشريف، **السياسة النقدية ومعالجة اختلال ميزان المدفوعات** ،مذكرة ماجستير،نقود ومالية وبنوك ،جامعة سعد دحلب البليدة،2005.

30-عبد المجيد قدّي- "**المدخل إلى السياسات الاقتصادية الكليّة– دراسة تحليلية تقييمية**"- ديوان المطبوعات الجامعية- الجزائر- الطبعة الثانية، 2005.

31-عبد الفتاح عبد المجيد، **أصول علم الاقتصاد، التحليل الاقتصادي الكلي**، الكتاب الثاني، النسر الذهبي للطباعة، مصر، 1997 .

32-محمد زكي الشافعي، **التنمية الاقتصادية**، الكتاب الأول، دار النهضة العربية، القاهرة.

33-وسام ملاك، **النقود و السياسة النقدية الداخلية**، الطبعة الأولى، لبنان، دار المنهل اللبناني للطباعة و النشر، 2000 .

34-يونس محمود، مبارك عبد النعيم ، مبارك عبد النعيم، **مقدمة في النقود وأعمال البنوك والأسواق المالية**، الإسكندرية، الدار الجامعية، 2002.

35-عناية غازي حسين، **التضخم المالي**، الإسكندرية، مؤسسة شباب الجامعة، 2004.

36-علي عبد المنعم السيد، العيسي نزار سعد الدين، **النقود والمصارف والأسواق المالية**،عمان، دار الحامد للنشر والتوزيع،2003.

37-فليح حسن خلف، **النقود و البنوك، التنمية والتخطيط الاقتصادي**،عالم الكتب الحديث، الأردن،2006 .

38-نبيل حشاد، **استقلالية البنوك المركزية بين التأييد و المعارضة**، اتحاد المصارف العربية، 1994.

39-عبد الحميد سلمان " **إستقلال البنك المركزي وإدارة السياسة النقدية** ، المؤتمر العلمي الأول أزمة السيولة والركود في مصر،القاهرة ،2003 .

40-فاروق محمود الحمد،" **الوحدة النقدية الأوروبية واليورو،المنشاة والتطور،والآثار" سلسلة رسائل البنك الصناعي الكويتي** العدد61، 2000.

41-زكرياء الدوري ،يسرى السمامرائي ،" **البنوك المركزية والسياسات النقدية** " عمان ، دار البارودي العلمية للنشر والتوزيع ،2006.

42-سمير حسون، **الاقتصاد السياسي في النقد والبنوك**، المؤسسة الجامعية للدراسات والنشر والتوزيع، 2004.

43-عصام الدين محمد عباس أباظة."**تأثير العولمة عولمة على الاقتصاد المصري**"، القاهرة، رسالة ماجيستر،2004.

44-سامي عفيفي حاتم،**التكتلات الاقتصادية بين التنظيم والتطبيق**"،الدار المصرية اللبنانية،2005 ،

45-سلمان بودياب،"**اقتصاديات النقود والبنوك**"، المؤسسة الجامعية للدراسات والنشر و التوزيع، بيروت، 1996.

46-سي بول هالوود ، رونالد ماكدونالد" **النقود و التمويل الدولي** " ترجمة محمد حسن جسني ، دار المريخ، الرياض، 2006

47-صالح مفتاح ،"**النقود والسياسة النقدية الجزائر**"، دار الفجر،الجزائر ،2005

48-فليح حسن خلف" **العولمة والأبعاد الاقتصادية**" الأردن ،جامعة الزرقاء ،ط2000 .

49-محمد ناجي حسن خليفة- **النمو الاقتصادي- النظرية والمفهوم**، دار القاهرة للنشر، القاهرة 2001.

50-عبد القادر محمد عبد القادر عطية- **اتجاهات حديثة في التنمية**، الدار الجامعية،الإسكندرية- طبعة 2003/2002.

51-عبد المنعم السيد علي و د. نزار سعد الدين العيسى ،**النقود والمصارف والأسواق المالية**، دار الحامد للنشر، عمان، الطبعة الأولى 2004.

52-عبد المنعم السيد علي، **دور السياسة النقدية في دعم التنمية الاقتصادية**، المنظمة العربية للتربية والثقافة والعلوم،القاهرة، 1985

53-سمير المقدسي، **ندوة التكامل النقدي العربي**، مركز دراسات الوحدة العربية، صندوق النقد العربي، بيروت، 1981

54-لبنى محمد عبد اللطيف أحمد، العلاقة **بين السياسة النقدية والسياسة المالية في ضوء تمويل عجوز موازنة الدولة** ، أطروحة دكتوراه، كلية الاقتصاد والعلوم السياسية، جامعة القاهرة، 1990

55-سليم عبده سليط، **السياسة النقدية في دولة الإمارات العربية المتحدة**، رسالة الماجستير في الاقتصاد، كلية الاقتصاد والعلوم السياسية، جامعة القاهرة، 1982.

56-رستمية أحمد أبو موسى، **الأسواق المالية والنقدية**، دار المسيرة، عمان ،الأردن، ط1،2005 .

57-وليد صافي، أنس البكري، **الأسواق المالية والدولية** ، دار المستقبل لنشر،عمان ، الأردن ، ط1،2009،

58-منير إبراهيم هندي، **الأوراق المالية وأسواق رأس المال**، منشأة المعارف، مصر، الإسكندرية، 2002

59-منير إبراهيم هندي، **مستقبل أسواق رأس المال العربية**، منشأة المعارف مصر، الإسكندرية، 1995

60-مفتاح صالح، معارفي فريدة، **متطلبات كفاءة سوق الأوراق المالية، دراسة لواقع أسواق الأوراق المالية العربية وسبل رفع كفاءتها**، مجلة الباحث، جامعة ورقلة، عدد 07 ، 2010/2009.

61-منير إبراهيم هندي، **الفكر الحديث في مجال الاستثمار**، منشأة المعارف، مصر، الإسكندرية،1999

62-غازي فلاح المومني، **إدارة المحافظ الاستثمارية** ، دار المناهج ،عمان ، الأردن ، 2009

63-فيصل حمدي، **تسيير المحافظ المالية الدولية للأسهم المسعرة في البورصة** ، رسالة ماجستير، علوم اقتصادية، جامعة ورقلة،2006،

64عصام حسين، **أسواق الأوراق المالية**، دار أسامة لنشر، عمان، الأردن، ط2008،1

65-زياد رمضان: **مبادئ الاستثمار المالي والحقيقي**، دار وائل لنشر، الأردن، ط3 ، 2005، الصفحة13

66-الياس بن ساسي، يوسف قريشي، **التسيير المالية الإدارة المالية دروس وتطبيقات**، دار وائل للنشر، عمان،الأردن، ط1،2006

67-طاهر حردان، **أساسيات الاستثمار**، دار المستقبل، عمان الأردن، ط1، 2009

68-سيد سالم عرفة، **إدارة المخاطر الاستثمارية**، دار الراية لنشر،عمان،الأردن،2009.

69-محمد صالح الحناوي وأخرون، **الاستثمار في الأوراق المالية وإدارة المخاطر**، المكتب الجامعي الحديث، 2007.

70-عبد الغفار حنفي، **إستراتيجيات الاستثمار في بورصة الأوراق المالية**،الدار الجامعية ، الإسكندرية، 2004.

71-محمد صالح جابر،**الاستثمار بالأسهم والسندات وإدارة المحافظ الاستثمارية**، ط3، دار وائل للنشر، عمان،2005

72-ربابعة عبد الرؤوف ،حطاب سامي،" **التحليل المالي وتقييم الأسهم**، ورقة عمل مقدمة خلال ندوة الأسواق المالية (بورصة أبو ظبي) ، الإمارات العربية المتحدة، ديسمبر 2005 .

73-محمد مطر، **إدارة الاستثمارات**، دار وائل لنشر، الأردن، عمان، ط5، 2009،

74- شمعون شمعون، **البورصة بورصة الجزائر**، الأطلس لنشر، الجزائر، 1999.

75-فليح حسن خلف، **الأسواق المالية والنقدية**، عمان، الأردن، ط1، 2006.

76-محمد صالح الحناوي وآخرون، **تقييم الأسهم والسندات مدخل الهندسة المالية** ،المكتب الجامعي الحديث، الإسكندرية، 2007.

77-محمد صالح الحناوي واخزون، **الاستثمار في الأوراق المالية** ، الدار الجامعية،الإسكندرية، 2003

78-محمد صالح الحناوي وآخرون، **تقييم الأسهم والسندات مدخل الهندسة المالية** ،المكتب الجامعي الحديث، الإسكندرية، 2007

79-طارق عبد العال حماد، **دليل المستثمر إلى بورصة الأوراق المالية**، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2002

80-محمد يوسف ياسين، **البورصة عمليات البورصة**، منشورات الحلبي الحقوقية، بيروت، ط1، 2004

81-محمد مطر،**إدارة المحافظ الاستثمارية الإطار النظري والتطبيقات العملية** ، مؤسسة الوراق لنشر والتوزيع ط2، عمان ،1993.

82-رفيق مزاهدية ، **كفاءة سوق الأوراق المالية و دورها في تخصيص الاستمارات– دراسة حالة سوق الأسهم السعودية**، م.ماجستير، العلوم الاقتصادية، جامعة باتنة،2007.

83-هوشيار معروف،**الاستثمارات والأسواق المالية** ،دار الصفاء لنشر،عمان، الأردن،ط1 ،2003، الصفحات114-115

84-محمد مطر، فايز تيم،**إدارة المحافظ الاستثمارية**، دار وائل لنشر،عمان ، الأردن، ط1، 2005

85-عبد الغفار حنفي، **الاستثمارفي الأوراق المالية** ، الدار الجامعية، لنشر الإسكندرية ،2000

86-محمد مطر،**إدارة الاستثمارات** ،دار وائل،عمان ، الأردن، ط5 ،2009

87-بسام الحجار، العلاقات الاقتصادية الدولية. المؤسسة الجامعية للدراسات والنشر والتوزيع،لبنان ، 2003.

88-صاف عتيقة، عاشور سهام، **نظام النقد الأوروبي: الملامح الأساسية والإشكاليات الاقتصادية**، الملتقى الدولي حول اليورو والاقتصاديات الدول العربية، فرص وتحديات، جامعة عمار ثليجي الأغواط، 18 ،20 فريل، 2005

89-علي بن الضب، **أثر الهيكل المالي وسياسة توزيع الارباح على قيمة المؤسسة** ،مذكرة ماجستير،جامعة قاصدي مرباح،2008 .

90-خالد رواق، **أثر أزمة الديون السيادية على واقع ومستقبل الوحدة النقدية الأوروبية**، مذكرة ماجستر، اقتصاد دولي، جامعة محمد خيضر بسكرة، 2013.

91-غرابة زهير، مغرور لقمان، **أزمة الديون بمنطقة اليورو2010**، ورقة عمل ، مجلة دفاتر ، عدد2011/02، جامعة الجلفة.

91-سليمان شيوط ، **تداعيات أزمة الديون الأوروبية على الاقتصاديات في الدول المغاربية**، مجلة رؤى اقتصادية،عدد2014/06

92-لبنة جديد، **السوق الأوروبية المشتركة والسوق العربية المشركة** ، مذكرة ماجستير، العلاقات الدولية، جامعة تشرين، 2004

93-عمروش الشريف، **السياسة النقدية ومعالجة اختلال ميزان المدفوعات** ، مذكرة ماجستير، نقود مالية وبنوك، جامعة سعد دحلب بالبليدة،2005 .

94-شهرزاد نشاشدة، **الانتقال إلى أدوات السياسة النقدية غير المباشرة** ، مذكرة ماجستير، نقود مالية وبنوك،جامعة سعد دحلب بالبليدة، 2006.

95-معيزي قويدر، **فعالية السياسة النقدية في تحقيق التوازن الإقتصادي** ' أطروحة دكتوراه، تحليل اقتصادي،جامعة الجزائر،2008.

96-صالح أحمد شعبان **السياسة النقدية ودورها في تحقيق الاستقرار والنمو الاقتصاديين**،مذكرة ماجستير في الاقتصاد،جامعة الأردن.

97-عبد الرزاق حساني،**النظرية والسياسة النقدية والتوازن الاقتصادي**، أطروحة دكتوراه في الاقتصاد،جامعة دمشق،2002.

100-لحول عبد القادر، أثـر السياسة النقدية على النمو الاقتصادي ،ورقة عمل ،،جامعة سعيدة،2009

101-السيد عليوة،**إدارة الأزمات في المستشفيات** ،استرال للطباعة والنشر و التوزيع،القاهرة،2001.

102-عرفات تقي الحسني، **التمويل الدولي**، دار مجلاوي للنشر ، عمان ،1999.

103-عبد الحكيم مصطفى الشرقاوي، **العولمة المالية وإمكانية التحكم،عدوى الأزمات المالية**،دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، 2005.

104- منصور الزين "**استقلالية البنك المركزي وأثرها على فعالية السياسة النقدية** "، الملتقى الوطني حول المنظومة المصرية والتحولات الاقتصادية ،جامعة الشلف ، 2004.

2-باللغة الأجنبية:

1-Pierre Ramage, **Finance de marches**, édition d Organisation, paris,2002.

2-Sami Gharbi **Reaction de la voltilite boursiere aux annonces macro-economiques ; cas de la Bourse de Paris** :Laboratoire BESTMOD.Institut Superieur de Gestio ;Universite de Tunis ;2002

2-lokman Gunduz and mohammed omran ; **Stochastic Trends and stok prices in emerging Markets a pape ris presented ;september 13-16** ;2000

3-R.BOURBONNAIS, **Économétrie**.5 eme edition Dunod, Paris.2005.

4-**International monetary fund** .

5-Muhamed Akram, **The Greek Sovereign Debt Crisis**: **Antecedents**, **Consequences and Reforms Capacity**, Journal of Economics and Behavioral Studies Vol. 2, No. 6, June 2011

6-ewart myers & Franklin Allen .**Principes de gestion financière** ,Edition speciale pearson education France ,paris,8e edtion ,2006 .

[1]Paul-jacques lehman , **Bourse et marchés financiers**, Édition dunod.paris ,2e edition ,2005

7-Roger Miller, David Van Hoose , **Money**,**Banking and Financial Markets** .south Western, Publishing,
8-Thomson Learning, United States Of America, 2001.

9-Abdelkadader Beltas , **marches des capitaux**, édition legendre, Alger ,2008, les pages 103
10-W.C.Paterson, **Income**, **Employment and Economic growth** .Norton an company. p281

11**–**Salvador Ballada, Jean- Claude Coille, **Outils et Mécanismes Gestion Financière**, Édition maxima, paris. Page 402.
12-Mishkin Frédèric , **les canaux de Transmission monétaire** , **typologié et mesure** , Bulletin de la nanque de France , mars 1996

13-Jean_françois Drevet ; **A quoi sert la banque centrale europèenne ? in problèmes èconomiques** , 26 septebre n332 ;2007 ;p39

14-Strauss- Kahn (Marc Oliver) « **La banque centrale et les initiations de l'économie monétaire et bancaire** » cahiers économiques et monétaires, édition banque de France université 27, 28 ;1991.
15-Sylvester Eijffinger and Macro Hoeberrichts **'' THE TRADE OFF'' between central bank Independence conservativeness**, **OXFORD**, economic papers, vol 50, n° 03, July.1998.

16-Michel Albert, le concept de banque central, bulletin de la banque de France n° 70

16-Hornit W . paul . M , **Monetary Policy and Financial System** ,4 th ed , new jessey Prentice hall , pp , 494 , 495 .

17-Ammour Benhalima, Monnaie et régulation monétaire, édition Dahleb 1997.

18-L.V. Chander. **The economics of money and Banking** 3rd Harper and Row. New York . -

19-Stephen M. Gold feld and Lester V. Chandler, **The economics of money and Banking**, **Harper an Row**, Publishers, New York, Cambridge 1981, P 07

20-Gerard Marie Henry, **les marches financiers**, ED Armond colin, paris, 1999,

3-المواقع الالكترونية:

1-http :// www.sustech.edu/sudannezAR/index-php

2-http://www.google.dz/url?saتاريخ2015/05/21: الاطلاع

3-http://drkhalilhussein.blogspot.com/blog

post_6837.html 21/05/2014

4-https://www.pnst.cerist.dz/detail.php?id=68927 21/05/2015

5-http://www.djazairess.com/elmassa/19372 21/05/20154-

6-www.islam .

7-Denise flouzat, le concept de banque central, bulletin de la banque de France n° 70,sue le site de la banque de France

8-www.banquefrance.fr/fr/bulletin/main.htm.29/05/2014

9-la banque de France www.banque-france.fr/fr/bulletin/main.htm, 21/05/2015

10- **www.marketscreen.com/help/atoz/default.asp?hideHF=&Num=32**, consulter : 07/01/2014

الملاحق

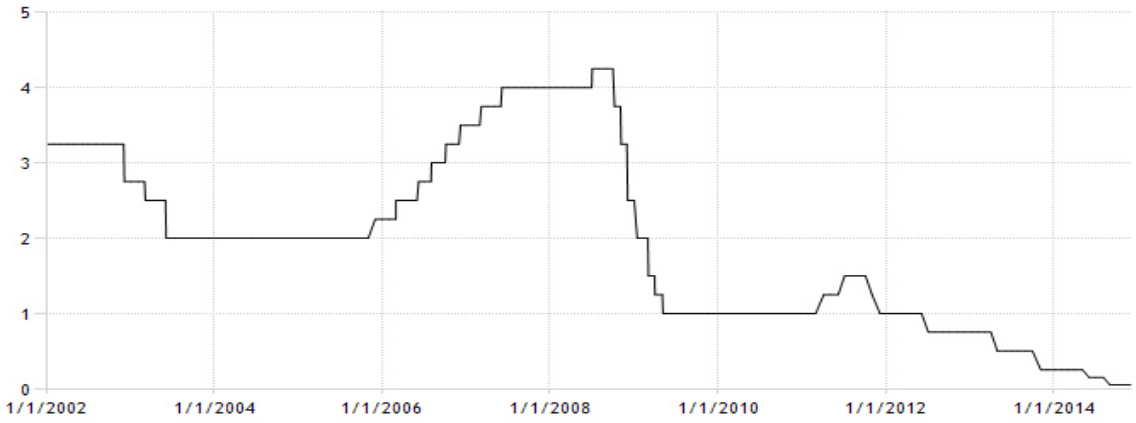
الملحق 1:

معدل التضخم في فرنسا خلال الفترة 2014/2010



الاطلاع : 2015/05/16 تاريخ http://ar.tradingeconomics.com/france/inflation-cpi

أسعار الفائدة في فرنسا بين 2014/2002



http://ar.tradingeconomics.com/france/interest-rate16/05/2015

الملحق 2

دالتي الارتباط الذاتي والجزئي لسلسلة مؤشر سعر السعر خلال الفترة 2011/01/03 الى 2014/12/31

Included observations: 993

Autocorrelation	Partial Correlation		AC	PAC	Q-Stat	Prob
|*******	|*******	1	0.969	0.969	935.99	0.000
|*******	| |	2	0.939	-0.016	1814.7	0.000
|*******	| |	3	0.908	-0.016	2637.9	0.000
|******|	| |	4	0.878	-0.016	3407.4	0.000
|******|	| |	5	0.847	-0.016	4124.8	0.000
|******|	| |	6	0.816	-0.017	4792.1	0.000
|******|	| |	7	0.786	-0.017	5410.9	0.000
|***** |	| |	8	0.755	-0.017	5983.0	0.000
|***** |	| |	9	0.725	-0.017	6510.3	0.000
|***** |	| |	10	0.694	-0.018	6994.4	0.000
|***** |	| |	11	0.663	-0.018	7437.3	0.000
|***** |	| |	12	0.633	-0.018	7840.6	0.000
|**** |	| |	13	0.602	-0.019	8206.3	0.000
|**** |	| |	14	0.572	-0.019	8536.1	0.000
|**** |	| |	15	0.541	-0.019	8831.9	0.000
|**** |	| |	16	0.510	-0.020	9095.4	0.000
|*** |	| |	17	0.480	-0.020	9328.5	0.000
|*** |	| |	18	0.449	-0.021	9533.0	0.000
|*** |	| |	19	0.419	-0.021	9710.8	0.000
|*** |	| |	20	0.388	-0.022	9863.7	0.000

من اعداد الطالب بالاعتماد على eviews 08

نموذج التأخير لـcac 40

Null Hypothesis: DCAC40 has a unit root
Exogenous: Constant
Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=21)

		t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic		-31.81213	0.0000
Test criticalvalues:	1% level	-3.436729	
	5% level	-2.864245	
	10% level	-2.568262	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Augmented Dickey-Fuller Test Equation
DependentVariable: D(DCAC40)
Method: Least Squares
Date: 05/13/15 Time: 11:15
Sample (adjusted): 3 993
Includedobservations: 991 afteradjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
DCAC40(-1)	-1.011576	0.031798	-31.81213	0.0000
C	0.316409	1.469307	0.215346	0.8295

R-squared	0.505750	Meandependent var	0.008547
Adjusted R-squared	0.505250	S.D. dependent var	65.75778
S.E. of regression	46.25301	Akaike info criterion	10.50815
Sumsquaredresid	2115808.	Schwarz criterion	10.51803
Log likelihood	-5204.786	Hannan-Quinn criter.	10.51191
F-statistic	1012.011	Durbin-Watson stat	2.000098
Prob(F-statistic)	0.000000		

من اعداد الطالب بالاعتماد علىeviews 08

نموذج التأخير ل dax

Null Hypothesis: DAX has a unit root
Exogenous: Constant, Linear Trend
Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=21)

		t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic		-1.835187	0.6869
Test criticalvalues:	1% level	-3.967326	
	5% level	-3.414350	
	10% level	-3.129299	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Augmented Dickey-Fuller Test Equation
DependentVariable: D(DAX)
Method: Least Squares
Date: 05/13/15 Time: 11:36
Sample (adjusted): 2 993
Includedobservations: 992 afteradjustments

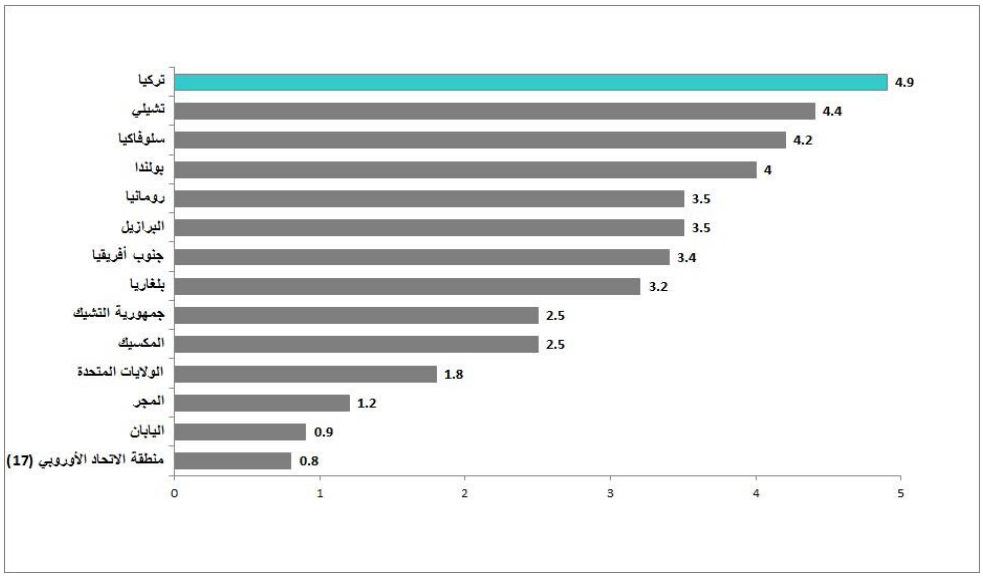
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
DAX(-1)	-0.008578	0.004674	-1.835187	0.0668
C	77.20583	46.25545	1.669119	0.0954
@TREND("1")	-0.025770	0.021351	-1.206991	0.2277

R-squared	0.004096	Meandependent var	-2.729183
Adjusted R-squared	0.002082	S.D. dependent var	92.69083
S.E. of regression	92.59430	Akaike info criterion	11.89735
Sumsquaredresid	8479394.	Schwarz criterion	11.91217
Log likelihood	-5898.087	Hannan-Quinn criter.	11.90299
F-statistic	2.033657	Durbin-Watson stat	2.007529
Prob(F-statistic)	0.131403		

من إعداد الطالب بالاعتماد علىeviews 08

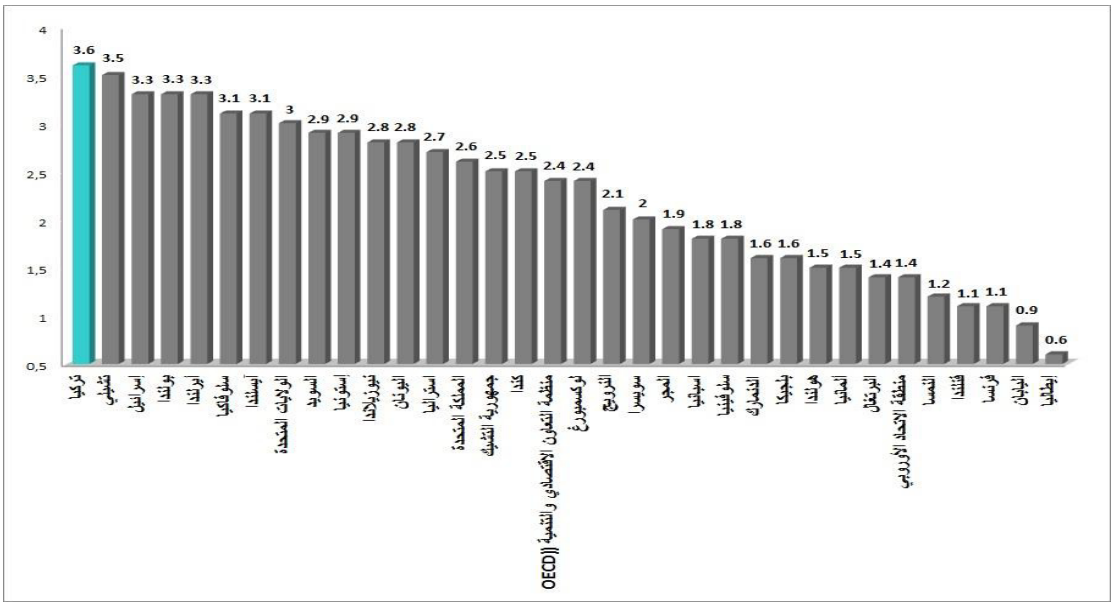
الملحق: 3

- **متوسط نمو إجمالي الناتج المحلي الحقيقي السنوي (%)2002-2013**



*http://www.invest.gov.tr/ar-SA/turkey/factsandfigures/PublishingImages/Economic Outlook graphs 2015 AR/1-Average-Annual-Real-GDP-2015-AR.jpg تاريخ الاطلاع 2014/05/09

التوقعات بشأن المتوسط السنوي لنمو الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي (%) في بلدان منظمة التعاون والتنمية الاقتصادية



المصدر :التوقعات الاقتصادية لمنظمة التعاون والتنمية،فبراير 2015

الملحق 4

سعر صرف اليورو مقابل الدولار الأمريكي خلال 2003/1999

	1999	2000	2001	2002	2003
جانفي	1.112			0.886	1.08
فيفري		1.008	0.886		
مارس	1.09			0.865	1.0862
أفريل		0.955			
ماي					1.0956
جوان	1.06	0.896	0.851	0.969	
جويلية				0.969	
أوت	1.01	0.932			
سبتمبر		0.9	0.906	0.974	
أكتوبر		0.86			
نوفمبر			0.906		
ديسمبر	1.01			0.993	

الملحق5

نفقات الاتحاد الأوروبي للمرحلة (2000-2006)

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
الزراعة	44.5	45.8	43.8	42.9	41.5	39.9	38.9
الصناديق البنيوية	34.8	33.7	30.8	29.7	28.7	28.2	27.3
السياسات الداخلية	6.4	6.4	6.0	5.9	5.9	5.9	5.8
النفقات الخارجية	4.9	4.9	4.6	4.5	4.5	4.4	4.3
النفقات الإدارية	5.0	4.9	4.7	4.7	4.8	4.8	4.8
احتياطات	0.9	0.9	0.6	0.4	0.4	0.4	0.4
(معونات ما قبل الانضمام)	3.4	3.3	3.1	3.1	3.0	3.0	2.9
دول شرق ووسط أوروبا وتتضمن:	-	-	6.4	8.8	11.3	13.5	15.7
1- الزراعة	-	-	1.6	2.0	2.4	2.8	3.2
2- العمليات الهيكلية	-	-	3.7	5.7	7.7	9.5	11.3
3- السياسات الداخلية	-	-	0.7	0.7	0.8	0.8	0.8
4- المصاريف الإدارية	-	-	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4

Source: Marie Annick, **Economie de L'Union Européenne** (Paris ECONOMICA, 2000), P 103

الملحق 6:

أكثر الديون السيادية في العالم خطورة

الترتيب الحالي	الدولة	احتمال التوقف عن السداد (5سنوات)	تصنيف CMAالضمني	الترتيب السابق
01	اليونان	58.8	CMA-ccc-	تدهور بمركز واحد
02	فنزويلا	51.4	CMA-ccc-	تدهور بمركز واحد
03	إيرلندا	41.2	CMA-b	تدهور 3 مراكز
04	البرتغال	35.9	CMA-b	تدهور 5 مراكز
05	الأرجنتين	35.4	CMA-b	تدهور مركزين
06	أوكرانيا	30.6	CMA-b+	تدهور بمركز واحد
07	إسبانيا	26.7	CMA-bb-	دولة جديدة
08	دبي	25.5	CMA-bb-	تحسين بدرجة واحدة
09	المجر	23.6	CMA-bb-	دولة جديدة
10	العراق	23.1	CMA-bb-	تحسين بدرجتين

Source: www.cmovision.com