

الجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية

وزارة التعليم العالي والبحث العلمي

جامعة الشهيد حمة لخضر بالوادي

كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير والعلوم التجارية

قسم العلوم الاقتصادية

المستوى: ثالثة اقتصاد نقدي وبنكي

دروس عبر الخط لمقياس:

الاقتصاد النقدي والمالي المعمق

أستاذة المقياس: مداس حبيبة

جامعة الشهيد حمة لخضر - الوادي
Université Echahid Hamma Lakhdar - El-Oued

السنة الجامعية: 2022-2023

المحور الخامس: قنوات التمويل ونماذج الادخار

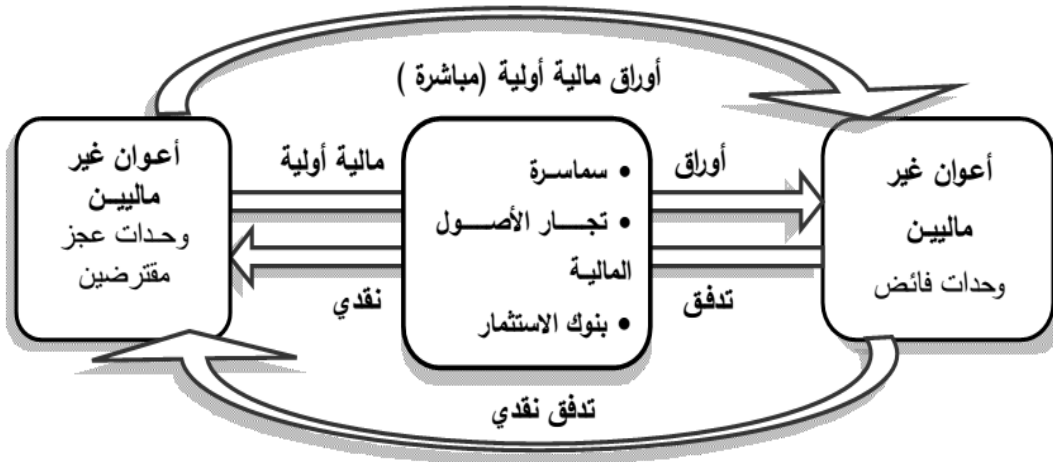
لمعرفة طريقة انتقال الأموال من وحدات الفائض إلى وحدات العجز يجب معرفة أشكال التمويل عبر النظام المالي، وتبعاً لذلك نميز بين نوعين من الاقتصاديات.

أولاً - أشكال انتقال الأموال داخل النظام المالي:

1) الانتقال المباشر (التمويل المباشر):

ويعبر عن العلاقة المباشرة بين المقرض والمقترض دون تدخل الوسطاء الماليين، وتمثل هذه الطريقة في قيام الوحدات ذات العجز (المقترضين) بإصدار أصول مالية في شكل أسهم أو سندات، وبيعها إلى الوحدات ذات الفائض (المدخرين)، بمساعدة خبراء الأسواق أو بدوئهم. أي أن الوحدات ذات العجز تمثل المقترضين النهائيين للأموال (تدفق نقدي مباشر) من وحدات الفائض مقابل أصول مالية (تدفق مباشر للأوراق المالية). وعادة ما يلتزم المدين بسداد المدفوعات للدائن في المستقبل بالإضافة إلى عائد مناسب مقابل مخاطر التسليف التي يتحملها المقرض، وتدعى الالتزامات المالية في هذه الحالة بالأصول المالية المباشرة أو الأولية. ويتخذ التمويل المباشر صورتين يمكن توضيحهما بالشكل التالي:

الشكل رقم (1): قنوات التمويل المباشر



ويوضح الشكل مراحل انتقال الأموال من وحدات الفائض إلى وحدات العجز الذي يتم إما مباشرة أو بتدخل خبراء السوق كما يلي:

1. يتم الاتصال المباشر بين المقرض والمقترض وهذا يحصل في حالة وجود علاقات شخصية ومعرفة سابقة بين الطرفين، ويعد هذا النوع من التمويل شكلاً بدائياً عرفت به عملية التمويل تاريخياً، إلا أن هذه القناة التمويلية

البسيطة لا تنسجم مع متطلبات التطور الاقتصادي والحاجة المتنامية لعنصر رأس المال ومن أهم معوقات هذا الشكل من التمويل ما يلي:

- يجب تطابق رغبة وحدات العجز ووحدات الفائض في تبادل الرصيد نفسه في الوقت نفسه؛
- المبالغ التي يمكن أن يحصل عليها المستثمر بهذا الطريقة محدودة بإمكانيات شخص مدخر واحد أو أشخاص معدودين؛
- عدم قدرة المقرض تقدير الأخطار المحتملة مما يضعف فرص التوظيف الجيد للأموال ويقلل من إمكانية الاستعمال الأمثل للموارد بالإضافة إلى ارتفاع تكلفة البحث؛

2. في الكثير من الأحيان يتم انتقال الأموال طبقاً لهذا الأسلوب من وحدات الفائض إلى وحدات العجز بتدخل طرف ثالث يتمثل في خبراء السوق وهي "مؤسسات الخبرة المالية التي تختص بتقديم الاستشارات والمعلومات إلى الوحدات المدخرة والوحدات المستثمرة بالشكل الذي يحقق التوافق بين رغباتهم بأقل تكلفة ممكنة" وتصنف مؤسسات الخبرة المالية إلى: مؤسسات السمسرة ومؤسسات المتاجرة المالية. والسمسار هو وكيل أو نائب عن أفراد يرغبون في بيع أو شراء الأوراق المالية فهو لا يعمل لحسابه بل يعمل على تحقيق الالتقاء بين المشتري والبائع مقابل عمولة معينة وبذلك فهو لا يتحمل أي نوع من المخاطر، أما تجار الأصول المالية فيعملون على شراء الأصول المالية لحسابهم الخاص بسعر معين، بغرض إعادة بيعها إلى المستثمرين بسعر أعلى، مما يتيح لهم فرصة تحقيق الربح، لذلك يتحملون درجة من المخاطرة في حالة تقلب أسعار هذه الأصول، وبذلك تعتمد دخولهم على حجم الصفقات المعقودة من ناحية وعلى قدرتهم على التنبؤ الدقيق لاتجاهات الأسعار من ناحية أخرى. ومن أهم مؤسسات المتاجرة في الأصول المالية ما يسمى "بنوك الاستثمار" فهي بنوك لا تتلقى ودائع ولا تخلق لنفسها أوراق مالية ثانوية كما تفعل البنوك التجارية، وإنما يقتصر دورها على نقل الأوراق المالية (الأسهم والسندات) من الشركات ذات العجز إلى المدخرين.

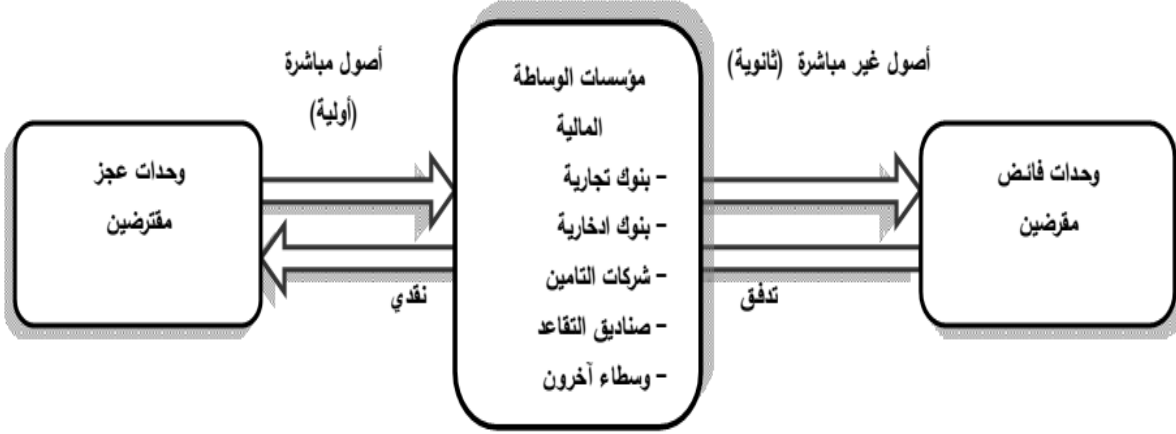
(2) التمويل غير المباشر:

يستند التمويل غير المباشر إلى تدخل مؤسسات الوساطة المالية، وطبقاً لهذا الأسلوب من التمويل يتم الفصل التام بين وحدات الفائض ووحدات العجز، حيث تقوم مؤسسات الوساطة المالية من ناحية بتزويد الوحدات العجزية بالمبالغ التي تحتاجها مقابل الحصول على أصول مالية مباشرة (أولية)، ومن ناحية أخرى بتجميع المدخرات عن طريق إصدار أصول مالية خاصة بها تسمى الأصول غير المباشرة أو الثانوية، بمواصفات أخرى يتم تحديدها طبقاً لرغبات وحدات الفائض التي تقوم بشراء هذه الأصول، ولا يشترط هنا تزامن العمليتين أو تساوي مبالغهما. ونظراً لأن الأصول المالية التي تحصل عليها وحدات الفائض تمثل التزاماً على المؤسسة الوسيطة التي أصدرتها ولا تمثل التزاماً على وحدات العجز فقد سمي هذا النوع من التمويل بالتمويل غير المباشر. حيث تشمل الأصول غير المباشرة أدوات تمويل شائعة مثل: (شهادات الإيداع لأجل، شهادات الاستثمار،... الخ) والتي تتميز بسيولة مرتفعة وقابلية تداولها، وما يتيح ذلك من مرونة لوحدات الفائض فضلاً عن انخفاض مخاطرها مقارنة بالأصول المباشرة.

ويوضح الشكل التالي انسياب الأصول من خلال مؤسسات الوساطة المالية وفق قنوات التمويل الغير

المباشر:

الشكل رقم (2): قنوات التمويل غير المباشر



إن أهم ما يميز هذا النوع من التمويل القدرة العالية للوسطاء في تعبئة الادخارات وتسويق الأصول المالية

المباشرة لوحدة العجز، وترجع كفاءة المؤسسات المالية في مزولة مهام الوساطة المالية إلى عاملين رئيسيين هما:

1. الاستفادة من اقتصاديات الحجم: نظرا لأن المؤسسات المالية تقوم بالعديد من عمليات الوساطة المالية المتنوعة، فإن ذلك يتيح لها تخفيض تكلفة الوحدة (للمعملية المالية) لأن التكلفة (سعر الفائدة) الثابتة يتم توزيعها على عدد أكبر من العمليات. بالإضافة إلى ذلك فإن استخدام المؤسسات المالية للأجهزة المتقدمة في عملياتها المختلفة يسمح لها بتخفيض تكلفة التشغيل مما يؤدي بدوره إلى زيادة ربحيتها.

2. انخفاض تكلفة المعلومات: تتمتع المؤسسات المالية بمقدرتها الكبيرة على تجميع وتحليل المعلومات، هذه الميزة التي لا تتوفر للعديد من المقرضين خاصة قطاع الأفراد، حيث تمتلك هذه المؤسسات المصادر اللازمة التي يمكن من خلالها الحصول على المعلومات المتعلقة بالمراكز المالية لوحدة العجز.

ثانيا- التمويل في ظل اقتصاديات المديونية واقتصاديات السوق المالي:

في الواقع العملي تعتبر دائرة التمويل في معظم الدول مزيجا من التمويل المباشر والتمويل غير المباشر، ومع ذلك فإن بعض الاقتصاديات تتميز بسيطرة أحدهما على الآخر، من هنا جاء التمييز بين نوعين من الاقتصاديات والأنظمة المالية التي تسودها.

(1) اقتصاديات المديونية (Economies d'endettement):

يتميز هذا النوع من الاقتصاديات بسيطرة التمويل غير المباشر الذي يسند للنظام البنكي فيه المسؤولية الأولى في تمويل الاقتصاد، ويتميز النظام المالي لاقتصاد المديونية بما يلي:

- تعتبر القروض الطريقة الأساسية لتمويل النشاط الإنتاجي بسبب ضعف معدل التمويل الذاتي وضيق سوق رأس المال؛
- يلعب البنك المركزي بالنسبة للبنوك دور المقرض الأخير، حيث أن عدم كفاية التمويل في السوق النقدية تؤدي بالبنوك إلى اللجوء المستمر للبنك المركزي طلبا لإعادة التمويل، وبالتالي يتميز اقتصاد المديونية بمستوى مزدوج من المديونية: مديونية المؤسسات اتجاه البنوك ومديونية البنوك اتجاه البنك المركزي.
- معدلات الفائدة المطبقة هي معدلات إدارية حيث تكون ضعيفة وشبه ثابتة من الناحية الاسمية وسلبية من الناحية الحقيقية ومحددة بطريقة بعيدة عن قوى السوق (تتحدد أساسا من طرف البنك المركزي في إطار سياسة إعادة الخصم).

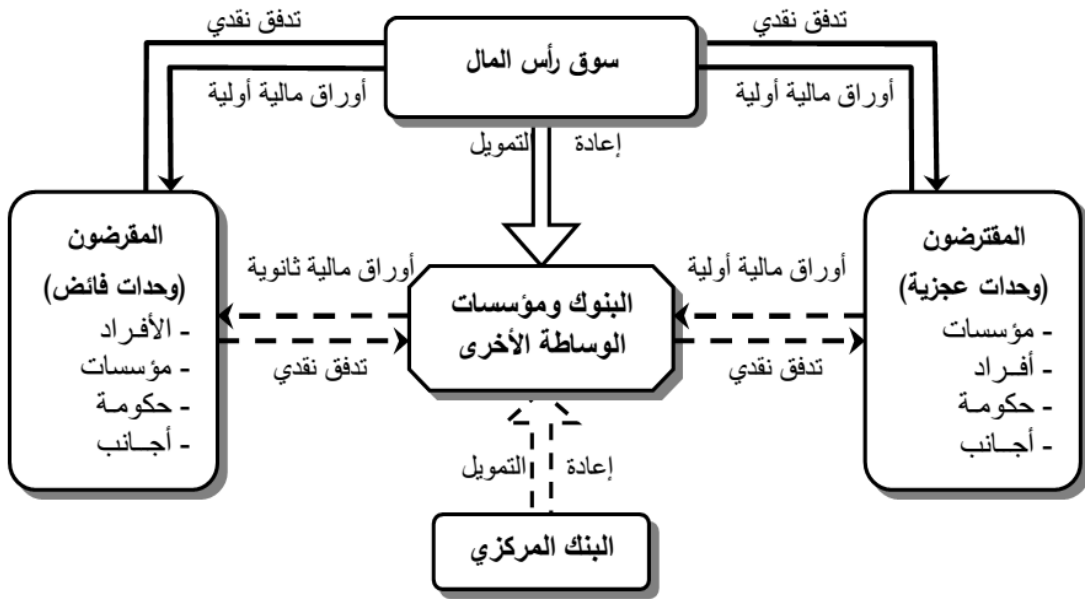
(2) اقتصاديات السوق المالي (Economies de marché financier):

يتميز اقتصاد السوق المالي بدور هام لسوق المال في تمويل النشاط الاقتصادي مقارنة باقتصاد المديونية. كما يؤدي فيه التمويل المباشر مهمة التوفيق بين الحاجة والقدرة على التمويل، وتتميز اقتصاديات السوق المالي بما يلي:

- استقلال كبير في الأسواق المالية، ويتم التمويل في ظل هذه الاقتصاديات عن طريق التعامل في الأصول المالية التي تصدرها المؤسسات أو الدولة والقابلة للتداول في السوق الثانوية، والتي يتم من خلالها تحويل الفوائض المالية؛
- تتميز المؤسسات الغير مالية بارتفاع معدل التمويل الذاتي مقارنة باقتصاد المديونية، ويكون الدافع للدخول إلى الأسواق المالية هو إيجاد الموارد التكميلية؛
- اللجوء إلى إعادة التمويل نادر جدا، ولا يتدخل البنك المركزي إلا إذا هدد كيان النظام البنكي، حيث يمكن للوسطاء الماليين الحصول على التمويل بالتدخل في سوق المال وإصدار الأصول المالية فيها، كما تقوم الخزينة العمومية بالتدخل في هذه السوق لتمويل العجز العمومي؛

- يحقق اقتصاد السوق المالي سيادة المنافسة الحرة وتفاعل العرض والطلب لتحديد سعر الفائدة، هذا الأخير الذي يعبر عن سعر التوازن بين العرض والطلب على رؤوس الأموال وكذلك تكلفة الموارد؛
- تعمل البنوك في ظل هذا النظام على تنويع أنشطتها وذلك بتسييرها للمحافظ على أساس المردودية فهي تقوم بتنويع تشكيلة أصولها بهدف زيادة المردودية وتوزيع المخاطر؛
- يقوم البنك المركزي بتسوية الاختلالات في العرض النقدي من خلال تدخله في السوق النقدية المفتوحة. ويمكن توضيح آليات التمويل في كل من اقتصاديات المديونية واقتصاديات السوق المالية بالشكل التالي:

الشكل رقم (3): آليات تمويل الاقتصاد عبر النظام المالي من خلال اقتصاد المديونية واقتصاد السوق المالي



اقتصاد السوق المالي (تمويل مباشر) ——— اقتصاد المديونية (تمويل غير مباشر) - - - -

ويوضح الشكل مميزات كل من نظام اقتصاد المديونية واقتصاد السوق المالي، ففي الأول تعتمد الوحدات العجزية في تمويلها على المؤسسات المالية باعتبارها تقوم بدور الوساطة، حيث تقوم بتجميع المدخرات وتعمل في الوقت ذاته على تغذية الاقتصاد بالموارد المالية اللازمة، وتلجأ عند الحاجة إلى إعادة التمويل من طرف البنك المركزي الذي يكون مجبراً على لعب دور المقرض الأخير للنظام المصرفي. في حين أنه في ظل اقتصاد السوق يتم التمويل بإصدار أوراق مالية أولية يكتب فيها أصحاب الفئات المالي، كما تتم عملية تمويل البنوك من خلال السوق المالي. إلا أنه يبقى من الضروري أن يحدث تكامل بين القطاع المصرفي وسوق رأس المال لأن ذلك يفيد في تحقيق كفاءة أكبر للاستثمار.

وفي الأخير نجد أن مؤسسات الوساطة والأسواق المالية تلعبان دوراً مهماً في الاقتصاد، فعدم وجود أسواق المال يجعلنا نتصور نظاماً يقوم فيه المقرضون والمقترضون بالبحث عن بعضهم البعض بالاتصال المباشر أو الهاتف أو

الإعلان في الصحف.... وهو أسلوب لا يتسم بالكفاءة والفعالية بسبب ارتفاع تكلفته، كما أن المقرض قد يضطر إلى منح قروضه للأصدقاء وبعض الأعوان المحليين في حين توجد منشآت أخرى أكثر احتياجا للمال ومستعدة لتقديم معدلات فائدة أعلى. ونقص الأسواق المالية المنظمة يؤدي إلى نقص شديد في السيولة للأصول المالية، مما يجعل المقرضون يتجنبون تجميد أرصدهم المالية لمدة طويلة ويفضلون القروض القصيرة الأجل. وعليه فإن الأسواق المالية المنظمة لديها مميزات:

- توفير درجة عالية من المرونة في نظام الائتمان.

- توفير جملة من المعلومات والبيانات عن المراكز المالية للوحدات المقترضة يعدها خبراء ماليون متخصصون (السماسة وتجار الأوراق المالية) تكون متاحة لكل المشتركين في هذه الأسواق

- خلق مناخ تنافسي بين المقرضين والمقترضين، من خلاله يمكن للمقترضين الحصول على أعلى عائد على استثماراتهم في مستوى الخطر الذي يقبلون عنده استثمار أموالهم، كما يمكن للمقترضين الحصول على الأموال بأدنى معدلات ممكنة للفائدة عند مستويات الخطر المختلفة.

غير أن بعض الأفراد يفضلون التعامل وإيداع أرصدهم المالية لدى الوسطاء بدلا من شراء الأوراق المالية حتى لو كان العائد أقل لأن:

- السيولة التي توفرها بعض الودائع والأوراق في البنوك وبعض شركات الاستثمار أين يمكن تحويلها إلى نقود بسهولة وقل تكلفة من بيع أسهم وسندات عن طريق السماسرة.
- انخفاض مستوى الخطر عند الاستثمار في خصوم مؤسسات الوساطة من ذلك الخطر الذي يواجه الاستثمار في الأوراق المالية (خطر عدم سداد الدين الناشئ عن عجز الشركة أو المقترض، خطر تقلب أسعار السندات والأسهم في السوق)

أما المقترضين فيفضلون مؤسسات الوساطة بسبب ارتفاع مستوى الكفاءة وعمق التجربة والخبرة التي تمكنهم من تكوين محافظ مالية كبيرة من خلال جمع مبالغ صغيرة من عدد كبير من الوحدات ذات الفوائد. وبالتالي فإن وجود الوسطاء الماليين يرتبط بقدرتهم على توفير مستوى مناسب للسيولة المالية وخفض مستوى التكلفة والخطر الذي يصاحب عملية التمويل وإذا لم يحققوا ذلك انعدمت مبررات وجودهم.