

الجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية
République Algérienne Démocratique et Populaire
وزارة التعليم العالي والبحث العلمي
Ministère de L'enseignement Supérieur et de la Recherche Scientifique
جامعة محمد الصديق بن يحيى - جيجل
Université Mohammed Seddik Benyahia de Jijel

كلية العلوم الاقتصادية التجارية وعلوم التسيير
قسم علوم التسيير



محاضرات في الاقتصاد النقدي وأسواق رأس المال

موجهة لطلبة السنة الثانية ليسانس
فرع: علوم التسيير

إعداد:
الدكتور: أمين كعواش

السنة الجامعية: 2023/2022

بِسْمِ اللَّهِ الرَّحْمَنِ الرَّحِيمِ



المحتويات	
الصفحة	العنوان
I	فهرس المحتويات
VI	فهرس الأشكال
VIII	فهرس الجداول
أ	مقدمة
01	المحور الأول: مدخل للاقتصاد النقدي وللاقتصاد الحقيقي
02	1.1. الظاهرة النقدية ومراحل التطور التاريخي للمجتمع الإنساني
05	2.1. التطور التاريخي للنقود في مرحلة التبادل النقدي
09	المحور الثاني: الإطار النظري للنقود
10	1.2. مفهوم النقود
11	2.2. مداخل تعريف النقود
11	3.2. أهمية النقود
12	4.2. خصائص النقود
15	5.2. وظائف النقود
20	المحور الثالث: الأنظمة النقدية
21	1.3. مفهوم النظام النقدي
22	2.3. أهداف النظام النقدي
22	3.3. خصائص النظام النقدي
25	4.3. أنواع الأنظمة النقدية
32	المحور الرابع: الكتلة النقدية ومقابلاتها
33	1.4. مفهوم عرض النقود
33	2.4. تحليل الكتلة النقدية
38	3.4. محددات العرض النقدي
39	4.4. آلية التوسع النقدي (خلق النقود)
45	5.4. مقابلات الكتلة النقدية

47	المحور الخامس: النظريات النقدية
48	1.5. النظريات النقدية التقليدية
59	2.5. النظريات النقدية الحديثة
63	المحور السادس: الوساطة المالية ومؤسساتها
64	1.6. التمويل: مفهومه وآلياته
65	2.6. طبيعة الوساطة المالية
66	3.6. أهمية الوساطة المالية
68	4.6. وظائف الوساطة المالية
69	5.6. مؤسسات الوساطة المالية
74	المحور السابع: البنك المركزي وأدوات السياسة النقدية
75	1.7. نشأة البنوك المركزية
75	2.7. مفهوم البنك المركزي
75	3.7. خصائص البنوك المركزية
76	4.7. ميزانية البنك المركزي
77	5.7. وظائف البنك المركزي
79	6.7. مضمون السياسة النقدية وأهدافها
80	7.7. أدوات السياسة النقدية
84	المحور الثامن: الجهاز المصرفي الجزائري
85	1.8. الإصلاحات الأساسية للنظام المصرفي الجزائري
90	2.8. الهيكل الجديد للمنظومة المصرفية على ضوء قانون النقد والقرض
91	3.8. الأجهزة التنظيمية والهيئات الرقابية الجديدة في النظام البنكي الجزائري
92	4.8. الهيكل الحالي للجهاز المصرفي الجزائري
95	المحور التاسع: السوق النقدي
96	1.9. مفهوم السوق النقدي
96	2.9. خصائص السوق النقدي
97	3.9. أهمية السوق النقدي
98	4.9. أقسام السوق النقدي

99	5.9. تنظيم السوق النقدي
101	6.9. أدوات السوق النقدي
102	7.9. نشاط السوق النقدي
103	8.9. مخاطر الاستثمارات في السوق النقدي
104	المحور العاشر: السوق المالي
105	1.10. نشأة وتطور السوق المالي
106	2.10. تعريف السوق المالي
106	3.10. أهمية السوق المالي
108	4.10. مقومات إنشاء السوق المالي
109	5.10. خصائص السوق المالي
109	6.10. أركان السوق المالي
112	7.10. أقسام السوق المالية
116	8.10. أنواع الأدوات المالية المتداولة في سوق رأس المال
119	المحور الحادي عشر: الأسواق الآجلة
120	1.11. العقود الآجلة
122	2.11. العقود المستقبلية
127	3.11. عقود الخيارات
131	4.11. عقود المبادلات
134	5.11. مخاطر التعامل بأسواق المشتقات المالية
135	المحور الثاني عشر: سوق رؤوس الأموال الدولي
136	1.12. مفهوم الأسواق المالية الدولية
136	2.12. أسباب ظهور الأسواق المالية الدولية
137	3.12. أهداف السوق المالية الدولية
137	4.12. وظائف الأسواق المالية الدولية
138	5.12. المتعاملون في السوق المالية الدولية
138	6.12. شروط ومقومات قيام السوق المالية الدولية
139	7.12. أقسام السوق المالية الدولية

147	8.12. مؤسسات إدارة أسواق المال الدولية
149	المحور الثالث عشر: الساحات (المراكز) المالية الدولية
150	1.13. مفهوم المركز المالي الدولي
150	2.13. شروط قيام المراكز المالية الدولية
152	3.13. خصائص المركز المالي الدولي
152	4.13. أنواع المراكز المالية الدولية
153	5.13. دور المراكز المالية الدولية
154	6.13. سلبيات المراكز المالية الدولية
155	7.13. أهم المراكز المالية الدولية
158	الخاتمة
160	قائمة المراجع



فهرس الأشكال

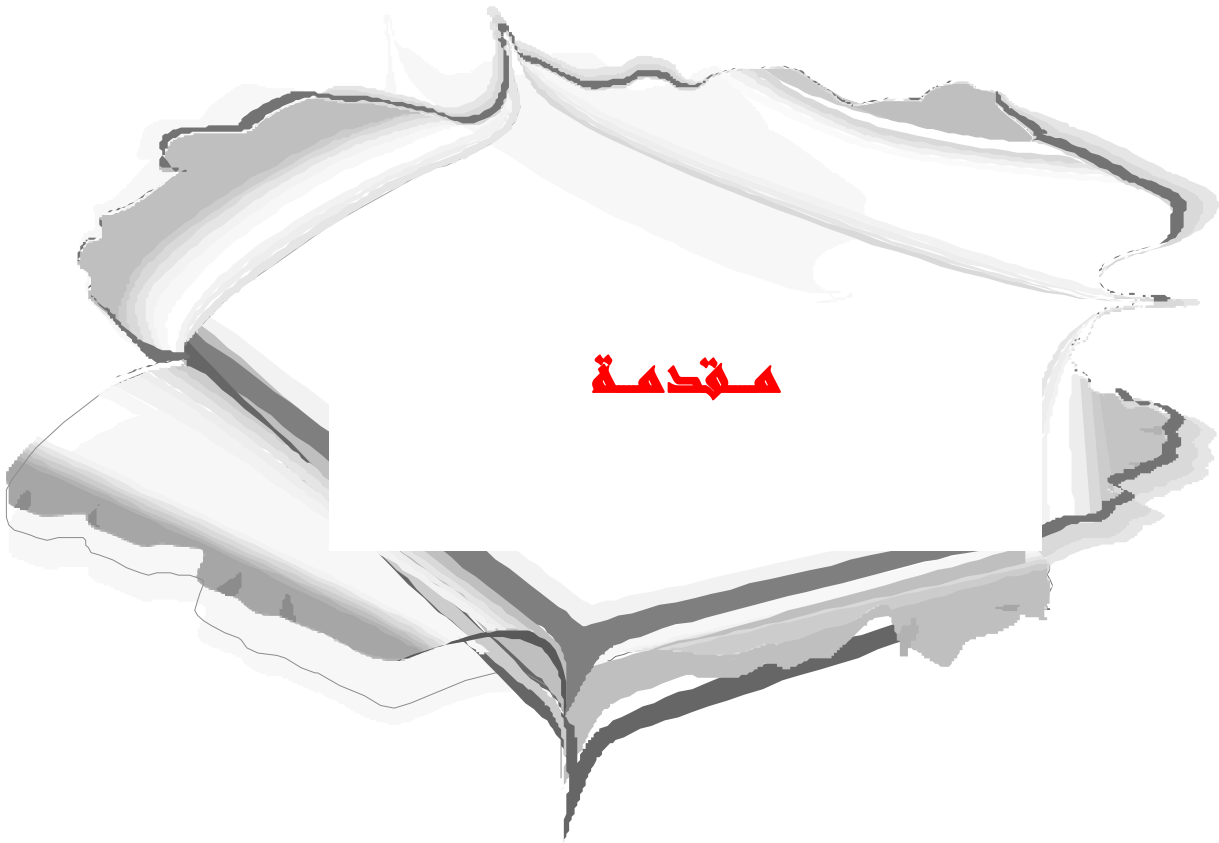
فهرس الأشكال

الرقم	العنوان	الصفحة
01	العلاقة بين النظم النقدية والقواعد النقدية	24
02	النموذج الكينيزي لتحليل المتغيرات الاقتصادية	52
03	الطلب على النقود عند كينز بدافع المبادلات وعلاقته بمعدل الفائدة	53
04	الطلب على النقود عند كينز بدافع الاحتياط وعلاقته بمعدل الفائدة	54
05	الطلب على النقود عند كينز بدافع المضاربة	55
06	تحديد التوازن (سعر الفائدة) في النظرية الكينيزية	56
07	الاستثمار في السندات حسب "بومول"	58
08	الطلب على النقود لأغراض المعاملات والاحتياط حسب "بومول"	58
09	تحديد الطلب على النقود وفقا للنظرية النقدية الحديثة	61
10	تنظيم السوق المالي	111
11	التقسيم الشامل للسوق المالي	112
12	الأدوات المالية المتداولة في سوق رأس المال	116
13	التعامل على العقود الآجلة في السوق غير الرسمية	122
14	أشكال وأنواع عقود المبادلات	132
15	أهم الأدوات المالية المتداولة في سوق النقد الدولية	140

فهرس الجداول

فهرس الجداول

الرقم	العنوان	الصفحة
01	قياس مستويات العرض النقدي	36
02	مكونات المجاميع النقدية في الجزائر	37
03	مكونات بعض المجاميع النقدية في الولايات المتحدة الأمريكية	37
04	مكونات المجاميع النقدية في فرنسا	38-37
05	ميزانية البنك (أ)	41
06	ميزانية البنك (ب)	42
07	عملية خلق الائتمان في البنوك التجارية	42
08	الميزانية الموحدة للبنوك التجارية	42
09	الميزانية الموحدة للنظام المصرفي	45
10	الميزانية العمومية لبنك تجاري	70
11	ميزانية البنك المركزي	77-76
12	أهم البنوك والمؤسسات المالية العاملة في الجزائر	93
13	أوجه الاختلاف بين أسواق النقد وأسواق رأس المال	113
14	مقارنة بين العقود الآجلة والعقود المستقبلية	125
15	حصة أهم العملات المتداولة في سوق الفوركس	143
16	أنواع المراكز المالية الدولية	152



مقدمة

تعد النقود عصب الحياة الاقتصادية الحديثة وعنصرا فاعلا ضمن مجموع المتغيرات الاقتصادية بالغة التأثير في النشاط الاقتصادي، إذ لا يمكن لأحد أن ينكر أهميتها ابتداء من أثرها على التعامل اليومي حتى آثارها المباشرة وغير المباشرة على أبرز المؤشرات الاقتصادية الكلية كالناتج والدخل والنمو، هذا بالإضافة إلى العلاقة الوطيدة التي تربط التقلبات في عرض النقود والطلب عليها بمستويات الاستقرار الاقتصادي والنقدي والذي هو أصلا أحد محددات التوازن الاقتصادي، فضلا عما يتعلق بجودة المحيطين المالي والاستثماري.

تبعاً لهذه المكانة وهذا الدور، شكلت النقود محور دراسات نظرية وتجريبية عديدة حاولت فهم وتحليل دور النقود في الحياة الاقتصادية وبرزت معها مجموعة من النظريات التي سعت إلى إدماج هذا المتغير ضمن النموذج الاقتصادي العام وتبيان دور النقود في الاقتصاد، وهذا من أجل فهم الطريقة التي من خلالها يتم توظيف النقد في تحقيق الأهداف الاقتصادية العامة على غرار النمو والتشغيل واستقرار الأسعار وفق ما يصطلح عليه بالسياسة النقدية.

في إطار ما تقدم تأتي هذه المطبوعة من أجل تقديم إحاطة نظرية شاملة للمفاهيم والجوانب الأساسية في موضوعات النقود والأسواق المالية، سيما بالنسبة لطلبة السنة الثانية علوم اقتصادية وتجارية وعلوم التسيير، على النحو الذي يتيح تزويد المتلقي وإثراء معارفه في واحد من بين أهم مجالات علم الاقتصاد ككل، ويسمح بتكامل مجموع مهاراته وخبراته التي تتقاطع في عديد جوانبها مع موضوعات الاقتصاد البنكي والاقتصاد الكلي والمالية العامة وغيرها من المواضيع الأخرى.



تمهيد

تعتبر النقود أداة مالية ونقدية هامة في المجتمع، واكتشافها من طرف الإنسان يعد من الخطوات الأساسية في تطور حضارته، حيث مكنته من ترشيد سلوكه الاقتصادي بشكل عقلائي، خاصة وأن ظهورها لم يتم دفعة واحدة بل نتيجة مراحل طويلة رافقت التطور في العلاقات الاقتصادية للأفراد والجماعات، فلها وظائف معينة من أجلها وجدت، وتنوعت بأشكال مختلفة عبر الأزمنة حسب كل مرحلة من مراحل تطورها التاريخي.

1.1. الظاهرة النقدية ومراحل التطور التاريخي للمجتمع الإنساني

في الواقع يمكن تحديد كيف نشأت وتشكلت وتطورت عناصر وملامح ما يعرف بالظاهرة النقدية من خلال دراسة الإطار العام لمراحل التطور التاريخي للمجتمع الإنساني. وللوصول إلى تحديد دقيق للنشأة والتطور التاريخي لتلك الظاهرة (أي النقود Money) فإننا سوف نستخدم تصنيفا يربط مراحل التطور التاريخي للمجتمع الإنساني بثلاثة أنماط عالج بها ذلك المجتمع ما يعرف بالظاهرة الاقتصادية العامة والتي يتمثل مضمونها في عمليات إنتاج وتوزيع السلع والخدمات.

ويقوم هذا التصنيف على أساس التمييز بين ثلاثة أنماط رئيسية هي:

1.1.1. اقتصاد اللامبادلة (الاكتفاء الذاتي): يقوم هذا الاقتصاد على الإنتاج بقصد الاستهلاك الذاتي في إطار الوحدة الاقتصادية والتي قد تكون أسرة أو قبيلة أو إمارة أو مقاطعة. ويمثل هذا النمط الأساس الذي قامت عليه المجتمعات البدائية، حيث كان طابعها المميز هو أن كل وحدة من الوحدات الاقتصادية (التي تبدأ بالفرد ثم الأسرة فالقبيلة والإمارة أو المقاطعة) تنتج بقصد الإيفاء بحاجات أفرادها البسيطة (الشرقاوي، صفحة 10). في هذه المرحلة لم يكن للجماعة التي تقوم بإنتاج السلع والخدمات ضرورة للدخول في علاقات اقتصادية مع الجماعات الأخرى، حيث أن توزيع وتبادل الإنتاج كان يتم تلقائيا حسب طبيعة التكوين العائلي والاجتماعي والوظيفي طبقا للأنظمة الاجتماعية السائدة، ما يعني أن توزيع السلع والخدمات في هذا النمط من الاقتصاد لم يكن إلا في إطار ضيق ضمن الجماعات التي تحكمها العادات والتقاليد وفي بعض المناسبات كالزواج والمآتم، مما اتخذت شكل عطاءات ومعونات متبادلة (بوفاسة، 2017، صفحة 8).

2.1.1. الاقتصاد الطبيعي (العيني أو الحقيقي): مع تطور وتنوع الإنتاج في المجتمعات البدائية بدأ الإنسان يدخل مرحلة جديدة، زادت فيها إنتاجيته عن حاجاته، أي أصبح من الصعب على الفرد الواحد أن يقوم بإنتاج كل ما يحتاج إليه من سلع وخدمات بنفسه، ومن ثم اكتفى بممارسة نشاط إنتاجي واحد، ومن هنا بدأ الإنسان يعرف ثقافة التخصص وتقسيم العمل وما يحققه من مزايا خاصة في زيادة كمية الإنتاج وتحسين جودته وتوفير جهد القائمين عليه، وهكذا دخل في مرحلة جديدة من مراحل ممارسة النشاط الاقتصادي، انفصلت فيها الصلة المباشرة بين الموارد المتاحة للفرد وبين الحاجات التي تلح عليه ويشعر بها (محب خلة، 2011، صفحة 22).

إن هذه المرحلة التي عرفها الإنسان هي مرحلة الاقتصاد الطبيعي أو الحقيقي، والذي يقوم على الإنتاج بقصد التبادل المباشر للسلع والخدمات، دون اتخاذ وسيط معين مقبول لدى وحداته الاقتصادية. وفي الواقع فلقد تشكلت معالم وعناصر هذا النمط من الأنماط التاريخية لاقتصاديات المجتمع الإنساني نتيجة لأن التطور التاريخي اتجه تعدد وتنوع الحاجات الإنسانية وتقدم وتعقد وسائل وعلاقات الإنتاج، قد أظهر أن ركائز اقتصاد الاكتفاء الذاتي أصبحت غير متلائمة ومتوافقة مع طبيعة هذه التطورات، ومن ثم ظهرت الحاجة والضرورة إلى الحصول على منتجات لا تنتجها وحدة اقتصادية معينة من وحدات اقتصادية أخرى لإشباع حاجات أفرادها المتزايدة.

من هنا نشأت المبادلة، واكتسبت المنتجات - باعتبارها موضوع المبادلة - صفة السلعة، وبالتالي تطور نمط الإنتاج من إنتاج بقصد الاستهلاك الذاتي إلى إنتاج بقصد التبادل المباشر أو المقايضة. هذه الأخيرة التي يقوم على أساسها هذا النمط (أي الاقتصاد الطبيعي أو العيني) تمثل نموذج لعملية تبادلية مباشرة يأخذ شكل السلسلة الآتية: (سلعة-سلعة)، ومن ثم فإن لكل سلعة قيمة يعبر عنها بكمية من السلع الأخرى وذلك بأن نقول مثلاً أن: قنطار قطن = 750 كلف قمح = بقرة = 3 رأس غنم... الخ (الشرقاوي، صفحة 11).

■ **مفهوم المقايضة وشروطها:** المقايضة هي مبادلة سلعة بسلعة أخرى يكون الفرد بحاجة إليها، دون إدخال وسيط في العملية، وتعتبر عن أول نظم المبادلة في المجتمعات البشرية (خليل، 2014، صفحة 14). لإتمام عملية المقايضة بين سلعة وأخرى، لا بد من تحديد أهم الشروط لتهيئة الظروف المناسبة لإجراء عملية المبادلة، وتقسم إلى شروط أولية وأخرى ضرورية، نوضحها كما يلي (خليل، 2014، صفحة 15، 16):

❖ **الشروط الأولية:** تتضمن العناصر التالية:

- ✓ وجود ناتج في شكل سلعة أو خدمة.
- ✓ تحقق فائض في الناتج.
- ✓ وجود رغبة لصاحب الفائض في التنازل عنه، لقاء حصوله على سلع وخدمات منتجة من طرف آخرين.

❖ **الشروط الضرورية:** تتمثل فيما يلي:

- ✓ توافق الرغبات: شرط التوافق ضروري لتحقيق المبادلة على أساس المقايضة، ويكون هذا ممكناً إذا كانت السوق ثنائية "عارضان و طالبان" أي سلعتان فقط، إلا أنه يصعب قياس توافق الإرادتين كلما ارتفع العدد، فقد يكون المنتج A سلعته مطلوبة من طرف B لكن هذا الأخير لا يطلب سلعة الأول، وبالتالي كلما كثرت السلع استحالة المقايضة، وهو ما يؤدي إلى عرقلة العملية الإنتاجية وبها تقع الأزمات الاقتصادية.
- ✓ وجود زمان ومكان لوقوع العملية: إن دورة الإنتاج للسلع غير ثابتة، فالمنتج الزراعي تختلف دورته عن المنتج الصناعي، وبالتالي قد تعرقل عملية التبادل. أيضاً مبادلة بعض السلع قد تتطلب نقلاً لها ولأسباب قد تتعلق بالوزن والحجم يصعب نقلها، وبالتالي قد لا تتم عملية التبادل.

✓ وجود مقياس لقياس السلعة "معدل المبادلة": وهي النسب التي بمقتضاها تبادل سلعة بأخرى، وهي مشكلة كبيرة لما يتعلق الأمر بالزمان والمكان وانقسام السلع وتقييمها.

■ **صعوبات المقايضة:** أظهر نظام المقايضة "اقتصاد المبادلة في إطار المقايضة" صعوبات عديدة في عمليات البيع والشراء، وهو ما يقلل من فرص التبادل، من هذه الصعوبات:

* **صعوبة تحقيق التوافق المزدوج في الرغبات:** في ظل نظام المقايضة من يرغب في مبادلة سلعة معينة بسلعة أخرى عليه أن يبحث في السوق عن شخص آخر لديه السلعة التي يرغب فيها مع من يود القيام بالمبادلة، ويرغب في الحصول على السلعة المعروضة للتبادل من قبل الشخص المعني. وبتعدد السلع وتنوعها تصبح هذه الصعوبة أكبر، وتزداد مع زيادة عدد السلع وزيادة درجة تنوعها، خاصة إذا تم الأخذ في الاعتبار أن التوافق المزدوج هذا بين حاجات الراغبين في التبادل ينبغي له أن يتحقق من حيث نوع السلعة، وكميتها، وقيمتها، والوقت المناسب لإتمام التبادل، ومكان التبادل، وهو الأمر الذي يصعب تحقيقه في ظل تعدد وتنوع السلع التي تتم مبادلتها، مما يجعل من المقايضة عامل إعاقة لتوسع المبادلات، ومن ثم إعاقة التوسع في الإنتاج والنشاطات الاقتصادية (خلف، 2006، صفحة 12).

* **عدم قابلية بعض السلع للتجزئة:** إن هذه الصعوبة كثيرا ما تقف حائلا دون إتمام عملية المبادلة ومن ثم دون تحقيق الإشباع المطلوب لطرفي التبادل، ويتأتى ذلك لاختلاف السلع فيما بينها من حيث الحجم والطبيعة والجهد المبذول في إنتاجها وطريقة استخدامها لإشباع الحاجات وطول الفترة التي يتحقق فيها إشباع الحاجات، فتتسم سلع البيض والفاكهة والأقمشة مثلا بصغر حجم وحداتها ومن ثم إمكانية تجزئتها إلى وحدات صغيرة، بينما لا تتوفر هذه الصفة في سلع مثل البيوت والدواب...، فإذا أراد شخص ما أن يبادل بيتا بكميات من الجبن والبيض والقمح والأقمشة، فإنه من الصعوبة أن يجد شخصا واحدا يريد أن يقتني بيته ولديه في نفس الوقت الأنواع المطلوبة من السلع، كما يكون من غير الممكن أن يجزئ بيته بين منتجي هذه السلع المختلفة، بحيث يبادل جزء منه بما يحتاج إليه من جبن وآخر بما يحتاج إليه من أقمشة وهكذا، وما يقال عن البيت يقال أيضا عن الدواب حيث يصعب تجزئتها، لأن تجزئتها إنقاص لمنافعها أو هلاك لهذه المنافع تماما (محب خلة، 2011، صفحة 24).

* **صعوبة تخزين السلع:** المخزون السلعي يتطلب عناية كبيرة، ويحتاج إلى مساحة واسعة وإلى حراسة، وفي هذا تكلفة باهظة الثمن من جهة، وضعف إمكانيات التخزين من جهة أخرى يجعل قيم السلع تتدهور ولا تحتفظ بقيمتها الأولى. يضاف إلى هذا كله أن السلعة قد تتعرض للمخاطر التالية (مفتاح، 2005، صفحة 18):

- بعض السلع وبعد تخزينها قد تنتفي الحاجة إليها بإحلال سلع جديدة محل محلها.
- التلف أو العطب أو السرقة.
- صعوبة إخراج السلع من المخازن وتحويلها من حالتها التي كانت مخزونة بها إلى حالة تكون فيها صالحة للمقايضة.

* **صعوبة تحديد نسبة التبادل:** وهذا يعني الافتقار إلى وحدة عامة يمكن بمقتضاها قياس وتحديد قيم السلع والخدمات، ففي نظام المقايضة تكون كل سلعة لا تتحدد قيمتها في السوق بشكل بسيط وسهل ككمية واحدة بل يجب أن تتحدد قيمتها في أشكال عديدة من السلع والخدمات الأخرى، ولكي تتم هذه المقايضة يجب معرفة المعدل أو النسبة لكل السلع والخدمات المعروضة في السوق، وهذا الأمر صعب جدا، بل يصل إلى الاستحالة التامة إذا تعددت السلع والخدمات (مفتاح، 2005، صفحة 16).

* **صعوبة إيجاد وسيلة للمدفوعات الآجلة:** إذ ليس هناك طريقة لتسديد دفعات آجلة من الديون في سوق المقايضة إلا بواسطة السلع العينية التي يجري تبادلها في السوق، كواسطة لإبراء الذمم فيما بين الدائنين والمدينين، مع التسليم بما يمكن أن يتعرض له هذا الأسلوب في السداد من خلاف ينشأ بين المدين والدائن حول نوعية السلعة التي يتم بواسطتها تسوية الديون، فضلا عن أن بعض السلع يتغير أثمانها ارتفاعا وانخفاضا خلال فترة إتمام الصفقة وحتى موعد سداد الدين، الأمر الذي قد يترتب عليه أضرار لأحد أطراف التبادل واستفادة للطرف الآخر (محب خلة، 2011، صفحة 25).

3.1.1. اقتصاد التبادل النقدي (الاقتصاد النقدي): إن هذا النمط من الاقتصاد يقوم على الإنتاج بقصد التبادل غير المباشر، أي بقصد التبادل عن طريق اختيار واستخدام شيء أو وسيلة معينة لقياس قيم الوسائل الأخرى لإشباع الحاجات الإنسانية (السلع والخدمات) ولإتمام العمليات التبادلية. وفي الواقع بدأت معالم هذا النمط من الأنماط التاريخية لاقتصاديات المجتمع الإنساني في الظهور والتكوين وبالتالي تحدد الأصل التاريخي لما يعرف بالنقد Money نتيجة للتناقض الذي غدا واضحا بين أساسيات الاقتصاد الطبيعي أو العيني وطبيعة الواقع الجديد للمجتمع الإنساني الذي أصبح يتسم بتعدد وتنوع أكبر في الحاجات الإنسانية وتطور أشمل في وسائل وعلاقات الإنتاج. فكنتيجة لعيوب وصعوبات المقايضة باعتبارها الركيزة الأساسية التي يقوم عليها النمط السابق، ظهرت الحاجة إلى اختيار شيء أو وسيلة معينة تقوم بإتمام عملية المبادلة، حيث جرى العرف على تسمية هذا الشيء أو الوسيلة المختارة بالنقد. وبهذا تطور نمط الإنتاج من إنتاج بقصد التبادل المباشر "سلعة-سلعة" إلى إنتاج بقصد التبادل غير المباشر، أي يقوم على أساس نموذج تبادل يأخذ شكل السلسلة الآتية: "سلعة- نقد- سلعة" (الشرقاوي، صفحة 12).

2.1. التطور التاريخي للنقد في مرحلة التبادل النقدي

انطلاقا من مراحل التطور التي عرفتھا الأشياء المستخدمة كنقد ومن تعدد أنواعها وأشكالها فقد تم تقسيم النقد إلى أنواع متعددة يمكن إجمالها في صفات التقسيم التالي:

1.2.1. النقود السلعية: إن اتساع عمليات التبادل السلعي بين الأفراد والجماعات وتعمد هذه العملية دفع بالجماعات الإنسانية إلى التفكير باختيار سلعة معيارية يستطيعون من خلالها تقويم السلع الأخرى. وقد تحددت هذه السلعة المعيارية حسب طبيعة المجتمعات والنمط الإنتاجي السائد فيها، حيث نجد أن المجتمعات الزراعية

اعتمدت كمية من القمح أو الشعير كوحدة معيارية يتبادل الناس على أساسها سلعهم، وفي المجتمعات الرعوية كانت هذه الوحدة هي رأس الغنم، كما أن تباعد المجتمعات عن بعضها جعلها تعتمد وحدات متباينة وغير متجانسة لتعبر عن طبيعة الحياة الاجتماعية السائدة آنذاك.

إن عملية المقايضة التي كانت سائدة بين الأفراد والقبائل، والصعوبات التي ترتبت عنها دفعتهم إلى ضرورة استعمال وسيط عملية المبادلة والتفكير في سلعة تتصف بالقبول العام، وبذلك ظهرت الأشكال الأولى للنقود في شكل سلع استهلاكية تختلف من مجتمع إلى آخر ومن فترة زمنية إلى أخرى، بحيث يتم اختيار سلعة واحدة معينة تلعب دور النقد، فمثلاً اتخذ الصينيون القدامى الحرير، وفي الهند استعملت الماشية كنقود، بينما استعمل قدماء المصريين والحضارة البابلية القمح كنقود... الخ. وقد كان من نتيجة استعمال بعض السلع كنقود (وسيط للمبادلة) التخلص من بعض صعوبات المقايضة، كصعوبة التوافق في رغبات المتعاملين، كما اختفت صعوبة تحديد نسب التبادل حيث أصبح لكل سلعة نسبة تبادل واحدة بينها وبين السلعة المختارة كنقد. ولكن على نقيض من ذلك هناك صعوبات أخرى للمقايضة لم تتمكن النقود السلعية من القضاء عليها: كصعوبة التجزئة والتخزين، بعض السلع عرضة للتلف ويحتاج تخزينها إلى تكاليف مرتفعة، صعوبة النقل وتسوية المدفوعات الآجلة.... الخ، هنا بدأت الحاجة إلى نوع آخر من السلع تحل محل النقود، وتتوفر فيه مميزات النقود (شرون، 2020، الصفحات 43-45).

2.2.1. النقود المعدنية: أمام نمو حجم المبادلات والحاجة إلى تسهيلها اتجه اختيار السلع المستعملة كنقود إلى السلع الممتازة التي تتصف أكثر من غيرها بعدم القابلية للتلف وسهولة التجزئة، والثبات النسبي للقيمة وحسن المظهر، فكان شيوع النقود المعدنية. وتبوأ المعادن النفيسة بوجه خاص مكانة كبيرة في استخدامها كنقود، حيث تمتع الذهب والفضة بالقبول العام في التداول، فكان الطلب عليها كبيراً لصلاحياتها للبقاء زمناً أطول وسهولة تجزئتها دون فقدان جانب يذكر من وزنها وما تتصف به من الثبات النسبي للقيمة لقلة إنتاجها، هذا فضلاً عن جمال رونقها ولمعانها. ومر استخدام المعادن كنقود بمراحل ثلاث (وجدي محمود، 2022، صفحة 24، 25):

➤ **مرحلة النقود الموزونة:** في هذه المرحلة كانت النقود المعدنية في شكل سبائك من الذهب أو الفضة تقدر في كل مبادلة بوزنها واختبار عيارها (أي درجة نقائها من الشوائب) بحضور شخصية بارزة تدعى حامل الميزان، الذي كان يقوم بوزن المعدن النفيس من أجل إثبات شرعية المعاملات ومنع الغش.

➤ **مرحلة النقود الحسابية "المعدودة":** في هذه المرحلة الثانية أصبحت النقود المعدنية تقدر بالعدد لا بالوزن، حيث جرى تنميط السبائك وزناً وعياراً وتمييزها بخاتم رسمي يوضح الوزن والعيار على كل سبيكة، وأصبح وزن السبيكة يعبر عن قيمتها، ومنذ ذلك الوقت أمكن أن ينسب لكل سلعة ثمناً واستخدمت العملة كأداة مساواة الأشياء من حيث قيمة مبادلتها، حيث تنسب إلى السبيكة النقدية قيم مختلف السلع والخدمات المتبادلة. لكن تجزئة السبائك قد تسبب الغش بدمج المعدن الرديء داخل المعدن الجيد فكانت المرحلة الثالثة.

➤ **مرحلة النقود المسكوكة "المضروبة":** في هذه المرحلة أضفى على النقود المعدنية صفة الإلزام للأفراد بقبولها بقوة القانون، وذلك بعد أن كان الأفراد هم الذين يصنعونها ويداولونها بحرية وباختيارهم، فظهر بذلك السعر القانوني للعملة الذي يلزم الأفراد بقبولها في معاملاتهم، بمعنى أن الدولة هي التي يحق لها فقط ضرب أو سك النقود، وهو ما يضيف عليها طابع الضمان، فأصبحت هذه النقود المعدنية المسكوكة ملزمة للناس بقوة القانون، وهو ما يجعلها تحظى بالقبول العام.

3.2.1. النقود الورقية: إن تاريخ التعامل بالنقود الورقية يرجع إلى الفترة التي انتشرت فيها عادة الاحتفاظ بالنقود المعدنية لدى التجار والصيارفة الذين كانوا يقبلون إيداع الأفراد لنقودهم والاحتفاظ بها لديهم مقابل منح المودعين إيصالات أو سندات تتضمن كمية الأموال المودعة، مع تعهد بإعادتها ودفعها لحامل السند أو الإيصال عند الطلب وبدون تأخير. وبعد فترة زمنية أصبح الأفراد المودعون والصيارفة أيضا راغبين في استخدام هذه الإيصالات أو السندات أداة لتسوية المدفوعات وإبراء الديون فيما بين الأطراف الدائنة والمدينة مقابل الحصول على فوائد نقدية محددة. إذ أن المودع قادر على استخدام السند أو الوصل في تسوية مدفوعاته والصيرفي أو التاجر (ثم المصرف فيما بعد) يحصل على مكافأة نقدية تتمثل في دفع المودع لمبلغ الرسم المحدد والمتفق عليه مقابل الخدمة التي حصل عليها في انجاز تسوية ديونه والمحافظة على أمواله من السرقة والضياع.

وقد لاحظ الصيارفة أن الأموال المودعة لديهم لا يتم سحبها كاملة في وقت واحد، مما دفعهم ذلك إلى إصدار إيصالات جديدة إلا أنها لا تستند إلى ودائع حقيقية مودعة لديهم، هذه الإيصالات أصبحت كسابقتها مقبولة لدى الآخرين، إذ أنها يمكن أن تؤدي وظيفة النقود الأساسية وسيطا للتبادل وبمعنى آخر أصبحت نقودا ورقية مقبولة قبولاً عاماً وإن كانت لا تساوي حجم الودائع المعنية بل عادة ما كانت تزيد عنها وتفوقها حجماً، وهذا الحال دفع بالدولة إلى أن تضطلع بدورها في التدخل في تنظيم عملية الإصدار للنقود الورقية ونشأت بموجب ذلك البنوك المركزية التي أخذت على عاتقها مهمة الإصدار النقدي كجهة وحيدة ومحتكرة لعملية الإصدار النقدي الورقي الإلزامي الذي نتعامل به حالياً، وصفة الإلزام في النقود الورقية على مستوى التعامل بها نابع من قوة القانون، إذ لا يحق للأفراد أو الهيئات التي بحوزتها هذه النقود المطالبة إلى ما يعادلها أو ما يساوي قيمتها من المعدن المغطاة به، فوصلت هذه النقود إلى مرحلة النقود النهائية أي ليست ورائها نقود أخرى تغطيها (الشمري، 2006، صفحة 43، 44).

4.2.1. النقود الكتابية "الائتمانية": تمثل شكلاً متطوراً للنقود في العصر الحديث، وتتكون بحسب تعريف صندوق النقد الدولي IMF، من الحسابات الجارية أو الودائع تحت الطلب لدى البنوك التجارية ويتم تداولها بواسطة الشيكات. وتتمثل نقود الودائع في التزام مصرفي من قبل البنوك التجارية، ينشأ من إيداع حقيقي لكمية من النقود القانونية، أو نتيجة قيام البنك بفتح حساب لعملائه على سبيل الإقراض، بدفع نقود قانونية للمودع أو لأمر، وتنتقل ملكية الوديعة من شخص إلى آخر بواسطة الشيكات (الحجار، 2009، صفحة 35).

ولعل من المفيد هنا الإشارة إلى أن تداول هذا النوع من النقود إنما يرتبط بمجرد انتقال الملكية من شخص إلى آخر، فطبقاً للمفهوم المحاسبي فإن عملية انتقال الملكية تتمثل بمجرد عملية تغيير في القيود المحاسبية في دفاتر البنك، فمثلاً لو أراد الشخص A شراء سلعة من الشخص B، فإن الشخص A يستطيع أن يدفع ثمن هذه السلعة عن طريق تحرير شيك للشخص B، وتبعاً لذلك يقوم الشخص B بإيداع هذا الشيك الذي حصل عليه مقابل عملية البيع في البنك، وهنا يبدأ بنك العميل B في تحصيل قيمة هذا الشيك من بنك العميل A، أي تحويل جزء من حساب العميل A إلى حساب العميل B.

من هنا فإن الشيك يعتبر أداة تسمح بتداول النقود المصرفية كما يستخدم كأداة لتحويل الحسابات المصرفية إلى نقود قانونية (عن طريق السحب المباشر من البنك). ومعنى هذا أنه في حال تحويل الحسابات الجارية إلى نقود قانونية فإن الأمر يتطلب وجود أداة تحقق هذا الهدف، وهذه الأداة هي الشيك، فالشيك لا يعتبر نقوداً، ولكن يعتبر أداة لتداول النقود الائتمانية. إلا أن من أهم عيوب هذا النوع من النقود، أنها غير مقبولة كوسيلة للدفع بقوة القانون، لأن بالإمكان رفض الشيك من قبل الأفراد كوسيلة لإبراء الذمة (بني هاني، 2002، صفحة 30).

5.2.1. النقود الالكترونية: مع التقدم الكبير في تكنولوجيا الاتصالات وتزايد استخدام الحواسيب الآلية وانتشار استخدام الأنترنت، ظهرت وسائل حديثة لتسوية المدفوعات، وذلك للاستفادة من مزايا الدفع الفوري باستخدام النقود المصرفية، وللتغلب على المشاكل التي تواجه عمليات حمل النقود السائلة، ومن ثم ظهر نوع جديد من وسائل الدفع وهو ما يعرف بالنقود الالكترونية. هذه الأخيرة من الصعب إيجاد تعريف شامل لها لأنها تشمل أشكالاً عديدة ومتنوعة من وسائل الدفع الجديدة (نحو: بطاقة الائتمان، بطاقة الدفع الفوري، بطاقة الدفع المؤجل، بطاقة التحويل الالكتروني، بطاقة الصرف الآلي... الخ) طرحت لأول مرة كبديل لوسائل الدفع التقليدية، ولعل من أهم ما ورد في تعريف هذا النوع من النقود ما يلي (بوفاسة، 2017، صفحة 24):

- وفقاً لبنك التسويات الدولية في أكتوبر 1996 اعتبر النقود الالكترونية على أنها: "تتمثل في شكل وحدات ذات قيمة نقدية مقدرة ومخزنة إلكترونياً يمتلكها حائزها بغرض تسوية معاملاته".

- عرفها المجلس الاقتصادي والاجتماعي الفرنسي عام 1984 أنها: "مجموعة من التقنيات المعلوماتية الممغنطة الكترونياً تجعل الأموال تتداول بدون طلب تحرير أوراق".

- هي وحدات من القوة الشرائية تقبل الاستخدام والتحويل عن طريق إلكتروني.

وعموماً يمكن أن يتجسد النقد الالكتروني في صورتين: حامل النقد الالكتروني، وهو عبارة عن بطاقة يخزن بداخلها قيمة نقدية تسمح بإجراء مدفوعات المشتريات الصغيرة بين أطراف التبادل دون تدخل لوسيط. والنقد الشبكي الذي يتم تحويله عبر شبكات الاتصال العالمية للوفاء بقيمة المدفوعات، وهذا باستخدام برمجيات متخصصة مدمجة بأجهزة الكمبيوتر الخاصة (خبايه، 2008، صفحة 23).

**المحور الثاني: الإطار النظري
للنقود**

تمهيد

النقود عصب الحياة المعاصرة لما تؤدي من وظائف كثيرة لا يمكن الاستغناء عنها، فإلى جانب كونها وسيلة دفع وأداة للحساب وحفظ القيمة وغيرها من الوظائف التقليدية، فقد أصبحت من أهم دعائم السياسة الاقتصادية للدول من خلال السياسة النقدية التي تحرص البنوك المركزية على تنفيذها من أجل تحقيق العديد من الأهداف، من بينها البحث على الاستقرار النقدي والاقتصادي.

1.2. مفهوم النقود

لم يتفق الاقتصاديون على تعريف موحد للنقود، بل اختلفت تعريفاتهم باختلاف نظرتهم للنقود ووظائفها (الكلية أو النوعية) ودورها في الحياة وفي النشاط الاقتصادي، كما أن مفهوم النقود دائم التطور والتغير باستمرار. ولعل أهم ما ورد في تعريف النقود ما يلي:

- يرى روبرستون في كتابه المعروف "النقود Money" أن النقود هي: "كل ما هو مقبول عموماً في الدفع مقابل السلع، أو في الإبراء من جميع التزامات الأعمال". كما عرفها الاقتصادي هنري غيتون في كتابه "La Monnaie" إن النقود هي: "أساساً أداة أو وسيلة تعطي في النهاية لحائزها بالمعنى الاقتصادي قوة شرائية، وبالمعنى القانوني وسيلة تحرير أو وسيلة تصفية أو تسديد الديون" (شرون، 2020، صفحة 33، 34).

- تباينت أيضاً هذه التعاريف في مدى شمولها، فقد عرفها Walke في عبارته الشهيرة "النقود هي أي شيء تفعله النقود"، وهذا التعريف واسع للنقود، بمعنى نستطيع أن نضيف للنقد أي شيء يؤدي وظيفتها مثل الشيكات، أو وصولات الصرف وغيرها. أما كينز (Keynes) فيمكن القول أن تعريفه كان الأقرب للتعريف العام للنقود حيث عرفها بأنها: "كل شيء يستخدم لتسوية المدفوعات باعتباره ذو قبول عام كوسيط للمبادلة ويستخدم لحفظ القوة الشرائية" (حداد و هذلول، 2005، صفحة 20).

- يعرف "ميلتون فريدمان" في خطاب له أثناء نياله جائزة نوبل سنة 1975 النقود بأنها: "عبارة عن الوسيلة التي يسعى الأفراد إلى اكتسابها، من أجل استخدامها في الحصول على ما يرغبون من سلع وخدمات حاضرة أو مستقبلية، وتتمتع بالقبول العام لدى جميع أفراد المجتمع" (خليل، 2014، صفحة 48). هذا التعريف يجمع أو يشتمل على ثلاث عناصر مهمة:

✓ أهم عنصر في تعريف النقود، هو أنها وسيلة تتمتع بالقبول العام.
✓ لم يحدد التعريف نوع الوسيلة (نقد سلمي، نقد ائتماني.. الخ)، وذلك لأن التاريخ يعلمنا أن النقود لم تستقر على شكل معين، بل تغيرت عبر الزمن.

✓ استخدام الوسيلة في الحصول على السلع حالياً أو مستقبلاً، مما يؤكد على استعمال النقود كمخزن للقيمة.
من هذه التعاريف يمكننا أن نقدم تعريفاً شاملاً للنقود، فهي أي شيء تتوفر فيه ثلاثة عناصر (شرون، 2020، صفحة 34):

* أن يحضرا بالقبول العام من قبل الأفراد.

* تكون وسيلة لتسديد الديون ودفع قيمة الالتزامات في كل مكان وزمان.

* أن تكون قوتها الشرائية تؤدي إلى السداد الفوري والتام والنهائي للدين.

من هذا المنطلق فالنقد المعاصرة هي: "كل ما يلقي قبولا عاما من قبل المتعاملين، ويؤدي مختلف وظائف النقد المعروفة". فهي الأصل النقدي الوحيد الذي يملك قوة إجبار ومقبول قبولا عاما في جميع الاقتصاديات، فضلا عن كونها أصلا كاملا السيولة يتمتع بقوة اقتصادية تسمح له بأن يكون وسيط للتبادل وأداة لسداد الالتزامات الآجلة، وهذا ينبع من كونها مستودع للقيمة وأخيرا للوحدات الاقتصادية أن تستخدمها كمقياس للقيمة.

2.2. مداخل تعريف النقود

لما صعب عرض تعريف متفق عليه للنقد، كان لزاما تقديم مجموعة تعاريف مصنفة وفق مداخل خاصة، تراعي الجوانب القانونية والاقتصادية والوظيفية، نوضح هذه المداخل فيما يلي (خليل، 2014، صفحة 49، 50):

1.2.2. المدخل القانوني لتعريف النقود (تعريف مؤسسي): تعبر النقود عن مجموعة آليات القانون العام المقبولة والمستعملة حاليا في بلد ما. ونعني بذلك كل شيء يلقي القبول العام في التبادلات. فالنقد وفق هذا المعنى القانوني يمكن حمله من إبراء الذمة وإطفاء الدين.

2.2.2. المدخل الوظيفي لتعريف النقود: وهو التعريف الشائع، ويعني أنه لا يبرر وجود النقد إلا ما يمكن أن يؤديه من وظائف، أي يجسد القدرة الشرائية لحمله لشراء السلع والخدمات (معنى اقتصادي).

3.2.2. المدخل النظري المجرد لتعريف النقود: يسمى أيضا بالمدخل التبادلي، ويركز على الجانب المحاسبي أو القياسي للنقد، بحيث تتمكن من معرفة مختلف نسب التبادل بين السلع والخدمات. ومن هذا المدخل فإن النقد يقيس القيمة التبادلية للسلع والخدمات (المخرجات)، كما يقيس أيضا حجم العمل المبذول في المجتمع، ما يعني أن هذا المدخل يشترط في تعريف النقد: - مقياس للقيمة - وسيط للتبادل.

4.2.2. المدخل المادي الملموس لتعريف النقود: يسميه البعض بمدخل السيولة، حيث يعتبر النقد شيئا ماديا ملموسا، يعبر عن المعنى الضيق للنقد (النقد القانونية)، ويهمل النقود الأخرى غير الملمومة (النقد الكتابية، النقود الالكترونية... الخ). ورغم أن هذه الأخيرة غير ملموسة (حسابات) فإن قيمتها ملموسة، وبالتالي عرفوا النقود بأنها: "كيان مادي ملموس فقط". ما يعني أن الأصول التي لا تتوفر على شرط السيولة لا تدخل في تعريف النقود، أي أنه يشترط السيولة التي تجعل النقد وسيطا ملموسا للتبادل وأداة من أدوات السياسة النقدية، وبالتالي يشترط هذا المدخل في تعريف النقد - مخزن للقيمة - وسيط للتبادل.

3.2. أهمية النقود

تعد النقود أمرا بالغ الأهمية في حياة المجتمعات لما تقوم به من دور هام في النشاط الاقتصادي مثل: توسيع نطاق المعاملات، القضاء على صعوبات المقايضة، ولما لها من أثر على مستوى معيشة أفراد المجتمع. كما

وأصبحت النقود في الوقت الحاضر متغيرا اقتصاديا هاما له تأثيراته المختلفة على الحياة الاقتصادية والاجتماعية في معظم النظم الاقتصادية المعاصرة، فكان ازدياد استخدام النقود ضرورة لمسايرة التوسع في حجم التبادل والتلاؤم مع التقدم الاقتصادي في المجتمعات (الطاهر و علي الخليل، 2006، صفحة 13). وعموما فإن للنقود أهميتها في كل المجتمعات وفي كل الأنظمة الاقتصادية يمكن إجمالها في الآتي (بوفاسة، 2017، صفحة 14، 15):

1.3.2. تأثيرها على الكفاءة الاقتصادية: وفق هذا المنظور تتجلى أهمية النقود من خلال ما يلي:

* تؤدي النقود إلى التخصيص الإنتاجي والخدمي، وهذا ما يؤدي إلى زيادة الكفاءة لدى الأفراد في عملهم وتزداد معها إنتاجيتهم، فيؤثر ذلك على زيادة الإنتاج.

* تعمل النقود على تخفيف تكاليف التبادل في السوق، الأمر الذي يدفع بعجلة النشاط الاقتصادي إلى النمو.

* تسهيل الحسابات ومسك الدفاتر ييسر من شأنه الرفع من كفاءة النشاط الاقتصادي وسرعته.

* تحقيق مستويات عالية من الاستثمار، حيث بفضل وجود النقود يغنينا عن الاحتفاظ بمخزون كبير من السلع، وهذا من شأنه لا يعطل من إمكانية تداول رؤوس الأموال، فتزداد كفاءة النشاط الاقتصادي.

2.3.2. تأثيرها على النشاط الاقتصادي: كان ينظر الفكر الكلاسيكي للنقود على أنها حيادية لا تؤثر على

النشاط الاقتصادي، فجاء الفكر الكينيزي فأحدث ثروة في هذا المفهوم واستنتج بأن للنقود تأثير كبير على النشاط الاقتصادي، فزيادة الكتلة النقدية في التداول مثلا من شأنه أن يرفع من المستوى العام للأسعار، وهذا ما يؤثر على القدرة الشرائية للأفراد ذوي الدخل المحدود إذ لم تصحبها ارتفاع في الأجور. وبالنقود عندما يتم التحكم في كميتها بصورة تناسب النشاط الاقتصادي يحدث الاستقرار النقدي، وكذلك الأمر في سرعة تداولها عندما لا تكون متذبذبة (الارتفاع والانخفاض) كثيرا من شأنها أنه تؤدي إلى استقرار نقدي.

4.2. خصائص النقود

تعتبر النقود ظاهرة اجتماعية إذ ترتبط بظاهرة التبادل النقدي، والأخيرة تفترض وجود جماعة، فمن غير المتصور استعمال النقود بعيدا عن علاقات المبادلة بين الأفراد والجماعات. كذلك فإن النقود مظهر من مظاهر السيادة الوطنية، وإذا كان هذا المصطلح حديث العهد إلا أن هذه الخاصية تعتبر تاريخية، فمنذ ظهور النقود في صورتها الأولى (النقود السلعية) قامت كل جماعة باختيار السلعة التي تلعب دور النقود وكان التعامل على أساسها قاصرا على أفراد تلك الجماعة. وفي العصر الحديث يظهر عنصر السيادة الوطنية في اختيار كل دولة لعملتها والتي عن طريقها يتم تسوية الالتزامات في داخل هذه الدولة، حيث يتطلب عنصر السيادة أن تكون للعملة الوطنية للدولة الأولوية على باقي العملات الأجنبية عند تسوية الالتزامات بين أفراد الدولة (عوض الله و محمد الفولي، 2003، صفحة 19).

وعموما هناك عدد من المعايير والخصائص التي يلزم توافرها في النقود إذا ما أريد لها أن تقوم بوظائفها على خير نحو ممكن. ويمكن إجمال هذه الخصائص فيما يلي:

1.4.2. خصائص عامة: من أهم هذه الخصائص ما يلي:

* **خاصية العمومية والشمولية (عدم التخصيص):** وهو أن النقد له صفة القبول المطلق في التعامل، ولا يخص فئة دون أخرى، عكس ورقة البنزين مثلا، تذكرة الإطعام للطالب. أي أن النقد أداة عمومية شاملة تسمح لمالكها بالحصول على أي سلع أو خدمات (خليل، 2014، صفحة 36).

* **خاصية الإجبارية:** إن النقود كأداة للدفع وتسوية الالتزامات وسداد الديون تعتبر أداة إجبارية ملزمة، وهذا معناه أن الدائن أو البائع لا يستطيع رفضها في مقابل الدين أو قيمة السلعة المعروضة وفي نفس الوقت لا يطلب أي أداة أخرى بدلا منها، كما أن القانون يحدد قيمة هذه الأداة الإجبارية للسداد والتعامل. فعلى سبيل المثال نجد أنه في الاقتصاديات المتخلفة يمكن للمتعاملين قبول أو رفض الشيك كسداد للالتزامات، أما النقود فلا يمكن رفضها حيث أنها بصفتها الرسمية تعتبر ملزمة (مصطفى، 2009، صفحة 45).

* **خاصية الدوام والثبات النسبي في القيمة:** عدم ثبات قيمة النقد عبر الزمن يفقد ثقة الغير فيه، ويحدث اضطرابات في المعاملات، ولذلك يجب أن يكون ثابتا نسبيا. وأن ضمان الدولة لدوام هذا النقد لا يكفي إذا انهارت قيمته مثلا، لأنها تؤثر في قيمة الأصول والمبالغ المقرضة للغير لانخفاض القوة الشرائية لها، وعليه فهذه الخاصية تعد النقود عنصر أمان ومطلوبة لذاتها، أو ما يعرف بالرغبة في الاحتفاظ بها سائلة لاعتبارات شخصية ونفسية (خليل، 2014، صفحة 36، 37).

* **خاصية الندرة:** بدءا كان اختيار الأشكال الأولى للنقود في صورة معادن نفيسة (ذهب وفضة) مؤسسا على ما تتمتع به من ندرة نسبية في الطبيعة، ولكن بعد أن قوى نفوذ الدولة -وانتهاء عصر المعادن النفيسة- فرضت الندرة عن طريق فرض القيود على الإصدار النقدي الورقي بهدف تحصيل التوازن بين الكتلة النقدية والنتاج من السلع والخدمات والذي يؤدي بدوره إلى تحقيق الاستقرار النقدي والاقتصادي (كامل و حامد، 2006، صفحة 19).

* **خاصية الأثر الآني:** تعني هذه الخاصية أن إطفاء الدين وإبراء الذمة تكون لحظة الدفع، بمعنى أن المدين عندما يعطي قيمة الدين في شكل نقود إلى الدائن تسوى التزاماته فوراً بدون أن ينتظر أي شيء آخر. فهنا تعتبر عملية الوفاء بالالتزامات عملية فورية بدون إبطاء أو تأجيل، فالنقود تضمن هنا التوازن الفوري في اللحظة التي تستخدم فيها بعكس الشيك مثلا فلا بد للدائن أن ينتظر تحصيله حتى يستطيع منح المدين الإيصال الدال على إبراء ذمته (مصطفى، 2009، صفحة 46).

* **خاصية المكان المحدد:** إن شمول النقود وعموميتها ليس مطلق بل نسبي، أي أن النقود تعتبر أداة شاملة ومقبولة قبولاً عاماً ولكن داخل حدود الدولة التي تصدرها، بمعنى شمولية وعمومية النقود تنتهي عند حدود الدولة. أي أن الشخص الذي يريد أن يسافر للخارج أو يريد سداد قيمة معاملاته مع العالم الخارجي لا يستطيع تحقيق ذلك بواسطة العملة الوطنية لدولته، بل يتعين عليه أن يقوم بتغييرها لدى السلطات النقدية ويحصل في مقابل ذلك على

العملات الأجنبية التي يحتاج إليها. وبذلك يمكن القول أن القوة الملزمة للنقود والصفة العامة والشاملة لها تتحقق بمحلية المعاملات والمدفوعات، والوضع يختلف بالنسبة للعملات الحرة الداخلة في نطاق النظام النقدي العالمي (مصطفى، 2009، صفحة 46).

2.4.2. خصائص عملية: إن غياب هذه الخصائص سيعيق الدور المنوط بالنقود ومنها:

* **خاصية القابلية للتجزئة (الانقسام):** تعني هذه الخاصية أن تكون النقود قابلة للانقسام دون ضياع لقيمتها، أي تكون وحدتها الأساسية قابلة لأن تنقسم إلى عدد من الوحدات صغيرة القيمة تتناسب مع حاجة التعامل في عمليات المبادلة التي يكون محلها أشياء ضئيلة القيمة. ويجب أن يتبع هذا الانقسام التكافؤ بين قيمة مجموع الأجزاء المنقسمة ووحدة النقد الكلية.

والملاحظ أن ذلك لم يكن تاريخياً منطبقاً على كافة أشكال النقود فإذا كان تجزئة وحدات الذهب والفضة لا يؤدي إلى انخفاض قيمتها، فعلى العكس من ذلك يؤدي انقسام الأحجار الثمينة إلى الإقلال من قيمتها، وبالتالي ينعدم التكافؤ بين الأجزاء المنقسمة والوحدة المقسمة وقد كانت عدم قابلية أنواع معينة من النقود -كالماشية مثلاً- للانقسام أحد الأسباب التي حدت بالجماعة العدول عنها والبحث عن شكل آخر للنقود، وذلك بالطبع فضلاً عن عدم تماثل وحدتها في الحجم والوزن والنوع (كامل و حامد، 2006، صفحة 19، 20).

* **خاصية التجانس والتمائل المطلق:** يعني أن تكون وحداتها متماثلة تماماً "كل وحدة نقدية بديلاً تاماً للوحدة النقدية الأخرى من نفس القيمة"، أي تشابه كل وحدة تماماً للوحدات الأخرى المساوية لها في القيمة، حتى لا يعطى المتعاملون لبعض وحدات النقود قيمة مختلفة عن الوحدات الأخرى، الأمر الذي يترتب عليه وجود أكثر من ثمن للسلعة أو الخدمة الواحدة (عوض الله و محمد الفولي، 2003، صفحة 21).

* **سهولة حملها:** ويقصد بهذا المعنى أن تكون النقود ذات قيمة مرتفعة نسبياً حتى يستطيع الأفراد حمل مقدار كافٍ منها لشراء السلع والخدمات ذات القيمة المرتفعة، وهذا هو السبب وراء وجود فئات صغيرة وكبيرة من النقود في التداول (مجيد، 2000، صفحة 24).

فضلاً عن ما سبق، هناك بعض الخصائص ذات الأهمية العملية منها: عدم القابلية للاهلاك السريع عند تداولها، صعوبة التقليد أو التزوير، ضرورة التوحيد والتصنيف للوحدات النقدية، وسهولة التعرف على وحداتها... الخ، وكلها صفات الهدف منها تأدية النقود لوظائفها بكفاءة أفضل (كامل و حامد، 2006، صفحة 20).

3.4.2. خصائص النقود عند كينز: عدد كينز في نظريته العامة ثلاث خصائص مهمة للنقود، تميزها عن بقية السلع وهي (خليل، 2014، صفحة 39):

■ **انعدام مرونة عرض النقود كسلعة:** أي أن عرض النقد لا يتعلق بالطلب عليها كقيمة استعمالية. وهي خاصية منسجمة مع خاصية الندرة المذكورة آنفاً، وبالتالي لا نتوقع إنتاجاً أكثر لهذا النقد في حالة تعاظم الطلب عليها، حيث أن إنتاجها مدروس بيد هيئة نقدية رسمية، ومرتبطة بمتغيرات عديدة.

■ **انعدام مرونة الإحلال للنقد:** معناه لا يمكن تعويض النقد المتداول بسلعة أخرى، تقوم بدور النقد عند عدم توفره، فلا نتصور داخلياً أن هناك نقص في كمية النقد، فنفكر في إيجاد سلعة ما تقوم بوظيفة النقد. كما لا يخطر ببالنا أن تلجأ دولة لا تحوز عملة صعبة أن تدفع في المقابل بمنتجات محلية (عدا حالات استثنائية بين الدول وبعقد يسمح بمقايضة سلعتين في فترات عابرة).

■ **قيمة النقد غير مرتبطة بحجمه:** أي إذا كانت كمية النقد أقل مما هو عليه سابقاً، نتيجة ارتفاع كمية الناتج أو انخفاض كمية النقد، فإن قيمة النقد لا ترتفع حسب كينز، عكس الكلاسيك، وبالتالي الشيء المرتفع هو "القيمة الشرائية للنقد".

5.2. وظائف النقود

للنقود عدة وظائف في الاقتصاد الحديث حيث تتوقف كفاءة النظام النقدي على مدى توفير النقود في أداء وظائفها الأساسية، وهذا يتوقف بدوره على مدى اتصاف النقود بالشروط اللازمة لحسن اضطلاعها بتلك الوظائف، هذه الأخيرة تختلف من حيث المصدر، وأولوية الهدف، ونطاق التطبيق. فهناك الوظائف التقليدية ذات الطابع النقدي البحت، والمرتبطة أصلاً بالنشأة التاريخية للنقود، وهناك الوظائف الحديثة الأكثر عمومية، والمرتبطة بالنشاط الاقتصادي، وتطور هذا النشاط في الاقتصاد المعاصر.

1.5.2. الوظائف التقليدية للنقود: وهي مستمدة من الفكر الاقتصادي التقليدي، فالنقود بالنسبة لهم حيادية ضرورية لسيير واستمرار النشاط الاقتصادي ولكنها لا تؤثر في مجراه أو معدل نموه، وبالتالي يقتصر دورها على مختلف المهام التي تسهل عملية التبادل نحو:

❖ **النقود كوسيط للتبادل:** إن النقود لا تستخدم لتقدير قيم السلع المتبادلة فحسب، بل تستخدم كمقابل في المبادلات أيضاً، وبالتالي فإن النقود لا تطلب لذاتها - عادة - بل من أجل استخدامها في المبادلات لاقتناء السلع وأداء الخدمات، وبالتالي تسهيل عملية التبادل فيما بين المتعاملين. وترتب على استخدام النقود في عملية التبادل أن استقلت عملية البيع عن عملية الشراء وأصبحت عملية التبادل تتم في عمليتين منفصلتين هما عملية الشراء وعملية البيع، وتتم كل منهما في أي وقت يرغب فيه الإنسان، كما ترتب عليها أيضاً تخفيض تكلفة المبادلات. ولكي تؤدي النقود وظيفتها كوسيط للتبادل بكفاءة وفعالية يجب أن تتمتع بصفة القبول العام فيما بين المتعاملين، هذا فضلاً عن أن تتمتع قيمتها بالاستقرار النسبي، أي يكون تغيرها في حدود مقبولة، لأنه قد ترتب عليها زيادة حجم المبادلات ونمو النشاط التجاري وبدوره النشاط الإنتاجي والارتفاع بأداء الاقتصاد بصفة عامة (عبد الوهاب نجما، رمضان نعمة الله، أحمد الفيل، و شعبان عبده، 2018، صفحة 11).

❖ **النقود كمقياس للقيمة:** النقود وسيلة للتعبير عن قيم السلع والخدمات التي يتم تداولها في الاقتصاد الوطني، فهي مقياس للقيمة يسهل عملية تداول السلع والخدمات، ويمكن من الموازنة بين قيمها وحسابها وتجميع تلك القيم وتقديرها. ولكي تقوم النقود بهذه الوظيفة لا بد أن تكون قيمتها ثابتة نسبياً، لأن التغير في قيمتها بشكل مستمر ومتواصل يجعلها مقياساً غير عادل للقيمة، فضلاً عن الاضطراب الذي يمكن أن يحدث في الاقتصاد الوطني نتيجة التغير الكبير في القدرة الشرائية للنقود، الأمر الذي يجعل السياسة النقدية الرشيدة تعمل دوماً على تثبيت النسبة لقيمة النقود لتحقيق الاستقرار النقدي وتعميق الثقة في العملة التي تعتبر رمزاً للسيادة وللحد من الازدواجية في المقياس لقيم السلع والخدمات في الاقتصاد الوطني، إذ كلما ازدادت الاضطرابات في العملة المحلية اتسعت دائرة العملات الأجنبية في قياس قيم الأشياء المهمة، وتصبح العملة الوطنية منحصرة في قياس قيمة المعاملات البسيطة، بينما كلما تعلق الأمر بسلع وخدمات ذات قيم معتبرة تكون وسيلة القياس العملة الأجنبية ثم تحدد على ضوءها عدد الوحدات بالعملة الوطنية المقابلة للعملة الأجنبية، وهذه من أهم الظواهر المترتبة عن تطور التبعية النقدية التي يجب أن تخفف منها السياسة النقدية الرشيدة (غربي، 2018، صفحة 14، 15).

❖ **النقود مستودع (مخزن) للقيمة:** لا يرتبط حصول الأفراد أو الوحدات الاقتصادية على النقود للقيام بإنفاقها مباشرة، فقد ينفقون جزءاً منها في الحال ويحتفظون بجزء آخر كادخار يقومون من خلاله بتحقيق طلبهم على السلع والخدمات في المستقبل أو لمواجهة احتياجاتهم المستقبلية الطارئة، أي أنهم سيحتفظون بقوة شرائية لمقابلة طلبهم لاحقاً، وهذه القوة الشرائية هي النقود التي تقوم بعملية الاحتفاظ بالقيمة (جاسم عبد الله، 1999، صفحة 24).

ولكن يشترط لكي تؤدي النقود هذه الوظيفة على الوجه الأكمل أن تحتفظ بقيمتها النسبية لفترة طويلة، وهذا يعني الثبات النسبي لكل من العرض والطلب حتى يظل مستوى الائتمان ثابتاً. ولكن قيام الحرب العالمية الأولى وما تلاها من أحداث أدى إلى ارتفاع أثمان السلع والخدمات ارتفاعاً كبيراً، مما ترتب عليه انخفاض قيمة النقود، وإزاء ذلك لجأ الأفراد إلى الاحتفاظ بالقيمة في صورة أسهم وسندات وبعض السلع المعمرة كالمنازل وغيرها. ومن مزايا الاحتفاظ بالقيمة في هذا الشكل أنه يدر عائداً لصاحبه في صورة ربح أو فائدة أو ريع، فضلاً عما تحققه من أرباح رأسمالية إذا ما ارتفعت الأسعار، ولكنها من ناحية أخرى قد تحقق له خسارة رأسمالية إذا انخفضت الأسعار، ومع ذلك قد يفضل الأفراد الاحتفاظ بالقيمة في صورة نقود لأنها تعتبر أصل كامل السيولة خاصة وأن هناك دوافع تقتضي الاحتفاظ بالقيمة في هذا الشكل منها دافع المعاملات ودافع الاحتياط ودافع المضاربة (محمد هاشم، 2005، صفحة 13).

❖ **النقود معيار ووسيلة لتسوية المدفوعات الآجلة:** لا تنجح النقود في تسوية المعاملات الحاضرة فقط، بل أنها تنجح أيضاً في تسوية المعاملات المؤجلة وإبراء الديون المستقبلية. فمن أهم سمات الحياة المعاصرة ما يعرف بالائتمان، ونقصد به وجود عملية تبادل (أو اقتراض) تتم في الحال ولكنها لا تسوى كلياً أو جزئياً إلا بعد فترة

معينة في المستقبل. وفي مثل هذه العمليات عادة ما تنص العقود المتعلقة بها على ضرورة سداد الدين وفوائده (إن وجدت) بوحدات نقدية في الأجل المحدد لذلك، كذلك هناك تعاقدات أخرى تمثل التزامات يتعين الوفاء بها نقدا في المستقبل مثل المعاشات والمرتبات والأجور، وهي أمور لم يكن من السهل تصور إمكانية إبرامها بأشياء غير نقدية. هذا وتنجح النقود في أداء هذه الوظيفة بكفاءة وفعالية أكبر كلما كانت قيمتها (قوتها الشرائية) أكثر استقرارا نسبيا، حيث إذا كانت قيمة النقود متقلبة، فإن كثيرا من الفئات الاجتماعية المختلفة في المجتمع يمكن أن تصاب بأضرار نتيجة ارتفاع وانخفاض قيمة النقود، فعندما تنخفض قيمة النقود يستفيد المدين ويضر الدائن، بينما يحدث العكس إذا ارتفعت قيمتها، ولذلك فإن التقلبات التي تعترى القوة الشرائية لوحدة النقد تخلق ظلما في المعاملات التي يتم إبرؤها في المستقبل، ومن ثم تقف أمام تأديتها لوظيفتها كمقياس للمدفوعات الآجلة (أحمد الشناوي و مبارك، 2000، صفحة 62، 63).

2.5.2. الوظائف الحديثة للنقود: بالإضافة إلى الوظائف التقليدية للنقود السالفة الذكر والمعروفة منذ بداية نشأة النقود وتداولها بين الناس، هناك وظائف أخرى تعبر عن العلاقة بين النقود والنشاط الاقتصادي، تدعى بالوظائف الحديثة لأنها تؤثر على مجرى النشاط الاقتصادي أو مستواه وذلك سواء على المستوى الداخلي أو على المستوى الخارجي، وفيما يلي نسلط الضوء على أهم هذه الوظائف.

○ **النقود أداة من أدوات السياسة النقدية (أداة تدخل):** يعتبر كينز النقود أداة من أدوات السياسة النقدية تستعملها السلطات النقدية عندما تريد التأثير على النشاط الاقتصادي لتحقيق مستوى معين من التوازن الاقتصادي من خلال التحكم في كمية النقود المناسبة، فعندما يكون الاقتصاد في حالة الرواج تلجأ السلطات النقدية إلى امتصاص جزء من الكتلة النقدية المعروضة للتداول للتأثير على المستوى العام للأسعار بالانخفاض، والعكس عندما يكون الاقتصاد في حالة كساد (أو انكماش) تلجأ إلى حقنه بالكمية المناسبة من النقود لخلق موجة من الرواج يكون في حاجة إليها، وهذا ما عالج به أزمة الكساد العالمي (1929)، إذ يرى أن النقود ليست حيادية كما كان يعتقد الكلاسيكيون (ريكاردو وغيره)، وإنما يمكن أن تؤثر في الحياة الاقتصادية من خلال التأثير على الطلب الفعال على السلع والخدمات الذي كان ضعيفا من طرف الأفراد والمؤسسات لقلة النقود الموجودة لديهم، فطالب السلطات النقدية أن تطبع كمية أخرى من النقود وتخفف من معدلات الفائدة لتمكين الأفراد من الادخار لدى البنوك التجارية وأصحاب المشاريع من توسيع استثماراتهم لتولد طلبا على السلع والخدمات ويحدث نوعا من الانتعاش للاقتصاد الوطني (بوفاسة، 2017، صفحة 29، 30).

○ **النقود عامل من عوامل الإنتاج:** إذا كانت النقود وما زالت من أهم العوامل المحددة للاستهلاك، فإنها أيضا من أهم العوامل المحددة للإنتاج (مثلة في رأس المال). فإذا كان الإنفاق اليومي للأفراد يتطلب الاحتفاظ بحد أدنى من النقود السائلة، فإن الإنفاق على وسائل الإنتاج يتطلب قدرا من النقود لتمويل العمليات الجارية والمشروعات الإنتاجية، ولذلك قيل إن النقود أداة للاستهلاك ووسيلة للإنتاج.

إن الاهتمام بالنقود واعتبارها عنصرا من عناصر الإنتاج إنما ينصب على أهم عامل من عوامل الإنتاج ألا وهو رأس المال، فهذا الأخير هو الأداة التكنولوجية المادية والضرورية لتحقيق العملية الإنتاجية. والأمر الذي لا شك فيه أن اعتبار النقود عامل من عوامل الإنتاج يسمح بالحصول على أقصى إنتاجية ممكنة بأقل تكلفة، لأن النقود تلعب دورا فعالا في زيادة فعالية عنصر العمل عن طريق استخدام الطرق العلمية المتقدمة الناتجة عن زيادة الإنفاق على الأبحاث العلمية والدراسات الفنية، وكذلك استخدام الآلات والأجهزة والمعدات الحديثة، خاصة وأن كثيرا من الصناعات الدقيقة والثقيلة تتطلب كثافة عالية من رأس المال وكثافة أقل من العمل. فضلا عن أن زيادة رأس المال للمشروع أو زيادة أرباحه تمكنه من التوسع في الإنتاج وزيادة خطوط الإنتاج والاستفادة من مزايا الإنتاج الكبير المتمثلة في زيادة المنتجات وتخفيض التكاليف.

ولقد أثبتت الأبحاث والدراسات أن المشاريع التي تتمتع بمركز مالي قوي تتمتع في نفس الوقت بمركز تنافسي سواء في مجال الإنتاج أو في مجال تسويق المنتجات، وعلى العكس نجد أن المؤسسات التي تعاني من عجز في رأس المال (سواء الثابت أو المتحرك) فإنها تعاني من مشكلة التمويل وصعوبة الاستمرار في العملية الإنتاجية، والتوسع في خطوط الإنتاج، هذا دون اللجوء إلى الاقتراض الذي إذا ما تم اللجوء إليه فإن المشكلة تصبح أكثر تعقيدا وتتفاقم بحيث تهدد سيولة المشروع.

والخلاصة هي أن النقود وإذا كانت تمنح الفرد القوة الشرائية للحصول على حاجاته وسداد التزاماته، فإنها تمنح المشاريع الإنتاجية هامش الأمان والضمان الذي يمكنها من الاستمرار في نشاطها الإنتاجي (بني هاني، 2002، الصفحات 27-29).

○ **النقود وسيلة لتوزيع الدخل:** بهذه الوظيفة تعتبر النقود أداة للخيار للأفراد، فبفضلها يحصلون على دخولهم في صورة نقود وبواسطتها يستطيعون إشباع رغبتهم بما تمثله من قوة شرائية تمنح حائزها القدرة على توزيع دخله بين مختلف السلع والخدمات للاستهلاك من جهة وللادخار من جهة أخرى، ثم استعمال مدخراته في مرحلة تالية في مجالات الاستثمار المختلفة. أيضا بواسطة النقود يستطيع الأفراد معرفة مستوى دخولهم الحقيقية بمقارنة دخولهم بالمستوى العام للأسعار، وبالتالي قدرتهم على اتخاذ قرار أولوية الإشباع في ظل هذه الدخول من بين مختلف السلع والخدمات المتوفرة وهذا من شأنه توسيع نطاق التخصص وتقسيم العمل في المجتمع، مما يساعد النقود على أداء وظائفها بصورة أفضل (عبد الرزاق و حجاب، 2016، صفحة 347).

○ **النقود وسيلة لإعادة التوزيع:** تقوم النقود بإعادة توزيع الدخول بين الأفراد وبين القطاعات الاقتصادية، فالارتفاع العام لمستويات الأسعار الناتج عن زيادة كمية النقود لا يحدث بنفس الدرجة في جميع القطاعات الاقتصادية، كما أنه لا يشمل جميع السلع والخدمات بنفس النسبة وفي وقت واحد، ولا يؤثر في القوة الشرائية بنفس النسبة للأفراد، وهذا ينتج عنه تغيير في أنماط الإنفاق لدى الأفراد على السلع والخدمات ولدى المشروعات، ويعبر عن هذا التغير بإعادة توزيع الدخل في الاقتصاد (سحنون، 2003، صفحة 13).

○ **النقود كأساس للائتمان وأداة لتسهيل عملية التكوين الرأسمالي:** في السنوات الأخيرة، وبسبب تزايد حجم المعاملات الاقتصادية والتجارية المعتمدة على استخدام أدوات الائتمان كالشيكات والكمبيالات وغيرها، برزت أهمية النقود في تطوير استخدام هذه الأدوات وتنوعها، إلا أن هذه الأدوات لا تستطيع إكمال دورها دون استخدام النقود، فعلى سبيل المثال لا يستطيع صاحب الحساب الجاري أن يعطي صكا (شيكاً) على حسابه دون وجود رصيد نقدي (حداد و هذلول، 2005، صفحة 30).

كما أن أصحاب المشاريع لا يستطيعون دوماً توفير الموارد المالية اللازمة للقيام باستثماراتهم من مواردهم الذاتية فيلجؤون عادة إلى الاقتراض من الأسواق المالية أو النقدية، مما يعني نقل للأموال من المدخرين إلى المستثمرين لاستثمارها والمساهمة في دفع عجلة النمو الاقتصادي، وهذا بخلاف لو لم تكن النقود موجودة (اقتصاد المقايضة) (بوفاسة، 2017، صفحة 31).

○ **النقود ذات بعد دولي:** تتوسع النقود لتأخذ بعداً دولياً يتجسد من خلال ما يلي (خليل، 2014، صفحة 70، 71):

- النقود عنصر تكامل بين الدول ووسيلة تبادل وتعاون دولي، ولذلك قامت بعض الدول بتوحيد عملتها في إطار إقليمي (أوروبا) أو على الأقل "ربط عملاتها بمعدلات صرف ثابتة بغرض استقرار العملة".

- النقود وسيلة للسيطرة والتحكم: يتضح ذلك دولياً من خلال:

✓ شروط صندوق النقد الدولي والبنك العالمي وباقي المؤسسات النقدية الدولية في منح القروض للدول.

✓ عملة رأس المال الأجنبي عن طريق الاستثمار الأجنبي المباشر وانعكاساته في نقل القيمة المضافة للبلدان الأم، وهذا يؤدي بالتأكيد إلى آثار سلبية على البلد المضيف (اقتصادية واجتماعية وسياسية).

✓ المضاربة في البورصة الدولية لا بقصد الاستثمار بل لتحقيق أرباح، وهذا يمكن أن يؤدي إلى أزمات (كأزمات: 1929، 1933، 2008) وفي النهاية تؤدي هذه الأعمال إلى السيطرة على الاقتصاد العالمي.

هذا وفي إطار إبراز وتبيان أهمية النقود كأداة للهيمنة الاقتصادية بشكل أكبر، كان التاريخ ولا يزال يمدنا بالكثير من الأمثلة على دول اتسعت هيمنتها الاقتصادية والسياسية بهيمنة عملتها وانتشارها، فأثناء القرن الثامن عشر احتلت إنجلترا المقام الأول بين المراكز المالية في العالم، وذلك بعد اكتمال بناء اقتصادها صناعياً وتجارياً ومالياً، ولوحظ أثناء هذه الفترة هيمنة الجنيه الإسترليني على المعاملات الدولية إذ كانت معظم المدفوعات الدولية تسوى بالجنيه الإسترليني. بينما ومنذ نهاية الحرب العالمية الأولى وحتى الآن، لا زال الدولار الأمريكي يلعب هذا الدور وأخذت الولايات المتحدة الأمريكية تستخدم قوتها لفرض هيمنتها الاقتصادية مستغلة تفوق الدولار.

وتجدر الإشارة إلى أنه لا بد من القول أنه من الخطأ أن نعتقد بأن النقود ستؤدي جميع الوظائف السابقة بشكل جيد وتحت مختلف الظروف، بل إن ذلك مرتبط بشكل أساسي بثبات قيمة النقود وقوتها الشرائية، الأمر يمكن اعتباره الشرط الأساسي لنجاح عمل ووظائف النقود (حداد و هذلول، 2005، صفحة 30).



المحور الثالث: الأنظمة النقدية

تمهيد

لقد اتبعت الأمم أنظمة نقدية مختلفة وفقا لحالة التطور الاقتصادي والاجتماعي، ولم يكن اختيار أي نظام نقدي عملية انتقائية، وإنما كان هذا الاختيار يجري وفقا لخصائص النظام النقدي من حيث المرونة والكفاءة والفعالية، إضافة إلى اعتبارات العدالة الاجتماعية المتمثلة في تحقيق الاستقرار الاقتصادي والاجتماعي. وغني عن هذا البيان أن تحقيق الاستقرار الاقتصادي يتطلب استقرار قيمة وحدة النقد - أي استقرار القوة الشرائية لوحدة النقد - وهذه ليست إلا شروط لأي نظام نقدي فعال وكفؤ.

1.3. مفهوم النظام النقدي

يعرف النظام النقدي على أنه مجموعة من القواعد التنظيمية والمؤسسات النقدية الخاصة بالتداول النقدي في بيئة اقتصادية معينة، حسب أنواع النقود المستعملة، وطرق إصدارها وقواعد الحساب النقدي التي تحقق الوظائف المختلفة للنقد. فالنظام النقدي مثله مثل أي تنظيم اقتصادي آخر فهو عبارة عن مجموعة العلاقات والتنظيمات التي تميز الحياة النقدية في مجتمع ما وخلال فترة زمنية معينة ومكان محدد، ولكل مجتمع نظام نقدي خاص به، وهذا النظام يعكس التطورات الاقتصادية والاجتماعية فيه (سحنون، 2003، صفحة 26).

كما يمكن تعريف النظام النقدي أيضا بأنه مجموعة القواعد والتشريعات الخاصة بإصدار النقود خلال فترة زمنية معينة، وتعمل تلك القواعد والإجراءات على تحديد كميات وأنواع النقود المتداولة، وكيفية إصدارها وسحبها وإتلافها، وكذلك تحديد قواعد الحساب النقدي. كما وتحدد أيضا مختلف التنظيمات والمؤسسات ذات الصلة والمسؤولية التي تحقق للنقود قيامها بوظائفها الرئيسية في المجتمع (الطاهر و علي الخليل، 2006، صفحة 41).

من هذه التعاريف ينصرف المقصود النقدي لأي مجتمع إلى جملة من العناصر والأسس التي تشكل قواعد النظام النقدي وهي (أحمد الأفندي، 2018، صفحة 67):

* النقود المستخدمة في التداول والتي تتكون من النقود بمعناها الواسع (M_2, M_3) أو النقود بمعناها الضيق (M_1). وعموما هي النقود التي تتألف من النقود الورقية والمسكوكات المعدنية المساعدة ونقود الودائع والأصول المالية عالية السيولة.

* الأساس أو الغطاء الذي يتم الإسناد إليه في إصدار النقود والتعامل بها، أي النقد الأساس، والذي تمثله القاعدة النقدية (خلف، 2006، صفحة 40).

* المؤسسات النقدية التي تختص بإدارة النظام النقدي مثل وزارة المالية والبنك المركزي وكذلك المؤسسات التي تستطيع خلق النقود مثل: البنك المركزي والبنوك التجارية والمؤسسات المالية الأخرى.

* التشريعات والأنظمة والقواعد والإجراءات التي تهدف إلى الضبط والتحكم في كمية النقود وتحقيق استقرار النظام النقدي وضمان كفاءته ومرونته من ناحية، وإنجاز ميزة السهولة واليسر من ناحية أخرى.

2.3. أهداف النظام النقدي

تتأثر طبيعة النظام النقدي في دولة ما بالتطورات الاقتصادية والاجتماعية التي تمر بها تلك الدولة. وفي كل دولة نظاما نقديا يسعى إلى تحقيق أهداف معينة تمثل وظائفه في ذلك الاقتصاد، والتي من أهمها (الظاهر و علي الخليل، 2006، صفحة 41، 42):

1.2.3. كفاءة إدارة النقود المتداولة في الاقتصاد: وهذا يقتضي أن تكون كمية النقود تحت سيطرة ومسؤولية السلطة النقدية، والمتمثلة في البنك المركزي. ويكون لدى ذلك البنك من الأدوات النقدية ما يمكنه من تغيير حجم النقود المتداولة، وبالسرع الممكنة من أجل تحقيق مصلحة المجتمع. وتستدعي الكفاءة في هذا المجال ضرورة توافر المرونة في النظام النقدي، أي وجود درجة عالية من الاستجابة للتغيرات الداخلية والخارجية المؤثرة في النشاط الاقتصادي.

2.2.3. آلية تحويل النقود المتداولة مع بعضها بحرية ويسر دون تكاليف: بمعنى أن يتم تبادل وحدات النقود المتداولة بنفس النسب التي يحددها القانون، أي أن يتم ذلك بنفس القيمة والقوة الشرائية التي تتضمنها الوحدات النقدية المختلفة. وهذا يؤكد ما يجب أن تتصف به النقود الجيدة في المجتمع وهي قابليتها للتجزئة إلى وحدات متجانسة وكذلك إلى مضاعفتها إلى وحدات أخرى.

3.2.3. ثبات قيمة وحدة النقود: من مهام النظام النقدي أن يحافظ على استقرار القيمة الحقيقية لوحدة النقود المتداولة. أي المحافظة على القوة الشرائية لوحدة النقد، الأمر الذي لا يتم إلا بالمحافظة على المستوى العام للأسعار.

4.2.3. إمكانية تحويل العملة الوطنية إلى عملات لدول أخرى: وهنا يحاول النظام النقدي أن يكون ذلك التحويل عند أسعار صرف ملائمة، وهذا يساعد على دفع الالتزامات الدولية وتشجيع المعاملات في التجارة الدولية.

5.2.3. بث الثقة في النقود المتداولة: إن وجود الثقة من أفراد المجتمع في النقود المتداولة تعد من العوامل الهامة لقيام تلك النقود بوظائفها الأساسية، وهذه الثقة تستمد من مدى قدرة النظام النقدي بالقيام بالوظائف السابقة، خاصة وأن النقود السائدة في الأنظمة المعاصرة هي النقود الورقية الائتمانية، والتي لا يوجد لها قيمة ذاتية في السوق، إذ تعتمد الثقة في هذه النقود على مدى الثقة بالسلطة النقدية.

3.3. خصائص النظام النقدي

من الواضح أن درجة تقدم وكفاءة النظام النقدي تختلف باختلاف درجة التطور الاقتصادي والمالي والنقدي في كل بلد، غير أن الاقتصاديين النقديين يتوافقون على سمات وملامح أساسية ينبغي أن تتوفر في أي نظام نقدي كفؤ وفعال. ولعل من أبرز هذه الخصائص ما يلي:

1.3.3. المرونة: يقصد بخاصية المرونة أن يكون النظام النقدي قادرا على توفير المستوى المرغوب من السيولة النقدية اللازمة لمواكبة حاجات الاقتصاد الوطني في أوقات الركود الاقتصادي وأوقات الانتعاش الاقتصادي. وتحقق مرونة النظام النقدي أيضا بسهولة قابلية تحويل النقود إلى العملات الأجنبية وبما يمكن من تسهيل إتمام مبادلات التجارة الخارجية وتدفق الاستثمارات ورؤوس الأموال الأجنبية (أحمد الأفندي، 2018، صفحة 67).

2.3.3. الكفاءة والفعالية: النظام النقدي المرغوب هو الذي تكون أولوياته الاقتصادية متعددة ومنها ضمان تحقيق نمو اقتصادي مستدام وتأمين الاستقرار الاقتصادي، ومن متطلبات الاستقرار الاقتصادي أن يكون النظام النقدي قادرا على تحقيق استقرار قيمة وحدة النقود، أي المحافظة على استقرار القوة الشرائية لوحدة النقود. فالتطبيق الصحيح للأنظمة والقواعد القانونية المتعلقة بإدارة النقود يعزز حالة الأمان والثقة لأنه يضمن تحقيق ما يلي:

- استقرار تداول النقود وضمان قابليتها للوفاء بالتزامات بكل يسر وسهولة.

- استقرار القوة الشرائية لوحدة النقود.

ولا ريب أن المؤشر العام لكفاءة وفعالية أي نظام نقدي تكمن في مدى قدرته على تحقيق الاستقرار النقدي. وهو المؤشر الأساس الذي يتوقف عليه استقرار القوة الشرائية للوحدة النقدية للقاعدة أو النظام النقدي، ومن ثم الاستقرار الاقتصادي والاجتماعي (أحمد الأفندي، 2018، صفحة 68).

3.3.3. النظام النقدي هو نظام اجتماعي: فالنظم النقدية كما يقول "نيركس" لم تخلق لذاتها، وإنما هي أدوات اقتصادية تتخذ لتسهيل إنتاج وتبادل المنتجات، وهي تعكس بالضرورة الاقتصاد الذي وجدت لخدمته، بل هي لا تسيّر إلا وفقا له. فالنظام النقدي في الاقتصاد الرأسمالي يختلف عن النظام النقدي في النظام الاشتراكي أو في الاقتصاد المتخلف. ولا يمكن أن نتصور مثلا أن النقود أو المؤسسات أو العلاقات النقدية في اقتصاد وطني معين يتبع القيم الإسلامية تتماثل في أشكالها ووظائفها مع مثيلاتها في النظم الأخرى، فكل اقتصاد معين إنما يناسبه نظام نقدي ومصرفي معين، ومتى عرفنا الظروف الاقتصادية والاجتماعية التي تسوده استطعنا أن نحدد نوع نقده وائتمانه. وهذا هو المعنى الحقيقي للخاصية الاجتماعية للنظام النقدي، فالأخير هو جزئية تنتمي إلى حقيقة كلية هي المجتمع، فالروابط النقدية هي أساسا روابط اجتماعية (عوض الله و محمد الفولي، 2003، صفحة 50).

4.3.3. النظام النقدي هو نظام تاريخي: أي أنه يتطور ويتغير مع تطور وتغير النظام الاقتصادي والاجتماعي، بمعنى أن النظام النقدي لا يتخذ وضعًا ساكنًا، بل يولد من خلال الظروف الاجتماعية والاقتصادية السائدة في فترة معينة، ويتطور بتطور تلك الظروف، وهذا هو الجانب الحركي الديناميكي من النظام النقدي (كامل و حامد، 2006، صفحة 45).

5.3.3. كل نظام اقتصادي وبالتالي النظام النقدي يتمتع بخاصية مركبة: بمعنى أنه يتكون من مجموعة من العناصر، يوجد من بينها عنصر أساسي ومحدد والبقية عناصر ثانوية. والعنصر الأساسي هو الذي يلعب الدور

المسيطر في عملية تنظيم تداول النقود، كما أن خصائص الظواهر النقدية تتحدد بصفة خاصة عن طريق هذا العنصر الأساسي، أما العناصر الثانوية فهي إما عناصر مشتقة من العنصر الأساسي أو عناصر تابعة له. والعنصر الأساسي في النظام النقدي هو "القاعد النقدية" أو "قاعدة القيم" ويقصد بها: "المقياس الذي يتخذه المجتمع أساسا لحساب القيم الاقتصادية أو لمقارنتها ببعضها البعض، والغرض منها المحافظة على القيمة الاقتصادية للنقود، أي قوتها الشرائية في النطاقين الداخلي والخارجي" (عوض الله و محمد الفولي، 2003، صفحة 45).

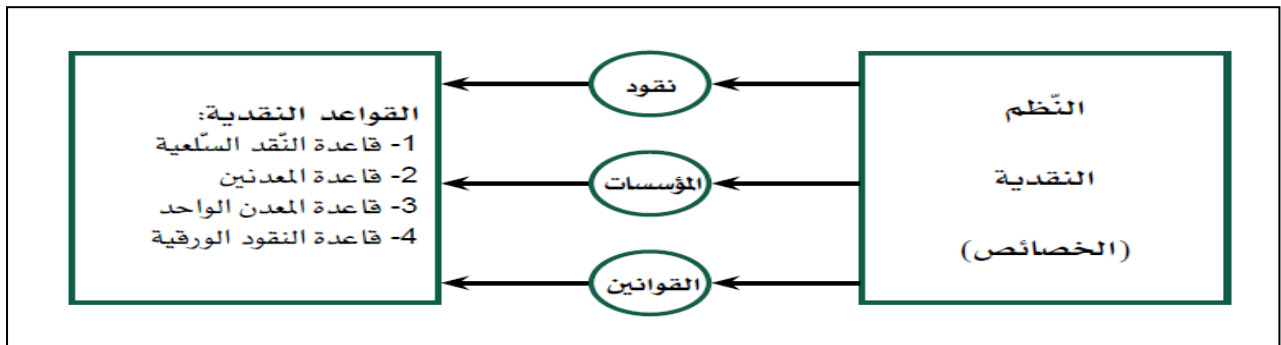
يتفق الاقتصاديون على أن القاعدة النقدية تؤدي الوظائف التالية (شرف و ابو عراج، 1994، صفحة 40):

- * هي أساس يدار منه أو بواسطته إصدار النقود في الداخل، سواء من حيث الكمية الكلية التي يمكن إصدارها منها أو من حيث الظروف والأوقات التي يحصل فيها الإصدار.
- * هي وسيلة لتحديد الصلة بين الأنواع المختلفة من النقود المتداولة في بلد من البلدان، فتحدد علاقة كل منها بالأخرى من حيث قيمتها، ومن حيث مدى التزام الأفراد بقبول كل منها في المعاملات.
- * هي الأساس الذي تتحدد بمقتضاه العلاقة بين العملة الداخلية والعملات الأجنبية.

وإذا أخذنا بهذه الوظائف أمكننا تعريف القاعدة النقدية بأنها: "تنظيم يتحدد بموجبه إصدار النقود والعلاقة بين الأنواع المتداولة منها في الداخل، والصلة بين العملة الوطنية والعملات الأجنبية" (شرف و ابو عراج، 1994، صفحة 40). وبجانب العناصر الأساسية، هناك **العناصر الثانوية** المتدرجة في النظام النقدي، والتي من أهمها نقود القاعدة النقدية ذاتها، أي وحدة النقد الرسمية المستخدمة في الحسابات النقدية، ويشترط في هذه النقود توافر دعامتين: الصفة الأولى القانونية (أي تدخل الدولة بإعطائها قوة إبراء مطلقة في الوفاء بجميع الالتزامات)، والثانية صفة النهائية (لا يسمح بتحويلها إلى أي نوع آخر من النقود) (كامل و حامد، 2006، صفحة 46).

مما سبق، يمكن القول أن خصائص وعناصر النظام النقدي هي نفسها خصائص وعناصر القواعد النقدية، ولذلك فإن مضمون الأنظمة النقدية ينصرف إلى القواعد النقدية. وبعبارة أخرى فإن العلاقة بين النظام النقدي والقواعد النقدية هي علاقة وثيقة ومتداخلة يمكن توضيحها أكثر من خلال الشكل 01.

الشكل 01: العلاقة بين النظم النقدية والقواعد النقدية



المصدر: (غربي، 2018، صفحة 22)

4.3. أنواع الأنظمة النقدية

لقد أفرز التطور الاقتصادي للدول عدة نظم للتعامل النقدي حسب تطور أنواع النقود، كانت بداية هذه الأنظمة على شكل مقايضة الأشياء ببعضها، ومع اكتشاف المعادن صارت الأنظمة النقدية معدنية بعد أن كانت سلعية، وذلك بعد أن تطور أنواع النقود من نقود سلعية إلى نقود معدنية.

ومع ظهور الصعوبات النقدية المختلفة والمتعلقة بمختلف الوظائف النقدية، ظهرت أنظمة نقدية جديدة تمثلت في مراحل تطور النظام النقدي الورقي، تبعاً لمختلف أنواع النقود الورقية التي بدأ ظهورها بإيصالات الإيداع للنقود المعدنية وصولاً إلى النقود الورقية الإلزامية. ويعزى هذا التطور في نظر الكثير من المهتمين بالاقتصاد النقدي إلى نمو حجم المعاملات بجميع أنواعها وعجز النقود والأنظمة النقدية الملازمة لها عن ملاحقة التطور الاقتصادي الذي يطرأ على حياة الإنسان. وعليه يمكن تحديد ملامح تطور الأنظمة النقدية حسب مختلف المراحل الزمنية وتبعاً لتطور أنواع النقود فيما يلي:

1.4.3. النظام النقدي السلعي: يراد بهذا النوع من الأنظمة النقدية ذلك النظام الذي يعطي صفة القبول العام لسلمة ما، وبشروط محددة من أجل القيام بوظائف النقود، أو هو ذلك النظام الذي يعطي في ظله قبولاً عاماً لسلمة معينة أو عدة سلع سعراً ثابتاً من أجل التحاسب والقياس لباقي السلع الأخرى وتحت شروط محددة (شرون، 2020، صفحة 55).

يمكن للنظام النقدي السلعي القيام بوظائف النقود إذا ما توفرت فيه الشروط التالية (سحنون، 2003، صفحة 28):

- ❖ إعطاء صفة القبول العام لسلمة أو مجموعة من السلع من قبل المتعاملين في السوق السلعية.
 - ❖ المساواة الدائمة للقيمة الاستهلاكية (الاستعمالية) للسلمة أو السلع المستخدمة كنقد مع قيمتها النقدية، فإذا اختلفت القيمة النقدية للسلمة عن قيمتها كسلمة في الاستخدام الاستهلاكي بالزيادة والنقصان، فإن الاستخدام لهذه السلمة سينحاز للاستخدام الأحسن ويؤثر ذلك على الاستخدام الآخر والعكس صحيح.
 - ❖ المرونة النسبية للسلمة حيث تمكن هذه السلمة القيام بالوظيفة التبادلية والوظيفة الاستهلاكية، أي تحقق الإشباع السلعي والاستخدام النقدي دون أزمات.
 - ❖ ضرورة تساوي العرض والطلب على الاستخدام النقدي والاستخدام الاستهلاكي.
 - ❖ ضرورة معرفة قيمة السلمة بالنسبة لباقي السلع المستخدم كنقد في حالة اعتماد مجموعة.
- والملاحظ أن عدم تحقق أحد الشروط السالفة بالنسبة للنظام النقدي السلعي المبني على سلمة أو مجموعة سلع يؤدي إلى فشل النظام النقدي فيه، ويجب البحث على سلمة أكثر كفاءة في القيام بوظائف النقود، وأن أي اختلال في شرط من هذه الشروط أو عدم توافره أصلاً يؤدي إلى انهيار النقدي السلعي.

إذا فحصنا النظام النقدي السلعي نجده قد اصطحب معه صعوبات من نظام المقايضة مثل: صعوبة التجزئة، صعوبة الادخار (الحفظ) للقيم. بالإضافة إلى صعوبات أخرى ظهرت أثناء تطبيق النظام، وعليه يمكن تلخيص أهم عوامل فشل النظام النقدي السلعي فيما يلي (سحنون، 2003، صفحة 28، 29):

- **صعوبة التجزئة:** وتتجلى هذه الصعوبة عند مبادلة سلع غير متماثلة كمبادلة سلعة كبيرة بسلع صغيرة أو سلعة صغيرة بجزء من السلعة الكبيرة، ففي هذه الحالة تختلف القيم وتصبح عملية المبادلة غير عادلة.

- **صعوبة حفظ القيمة:** فعند عدم وجود السلعة المناسبة للتبادل أو عدم توافق رغبات التبادل يصعب حفظ السلعة إلى وقت أطول تتوفر فيه رغبة التبادل، فيما يجعل صاحب السلعة الأكثر تلفاً يقبل بالتبادل ولو غبن في عملية التبادل.

- **ظهور سلع أكثر كفاءة في القيام بوظائف النقود:** مثل سلعة المعدن التي تحافظ على قيمتها أكثر ويمكن تجزئتها حسب الحاجة وتمكن من صفة التماثل.

- **تعدد السلع المستخدمة كنقود:** وهذا نتيجة ظهور سلع جديدة حسب التخصص وتقسيم العمل، حيث أصبح من المتعذر معرفة قيمة السلعة الواحدة بالنسبة لباقي السلع المستخدمة كنقود (قيمة التعادل بين الوحدات النقدية).

مما سبق يمكن القول أن الاعتبارات التي دعت لاستخدام النقود السلعية وبناء النظام النقدي السلعي أصبحت غير مقبولة أمام زيادة التبادل وتطور الحاجة، أين عجز النظام النقدي السلعي عن تلبية مختلف الحاجات التبادلية بصفة عادلة، وأمام عدم توقف الفكر الإنساني في البحث عن الأفضل والأيسر سرعان ما اهتدى إلى وسيلة أفضل سميت بالنظام النقدي المعدني والذي اعتمد على الخصائص الجيدة لسلعة المعدن.

2.4.3. النظام النقدي المعدني (قاعدة النقد المعدنية): يقصد بقاعدة النقد المعدنية التنظيم النقدي الذي يحدد المشرع فيه قيمة وحدة النقد بوزن معين من معدن من المعادن ويجعل النقود المصنوعة من هذا المعدن نقوداً رئيسية. ويؤخذ اسم النظام النقدي أو القاعدة النقدية من السلعة أو السلع التي تثبت وحدة النقد بدلالتها، فإذا تم تثبيت عملة الدولة بالنسبة للذهب قيل أنها تتبع قاعدة الذهب، وإذا تم ربط العملة بالذهب والفضة في آن واحد أطلق على النظام النقدي اسم قاعدة المعدنين، أما إذا تم تثبيت عملة الدولة بالنسبة إلى الفضة قيل أنها تسيير على قاعدة الفضة. (مجيد، 2000، صفحة 47، 48). وفيما يلي سنعالج أنواع هذه الأنظمة النقدية المعدنية والمتمثلة في نظام المعدن الواحد ونظام المعدنين.

■ **نظام المعدن الواحد (قاعدة الذهب أو الفضة):** يكون وفق هذا النظام أساس وحدة النقد الوطنية الذهب أو الفضة، بمعنى أن نظام الذهب ترتبط بمقتضاه القيمة الاقتصادية للوحدة النقدية بالقيمة الاقتصادية للذهب، ونظام الفضة ترتبط بمقتضاه القيمة الاقتصادية للوحدة النقدية بالقيمة الاقتصادية للفضة. بمعنى آخر إن هذا التنظيم النقدي يحدد فيه المشرع قيمة وحدة النقد عن طريق ربطها بوزن معين من الذهب أو الفضة، فتتحقق

المساواة بين قيمة وحدة النقود وقيمة هذا الوزن المعين من الذهب أو الفضة. وعموما هذا النظام يستمد اسمه من نوع المعدن الذي تسك فيه القطع المعدنية (كامل و حامد، 2006، صفحة 48، 49).

وتجدر الإشارة إلى أنه في البداية استخدم النظام النقدي قاعدة الفضة، ثم تغير إلى قاعدة الذهب أواخر القرن الثامن عشر، حيث أصبح نظام المعدن الواحد يركز أساسا حول قاعدة الذهب، أين استخدمت الدول نظام المعدن الواحد (الذهب) في عدة أشكال منها:

➤ **نظام المسكوكات الذهبية:** ويعتبر الشكل الأول لقاعدة الذهب، حيث كانت الوحدة النقدية تحتوي على وزن معين من الذهب يساوي قيمتها الاسمية، وكان تداول النقود في هذا النظام في شكل قطع ذهبية متماثلة الوزن والعيار تحمل ختم السلطة النقدية، وتسمى هذه القطع "المسكوكات الذهبية". وفي ظل هذا النظام كانت الأوراق النقدية القابلة للإبدال بالذهب تتداول إلى جانب المسكوكات الذهبية كنقود نائبة اختيارية، إلا أن المسكوكات الذهبية هي النقود الأساسية والنهائية (شرون، 2020، صفحة 58). ولذلك وجب توفر شروط معينة لنجاح هذا النظام وهي (بوفاسة، 2017، صفحة 235، 236):

- تحديد الوحدة النقدية بوزن و عيار معينين من الذهب وذلك بموجب القانون، فمثلا كان الجنيه الذهبي في عهد محمد علي يزن 8.544 غرام وعياره 0.875 من الذهب الخالص، والجنيه الإسترليني يزن 7.3 غرام وقيمة الوحدة النقدية مساوية لقيمة ما يحتويه من ذهب.

- حرية سك العملة، أي حرية تحويل الذهب من شكله المعدني إلى مسكوكات عند مؤسسات سك النقود.

- حرية صهر المسكوكات الذهبية وتحويلها إلى معادن لدى مؤسسات الصهر المعدني.

- حرية استيراد وتصدير الذهب.

- قابلية تحويل العملة المتداولة إلى النقود الذهبية بالسعر القانوني الثابت للذهب.

كل هذه الشروط ضرورية لتحقيق التعادل بين القيمة التجارية والقيمة القانونية للوحدة النقدية، وكذلك تحقيق التعادل بين سعر الذهب محليا وسعره في الخارج.

➤ **نظام السبائك الذهبية:** بعد الحرب العالمية الأولى تخلت الدول على نظام المسكوكات الذهبية بسبب نفقات الحرب وندرة الذهب في الطبيعة، فتبنت قاعدة السبائك الذهبية التي تعني أن الأوراق النقدية لم تعد قابلة للتحويل إلى ذهب في شكل قطع عملة ذهبية وإنما فقط في شكل سبائك ذهبية لا تقل وزن السبيكة منها على قدر معين يحدده القانون. ومقتضى هذا اختفاء المسكوكات الذهبية من التداول مع بقاء النقود مرتبطة بالذهب، ففي ظل نظام السبائك الذهبية توقف حرية السك إلا في صورة سبائك، ومجد أدنى من وزن معين، والذي روعي في تحديده أن يكون كبيرا نسبيا بما لا يسمح بتداولها في المعاملات الداخلية، وقد ظلت حرية تصدير واستيراد الذهب قائمة في ظل هذا النظام النقدي، وبذلك تقتصر وظائف هذه القاعدة على وظيفتين: ضمان وغطاء للإصدار الورقي، ووسيلة للمدفوعات الدولية.

بمقتضى هذه القاعدة يفرق بين التداول الداخلي والتداول الخارجي للنقود، ففي نطاق الاقتصاد الوطني تصدر وتستخدم نقود ورقية، كل واحدة منها تعادل وزن معين من الذهب، ويغطي هذا الإصدار بقدر قيمته الكلية أو بنسبة معينة منه في شكل سبائك ذهبية، وتتمتع النقود الورقية بصفتي القانونية والنهائية، فتقبل إجباريا في المعاملات ولا يجوز تحويلها إلى ذهب. ويستثنى من ذلك المعاملات الضخمة، فيجوز للأفراد والمؤسسات التقدم إلى مؤسسة الإصدار طالبن تحويل النقود الورقية إلى ذهب، فتمنحهم مؤسسة الإصدار بقدر قيمتها وعلى أساس سعر التداول الرسمي سبائك ذهبية. وبهذا يقتصر تداول الذهب على المعاملات الضخمة والاستثنائية. أما في نطاق التداول الخارجي، فتستخدم السبائك الذهبية في تسوية المدفوعات الخارجية الناشئة عن العجز أو الفائض في ميزان المدفوعات (عوض الله و محمد الفولي، 2003، صفحة 63، 64).

هذا وتجدر الإشارة إلى أن الاقتصادي البريطاني "ديفيد ريكاردو" من أوائل الذين اقترحوا التحول إلى صورة السبائك الذهبية، حيث تضمن اقتراحه العناصر الآتية (أحمد الأفندي، 2018، صفحة 74):

- ✓ سحب الذهب من التداول المحلي.
- ✓ استخدام الأوراق النقدية التي تصدرها السلطة النقدية بدلا عن المسكوكات.
- ✓ حصر وظيفة الذهب المسحوب من التداول في تخصيصه كغطاء للأوراق النقدية التي تصدرها البنوك المركزية، ولتسوية المدفوعات الخارجية للدولة.
- ✓ تظل قاعدة الذهب هي الأساس للنظام النقدي للدولة ويظل البنك المركزي مستعدا لشراء وبيع الذهب للأفراد.
- ✓ استمرار حرية تصدير واستيراد الذهب.

➤ **نظام الصرف بالذهب:** يعتبر هذا النظام خروج غير مباشر على نظام قاعدة الذهب، حيث تكون وحدة النقد فيه غير قابلة للتحويل إلى ذهب ولكن تكون قابلة للتحويل إلى عملة دولة أخرى مرتبطة ارتباطا مباشراً بالذهب (أي قابلة للتحويل إلى ذهب)، وبذلك نجد أن هناك وسيط بين وحدة النقد المتداولة وبين الذهب

كالآتي: $\text{وحدة النقد} \longleftrightarrow \text{تحويل إلى عملة أجنبية} \longleftrightarrow \text{قابلة للتحويل إلى ذهب}$

وعلى هذا الأساس تصبح وحدة النقد مرتبطة بالذهب ارتباطا من الدرجة الثانية، حيث هناك وسيط لا بد أن تمر به حتى تتحول إلى ذهب، هذا الوسيط هو العملة الأجنبية القابلة للتحويل إلى ذهب، وفي هذه الحالة لا تتحدد قيمة وحدة النقد طبقا لقيمة الذهب ولكن طبقا لقيمة العملة الأجنبية القابلة للتحويل، ولذلك أطلق بعض الاقتصاديين على هذا النظام قاعدة الذهب غير المباشرة (مصطفى، 2009، صفحة 252). ومن شروط هذا النظام ما يلي (وجدي محمود، 2022، صفحة 47):

- تحديد سعر صرف ثابت للعملة الوطنية بالنسبة للعملة الأجنبية التي تقبل الصرف بالذهب.
- يجب أن يكون للنقود الوطنية غطاء من العملات القابلة للصرف إلى ذهب.

■ التزام السلطات (الخزانة العامة) بالاستعداد لبيع وشراء حوالات العملة الأجنبية بموجب سعر التعادل الثابت. إذن ولد هذا النظام نتيجة علاقة تجارية قامت بين دول كبيرة وأخرى صغيرة، حيث مكنت الأخيرة من التمتع بمميزات الذهب دون الاحتفاظ باحتياطي من الذهب، ولازم هذا النظام العيوب التالية (سحنون، 2003، صفحة 35):

- تضخم الكتلة النقدية: حيث أصبحت كمية النقود المعدنية في هذا النظام تستعمل في التغطية عدة مرات لأنها تغطي النقود الورقية لعدة دول، وهذا يزيد من عبء الدول التي تستخدم نقدها كتغطية، فيما يحتم على البنك المركزي لهذه الدول تلبية طلبات الإبدال للنقد المحلي بالنقد الأجنبي ولجميع الدول التي استخدمت نقدها.

- التبعية الاقتصادية: الدول التي تبنت تغطية نقدها بنقد أجنبي تكون تابعة اقتصاديا ونقديا على الخصوص اتجاه الدول التي اتخذت نقدها للتغطية، حيث هذه الدولة تفقد الكثير من عوامل الاستقلال في رسم سياستها النقدية والاقتصادية، وفي كثير من المجالات تتحمل جزءا من الأزمات النقدية والاقتصادية الحاصلة في الدولة التي أخذت نقدها للتغطية.

- ضعف العلاقة بين النظام النقدي ومعدن الذهب: وهذا يجعل النظام النقدي عرضة للاهتزازات والاختلال والأزمات.

■ **نظام المعدنين (قاعدة الذهب والفضة معا):** هو عبارة عن نظام نقدي مزدوج، ترتبط بمقتضاه قيمة النقود بعلاقة ثابتة مع قيمة الذهب وقيمة الفضة في نفس الوقت. وهذا يعني أن مضمون قاعدة المعدنين ينصرف إلى العلاقة الثابتة بين قيمة الوحدة النقدية (المسكوكات النقدية المصنوعة من المعدنين) وقيمة وزن وعيار محدد من كل من الذهب والفضة في آن واحد على أن تتمتع المسكوكات المعدنية بقوة إبراء غير محدودة في سداد الالتزامات (أحمد الأفندي، 2018، صفحة 89).

لقد لجأت الدول إلى هذا النظام لتفادي أي نقص في عملتها، فإذا قلت العملة الذهبية لديها عوضتها بالعملة الفضية، كما أن هذا النظام كان ضروري في مرحلة الانتقال من قاعدة المعدن الواحد الفضي إلى قاعدة المعدن الواحد الذهبي، ومن شروطه:

- وجود علاقة ثابتة بين قيمة وحدة النقود ووزن وعيار محدد من الذهب والفضة في آن واحد (مثال: الريال اليمني الفضي الذي سك في 1963 كان يساوي 2.5 غرام من الفضة و0.820 غرام من الذهب).

- تتمتع المسكوكات النقدية المصنوعة من الذهب والفضة (الوحدة النقدية) بقوة إبراء غير محدودة في سداد الالتزامات.

- حرية سك وصهر المسكوكات والسبائك من كل المعدنين وفقا للنسبة القانونية وبكلفة منخفضة.

- حرية تصدير واستيراد معدن الذهب والفضة من وإلى الدولة دون قيود تذكر.

- الانسجام بين القيمة الاسمية القانونية للمسكوكات كنقد وبين القيمة السوقية التجارية للمعدن كسلعة.

والجدير بالذكر أن العامل الأساسي في استقرار تداول المعدنين معا هو استمرار تعادل النسبة بين قيمتها السوقية والنسبة بين قيمتها القانونية، أما إذا اختلفت هاتان النسبتان فإن المعدن الذي ترتفع قيمته السوقية على قيمته القانونية يميل إلى الاختفاء من التداول ويحل المعدن الرخيص بدلا منه. بلغة "غريشام" النقود الرديئة التي تنخفض قيمتها السوقية كسلعة (أي تصبح قيمتها كنقد أكبر من قيمتها كسلعة) تطرد النقود الجيدة التي ترتفع قيمتها السوقية كسلعة (أي تصبح قيمتها كنقد أقل من قيمتها السوقية كسلعة) من التداول. ولتوضيح هذه المسألة نأخذ المثال التالي (شرف و ابو عراج، 1994، صفحة 63، 64):

لنفترض أن النسبة القانونية بين قيمة الدولار الفضي إلى الذهبي تعادل 16:1 أي أن السلطات النقدية تقف دائما مستعدة لمبادلة الدولار الواحد من الذهب بـ 16 دولارا من الفضة، كما أنها تحول السبائك الذهبية الفضية إلى دولارات على هذا الأساس. ونفترض أيضا أن القيمة السوقية للأوقية من الذهب تعادل 16 أوقية فضة، وهذا يعني أن النسبة القانونية بين قيمتي الذهب والفضة كانت متعادلة مع النسبة السوقية لقيمتها.

لسبب أو لآخر، نفترض أن إنتاج الفضة قد زاد وبالتالي زاد عرض هذا المعدن في السوق، فزيادة العرض مع بقاء ظروف الطلب على معدن الفضة على حالها يؤدي إلى انخفاض قيمة الأوقية منها، وعليه نفترض أن الأوقية من الفضة أصبحت تعادل 18:1 من أوقية الذهب، ما يعني أن القيمة القانونية للذهب أصبحت أقل من قيمته السوقية. النتيجة المنطقية لارتفاع القيمة السوقية للذهب على قيمته القانونية أن الناس سيقبلون على صهر دولاراتهم الذهبية وبيعها بشكل سبائك بالسعر السوقي المرتفع وتحقيق ربح من هذه العملة، وهنا يقول منتقدوا نظام المعدنيين أن الأمر سينتهي باختفاء المعدن الجيد، وبذلك يتحول نظام المعدنيين إلى نظام المعدن الواحد.

ولكن أنصار نظام المعدنيين يؤيدون هذا النظام بالآتي (شرف و ابو عراج، 1994، صفحة 64):

* ليس من الضروري أن يحتفي المعدن الذي ارتفعت قيمته السوقية كلية من التداول. ولتوضيح هذه الحجة نتابع تطور الآثار المترتبة على ارتفاع القيمة السوقية للذهب من 16 أوقية فضة إلى 18 أوقية، ففي المثال السابق نتوقع أن ارتفاع القيمة السوقية للذهب على قيمته القانونية ينتج عنه إقبال الأفراد على صهر المسكوكات الذهبية وبيعها على شكل سبائك في السوق. غير أن إقبال الأفراد على هذه العملية سوف يزيد من عرض الذهب في السوق، وبالتالي تأخذ قيمته في الانخفاض وسوف تتوقف عملية صهر المسكوكات الذهبية عند الحد الذي تعود فيه القيمة السوقية للذهب إلى التعادل مع قيمته القانونية، كما يقول أنصار نظام المعدنيين أنه من الممكن أن تعدل السلطات النقدية النسبة القانونية بين قيمة المعدنين وتعيدها إلى التعادل مرة أخرى مع النسبة السوقية لقيمتها.

* إن نظام المعدنيين أفضل من نظام المعدن الواحد، فاستخدام معدن الفضة إلى جانب معدن الذهب في القاعدة النقدية يزيد من حجم هذه القاعدة، ويترتب على ذلك أن يصبح العرض الكلي للنقود أكبر في ظل هذا النظام منه في حالة نظام المعدن الواحد، ومن ثم تتمكن السلطات النقدية من مقابلة حاجات الجمهور إلى النقد في يسر وسهولة.

* إن استخدام معدنين في القاعدة النقدية بدلا من معدن واحد يدخل شيئا من المرونة في النظام النقدي، فتميل القوة الشرائية لوحدة النقد أو مستوى الأسعار إلى التمتع بدرجة من الثبات النسبي أكبر من نظام المعدن الواحد.

3.4.3. النظام النقدي الورقي الإلزامي (قاعدة النقود الورقية): وهو ذلك النظام الذي يقوم على إصدار عملات نقدية ورقية من خلال السلطة النقدية والمتمثلة في البنك المركزي، دون أي يكون لها صلة باحتياطي من الذهب لدى الدولة، وإنما يتم الإصدار النقدي بناء على مقتضيات نمو النشاط الاقتصادي والظروف الاقتصادية التي يمر بها المجتمع، وقيمة حجم الاحتياطي من النقد الأجنبي، أي أنه في هذا النظام ليس للأوراق النقدية الإلزامية قيمة في حد ذاتها (لا يوجد لها قيمة ذاتية كما كان الوضع في نظام قاعدة الذهب)، وبالتالي أصبحت تلك الأوراق غير قابلة للتحويل إلى ذهب أو حتى إلى فضة وليس لها قوة شرائية بالنسبة إلى الذهب، ويتطلب أن تجعل الحكومة للنقود قوة إلزامية في التداول مع وجود قدر مناسب من الاحتياطات من النقد الأجنبي في شكل عملات قابلة لتسوية المعاملات ومقبولة ضمن النظام النقدي الدولي (شرون، 2020، صفحة 62).

أيضا يمكن تعريف قاعدة النقد الورقية بأنها: " القاعدة التي تكون فيها الوحدة النقدية الورقية نقود إلزامية بحكم القانون الوطني للدولة وغير قابل للتحويل إلى ذهب أو إلى أي معدن آخر، وتعرف وحدة التحاسب النقدية بالنسبة إلى نفسها مع تمتعها بقوة إبراء غير محدودة" (أحمد الأفندي، 2018، صفحة 91). إن هذا المفهوم يكشف الملامح والخصائص الرئيسية التي تتميز بها قاعدة النقود الورقية الإلزامية عن القواعد الأخرى وهي (الحجار، 2009، صفحة 52، 53):

- ✓ شرط النقود القانونية انفصال الصلة بين قيمتها الاسمية (النقدية) وقيمتها الحقيقية (كسلعة)، وبالتالي لم يعد قبول الجمهور للنقود القانونية متوقفا على قيمة السلعة التي صنعت منها.
- ✓ النقود الورقية الإلزامية هي نقود انتهائية غير قابلة للتحويل إلى ذهب أو نوع آخر من النقود، وهي تتمتع بقوة الإبراء العام المستمدة من قانون الدول التي تصدرها.
- ✓ النقد الورقي الانتهائي هو نقد محلي يتم تداوله داخل الحدود السياسية للدولة التي أصدرته، أما قيمته الخارجية، أي سعر الصرف فيتحدد في أسواق العملة بالكميات المعروضة والمطلوبة منه.
- ✓ ليس للنقود الورقية قوة شرائية ثابتة بالنسبة للذهب.

وكما في الأنظمة السابقة هذه القاعدة لم تخلوا هي الأخرى من الانتقادات خاصة في مجال الإفراط في الإصدار النقدي والمؤدي إلى ارتفاع معدلات التضخم وانخفاض القوة الشرائية للنقود، أو في مجال التقلبات الشديدة في سعر صرف العملة الوطنية والذي يؤدي إلى عدم الاستقرار النقدي. ولكن مهما تكن عيوب النظام الورقي فلا جدال في أن هذا النظام يمثل أرقى الأنظمة النقدية التي عرفت البشرية حتى الآن، ولعل أكبر ميزة يتمتع بها تلك المرونة التي يتفوق بها على النظام النقدي المعدني، حيث يمكن مواجهة الانكماش بزيادة كمية النقود ومكافحة التضخم بتخفيض كمية النقود.



تمهيد

تعتبر النقود وحدة للحساب ووسيلة للتبادل ومستودعا للقيمة ومقياسا للدفع الآجل، وتلعب النقود دورا هاما في تحديد الأسعار، ومستوى الإنتاج، وتؤثر في ميزان المدفوعات. ومن الضروري بمكان أن نعرف التغيرات في عرض النقود بصرف النظر عن التعريف الذي نعتمده للكتلة النقدية، ومصادر هذه التغيرات، لنستطيع اتخاذ الإجراءات والسياسات الملائمة في الوقت المناسب، ولتكون معدلات النمو متناسقة مع الحاجة الفعلية للنشاط الاقتصادي.

1.4. مفهوم عرض النقود

إن مفهوم عرض النقود ينصرف إلى إجمالي تداول كمية النقود المصدرة خلال فترة زمنية معينة، أي إجمالي الرصيد النقدي الذي يتم تداوله في الاقتصاد خلال فترة محددة من السنة (31 ديسمبر مثلا). وهناك فرق بين مفهوم كمية النقود وهي الكمية المصدرة من النقود التي يتم تحديدها بناء على قرار من السلطات النقدية في البلد (البنك المركزي)، وبين مفهوم عرض النقود الذي يعني تداول النقود حيث يؤثر في هذا التداول جهات كثيرة منها البنك المركزي. وفي مناسبات أخرى، يطلق على عرض النقود مفهوم إجمالي السيولة المحلية في الاقتصاد أو إجمالي وسائل الدفع في الاقتصاد (أحمد الأفندي، 2018، صفحة 409). إذن يتجلى مفهوم عرض النقد في كمية النقود المتداولة في مجتمع ما، خلال فترة زمنية معينة. ويقصد بالنقود المتداولة هنا كافة أشكال النقود التي يحوزها الأفراد أو المؤسسات والتي تختلف أشكالها بمدى التطور الاقتصادي والاجتماعي وتطور العادات المصرفية في المجتمعات (حداد و هذلول، 2005، صفحة 89). والسياسة الاقتصادية بمختلف توجهاتها تتطلب معرفة كمية النقود المتداولة - كل ما يلقي قبولا عاما- في أي اقتصاد على أساس أنها متغير يؤثر في الكثير من الفعاليات الاقتصادية.

2.4. تحليل الكتلة النقدية

تتكون الكتلة النقدية من مجموعة من العناصر هي الأكثر شيوعا واستعمالا في التحاليل الاقتصادية المنشورة من قبل السلطات النقدية، ويطلق على هذه العناصر اسم "المجموعات النقدية". هذه الأخيرة عبارة عن مؤشرات إحصائية عن كمية النقود المتداولة تعكس قدرة الأعوان الماليين على الإنفاق، بمعنى أنها تضم وسائل الدفع لدى هؤلاء الأعوان (خليل، 2014، صفحة 104، 105).

كذلك يراد بهذه المجاميع النقدية مجموعة من النقود تصنف على أساس معيار السيولة، وهي قدرة الأصل على التحول بسرعة وبأقل خسائر رأسمالية إلى نقود. والغاية من هذا التصنيف هو التمييز بين مختلف الأصول النقدية بشكل منظم وفي إطار محاسبي.

إن عدد هذه المجمعات يرتبط بعوامل عديدة أهمها مستوى النشاط الاقتصادي، وتطور الصناعة المصرفية وتنوع منتجاتها. وتكمن أهمية المجمعات النقدية كونها إحدى الأهداف الوسيطة للسياسة النقدية تعطي معلومات للسلطات النقدية عن معدلات نمو هذه المكونات (خليل، 2014، صفحة 105).

يتم عرض المجمعات مرتبة وفق درجة سيولتها، ومعايير تتعلق بخصائص النقد (المتعلقة بدوافع الاحتفاظ بالأصول المالية)، ومعايير تتعلق بسلوك الوحدات الاقتصادية وحساسية كمية النقد اتجاهها. وتتكون من أربعة (04)

مجمعات ترتبط وفق علاقة احتواء كما يلي: $M_0 \subset M_1 \subset M_2 \subset M_3$

حيث أن: M_0 أو B ترمز للقاعدة النقدية

M_1 ترمز للكتلة النقدية بالمعنى الضيق

M_2 ترمز للكتلة النقدية بالمعنى الواسع

M_3 ترمز للسيولة الكلية للاقتصاد

وفيما يلي عرض لبنية الكتلة النقدية (المجمعات النقدية) مرتبة وفق درجة سيولتها.

1.2.4. المقياس الأضيق للنقد (القاعدة النقدية) M_0 أو B: تدعى كذلك "بالأساس النقدي" وتتصف بالسيولة التامة لأنها تمثل مجموع النقود الورقية والمعدنية (النقد السائل) التي يتم إصدارها من قبل الدولة ومن ثم تداولها في الاقتصاد، كما يحقق هذا المجموع كل شروط النقد اللازمة والمتمثلة في الوظائف والخصائص الجوهرية والعملية. وعليه تتكون القاعدة النقدية من النقود القانونية أو نقد البنك المركزي، حيث يمكن تجزئتها إلى قسمين (خليل، 2014، صفحة 107):

✓ النقدية القانونية المتداولة خارج الجهاز المصرفي، وبعبارة أخرى النقود القانونية المتداولة لدى الجمهور (القطاع الاقتصادي غير المصرفي): والتي تتكون من النقود الورقية الإلزامية التي يختص البنك المركزي بإصدارها، والنقود المعدنية المساعدة التي تختص وزارة الخزانة بإصدارها.

✓ الاحتياطات النقدية لدى البنوك في صناديقها وحساباتها لدى البنك المركزي.

2.2.4. المقياس الضيق للنقد (عرض النقود بمعناه الضيق) M_1 : إن هذا المجموع يسمى أيضا بالمتاحات النقدية أو مجموع وسائل الدفع، حيث أن أساسه الفكري ينطلق من الدور الوظيفي للنقود كوسيط في التبادل والمعاملات وهي الطريقة التي تعرف بطريقة المعاملات (أحمد الأفندي، 2018، صفحة 409).

وبناء على هذه الطريقة يتحكم في عرض النقود بالمعنى الضيق طرفان هما المصارف التجارية العاملة بالدولة والبنك المركزي الذي لديه سلطة إصدار العملة، ويشمل البنود الآتية (الشمري، 2006، صفحة 221):

✓ القاعدة النقدية M_0 .

✓ الودائع الجارية (تحت الطلب) الموجودة لدى مختلف البنوك والمؤسسات المالية والتي يمكن السحب عليها بواسطة الشيكات أو الصكوك دون أي إشعار مسبق.

تجدر الإشارة إلى أنه ضمن هذا المعنى الضيق لعرض النقد فقد تم استبعاد الودائع الادخارية أو الأجل باعتبارها لا تتمتع بالسيولة قياسا بالعملة المتداولة وبالودائع الجارية، وهذا يقلل من إمكانية استخدامها وسيطا للتبادل لذلك يطلق عليها "أشباه النقود".

3.2.4. المقياس الواسع للنقود (عرض النقود بمعناه الواسع) M_2 : إن الأساس الفكري لهذا المقياس وظيفة النقود كمخزن للقيمة أو للثروة، ولذلك ينظر إلى عرض النقود على أنه يشمل كل الأصول المالية التي يمكن تحويلها إلى سيولة بدون خسارة في قيمتها الاسمية (أحمد الأفندي، 2018، صفحة 410). وبناء على هذا المقياس فإن الكتلة النقدية بالمعنى الواسع تشمل البنود التالية (مفتاح، 2005، صفحة 52، 53):

✓ النقود بمعناها الضيق M_1 .

✓ أشباه النقود: وهي أصول نقدية تجمع ما بين خاصية التوظيف (تدفع مقابلها مختلف الأطراف المالية المستقبلية لها فوائد منخفضة)، وفي الجهة المقابلة تتمتع بالسيولة التامة لأنه يمكن تحويلها إلى نقود (سيولة) دون خسائر رأسمالية، ومن أمثلتها:

* الودائع تحت الطلب على الدفتر: وهي الحسابات على الدفتر في البنوك والتي تدر فائدة لأصحاب الودائع وتكون مخصصة للادخار.

* الودائع لأجل: وهي نوع آخر من الأموال الجاهزة شبه النقدية وتكون لأجل محدد لا يمكن السحب عليها إلا بانقضاء المدة المتفق عليها، ويمكن السحب قبل ذلك بفقدان الحق في الفائدة كلياً أو جزئياً. وتشمل ودائع لأجل عدة أنواع أهمها: ودائع بإشعار، ودائع مخصصة، سندات الصندوق،... الخ.

وما تجدر الإشارة إليه أن ما يميز المجمع النقدي M_2 أنه ليس من وسائل الدفع، فلا يمكن استخدامه في تسوية المعاملات إلا بعد تحويله إلى نقود ورقية أو ودائع جارية.

4.2.4. المقياس الأوسع للنقود (سيولة الاقتصاد) M_3 : من الملاحظ أن المفهوم السابق للمجمع النقدي M_2 لا يتضمن الودائع الآجلة والادخارية في المؤسسات المالية غير البنوك التجارية، وبالتالي فإن استبعادها لا يعكس القياس الفعلي لكمية العرض النقدي، كذلك الودائع الحكومية لا تدخل ضمن عرض النقود وهذه الودائع آجلاً أو عاجلاً سوف تصب في تيار الاتفاق العام، الأمر الذي يتطلب إدخالها ضمن العرض النقدي في المجمع. وعليه يمكن الحصول على مفهوم أوسع للنقود بحيث يشمل على (حداد و هذلول، 2005، صفحة 90):

❖ المجمع النقدي M_2 .

❖ الأصول النقدية والإدخارات المودعة خارج البنوك التجارية (أي لدى المؤسسات الادخارية وصناديق الادخار المشتركة والوظيفية وجمعيات الإقراض...) والمتداولة على مستوى السوق النقدية مثل: أذونات الخزينة الحكومية. مما سبق، يمكن تلخيص أهم المجمعات النقدية والتي يختلف عددها ومكوناتها من دولة إلى أخرى حسب درجة تطور الجهاز المصرفي والمالي وتنوع المنتجات المالية المتداولة فيها في الجدول التالي:

الجدول 01: قياس مستويات العرض النقدي

المستوى	المقياس	المعادلة	المفهوم
1	M_0	$M_0 = C$	M_0: عرض النقود بالمعنى الضيق؛ C: العملة المتداولة خارج الجهاز المصرفي <i>Cash Money</i>
2	M_1	$M_1 = M_0 + D_D$	M_1: عرض النقود بالمعنى الضيق؛ M_0: المقياس الضيق للنقود؛ D_D: الودائع الجارية <i>Demand Deposits</i>
3	M_2	$M_2 = M_1 + N_M$	M_2: عرض النقود بالمعنى الواسع؛ M_1: المقياس الضيق للنقود؛ N_M: أشباه النقود <i>Near Money</i>
4	M_3	$M_3 = M_2 + A_L$	M_3: عرض النقود بالمعنى الأوسع؛ M_2: المقياس الواسع للنقود؛ A_L: أصول عالية السيولة <i>Highly Liquid Assets</i>

المصدر: (غربي، 2018، صفحة 24)

إن المعيار المستخدم في تحديد مفردات كل من المجموعات النقدية (Monetary Aggregates) (M_0, M_1, M_2, M_3) هو مدى القدرة على تسهيل واستخدام النقود. وبناء على ذلك فإن (غربي، 2018، صفحة 24، 25):

- العملات المتداولة والحسابات الجارية يمكن أن تعد على درجة متساوية من حيث القدرة على استخدامها في التبادل وسداد الديون.

- الودائع الادخارية والآجلة فدرجة سيولتها أقل بكثير من العملات المتداولة والحسابات الجارية، وذلك راجع إلى عدم القدرة على تسهيلها في أي وقت، فلا بد من الانتظار حتى انتهاء الفترة الزمنية المتفق عليها مع البنك، أو تحمل خسائر جراء تسهيلها، ومن المعروف أن ودائع التوفير والودائع الآجلة تسمى بأشباه النقود.

- الأصول المتداولة على مستوى السوق النقدية هي أقل سيولة من شبه النقود، لأن تحويل بعضها إلى نقود يتطلب بيعها قبل تاريخ استحقاقها، وعملية البيع قد ينتج عنها الربح أو الخسارة حسب ظروف السوق.

وتعتبر المجموعات النقدية القياسية الضيقة هي الأسهل والأوسع انتشاراً، بينما يصعب إجراء القياسات الأخرى، لأنها تتطلب جهوداً كبيرة عبر عمليات متابعة دقيقة ومستمرة للتأكد من صحة النتائج، وتستخدم المقاييس الموسعة للنقود في الدول المتقدمة التي تتمتع بدرجة كبيرة من التقدم الاقتصادي والعمق المالي والنقدي الناجم عن التقدم الكبير في الأسواق المالية والنقدية وابتكار منتجات مالية ونقدية جديدة.

5.2.4. عرض مكونات المجاميع النقدية في بعض الدول: تختلف بنية الكتلة النقدية بحسب درجة التقدم الاقتصادي النقدي والمالي للدول، وفيما يلي أمثلة لمجاميع نقدية في بعض البلدان المتقدمة والنامية.

الجدول 02: مكونات المجاميع النقدية في الجزائر

المجمع النقدي	مكوناته
المتاحات النقدية M_1	- النقود الورقية والمعدنية المتداولة خارج الجهاز المصرفي الجزائري. - الودائع الجارية لدى البنوك التجارية، الخزينة العمومية ومركز الصكوك البريدية.
الكتلة النقدية M_2	- المتاحات النقدية M_1، إضافة إلى شبه النقود: - الودائع لأجل في البنوك التجارية بالعملة الوطنية. - الودائع لأجل في البنوك التجارية بالعملة الصعبة.

المصدر: (بوحضر، 2014/2015، صفحة 09)

الجدول 03: مكونات بعض المجاميع النقدية في الولايات المتحدة الأمريكية

المجمع النقدي	مكوناته
المتاحات النقدية	- العملة المتداولة خارج الخزانة الأمريكية. - العملة المتداولة خارج الاحتياطي الفدرالي ومؤسسات الإيداع المختلفة. - الشيكات السياحية المصدرة من غير البنوك. - الودائع الجارية للمتعاملين الاقتصاديين لدى البنوك التجارية من غير تلك التي تملكها الحكومة والبنوك الأجنبية والمؤسسات الرسمية. - التحويلات عبر أجهزة الصراف الآلي. - الودائع تحت الطلب لدى مؤسسات الادخار. - حسابات الاتحادات الائتمانية.
الكتلة النقدية	- المتاحات النقدية إضافة إلى شبه النقود وهي: - الودائع الادخارية وحسابات ودائع سوق المال. - الودائع لأجل الأقل من 100000 دولار أمريكي. - أرصدة صناديق الاستثمار في سوق النقد.

المصدر: (بوحضر، 2014/2015، صفحة 10)

الجدول 04: مكونات المجاميع النقدية في فرنسا

المجمع النقدي	مكوناته
المتاحات النقدية	- النقود الورقية والودائع الجارية للمقيمين.

الكتلة النقدية	المتاحات النقدية إضافة إلى شبه النقود وهي: - الودائع لأجل للمقيمين أقل أو يساوي سنتين. - الودائع الادخارية للمقيمين.
سيولة الاقتصاد	- الكتلة النقدية إضافة إلى أدوات سوق النقد التي يكون تاريخ استحقاقها أقل من ثلاثة أشهر، وأدوات الدين التي يكون تاريخ استحقاقها أقل أو يساوي سنتين. - الودائع لأجل للمقيمين أقل أو يساوي سنتين. - الودائع الادخارية للمقيمين.

المصدر: (بوحضر، 2015/2014، صفحة 11)

وما تجدر الإشارة إليه من خلال الجداول السابقة أن المجاميع النقدية ومكوناتها في الدول المتقدمة أكثر تنوعا منها في الدول غير المتقدمة، وهذا الأمر يفسر بدرجة التطور الكبير الذي تعرفه المنتجات المالية والنقدية في هذه البلدان.

3.4. محددات العرض النقدي

إن الكتلة النقدية ناتجة عن تأثير قرارات (سلوك) عدة أطراف في عرض النقود، وذلك على النحو التالي (محب خلة، 2011، الصفحات 66-68):

1.3.4. السلطات النقدية (البنك المركزي): إن الوظيفة الأساسية التي يقوم بها البنك المركزي تتمثل في رقابته على الائتمان المصرفي، وحتى يستطيع البنك المركزي من ممارسته لمهمته في الرقابة على الائتمان المصرفي لا بد من توفير وسائل محددة لقيامه بهذه المهمة، بمعنى آخر لا بد للبنك المركزي من استخدام أدوات أو وسائل معينة تؤثر في كمية ونوعية الائتمان الذي تقدمه البنوك بهدف تحقيق أغراضه من هذه الرقابة.

ومن الأدوات التي يمكن أن يستخدمها البنك المركزي بهدف التأثير على كمية الائتمان الذي تقدمه البنوك التجارية وبالتالي التأثير على عرض (كمية) النقود هي نسبة الاحتياطي النقدي القانوني التي يفرضها على البنوك التجارية، وأيضا سعر إعادة الخصم وسعر الفائدة وعمليات السوق المفتوحة.

2.3.4. البنوك التجارية: فالبنوك التجارية يمكنها أن تؤثر في تغير عرض النقود من خلال ما تأخذ به من سياسات ائتمانية تتأثر بدورها بحجم الاحتياطات النقدية التي تحتفظ بها البنوك، وكذلك التوقعات المصرفية بمعدلات سحب الودائع المصرفية.

فكلما زاد حجم الاحتياطات التي تحتفظ بها البنوك التجارية كلما انخفضت الأرصدة النقدية المتاحة لأغراض الإقراض ومن ثم يتأثر عرض النقود بالانخفاض، على العكس عندما تحتفظ البنوك باحتياطات أقل من أرصدها ومن ثم تصبح الأرصدة المتاحة للإقراض أكبر، وبالتالي تؤثر بالزيادة على عرض النقد. كما أن مقدار القروض التي

تحصل عليها البنوك التجارية من بعضها البعض ومن البنك المركزي تؤثر أيضا على الأرصدة النقدية القابلة للإقراض وبالتالي على عرض النقد.

أما فيما يتعلق بتوقعات الإدارة المصرفية بالنسبة للمسحوبات المستقبلية على الودائع، فلو توقعت الإدارة المصرفية زيادة مقدار سحب المودعين لودائعهم، فإن ذلك يتطلب الاحتفاظ باحتياطات مناسبة من قبل إدارة البنك لمقابلة السحب المتوقع من قبل المودعين، وهذا يؤدي إلى تقليص قدرة البنوك على التوسع في خلق الائتمان وبالتالي يؤدي إلى تقليص عرض النقد والعكس صحيح أيضا.

3.3.4. الأفراد ومنظمات الأعمال: يقررون كيف يوزعون ما لديهم من ثروة نقدية بين العملة المتداولة خارج الجهاز المصرفي والودائع تحت الطلب والودائع لأجل والودائع الادخارية، حيث يلعب تقدم الوعي الادخاري وانتشار العادات المصرفية دورا بالغ التأثير على مكونات عرض النقد، فكلما كانت عادات الأفراد المصرفية متقدمة كلما زادت الأهمية النسبية للودائع الجارية من إجمالي مكونات عرض النقد، وكلما كان الوعي الادخاري متقدما لدى الأفراد كلما زادت الأهمية النسبية للودائع الثابتة (لأجل) من إجمالي مكونات الودائع وإجمالي مكونات عرض النقد في الوقت ذاته.

إذ أن زيادة الأهمية النسبية للعملة المتداولة خارج الجهاز المصرفي يعني في الوقت نفسه زيادة نسبة التسرب النقدي إلى الودائع الجارية، وهذا يعني انخفاض قدرة البنوك على التوسع في منح الائتمان ومن ثم انخفاض القدرة على زيادة عرض النقد، لأن العلاقة عكسية بين التسرب النقدي من جهة وعرض النقد من جهة أخرى. كما أن زيادة الأهمية النسبية للودائع الثابتة (لأجل) من إجمالي الودائع يزيد من قدرة البنك على التوسع في خلق الائتمان، إذ ستكون الأرصدة القابلة للإقراض متاحة أكثر بحكم انخفاض حجم الاحتياطات على الودائع، وبالتالي تؤدي زيادة الائتمان إلى زيادة عرض النقد، أي أن العلاقة عكسية بين نسبة الودائع لأجل إلى الودائع تحت الطلب.

4.4. آلية التوسع النقدي (خلق النقود)

إن البنوك التجارية لا تمارس فقط دور الوسيط المالي بين المدخرين والمستثمرين، وإنما تقوم بعملية الإقراض والاستثمار، وهي بذلك تقوم بخلق النقود (أو خلق الودائع)، التي أصبحت تعد من أهم وأخطر وظائف البنوك التجارية المعاصرة، وأن اكتسابها لهذه الوظيفة الكبيرة جعل من السلطات النقدية (البنك المركزي) أمام حتمية مراقبة هذه العملية والتحكم فيها لأن لها تداعيات مباشرة على حجم الكتلة النقدية والاستقرار النقدي والاقتصادي بشكل عام.

ولأهمية هذه الوظيفة (خلق النقود) يهتم العنصر الموالي بتوضيح الطريقة التي تتم بها هذه الآلية (التوسع النقدي) وكذا العوامل المتحركة والمؤثرة فيها (بوحضر، 2015/2014، الصفحات 31-35):

1.4.4. تأثير البنك المركزي على عملية خلق النقود: لمعرفة مدى تأثير البنوك المركزية على عملية خلق النقود نعتمد على الفرضيات التالية:

- وجود بنوك متعددة في الاقتصاد.
 - كل بنك يفتح حسابات جارية لعملائه.
 - كل البنوك تخضع لاحتياطات إجبارية.
 - كل البنوك لا تحتفظ بأي احتياطات إضافية.
 - وجود بنك مركزي يصدر النقود القانونية ويحدد نسبة الاحتياطي الإلزامي.
 - المتعاملون غير الماليون لا يرغبون في حيازة أي نقود كتابية.
- في ظل هذه الافتراضات فإن البنك المركزي هو المتعامل الوحيد الذي سيكون لسلوكه تأثير على كمية النقود المخلوقة وفق الآلية التالية:

* بمجرد حصول الجمهور على نقود مركزية سيقومون بإيداعها على مستوى البنوك التجارية.

* البنك التجاري يقطع نسبة الاحتياطي الإجباري (تسرب نقدي)، والباقي تعتبر احتياطات إضافية لا يتركها عاطلة بل يستخدمها في منح القروض لتحقيق عوائد، وبالتالي يمنحها قروضا لعميل ما.

* هذا العميل يستعمل هذا القرض في شراء شيء ما من عميل آخر، هذا الأخير (العميل الثاني) سوف يودع هذا المبلغ لدى أحد البنوك التجارية الموجودة على مستوى الاقتصاد.

* مبلغ القرض يصبح وديعة أولية جديدة لدى البنك فيعاملها نفس المعاملة، وهكذا تستمر العملية إلى الحد الذي: "تساوى فيه الوديعة الأولية مع مقدار الاحتياطات الإجبارية المجمعة". وعندها يتوقف النظام البنكي من خلق نقود جديدة من الودائع الأولية. وفي النهاية يكون مقدار الودائع المخلوقة هو $\frac{1}{r_0}$ من الوديعة الأولية.

حيث أنه في هذه الحالة يوجد تسرب - الجزء أو النسبة من الوديعة الأصلية التي لا تستخدم في منح الائتمان - نقدي واحد وهو الاحتياطي الإلزامي، فيتحقق ما يلي:

■ **مضاعف الودائع** الذي هو: "عدد المرات التي تتضاعف بها الودائع الجارية المخلوقة من قبل البنوك التجارية انطلاقا من وديعة أولية" يساوي إلى: $\frac{1}{r_0}$.

■ **مضاعف القروض** الذي هو: "عدد المرات التي تتضاعف بها حجم القروض الممنوحة من قبل البنوك التجارية انطلاقا من وديعة أولية" يساوي إلى $\frac{1-r_0}{r_0}$.

■ **نقود الودائع** "الودائع الكلية" في هذه الحالة: D_r حيث أن: $D = \frac{1}{r_0}$ وديعة حقيقية (أولية).

■ حجم القروض الممنوحة (الودائع المشتقة) والتي تعكس قدرة البنك على زيادة العرض النقدي تحسب كما يلي:

$$D_t = D - D_r = \frac{1}{r_0} \cdot D_r - D_r$$

$$D_t = \frac{1-r_0}{r_0} D_r$$

حيث أن:

D_t الودائع المشتقة

D_r الوديعة الحقيقية (الأولية)

r_0 التسرب النقدي الوحيد (الاحتياطي الإلزامي)

نتيجة: قيام البنك المركزي بخفض أو رفع نسبة الاحتياطي الإجباري هو العامل المتحكم في كمية النقود المخلوقة من قبل البنك.

❖ مثال توضيحي: نفترض أن هناك عشرة (10) بنوك تجارية في بلد معين، وأن نسبة الاحتياطي القانوني هي 10%، وأن أحد الأفراد قد قام بإيداع 1000 دج كوديعة جارية في البنك (أ).
بافتراض أيضا أن البنوك لا تحتفظ باحتياطيات فائضة في خزائنها، تظهر هذه العملية في ميزانية البنك الأول كما هو موضح في الجدول 05.

الجدول 05: ميزانية البنك (أ)

الأصول	الخصوم
100 احتياطي قانوني 900 قروض	1000 ودائع جارية
1000	1000

المصدر: (أحمد الأفندي، 2018، صفحة 213)

من الواضح أن الوديعة الجارية قد وضعت في جانب الخصوم كالتزامات على البنك اتجاه المودع، أما في جانب استخدام هذه الوديعة (جانب الأصول) فقد احتفظ البنك بـ 100 دج كاحتياطي قانوني لدى البنك المركزي، بينما استخدم الاحتياطي الفائض وقدره 900 دج كاملا في منح القروض، أي أن البنك (أ) لم يحتفظ بهذا الاحتياطي في صورة نقد حاضر بخزانة البنك، وهذا ما ينسجم مع افتراضنا السابق في أن البنوك لا تحتفظ باحتياطيات فائضة في خزائنها.

لنفترض الآن، أن إحدى الشركات قد اقترضت هذا المبلغ الذي قدره 900 دج من البنك 01، ثم قامت بإيداع هذا المبلغ المقترض في حسابها الجاري لدى البنك (ب) الذي تتعامل معه الشركة. إن هذه العملية ستظهر في ميزانية البنك (ب) كالآتي:

الجدول 06: ميزانية البنك (ب)

الأصول	الخصوم
90 احتياطي قانوني 810 قروض	900 ودائع جارية
900	900

المصدر: (أحمد الأفندي، 2018، صفحة 214)

يلاحظ أن البنك (ب) قد قام بدوره بإقراض مبلغ 810 دج إلى مستثمر آخر واحتفظ لدى البنك المركزي باحتياطي قانوني قدره 90 دج.

وهكذا نجد أن إجمالي الودائع الجارية في هذه العمليات بين البنك (أ)، والبنك (ب) قد وصلت إلى: $100 + 900 + 810 = 2710$ دج، وبهذه الطريقة تتم عملية التداول والإقراض في البنوك العشرة والتي يمكن تلخيصها وتوضيحها في الجدول التالي:

الجدول 07: عملية خلق الائتمان في البنوك التجارية

البنوك	حجم التغير في الودائع الجارية	حجم الودائع المشقة (القروض)	حجم الاحتياطي القانوني
بنك أ	1000	900	100
بنك ب	900	810	90
بنك ج	810	729	81
بنك د	729	656.1	72.9
بنك هـ	656.1	590.5	.
.	.	.	.
الإجمالي	10.000	9000	1000

المصدر: (أحمد الأفندي، 2018، صفحة 2015)

كما يمكننا توضيح عملية خلق الودائع المصرفية (النقود) في الميزانية الموحدة للبنوك التجارية على النحو التالي:

الجدول 08: الميزانية الموحدة للبنوك التجارية

الأصول	الخصوم
(1000) احتياطي قانوني (9000) قروض (صفر) احتياطي فائض	(1000) ودائع جارية أصلية (9000) ودائع مصرفية مشتقة
10000	10000

المصدر: (أحمد الأفندي، 2018، صفحة 215)

* قراءة تحليلية لجداول عملية خلق الائتمان

- بلغ إجمالي نقود الودائع "ودائع كلية" التي تضاعفت من وديعة أصلية (D) في هذه الحالة:

$$D = \frac{1}{r_0} \cdot D_r = \frac{1}{0.1} \cdot 1000 = 10.000 \text{ DZ}$$

- عدد المرات التي تتضاعف بها الودائع الجارية المخلوقة انطلاقاً من وديعة أولية مقدارها 1000 دج هو عشر

$$(10) \text{ مرات، بمعنى أن مضاعف الودائع يساوي إلى: } \frac{1}{r_0} = \frac{1}{0.1} = 10 \text{ (مرات)}$$

- جم القروض الممنوحة (الودائع المشتقة) والتي تعكس قدرة البنك على زيادة العرض النقدي تقدر بـ :

$$D_t = \frac{1-r_0}{r_0} D_r \implies D_t = \frac{1-0.1}{0.1} \cdot 1000 = 9000 \text{ DZ}$$

إذن يستطيع البنك أن يؤثر على العرض النقدي "خلق النقود" بمقدار 9000 دج عن طريق القروض الممنوحة،

$$\frac{1-r_0}{r_0} = \frac{1-0.1}{0.1} = 9 \text{ (مرات) بحيث مضاعف القروض هو:}$$

- يتوقف النظام البنكي من خلق نقود جديدة من الودائع الأولية عندما تتساوى فيه الوديعة الأولية مع مقدار الاحتياطات الإلزامية المجمعة، أي عند المبلغ 1000 دج.

2.4.4. تأثير البنوك التجارية على عملية خلق النقود: البنوك التجارية في الواقع لا تكتفي باقتطاع نسبة من الوديعة الأولية على شكل احتياطات إلزامية "تسرب نقدي أول"، بل قد تقتطع نسبة أخرى كاحتياطات إضافية "تسرب نقدي ثاني".

- من خلال هذه النسبة التي تقرر اقتطاعها فهي تؤثر على كمية النقود المخلوقة.

- عند اتخاذ قرار البنك باقتطاع الاحتياطات الاختيارية إلى جانب الاحتياطات الإلزامية، فإن البنك يقوم بإقراض الفائض بنفس الآلية السابقة، وتستمر العملية إلى أن تتساوى الاحتياطات البنكية (الإلزامية + الاختيارية) مع الوديعة الأولية. وتصبح العلاقات كالآتي:

$$D = \frac{1}{r_0 + r_e} \cdot D_r \text{ حيث:}$$

D: الودائع الكلية r_0 : احتياطات إلزامية

D_r : الوديعة الأولية r_e : احتياطات إضافية

$\frac{1}{r_0 + r_e}$: مضاعف الودائع في حالة وجود تسرين، وهو عدد المرات التي تتضاعف بها الودائع انطلاقاً من الوديعة الأولية.

نتيجة: في حالة فرض ثبات نسبة الاحتياطي الإلزامي، كلما زادت نسبة الاحتياطات الإضافية (الاختيارية) قلت قدرة البنك على منح القروض، أي تنخفض قدرته على خلق نقود الودائع.

وحجم القروض الممنوحة التي تعكس قدرة البنوك على زيادة العرض النقدي (الودائع المشتقة) في هذه الحالة تحسب كالآتي:

$$D_t = D - D_r = \frac{1}{r_0 + re} \cdot D_r - D_r$$

$$D_t = \frac{1 - (r_0 + re)}{r_0 + re} \cdot D_r \quad \text{حيث أن:}$$

أولية وفي ظل وجود تسريين نقديين. : مضاعف القروض ويشير إلى عدد المرات التي يتضاعف بها العرض النقدي انطلاقاً من وديعة

3.4.4. تأثير الجمهور على عملية خلق النقود: في هذه الحالة نسقط فرضية عدم رغبة المتعاملين الاقتصاديين غير الماليين في الاحتفاظ بالنقود الورقية، وعليه فإن حصول البنوك على وديعة أولية سوف تستعملها لمنح القروض بعد اقتطاع نسبة الاحتياطي الإجباري، الاختياري، ونسبة التسرب نحو الجمهور. تستمر هذه العملية "منح القروض"، حتى تتساوى الوديعة الأولية مع مقدار الاحتياطات الكلية لدى البنوك والعملة المتداولة لدى الجمهور. وتصبح العلاقات كالتالي:

$$D = \frac{1}{r_0 + re + b} \cdot D_r \quad \text{حيث أن:}$$

D : الودائع الكلية r_0 : احتياطات إجبارية

D_r : الوديعة الأولية r_e : احتياطات إضافية b : نسبة العملة المتسربة نحو الجمهور.

: مضاعف الودائع ويشير في هذه الحالة إلى عدد المرات التي تتضاعف بها الودائع الجارية المخلوقة من طرف البنوك التجارية في ظل وجود ثلاثة أنواع من التسربات النقدية.

نتيجة: في ظل ثابت r_0 و r_e ، كلما زادت نسبة العملة المتسربة نحو الجمهور قلت قدرت البنك على منح القروض، أي تنخفض قدرته على خلق نقود الودائع.

وحجم القروض الممنوحة والتي تعكس قدرة البنوك على زيادة العرض النقدي (الودائع المشتقة) تحسب كآتي:

$$D_t = D - D_r = \frac{1}{r_0 + re + b} \cdot D_r - D_r$$

$$D_t = \frac{1 - (r_0 + re + b)}{r_0 + re + b} \cdot D_r \quad \text{حيث أن:}$$

وديعة أولية وفي ظل وجود ثلاثة تسربات نقدية. : مضاعف القروض ويشير إلى عدد المرات التي يتضاعف بها العرض النقدي انطلاقاً من

من التحليل السابق، نستنتج أن عملية خلق النقود يتحكم فيها:

- سلوك البنك المركزي من خلال نسبة الاحتياطات الإجبارية.
- سلوك البنوك التجارية من خلال نسبة الاحتياطات الاختيارية.
- سلوك المتعاملين الاقتصاديين غير الماليين الجمهور ومدى تفضيلهم للنقود الورقية أو النقود البنكية.

5.4. مقابلات الكتلة النقدية

إن العناصر المقابلة للكتلة النقدية تمثل مجموع الديون العائدة لمصدري النقد وشبه النقد التي تكون سبب أو مصدر الكتلة النقدية، وهذا يعني أن للنقود أجزاء تفسر سبب إصدارها. ولتوضيح ذلك نستعمل الميزانية الموحدة للنظام المصرفي كما يلي:

الجدول 09: الميزانية الموحدة للنظام المصرفي

الموجودات	الالتزامات
العناصر المقابلة للكتلة النقدية:	الكتلة النقدية:
- الذهب والعملات الأجنبية OD	- الأوراق النقدية B
- القروض المقدمة للخرينة CTP	- الودائع D
- القروض المقدمة للاقتصاد C	

المصدر: (مفتاح، 2005، صفحة 62)

نلاحظ من خلال الجدول 09 أن مقابلات الكتلة النقدية والتي نعني بها تلك العناصر التي تجري عليها عمليات إصدار أو خلق النقود ثلاثة أنواع نوضحها فيما يلي (مفتاح، 2005، الصفحات 62-64):

1.5.4. المقابل من الذهب والعملات الأجنبية (الذمم على الخارج): إن التبادل التجاري بين دول العالم ينتج من عمليات استيراد وتصدير السلع والخدمات المحلية إلى العالم الخارجي، وتتم المدفوعات الدولية إما بالذهب أو رصيد العملات الأجنبية المقبولة في التداول الدولي.

في حالة قيام الدولة بعمليات تصدير أو اجتذاب أموال خارجية إما للاستثمار أو للتوظيف فإنها تحصل على عملات أجنبية التي يحصل عليها البنك المركزي مقابل تقديم السلع المصدرة أو السندات أو الديون المترتبة، وبما أن العملات الأجنبية لا يمكن تداولها محليا، فإن البنك المركزي يتكفل بحفظها وإصدار ما قيمة ذلك بالعملة الوطنية، ومن ثم نلاحظ أن الصادرات تكون سببا في إصدار عملة وطنية جديدة.

الصادرات إلى الخارج ← الحصول على الذهب والعملات الأجنبية ← يقوم البنك المركزي بتحويل ما قيمة ذلك إلى عملة وطنية ← زيادة إصدار العملة الوطنية ← ارتفاع رصيد العملات الأجنبية لدى البنك المركزي. وفي حالة حدوث العكس، فإنه إذا قام البلد بعملية استيراد سلع وخدمات أو تم خروج أموال خارج الوطن، فإنه يجب على المستورد أن يدفع ديونه بواسطة عملة أجنبية، فيقوم بتقديم مقابل ذلك مبالغ نقدية بالعملة الوطنية إلى البنك المركزي الذي يعطي مقابل ذلك عملة أجنبية لتسديد قيمة الواردات، وهكذا نلاحظ أن احتياطي العملات الأجنبية ينخفض لدى البنك المركزي وتنخفض معها كمية النقود المحلية المتداولة في الداخل.

الاستيراد من الخارج ← خروج العملة الأجنبية ← يقوم البنك المركزي بمنح ما يقابل العملة الوطنية بعملة أجنبية ← انخفاض كمية العملة الوطنية ← انخفاض رصيد العملات الأجنبية لدى البنك المركزي.

وهكذا نلاحظ كيف يؤثر رصيد ميزان المدفوعات في إصدار النقود الجديدة أو سحبها، فإذا كان الرصيد السنوي الناتج من العمليات المسجلة في ميزان المدفوعات موجبا أي أن قيمة الصادرات تكون أكبر من قيمة الواردات، فإن كمية النقود المتداولة ترتفع، وبالعكس إذا كان الرصيد السنوي الناتج من العمليات المسجلة في ميزان المدفوعات سالبا أي قيمة الصادرات أقل من قيمة الواردات تنخفض كمية النقود المتداولة.

2.5.4. المقابل من القرض المقدم إلى الاقتصاد: يعتبر الائتمان المقدم للاقتصاد من العناصر المهمة التي تفسر سبب الإصدار النقدي لأنه هو العنصر الذي يمكن أن تتحكم فيه السلطات النقدية أكثر من غيره، ذلك أن هذا الائتمان المقدم هو عبارة عن قروض تقدم من طرف البنوك التجارية لتمويل العمليات الاقتصادية للمؤسسات ورجال الأعمال من استثمار وإنتاج وتسويق، وخاصة عندما يكون المنتجون في حاجة إلى أموال فيتقدمون إلى البنوك التجارية طالبين منحهم قروضا لتمويل نشاطاتهم، فتمنحهم البنوك التجارية قروضا سواء كان ذلك بصفة مباشرة أو بخصم أوراق تجارية، أو فتح اعتمادات، وفي جميع هذه الصور تكون هناك عملية خلق نقود وودائع مقابل تقديم هذا الائتمان مما يزيد في حجم الكتلة النقدية، كما أن هذا يدفع البنوك التجارية إلى إعادة خصم أوراقها التجارية لدى البنك المركزي أو تطلب قروضا منه باعتباره المقرض الأخير، فيقوم البنك المركزي بإصدار نقود قانونية لتغطية احتياجات البنوك التجارية، وبالتالي فإن حجم الكتلة النقدية سيتأثر كلما طرأ تغير في الائتمان المقدم للاقتصاد.

3.5.4. المقابل من القرض المقدم إلى الخزينة العمومية: تقوم الخزينة العمومية بتسيير ميزانية الدولة عن طريق بنود النفقات والإيرادات العامة فهي تمثل الصندوق المالي للدولة، ولهذا عندما يحدث اختلال في توازن ميزانيتها تلجأ الدولة إلى البنك المركزي لمنحها الائتمان اللازم لسد هذا العجز ومواجهة هذا الاختلال، فتقدم له الخزينة مقابل ذلك سندات تعترف فيها بمديونيتها له تسمى "أذونات الخزينة"، ويقوم البنك المركزي بتقديم مقابل ذلك نقودا قانونية لصالح الخزينة التي تستخدم هذه النقود في تغطية تكاليف الإنفاق العام، وبهذا ترتفع كمية النقود المتداولة لدى الأفراد والمؤسسات.

كما أن نشاط الدولة امتد ليشمل جميع المجالات الاقتصادية والاجتماعية فأصبحت مواردها غير كافية في تمويل عملياتها، وبالتالي فهي تتقدم إلى السوق النقدية وإلى الجمهور لجلب الموارد النقدية اللازمة، وتحصل هذه المؤسسات المصرفية والمالية والجمهور على السندات الحكومية وأذونات الخزينة مقابل حصولها على نقود وودائع، وبما أن هذه السندات لها سيولة عالية ومضمونة فإنه يمكن خصمها لدى البنوك التجارية، وإعادة خصمها لدى البنك المركزي، وبالتالي سيتحول جزء منها إلى نقود قانونية وهو ما يؤدي إلى التأثير على حجم الكتلة النقدية بالزيادة، وقد يكون التأثير بالنقصان عند اتباع سياسة تقشفية (انكماشية).

وتجدر الإشارة إن الهدف من حساب مقابلات الكتلة النقدية هو معرفة مدى مساهمة كل عنصر سابق في نمو الكتلة النقدية بالشكل الذي يمكن البنك المركزي من التحكم في العرض النقدي ونموه بأدوات السياسة النقدية.



المحور الخامس: النظريات النقدية

تمهيد

لقد اهتم الاقتصاديون بدراسة وتحليل أثر تغير الكتلة النقدية "كمية النقود المتداولة" على المستوى العام للأسعار، ثم انتقل هذا الاهتمام إلى التأثير على حجم العمالة، حجم الإنتاج، بمعنى دراسة التأثير على مستوى النشاط الاقتصادي.

إن موضوع النظريات النقدية التي عرفت تطورات عديدة ينصب في هذا الاتجاه ومحاولة تحليل العلاقة بين كمية النقود "كمتغير نقدي" والنشاط الاقتصادي "كمتغير اقتصادي".

1.5. النظريات النقدية التقليدية

لقد اهتمت النظرية النقدية التقليدية بدراسة العلاقة بين التغيرات في كمية النقود المتداولة في الاقتصاد وبين مستوى الأسعار، فارجع أنصار هذه النظرية تقلب مستوى الأسعار إلى عامل واحد ووحيد ألا وهو تغير عرض النقود وانطلقوا في تحليلهم لذلك من مجموعة افتراضات معينة يمكن بيانها فيما يلي (حداد و هذلول، 2005، صفحة 102، 103):

- حيادية النقود، أي ليس لها تأثير على تحقيق التوازن الاقتصادي، فهي مجرد وسيط للتبادل وإنجاز المعاملات.
- استبعاد قيام النقود بدور مستودع للقيمة أو الثروة.
- يهمل الكلاسيك عامل الزمن في تحليلاتهم الاقتصادية، وهذا يجعل تحليلاتهم آنية.
- الحرية الاقتصادية وسيادة المنافسة الكاملة في الأسواق: وطبقا لهذا المبدأ فإن الأجور والأسعار تتمتع بالحرية الكاملة في التغير في الاتجاه الذي يحقق ويضمن التوازن العام التلقائي للاقتصاد دون تدخل من الدولة.
- معدل الفائدة متغير حقيقي مرتبط بدالتي الادخار والاستثمار.
- ينظر الكلاسيك إلى التغير في عرض النقد على أنه المتغير الاستراتيجي الوحيد المؤثر على مستوى النشاط الاقتصادي وعلى وجه التحديد المستوى العام للأسعار، ومعنى ذلك أن زيادة عرض النقد أو تقليله سيؤدي بالمقابل إلى زيادة الأسعار أو تخفيضها بنفس الاتجاه ونفس النسبة.
- يسلم الكلاسيك بحالة الاستخدام الكامل للموارد البشرية: ومعنى ذلك أن جميع العمال سيجدون عملا، فهم يعارضون فكرة البطالة معتمدين في حاجتهم على مرونة الأجور، فزيادة عرض القوى البشرية ستدفع بالأجور إلى الانخفاض مما يعني زيادة ربح المنتجين، وبالتالي توسعهم في مشاريع جديدة تستوجب عمالة جديدة ... وهكذا.
- ثبات حجم الإنتاج عند مستوى التشغيل الكامل: يستند هذا التحليل إلى قانون "ساي للأسواق" الذي ينص على أن "كل عرض يخلق طلبا مساويا له"، أي أن الطلب الكلي لا بد أن يتعادل مع العرض الكلي عند مستوى التشغيل الكامل، بحيث تختفي البطالة في المجتمع، لأن التغيرات في كل من جانبي العرض والطلب سرعان ما تختفي بفضل فعالية آلية السوق.

- ثبات سرعة دوران النقود والذي يراد به "متوسط عدد مرات تبادل النقد في المعاملات المختلفة"، حيث أن سرعة تداول النقود تتوقف على عادات المجتمع المتعلقة بالادخار والاستهلاك، وهذه العادات تتغير ببطء في المدى القصير.

وقد تطورت من المدرسة الكلاسيكية صيغتان تبحثن في دوافع الطلب على النقود الأولى صيغة فيشر للمبادلات والثانية صيغة الأرصدة النقدية أو صيغة كميردج.

1.1.5. صيغة المبادلات لفischer: صاحب هذه النظرية الاقتصادي الأمريكي "إيرفينغ فيشر" Irving Fisher، يهدف من خلالها إلى دراسة العلاقة بين كمية النقود (عرض النقود) والإنفاق على السلع والخدمات أو ما يسمى بالدخل الاسمي، حيث افترض فيشر أن النقود لا تطلب لذاتها وإنما لإجراء المبادلات الاقتصادية وبما أنها لا تطلب لذاتها فإنها حتما ستنفق عاجلا أم آجلا، وبما أن الاقتصاد في حالة التشغيل الكامل وأن قيمة الإنتاج في اقتصاد ما يساوي مجموع ما ينفق على السلع والخدمات المنتجة، فإن (حداد و هذلول، 2005، صفحة 104):

$$\text{الإنتاج والخدمات} \times \text{مستويات الأسعار} = \text{كمية النقود} \times \text{سرعة تداولها}$$

وبافتراض ثبات سرعة دوران النقد (V) على المدى القصير وكذا ثبات حجم الإنتاج، فإن صيغة معادلة التبادل لفischer تصاغ على النحو التالي (بشكير، 2017): $M V = P T$

حيث أن: M عرض النقود (كمية النقود المتداولة)

V سرعة تبادل النقود

T حجم المبادلات

P المستوى العام للأسعار

وبحسب الافتراضات الكلاسيكية فإن أي زيادة في M (عرض النقود) تؤدي إلى زيادة في p (المستوى العام للأسعار) في نفس الاتجاه وبنفس النسبة مع بقاء العوامل الأخرى ثابتة. أي أن العرض النقدي يعد متغيرا مستقلا، ويعد المستوى العام للأسعار متغيرا تابعا وتتخذ العلاقة بينهما شكلا طرديا (بوعمامة، 2017،

صفحة 5). وبالتالي يمكن صياغة العلاقة التالية:

$$P = f(M) \quad (+\Delta M \Rightarrow +\Delta P)$$

انطلاقا من معادلة التبادل لفischer إذا قامت السلطات النقدية بزيادة كمية النقود المتداولة، فإن هذه الزيادة تؤدي إلى زيادة الطلب على السلع والخدمات بسبب زيادة القدرة الشرائية وبالتالي زيادة الإنفاق، وبما أن كمية السلع والخدمات ثابتة "الاستخدام الكامل" فإن زيادة الإنفاق تؤدي إلى ارتفاع الأسعار، وهذا يؤدي إلى ارتفاع الطلب النقدي، تستمر هذه الزيادة حتى يتم التعادل بينه وبين العرض النقدي، وعندئذ تستقر الأسعار عند مستواها الجديد.

وعليه توصل فيشر إلى النتيجة التالية: الطلب على النقود هو دالة للدخل النقدي فقط، وهو طلب مستقل عن معدل الفائدة "i"، أي عدم حساسية M_d لمعدل الفائدة وتبرر هذه النتيجة باعتقاد فيشر أن الأفراد يطلبون النقد لأجل المعاملات فقط.

بالرغم من أن هذه النظرية كان لها الفضل في التنبيه إلى خطورة الدور الذي يلعبه الإفراط النقدي في توليد ظاهرة التضخم إلا أن لها العديد من المآخذ، لعل أهمها ما يلي (غربي، 2018، صفحة 33، 34):

- * عدم واقعية العلاقة الآلية بين كمية النقود ومستوى الأسعار: فقد تتغير الأسعار نتيجة عوامل غير نقدية، كما أن الأسعار قد تكون هي المتغير المستقل الذي يترتب عليه حدوث تغير في كمية النقود كمتغير تابع.
- * عدم واقعية افتراض ثبات الحجم الحقيقي للإنتاج: أثبت الواقع أن حجم الإنتاج والتشغيل لا يستقر بصفة دائمة، ومن ثم لا يتحقق تناسب الطردي بين كمية النقود ومستوى الأسعار.
- * عدم واقعية افتراض ثبات سرعة دوران النقود: سرعة دوران النقود ليست ثابتة، فهي تتغير بتغير حجم المعاملات أو ظروف السوق، وهي تختلف في فترات الرواج والكساد.
- * العلاقة بين P و M ليست تناسبية مباشرة، حيث أن ارتفاع M لا يؤدي بالضرورة إلى زيادة P بنفس النسبة والاتجاه.

2.1.5. صيغة الأرصدة النقدية "معادلة كمبردج" (التحليل النقدي النيوكلاسيكي): ظهرت هذه الصيغة من خلال مناقشات فكرية تمت في جامعة كمبردج بين "الفريد مارشال وبيجو وآخرون"، تعالج هذه النظرية تأثير كمية النقود على الأسعار من خلال الطلب أو الدخل النقدي. ومعادلة الأرصدة النقدية "معادلة كمبردج" تقوم على افتراض وجود علاقة بين الأرصدة النقدية التي يرغب الأفراد في الاحتفاظ بها من جهة، والدخول النقدية من جهة أخرى، أي هناك نسبة من الدخل كنقود سائلة يحتفظ بها الأفراد لأغراض الإنفاق الاستهلاكية، كما أن هناك نسبة أخرى من الدخل يحتفظ بها الأفراد في أصول مالية بغرض الاحتياط "دوافع سلوكية" (بني هاني، 2002، صفحة 88).

واشتق مارشال وزملاؤه نظريتهم من صيغة المبادلات لفيشر والتي افترض فيها أن: $M V = P T$ ، فإذا قسمنا طرفي المعادلة بـ (V) فإن المعادلة تصبح: $M = \frac{1}{V} P Y$ ، وعندما يكون سوق النقد في حالة توازن فإن الكمية المعروضة من النقد تساوي تلك المطلوبة، وبالتالي نستطيع استبدال M_s بـ M_d ، وباستبدال مقلوب السرعة $\frac{1}{V}$

بالرمز K تصبح معادلة كمبردج كالآتي (حداد و هذلول، 2005، صفحة 105):

$$M^d = k. P Y$$

حيث أن: k نسبة التفضيل النقدي

M^d الطلب على النقود

Y الإنتاج أو الدخل الحقيقي

P المستوي العام للأسعار

إن النسبة (k) من الدخل والتي سيحتفظ بها لغايات الاحتياط تتوقف على العوامل التالية:

✓ توقعات الأفراد فكلما كانت متفائلة قلت (k).

✓ ثروة الأفراد فكلما زادت قلت (k).

✓ مستويات الأسعار، فكلما انخفضت القيمة الحقيقية للأرصدة النقدية كلما كان علينا أن نزيد من (k)، وذلك لأن القوة الشرائية ليست ثابتة، وبالتالي سيرغب الأفراد في زيادة الأرصدة النقدية لديهم لكي يعيدوا التوازن مع ارتفاع الأسعار.

ونلاحظ أن (k) معكوس (V)، حيث أن: $V = \frac{p \cdot y}{M}$ و $K = \frac{M}{p \cdot y}$ ، ما يعني أنه كلما زادت الأرصدة النقدية

التي يرغب الأفراد في الاحتفاظ بها كلما قلت سرعة تداول النقود والعكس صحيح.

إن معادلة كمبردج تعطي أهمية كبيرة للتغيرات في الأرصدة النقدية المحتفظ بها (k)، من حيث كونها المحدد الرئيسي لتغير الأسعار. فإذا أراد الأفراد زيادة ما يحتفظون به على شكل أرصدة نقدية (k) فهذا يعني زيادة الطلب على النقود M^d وانخفاض الطلب على السلع والخدمات، وبالتالي انخفاض الأسعار. والعكس عندما يرغب الأفراد في تخفيض ما يحتفظون به من أرصدة نقدية (k)، هذا يؤدي إلى زيادة الإنفاق الاستهلاكي، وبالتالي زيادة الطلب على السلع والخدمات، وبالتالي ارتفاع المستوى العام للأسعار.

من التحليل السابق، وبمقارنة معادلة فيشر مع معادلة كمبردج يتضح لنا أن نظرية الأرصدة النقدية أكدت أن التفضيل النقدي هو العامل المؤثر والمحدد لمستوي الدخل وأن التغير في نسبته ينعكس على مستوى الإنتاج والأسعار حتى ولو بقيت كمية النقود المعروضة ثابتة، أما نظرية كمية النقود فإنها تستبعد إمكانية تغير الأسعار إذا ظل عرض النقود ثابت دون تغير. وعليه فيشر استعرض نظريته من وجهة نظر إنفاق النقود من خلال أن النقود تقوم بوظيفتي وسيط المبادلة ووسيلة للدفع، بينما نظرية الأرصدة النقدية فمن جهة الاحتفاظ بالنقود أي أنها أضافت وظيفة أخرى للنقود ألا وهي وظيفة الادخار (مستودع للقيمة) (سحنون، 2003، صفحة 54).

وتجدر الإشارة إلى نظرية الأرصدة النقدية هي الأخرى وجهت لها انتقادات عديدة من أهما (خليل، 2014، صفحة 238، 239):

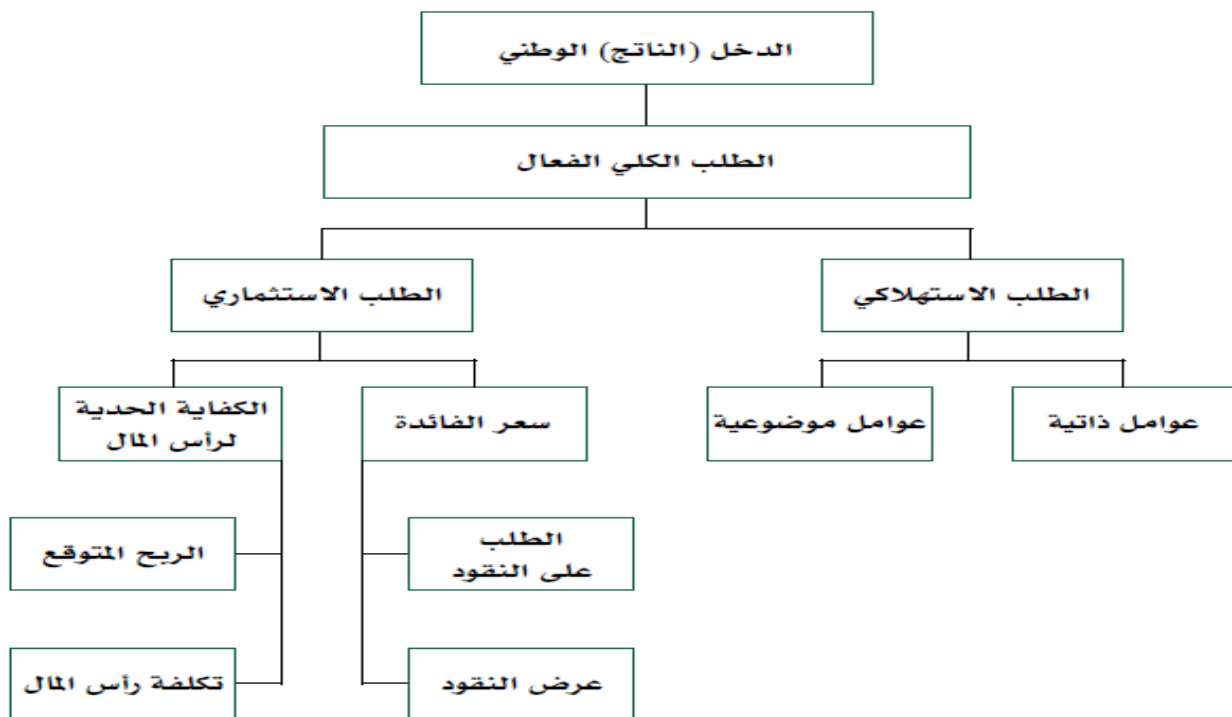
- يركز مارشال كثيرا في تحليله على دور (k) المرتبط كثيرا بسلوك الإنسان في تغير المستوى العام للأسعار، ومستوى الدخل، وعمليا توجد عدة محددات للسعر.

- تعتمد طريقة الأرصدة النقدية على افتراض أن نسبة الأرصدة النقدية لا تتأثر بالتغيرات في كمية النقود، وهو أمر غير واقعي، ذلك أن النقد يطلب باعتباره وسيطا للمبادلة ومخزن للقيم، ويتأثر هذا الطلب عكسيا بسعر الفائدة (لم يشر مارشال لذلك)، ونستنتج أن (k) يمكن أن يتغير بتغير M .

- أغفلت النظرية دافع المضاربة للاحتفاظ بالنقود، فكمية النقود المعروضة قد تتغير لأسباب دون التفضيل النقدي، وبالتالي فشل النظرية في الربط بين نظرية الفائدة والدخل القومي من خلال تحليلها للطلب على النقود.

3.1.5. نظرية تفضيل السيولة لـ "كينز": تعتبر نظرية كينز بمثابة ثروة حقيقية في الفكر النقدي الاقتصادي الهدف منها ليس البحث في العلاقة بين كمية النقود والمستوى العام للأسعار، وإنما البحث في العلاقة بين مستوى الإنفاق الوطني والدخل الوطني، حيث أنها قامت على فروض تخالف الفروض التي قام عليها التحليل الكلاسيكي، فالنظرية الكينزية تركز على أهمية الدور الذي تتبعه النقود على مستوى النشاط الاقتصادي، بمعنى أن التغيرات في كمية النقود يمكن أن تؤثر على جميع المتغيرات الاقتصادية سواء عمالة، إنتاج، استثمار، ادخار أو استهلاك، مما يؤثر على التوازن الاقتصادي. لذلك فقد بدأ كينز نظريته بتحليل الطلب الكلي الفعال الذي يعتبره المحور الأساسي للدخل ومن ثم للتوازن الاقتصادي وذلك لتفسير أسباب عدم التوازن التي وقع فيها النظام الرأسمالي في أزمة الكساد 1929، حيث يرى أن حجم الدخل الوطني (متغير تابع) يتوقف بالدرجة الأولى على حجم الطلب الكلي الفعال (متغير مستقل)، وذلك كما هو مبين في الشكل 02.

الشكل 02: النموذج الكينزي لتحليل المتغيرات الاقتصادية



المصدر: (غربي، 2018، صفحة 37)

من خلال الشكل 02 يتحدد سعر الفائدة بتفاعل قوى عرض النقود والطلب عليها، فهو يؤثر في الطلب على النقود كمكون للثروة، ولهذا يمكن تقسيم الأصول التي يمكن أن تستخدم كمخزن للثروة إلى نوعين هما: النقود والسندات. كما أنه لا بد أن يتوفر شرطان معاً لكي يتحقق التوازن العام فنجد (غربي، 2018، صفحة 38):

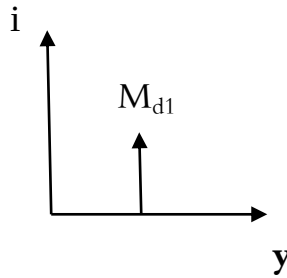
- التوازن في الأجل القصير: وهو التعادل بين الطلب على النقود وعرض النقود.
- التوازن في الأجل الطويل: وهو التعادل بين الادخار والاستثمار.

ويقصد كينز بتفضيل السيولة الدوافع التي تحفز الفرد/ المؤسسة على الاحتفاظ بالثروة في شكل سائل (نقود)، ويعبر عنها بالدوافع النفسية للسيولة، وهي أن رغبة المتعاملين الاقتصاديين في حيازة أرصدة نقدية يرجع إلى كون النقود بمثابة الأصل الأكثر سيولة، نظرا لأنها تمثل الأصل الوحيد الذي يمكن تحويله إلى أي أصل آخر في أقصر مدة ودون خسارة، أو الأصل الوحيد الذي لا يحتاج إلى تسييل (غري، 2018، صفحة 40). من هنا ندرك أن النظرية الكينزية هي نظرية طلب على النقود أكثر من نظرية عرض للنقود، وحسب كينز الطلب على النقود يرتبط بثلاثة دوافع هي:

❖ **دافع المعاملات:** يقصد بالمعاملات في معناها العام كافة المعاملات أو الصفقات التي تتم على مستوى الاقتصاد، سواء في هذا تلك التي يقوم بها المستهلكون (الأفراد) بهدف مواجهة نفقاتهم الجارية المتعلقة بمشترياتهم من سلع وخدمات الاستهلاك أو تلك التي تقوم بها المشروعات المختلفة لاستئجار خدمات عناصر الإنتاج ولشراء كافة احتياجاتها من مستلزمات الإنتاج (عبد الرحمن يسري، 2003، صفحة 140).

اعترف كينز بدافع المبادلات كما جاء به الكلاسيك (Fisher) أي استخدام النقود كوسيط للمبادلات اليومية، وأن هذا الدافع يتأثر بحجم المبادلات بين الأفراد وأن هذه المبادلات أصلا تتأثر بمستوى الدخل وتشكل جزءا منه، حيث أن محدد الطلب على النقود في دافع المبادلات هو الدخل وعلى ذلك فالطلب على النقود لغرض المعاملات هو دالة طردية في متغير الدخل على الشكل: $M_{d1}=f(y)$ ، وأن هذا الطلب لا يتأثر بسعر الفائدة كما هو موضح في الشكل 03 (حداد و هذلول، 2005، صفحة 107).

الشكل 03: الطلب على النقود عند كينز بدافع المبادلات وعلاقته بمعدل الفائدة



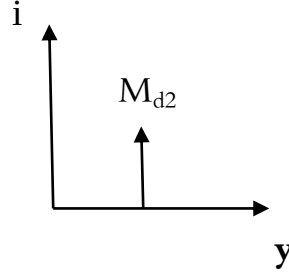
المصدر: (حداد و هذلول، 2005، صفحة 107)

من خلال الشكل 03 يتضح أن منحى الطلب على النقود ولغايات المبادلات عديم المرونة لأنه لا يتأثر بسعر الفائدة، بمعنى أنه لا توجد علاقة بين هذا الطلب وسعر الفائدة.

❖ **دافع الاحتياط:** يقصد بدافع الاحتياط (الحيلة والحذر) رغبة الأفراد / المؤسسات في الاحتفاظ بنقود سائلة لمواجهة الحوادث الطارئة والاستثنائية (كالمرض والبطالة)، أو الاستفادة من الفرص غير المتوقعة (كانخفاض أسعار بعض السلع). والعامل الأساسي الذي يتوقف عليه هذا الدافع هو مستوى الدخل باعتبار العوامل الأخرى (كطبيعة الفرد والظروف النفسية المحيطة به، ودرجة عدم التأكد السائدة في المجتمع في فترة الأزمات...) لا تتغير عادة في المدى القصير. وعلى ذلك يتفق كينز أيضا مع ما جاء به Cambridge في أن الطلب على النقود بدافع

الاحتياط هو دالة طردية في متغير الدخل $M_{d2} = f(y)$ ، وأن هذا الطلب لا يتأثر بسعر الفائدة كما هو موضح في الشكل 04 (غربي، 2018، صفحة 41).

الشكل 04: الطلب على النقود عند كينز بدافع الاحتياط وعلاقته بمعدل الفائدة



المصدر: (حداد و هذلول، 2005، صفحة 108)

يتأكد من خلال الشكل 04 أنه لا توجد علاقة بين الطلب على النقود بغرض الاحتياط وسعر الفائدة، حيث أن منحى الطلب على النقود لهذا الطلب حسب كينز عديم المرونة لأنه لا يتأثر بسعر الفائدة.

❖ **دافع المضاربة:** يعتقد كينز أن سعر الفائدة يلعب دورا هاما في التأثير على الطلب على النقود كمكون للثروة، ولهذا قام بتقسيم الأصول التي يمكن أن تستخدم كمخزن للثروة إلى نقود وسندات. وحيث أن النقود كأصل سائل كامل السيولة لا يذر عائدا ماديا، في حين أن السندات تعطي عائدا ماديا من الفائدة النقدية على السند بالإضافة إلى المكسب الرأسمالي المحتمل من السند المتمثل في ارتفاع سعر السند في السوق عن السعر المكتوب على السند (أي الفرق بين سعر السند السوقي وسعر السند الاسمي). من هنا فإنه إذا توقع الأفراد ارتفاع سعر السند السوقي، فإنهم سيقومون بشراء سندات اليوم بسعر منخفض على أمل في بيعها في المستقبل بسعر سوقي مرتفع، ولما كان شراء السندات سيتم بالنقود، وحيث أن الفرد سيدفع نقود لشراء السندات، فإن حيازته للنقود ستنخفض، أي أن طلبه للنقود سينخفض.

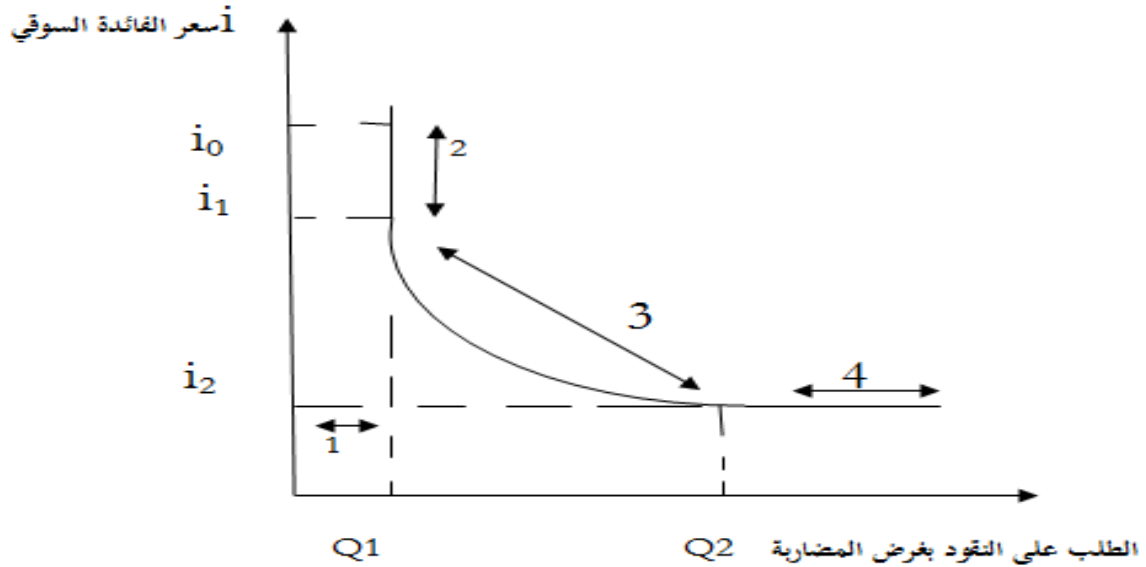
أما إذا توقع الأفراد انخفاض سعر السند السوقي عن سعر السند الاسمي في المستقبل، فإن معنى ذلك أن هناك خسارة رأسمالية ستحل بهم إذا لم يقوموا ببيع مالمديهم من سندات اليوم، ولتجنب تلك الخسارة المتوقعة فإنهم سيقومون ببيع سنداتهم الآن مقابل نقود بمعنى حيازتهم للنقود ستزيد. هذا هو المنطق الذي استخدمه "كينز" في توضيح العلاقة بين سعر الفائدة السوقي والطلب على النقود، وبهذا المنطق صاغ الفرضية التالية:

«يرتبط الطلب على النقود ارتباطا عكسيا مع سعر الفائدة، فمع ارتفاع سعر الفائدة ينخفض الطلب على النقود، ومع انخفاض سعر الفائدة يزيد طلب الأفراد على النقود مع ثبات العوامل الأخرى» (بني هاني، 2002، صفحة 94، 95).

ولكن لماذا سمي الطلب على النقود المرتبط بسعر الفائدة بالطلب على النقود لأغراض المضاربة؟. الجواب هو أن السبب في تسمية هذا الطلب "بطلب المضاربة" يرجع لاحتفاظ المجازفين بأرصدة نقدية سائلة انتظارا للفرص السانحة التي تحقق لهم مكاسب نتيجة التغير في أسعار السندات في البورصة، حيث ترتفع قيمتها أو

تنخفض وفقا لتغيرات سعر الفائدة في السوق النقدية، أي أن المجازفين يفاضلون بين سيولة النقود من جهة، والفائدة التي تحققها السندات من جهة أخرى، وعلى ذلك فالطلب على النقود بغرض المضاربة هو دالة عكسية في متغير سعر الفائدة، أي أن: $M_{d3} = f(i)$ (غربي، 2018، صفحة 41، 42). وعموما يمكن توضيح هذه العلاقة العكسية أكثر من خلال الشكل 05.

الشكل 05: الطلب على النقود عند كينز بدافع المضاربة



المصدر: (الشمري، 2006، صفحة 272)

من خلال الشكل 05 يمكن أن نحلل الطلب على النقود حسب أربعة مناطق هي (مجيد، 2000، صفحة 124، 125):

○ **المنطقة 1:** نلاحظ أن المنحنى لا يبدأ من خط الرأس، بل هناك مسافة تمثل الطلب على النقود بغرض المعاملات والاحتياط.

○ **المنطقة 2:** عند المستويات المرتفعة لسعر الفائدة تنتقل الموجودات من نقود إلى سندات، أي تقل جدا كمية النقود المحتفظ بها لغرض المضاربة، ومن ثم يكون الطلب على النقود بدافع المضاربة في هذا الجزء من المنحنى عديم المرونة يعبر عنه بخط مستقيم يوازي المحور الرأسي، بحيث أن كل زيادة تحدث في كمية النقود سوف تتحول إلى سندات لاقتناص فرصة الحصول على عائد مرتفع ومكسب رأسمالي في حالة بيعها.

○ **المنطقة 3:** في هذه المنطقة يكون الطلب على النقود عبارة عن منحى قليل المرونة يعكس العلاقة العكسية بين الطلب على النقود بغرض المضاربة وسعر الفائدة السوقي، حيث إذا توقع الأفراد انخفاض سعر الفائدة السوقي، يعني يتوقع الأفراد ارتفاع سعر السندات السوقية مستقبلا، وبالتالي التوجه في هذه الحالة لاختيار السندات بدلا من النقود والعكس صحيح.

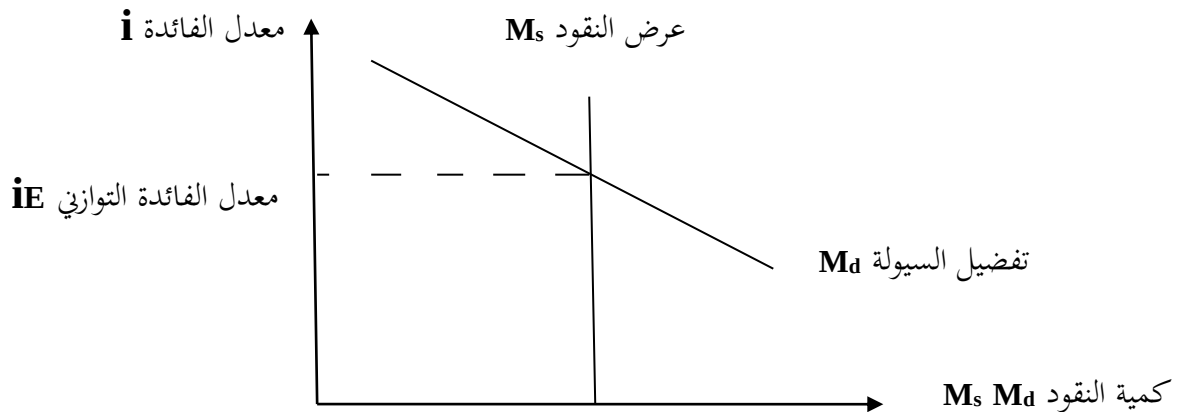
○ **المنطقة 4:** في هذه المنطقة يصبح منحى التفضيل النقدي لغرض المضاربة شديد المرونة عند سعر الفائدة المنخفض جداً، وهذا معناه أنه عند انخفاض سعر الفائدة كثيراً عن المعدل الاعتيادي تسود قناعة عامة لدى الراغبين في شراء السندات بأن سعر الفائدة قد وصل إلى أدنى مستوى له، وأنه لا يمكن أن ينخفض أكثر مما وصل إليه، وأنه سيرتفع في المستقبل القريب، أي لابد من انخفاض أسعار السندات. وإذا ساد مثل هذا الشعور لدى المضاربين يصبح منحى الطلب على النقود لغرض المضاربة شديد المرونة يأخذ شكل خط أفقي مستقيم، حيث يطلق على مثل هذه الحالة فح السيولة (أو المصيدة الكينيزية)، بمعنى أن المضاربين سيحتفظون بأي كمية من النقود تقع في حوزتهم على شكل أرصدة نقدية عاطلة دون التوجه نحو استثمارها في شراء السندات. ويعتبر الاقتصادي "جون ماينارد كينز" أول من أشار إلى هذه الظاهرة الاقتصادية ونادى بعدم جدوى السياسة النقدية في ظل الكساد، لأن الزيادة في كمية النقود من قبل السلطات النقدية سيحتفظ بها الأفراد على شكل أرصدة نقدية عاطلة، وهذا يعني استحالة زيادة الناتج القومي عن طريق السياسة النقدية عندما تصل أسعار الفائدة أدنى مستوى لها لا يمكن تجاوزه، وعلى ذلك نادى "كينز" بضرورة اعتماد السياسة المالية (كتخفيض الضرائب وزيادة حجم الإنفاق الحكومي) من أجل زيادة الناتج القومي والتخلص من حالة الكساد الاقتصادي.

مما سبق، فإن الطلب الكلي على النقود حسب النظرية الكينيزية هو عبارة عن الأجزاء الثلاثة لأغراض المعاملات، الاحتياط، والمضاربة، وبتجميع هذه الدوافع في دالة واحدة فإن معادلة الطلب الكلي على النقود

$$M_d = f(y, i) \text{ تصبح كالتالي:}$$

❖ **التوازن في سوق النقد:** بالنسبة لكينز عرض النقود غير مرّن لتغيرات سعر الفائدة، بل يتحدد من طرف السلطات النقدية، حيث يخضع إلى عدة عوامل من أهمها: حجم القروض، حجم العمالة، البطالة، التضخم،.... الخ. ومن ثم فهو متغير خارجي يقع تحت سيطرة البنك المركزي، وهو ما يبرر رسم منحى عرض النقود موازياً لسعر الفائدة كما يبين ذلك الشكل 06.

الشكل 06: تحديد التوازن (سعر الفائدة) في النظرية الكينيزية



المصدر: (غري، 2018، صفحة 40)

من خلال الشكل 06 نلاحظ أن التوازن في سوق النقد يتحقق عندما تتعادل الكمية المطلوبة من النقود مع الكمية المعروضة منها، أي عند تقاطع منحى الطلب على النقود مع منحى عرض النقود، ويتحقق هذا عند النقطة (IE).

عندما يكون معدل الفائدة أعلى من معدل الفائدة التوازني يوجد فائض عرض، حيث تكون الكمية المعروضة من النقود أكبر من الكمية المطلوبة، مما يعني أن الأفراد يحتفظون بنقود أكثر مما يرغبون، وبالتالي سوف يحاولون التخلص من النقود الزائدة من خلال شراء السندات، فينتج عن ذلك أن يرتفع سعر السند، وبالتالي ينخفض معدل الفائدة نحو المعدل التوازني. والعكس يحدث عندما يكون معدل الفائدة أدنى من معدل الفائدة التوازني أي هناك فائض طلب على النقود، وهذا يعني أن الأفراد يرغبون في حيازة نقود أكثر مما يمتلكون، ولإشباع هذا الطلب الزائد على النقود يقومون ببيع السندات، وبالتالي سوف ينخفض سعر السند ويرتفع معدل الفائدة في اتجاه المعدل التوازني (عبد الوهاب نجا، رمضان نعمة الله، أحمد الفيل، و شعبان عبده، 2018، صفحة 121).

وتجدر الإشارة إلى أن النظرية الكينيزية هي الأخرى وجهت لها العديد من الانتقادات، لعل أهمها ما يلي:

■ لم توضح نظرية كينز مستوى سعر الفائدة في الأجل الطويل، وإنما اكتفت بإيضاح العوامل المحددة لسعر الفائدة في الأجل القصير، وهذا إهمال لأثر الزمن في تحديد سعر الفائدة، وخاصة في أسواق الائتمان المصرفي (أي أنها أهملت التفضيل الزمني).

■ إن التحليل الكينيزي يقرر أن سعر الفائدة يتحدد بعامل واحد فقط يتمثل في الطلب على النقود لأغراض السيولة، في حين توجد عوامل أخرى لا تقل أهمية في تحديد سعر الفائدة، وفي مقدمة هذه العوامل "الدخل".

■ إن فخ السيولة هو حالة خاصة في الطلب على النقود ولا تحصل إلا في الظروف غير الاعتيادية كفترة الكساد الاقتصادي الكبير التي مر بها العالم.

■ الطلب لأغراض المضاربة مبني على افتراض الاختيار بين الاحتفاظ بالثروة بالكامل بشكل نقدي أو بشكل سندات، بينما الحالة الأكثر احتمالاً لأي مستثمر هي تنويع المحفظة وتوزيع الثروة بين نقود وسندات.

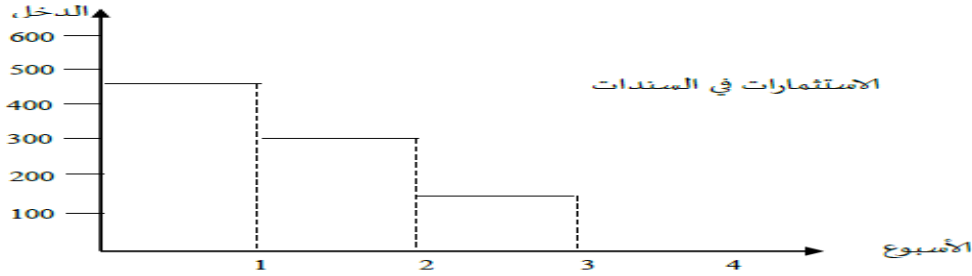
■ ركزت النظرية الكينيزية على حالة الكساد الكبير، ولكنها لم تستطع تفسير الكساد التضخمي، أي ارتفاع الأسعار وبالبطالة معاً.

4.1.5. منهج الكينيزيين الجدد "التجديدات": رغم نجاح النظرية الكينيزية وسيادتها لفترة من الوقت في تفسير واقع الطلب على النقود، إلا أن مجموعة من المفكرين الاقتصاديين وعلى رأسهم "بومول" و "توبن" قدموا إضافات جوهرية على النظرية الكينيزية من خلال توصلهم كل على حدا إلى دالة الطلب على النقود تبين أن احتفاظ الأفراد بالأرصدة النقدية ولغايات المبادلات والاحتياط تتأثر بسعر الفائدة أيضاً وليس كما افترض كينز بالدخل فقط. وعموماً نبين أهم هذه الإضافات فيما يلي (حداد و هذلول، 2005، الصفحات 117-120):

■ **تجدبد "بومول" Walium J. Baumol:** توصل بومول إلى دالته حول الطلب على النقود من "نظرية المخزون" والتي تفترض أن الأفراد يحتفظون بجزء من أرصدهم على شكل نقود سائلة والجزء الآخر على شكل ودائع جارية، وأن هذين الشكلين يعبران عن الدوافع التقليدية للطلب على النقود، وأن الأفراد قد ينتقلون من هذين الشكلين للمخزون النقدي إلى أشكال أخرى اعتمادا على تغير سعر الفائدة أو على ارتفاع الدخل، والذي ليس بالضرورة حسب رأي "بومول" أن يرتفع معه حجم المبادلات التي يجريها الأفراد أو نسبة الأرصدة التي يحتفظون بها لغايات الاحتياط. يعني هذا أن "بومول" قد توصل إلى أن الطلب على النقد لأغراض المعاملات والاحتياط يمكن أن يكون حساسا بالنسبة لسعر الفائدة، فإذا كان سعر الفائدة مرتفع بشكل جيد وكان دخل الفرد مرتفع أيضا، عندها سيقوم الأفراد بالاحتفاظ بجزء من دخلهم لإجراء المبادلات وللاحتياط والجزء المتبقي سيتوجه إلى الاستثمار، وأن فترة الاستثمار تتحدد بالنظر إلى الطريقة التي يستلم بها هؤلاء الأفراد دخلهم.

فعلى سبيل المثال إذا كان فرد يستلم راتباً مقداره 600 دينار في الشهر فهو سيوزع هذا المبلغ على عدد أسابيع الشهر أي (150 دينار) أسبوعياً والمبلغ المتبقي (450 دينار) سيستثمره بالسندات، وفي نهاية الأسبوع الأول وبداية الثاني سيبيع السندات ويأخذ 150 دينار أخرى لمصرفه ويبقى 300 دينار مستثمرات، وهكذا لبقية الشهر. ولتوضيح هذه الآلية أكثر نستعين بالشكل 07.

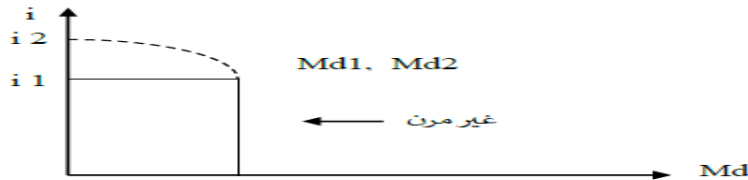
الشكل 07: الاستثمار في السندات حسب "بومول"



المصدر: (حداد و هذلول، 2005، صفحة 118)

ورغم أن التطبيق العملي سيواجه بصعوبات كبيرة تختلف عن الافتراض النظري إلا أن الدخل المرتفع وسعر الفائدة المرتفع سيدفع الأفراد إلى التفكير بذلك.

الشكل 08: الطلب على النقود لأغراض المعاملات والاحتياط حسب "بومول"



المصدر: (حداد و هذلول، 2005، صفحة 119)

يوضح الشكل 08 منحى الطلب على النقود لأغراض المعاملات والاحتياط كما يراه "بومول"، حيث يوضح الشكل مرونة هذا الطلب لسعر الفائدة إذا ارتفعت من i_1 إلى i_2 .

■ **تجديد توبن James Tobin:** لقد كانت مساهمة "توبن" في النظرية الكينزية محاولة منه في ربط الاقتصاد النقدي بالاقتصاد الحقيقي وفي محاولة منه لسد بعض ثغرات الطلب على النقود في النظرية الكينزية، فحاول تفسير هذا الطلب على أساس اختلاف الموازنة بين العوائد والمخاطر بين المضاربين، وتسمى نظريته بنظرية "التوازن العام للمحفظة الاستثمارية". حيث جاءت إضافته رداً على افتراض كينز أن الأفراد إما يحتفظون بنقد أو سندات فقط، فقال أن الأفراد قد يحتفظون بنقد أو سندات معاً كما أنهم قد يحتفظون بالسلع، وأن الفرد لا يهتم بالعائد فقط وإنما عليه أيضاً أن يهتم بالمخاطر، فهم يريدون العائد بالإضافة إلى تقليل المخاطر من خلال التنويع بين النقد والسندات.

لقد افترض "توبن" بأن معظم أفراد المجتمع يحاولون تجنب الخطر، حيث أنهم يرغبون بالاحتفاظ بتلك الأصول التي تعطي عائداً ولو كان أقل من غيرها إذا كانت مخاطرها أقل، ومن الخصائص الهامة للنقود بأنه ليس لها عائد، أما السندات فعلى العكس يمكن أن يكون سعرها متقلبا، وأن عوائدها يمكن أن تكون محاطة بالمخاطر، وعليه حتى لو تجاوزت العوائد المتوقعة على السندات العوائد المتوقعة على النقود فالأفراد لا يزالون يرغبون بالاحتفاظ بالنقود كمخزن للثروة لأن الخطر المصاحب لعوائد النقود يعد أقل من الخطر المصاحب للسندات. إن هذا التحليل لتوبن يكشف أيضاً أن الأفراد يستطيعون تقليل درجة المخاطرة بتوسيع تنوع محفظتهم الاستثمارية، وذلك عن طريق الاحتفاظ بالسندات والنقود معاً كمخزن للثروة، ويعتبر هذا الاحتمال الذي توصل إليه التحليل أكثر واقعية لوصف سلوك الأفراد، ومن ثم إعطاء تفسير للطلب على النقود لأغراض المضاربة بصورة أقرب إلى الواقع والمنطق العملي (الطاهر و علي الخليل، 2006، صفحة 118، 119).

إلا أن نظريته لم تسلم هي الأخرى من الانتقاد، والذي تجسد في السؤال الذي لم يجب عنه توبن وهو: لماذا يحتفظ الأفراد بالنقد ولا يحتفظون مثلاً بأذونات الخزينة علماً بأن عليها عائد ومخاطرها منخفضة؟.

2.5. النظرية النقدية الحديثة: تعتبر نظرية "ملتون فريدمان" إحدى أعمال مدرسة "شيكاغو" والتي ظهرت بعد عشرين عاماً من ظهور النظرية العامة "لكينز"، حيث يرى العديد من الاقتصاديين أن نظرية "ملتون فريدمان" ما هي إلا محاولة لتجديد وإعادة صياغة النظرية الكلاسيكية لكمية النقود لتتماشى مع الاحتياجات الفعلية للعصر الحديث، ولتستطيع تقديم حلول واقعية للظواهر الاقتصادية، بالإضافة إلى أنها كانت تهدف أساساً إلى وضع الحلول الكفيلة للتخفيف من حدة التضخم بعدما فشلت نظرية كينز في علاج هذه الظاهرة. وعموماً قامت هذه النظرية على جملة الفروض والخصائص الأساسية التالية (أحمد الأفندي، 2018، صفحة 469، 470):

- * إن العلاقة بين تغير كمية النقود ومستوى الأسعار حسب فريدمان هي سببية فقط، وليست تناسبية.
- * يعارض فريدمان فرضية ثبات حجم الإنتاج، كما يرى بإمكانية تغير سرعة دوران النقود التي يمكن التنبؤ بها.
- * على خلاف كينز لمكونات الثروة واقتصارها على السندات والنقود، فإن فريدمان يرى أن ثروة الأفراد تتكون من تشكيلة مختلفة من الأصول البديلة للنقد مثل: الأسهم والسندات والسلع... الخ.

* إن الطلب على أي أصل إنما يعتمد على معدل العائد لذلك الأصل ومعدلات العوائد على الأصول البديلة وكذلك مستوى الثروة.

* يعتبر فريدمان معدل التضخم المتوقع هو معدل العائد على النقود السائلة التي تشكل مكون من مكونات الثروة أي أنه عندما ترتفع الأسعار تنخفض القيمة الحقيقية للنقود، وبالتالي يمثل عائد سالب للنقود السائلة بل لخيارات الاحتفاظ بالأصول بصورة عامة.

* لقياس حجم الثروة استخدم فريدمان الدخل الدائم كمقياس للثروة، وهو بذلك يختلف عن كينز الذي اعتبر الدخل المطلق (الحالي) مقياسا للثروة في دالة الطلب على النقود. وقد حدد فريدمان الدخل الدائم بأنه متوسط الفرد السنوي المتوقع الحصول عليه خلال السنوات المتبقية من حياة الفرد.

* ينظر فريدمان إلى الاحتفاظ بالنقود في شكلها السائل بمثابة التخلي عن استخدامها في شراء أصل آخر يحقق عائدا، وهذا ما يسمى بتكلفة الفرصة البديلة.

* يعتقد النقديون أن دالة الطلب على النقود مستقرة أي ميل وقاطع منحى دالة الطلب على النقود لا يتغير بصورة كبيرة.

من جملة هذه القروض التي قامت عليها نظرية "ملتون فريدمان" فقد اعتبر هذا الأخير أن الطلب على النقود جزءا من نظرية الثروة (نظرية رأس المال). فالثروة عند فريدمان مفهومها أوسع فهي: "تشمل جميع الأصول التي يمكنها أن تحقق دخلا أو عائدا، والنقود أحد مكوناتها". هذا ويمكن تحديد أشكال الثروة والعوائد الممكن تحقيقها عند فريدمان كما يلي (جاسم عبد الله، 1999، الصفحات 164-166):

• **النقود:** وهي أصل من أصول الثروة تعطي عائدا غير نقدي يتمثل في الراحة واليسر والأمان، وهذه النقود من وجهة نظر الوحدة الاقتصادية الإنتاجية تمثل سلعة رأسمالية أو عنصرا من عناصر الإنتاج (حيث ينطبق هذا التفسير مع التحليل الكلاسيكي العيني)، ويتضافر هذا العنصر مع بقية عناصر الإنتاج في إنتاج السلع وتوزيعها، كما للنقود عائد نقدي في حالة الفائدة المقررة على طلب الودائع النقدية من قبل البنوك.

• **السندات:** وهي أصل من أصول الثروة تحقق عائدا لصاحبها يتمثل في سعر الفائدة الممنوح على السندات. ويتوقف مقدار هذا العائد على المستوى العام للأسعار (معدل التغير في القوة الشرائية)، ومعدل التغير في سعر الفائدة (سعر الفائدة السوقي - سعر الفائدة الاسمي).

• **الأسهم:** وهو أصل نقدي من أصول الثروة تتحدد عوائده على الأساس الأرباح (الأرباح التي ستوزع)، ومعدل تغيرها (المكسب الرأسمالي على السهم)، وعلى المستوى العام للأسعار بسبب تغير قيمتها خلال الزمن.

• **الأصول الطبيعية:** وهي تمثل رأس المال المادي (مثل الآلات) وهذه الأصول جزء من مكونات الثروة يتوقف عائدها على المستوى العام للأسعار ومعدل تغيرها (التغير المتوقع في قيمة ثمنها في فترة زمنية معينة) والاندثار الذي يصيب هذه الأصول.

• **الأصول البشرية (رأس المال البشري):** من الصعوبة تحديد العائد من علاقة رأس المال البشري إلا أن هناك علاقة (نسبية) بين رأس المال البشري ورأس المال المادي، وعموما يراى بهذا العائد مقدرة الأفراد في الحصول على الدخل في شكل أجر أو عائد عمل آخر.

وتجدر الإشارة إلى أن هناك من استبعد هذه الأصول لصعوبة تحديد العائد من رأس المال البشري وعدم وجود سوق رأس المال البشري مثل الأسواق الأخرى خاصة باختفاء نظام الرق.

❖ **دالة الطلب على النقود عند فريدمان:** ركزت النظرية النقدية الحديثة (نظرية كمية النقود وطلب حائزي الثروة والمشروعات) على نظرية الطلب على «الأصول»، لأن الطلب على النقود يرتبط بأشكال الثروة والعوائد المتوقعة من أصول بديلة، ومن ثم فإن الطلب على النقود يعتمد على ثلاث مجموعات أساسية هي (غربي، 2018، صفحة 49):

- ✓ الثروة الكلية التي تمتلكها الوحدة الاقتصادية موزعة في أشكالها المختلفة.
- ✓ الأسعار والعوائد من البدائل الأخرى للاحتفاظ بالثروة في شكل سائل.
- ✓ الأذواق وترتيب الأفضلية بالنسبة لحائزي الثروة.

الشكل 09: تحديد الطلب على النقود وفقا للنظرية النقدية الحديثة



المصدر: (غربي، 2018، صفحة 49)

ومن خلال الشكل 09 يمكن التعبير عن الطلب على النقود بالعلاقة التالية:

$$\frac{Md}{p} = f(Y_p, r_b - r_m, r_e - r_m, \Pi_e - r_m, h - r_m)$$

+ - - - -

الطلب على النقود كأرصدة حقيقية.

Y_p الدخل الدائم.

$r_b - r_m$ العائد على السندات مقارنة بالعائد على النقود.

$r_e - r_m$ العائد على الأسهم مقارنة بالعائد على النقود.

$\Pi_e - r_m$ العائد على الأصول الحقيقية الطبيعية مقارنة بالعائد على النقود.

$h - r_m$ العائد على الأصول البشرية مقارنة بالعائد على النقود.

p معدل التضخم المتوقع.

من خلال المعادلة السابقة وباعتبار أن الإشارة الموجبة تدل إلى العلاقة الطردية في حين أن الإشارة السلبية تدل إلى العلاقة السلبية فإنه:

إذا كانت الفوارق موجبة أي عوائد الأصول أكبر من عوائد النقود، تزداد تكلفة الفرصة البديلة للاحتفاظ بالأرصدة النقدية، فينخفض الطلب على النقود، أي هناك علاقة عكسية بين الطلب على الأرصدة النقدية الحقيقية ومعدل العائد على الأصول الأخرى. كذلك عندما يرتفع التضخم يعني انخفاض القوة الشرائية للنقود، مما يؤدي إلى انخفاض الطلب عليها ويزداد الطلب على السلع الأخرى.

❖ **تفسير النظرية النقدية الحديثة لظاهرة التضخم:** لقد ساهمت مدرسة شيكاغو في إعطاء التفسيرات الموضوعية لظاهرة الكساد التضخمي والتي عجزت النظرية الكينيزية عن تفسيرها، حيث اعتمد رواد هذه النظرية الحديثة على المفاهيم التالية في تفسيرهم لظاهرة التضخم (غري، 2018، الصفحات 50-52):

- **استقرار دالة الطلب:** تعتبر كمية النقود المصدرة السبب الرئيس في رفع مستوى الأسعار، لأن عرض النقود يتغير باستمرار. بينما الطلب على النقود يتميز بقدر كبير من الثبات، فإذا زاد عرض النقود عن الطلب عليها فإن الأفراد يتخلصون من هذه الزيادة فترتفع الأسعار.

- **معامل الإفراط النقدي:** إن المؤثر في المستوى العام للأسعار هو تطور التغير في النسبة بين الكتلة النقدية والإنتاج، أي نصيب الوحدة المنتجة من كمية النقود، وليس مجرد تطور كمية النقود. ويمكن تحديد حجم الإفراط النقدي المولد للتضخم عند مستوى معين من الأسعار على النحو التالي: $M^t = \lambda y_i - M_i$ ، حيث:

- M^t : حجم الإفراط النقدي.
- y_i : حجم الدخل الحقيقي بالأسعار الثابتة في السنة.
- M_i : كمية النقود المتداولة بالفعل في السنة.

• λ : متوسط نصيب الوحدة من الناتج المحلي الخام الحقيقي من الكتلة النقدية المتداولة السائدة في سنة

الأساس عند مستوى معين من الأسعار، وتحسب بالعلاقة التالية: $\lambda = M_i / y_i$

هذا وتجدر الإشارة إلى أن المدرسة النقدية الحديثة وجهت لها أيضا جملة من الانتقادات والمآخذ أهمها ما يلي:

- أكد فريدمان في دالة الطلب على النقود على متغيرين فقط هما الدخل الدائم، والتوقعات التضخمية كمحددتين في تحديد الطلب على النقود وأهمل العوامل الأخرى.
- أغفل فريدمان المضاربة كدافع للطلب على النقود ما دفعه إلى افتراض ضعف استجابة الطلب على النقود للتغير في سعر الفائدة عكس كينز الذي أولى أهمية كبيرة لدور سعر الفائدة في تحديد الطلب على النقود.
- أعطت هذه النظرية أهمية بالغة للتغيرات النقدية في شرح وتفسير التقلبات الاقتصادية الكلية، حيث بالغت في دور النقود والسياسة النقدية كمؤثر في النشاط الاقتصادي، ولذلك يعرف أنصار هذه النظرية بـ «النقديون».
- إن صياغة المعادلة النهائية لهذه النظرية تعترضها صعوبات تطبيقية تتمثل في اعتمادها على العديد من المتغيرات التي يصعب حسابها وتقديرها كمياً (عائد رأس المال البشري، الأذواق)، ومن ثم فالمعادلة هي مجرد نموذج تحليلي.

**المحور السادس: الوساطة المالية
ومؤسساتها**

تمهيد

في عالم النقد والمال والأعمال هناك حاجة مستمرة إلى تداول الأموال بمبالغ تختلف حسب طبيعة الأعمال وحجمها، وتسمح الحركة المستمرة للنشاط الاقتصادي لبعض الأطراف بالحصول على فائض مالي، في حين أطراف أخرى تظهر بعجز مالي، وبالتالي يمكن افتراض مقابلة تامة ما بين الطرفين بإقراض أصحاب الفوائض أصحاب العجز. لكن هذه العلاقة الآلية المباشرة تكون أحيانا صعبة جدا لصعوبة تعارف طرفي العلاقة، وصعوبة التوافق من حيث الزمان والمكان والمبالغ والفوائد. ومن هنا جاءت الوساطة المالية كحلقة ربط وفضاء أمام أصحاب الفائض لتوظيف فوائضهم، وأمام أصحاب العجز المالي لتلبية حاجاتهم إلى التمويل.

1.6. التمويل: مفهومه وآلياته

تعددت الآراء والتعاريف حول موضوع التمويل لدرجة يصعب وضع تعريف محدد دقيق يعبر عن المعنى الحقيقي له. وفيما يلي نورد بعضا من هذه التعاريف (خوني و حساني، 2008، صفحة 95):

- التمويل هو: «الحصول على الأموال من مصادرها المختلفة، وهو جزء من الإدارة المالية».
- كما يعرف على أنه: «توفير الموارد المالية اللازمة لإنشاء المشروعات الاستثمارية أو تكوين رؤوس الأموال الجديدة واستخدامها لبناء الطاقات الإنتاجية قصد إنتاج السلع والخدمات».
- ويعرف التمويل أيضا بأنه: «البحث عن الطرق المناسبة للحصول على الأموال واختيار وتقييم تلك الطرق والحصول على المزيج الأفضل بينها بشكل يناسب كمية ونوعية احتياجات والتزامات المؤسسة المالية».
- مما سبق، نستخلص أن التمويل بمفهومه الشامل هو ذلك العلم الذي يختص بالدراسة والممارسة لكيفية الحصول على الأموال في الأوقات الملائمة وكيفية استغلالها واستخدامها، وكل ذلك من أجل تعظيم أرباح المؤسسة.
- ويتم تغطية العجز للوحدات الاقتصادية إما باستعمال مصادر داخلية أو خارجية، حيث تتجلى أهم صور المصادر الداخلية في التمويل الذاتي، وهذا يعني أن يعود إليها فائض نشاطها الإنتاجي، فإذا كانت الموارد الداخلية للوحدة الاقتصادية غير كافية للتمويل أو إذا كانت السياسة التمويلية لا تعتمد عليها، فإن اللجوء إلى التمويل الخارجي يصبح أمرا حتميا، حيث يتم على مستوى النظام المالي عن طريق التمويل المباشر والتمويل غير المباشر.

1.1.6. التمويل المباشر: وهو يعبر عن العلاقة المباشرة بين المقترض والمستثمر بدون وجود وسيط مالي (بنكي أو غير بنكي)، حيث يقوم أصحاب العجز بإصدار أوراق مالية لأصحاب الفائض وتتمثل هذه الأوراق في سندات الدين على الدخول المستقبلية أو سندات الدين على الأصول، وتعتبر أصول جديدة بالنسبة للأعوان الذين يتحصلون عليها بينما تعتبر ديون أو التزامات لمن يقومون بإصدارها (Mishkin, 2004, p. 28).

إن إقامة علاقة مالية مباشرة بين أصحاب الفائض المالي وأصحاب العجز المالي أمر ممكن، ولكن وجود مثل هذه العلاقة التمويلية تصادفها مجموعة من الصعوبات بالنسبة للطرفين، ويمكن تلخيص أهم هذه الصعوبات فيما يلي (كولار وآخرون، 2019، صفحة 77):

- تظهر هذه العلاقة المباشرة مشكلة أولى تتمثل في صعوبة تعارف طرفي العلاقة، أي كيف لأي شخص أن يعرف أن شخصا آخر له فائض مالي ما لم يكن يعرفه معرفة شخصية.

- حتى وإن تم التعارف ما بين هذين الطرفين، فليس من السهل أن يكون هناك توافق في الرغبات من حيث الزمان والمكان. فمن الوارد أن يكون صاحب العجز يحتاج إلى هذه الأموال في شهر جانفي مثلا ولكن صاحب الفائض لا يستطيع تعبئتها إلا في شهر مارس، كما أنه ليس من المستبعد أن يكونا طرفا العلاقة غير متواجدين في نفس المكان وهذا ما يخلق مشكلة التلاقي بينهما.

- المشكلة الثالثة هي صعوبة توافق الرغبات من حيث المبلغ، فقد يكون صاحب العجز المالي يحتاج إلى مبلغ أكبر من الفائض المالي للطرف الآخر لهذه العلاقة المباشرة، ويصبح من اللازم على صاحب العجز أن يبحث عن شخص آخر لاستكمال حاجته المالية، مع إمكانية ظهور نفس المشاكل السابقة على فرض أن هذه المشكلة قد حلت.

- تتمثل الصعوبة الرابعة في عدم قدرة المقرض على تقدير كل الأخطار المحتملة مما يضعف من فرص التوظيف الجيد للأموال، ويقلل من إمكانيات الاستعمال الأمثل للموارد.

إن هذه الصعوبات لا تسمح بخلق الظروف الملائمة للاستعمالات المثلى لموارد التمويل المتاحة، وتدفع بكل تأكيد إلى التفكير في البحث عن سبل وطرق أخرى، من أجل توفير الجو الملائم والأدوات الضرورية لضمان نجاعة أكبر في استعمال الأموال. ومن الضروري الإشارة إلى تجنب هذه المصاعب يمر عبر عملية تضيق لهذه العلاقة كلما أمكن ذلك، وأكثر البدائل الممكنة من الناحية العملية هي إقامة علاقة تمويل غير مباشرة تمثل الوساطة المالية حلقتها الأساسية.

2.1.6. التمويل غير المباشر: يتم انتقال الأموال عبر هذه القناة من خلال وسطاء ماليين (بنكيين وغير بنكيين) يتدخلون في عملية التحويل بالشكل الذي يفصل تماما بين وحدات الفائض ووحدات العجز، حيث يركز التمويل غير المباشر على مفهوم الوساطة المالية والتي يعد (Gurley & Shaw) أول من أعطى تعريفا لها على أنها عملية شراء أصول مالية أولية من المقترضين النهائيين مقابل إصدار أصول مالية ثانوية لصالح المقرضين (المدخرين) (Besson, 2003, p. 10).

فالمؤسسات المالية الوسيطة تحاول التوفيق والتقريب بين المدخرين والمستثمرين بجمع الأموال من الطرف الأول مقابل فوائد تدفعها لهم لتعطيها إلى الطرف الثاني مقابل فوائد تأخذها عنهم (بوفاسة، 2017، صفحة 88).

2.6. طبيعة الوساطة المالية

تستجيب الوساطة المالية للحاجات الجديدة لأطراف العلاقة المالية، حيث يقتضي الأمر من أجل فهم طبيعة هذه العلاقة الإشارة إلى أهم أطرافها وطبيعة الوضع المالي الذي تمثله. ويبرر وجود الوساطة المالية طرفان أساسيان هما (لطرش، 2010، صفحة 6،7):

➤ **أصحاب الفائض المالي:** وهؤلاء هم أولئك الذين تفوق مداخلهم مجموع النفقات التي يقومون بها. وتبعاً لذلك، فهم يمثلون الطرف الذي له القدرة على التمويل والأهداف التي تحركهم هي محاولة البحث عن أفضل التوظيفات لهذه الفوائض.

➤ **أصحاب العجز المالي:** وهؤلاء على عكس الطرف الأول، يفوق فيض نفقاتهم في العادة مجموع المداخيل التي يحصلون عليها. وبالتالي يجدون أنفسهم في حاجة مستمرة إلى أموال لتغطية عجزهم، لذلك فهم يمثلون الطرف الذي له حاجة إلى التمويل.

ويبرز دور الوساطة المالية في ظل هذه الأوضاع إذ يمكن تعريفها في إطار السعي الدائم لكل أطراف العلاقة باتجاه تلبية حاجاتهم وتحقيق أهدافهم. فالوساطة المالية هي: "تلك الهيئات التي تسمح بتحويل علاقة التمويل المباشرة بين المقرضين والمقترضين المحتملين إلى علاقة غير مباشرة". فهي تخلق قناة جديدة تمر عبرها الأموال من أصحاب الفائض المالي إلى أصحاب العجز المالي. تقوم هذه الهيئات بتعبئة الادخار (الفوائض المالية) الخاصة بالأفراد والمؤسسات من جهة والقيام بمنح قروض إلى أطراف أخرى، وبهذه الطريقة فهي تصل بين طرفين متناقضين في أوضاعهما الحالية وأهدافهما المستقبلية، فالذين يقدمون الأموال هم أصحاب فائض التمويل، والذين يأخذون الأموال هم أصحاب الحاجة إلى التمويل، والوساطة المالية هي الهيئات التي تربط بينهما، فهي تجمع فوائض التمويل من جهة وتقدمها في شكل قروض إلى أصحاب العجز المالي.

مما سبق، لا شك أن مساهمة الوساطة المالية مهمة من عدة أوجه، إذ بالإضافة إلى القضاء على الصعوبات التي رأيناها عندما تكون هناك علاقة تمويل مباشرة، فإن الوساطة المالية تعتبر صانعة للتمويل، ويعتبر ذلك من أهم النتائج التي تحققها، فهي تجمع إدارات صغيرة ومتناثرة وجارية في أغلبها وتقوم بإعادة توزيعها على الذين هم في حاجة إليها في شكل قروض كبيرة ومركزة وذات فترات أطول، فهي إذا تقوم بالإقراض لفترات أطول مستعملة أموالاً يمكن لأصحابها أن يطلبوها في أية لحظة، ولذلك يمكن القول أن الوساطة المالية من خلال الدور الفعال الذي تلعبه أثناء أدائها لوظيفتها قد استطاعت أن توفق ما بين الأهداف المتعارضة لمختلف أطراف العلاقة وذلك من حيث السيولة والربحية والمخاطر.

3.6. أهمية الوساطة المالية

إن وجود الوساطة المالية في النظم المالية المعاصرة يؤدي إلى تحقيق وفورات حجم اقتصادية تعمل على تدنية حجم الضياع الاقتصادي المتمثل في تدنية تكاليف الحصول على المعلومات المالية حول الأوراق المالية من طرف المدخرين، تدنية حجم المخاطرة لدى راغبي الاستثمار إلى غيرها من الخدمات التي توفرها للمحتاجين إلى الأموال وأصحاب الفوائض المالية على حد سواء. وعموماً لا تقتصر أهمية الوساطة المالية فقط بالنسبة لصاحب العجز المالي، بل تشمل كذلك صاحب الفائض المالي والوساطة في حد ذاتها وكذا الاقتصاد الوطني ككل وذلك كما هو مبين في الآتي:

1.3.6. الأهمية بالنسبة لأصحاب الفائض المالي: بالنسبة لهذه الفئة سمحت الوساطة المالية بتحقيق مزايا عديدة نذكر أهمها فيما يلي (لطرش، 2010، صفحة 8):

- ✓ مصداقية الوسيط المالي مضمونة، وليس السبب في ذلك يتمثل في حجم السيولة التي يسيرها فحسب، ولكن بصفة رئيسية للقوانين والتنظيمات المعدة خصيصا لحماية المودعين، وهو ما لا يتوفر في حالة التمويل المباشرة.
- ✓ يتيح وجود الوساطة المالية لصاحب الفائض المالي إمكانية الحصول على السيولة في أي وقت، فالمؤسسات المالية الوسيطة مجبرة على الاحتفاظ بجزء من الأموال في شكل سائل لمواجهة مثل هذه الاحتمالات.
- ✓ يتجنب صاحب الفائض المالي مخاطر عدم التسديد التي تكون كبيرة في حالة الإقراض المباشر، فالمؤسسة المالية الوسيطة لما تتوفر عليه من أموال ضخمة، ولما تتمتع به من مركز مالي قوي تكون على العموم في وضعية مالية تسمح لها بتنفيذ كل التزاماتها اتجاه المودعين الذين تعتبر ودائعهم صغيرة مقارنة بما يحتفظ به في حوزتها.
- ✓ يعفي وجود الوسيط المالي أصحاب الفائض المالي من إنفاق الوقت والجهد في البحث عن المقرضين المحتملين، نظرا لطبيعة نشاط المؤسسة الوسيطة التي تتيح إمكانية مستمرة لقبول الأموال في كل وقت.

2.3.6. الأهمية بالنسبة لأصحاب العجز المالي: يستفيد أصحاب العجز المالي من وجود الوساطة المالية في الجوانب التالية (بوفاسة، 2017، صفحة 90):

- توفير الأموال اللازمة في الوقت المناسب على اعتبار أن الودائع المتحصل عليها تكون في كل وقت بتيارات متتالية.
 - توفر مشقة البحث عن أصحاب الفوائض المالية.
 - توفر قروض بتكاليف أقل نسبيا مما تفرضه العلاقة المباشرة للإقراض. فعلاقة التمويل المباشر تدفع المقرضين إلى فرض فوائد مرتفعة ترتبط بحجم المخاطر العالية وبمدة تجميد الأموال، ولكن نظرا للتقنيات العالية المستعملة من طرف الوساطة المالية، والاستفادة من طفرة الحجم من جهة أخرى، ورمزية الفوائد المدفوعة على الموارد المستعملة من جهة ثالثة، تجعل الفوائد المفروضة على القروض ليست مرتفعة بالشكل الموجود في علاقة التمويل المباشرة.
- 3.3.6. الأهمية بالنسبة للوساطة المالية ذاتها:** بما أن الوساطة المالية تقوم بتقديم الكثير من الخدمات والدعم لأصحاب الفائض ولأصحاب العجز فإن المنطق المؤسساتي القائم على الربح يفرض على الوسيط المالي أن يستفيد من الكثير من المكاسب جراء هذه الخدمات، ولعل أهم هذه المكاسب ما يلي (بوفاسة، 2017، صفحة 91):
- * تحصل على فوائد من أصحاب العجز نظير القروض الممنوحة لهم.

* استعمال موارد غير مكلفة متمثلة في الودائع الجارية في أوجه متعددة تعود عليها بالأرباح.

* بحصولها على الودائع تستطيع أن توسع من قدرتها على منح القروض وذلك بإنشاء نقود الودائع، أي أنها تستطيع أن تمنح قروضا أكثر مما تحصل عليه كودائع وهذا ما يزيد من أرباحها.

4.3.6. الأهمية بالنسبة للاقتصاد ككل: يستفيد الاقتصاد بدوره من وجود الوساطة المالية في الكثير من الجوانب نذكر منها (كولار وآخرون، 2019، صفحة 89، 90):

- يسمح وجود الوساطة المالية بتوفير الأموال اللازمة للتمويل بواسطة تعبئة الادخارات الصغيرة وتحويلها إلى قروض ذات مبالغ كبيرة.
- تقليص اللجوء إلى الإصدار النقدي الجديد (ذو الطبيعة التضخمية) بتعبئة السيولة الموجودة، ولكن القدرة على هذه التعبئة ترتبط إلى حد كبير بمدى فعالية الوساطة المالية ذاتها في أداء دورها كجامعة للأموال.
- تفادي احتمال عرقلة النشاط الاقتصادي لعدم توافق الرغبات بين أصحاب الفائض المالي وأصحاب العجز المالي، فوجود مثل هذا التعارض في الرغبات سواء من حيث الوقت أو المبلغ سوف يؤدي إلى خلق الكثير من الاختلالات في الأداء الاقتصادي، والوساطة المالية وحدها بإمكانها أن تسمح بتفادي كل هذه المشكلات.

4.6. وظائف الوساطة المالية

تقوم الوساطة المالية بعدة وظائف نذكر أهمها فيما يلي (كولار وآخرون، 2019، الصفحات 90-93):

1.4.6. تقديم المعلومات المالية وتحليلها: إن العديد من الأفراد الذين ليس لديهم المعرفة الكاملة بشؤون الأوراق المالية قد لا يستطيعون أن يقوموا بجمع وتحليل المعلومات المتعلقة بعدد كبير من الأوراق المالية غير المباشرة خصوصا إذا كانت لديهم مجرد مبالغ نقدية صغيرة يرغبون في استثمارها، ومن هنا يأتي دور الوسطاء الماليين، فهم يستطيعون الاستعانة بالخبراء في ميدان التحليل المالي (وهو ما لا يستطيع المدخر العادي عمله بإمكانياته)، وستكون تكلفة استخدام هؤلاء الخبراء بالطبع منخفضة جدا إذا ما تم توزيعها على الحجم الكبير والمتنوع من الأصول التي يجمعونها ويحللون المعلومات الخاصة بها، وفضلا عن ذلك يدعي بعض الوسطاء أن الاستعانة هؤلاء الخبراء يمكنهم من اتخاذ قرارات أفضل كثيرا من تلك القرارات التي كان أصحاب المدخرات سوف يتخذونها بأنفسهم، ومن ثم فإن الأمر المؤكد هو أن تكلفة جمع وتحليل البيانات من قبل الوسطاء الماليين تكون غالبا أقل مما لو قام بذلك المدخرون الأصليون.

2.4.6. تخفيض تكاليف التعامل في الأصول المالية المباشرة: وهنا يستطيع الوسطاء الماليون تحقيق وفورات اقتصادية في ناحيتين، ناحية حجم العمليات المالية التي يقومون بها، وناحية عدد مرات قيامهم بعدد هذه العمليات.

بالنسبة للناحية الأولى نجد أن الوسطاء يكون حجم عملياتهم كبيرا، وعليه فإن توزيع التكاليف المصاحبة لهذه العمليات على هذا الحجم الكبير من الأصول المتعامل فيها يجعل نصيب كل واحد من هذه الأصول (الأوراق المباعة والمشتراة) من إجمالي هذه التكاليف (التكلفة المتوسطة) صغيرا جدا بالمقارنة مع التكلفة المتوسطة التي تتحملها كل واحدة من الأصول (الأوراق المالية) في العمليات الصغيرة المناظرة التي يقوم بها المدخرون النهائيون بأنفسهم.

أما بالنسبة للناحية الثانية فنجد أن عدد المرات التي يقوم فيها الوسطاء الماليون بعمليات شراء أو بيع أصول مالية يكون أقل من عدد المرات التي يقوم فيها المدخرون النهائيون بعمليات متشابهة، وبالطبع فإن تخفيض عدد العمليات يعني تخفيضا في تكاليف القيام بها، والسبب في انخفاض عدد عمليات التي يقوم الوسطاء الماليون عما يقوم به المدخرون النهائيون هو أن المدخر النهائي يتعين عليه أن يبيع قدرا من الأصول المالية التي في حوزته كلما اضطرته حاجته إلى السيولة إلى تحرير جزء من أرصده المحبوسة في تلك الأصول، وطبعاً نتوقع أن يتكرر ذلك كثيراً، أما الوسيط المالي فلا يقوم بمثل هذه العمليات عدداً كبيراً من المرات، لأن حاجته إلى السيولة لا تكون مفاجئة ومتكررة، فضلاً عن أنه يتوقع باستمرار أن التيارات النقدية المتدفقة إليه (متحصلاته الكلية) تكون كافية لسد حاجته إلى السيولة. ومن ثم لا يضطر إلى إحداث نقص صافي في أصوله الكلية عن طريق بيع مقادير منها بصفة مستمرة وبالصورة التي يكررها المدخرون النهائيون.

3.4.6. توفير السيولة وتدنية المخاطر: يتميز الوسطاء الماليون بأنهم يخلقون سيولة، حيث يجعلون من الممكن للمقرضين أن يقدموا قروضا قصيرة الأجل وطويلة الأجل للمقرضين. أما الفائدة الأخرى فتكمن في تدنية المخاطر، فالمدخر النهائي مهما كانت قيمة الفوائض المتاحة لديه لغرض الاستثمار لن تمكنه إلا من شراء عدد صغير من الأصول غير المتنوعة، وبالتالي فإن حجم المخاطرة الذي يواجهه كبير إذا ما حدث وانخفضت أسعارها السوقية وأراد التخلص منها قبل استحقاقها، أما الوسيط المالي نظراً لما يستطيع أن يجمعه من فوائض يصبح حجمها في النهاية كبيراً جداً، فإنه يستطيع شراء أحجام كبيرة ومتنوعة من الأصول، وهو بهذا يحقق قدراً من الأمان ضد مخاطر انخفاض قيمة بعضها نظراً لاحتمال أن ترتفع قيمة البعض الآخر في نفس الوقت مما يلغي الأثر الأول.

4.4.6. توفير الائتمان وتقديمه إلى راعيه: لقد ارتبط ظهور الوسطاء الماليين بعملية نقل فوائض المدخرين إلى المستثمرين والمستهلكين، ثم مع تزايد الحاجات الاقتصادية إلى الائتمان تطورت وظيفة الوسطاء الماليين فلم تعد تنصب فقط على تسهيل عمليات الائتمان المباشر، بل أصبحت تحاول توفير مقادير إضافية جديدة (خلق دين جديد) عن طريق خلق (إصدار) الأصول المالية المباشرة، حيث أن الوسطاء يعملون بهذا على سد الفجوة بين الإنتاج والاستهلاك الذي هو شرط لضمان نمو الدخل القومي بمعدلات مستقرة.

5.6. مؤسسات الوساطة المالية

إن الوساطة المالية تقوم بها مؤسسات مختلفة من المؤسسات المالية التي تشكل بنية النظام أو الجهاز المالي في أي بلد، غير أن هذه المؤسسات المالية ليست ذات طبيعة أو سمة واحدة وإنما هناك أشكال مختلفة لها. وعموماً فإنه يمكن القول أن هناك نموذجان من مؤسسات الوساطة المالية وهما:

1.5.6. المؤسسات المالية المصرفية: ويطلق عليها المؤسسات المالية الإيداعية أو الوداعية لأن وظيفتها في الأساس هي (أحمد الأفندي، 2018، صفحة 166):

- تلقي الودائع بمختلف أنواعها: جارية، لأجل، ودائع مخصصة وغيرها.

- توظيف هذه الموارد من الإيداعات في قروض واستثمارات قصيرة أجل وطويلة أجل.

إن هذا النوع من المؤسسات المالية يتميز بأن لديه القدرة على خلق الائتمان أي خلق نقود مصرفية، ومن ثم يتوفر لها القدرة على التأثير في عرض النقود. ويمثل هذا النوع من المؤسسات شبكة واسعة من المؤسسات تتنوع وتتعدد من اقتصاد إلى آخر لعل أهمها ما يلي:

■ **البنوك التجارية:** تعد البنوك التجارية أهم المؤسسات الوسيطة وأقدمها، وظيفتها الأساسية قبول الودائع الجارية والتوفير، ولأجل من الأفراد، والمشروعات، والإدارات العامة، وإعادة استخدامها لحسابها الخاص في منح الائتمان والخصم وبقية العمليات المالية للوحدات الاقتصادية (أبو حمد آل علي، 2002، صفحة 19). وتسعى هذه البنوك إلى تحقيق ثلاثة أهداف رئيسية هي (أبو حمد آل علي، 2002، الصفحات 21-23):

✓ **الربحية:** يجب أن تكون إيرادات البنك أكبر من التكاليف، هذه الإيرادات نحو: الفوائد، العمولات نظير خدمات، فورات العملات الأجنبية... الخ.

✓ **السيولة:** سيولة أصل يعني مدى سهولة تحويله إلى نقد بسرعة وبأقل خسارة، والسيولة في المصارف تعني القدرة على الوفاء بالالتزامات وطلبات السحب، لأن مجرد إشاعة عدم توفر السيولة تنزع الثقة من البنك.

✓ **الأمان:** توفير أكبر قدر من الأمان للمودعين من خلال تجنب المشاريع عالية المخاطرة.

تجدر الإشارة إلى أن بعض الآراء ترى هدف تعظيم الربح مستهدف من طرف البنك، أما السيولة والأمان فمستهدفان من قبل المودعين، ويتحققان من خلال القوانين والتشريعات وتوجيهات البنك المركزي. وبالتالي فالسيولة والأمان بمثابة قيود وليست أهداف.

أما عن الميزانية العمومية لأي بنك تجاري فتظهر فيها مكونات الموجودات متسلسلة حسب سيولتها، فتظهر الأصول الأشد سيولة (أرصدة نقدية سائلة) في مقدمة الموجودات، تليها الأقل سيولة ثم الأقل وهكذا، أما مكونات المطلوبات (الخصوم) فإنها تنظم حسب كلفتها وحجمها فتظهر الودائع في البدء فالأصول المقترضة، ثم رأس المال الممتلك. وعموما يمكن عرض الميزانية العمومية لبنك تجاري في الجدول التالي:

الجدول 10: الميزانية العمومية لبنك تجاري

الموجودات (الاستخدامات)	المبالغ	المطلوبات (المصادر)	المبالغ
1- الأرصدة النقدية الجاهزة	XXXXXXXX	1- الودائع	XXXXXXXX
- نقد في الصندوق	XXXXXXXX	- ودائع تحت الطلب	XXXXXXXX
- أرصدة لدى المصارف التجارية	XXXXXXXX	- ودائع توفير	XXXXXXXX
- أرصدة سائلة أخرى		- ودائع لأجل	
2- محفظة الحوالات المخصصة		2- رأس المال الممتلك	

XXXXXXX XXXXXXX XXXXXXX	- رأس المال المدفوع - الاحتياجات - الأرباح المحتجزة	XXXXXXX XXXXXXX	- أذونات الخزينة - الأوراق التجارية المخصصة 3- محفظة الأوراق المالية
XXXXXXX	3- الأموال المقترضة طويلة الأجل - الاقتراض من سوق رأس المال	XXXXXXX XXXXXXX	- سندات الحكومة - أسهم وسندات غير حكومية
XXXXXXX XXXXXXX	4- الأموال المقترضة قصيرة الأجل - الاقتراض من المصارف التجارية - الاقتراض من البنك المركزي	XXXXXXX XXXXXXX XXXXXXX	4- قروض وسلف - قروض قصيرة الأجل - قروض طويلة الأجل - سلف
XXXXXXX XXXXXXX XXXXXXX XXXXXXX	5- مصادر تمويل أخرى - التأمينات المختلفة - أرصدة وصكوك مستحقة الدفع - حسابات دائنة - مطلوبات أخرى	XXXXXXX XXXXXXX XXXXXXX	5- صكوك ومسحوبات قيد التحصيل 6- العقارات والموجودات الأخرى - أثاث وسيارات - موجودات أخرى
XXXXXX	مجموع المطلوبات	XXXXXX	مجموع الموجودات

المصدر: (أبو حمد آل علي، 2002، صفحة 82)

■ **البنوك الإسلامية:** وهي مؤسسات مالية تقوم بتجميع المدخرات وتحريكها في قنوات المشاركة للاستثمار بأسلوب محرر من سعر الفائدة، عن طريق أساليب المضاربة والمشاركة والمتجارة والاستثمار المباشر، وتقديم كافة الخدمات المصرفية في إطار الصيغ الشرعية التي تضمن التنمية والاستقرار (سحنون، 2003، صفحة 97).

■ **بنوك الادخار:** هي مؤسسات مالية-بنوك- تعتمد على الودائع الادخارية للحصول على الموارد المالية من أجل استخدام هذه الموارد في تقديم قروض عقارية، فهي مؤسسات مالية تتشابه إلى حد كبير مع مصارف الادخار والإقراض، ولكن هيكل هذه المؤسسات يختلف عن هيكل مصارف الادخار والإقراض في أنها تأخذ شكل تعاونيات يمتلكها المودعون. ولقد تعرضت هذه المؤسسات إلى مشاكل مثل مصارف الادخار والإقراض، نتيجة لاقتران نشاطها على تقديم القروض العقارية فقط، ولهذا سمح لها القانون بإصدار ودائع شيكية وتقديم قروض إلى المستهلكين بجانب قروض الرهونات العقارية (كولار وآخرون، 2019، صفحة 99، 100).

■ **مؤسسات الادخار والإقراض:** تتمثل مؤسسات الادخار والإقراض في تلك المؤسسات التي تعمل أساساً على تعبئة الموارد المالية عن طريق قبولها لمختلف أنواع الودائع كالودائع الادخارية، الودائع لأجل والودائع الجارية. وتستخدم هذه المؤسسات الموارد التي لديها في تقديم القروض العقارية بضمان عقارات، وتمثل هذه المؤسسات ثاني أكبر مؤسسة تعاقدية في الولايات المتحدة الأمريكية.

ونظراً إلى كون القروض العقارية التي تمنحها طويلة الأجل فإن معظم هذه المؤسسات قد نمت بشكل كبير عندما كان سعر الفائدة منخفضاً منذ عقد الخمسينات حتى نهاية الستينات، ولكن بمجرد ارتفاع معدل الفائدة فقد

أدى ذلك إلى ارتفاع تكلفة تعبئة الموارد المالية لديها بالمقارنة بالعائد المحقق من وراء القروض التي تقدمها، وعليه فقد تعرض عدد كبير من المؤسسات إلى الإفلاس مما سمح لهذه المؤسسات بإصدار ودائع جارية وتقديم القروض للمستهلكين، كما سمح أيضا بالدخول في أنشطة كانت مقصورة على البنوك التجارية، ولهذا أصبحت هذه المؤسسات تخضع حاليا إلى متطلبات الاحتياطي القانوني مقابل الودائع لديها مثلها في ذلك مثل البنوك التجارية، الأمر الذي ترتب عليه تقارب نشاط مؤسسات الادخار والإقراض من نشاط البنوك التجارية حاليا وأصبح هناك تنافس كبير بينهما (كولار وآخرون، 2019، صفحة 100، 101).

■ **اتحاد الائتمان:** وهي مؤسسات مالية عبارة عن مؤسسات تعاونية صغيرة للإقراض تم تنظيمها لتشمل مجموعات اجتماعية معينة، فمثلا يوجد منها اتحاد الائتمان لاتحاد العمال، واتحاد الائتمان للعمال في مؤسسات معينة، وتقوم هذه المؤسسات بتعبئة الموارد المالية من الودائع التي يقدمها الأعضاء في الاتحاد في شكل مساهمات، ثم تقوم باستخدام هذه الموارد المالية في تقديم قروض استهلاكية. ولقد سمح القانون في الولايات المتحدة الأمريكية لهذه المؤسسات المالية بفتح حسابات إيداع جارية تتداول باستخدام الشيكات، كما يمكنها تقديم قروض عقارية بجانب القروض الاستهلاكية (كولار وآخرون، 2019، صفحة 101).

2.5.6. المؤسسات المالية غير المصرفية: ويطلق عليها أيضا المؤسسات المالية غير الإيداعية، لأن السمة الأساسية التي تقوم عليها تتمثل في (أحمد الأفندي، 2018، صفحة 167):

✓ لا تتلقى الودائع.

✓ وظيفتها الأساسية تقديم الخدمات المالية.

✓ معظم هذه المؤسسات تعمل في إطار الأسواق المالية حيث تقدم خدماتها المالية المختلفة.

وفيما يلي أبرز هذه المؤسسات وسماتها الأساسية:

• **شركات الحماية ضد المخاطر (شركات التأمين):** وهي لا تعتبر بنوك وإنما مؤسسات مالية غير بنكية تحصل على مواردها بصفة عامة في شكل أقساط دورية للمستأمن صاحب الأقساط عادة دفعة واحدة كتعويضات إذا حدثت الأخطار، والفترة التي لا تحدث فيها الأخطار فإنها تقوم باستثمار لكل الأقساط في مشاريع استثمارية، لذلك فهي لا تكون في حاجة إلى الاقتراض مثل البنوك المتخصصة، وعادة هذه الاستثمارات تكون في العقارات أو إيداعها لدى البنوك مقابل فوائد نظير ذلك (بوفاسة، 2017، صفحة 97).

• **شركات الاستثمار:** تعرف هذه الشركات على أنها مؤسسات مالية تقوم بتجميع الأموال من مختلف المستثمرين وبصفة خاصة من صغار المستثمرين الذين لا تتوافر لديهم موارد كافية لتكوين تشكيلات مختلفة من محافظ الأوراق المالية، ثم استثمارها من قبل إدارة محترفة. وحيث يمكن لكبار المستثمرين وصغارهم المشاركة في صناديق شركات الاستثمار، فهذه الشركات وجدت أساسا لمساعدة صغار المستثمرين الذين ليست لهم المعرفة اللازمة

لإدارة محافظهم الاستثمارية، وأيضاً من أجل مساعدة كبار المستثمرين الذين لا يتوفر لديهم الوقت الكافي لإدارة محافظهم الاستثمارية (كولار وآخرون، 2019، صفحة 105).

• **شركات التمويل:** على خلاف شركات الاستثمار التي يتمثل حق المستثمر في تشكيلة صندوق من صناديقها ويحصل مقابلها على أسهم أو شهادات دالة على ذلك، فإن شركات التمويل تعتبر شركات ترويج مالي، تتكون مواردها من حصيلة ما تصدره من أسهم وسندات، إضافة إلى ما تحصل عليه من قروض من البنوك التجارية، أما استخدامات تلك الموارد فتتمثل في تقديم القروض القصيرة والمتوسطة الأجل للأفراد ومنشآت الأعمال.

كما تزجر بعض الأجهزة للمشروعات وتوفر لهم النقود التي تكلفها، ويسمى بعض هذه الشركات بشركات التمويل المحدودة والمملوكة بواسطة صانعي السلع المعمرة مثل شركة "جنرال موتورز"، ولقد نمت هذه الشركات على نحو سريع وفي الوقت الحالي فإن الحجم الكلي لقروض أعمالها القائمة يساوي ثلثي قروض الأعمال التي تقدمها المصارف (كولار وآخرون، 2019، صفحة 113).

• **الصناديق المشتركة:** هي مجموعة من المحافظ الاستثمارية والتي تستثمر في الأوراق المالية التي تتلقاها من الأفراد المستثمرين الذين اقتنوا الأسهم والسندات من الشركات التي قامت بإصدارها، ويوجد أشكال مختلفة منها بعضها يستثمر في الأسهم والبعض الآخر في السندات تتمتع بعدة مزايا أهمها (أحمد الأفندي، 2018، صفحة 169):
✓ تقدم فرص لصغار المدخرين والمستثمرين في تنويع ما يجوزتهم من أسهم وسندات ومن ثم تخفيض المخاطر بسبب التنويع في اقتناء الأسهم والسندات.

✓ انخفاض نفقات السمسرة المرتبطة بشراء كميات صغيرة من الأسهم.

الجدير بالذكر أن هناك نوعاً آخر من الصناديق المشتركة تسمى بالصناديق المشتركة في السوق النقدي، حيث تهتم هذه الصناديق بالاستثمار في الأوراق المالية قصيرة الأجل مثل أذونات الخزانة وشهادات الإيداع بدلا عن الأسهم والسندات، وتتمتع أصول هذه الصناديق بالسيولة والمخاطر المتدنية، كما تسمح هذه الصناديق لزبائنها بالسحب من حساباتهم في هذه الصناديق.

• **البنوك المتخصصة:** وهي تلك البنوك التي تقوم بالعمليات المصرفية التي تخدم نوعاً محدداً من النشاط الاقتصادي مثل النشاط الصناعي، أو الزراعي، أو العقاري، وذلك وفقاً للقرارات الصادرة بتأسيسها، والتي لا يكون قبول الودائع تحت الطلب من بين أوجه نشاطاتها، فهي تعتمد أساساً على رأس مالها في القروض الطويلة الأجل التي تمنحها (أبو حمد آل علي، 2002، صفحة 33).

• **البنوك الشاملة:** وهي التي تسعى دائماً وراء تنويع مصادر التمويل وتعبئة أكبر قدر ممكن المدخرات من كافة الخدمات المتنوعة والمتجددة، بحيث نجدها تجمع ما بين وظائف البنوك التجارية التقليدية ووظائف البنوك المتخصصة وبنوك الاستثمار والأعمال (كولار وآخرون، 2019، صفحة 115).

**المحور السابع: البنك المركزي
وأدوات السياسة النقدية**

تمهيد

يطلق على الأجهزة المسؤولة عن إدارة شؤون النقد والائتمان مصطلح السلطات النقدية، وهي تتكون من البنك المركزي والخزينة العمومية ووزارة المالية، ويعتبر البنك المركزي المسؤول المباشر والجهة التي يناط بها تحديد أهداف السياسة النقدية وتنفيذها عن طريق استخدام مجموعة من الأدوات آخذاً في الاعتبار الظروف الاقتصادية والنقدية السائدة وكذا ضرورة التنسيق بين مجموعة السياسات الاقتصادية.

1.7. نشأة البنوك المركزية

تعود الجذور التاريخية للصيرفة المركزية إلى منتصف القرن السابع عشر، عندما لوحظ أنه في العديد من البلدان أخذ أحد المصارف يتولى تدريجياً مهمة إصدار الأوراق النقدية، والقيام بدور الوكيل المالي بعدما كان الأمر متروكاً لكل المصارف، يسمى هذا البنك في البداية ببنك الإصدار، ونجم عن ترك الإصدار في يد بنك واحد أن أصبحت مسألة تنظيم إصدار العملة (الكتلة النقدية) وتحويلها إلى ذهب أو فضة (صرفها) من وظائفه الأساسية. هذه بنوك الإصدار في صورتها الأولى كانت تجارية خاصة ثم منحتها الحكومات امتياز احتكار العملة مع حقها الإشراف عليها بقواعد مرسومة، فتميزت هذه البنوك ونالت الاحترام من باقي البنوك وأصبحت مع تطور العمل المصرفي تعمل على الإصدار، تنظيم الإصدار، الإشراف على الائتمان، المحافظة على احتياطات البلد من الذهب، ضبط وإدارة والتحكم في الكتلة النقدية المتداولة بما يخدم الوضع والنشاط الاقتصادي للبلد. ثم مع منتصف القرن التاسع عشر تم إدراك أن هناك خطورة في احتكار هذه الوظائف، خاصة إصدار العملة من قبل مؤسسات مصرفية خاصة في حين أن الإصدار يمس مصلحة عامة، فالتجته الدول إلى تأميمها نحو بنك فرنسا 1945، بنك إنجلترا 1946.

ومع مطلع القرن العشرين أخذ إنشاء البنوك المركزية من قبل الحكومات بدلاً من رؤوس الأموال الخاصة يتوالى في بقية أرجاء العالم (أبو حمد آل علي، 2002، صفحة 61، 62).

2.7. مفهوم البنك المركزي

هو مؤسسة نقدية حكومية تهتم على النظام النقدي والمصرفي في البلد، يقع على عاتقها مسؤولية إصدار العملة ومراقبة الجهاز المصرفي وتوجيه الائتمان لزيادة النمو الاقتصادي والمحافظة على الاستقرار النقدي، عن طريق توفير الكميات النقدية المناسبة داخل الاقتصاد وربطها بحاجة النشاط الاقتصادي (أبو حمد آل علي، 2002، صفحة 61).

3.7. خصائص البنوك المركزية

تتميز البنوك المركزية بمجموعة من السمات تجعلها تتميز عن باقي المؤسسات المالية والمصرفية، ولعل أهم هذه الخصائص ما يلي (أبو حمد آل علي، 2002، صفحة 62، 63):

* تعتبر البنوك المركزية مؤسسات نقدية ذات ملكية عامة، فالدولة هي التي تتولى إدارتها والإشراف عليها من خلال القوانين التي تقرها، والتي تحدد بموجبها أغراضها وواجباتها، وما دامت هذه البنوك تعد إحدى أجهزة الحكومة فإن قراراتها يجب أن تكون متناسقة مع السياسة الاقتصادية العامة للبلد.

* يعد البنك المركزي ممثلاً للسلطة النقدية التي تدير النظام النقدي وتشرف على سير العمل المصرفي والنشاط الائتماني، والتحكم في عرض النقد المالي بما يحقق المحافظة على القيمة الداخلية والخارجية للنقد الوطني، وتعزيز الإنتاج والاستخدام، وتحقيق التوازن في المدفوعات الخارجية للبلد.

* يمتلك البنك المركزي من الأدوات ما تمكنه من فرض السيطرة وتوجيه عمل جميع البنوك والمؤسسات المالية وجعلها تستجيب للسياسة النقدية.

* تعتبر البنوك المركزية مؤسسات لا تعمل من أجل تعظيم الربح، وإنما وجدت بهدف تحقيق الصالح العام للدولة. * ارتباط البنوك المركزية بالحكومة وعدم تعامله مع الأفراد مباشرة، فجعل أعمالها تركز مع مؤسسات الحكومة والمؤسسات المالية الأخرى.

* يمثل البنك المركزي المؤسسة الوحيدة في البلاد التي تحتكر إصدار العملة.

* موقع البنوك المركزية يأتي في قمة النظام المصرفي، حيث يوجد في كل بلد بنك مركزي واحد باستثناء الولايات المتحدة الأمريكية، أين يوجد فيها 12 مؤسسة للإصدار النقدي خاضعة لسلطة مركزية ممثلة بمجلس الاحتياطي الفدرالي الذي يحدد السياسة النقدية للبلد، والتي تلتزم بتنفيذها جميع بنوك الإصدار.

4.7. ميزانية البنك المركزي

تتكون ميزانية البنك المركزي شأنها شأن ميزانية البنك التجاري من جانبين:

✓ الجانب الأول: الموجودات أو الأصول، ويضم حقوق البنك المركزي على العالم الخارجي، والقطاع الحكومي، والمؤسسات المصرفية، وتمثل الموجودات استخدامات أموال البنك.

✓ الجانب الثاني: المطلوبات أو الخصوم، ويحتوي على حقوق الدائنين تجاه موجودات البنك، وتمثل المطلوبات مصادر أموال البنك.

وعموماً يمكن توضيح أهم البنود التي تتضمنها ميزانية البنوك المركزية من خلال الجدول 11.

الجدول 11: ميزانية البنك المركزي

الموجودات (الأصول)	المبالغ	المطلوبات (الخصوم)	المبالغ
1- الموجودات الأجنبية	XXXXXXX	1- الاحتياطي النقدي	
2- حقوق على الحكومة		- عملة في التداول	XXXXXXXXXX
- قروض وسلف	XXXXXXX	- ودائع المصارف التجارية	XXXXXXXXXX
- سندات الحكومة وأذونات الخزينة	XXXXXXX	- ودائع المؤسسات الأخرى	XXXXXXXXXX
3- حقوق على المصارف التجارية	XXXXXXX	2- الودائع الحكومية	XXXXXXXXXX

XXXXXXXXXX	3- المطلوبات الأجنبية	XXXXXXXXXX	4- حقوق على المؤسسات الأخرى
	4- حسابات رأس المال		5- موجودات أخرى
XXXXXXXXXX XXXXXXXXXX	- رأس المال المدفوع	XXXXXXXXXX XXXXXXXXXX XXXXXXXXXX	- صكوك قيد التحصيل
XXXXXXXXXX	- الاحتياطات		- أثاث وسيارات ومعدات
	5- المطلوبات الأخرى		- وغيرها من الموجودات
XXXXXXX	مجموع المطلوبات	XXXXXXX	مجموع الموجودات

المصدر: (أبو حمد آل علي، 2002، صفحة 69)

5.7. وظائف البنك المركزي

تؤدي البنوك المركزية مجموعة من الوظائف يمكن تقسيمها إلى أربع وظائف رئيسية:

1.5.7. وظيفة الإصدار النقدي: يقوم البنك المركزي بعملية إصدار العملة القانونية للدولة في شكل أوراق بنكنوت، وتعد هذه الوظيفة من أولى وظائف البنك المركزي التي ميزته عن البنوك التجارية العادية. وقد ترتب على إنفراد البنك المركزي بعملية إصدار أوراق النقد القانونية في أي دولة تماثل وحدات النقد المصدرة، وزيادة ثقة الأفراد في وحدات النقد الورقية، كما ترتب على ذلك زيادة قدرة السلطات النقدية في التحكم في عرض النقد القانوني، وبالتالي التحكم في العرض النقدي في الدولة (أحمد الشناوي و مبارك، 2000، صفحة 328).

وتخضع البنوك المركزية لقيود قانونية وتشريعية في تنظيم قدراتها لتحديد إمكاناتها في إصدار العملة، وهذه القيود المفروضة على حرية البنوك المركزية في الإصدار النقدي ترتبط أساسا (بغطاء العملة) من حيث نوعية وطبيعة مكوناته وحجمها أو مقدارها، فعندما كانت معظم النظم النقدية تستند إلى قاعدة الذهب كانت التشريعات الحكومية تقتضي باحتفاظ البنوك المركزية برصيد ذهبي غطاء للعملة التي يصدرها البنك المركزي، وبعد التخلي عن قاعدة الذهب والتحول منها إلى قاعدة النقود الورقية الإلزامية، أصبح غطاء العملة لا يقتصر في مكوناته على الذهب لوحده رصيذا تمتلكه الدولة، وإنما أصبح الغطاء الفعلي للعملة الوطنية مرتبطا ومحددا أساسا بدرجة تطور الاقتصاد الوطني وقدراته الإنتاجية والتي يمكن أن تنعكس في ميزان مدفوعاته الذي يبين درجة تطور وتنوع المبادلات الاقتصادية للبلد. فأصبحت مكونات غطاء العملة متنوعة منها أصول مختلفة مثل السندات الحكومية، والأوراق التجارية، وبعض أنواع العملات الدولية الرئيسية، فضلا عن نسبة معينة من الرصيد الذهبي إلى إجمالي العملة الصادرة (الشمري، 2006، صفحة 172، 173).

2.5.7. الرقابة على الائتمان المصرفي: إن وظيفة الرقابة على الائتمان تتحقق من خلال استخدام البنك المركزي مجموعة من الأدوات والوسائل التي هي في الوقت ذاته أدوات السياسة النقدية، ويكون الغرض من استخدام هذه الأدوات التأثير في كمية الائتمان المصرفي ونوعيته، أو بمعنى آخر التأثير في حجم واتجاه الائتمان المقدم إلى القطاعات الاقتصادية المختلفة على أساس أن هذا التأثير سيترك أثره في عرض النقد، خاصة وأن البنوك

التجارية لها دور مهم في تكوين مقدار عرض النقد، لما لها من قدرة على التوسع أو الانكماش في منح وقبول القروض الائتمانية، وهذا التأثير في مكونات وحجم عرض النقد يترك آثاره في المستوى العام للأسعار، ثم في النهاية يترك آثاره في قيمة العملة الوطنية التي يسعى البنك المركزي إلى تحقيق الاستقرار النسبي في قيمتها ليسهم في الوقت ذاته في تحقيق معدلات مناسبة من النمو الاقتصادي (أبو حمد آل علي، 2002، صفحة 65).

3.5.7. البنك المركزي هو بنك الحكومة ومستشارها المالي: البنك المركزي من صفاته أنه بنك الحكومة ومستشارها المالي في المجال النقدي والمالي، فهو الذي ينفذ السياسة النقدية لها، وقيامه بهذه المهمة لا يعني فقدانه للاستقلالية في تسيير نشاطه المصرفي، بل يظل حراً في إرادته بالرغم من قيامه بمهمة مستشار للحكومة، فالبنك المركزي دائماً يسدي النصح للحكومة في السياسة النقدية والمالية بصفة خاصة وفي السياسة الاقتصادية بصفة عامة، ولتحقيق ذلك يقوم بما يلي (سحنون، 2003، صفحة 91، 92):

- توفير العملة بالكميات المناسبة للحكومة بهدف تمكينها من تمويل إنفاقاتها الجارية والاستثمارية وتسوية التزاماتها.
- تحتفظ الحكومة بحساباتها لدى البنك المركزي ويقوم هذا الأخير بتسجيل إيراداتها وتنظيم مدفوعاتها خاصة الخارجية منها.
- يقوم البنك المركزي بإصدار القروض العامة نيابة عن الحكومة ويقوم بإجراء عمليات الاكتتاب وإصدار السندات ودفع فوائدها وتلقي أقساط استهلاك القروض بتكليف من الحكومة.
- تقديم القروض للحكومة والخزينة في حالة الحاجة إلى ذلك عند عدم التوافق بين الإيرادات والنفقات أي عند عدم توازن الميزانية.
- تقديم الخبرة والمشورة في الشؤون النقدية والمالية للدولة خاصة فيما يتعلق بالاتفاقات النقدية المالية الدولية، وكذا مساهماته في صياغة السياسة النقدية للدولة بحكم التجربة التي يتوفر عليها واحتوائه على الخبراء المختصين.
- إدارة الاحتياطات النقدية والمالية الحكومية من ذهب و عملات أجنبية وإدارة وتسوية المبادلات الخارجية ورقابة ذلك، بالإضافة إلى إدارة الدين الحكومي الخارجي، أي تسوية دين الحكومة وتسديد أقساط الديون والفوائد أو تحصيلها دون أي عمولة.

4.5.7. البنك المركزي بنك البنوك والملجأ الأخير للإقراض: يتمتع البنك المركزي بمنزلة بنك البنوك من خلال قيامه بتقديم القروض والتسهيلات المصرفية لمؤسسات الجهاز المصرفي وللحكومة أيضاً خاصة في أثناء الأزمات الاقتصادية، وعند اقتضاء الحاجة إلى مثل هذه القروض بصفته المقرض الأخير للجهاز المصرفي، أو كما جرت العادة على تسميته بـ الملجأ الأخير للإقراض (The Lender of Last Resort). كما أن الحكومة وبقية المصارف تعتمد عليه في الاحتفاظ بأرصدها واحتياطياتها النقدية لديه، فضلاً عن تكليفه بتسوية الحسابات المختلفة بين الجهاز المصرفي عن طريق أسلوب (المقاصة).

إن مهمة البنك المركزي كمقرض أخير للجهاز المصرفي والائتماني تتجلى من خلال تقديمه للقروض والتسهيلات المصرفية للبنوك التجارية التي تطلب منه ذلك، سواء كانت تلبينه لحاجتها عن طريق تقديم القروض المباشرة أو غير المباشرة، مثل: إعادة خصم الأوراق المالية المقدمة إليه من قبل هذه المصارف، أو قيامه بعمليات السوق المفتوحة، بهدف المحافظة على سيولة النظام الائتماني أو الجهاز المصرفي.

أما عن أسلوب (المقاصة) الذي يقوم بها البنك المركزي، فهي تعني تسوية حسابات المصارف بواسطة القيود الدفترية، بعد تصفية الصكوك المسحوبة على كل مصرف من هذه المصارف، مع قيمة الصكوك الصادرة لصالحه على المصارف الأخرى، بحيث يظهر في نهاية عملية المقاصة صافي رصيد كل مصرف بالمبالغ الدائن أو المدين إلى بقية المصارف الأخرى، وأن إجراءات المقاصة التي تتم في غرفة المقاصة (Clearing House) داخل البنك المركزي تساعد على تسوية المدفوعات بين أطراف الجهاز المصرفي دون الحاجة إلى استعمال النقود لهذه الأغراض، مما قد يوفر قدرا من العملة المتداولة لغرض تسوية العمليات المصرفية، لهذا فإن البنك المركزي يحتل مكانة بنك البنوك بحكم الخدمات والمسؤوليات التي يتولاها والتسهيلات التي يقدمها لبقية أطراف الجهاز المصرفي (أبو حمد آل علي، 2002، صفحة 67،68).

6.7. مضمون السياسة النقدية وأهدافها

السياسة النقدية هي إحدى مكونات السياسة الاقتصادية وتعرف بأنها: "مجموعة من الإجراءات التي تتخذها السلطة النقدية في المجتمع بغرض الرقابة على الائتمان والتأثير عليه، بما يتفق وتحقيق الأهداف التي تصبوا إليها الحكومات، فالنقود لا تدير نفسها بنفسها، بل يجب أن تتدخل السلطة النقدية في الدولة لإدارة النقود وتوجيهها لبلوغ الأهداف المرجوة". كما تعرف على أنها "مجموعة الإجراءات التي تتخذها الدولة في إدارة كل من النقود والائتمان وتنظيم السيولة العامة للاقتصاد، وذلك بهدف تحقيق الاستقرار الاقتصادي للمجتمع ومواجهة التقلبات الاقتصادية وتحقيق التنمية وغيرها من الأهداف" (سحنون، 2003، صفحة 114).

ومهما اختلفت هذه التعاريف في صياغتها لمضمون السياسة النقدية فهي تتفق في كونها عبارة عن مجموعة من الإجراءات اللازمة لتمكين السلطات النقدية من إدارة النقود والتحكم في الائتمان وتنظيم السيولة لاقتصاد ما، وذلك لتحقيق هدف جوهري يتمحور حول حل مشكلة تنظيم العملة في الاقتصاد الوطني والذي يتحقق بدوره عن طريق الوصول إلى تجسيد الأهداف التالية (سحنون، 2003، صفحة 114،115):

- ✓ تحقيق معدل أمثل للنمو الاقتصادي مصحوب بمعدل مرتفع من العمالة.
- ✓ ضمان الاستقرار النقدي (استقرار معدلات الفائدة، المستوى العام للأسعار، معدل صرف العملة...).
- ✓ تحقيق توازن ميزان المدفوعات وإنشاء أسواق مالية ونقدية متطورة.
- ✓ حماية الأرصدة الأجنبية والاحتياطيات النقدية الدولية للدولة وتقوية العملة الوطنية في الخارج.

لتحقيق هذه الأهداف يجب أن تكون هناك مرونة في استخدام أدوات السياسة النقدية تبعاً للتغيرات التي تطرأ على النشاط الاقتصادي لبلد ما، بمعنى هناك إمكانية تعديل وتغيير الأدوات إذا ما طرأت حاجة لذلك هذا من جهة، من جهة أخرى يجب أن تكون هذه السياسة فعالة وتحقق الأهداف المرجوة، وهذه الفعالية تتوقف على:

➤ تطور الاقتصاد وكفاءة مؤسساته.

➤ استقلالية البنك المركزي والتي تعني ضرورة عزل السياسة النقدية عن الضغوطات السياسية، مع منح البنك المركزي حرية تصرف كاملة في إعداد وتنفيذ وتقييم السياسة النقدية.

➤ كفاءة السلطات النقدية في اختيار الأهداف والوسائل، مع المرونة في الاستجابة لتعديل الأخطاء أثناء التنفيذ.

➤ عدم التعارض بين السياسة المالية والسياسة النقدية.

هذا وتجدر الإشارة إلى أنه لا يمكن فصل البنك المركزي عن الحكومة، بل يجب أن تكون قراراته مستقلة من جهة، ومن جهة أخرى متسقة مع السياسة الاقتصادية للدولة، كما أن البنك المركزي مطالب بشرح سياسته النقدية للجمهور.

7.7. أدوات السياسة النقدية

إن الرقابة والسيطرة على الائتمان يتولاها البنك المركزي بهدف زيادة وتحقيق التنمية والنمو الاقتصادي مستخدماً في ذلك عدة أدوات وأساليب نبرزها فيما يأتي:

1.7.7. الأدوات الكمية للسياسة النقدية: ينصب عمل الأدوات الكمية أو وسائل الرقابة الكمية إلى التأثير في حجم الائتمان الذي تقدمه البنوك بغض النظر عن أوجه استعمالاته، حيث يستطيع البنك المركزي أن يؤثر على حجم السيولة النقدية التي تمتلكها البنوك وفي نسبة هذه السيولة إلى الودائع، باستخدام مجموعة من هذه الوسائل الكمية والمتمثلة أساساً فيما يلي (مفتاح، 2005، الصفحات 147-154):

❖ **سياسة معدل إعادة الخصم:** يقصد بمعدل إعادة الخصم الفائدة التي يخصم بها البنك المركزي الأوراق المالية والتي تقوم بخصمها البنوك التجارية لديه للحصول على احتياطات نقدية جديدة تستخدمها لأغراض الائتمان ومنح القروض للمتعاملين معها من الأفراد والمؤسسات.

فإذا أرادت السلطات النقدية (البنك المركزي) التوسع في منح القروض فإنها تلجأ إلى تخفيض معدل الخصم وتبسيط شروط الأوراق المالية القابلة للخصم للتأثير على حجم القروض المقدم من البنوك التجارية لعملائها، أما عندما تريد تقييد حجم الائتمان فإنها تلجأ إلى رفع معدل الخصم مع تعقيد شروط قبول الأوراق المالية للخصم، ومن ثم فإن هذه السياسة تؤدي إلى التأثير في المقدرة الاقتراضية للبنوك إما بالزيادة أو النقصان وذلك حسب ما تقتضيه الظروف الاقتصادية وأهداف السياسة النقدية.

تصبح هذه الأداة غير فعالة لما تتراكم الاحتياطات ورؤوس الأموال لدى البنوك التجارية بسبب انكماش الاقتصاد، وبالتالي لا تتجه البنوك التجارية لخصم الأوراق التجارية أو طلب قروض بضمائمها من البنوك المركزية،

كذلك نجاح هذه الأداة يتطلب وجود سوق نقدي متطور يتعامل بالأوراق التجارية ومثل هذه السوق لا تتوفر في الدول النامية، مما يزيد من محدودية فعالية هذه الأداة في هذه الدول.

❖ **سياسة السوق المفتوحة:** يقصد بسياسة السوق المفتوحة تدخل البنك المركزي في السوق النقدية ببيع وشراء الأوراق المالية والتجارية بصفة عامة والسندات الحكومية بصفة خاصة بهدف التأثير على الائتمان وعرض النقود حسب الظروف الاقتصادية السائدة، وهي من أهم أدوات السياسة النقدية في الأنظمة الرأسمالية. حيث أنه عندما يرغب البنك المركزي في علاج التضخم يتدخل في السوق النقدية عارضا أو بائعا للأوراق المالية (كأذونات الخزانة)، وذلك بهدف امتصاص قيمتها النقدية، وتكون في المقابل البنوك التجارية هي المشتري لهذه الأوراق، وبالتالي تنخفض سيولتها ومقدرتها الاقراضية إذا كان غرض البنك المركزي هو تقييد الائتمان ومحاربة التضخم. أما عندما يقوم البنك المركزي بشراء هذه الأصول التي تعرضها البنوك التجارية، فتحصل على مقابلها نقودا مما يرفع من سيولتها وهو ما يزيد من مقدرتها الاقراضية إذا كانت رغبة البنك المركزي هي التوسع في الائتمان.

وتجدر الإشارة أن هذه الأداة قد تكون غير فعالة أحيانا، فالبنوك لا يوجد ما يفرض عليها ضرورة استثمار أرصدها في هذا المجال، فهي لا تشتري بالضرورة السندات الحكومية من البنك المركزي خاصة حالات التضخم، بل قد توجهها لاستثمارات أخرى، أيضا قد تتأثر معدلات الفائدة لهذا النوع من السندات بالمضاربة والتوقعات، مما قد يؤثر على حجم الاستثمار في هذا النوع من الأوراق المالية الذي يحتاج إلى أسواق نقدية ومالية متطورة.

❖ **سياسة تعديل نسبة الاحتياطي الإجباري:** نسبة الاحتياطي الإجباري هي إلزام أو إجبار البنوك التجارية بالاحتفاظ بنسبة معينة من التزاماتها الحاضرة على شكل رصيد دائن لدى البنك المركزي بحيث يمكن للبنك المركزي أن يقوم بتغيير هذه النسبة بقرار منه عند اللزوم. ومحاربة التضخم يقوم البنك المركزي برفع نسبة الاحتياطي القانوني وهذا سيترتب عنه انخفاض لمقدرة البنوك على منح القروض وخلق الائتمان المصرفي (علاقة عكسية بين توليد الودائع ونسبة الاحتياطي الإلزامي)، أما في حالة الانكماش فإن البنك المركزي فسيقوم بتخفيض نسبة الاحتياطي الإجباري مما يجعل مقدرة البنوك التجارية على الإقراض وخلق نقود الودائع ترتفع، وهكذا فإن سياسة تغيير نسبة الاحتياطي النقدي الإجباري تساعد السلطات النقدية على التحكم في العرض النقدي لأن نسبة الاحتياطي القانوني تعمل كمنظم للمعروض النقدي.

وتجدر الإشارة إلى أن التغيرات المتكررة في نسبة الاحتياطي النقدي القانوني لها تأثير على وضع البنوك وقابليتها لمنح القروض واستثمار أموالها لأنه يجعل البنوك مرتبكة نتيجة لعدم التأكد من وجهة هذه التغيرات ودرجتها، ولذلك يرى "فريدمان" أنه يجب تثبيت الاحتياطي الإجباري ثباتا دائما عند مستوى معين حتى تكون البنوك التجارية على علم بها منذ البداية لأخذ احتياطاتها وحذرهما من بداية النشاط. ولكن بالرغم من هذا فإن هذه الأداة تتسم بكونها أكثر فعالية وأقل كلفة من سياسة إعادة الخصم وعمليات السوق المفتوحة وخاصة في البلدان النامية لعدم توافر أسواق مالية ونقدية واسعة.

2.7.7. الأدوات الكيفية للسياسة النقدية: يستخدم البنك المركزي هذا النوع من الأدوات بهدف التأثير على اتجاه الائتمان وليس حجمه الكلي، وعليه تعني الأدوات النوعية للسياسة النقدية بمسارات القروض وأوجه استخدام الائتمان المصرفي بغض النظر عن كمياته وحجمه، وهذا النوع من الرقابة يكمل النوع الأول خاصة إذا فقدت بعض الأدوات فعاليتها. ومن وسائل التأثير النوعية في توجيه مسار الائتمان نجد:

■ **سياسة تأطير القروض:** تهدف هذه السياسة إلى تحديد نمو المصدر الأساسي لخلق النقود بشكل قانوني وهو القروض الموزعة من طرف البنوك والمؤسسات المالية. ففي ظروف التضخم مثلاً تقدم الدولة على وضع سياسة تأطير القرض، ويقوم البنك المركزي بهذه السياسة بهدف منح الائتمان حسب القطاعات ذات الأولوية والتي لم تكن سبباً في إحداث التضخم، كما يقيد الائتمان نحو البعض الآخر الذي يكون سبباً في إحداث التضخم، كما يمكن أن تكون هذه السياسة متعلقة بمعيار أجل القروض، فقد تقيد بعض القروض سواء قصيرة الأجل أو متوسطة أو طويلة الأجل.

أما عندما ينتشر التضخم بحدّة فإن الدولة تقدم على صياغة سياسة تأطير قرض إجبارية، فيقوم البنك المركزي بتحديد الحد الأقصى لحجم القروض الممنوحة من طرف البنوك أو تحديد معدل نمو القروض. وعادة ما تكون هذه السياسة مرافقة ببرامج استقرار للكتلة النقدية، يشمل كذلك التقليل من النفقات العمومية وتشجيع الإدخارات وإصدار السندات والقيام بكل الوسائل الكفيلة بتخفيض الكتلة النقدية الفائضة.

■ **السياسة الانتقائية للقرض:** تهدف هذه السياسة إلى توجيه القروض إلى القطاعات التي تعتبرها السلطات النقدية أكثر نفعاً للاقتصاد الوطني، بحيث تأخذ هذه السلطات القرارات الضرورية بإعطاء بعض التسهيلات إلى القروض الخاصة بهذه القطاعات، والتي نجد من أشكالها ما يلي (خبابه، 2008، صفحة 209، 210):

- إقرار معدل إعادة خصم مفضل خاص بالأوراق التجارية المرتبطة بالقروض التي تطلبها القطاعات الإنتاجية التي تقرر الدولة تشجيعها على حساب القطاعات الأخرى، وهذا المعدل يكون بطبيعة الحال أصغر من معدل إعادة الخصم العادي.

- إمكانية إعادة خصم الأوراق التي لا تتوفر فيها الشروط الضرورية لهذه العملية، وذلك سعياً وراء تشجيع بعض القطاعات الحيوية وتمكينها من الحصول على القروض بسهولة.

- إعادة خصم الأوراق فوق مستوى السقف: إذا أراد البنك المركزي تشجيع بعض أنواع القروض (قروض للصادرات) أمكنه أن يقبل تعبئة (أي إعادة خصم) الأوراق المرتبطة بهذه القروض، حتى بعد تجاوز السقف مع استعمال معدل إعادة الخصم العادي.

- تغيير معدل استحقاق القروض ومعدل فوائدها: تقوم السلطات النقدية في بعض الأحيان بالتأثير على البنوك لكي تمنح القروض الخاصة ببعض القطاعات بشروط معينة أي في مدة معينة وبمعدل فائدة معين.

3.7.7. الرقابة المباشرة على الائتمان: تأخذ مجموعة الوسائل والأدوات الخاصة بالرقابة الكمية والرقابة النوعية شكل إجراءات يتخذها عادة البنك المركزي أو تتخذها في بعض الأحيان الحكومات المعنية، وعادة ما يتوقف نجاح هذه الإجراءات على رد فعل المؤسسات الاقتصادية في المجتمع ومدى استجابتها التلقائية لهذه الإجراءات، وفي بعض الأحيان قلما تنجح مثل هذه الوسائل في إعطاء التأثير المطلوب على حجم الائتمان أو على اتجاهاته، لذلك فإن البنك المركزي لا يجد أمامه سبيلا سوى التدخل الصريح المباشر، وهذا ما يعرف بالرقابة المباشرة، ويتخذ لذلك كافة الطرق والوسائل التي تتراوح بين اتخاذ الإجراءات الرقابية الحاكمة بالتدخل المباشر في أعمال البنوك التجارية إلى الإقناع الأدبي والتأثير المعنوي لتحذو هذه البنوك حذوه في أخذ الاتجاه المطلوب عند منح الائتمان وفق الأهداف التي وضعها راسمو السياسة النقدية، ومن أهم تلك الأدوات المستخدمة ما يلي (محب خلة، 2011، الصفحات 371-373):

* إصدار تعليمات مباشرة إلى البنوك التجارية والمؤسسات المصرفية لتخفيض الحدود الائتمانية أو وضع حدودا (سقوف) ائتمانية لا يجب تجاوزها عند منح الائتمان، وهذه التعليمات مقرونة بتوقيع عقوبات شديدة رادعة على تلك البنوك تتراوح بين تجميد سلطات منح الائتمان إلى حد سحب تراخيص مباشرة أعمال هذه البنوك.

* الإقناع الأدبي للبنوك التجارية بإتباع سياسة معينة دون سواها، وتتفوق في ذلك البنوك المركزية العريقة التي تتمتع بهبة كبيرة بين البنوك التجارية، مما يجعلها في مركز يمكنها من التأثير على البنوك التجارية وإغرائها بالتضامن معها لتنفيذ سياسة نقدية معينة.

* رقابة البنوك والتفتيش على عملياتها بشكل دوري للوقوف على مدى التزامها بالتعليمات والتوجيهات التي يصدرها البنك المركزي، وذلك بالإضافة إلى رقابته المكتبية من خلال التقارير الدورية التي تلتزم البنوك التجارية بتقديمها عن الموقف الائتماني وبيانات السيولة ومركز العملاء... الخ.

* توجيه إعلامي يبثه البنك المركزي من خلال تصوراتها لما قد تكون عليه الأوضاع المستقبلية للسوق المصرفية موضحا من خلاله الأرقام الحقيقية والمعطيات الخاصة بالاقتصاد الوطني والتي تدفعه لاتخاذ وتفضيل سياسات محددة دون غيرها، وكذلك إصداره للأبحاث والنشرات والدوريات الاقتصادية التي تحتوي على التوجيهات العامة مدعمة بأفكار كبار المتخصصين في الشؤون المصرفية، وإلى غير ذلك من البيانات المفيدة التي يفترض في البنوك التجارية أن تأخذ بها كمؤشرات ترشدها إلى الاتجاهات السليمة للسياسات الائتمانية.

* إشراك البنوك التجارية في رسم السياسة الائتمانية المصرفية للجهاز المصرفي من خلال إشراك رؤساء مجالس إدارات البنوك التجارية في مجلس إدارة البنك المركزي وفي اجتماعاته الدورية.

وعلى العموم فإن أسلوب الرقابة المباشرة على الائتمان يكون مناسباً لعلاج حالات التضخم ويكون عديم الجدوى في حالة الكساد، حيث أنه من الممكن عمليا إجبار البنوك على الإمساك عن منح القروض في حين لا يمكن إلزامها على التوسع في منحها.

**المحور الثامن: الجهاز المصرفي
الجزائري**

تمهيد

يعود إنشاء الجهاز المصرفي في الجزائر إلى القرن التاسع عشر وكان مستنسخا عن النظام الفرنسي بغرض خدمة مصالحه المالية، فكل البنوك الموجودة في الجزائر آنذاك عبارة عن فروع للبنوك الفرنسية خاصة كانت، عامة أو مختلطة. ولكن بعد الاستقلال وتأميم النظام المصرفي فقد قسم إلى دائرتين هما: دائرة المنشآت المصرفية المالية ودائرة المنشآت الادخارية الاستثمارية، ليعرف بعد ذلك جملة من الإصلاحات والتعديلات الهيكلية كاستجابة إلى مقاييس الفلسفة الجديدة التي اعتمدها الجزائر بتخليها عن النموذج الاشتراكي والانتقال إلى ما يسمى باقتصاد السوق.

1.8. الإصلاحات الأساسية للنظام المصرفي الجزائري

لقد شهدت الفترة الممتدة من سنة 1986 إلى 1990 محاولة إصلاح المنظومة المصرفية والمالية لتحضيرها للتوجه نحو اقتصاد السوق، وقد تجسد ذلك في القيام بتعديل النصوص التشريعية والتنظيمية والتي نسلط الضوء على أهم مضامينها في النقاط التالية:

1.1.8. الإصلاح النقدي لعام 1986: بموجب القانون رقم 86-12 الصادر في 19 أوت 1986 المتعلق بنظام البنوك والقرض، تم إدخال إصلاح جذري على الوظيفة البنكية، وقد كان روح هذا القانون يسير في اتجاه إرساء المبادئ العامة والقواعد الكلاسيكية للنشاط البنكي، وهو من الناحية العملية جاء ليوحد الإطار القانوني الذي يسير النشاط الخاص بكل المؤسسات المالية مهما كانت طبيعتها القانونية، وعموما نبين فيما يأتي أهم الأفكار التي تضمنها هذا القانون (لطرش، 2010، صفحة 194، 195):

- بموجب هذا القانون استعاد البنك المركزي دوره كبنك للبنوك، وأصبح يتكفل بالمهام التقليدية للبنوك المركزية وإن كانت هذه المهام تبدو في أحيان كثيرة مقيدة.

- وضع نظام بنكي على مستويين، وبموجب ذلك تم الفصل بين البنك المركزي كملجأ أخير للإقراض وبين نشاطات البنوك التجارية.

- استعادت مؤسسات التمويل دورها داخل نظام التمويل من خلال تعبئة الادخار وتوزيع القروض في إطار المخطط الوطني للقرض، وأصبح بعد هذا القانون بإمكان البنوك أن تستلم الودائع مهما كان شكلها ومدتها، وأصبح أيضا بإمكانها أن تقوم بمنح القروض دون تحديد مدتها أو للأشكال التي تأخذها.

- استعادت البنوك بموجب هذا القانون مسؤولياتها عن متابعة استخدام القروض الممنوحة إلى جانب دراسة الأوضاع المالية للمؤسسات الاقتصادية العمومية التي تحصل على القروض واتخاذ كل الإجراءات الضرورية للتقليل من مخاطر عدم السداد.

- تقليل دور الخزينة في نظام التمويل وتغيب مركزة الموارد المالية.

- إنشاء هيئات رقابة على النظام البنكي وهيئات استشارية أخرى.

وقد جاء هذا القانون البنكي بعدة تغييرات على مستوى هيكل النظام المصرفي الجزائري تبعا للتوجه نحو اقتصاد السوق، إذ فرق بين بنك الجزائر وبين مؤسسات الإقراض ذات الطابع العام منها (البنوك)، ومؤسسات الإقراض المتخصصة (البنوك المتخصصة) كما يلي (لعراف، 2013، الصفحات 150-152):

• **البنك المركزي:** يمكن تلخيص مهام البنك المركزي التي جاء بها هذا القانون في الأربع مهمات التالية:

- ✓ حصول البنك المركزي على امتياز إصدار النقود بأمر من الدولة.
- ✓ تنظيم ومراقبة عملية الإقراض في إطار الخطة الوطنية للائتمان.
- ✓ تكليف البنك المركزي بكنك الدولة بضمان تقديم التمويل اللازم للخرينة بشرط احترام الخطة الوطنية للائتمان.
- ✓ القيام بدور مراقب للصرف والعلاقات الخارجية.

• **هيئات الإقراض:** وتتمثل الهيئات المتخصصة في تقديم القروض وفقا لهذا القانون فيما يلي:

- ✓ **مؤسسات الإقراض ذات الطابع العام "البنوك":** تكلف البنوك كمؤسسات للإقراض بجمع الودائع من الأفراد ومنح القروض باختلاف مدتها وأشكالها، وضمان تسيير وسائل الدفع، والقيام بالتوظيف والاكتتاب والشراء والاحتفاظ وبيع القيم المنقولة وكل منتج مالي، وتقديم الاستشارة ومتابعة وتنفيذ الخطة الوطنية للائتمان، والقيام بصفة عامة بجميع الخدمات المتعلقة بتسهيل نشاطات الزبائن.

- ✓ **مؤسسات القرض المتخصصة "بنوك متخصصة":** حسب المادة 18 من القانون البنكي رقم 86-12 فإن مؤسسات القرض المتخصصة تنشط وفق الشكل الذي منحه له القانون، فلا تقوم إلا بجمع بعض أنواع الودائع، وبالقابل لا تمنح إلا بعض أنواع القروض وذلك حسب طبيعتها القانونية وإطار نشاطها.

• **هيئات الرقابة:** وفقا للقانون 86-12 تم إنشاء مجلس وطني للقروض، ولجنة تقنية للقيام بعمليات الرقابة على أعمال البنوك ومتابعتها، حيث تقوم كلا الهيئتين بوظائف الرقابة التالية:

- ✓ **المجلس الوطني للقروض:** يستشار في تحديد السياسة العامة للإقراض، بالأخذ بعين الاعتبار احتياجات الاقتصاد الوطني، وخصوصا ما يتعلق بتمويل مخططات وبرامج التنمية الاقتصادية والوضعية النقدية للبلد. كما يقوم هذا المجلس بإعداد الدراسات المرتبطة بسياسة القروض والنقد، وكل الأمور المرتبطة بطبيعة وحجم وتكلفة القروض في إطار مخططات وبرامج التنمية الاقتصادية الوطنية.

- ✓ **اللجنة التقنية للبنك:** يرأس هذه اللجنة محافظ البنك المركزي، وهي مكلفة بمتابعة جميع المقاييس ذات العلاقة بتنظيم الوظيفة البنكية، كما تسهر على ضمان تطبيق التنظيمات والتشريعات القانونية والبنكية تبعا لسلطات الرقابة المخولة لها، وتهدف الصلاحيات المخولة للجنة إلى تشجيع الادخار ومراقبة وتوزيع القروض.

2.1.8. الإصلاح النقدي لعام 1988: شرعت الجزائر منذ عام 1988 في تطبيق برنامج إصلاح مس العديد من القطاعات الاقتصادية في إطار التحضير للتحويل من الاقتصاد الموجه إلى اقتصاد السوق، حيث تم إصدار القانون 88-06 الصادر في 12 جانفي 1988 والمتضمن القانون التوجيهي للمؤسسات الاقتصادية

العامة، المعدل والمتمم للقانون المتعلق بنظام البنوك والقروض في سياق تدعيم الإصلاحات الاقتصادية ومواصلة العمل على إصلاح المنظومة البنكية تماشياً مع خصوصيات المرحلة الاقتصادية الجديدة.

وحسب المادة 02 من القانون البنكي رقم 88-06، فإن البنوك الجزائرية تتخذ شكلها القانوني كمؤسسة اقتصادية عامة (E.P.E)، لها رأس مال اجتماعي مكتتب ومحرر من طرف الدولة أو من طرف مؤسسات اقتصادية أخرى مساهمة، وبهذا تبقى الدولة مالكة ومساهمة في رأس مال المؤسسة الاقتصادية العامة بدون أن تسيرها أو تديرها. وقد تمت إعادة هيكلة النظام البنكي الجزائري كما يلي (لعراف، 2013، صفحة 154، 155):

○ **البنك المركزي:** استعاد البنك المركزي بموجب هذا القانون كل صلاحياته في تحديد معدلات الفائدة الموجهة وتخفيض البنوك على تعبئة الموارد، من خلال تقييده لعملية منح الموافقة لإعادة الخصم للقروض قصيرة الأجل الموجهة للمؤسسات العامة بهدف إعادة تمويلها، وإلغاء إعادة تمويل البنوك لهذه المؤسسات عن طريق السحب على المكشوف بمعنى عدم إعطاء البنوك الموافقة على التمويل عند عدم وجود رصيد.

○ **البنوك التجارية:** تعتبر البنوك التجارية بموجب هذا القانون شخصية معنوية تجارية تخضع لمبدأ الاستقلالية المالية والتوازن المحاسبي، فنشاط البنك التجاري أصبح يخضع لقواعد التجارة ويهدف إلى تحقيق الربحية، خاصة في تعامله مع المؤسسات الاقتصادية العامة، التي أضحت تتميز بتراكم كبير في مبالغ قروض السحب على المكشوف نظراً لاختلال توازنها المالي الناتج عن الصعوبات والمعوقات الكبيرة في تحقيق حقوقها، وحسب المادة 02 من القانون رقم 88-06 الصادر في 12 جانفي 1988 يمكن للبنوك القيام بعمليات التوظيف المالي كالحصول على أسهم وسندات صادرة عن مؤسسات تعمل داخل التراب الوطني أو خارجه، كما يمكن لها أن تلجأ للجمهور من أجل الاقتراض على المدى الطويل واللجوء إلى طلب قروض خارجية.

3.1.8. النظرة الجديدة وإصلاح عام 1990: على الرغم من إصدار قانون (86-12) والقانون (88-06) المعدل والمتمم له، إلا أن النظام المصرفي الجزائري لم يعرف إصلاحاً جذرياً إلا عام 1990 بإصدار القانون 90-10 المؤرخ في 14 أفريل 1990 والمتعلق بالنقد والقرض والذي جعل القانون المصرفي الجزائري في سياق التشريعات المصرفية المعمول بها في البلدان المتطورة، حيث نص صراحة على تدابير جوهرية مؤسسة على مبادئ واضحة المعالم بغية الوصول إلى الأهداف المنشودة من الإصلاح. ويهدف هذا القانون إلى ما يلي (لعراف، 2013، صفحة 156، 157):

- وضع حد نهائي للتدخل الإداري في القطاع المصرفي، والعمل على القضاء على الانحرافات غير المراقبة في إدارة وتسيير البنوك. وإعادة الاعتبار لدور البنك المركزي في إدارة النقد والائتمان بشكل يحمي من التعرض لضغوط سياسية قد تؤدي في النهاية إلى آثار اقتصادية غير مرغوبة.

- إنشاء مجلس النقد والقرض، الذي يعد بمثابة السلطة النقدية المسؤولة عن صياغة سياسة الائتمان، النقد الأجنبي، الدين الخارجي والسياسات النقدية.
- تحريك السوق النقدية وتنشيطها وتشجيع الاستثمارات الخارجية المفيدة وإصلاح الوضعية المالية لمؤسسات القطاع العام، وإرساء مبدأ توحيد المعاملة بين المؤسسات الخاصة والعامة بالنسبة لإمكانية الحصول على الائتمان.
- إقامة نظام مصرفي ذو مستويين (البنك المركزي كمصدر للنقود، والبنوك الأخرى كمؤسسات مانحة للقروض، وإلغاء مبدأ التخصص).

أما عن المبادئ التي جاء بها قانون النقد والقرض فتتمثل في (لطرش، 2010، الصفحات 196-199):

❖ **الفصل بين الدائرة النقدية والدائرة الحقيقية:** يتميز النظام الاقتصادي والمالي الجزائري الذي ساد إلى غاية المصادقة والتطبيق الفعلي لقانون النقد والقرض بالغموض والخلط بين الدائرة الحقيقية والدائرة النقدية، حيث أن هذه الأخيرة كانت خاضعة كلياً للأولى، وبعبارة أخرى كانت القرارات النقدية تتخذ تبعاً للقرارات الحقيقية، وكان كل الاهتمام ينصب على الكميات المادية فقط (مستويات الإنتاج)، وقياس فعاليات الاستثمار على هذا الأساس أثبتت نتائجه السلبية خلال الفترات السابقة. وقد اعتمد قانون النقد والقرض مبدأ الفصل بين الدائرتين الحقيقية والنقدية، ويعني ذلك أن القرارات النقدية لم تعد تتخذ تبعاً للقرارات الحقيقية المتخذة على أساس كمي من طرف هيئة التخطيط، بل أصبحت هذه القرارات تتخذ على أساس الأهداف النقدية التي تتخذها السلطة النقدية اعتماداً على الوضع النقدي السائد، واعتماداً على هذا المبدأ في قانون النقد والقرض يؤدي إلى تحقيق مجموعة من الأهداف نذكر منها ما يلي :

- استعادة البنك المركزي لمكانته على قمة هرم النظام المصرفي واستعادة صلاحياته في تطبيق السياسة النقدية.
- استعادة الدينار لوظائفه التقليدية وتوحيد استعمالاته داخلياً بين المؤسسات العمومية والمؤسسات الخاصة.
- تحريك السوق النقدية وتنشيطها واحتلال السياسة النقدية لمكانتها كوسيلة من وسائل الضبط الاقتصادي.
- رد الاعتبار لسعر الفائدة في السياسة النقدية وجعله يلعب دوراً مهماً في اتخاذ القرارات المرتبطة بالقرض.
- إزالة التمييز في منح القروض بين المؤسسات العامة والمؤسسات الخاصة.

❖ **الفصل بين الدائرة النقدية والدائرة المالية:** كانت الخزينة تلجأ غالباً إلى النظام المصرفي لتمويل نفقاتها عن طريق ما يسمى بعملة القرض، أي اللجوء إلى الموارد المتأتية عن طريق الإصدار النقدي الجديد، هذا الأمر أدى إلى التداخل بين صلاحيات الخزينة وصلاحيات السلطة النقدية، وخلق أيضاً تداخلاً بين أهدافهما التي لا تكون دوماً متجانسة. وفي إطار القانون الجديد لم تعد الخزينة حرة في اللجوء إلى عملية الاقتراض من البنك المركزي كما كان في السابق ليتم بذلك الفصل بين الدائرتين النقدية والمالية، وأصبح تمويل عجز الخزينة قائم على بعض الشروط. وقد سمح هذا المبدأ بتحقيق الأهداف التالية:

✓ استقلال البنك المركزي عن الدور المتعاضد للخزينة العمومية.

- ✓ تقليص ديون الخزينة تجاه بنك الجزائر والقيام بتسديد الديون السابقة المتراكمة عليها.
- ✓ تهيئة المحيط الملائم كي تلعب السياسة النقدية دورها بشكل فعال.
- ✓ الحد من الآثار السلبية للمالية العامة على التوازنات النقدية.

❖ **الفصل بين دائرة الميزانية ودائرة القرض:** كانت الخزينة في النظام السابق تلعب الدور الأساسي في تمويل استثمارات المؤسسات العمومية، حيث همش النظام البنكي وكان دوره يقتصر على تسجيل عبور الأموال من دائرة الخزينة إلى المؤسسات. وخلق مثل هذا الأمر غموضاً كبيراً على مستوى نظام التمويل، وتفتن قانون النقد والقرض لهذه المشكلة حيث أبعد الخزينة عن منح القرض للاقتصاد ليبقى دورها يقتصر على تمويل الاستثمارات الإستراتيجية المخططة من طرف الدولة، وابتداء من هذه اللحظة أصبح النظام البنكي هو المسؤول عن منح القروض في إطار مهمته التقليدية. ويسمح الفصل بين هذين الدائرتين بلوغ الأهداف التالية:

- ✓ استرجاع البنوك والمؤسسات المالية وظائفها التقليدية وخاصة تلك المتعلقة بمنح الائتمان، بحيث أصبحت تعمل في ظروف تنطوي على عناصر المخاطرة المصرفية.
- ✓ تراجع دور الخزينة العمومية في تمويل النشاط الاقتصادي.
- ✓ اعتماد الفعالية الاقتصادية للمشاريع عند منح الائتمان وتراجع الهيمنة الإدارية في ذلك.

❖ **إنشاء سلطة نقدية وحيدة ومستقلة:** كانت السلطة النقدية سابقاً مشتتة في مستويات عديدة، فوزارة المالية كانت تتحرك على أساس أنها السلطة النقدية، والخزينة العمومية كانت تلجأ في أي وقت إلى البنك المركزي لتمويل عجزها وكانت تتصرف كما لو كانت هي السلطة النقدية، والبنك المركزي كان يمثل بطبيعة الحال سلطة نقدية لاحتكاره امتياز إصدار النقود. ولذلك جاء قانون النقد والقرض ليلغي هذا التعدد في مراكز السلطة النقدية، وكان ذلك بأنه أنشأ سلطة نقدية وحيدة ومستقلة عن أي جهة كانت، حيث وضع هذه السلطة النقدية في الدائرة النقدية، وبالذات في هيئة جديدة أسماها "مجلس النقد والقرض"، وجعل قانون النقد والقرض هذه السلطة:

- وحيدة، ليضمن انسجام السياسة النقدية.
- مستقلة، ليضمن تنفيذ هذه السياسة من أجل تحقيق الأهداف النقدية.
- موجودة في الدائرة النقدية لكي يضمن التحكم في تسيير النقد ويتفادى التعارض بين الأهداف النقدية.

❖ **وضع نظام مصرفي على مستويين:** جاء قانون النقد والقرض ليؤكد مبدأ إقامة نظام مصرفي على مستويين. بمعنى الفصل بين مفهوم البنك المركزي كملجأ أخير للإقراض وبين مهام البنوك الأخرى كمؤسسات تقوم بتعبئة المدخرات ومنح الائتمان وتعمل في ظروف تنطوي على عناصر المخاطرة البنكية. وبموجب هذا الفصل أصبح البنك المركزي يمثل فعلاً بنك البنوك يراقب نشاطاتها ويتابع عملياتها، كما أصبح بإمكانه أن يوظف مركزه كملجأ أخير للإقراض في التأثير على سيولة الاقتصاد حسب ما يقتضيه الوضع النقدي. وبموجب ترأسه للنظام البنكي

وتواجهه فوق كل البنوك، بإمكانه أن يحدد القواعد العامة للنشاط البنكي ومعايير تقييم هذا النشاط في اتجاه خدمة أهدافه النقدية وتحكمه في السياسة النقدية.

2.8. الهيكل الجديد للمنظومة المصرفية على ضوء قانون النقد والقرض

لقد أدخل قانون النقد والقرض تعديلات مهمة في هيكل النظام البنكي الجزائري سواء تعلق الأمر بهيكل البنك المركزي والسلطة النقدية أو بهيكل البنوك، ولأول مرة منذ قرارات التأميم، تم السماح للبنوك الأجنبية بأن تقيم أعمالها في الجزائر، كما تم أيضا وبموجب نفس الأحكام السماح بإنشاء بنوك خاصة، وبذلك فقد أصبح الهيكل العام للنظام المصرفي الجزائري وفق هذا القانون على الشكل التالي (لطرش، 2010، صفحة 201، 202):

1.2.8. بنك الجزائر: يعرف قانون النقد والقرض بنك الجزائر في مادته 11 بأنه "مؤسسة وطنية تتمتع بالشخصية المعنوية والاستقلال المالي". ومنذ صدور هذا القانون، أصبح البنك المركزي يسمى في تعامله مع الغير بنك الجزائر، حيث يخضع إلى قواعد المحاسبة التجارية باعتباره تاجرا، وتعود ملكية رأس ماله بالكامل للدولة يسيره جهازان هما: المحافظ ومجلس النقد والقرض.

2.2.8. البنوك التجارية: يعرف قانون النقد والقرض في مادته 114 البنوك التجارية على أنها " أشخاص معنوية مهمتها العادية والرئيسية إجراء العمليات المصرفية في المواد من 110 إلى 113 من هذا القانون". وبالرجوع إلى هذه المواد نجد أن البنوك التجارية هي تلك المؤسسات التي تقوم بالعمليات التالية:

- جمع الودائع من الجمهور.
- منح القروض.
- توفير وسائل الدفع اللازمة ووضعها تحت تصرف الزبائن والسهر على إدارتها.

3.2.8. المؤسسات المالية: تعرف المادة 115 من قانون النقد والقرض المؤسسات المالية بأنها " أشخاص معنوية مهمتها العادية والرئيسية القيام بالأعمال البنكية ماعدا تلقي الأموال من الجمهور بمعنى المادة 111". ويعني هذا الأمر أن المؤسسات المالية تقوم بالقرض على غرار البنوك التجارية، ولكن دون أن تستعمل أموال الغير، بمعنى أن المصدر الأساسي للأموال المستعملة يتمثل في رأس مال المؤسسة المالية وقروض المساهمة... الخ.

4.2.8. البنوك والمؤسسات المالية الأجنبية: ابتداء من صدور قانون النقد والقرض أصبح بإمكان البنوك والمؤسسات المالية الأجنبية أن تفتح فروعها في الجزائر تخضع لقواعد القانون الجزائري. وكل مؤسسة بنكية أو مؤسسة مالية يجب أن يخضع فتح هذه الفروع إلى ترخيص خاص يمنحه مجلس النقد والقرض ويتجسد في قرار صادر عن محافظ بنك الجزائر. ويجب أن تستعمل هذه البنوك والمؤسسات المالية الأجنبية رأس مالا يوازي على الأقل رأس المال الأدنى المطلوب تأمينه من طرف البنوك والمؤسسات المالية الجزائرية كما هو محدد بواسطة النظام رقم 90-01 المؤرخ في 4 جويلية 1990 المتعلق برأس المال الأدنى للبنوك والمؤسسات المالية العاملة في الجزائر.

3.8. الأجهزة التنظيمية والهيئات الرقابية الجديدة في النظام البنكي الجزائري

وهي تلك الهيئات التي أحدثها قانون النقد والقرض والتي تعمل على مستوى بنك الجزائر للرقابة على الجهاز المصرفي خاصة بعدما فتح التنظيم الجديد للنظام البنكي الجزائري المجال أمام المبادرة الخاصة والأجنبية، مما يتطلب أن تكون للسلطة النقدية آليات وهيئات للرقابة على هذا النظام والمتمثلة فيما يلي (لطرش، 2010، الصفحات 205-209):

1.3.8. مجلس النقد والقرض: هو مجلس وطني له مهمة إدارة بنك الجزائر بدلا عن المجلس الوطني للقروض الذي أنشئ بموجب القانون السابق للبنوك والقروض لعام 1986، حيث يقوم بصياغة سياسات الائتمان والنقد الأجنبي والإشراف على متابعة الدين الخارجي ووضع السياسات النقدية ومعاييرها، وله صلاحيات اتخاذ كل الإجراءات والقرارات اللازمة لسير الجهاز المصرفي والتي لها علاقة مباشرة أو غير مباشرة بالطابع المالي والنقدي. كما يمارس المجلس دوره الأساسي كمجلس نقدي من حيث سلطة القرار في مختلف المسائل المالية والنقدية كإصدار النقد وإتلافه وضبط الكتلة النقدية، بالإضافة إلى تحديد شروط البنوك والمؤسسات المالية وتنظيم نشاطها وشروط إنشاء بنوك وطنية خاصة ونشاط البنوك الأجنبية، كذلك مباشرة مختلف عمليات بنك الجزائر على الذهب النقدي والعملات الأجنبية وعمليات إعادة الخصم، وتنظيم ومراقبة السوق النقدية وسوق الصرف الأجنبي وغرفة المقاصة (لعراف، 2013، صفحة 160، 161).

2.3.8. لجنة الرقابة المصرفية: ينص قانون النقد والقرض في مادته 143 على: " تنشأ لجنة مصرفية مكلفة بمراقبة حسن تطبيق القوانين والأنظمة التي تخضع لها البنوك والمؤسسات المالية وبمعاينة المخالفات المثبتة". وتقوم اللجنة بأعمالها الرقابية على أساس الوثائق المستندية أو عن طريق زيارتها الميدانية إلى مراكز البنوك والمؤسسات المالية وذلك بمساعدة البنك المركزي الذي يعين من بين مستخدميه من يقوم بتنظيم الرقابة المستندية للجنة. ولا تتوقف حدود مجال الرقابة عند نشاطات البنك أو المؤسسة المالية، بل يمكن أن تمتد إلى أي شخص له مساهمة مالية سواء كان يسيطر بطريقة مباشرة أو غير مباشرة على هذه البنوك والمؤسسات المالية، كما يمكن أن تمتد هذه الرقابة إلى الشركات التابعة لهذه المؤسسات، سواء كان نشاطها يتم بالكامل داخل الجزائر أو لها فروع في الخارج.

وتختتم العمليات الرقابية لهذه اللجنة بتدابير وعقوبات تأديبية تتماشى درجة شدتها حسب الأخطاء والمخالفات المثبتة. وإضافة إلى كل ذلك، يمكن للجنة اتخاذ تدابير أخرى من بين التدابير المقترحة في المادة 156 من قانون النقد والقرض (التنبيه، اللوم، إلغاء الترخيص بممارسة العمل،...).

3.3.8. مركزية المخاطر: في إطار الوضع الجديد الذي يتسم بحرية المبادرة وقواعد السوق في العمل البنكي، تتزايد المخاطر المرتبطة بالقروض، ويحاول البنك المركزي أن يجمع كل المعلومات التي تهدف إلى مساعدة النظام البنكي على التقليل من هذه المخاطر. وفي هذا الإطار، أسس قانون النقد والقرض في مادته 160 هيئة تقوم

بتجميع هذه المعلومات سيمت مركز المخاطر: "ينظم ويسير بنك الجزائر مصلحة مركزية للمخاطر تدعى مركز المخاطر تتكفل بجمع أسماء المستفيدين من القروض وطبيعة وسقف القروض الممنوحة والمبالغ المسحوبة والضمانات المعطاة لكل قرض من جميع البنوك والمؤسسات المالية".

4.3.8. مركزية عوارض الدفع: رغم أن هناك مركزية للمخاطر على مستوى بنك الجزائر تعطي مسبقا معلومات خاصة ببعض أنواع القروض والزبائن، إلا أن ذلك لا يلغي كامل المخاطر المرتبطة بهذه القروض، ولذلك فقد قام بنك الجزائر بموجب النظام رقم 92-02 المؤرخ في 22 مارس 1992 بإنشاء مركزية لعوارض الدفع، وفرض على كل الوساطة المالية الانضمام إلى هذه المركزية وتقديم كل المعلومات الضرورية لها. وتقوم مركزية عوارض الدفع بتنظيم المعلومات المرتبطة بكل الحوادث والمشاكل التي تظهر عند استرجاع القروض أو تلك التي لها علاقة باستعمال مختلف وسائل الدفع. ومهمة مركزية عوارض الدفع في هذا المجال تتلخص في عنصرين:

- الأول وهو تنظيم بطاقة مركزية لعوارض الدفع وما قد ينجم عنها وتسييرها، وتتضمن هذه البطاقة بطبيعة الحال كل الحوادث المسجلة بشأن مشاكل الدفع أو تسديد القروض.
- الثاني، وهو نشر قائمة عوارض الدفع وما يمكن أن ينجم عنها من تبعات وذلك بطريقة دورية وتبليغها إلى الوسطاء الماليين وإلى أية سلطة أخرى معينة.

5.3.8. جهاز مكافحة إصدار الشيكات بدون رصيد: إذا كانت مركزية عوارض الدفع تهتم بتجميع المعلومات المرتبطة بمشاكل الدفع الخاصة بالقروض أو بأدوات الدفع، فإن جهاز مكافحة إصدار الشيكات بدون رصيد أو مؤونة جاء ليدعم ضبط قواعد العمل بأهم أحد وسائل الدفع وهي الشيك. وقد تم إنشاء هذا الجهاز بموجب النظام 92-03 المؤرخ في 22 مارس 1992. ويعمل هذا الجهاز على تجميع المعلومات المرتبطة بعوارض دفع الشيكات لعدم كفاية الرصيد والقيام بتبليغ هذه المعلومات إلى الوسطاء الماليين المعنيين. حيث يجب على الوسطاء الماليين الذين وقعت لديهم عوارض دفع لعدم كفاية الرصيد أو لعدم وجوده أصلا أن يصرحوا بذلك إلى مركزية عوارض الدفع حتى يمكن استغلالها وتبليغها إلى الوسطاء الماليين الآخرين، إذ يجب عليهم في هذا المجال أن يطلعوا على سجل عوارض الدفع قبل تسليم أول دفتر للشيكات للزبون.

4.8. الهيكل الحالي للجهاز المصرفي الجزائري

لقد كان لصدور قانون النقد والقرض دورا بارزا في إعادة تشكيل وهيكل الجهاز المصرفي الجزائري في شكله الحالي، فقد أتاح إمكانية إنشاء بنوك ومؤسسات مالية خاصة وأجنبية، ومزاولة أنشطتها المصرفية في الجزائر بشرط الالتزام بقوانينه وضوابطه، مما سمح بتوفير جو من المنافسة الحرة وتحسين أداء البنوك فيما يخص تعبئة الموارد المالية وتمويل الاستثمارات والمشاريع التنموية، وزيادة كفاءتها وفعاليتها. وعموما يمكن إبراز تركيبة الجهاز المصرفي الجزائري الحالي في معظمها من خلال الجدول 12.

الجدول 12: أهم البنوك والمؤسسات المالية العاملة في الجزائر

المؤسسات المالية	البنوك التجارية والإسلامية الخاصة	البنوك التجارية العامة	البنك المركزي
يونيون بنك	البركة بنك	البنك الوطني الجزائري BNA	
فينلاب	بنك السلام	القرض الشعبي الجزائري CPA	
منى بنك	سي تي بنك	بنك الجزائر الخارجي BEA	
شركة إعادة التمويل الرهني	بنك العرب للتعاون ABC	بنك الفلاحة والتنمية الريفية BADR	
بنك الجزائر الدولي	الوكالة الجزائرية للبنك CAB	بنك التنمية المحلية BDL	
سوفيناس	نتيكسيس بنك	البنك الوطني للتوفير والاحتياط CNEP	
القرض الايجاري العربي للتعاون	الشركة العامة Societe Generale		
	البنك العام المتوسطي GBM		
	الريان بنك		
	بنك العرب الجزائر		
	البنك الوطني الشعبي الباربي		
	ترست بنك		
	أركو بنك		
	بنك الخليج الجزائر		
	بنك هاوسنك للتجارة والمالية		

المصدر: (لعراف، 2013، صفحة 167، 168)

5.8. التحديات والمشاكل التي تواجه القطاع المصرفي الجزائري

على الرغم من التحسن المسجل على مستوى البنوك الجزائرية من حيث زيادة أصولها ورؤوس أموالها، إلا أنها لا تزال تعاني من صغر أحجامها مقارنة مع البنوك العربية والأجنبية، ومن مستوى التطور المالي بشكل عام الذي مازال بعيدا عن المستوى المطلوب. وفيما يلي سوف نتطرق لأهم المشاكل والتحديات التي تواجه النظام المصرفي الجزائري (لعراف، 2013، الصفحات 214-217):

- يعاني القطاع المصرفي الجزائري من التركيز الشديد، حيث تسيطر البنوك التجارية العامة على أكثر من 95 % من إجمالي الأصول البنكية، الأمر الذي يحد من المنافسة ويعيق تطور الصناعة المصرفية.
- يتسم النظام المصرفي الجزائري بوجود قيود مالية ومحاسبية وتنظيمية، تحد من قدرة الجهاز المصرفي الجزائري على مواكبة التطورات العالمية الحديثة في مجال العمل المصرفي، حيث لا نجد مثالا في البنوك الجزائرية أنظمة محاسبية متقدمة ملائمة لتغطية الحسابات ومعالجة العمليات البنكية الحديثة، وكذلك غياب تحليل مالي بنكي دقيق مكيف مع واقع البنوك العصرية وبرامج الحاسوب والانترنت، بالإضافة إلى ضعف منظومة الاتصال التنظيمي بين مختلف

المصالح داخل البنك مما يصعب من إحداث التنسيق والتعاون الضروريين، كما أن صعوبة تدفق المعلومات بالكمية المناسبة وفي الوقت المناسب ينعكس سلبا على عملية اتخاذ القرار.

■ يحتاج النظام المصرفي الجزائري إلى زيادة مستوى الاستثمار في التكنولوجيا البنكية الحديثة، وتطبيق الأنظمة والبرامج العصرية، لكي يكون قادرا على مواجهة المنافسة المحلية والعالمية، كما أن استخدام التكنولوجيا يزيد من سرعة التسويات وزيادة الشفافية، إذ يسمح بنشر كافة المعلومات الموجودة فورا مما يزيد من ثقة المستثمرين بالبنوك ويجذبهم للتعامل معها.

■ نقص الكفاءة الإدارية نتيجة النقص الكبير في الموارد البشرية ذات الخبرة والكفاءة المصرفية ونقص التدريب خصوصا في مجالات المخاطر وإدارة المحافظ الائتمانية، هذا بالإضافة إلى ضعف واضح في استخدام التكنولوجيا ونظم المعلومات الحديثة في ممارسة العمل المصرفي.

■ صغر حجم البنوك الجزائرية مقارنة بالبنوك العالمية وهذا ما يضعف قدراتها التنافسية، ويعد هذا الأمر أكثر حدة بالنسبة للبنوك الخاصة التي لم تستطع فرض وجودها في ظل سيطرة البنوك العمومية الستة على القطاع.

■ البنوك الجزائرية تفتقد للاحترازية اللازمة لارتباطها الدائم بالسلطات العامة وبالتالي بقاؤها أداة بيد الدولة، ودليل ذلك أن معظم القروض الممنوحة من طرف البنوك تستفيد منها المؤسسات العامة.

من خلال ما سبق، يتأكد لنا أن مواصلة إصلاح النظام المصرفي الجزائري توجه لا بديل عنه في ظل العوالة الاقتصادية، وتعدد وتنوع حاجات العملاء من الأفراد والشركات، فقد أصبح القطاع البنكي الجزائري في حاجة إلى المزيد من الخدمات المصرفية الجديدة وإلى أدوات استثمارية مبتكرة يواجه بها حاجيات المتعاملين الاقتصاديين خاصة في ظل التحديات الخارجية العديدة على الساحة الدولية والتي نذكر منها:

* التطورات التكنولوجية المتلاحقة التي ألغت البعد المكاني وسهلت الترابط بين الأسواق العالمية في مختلف أنحاء العالم من خلال وسائل الاتصالات الحديثة، واعتماد الاقتصاد العالمي على المعلومات وسرعة وفورية الاتصال والترابط.

* توافر الأدوات المالية والمصرفية المبتكرة التي تؤدي إلى أنواع جديدة من الخدمات المصرفية من خلال مصارف ومؤسسات مالية تعمل على نطاق السوق العالمية، ومن خلال استغلال تكنولوجيا المعلومات والاتصالات الجديدة.

* الاتجاه نحو توحيد مختلف الأعمال المصرفية والخدمات المالية وحتى خدمات التأمين تحت سقف واحد، وتضائل الفوارق بين المصارف والمؤسسات المالية الاستثمارية وشركات التأمين، وهو ما يعرف بإستراتيجية البنك الشامل.

* التزام البنوك العالمية بالاتفاقيات الدولية مثل نسبة رأس المال (معيار بازل لكفاية رأس المال) والاتفاقيات الدولية الخاصة بمنظمة التجارة العالمية، ولاسيما في مجال الخدمات المصرفية خصوصا فيما يتعلق بالالتزام بفتح القطاع المصرفي للمشاركة الدولية.



تمهيد

يعتبر السوق النقدي أحد المصادر الأساسية في تأمين سيولة النظام المصرفي، وفي تمكين البنك المركزي من الرقابة على الأحوال الائتمانية في البلاد. ففي السوق النقدية تجد البنوك التجارية المجال المناسب في عرض قدر هام من مواردها المالية البالغة السيولة، كما يجد البنك المركزي في هذه السوق منفذه للتأثير على سياسة البنوك التجارية وذلك بمختلف تقنياتها وسياساتها.

1.9. مفهوم السوق النقدي

يعرف سوق النقد على أنه: عبارة عن أسواق استثمار قصيرة الأجل لا تتجاوز أجل استحقاق الأوراق المالية فيها سنة، ويرتكز هذا السوق على عامل أساسي هو سعر الفائدة والذي يتحدد بناء على الطلب والعرض (شرون، 2020، صفحة 187). كما تعرف السوق النقدية أيضا بأنها: تلك السوق التي يتم فيها تداول الأصول المالية قصيرة الأجل وليس لها مكان محدد بذاته بل يتم التعامل من خلال السماسرة المتخصصين والبنوك التجارية (كولار وآخرون، 2019، صفحة 22).

أيضا يراد بالسوق النقدي: " ذلك السوق الذي يتدخل فيه البنك المركزي وبعض المؤسسات المتخصصة لتبادل النقود المركزية، بحيث يوظف المقرضون فوائضهم النقدية في الأجل القصير في حين يسعى المقرضون إلى تغطية العجز المسجل في حساباتهم، وتتخذ المعدلات المطبقة في السوق النقدي بناء على قوى العرض والطلب والمرفقة بتدخلات البنك المركزي والتي يتمكن من خلالها من التأثير على حجم النقود المركزية الموجودة في الاقتصاد وعلى قيمة النقود في المدى القصير" (H.Guitton & G.Bramouille, 1978, p. 219).

من هذه التعاريف نستنتج أن سوق النقد Money Market هو سوق للاستثمار قصير الأجل لا تتجاوز آجال استحقاق الأدوات المالية فيه سنة واحدة. كما أنه يعد مصدراً للتمويل قصير الأجل (تمويل رأس المال العامل)، ولأنه خاص بالتعاملات قصيرة الأجل، فهو يتمتع بمزايا كثيرة أهمها الأمان والسيولة. تؤدي المصارف التجارية دورا مهما في نشاط هذا السوق، يشاركها في ذلك بعض المؤسسات المالية التي تقوم بدور الوساطة فيه، أما المستثمرون الأفراد فدورهم محدود نسبيا في سوق النقد بسبب انخفاض معدل العائد المتوقع من أدوات الاستثمار فيه (قندوز، 2021، صفحة 11).

2.9. خصائص السوق النقدي

يتميز سوق النقد بمرونته العالية، خاصة أن الفاعلين فيه هم المؤسسات المالية (البنك المركزي، البنوك، صناديق الاستثمار... الخ)، ولأنه بطبيعته سوق للمعاملات التي تقل مدتها عن سنة، فهو يتميز بالسيولة العالية وتدني درجة المخاطرة فيه، وعموما من أهم خصائص هذا السوق ما يلي (شرون، 2020، صفحة 188، 189):

* يختلف السوق النقدي عن الأسواق التي تتعامل بالأدوات المالية الطويلة الأجل في أن السوق النقدي ليس له مكان رسمي ليتم فيه تحويل النقود من المقرضين إلى المقترضين.

* انخفاض مستويات المخاطر السوقية: يتسم سوق النقد بتدني درجة المخاطر السوقية نتيجة انخفاض احتمالات تراجع أسعار الأوراق المالية المتداولة فيه، نظراً لكونها أوراقاً قصيرة الأجل. لذا تترك التغيرات الحادثة في أسعار الفائدة أو نتيجة أية متغيرات اقتصادية أو مالية أخرى آثاراً محدودة على الأسعار السوقية لهذه الأوراق، مما يجعل قيمتها عند الاستحقاق شبه مؤكدة.

* انخفاض مستويات المخاطر الائتمانية: ترتبط مخاطر الائتمان باحتمال عجز المدين عن الوفاء بدينه عند استحقاقه، وفي سوق النقد حيث الأدوات المتداولة فيه صادرة عن مؤسسات ذات مراكز ائتمانية قوية كالبنوك المركزية، أو البنوك التجارية، أو المؤسسات الحكومية، فإن مخاطر التعثر أو عدم السداد جد منخفضة.

* يصنف السوق النقدي على أنه سوق جملة لأن التعامل فيه يتم عادة بين تجار، حيث تتم به صفقات بملايين الدولارات للصفقة الواحدة.

* يتمتع السوق النقدي بكفاءة عالية حيث يتم تمكين المقرضين والمقترضين من تحويل مبالغ بكميات كبيرة بسرعة فائقة وبتكاليف قليلة للعملية الواحدة.

* يتمتع السوق النقدي بخاصية غير عادية حيث يتم التعامل في السوق بدرجة عالية من الثقة بين المتعاملين خاصة وأن التعامل يتم دائماً بسرعة فائقة.

3.9. أهمية السوق النقدي

تظهر أهمية السوق النقدي من خلال الدور الذي يلعبه في تأمين السيولة للنظام البنكي وذلك من خلال عمليات الإقراض والاقتراض التي تتم بين المؤسسات المالية المتدخلة فيه، فهو يسمح بجلب المدخرات السائلة ومنحها في شكل قروض موفراً بذلك تمويل قصير الأجل. كما يسمح بتمويل مختلف الأنشطة الاقتصادية في المدى القصير بإصدار سندات الحقوق القابلة للتفاوض، وهو مصدر تمويل غير تضخمي يتم بأسعار فائدة تتحدد على أساس قوى الطلب والعرض في السوق.

إضافة لما سبق، يعتبر السوق النقدي بمثابة القناة التي يقوم البنك المركزي من خلالها بضبط الكتلة النقدية وذلك باستخدام أدوات السياسة النقدية مؤثراً بذلك على معدلات السوق ونشاطه وحجم الأموال السائلة فيه بما يتماشى وأهداف السياسة الاقتصادية العامة للبلد (B.Ammour, 1997, p. 44).

وترجع أهمية السوق النقدية بشكل أساسي أيضاً إلى دورها في إعادة تجديد سيولات البنوك التجارية في تلبية متطلبات الاقتصاد بصفة عامة. فمن وجهة نظر الاقتصاد القومي يؤمن وجود هذه السوق سرعة حصول المقترض على الأموال التي يحتاجها، كما يؤمن للمقترض إمكانية تحويل أصوله المالية قصيرة الأجل بسرعة إلى أرصدة نقدية سائلة. أما من وجهة نظر المصارف المركزية يعتبر وجود هذه السوق وسيلة مهمة في التأثير على حجم الاحتياطيات

النقدية للمصارف التجارية، وبالتالي في التأثير على مستويات الفائدة سواء قصيرة الأجل أو طويلة الأجل وكلها من الأمور الحاسمة عند رسم السياسة النقدية.

إلى جانب ذلك فإن أهمية السوق النقدية تتمثل في أنها تؤمن السيولة النقدية وتوفر أدوات الدفع للجهاز المصرفي، وبذلك يتمكن هذا الأخير من القيام بدوره في تمويل النشاط الاقتصادي الجاري من تجارة، صناعة واستهلاك، فالمشروعات الاقتصادية تحتاج أثناء تنفيذ خططها الإنتاجية السنوية إلى أصول نقدية سائلة لشراء المواد الأولية ودفع الأجور للعمال واستيراد عناصر الإنتاج وغيرها من العمليات المرتبطة بالنشاط الإنتاجي وتجده.

كما أن الأفراد يحتاجون إلى الائتمان الاستهلاكي عندما تعجز مواردهم النقدية السائلة خاصة عن مواجهة متطلباتهم، وكذلك الأمر بالنسبة للحكومة لمواجهة نفقاتها الجارية والطارئة والتي تتجاوز الإعتمادات الواردة في الميزانية، ويعتبر قطاع التجارة أكثر المجالات استخداما للموارد النقدية والتسهيلات الائتمانية، حيث يحتاج هذا القطاع إلى ضمانات مصرفية وإعتمادات مفتوحة، يستطيع من خلالها أن يغطي احتياجاته من الأصول النقدية، لتأمين استيراد بضائعه من الخارج أو تسويق منتجاته في الداخل. ومن خلال العمليات المتقدمة تجدد البنوك التجارية مجالا لتوظيف فوائضها النقدية لديها والمتمثلة في الأرصدة الدائنة للبنك التجاري لدى البنك المركزي (السيولة) عن طريق عرضها في السوق النقدية (رايس، 2006، صفحة 4، 5).

4.9. أقسام السوق النقدي

تنقسم السوق النقدية عادة إلى قسمين هما (أحمد الشناوي و مبارك، 2000، صفحة 126، 127):

1.4.9. السوق الأولى: وهي السوق التي يتم فيها الحصول على الأموال التي يراد توظيفها لأول مرة لآجال قصيرة بأسعار فائدة تتحدد حسب مصدر هذه الأموال ومثانة المركز المالي للمقرض وسمعته المالية.

2.4.9. السوق الثانوي: وهي التي يجري فيها تبادل الإصدارات قصيرة الأجل التي سبق إصدارها في السوق الأولى بأسعار تتحدد حسب قانون العرض والطلب.

من هذا التقسيم نستخلص أن السوق الأولى محله إصدارات جديدة تمثل البيع الأول لأدوات الدين، بينما السوق الثانوي فمحله إصدارات مستعملة يتم تداولها بين مشتريها الأول ومشتريين آخرين، وعليه يعتبر السوق الثانوي أكثر أهمية من السوق الأولى لكونه يختص بعمليات الشراء والبيع فيما بين أطراف جديدة لم يجر التعامل معها في السوق الأولى لدرجة أنه عندما نذكر سوق النقد يكون المقصود بذلك هو السوق الثانوي للنقد. ويتكون سوق النقد (الثانوي) بصفة عامة من سوقين فرعيين حسب نوع العمليات التي تتم في كل منهما وهما:

■ **سوق الخصم:** في هذه السوق يتم خصم أدوات الائتمان قصيرة الأجل والتي من أهمها: الأوراق التجارية العادية (الكمبيالات والسندات الأذنية)، القبولات المصرفية، أذونات الخزينة... الخ.

■ **سوق القروض قصيرة الأجل:** وتشمل هذه السوق جميع أنواع القروض التي تعقد لآجال قصيرة تتراوح بين أسبوع واحد وسنة كاملة، ويكون قوامها الأساسي من المشروعات والأفراد من ناحية، والمصارف التجارية وبعض

مؤسسات الإقراض المتخصصة في منح الائتمان قصير الأجل من جهة أخرى. وهناك علاقة عكسية بين درجة تقدم هذه السوق وبين الحد الأدنى لأجل القرض بحيث يصل الحد الأدنى للإقراض قصير الأجل في بعض أسواق النقد في أوروبا (ألمانيا وإنجلترا) إلى ليلة واحدة، بحيث يتم تجديد القرض في كل يوم لليوم التالي ويكون بالطبع من حق الدائن أن يمتنع عن التجديد في أي يوم.

5.9. تنظيم السوق النقدي

تعتبر السوق النقدية مصدرا أساسيا تلجأ إليه البنوك التجارية بهدف إعادة تجديد سيولتها، وتوظيف فوائضها النقدية عن طريق عرضها في هذه الأسواق، في علاقة مع أي متدخل، سواء مؤسسات مالية مصرفية وغير مصرفية يسمح لها بالتدخل في السوق النقدية لتوظيف فوائضها المالية. وتجدر الإشارة إلى عدم وجود موقع معين تنصرف إليه السوق النقدية - كما هو الشأن بالنسبة للسوق المالية - حيث يتلاقى فيها المقرضين والمقترضين، ذلك أن التعاون عادة ما يتم عن طريق الوسطاء الذين يعملون على ربط الصلة بين مختلف وسائل الاتصال السلكية واللاسلكية. وعموما يتعامل في هذه السوق أطراف متعددة بصفات متباينة نبينها فيما يلي (رايس، 2006، صفحة 5، 6):

1.5.9. المتدخلون على مستوى السوق النقدي: ينشط على مستوى السوق النقدي نوعين من المتدخلين:

○ المتدخل الرئيسي: ويتكون من البنك المركزي والبنوك التجارية.

○ المتدخل الإضافي: ويتكون من مختلف المؤسسات المالية غير المصرفية.

إلا أن هذه المؤسسات لا تلعب نفس الدور على مستوى هذه السوق ويتضح ذلك فيما يلي:

* **المؤسسات التي تلعب دور المقرضة:** ويتمثل نشاطها الأساسي في استقبال الأموال والبحث عن توظيف يحقق لها السيولة والعائد، وتتكون أساسا من المؤسسات المالية غير المصرفية، فتدخل هذه الأخيرة في السوق النقدية لتوظيف فوائضها المالية في استثمارات مختلفة.

وعموما تعرف الأسواق النقدية في معظم دول العالم هذا النوع من المؤسسات، ومن أمثالها: شركات التأمين، صناديق التقاعد، شركات الادخار والتوفير... الخ.

* **المؤسسات التي تلعب دور المقرضة:** وهي خصوصا بنوك القرض متوسط وطويل الأجل والتي لا تسمح لها قواعد العمل باستقبال ودائع الجمهور، وبالتالي فهي تتسم بضعف بعض الموارد الضرورية لمباشرة نشاطها، وأحسن مثال على ذلك بعض المؤسسات المالية المتخصصة وبنوك التنمية، كما يسمح للخزينة العمومية القيام بهذا الدور.

* **المؤسسات ذات الدور المختلط:** وتتمثل في مختلف المؤسسات المالية المصرفية، بحيث تتدخل هذه الأخيرة بصفتها مقرضة تارة ومقرضة تارة أخرى كما قد تقوم بالدورين في نفس الوقت ولكن لآجال مختلفة، ومن أمثلتها: البنوك التجارية على وجه الخصوص، بالإضافة إلى الدور الذي يؤديه البنك المركزي على مستوى السوق النقدية كمتدخل رئيسي في إعادة تجديد سيولات البنوك التجارية.

2.5.9. وسطاء السوق النقدية: هناك مجموعة من الوسطاء بإمكانهما التدخل في السوق النقدية لربط الصلة بين جماعة المقرضين والمقترضين، نسلط الضوء عليها فيما يلي:

* **السماسرة:** السمسار هو "وسيط حر"، لا يقدم أي ضمان بالوفاء Ducroire، فبمجرد إبرام العملية يرسل لكل طرف بطاقة يوضح فيها طبيعة العملية، مبلغها، تاريخ الاستحقاق والمعدل المتفق عليه، بالإضافة إلى ذلك فإن السمسار يتقاضى عمولة تمنح له من طرف المقترض، وهي نسبة مئوية من الصفقات التي يعقدها، إلا أنه لا يتاجر باسمه الشخصي فلا يظهر اسمه في الصفقة بينما يظهر فقط اسم وإمضاء المتعاقدين.

* **بيوت الخصم:** وهي تأخذ شكل بنوك أو مؤسسات مالية يسمح لها بالقيام بدور الوسيط في السوق النقدية، فتتقترض من طرف بعض المؤسسات من أجل إعادة إقراضها لجهات أخرى سواء بنفس تاريخ الاستحقاق، بحيث يكون الفارق في معدل الفائدة ضعيفا، أو عند تواريخ استحقاق مختلفة، فمثلا قد يكتب في سندات الخزينة لمدة سنة، والموافقة على منح القروض لمدة سنة أو سنتين أو أكثر، والفارق في المعدل بين هاتين العمليتين يكون ما يسمى بهامش الربح Marge Beneficiare.

بالإضافة إلى ذلك فإن لبيوت الخصم دور جد هام، يتمثل في التوسط بين البنوك والبنك المركزي في العديد من التدخلات التي يقوم بها هذا الأخير.

* **بيوت القبول:** وهي مؤسسات خاصة بعمليات الاستيراد والتصدير تقوم بقبول الأوراق التجارية بالتوقيع على هذه الأوراق المسحوبة على عملائها، هذا ما يؤكد تعهدا بدفع قيمة الأوراق عند حلول تاريخ الاستحقاق الذي هو عادة لأجل قصير وهذا ما يساعد على زيادة تداول الأوراق داخل السوق النقدي.

* **بيوت التوفير:** يقصد بها المؤسسات التي تتلقى الأموال القصيرة الأجل من أجل توظيفها في استثمارات طويلة الأجل، فمهمتها تتمثل في تجميع ما يوفره الأفراد من نقود وتوظيفه في استثمارات هامة، على الرغم من ضآلتها في شراء أسهم وسندات المشروعات، وهي تتمكن من ذلك بسبب وفرة المبالغ التي تجمعها، كما أنها ودائع شخصية لا يسمح بسحبها من غير صاحبها.

مما سبق يتضح الدور الاقتصادي الذي يقوم به الوسطاء الماليون في السوق النقدية، حيث أن النظام المصرفي الذي لا يعرف هذه الفئة سوف يعاني من ارتفاع تكاليف الحصول على المعلومات المالية المتعلقة بشؤون الأوراق التجارية والمالية وتحليلها وارتفاع تكاليف شراءها وحيازتها وبيعها، وذلك إذا قام بكل هذه المهام الضرورية المدخرون الذين يبحثون عن توظيف فوائضهم واستثمارها بمعرفتهم شخصا.

بالإضافة إلى ذلك فإن حجم المخاطرة - وهي عنصر لا بد أن يظهر في ميدان الأعمال المالية التجارية طالما أنها تتعلق أساسا بالتوقعات المستقبلية - الذي يواجهه شخصا بمفرده، من المتوقع أن يكون كبيرا جدا عما لو أمكن توزيعه على عدد كبير من الأفراد (الوسطاء)، وبالتالي فإن الوساطة تلعب دورا هام في تقليل المخاطر أمام راغب الاستثمار وتحيا لهم أفضل ظروف يمكن أن يوائموها في ضلها بين السيولة والربحية ناهيك عن وظيفتهم الأساسية

وهي توفير الأموال القادرة للإقراض، وتقديم المعلومات المالية وتحليلها لمن يطلبها بما يتوافر عادة لهؤلاء الوسطاء من أخصائيين من ذوي الكفاءة والخبرة في شؤون النقد والائتمان.

6.9. أدوات السوق النقدي

تتنوع الأدوات المالية المستخدمة في السوق النقدي تبعا لتطور السوق والمؤسسات المكونة له، وبافتراض وجود سوق متطورة فإن أهم الأدوات المستخدمة تتمثل في:

1.6.9. أدوات الخزينة: وهي أوراق حكومية قصيرة الأجل يتم تداولها في السوق النقدي، وهي أداة من أدوات الدين الحكومية هدفها توفير إيرادات مالية للحكومة عندما تعجز إيراداتها الاعتيادية عن تلبية متطلبات الإنفاق الحكومي مدتها في الغالب ثلاثة أشهر أو ستة أشهر وتقل فيها درجة المخاطرة (كولار وآخرون، 2019، صفحة 24).

2.6.9. الأوراق التجارية: الورقة التجارية هي مستند كتابي يحدد شكله في العادة القانون التجاري، وهو يتضمن التزاما بدفع مبلغ نقدي معين يستحق الأداء بمجرد الاطلاع، أو في أجل قصير لا يتجاوز في العادة 270 يوما. تتميز الأوراق التجارية بكونها قابلة للتداول بالطرق التجارية ويقبلها العرف كأداة للوفاء تقوم مقام النقود، وحيث أنها لا تنطوي على أية ضمانات بالسداد إلا سمعة الشركة المصدرة وقوتها الائتمانية، فإنها تصدر في العادة من الشركات القوية التي تتميز بمراكز مالية قوية وسمعة طيبة (قندوز، 2021، صفحة 16).

3.6.9. شهادات الإيداع المصرفية القابلة للتداول: وهي شهادات تمثل أداة دين تصدرها البنوك التجارية للمودعين وتعطي حاملها فائدة سنوية بنسبة معينة، وتسترد قيمتها الاسمية في تاريخ استحقاقها من البنك الذي أصدرها. وقد كانت هذه الشهادات اسمية وغير قابلة للتداول في الولايات المتحدة قبل عام 1961، كما هو الحال في مصر حاليا، بمعنى أنها كانت غير قابلة للتداول من شخص لآخر، كما لا يمكن استرداد قيمتها قبل تاريخ الاستحقاق إلا إذا تحمل مالكيها تكاليف استرداد كبيرة. وفي عام 1961 بدأت البنوك التجارية في الولايات المتحدة في إصدار هذه الشهادات بقيمة عالية نسبيا (100000 دولار أمريكي)، وتتمتع هذه الشهادات بإمكانية إعادة بيعها في السوق الثانوي، ومن هنا جاء وصفها بأنها شهادات قابلة للتداول. وتقوم معظم هذه البنوك التجارية حاليا في الولايات المتحدة بإصدار هذه الشهادات بنجاح كبير، حيث تمثل مصدرا هاما للموارد المالية التي تحصل عليها البنوك التجارية (أحمد الشناوي و مبارك، 2000، صفحة 129، 130).

4.6.9. القبولات المصرفية: تعد القبولات المصرفية أهم أدوات الدين قصيرة الأجل التي تستخدم في ميدان التجارة الخارجية والداخلية. والقبول المصرفي هو حوالة مصرفية (أي وعد بالدفع مماثل للشيك) تصدره شركة معينة تطلب فيها من البنك أن يدفع لأمره أو لأمر شخص ثالث مبلغا محددًا من المال في المستقبل يحدد بتاريخ معين، ويقوم البنك بقبول (ختم) الحوالة بعبارة "مقبول Accepted"، مقابلة عمولة في صورة مبلغ محدد مخصوم سلفا ولا يتغير بشكل عام (عبد الوهاب نجا، رمضان نعمة الله، أحمد الفيل، و شعبان عبده، 2018، صفحة 48، 49).

5.6.9. اتفاقيات إعادة الشراء: هي عبارة عن عملية للحصول على الأموال عن طريق بيع وإعادة شراء متزامن لأوراق مالية، يكون فيها البيع حاضرا والشراء في وقت لاحق، وبالتالي فهذا النوع من أدوات الدين مضمونة وقصيرة الأجل. فهي عبارة عن قروض يقل أجل استحقاقها عن أسبوعين تستدينها البنوك بضمان أذونات خزنة تمتلكها، بحيث إذا لم يتمكن البنك المقترض من السداد في التاريخ المتفق عليه مسبقا يصبح المقرض مالكا لأذن الخزنة الضامنة للقرض (قندوز، 2021، صفحة 16).

6.6.9. قروض الأرصدة المركزية: وهي عبارة عن قروض تتم بين البنوك وبعضها البعض لمدة يوم على أساس ودائع هذه البنوك لدى البنك المركزي. ولا يعني اسم الأرصدة المركزية أن البنك المركزي هو الذي يقرض البنوك، ولكن هذه القروض تتم بين بنك وآخر على أساس أرصدها لدى البنك المركزي. فعادة ما يجد أحد البنوك أن ودائعه لدى البنك المركزي تقل عن مقدار الاحتياطي المطلوب وفقا للقواعد المعمول بها، وعليه يلجأ البنك إلى الاقتراض من بنك آخر على أن يتم تحويل الموارد المالية لهذا القرض من الأرصدة المالية المودعة لدى البنك المركزي في حساب البنك المقرض إلى حساب البنك المقترض، وعادة ما تتم عملية التحويل هذه باستخدام التحويل الإلكتروني لدى البنك المركزي (أحمد الشناوي و مبارك، 2000، صفحة 131).

7.6.9. قروض الدولارات الأوروبية: وهي عبارة عن أدوات دين قصيرة الأجل، وتتمثل في الودائع بالدولار الأمريكي لدى البنوك خارج الولايات المتحدة، أو في البنوك الأجنبية داخل الولايات المتحدة. وتستطيع البنوك الأمريكية الاقتراض من هذه الودائع من البنوك الأخرى غير الأمريكية أو من فروع البنوك الأمريكية في الخارج عندما تحتاج إلى موارد مالية. وأصبحت الودائع بالدولار الأمريكي تمثل مصدرا هاما للموارد المالية للبنوك الأمريكية (أحمد الشناوي و مبارك، 2000، صفحة 132).

7.9. نشاط السوق النقدية

يشارك مختلف المتدخلين في السوق النقدية معاملاتهم بواسطة نوعين من العمليات: العمليات المضمونة والعمليات البيضاء، وذلك خلال آجال محددة ومعدلات فائدة معينة كما سوف يتضح لنا ذلك من خلال النقاط التالية (رايس، 2006، الصفحات 8-15):

1.7.9. العمليات المضمونة: وفيها يتم تسليم مجموعة كبيرة من أدوات الائتمان قصيرة الأجل مقابل الحصول على القروض ويعتبر الإمام الكافي بها شرطا ضروريا هاما لفهم طبيعة وآلية هذه السوق، حيث أن المعاملات تتم مقابل ضمانات لأن المدين يتنازل على الأوراق المالية قصيرة الأجل نحو الأوراق التجارية العادية (سند لأمر، الكمبيالة، سند الرهن، سند الصندوق...)، وسندات الخزينة العامة لصالح الدائن.

2.7.9. العمليات البيضاء: ويقصد بالعمليات البيضاء عدم تسليم أي ورقة تجارية أو مالية مقابل الحصول على قرض، وفي هذه الحالة فإن المقترض لا يقدم أي ورقة مقابل الحصول على النقود المركزية (السيولة)، ويسجل فقط دينه في جهة خصومه، كما يقوم المقرض من جهته بفتح حساب بما يوافق المدين - أي بمقدار الدين -.

إن هذه التقنية تعتبر فعالة بالنسبة للمعاملات ذات الآجال القصيرة، فتقدم امتياز السرعة، المرونة، خاصة مع غياب إجراءات أو قواعد كبيرة تعرقل سير العملية - حيث تسوى هذه الأخيرة حسابيا-، وبالتالي فإن السوق النقدية في هذه الحالة تتسم ببساطة عملياتها، فليس هناك بيوت للخصم ولا سماسرة، فالعمليات ثنائية تحدث عادة إثر مكالمات هاتفية بين مسيري حسابات البنوك، وتأخذ شكل ترحيلات في دفاتر البنك المركزي بدون مبادلة الأوراق، وبالتالي فإن عملية الائتمان هذه تحتم وجود نوع من الثقة من طرف المقرض نحو المقترض، وهي ثقة تستمد وجودها من معطيات ذاتية أو موضوعية بين الطرفين، والتي تعتبر أساس التعامل بين مختلف المؤسسات العاملة في السوق النقدية.

من التحليل السابق نستنتج أن الالتزامات التي يتم تداولها في هذه السوق، تتمتع بدرجة عالية من الأمان لكونها تعبر أصلا عن نشاط مقترضين ممتازين (الحكومة والمشروعات الكبيرة والأفراد ذوي الملاءة المالية والسمعة الطيبة)، وكذلك لأنها (بحكم قصر أجلها) توفر سيولة كبيرة لحاملها، فضلا عن أنها تعتمد على عنصري البساطة والسرعة في التعامل، حيث يتم عادة إنجاز هذا التعامل هاتفيا أو عن طريق التلكس.

8.9. مخاطر الاستثمارات في السوق النقدي

تتعرض الاستثمارات في السوق النقدي إلى العديد من المخاطر يمكن تصنيفها كالتالي (حداد و هذلول، 2005، صفحة 138، 139):

1.8.9. مخاطر السوق (مخاطر سعر الفائدة): وهي المخاطر الناجمة عن انخفاض أسعار الأدوات النقدية في السوق نتيجة ارتفاع أسعار الفائدة.

2.8.9. مخاطر إعادة الاستثمار: وهي المخاطر الناجمة عن قيام بعض المستثمرين بإعادة استثمار عوائدهم من الأدوات النقدية والقروض في أصول تدر عوائد أقل في المستقبل.

3.8.9. مخاطر عدم التسديد: وهي المخاطر المرتبطة بعجز الدائنين عن تسديد التزاماتهم.

4.8.9. مخاطر التضخم: وتظهر نتيجة انخفاض القوة الشرائية بسبب ارتفاع أسعار السلع والخدمات وهذا يعني تأكل عوائد المستثمرين في السوق النقدي.

5.8.9. مخاطر العملة: وهي احتمالية خسارة الدائنين أو المدينين في السوق الخارجي نتيجة ارتفاع أو انخفاض العملة.

6.8.9. المخاطر السياسية: وتشمل المخاطر الناجمة عن تغير الحكومات أو القوانين والتشريعات والتي تؤثر سلبا على عوائد المستثمرين.

مما سبق، فإن توفر سوق نقدي فعال يُمكن من إيجاد سيولة عالية للأصول المالية قصيرة الأجل هذا من شأنه أن يخفض تكاليف التمويل قصيرة الأجل، وبالتالي يزيد معدل دوران رأس المال العامل لدى المشروعات الاقتصادية، بما ينعكس إيجابا على الطاقة الإنتاجية لهذه المشروعات، و يؤدي في المحصلة النهائية إلى الانتعاش الاقتصادي.



تمهيد

يرتكز كل عون اقتصادي على المحيط المالي حتى يقوم بنشاطه، والمحيط المالي يتكون من عدة أسواق منها السوق المالي، حيث تعتبر الأسواق المالية من أحد أهم المجالات المثيرة في علم الاقتصاد، وهذا نظراً لما يشهده هذا المجال من تغيرات سريعة ومتلاحقة، إضافة إلى التعامل الكبير الذي يشهده السوق المالي من طرف مختلف الأعوان الاقتصاديين من تسهيل المعاملات وتسريعها وذلك بأوراق مالية يباعا وشراء في أي بلد.

1.10. نشأة وتطور السوق المالي

مرت فكرة الأسواق المالية قبل وصولها إلى الشكل الموجود عليه حالياً بعدة مراحل وهي (شرون، 2020، صفحة 193، 194):

1.1.10. المرحلة الأولى: تميزت هذه المرحلة بوجود عدد كبير من البنوك الخاصة ومحلات الصرافة وارتفاع نسبي في مستوى المعيشة وإقبال الأفراد على استثمار مدخراتهم في مشروعات تجارية وزراعية وعقارية وغيرها من المشاريع، مما أدى ذلك إلى اتساع المعاملات التجارية وأدى أيضاً إلى كبر حجم هذه المشروعات التي أصبحت بحاجة إلى رؤوس أموال كبيرة وأصبح الفرد يعجز عن تمويلها وقد ترتب على ذلك عواقب وخيمة.

2.1.10. المرحلة الثانية: تتميز هذه المرحلة ببداية ظهور البنوك المركزية التي تسيطر على البنوك التجارية بعد أن كانت البنوك التجارية تتميز بربحية مطلقة في المرحلة الأولى، أما في المرحلة الثانية فقد أخذت البنوك التجارية تقوم بعملها التقليدي وهي خصم الأوراق التجارية وتقديم الائتمان وفقاً لقواعد البنك المركزي.

3.1.10. المرحلة الثالثة: ظهور البنوك المتخصصة في الإقراض المتوسط والطويل مثل: البنوك الصناعية والزراعية والعقارية، وبنوك التنمية والاستثمار... الخ، وأصبحت هذه البنوك تقوم بعمليات إصدار سندات متوسطة وطويلة الأجل لسد احتياجاتها من الأموال ولكي تفي بحاجاتها لتمويل المشاريع المختلفة ويقوم البنك المركزي بإصدار سندات الخزنة.

4.1.10. المرحلة الرابعة: وفي هذه المرحلة ظهرت الأسواق النقدية وازدادت حركة الأوراق التجارية وشهادات الإيداع المقابلة للتداول، وهذا يعتبر بداية اندماج السوق النقدي مع السوق المالي.

5.1.10. المرحلة الخامسة: في هذه المرحلة اندمجت الأسواق المالية مع الأسواق النقدية واندمجت الأسواق المحلية مع الأسواق العالمية لتطور وسائل الاتصال وظهور البورصات العالمية.

أما نشأة بورصة الأوراق المالية Securities Exchange بالشكل الحالي فقد جاء متأخراً، إذ يعود تاريخ إنشاء أول بورصة للأوراق المالية في مدينة انفرس في بلجيكا عام 1576، ومن ثم في أمستردام في هولندا عام 1608 ثم في لندن عام 1666، وبعدها في باريس عام 1808، تلا ذلك إنشاء بورصة نيويورك في عام 1893، ومع بداية القرن التاسع عشر ازداد التعامل بالأوراق المالية Securities بيعاً وشراء، مما حتم ضرورة إنشاء سوق

لتأمين العمليات الجارية في بورصة الأوراق المالية، وهي سوق مالية منظمة تتداول فيها الأوراق المالية المختلفة (أسهم وسندات) وتتحدد فيها الأسعار وفقاً لقوى العرض والطلب ويتم فيها التداول على صورتين:

* **عمليات عاجلة:** إذ يتم تصفية العملية مباشرةً ويستلم البائع الثمن ويسلم الأوراق المالية للمشتري.

* **عمليات آجلة:** تعقد مباشرةً إلا أن تصفيتها تؤجل إلى موعد لاحق (آل طعمة حيدر، 2014، صفحة 6).

2.10. تعريف السوق المالي

للسوق المالي تعاريف عديدة ومتعددة، تداولتها المؤلفات المختلفة لدرجة أنه يصعب حصرها في تعريف واحد شامل ودقيق، إذ نجد أن أغلب التعاريف للسوق المالي تركزت حول المفاهيم التالية:

- الأسواق المالية هي مكان التقاء عرض الأموال (المدخرين) بالطلب عليها (المستثمرين) حيث أنها تساعد على تحويل جانب من مدخرات المجتمع إلى استثمارات مفيدة، وبالتالي تساعد على إتمام عملية التمويل الرأسمالي أي صناعة رأس المال الذي يعتبر واحد من أهم عوامل الإنتاج (السيد جودة، 2000، صفحة 20).

- هي أسواق يتم فيها إصدار وتداول الأدوات المالية متوسطة وطويلة الأجل التي تزيد مدة استحقاقها عن سنة مثل: أدوات الملكية (الأسهم بأشكالها المختلفة)، وأدوات الدين (السندات) والقروض المصرفية طويلة الأجل، وبالتالي فهي تتوجه لتمويل رأس المال الثابت للوحدات الاقتصادية (قندوز، 2021، صفحة 16).

- هي السوق التي يتم فيها تبادل الأوراق المالية طويلة الأجل غالباً أكثر من سنة، وهذا السوق يتكون من مجموعة من الأسواق تقوم بوظيفة اقتصادية هامة وهي نقل أموال المدخرين الذين تزيد دخولهم عن إنفاقهم إلى أشخاص يعانون من عجز في الأرصدة النقدية لديهم بسبب رغبتهم في إنفاق أكبر من دخولهم، فهي قناة تحول الموارد المالية من الوحدات التي لا تمتلك القدرة والرغبة على الاستثمار إلى الوحدات التي تتوفر لديها الفرص الاستثمارية ولا تقدر على تمويلها (Mishkin, financial markets, institutions and money, 1995, p. 23).

وتمتاز هذه الأسواق بحسن التنظيم وكبر حجم الصفقات المنفذة بها من قبل المتخصصين والمتعاملين فيها والذين يلعبون دوراً مهماً في تفعيل حركة التداول، وكذا تعدد أنواع الأوراق المالية المطروحة للاستثمار وارتفاع العائد منها ليتناسب وارتفاع درجة المخاطرة.

3.10. أهمية السوق المالي

تظهر أهمية الأسواق المالية من خلال المهام التي يمكن أن تؤديها والآثار الناتجة عن هذه المهام، وتزداد هذه الأهمية خاصة في هذا العصر الحديث من خلال زيادة الطلب على الأموال للقيام بإنشاء مختلف المشاريع الاستثمارية، ويمكن تلخيص أهمية الأسواق المالية في العناصر التالية (آل طعمة حيدر، 2014، صفحة 6، 7):

- تمثل السوق المالي القناة التي يتم من خلالها تحويل الأموال من الوحدات التي تحقق فوائض إلى الوحدات التي تعاني من عجز، أي أنها تقوم بالتوسط بين عرض الأموال والطلب عليها لغرض تحقيق التوازن المالي المطلوب داخل الاقتصاد. ويتم ذلك بين الطرفين من خلال نقل الأموال بينهما بواسطة الأوراق المالية المعتمدة في السوق.

- يعد التمويل عن طريق سوق الأوراق المالية أقل كلفة ولا يسبب آثاراً تضخمية مقارنة بالتمويل الذي تقوم به المصارف والمؤسسات المالية الأخرى، فضلاً على أن سوق الأوراق المالية تساعد الحكومة ومؤسساتها على توفير جزء من احتياجاتها التمويلية من خلال طرح أذونات الخزينة والسندات الحكومية للاكتتاب العام.
- تنمية الادخار عن طريق تشجيع الاستثمار في الأوراق المالية، وتوجيه المدخرات لخدمة الاقتصاد القومي. إذ تشجع السوق المالية على تنمية عادة الادخار الاستثماري، خاصة بالنسبة إلى صغار المستثمرين الذين لا يستطيعون القيام بمشاريع مستقلة بأموالهم المحدودة، ومن ثم فإنهم يفضلون شراء أوراق مالية على قدر أموالهم، وهذا يساعد على خدمة أغراض التنمية والحد من ظاهرة التضخم.
- يمكن عدّ السوق المالي وسيلة مثلى لتخزين الثروة بالنسبة للمدخرين، على أساس جملة من المزايا توفر لهم الربح والأمان وزيادة الثروة. إذ تتسم الأدوات المالية المتوفرة في سوق الأوراق المالية مثل الأسهم والسندات، بأنها لا تتعرض للاندثار، كما أنها تدر دخلاً خلال مدة الاحتفاظ بها، فضلاً على انخفاض مخاطرها (خاصة فيما يتعلق بالأسهم الممتازة والسندات قصيرة الأجل) مقارنة بباقي أشكال الثروة كالموجودات الحقيقية مثل العقارات والسيارات.
- إضافة لما توفره الأسواق المالية من وسيلة لتخزين الثروة، فإنها تعد ذات أهمية كبيرة للمدخرين بما توفره لهم من سيولة نقدية، بمعنى إمكانية تحويل الأدوات المالية بسرعة وسهولة إلى نقد مع انخفاض كلفة التحويل، وهكذا فإن هذه السوق توفر للمدخرين فرصة الحصول على السيولة والعائد في آن واحد.
- تقوم السوق المالي بتوفير الحماية تجاه العديد من المخاطر المالية المتوقعة من خلال إتاحة الفرصة للبنوك والمستثمرين لتنويع استثماراتهم، إذ يمكن من خلال سوق الأوراق المالية بناء محفظة تضم أوراقاً مالية لقطاعات اقتصادية مختلفة ومنشآت متنوعة. فضلاً على ذلك فإنها توفر فرص بيع وشراء الأصول المستقبلية لتغطية مخاطر تغير معدلات الفائدة أو معدلات صرف العملات أو أسعار السلع والخدمات.
- إن السوق المالي هي القناة الرئيسة في اقتصاد حديث تستطيع الحكومات من خلالها تنفيذ سياساتها النقدية. إذ إن وجود سوق متقدم للأوراق المالية يُمكن البنك المركزي من التأثير في كمية الأموال السائلة وسعرها، وذلك بالدخول إلى سوق الأوراق المالية كبائع أو مشتري للموجودات المالية وفقاً للظروف الاقتصادية السائدة.
- إن كفاءة سوق الأوراق المالية وسيولته، تمهدان لعملية اللجوء إلى رؤوس الأموال الأجنبية وتساعدان على اجتذاب الاستثمارات المحفظة بأساليب مكاملة للادخار المحلي وليست عوضاً عنه. فضلاً على ذلك فإن المساهمة الأجنبية في أسهم الشركات المحلية قد ترتبط بفوائد أخرى أهمها اكتساب خبرة الإدارة.
- تحقق الأسواق المالية عدالة للأسعار من خلال التقاء وتجميع الطلب والعرض في مكان واحد وتحقيق السعر المناسب عن طريق إلزام الشركات المقيدة فيها (المسجلة) - وذلك بحسب قوانين وتعليمات الأسواق - بإعطائها

معلومات كافية وحقيقية عن وضعها المالي، وبالتالي هي تقلل من تدهور الأسعار بامتصاص هذا الفائض من العرض عن طريق شرائه، كما وتقلل من ارتفاع الأسعار الناتج عن زيادة الطلب عن طريق زيادة العرض.

4.10. مقومات إنشاء السوق المالية

طبقا لمفهوم السوق المالية وأهميتها، يمكن القول أن العمق الزمني لوجود الأسواق وفعاليتها تستدعي مجموعة مقومات يجب توافرها، وبهذا الصدد يمكن تمييز نوعين من المقومات، إحداها أساسية وأخرى سائدة تساهم في تدعيم وفعالية السوق المالي. وفيما يلي إيجاز هذه المقومات (فؤاد التميمي و عزمي سلام، 2004، صفحة 112،113):

1.4.10. المقومات الأساسية: تتجلى هذه المقومات الأساسية في مدى توافر ووجود العناصر التالية:

✓ مناخ ملائم للاستثمار قائم على عنصري الثقة والتنظيم. الثقة بالنظام السياسي والاقتصادي لدوره في جذب الاستثمارات المحلية والأجنبية، أما التنظيم فينعكس بكفاءة وفعالية السياسات المالية والنقدية وما يلحقها من نظم وتشريعات خاصة بالإصدار النقدي والتحويل الخارجي وقانون الشركات.

✓ فلسفة اقتصادية واضحة، تسمح لرأس المال الخاص بتكوين الشركات المساهمة المختلطة والخاصة وما يتبعها من أنظمة وقوانين.

✓ تنوع أدوات الاستثمار وهي سلعة سوق المال، فالتنوع بالأدوات يعني تعدد الخيارات أمام المدخرات.

✓ مؤسسات مالية ومصرفية متنوعة ومتعددة قادرة على خلق الفرصة وتجميع المخاطر وتقليلها، هذا بجانب فاعليتها بتسويق الإصدارات.

✓ حجم مناسب من المدخرات القابلة للتحويل إلى استثمارات مختلفة الآجال، إذ وجود السوق يحفز هذه المدخرات وتوجيهها نحو الفرص الاستثمارية.

2.4.10. المقومات السائدة: تقوم هذه المقومات بالأساس على مدى وجود العناصر التالية:

➤ نظم اتصال فعالة ومتطورة وكفاءة تساهم في توفير المعلومات الدقيقة والموثوق بها حول حركة الأسعار.

➤ أنظمة كفاءة للإفصاح المعلوماتي والمالي عن واقع الشركات والسوق، وتحليل نشاط الاقتصاد الوطني.

➤ تشريعات تضيفي صفة المنافسة الكاملة ومنع الاحتكار بشكل يجعل السوق أرضية خصبة للعرض والطلب.

➤ هيكل مؤسسي منظم يعبر عنه بجهاز إداري متكامل تحكمه هيئة أو لجنة ويشترط بأعضاء السوق الحياد والخبرة بشؤون المال.

➤ تشريعات وأحكام تحمي المستثمرين من الغش والتلاعب وتحديد التصرفات ذات القبول العام بين أوساط المتعاملين، وبشكل يعزز من ثقة الجمهور بنظام السوق وهيئته.

وما تجدر الإشارة إليه أن غياب أو محدودية هذه المقومات خاصة في الدول المتخلفة كان سببا مباشرا في جعل أسواقها المالية لا تزال متخلفة ومن ثم لا تؤدي الدور المنوط بها في الاقتصاد.

5.10. خصائص السوق المالي

لكي تتحقق كفاءة السوق المالي لا بد أن تتوفر فيه مجموعة من الشروط والسمات أهمها (شرون، 2020، صفحة 201):

* أن تسود السوق المالي خاصية المنافسة الكاملة: ولكي يتحقق هذا الشرط لا بد من توفر عدد كبير من المتعاملين الذين تتوفر لديهم الرغبة في البيع والشراء، وعدم وجود موانع تحد من دخولهم في الاستثمار وخروجهم منه، وذلك بهدف تقليل فرص الاحتكار، وعند تحقق هذا الشرط يتوفر للسوق المالي خاصيتي العمق والاتساع، وكذلك يتوفر شرط المنافسة وتكون التقلبات الحادثة في أسعار الأوراق المالية المتداولة فيه خاضعة لعوامل العرض والطلب، بالإضافة إلى إمكانية استيعاب السوق لعدد كبير من الأسهم دون التأثير على سعر السهم بشكل كبير (كولار وآخرون، 2019، صفحة 35).

* كفاءة التشغيل: وهي قدرة السوق على تحويل الأموال والمواد لمن يحتاجون إليها بأقل من التكلفة التي تنشأ من المعاملات وتضم التكلفة الوسيطة المالية وتكلفة تحويل الورقة المالية، لذا فإن نجاح السوق المالي يتوقف إلى درجة كبيرة على تقليل هذه التكلفة.

* كفاءة تخصيص الموارد: إن المهمة الأساسية للأسواق المالية، هي تحويل فائض الأموال ممن لديهم الفائض إلى من يحتاج هذه الموارد وهي مهمة ليست سهلة لأن أحد شروطها أن تتم بكفاءة أو ما يسمى بكفاءة التخصيص. * أن يتوفر في السوق خاصية السيولة: وهي إمكانية قيام المستثمر ببيع الأوراق المالية بالتكلفة والسرعة المناسبين، وعندما تتوفر خاصية السيولة يتوفر للسوق خاصية استمرارية الأسعار السائدة في السوق والتي تخفض من احتمال حدوث تقلبات مفاجئة في الأسعار، حيث تعتبر استمرارية الأسعار أحد المكونات الرئيسية للسيولة.

* توفير المعلومات والاستجابة الفورية لأي أحداث جديدة: السوق هو أهم مصدر للمعلومات عن الاستثمارات المتداولة وخاصة الأسعار والأحجام وكذا حركة التعامل، ولا يقتصر على توفير المعلومات فقط بل يجب أن تستجيب بسرعة لأي تغييرات أو أحداث وهي تؤثر في أسعار الأسهم وهذه الخاصية يطلق عليها بكفاءة السوق.

6.10. أركان السوق المالي

يتكون السوق المالي من ثلاثة أركان رئيسية هي: (شقيري نوري، 2019، صفحة 16، 17):

1.6.10. الركن الخاص بفئة المقرضين أو المستثمرين: وهذه الفئة تتضمن الأفراد والمؤسسات المالية، حيث أن الأفراد الذين لديهم فائض نقدي عن حاجاتهم الاستهلاكية يقصدون المؤسسات المالية من بنوك ومكاتب السمسرة وشركات الاستثمار القادرة على استثمار هذه الأموال ويعود عليهم بالنفع كعوائد.

2.6.10. الركن الخاص بفئة المقرضين أو المصدرين: وهي الفئة التي تكون بحاجة للأموال بسبب نقص إيراداتهم النقدية كالأفراد والشركات الخاصة والمؤسسات العامة والحكومة، وتحصل على هذه الأموال بواسطة

الاقتراض المباشر، أو عن طريق إصدار أوراق مالية في صورة سندات (ديون) أو أسهم (مشاركة) قابلة للتداول في أسواق رأس المال.

3.6.10. الركن الخاص بفئة الوسطاء والوكلاء: يقوم فئة الوسطاء والوكلاء بدور الوسيط بين جمهور المستثمرين والمصدرين للأوراق المالية وقد يكون الوسيط إما شخصا طبيعيا أو معنويا، ويتوقع منه أن يقوم بالأعمال التالية: أعمال السمسرة، صناعة الأسواق (زيادة نشاط حركة التداول فيكون بائعا عند زيادة الطلب ومشترى عند زيادة العرض)، التعهد بتغطية الإصدارات، العمل على تقليل المخاطر، العمل على إطالة فترة استحقاق الدين ففي بعض البورصات يوجد نوعين من السماسرة (سمسار العمولة، والسمسار الموكل). وعموما يمكن تقسيم هذا الركن إلى مجموعتين (السيد متولي، 2010، الصفحات 70-92):

❖ **المؤسسات المالية الوسيطة:** وتتكون هذه المجموعة من المؤسسات التالية والتي تقوم بدور الوساطة المالية:

- مؤسسات الإيداع: وتشمل البنوك التجارية وبنوك الادخار المشتركة واتحادات الائتمان.
- مؤسسات الادخار التعاقدية: وتشمل شركات تأمين الحياة وشركات التأمين على المخاطر وصناديق التقاعد.
- مؤسسات الاستثمار: وتشمل شركات أو صناديق الاستثمار المشتركة وصناديق الاستثمار في سوق النقد وشركات التمويل (الاستهلاكي).

❖ **الوسطاء:** وهم مؤسسات لا تقوم بدور الوساطة المالية بالشكل السابق، ولكنهم وسطاء وظيفتهم الأساسية الجمع بين طرفين أو أكثر لإبرام عقد أو صفقة، ولعل أهم الوسطاء في السوق المالي ما يلي:

• **شركات السمسرة في الأوراق المالية:** تنقسم شركات السمسرة إلى نوعين من الشركات:

- شركات الوساطة: وتقوم هذه الشركات بتنفيذ الأوامر الصادرة لها من قبل العميل فقط، حيث لا تقدم له أي تسهيلات ائتمانية من أي نوع، فما عليها إلا أن تشتري للعميل في حدود الحساب المفتوح للعميل.
- شركات السمسرة: وهي شركات تقوم بالدور السابق كوسيط، ولكن يرخص لها من قبل الهيئة المسؤولة عن البورصة بفتح وإدارة حسابات جارية للأوراق المالية، ومسموح لها أيضا بالتعامل بنظام الشراء الهامشي، حيث تقوم بإقراض العميل وتمكينه من الشراء بحدود تزيد عن إمكانياته المالية، ويقوم العميل بسداد القرض والفائدة عليه بالإضافة إلى عمولة الشركة عن أي عملية تداول يبعأ أو شراء طبقا لأوامر العميل.

وضمينا لحياذ السمسار وعدم تعرضه لمصاعب مالية تؤثر على حقوق المتعاملين معه منع عليه عقد العمليات لحسابه الخاص، كما لا يجوز له أن يقرض بضمان أوراق مودعة لديه.

• **شركات الاستشارة المالية:** وهي شركات مقيدة في البورصة، والمستشار المالي هو شركة أو شخص يلجأ إليه المستثمر لمساعدته في اتخاذ القرار الاستثماري المناسب، ومن ثم فهو شخص محترف يجيد فن اختيار وإدارة الأوراق المالية، ويعرف كيف يقرأ البيانات والمعلومات المنشورة عن المراكز المالية والتجارية للشركات المصدرة للأوراق المالية، وكيف يضع الاستراتيجيات الاستثمارية التي تناسب العميل الذي يرغب في الاستثمار في بورصة الأوراق المالية

سواء لأول مرة أو عند تغييره لخطط الاستثمار التي تتناسب مع إمكانياته المالية. ويتقاضى المستشار المالي عمولات عن استشاراته لعملائه، وتتحدد هذه العمولات في نشرات التأسيس عند مزاولته للعمل.

• **مدير صندوق الاستثمار:** وهو الشخص المسؤول عن أحد صناديق الاستثمار وتتلخص مهمته في رسم استراتيجيات استثمار الصندوق وتنفيذ هذه الخطط ما يحقق الربح لحاملي وثائق الاستثمار ويمكن الحصول على معلومات عنه من نشرة الاكتتاب.

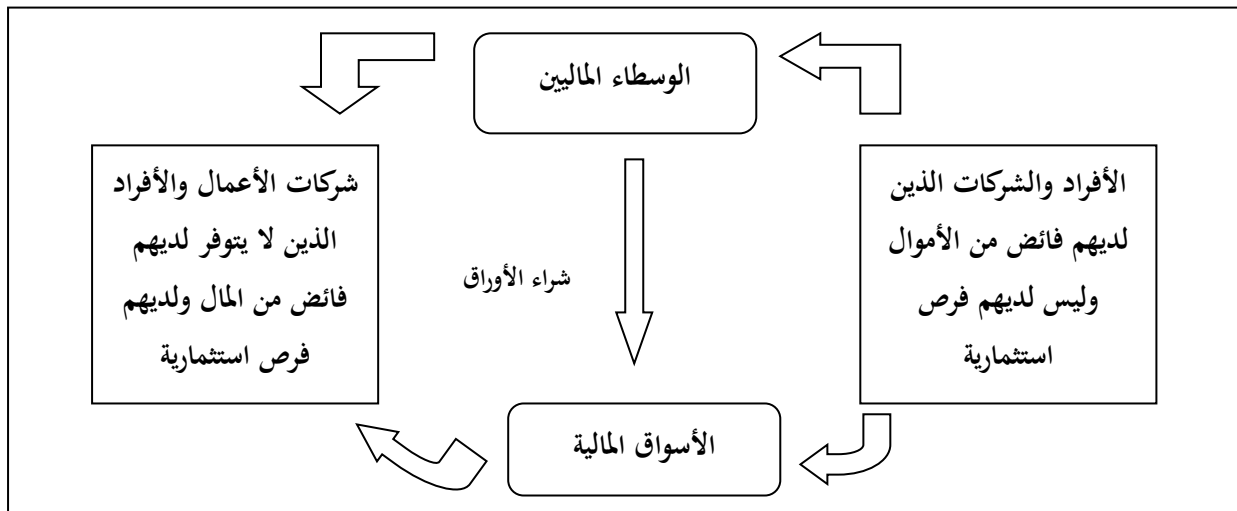
• **تجار الأوراق المالية:** وهم أعضاء مسجلون بالسوق يقومون بشراء الأوراق المالية لحسابهم وبيعها عند ارتفاع أسعارها والاستفادة من فروق الأسعار.

• **صناع السوق:** هو جهة أو شخص متخصص يجمع بين وظيفة المتعامل والوسيط، فحينما يبيع ويشترى لحسابه فهو يقوم بعمل التاجر أو المتعامل، ويحقق بذلك هامشا من الربح الناتج من الفارق بين الشراء والبيع، بينما يتقاضى عمولة من عمليات البيع والشراء للجمهور أو من عملائه. ويقتصر عمل هذا المتخصص عادة على عدد قليل من الأوراق المالية أو الأسهم، وفي الأوقات التي تنشط فيها السوق فإنه يتعامل في ورقة واحدة أو أسهم شركة واحدة.

• **المحكمون أو المراقبون:** إذا كانت طبيعة التعامل بين العارضين والطالبين والتوفيق بين الرغبات المتعارضة وتنفيذ الأوامر يحتاج إلى سمسار، فإن وظيفة السوق المالية لا تنحصر فقط في إتمام العمليات، ولكن تشمل أيضا على ضمان انتظامية وشرعية تلك العمليات والرقابة على الوقت، ومنع أي انحراف والتأكد من أن السعر المتفق عليه يمثل السعر العادل، والفصل في جميع النزاعات التي تقع بين أعضاء البورصة شرط أن يتفق الطرفان على التحكيم، وهذا ما يقوم به المحكمون المقيدون في السوق المالية.

والشكل التالي يبين موقع السوق والوسطاء الماليين من وحدات ذات العجز ووحدات ذات الفائض

الشكل 10: تنظيم السوق المالي

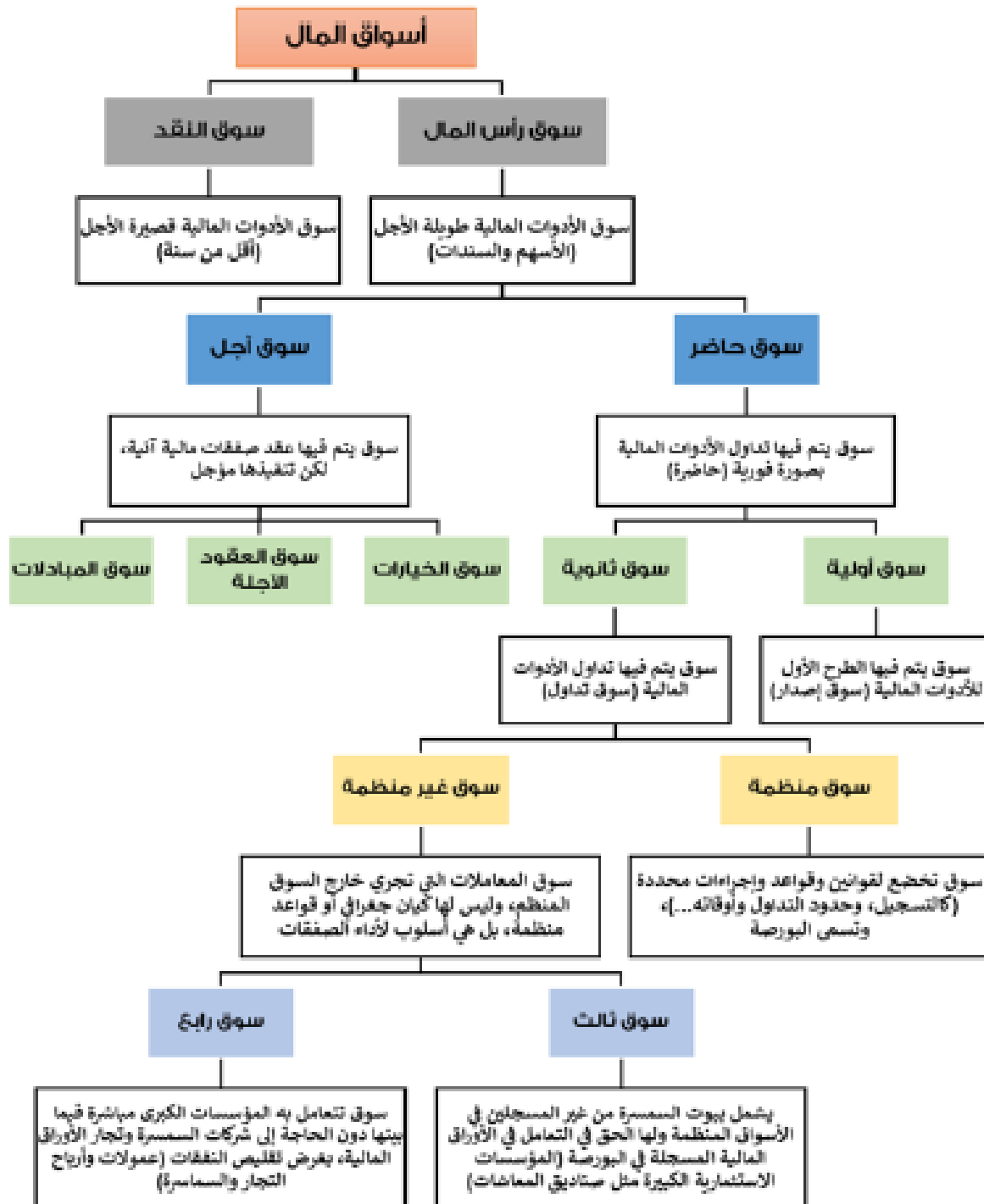


المصدر: (شقيري نوري، 2019، صفحة 17)

7.10. أقسام السوق المالية

تركز العديد من المراجع العلمية فيما يخص أقسام الأسواق المالية على معايير مختلفة لإبراز أجزاء السوق المالي، إلا أن أكثر التقسيمات شيوعاً هو التقسيم الذي يقر على أن السوق المالي يتكون من فرعين رئيسيين هما: سوق رأس المال والسوق النقدية، وما يتفرع عن كل واحد منهما كما يوضح ذلك الشكل 11.

الشكل 11: التقسيم الشامل للسوق المالي



المصدر: (قندوز، 2021، صفحة 19)

وبما أننا قمنا بتسليط الضوء على أسواق النقد في المحور السابق (التاسع) فإننا نورد من خلال الجدول 13 أهم الفروقات الموجودة بين هذه الأسواق من جهة، وأسواق رأس المال من جهة أخرى.

الجدول 13: أوجه الاختلاف بين أسواق النقد وأسواق رأس المال

أسواق رأس المال	أسواق النقد
- تتعامل أسواق رأس المال بالأدوات المالية طويلة الأجل، أي التي تستحق في فترات زمنية أطول من سنة.	- تتعامل بالأدوات المالية القصيرة الأجل، أي تقل فترة استحقاقها عن السنة.
- تتسم أسواق رأس المال بأنها أكثر تنظيماً من سوق النقد نظراً لكون المتعاملين فيه من الوكلاء المتخصصين.	- غالبية الأدوات النقدية قابلة للخصم، بمعنى أنها تباع أقل من قيمتها الاسمية باستثناء الودائع المصرفية.
- الاستثمار في سوق رأس المال أكثر مخاطرة من الاستثمار في سوق النقد.	- أدوات الاستثمار في السوق النقدي عالية السيولة لسهولة تحويلها إلى نقد.
- الاستثمار في سوق رأس المال يعتبر ذو عائد مرتفع نسبياً.	- يتصف الاستثمار في السوق النقدي بأنه قليل المخاطرة.
- أهم أدوات أسواق رأس المال الأسهم والسندات والخيارات والعقود المستقبلية.	- أهم أدوات سوق النقد: الودائع المصرفية، شهادات الإيداع، الأوراق التجارية، القبولات المصرفية، صناديق استثمار السوق النقدي، وأذونات الخزينة

المصدر: (كولار وآخرون، 2019، صفحة 26، 27)

من خلال الجدول 13 يمكن تقديم أسواق رأس المال على أنها:

" أسواق يجري التعامل فيها بالأدوات المالية المتوسطة والطويلة الأجل، أي تستحق في فترات زمنية أطول من سنة مثل: الأسهم Stocks والسندات Bond " (السيد متولي، 2010، صفحة 95).

أو هي: "سوق الصفقات طويلة الأجل والتي تنفذ إما في صورة قروض مباشرة طويلة الأجل، أو في شكل لإصدارات مالية طويلة الأجل" (رمضان و شموط، 2008، صفحة 82).

أما فيما يخص تقسيم أسواق رأس المال وحسب الشكل 11 فهي تنقسم إلى مجموعتين من الأسواق يمكن إيجازها في النقاط التالية:

1.7.10. السوق الحاضرة (الفورية): ويقصد بها تلك السوق التي يتم فيها تنفيذ الصفقات فوراً، حيث يتم تسليم واستلام الورقة المالية محل الصفقة في نفس اليوم أو خلال فترة وجيزة عادة لا تتجاوز ثلاثة أيام عمل (العالي و عدنان، 2019، صفحة 26). ويتفرع من السوق الحاضرة نوعين من الأسواق المالية هما:

▪ **السوق الأولية (سوق الإصدار):** السوق الأولى هو سوق الإصدارات الجديدة التي يتم من خلالها تسويق (تداول) الأدوات المالية لأول مرة سواءً لتمويل مشروعات جديدة أو التوسع في مشروعات قائمة تحتاج إلى زيادة

رأسماها وكما يظهر من هذا الوصف، فإن هذه الأسواق تُمكن الوحدات الاقتصادية (المشروعات الاستثمارية خاصة) من تلبية احتياجاتها التمويلية من خلال إصدار عدد من الأوراق المالية و طرحها للجمهور للاكتتاب فيها، وهي بذلك طريقة مكتملة للتمويل المصرفي أو بديل عنه، ذلك أن المؤسسات لا يمكنها الاعتماد فقط على التمويل المصرفي الذي يبقى محدودا وقد يتطلب شروطا يصعب استيفاؤها (كالضمانات العينية أو الشخصية)، فيكون البديل هو التمويل المباشر عن طريق السوق المالي (قندوز، 2021، صفحة 17).

وهناك أسلوبان شائعان في عملية إصدار الأوراق المالية في السوق الأولية (حسين آل طعمة، 2014، صفحة 17):

✓ **الأسلوب المباشر:** وفق هذا الأسلوب تقوم الجهة المصدرة بالاتصال بعدد من كبار المستثمرين مثل: المؤسسات المالية الضخمة لكي تباع لها الأسهم أو السندات التي أصدرتها، وقد يأخذ تحديد أسعار الأوراق المالية أسلوب المزايدة وبخاصة بالنسبة إلى الأوراق المالية الحكومية.

✓ **الأسلوب غير المباشر:** قيام مؤسسات مالية متخصصة مثل (بنك الاستثمار) بالإصدار لحساب الشركات والمؤسسات الخاصة والراغبة في الحصول على تمويل، إذ تقوم هذه المؤسسات بإصدار الأوراق المالية وتوزيعها فضلاً على تقديم المشورة والنصح للشركات المعنية.

■ **السوق الثانوية (أسواق التداول):** يتم في أسواق التداول (الثانوية) التعامل على أوراق مالية سبق إصدارها أو طرحها للاكتتاب مسبقاً ومن ثم تمثل تعاملات على استثمارات قائمة وليست جديدة. يستطيع المستثمرون والمدرخون بفضل أسواق التداول تحويل الأصول التي بحوزتهم من شكل إلى الآخر، مثلاً من أدوات ملكية إلى أدوات دين، أو من أصول نقدية إلى أصول حقيقية وبالعكس، كما تمكن الشركات من عمليات الاستحواذ أو الاندماج (قندوز، 2021، صفحة 17).

ويمكن التدليل على دور السوق الثانوية (سوق التداول) وأهميتها في النظام المالي والاقتصادي من خلال الآتي (حسين آل طعمة، 2014، صفحة 18):

- توفر السوق الثانوية للمستثمرين السيولة والربحية معاً، وتتمثل السيولة في إمكانية بيع الورقة المالية بالسرعة المطلوبة وتحويلها إلى نقد، بينما تتحقق الربحية عند ارتفاع القيمة السوقية للورقة المالية المشتراة، عندها يتحقق ما يسمى بالربح الرأسمالي.

- تلعب السوق الثانوية دوراً هاماً في تعبئة المدخرات وإعادة استثمارها في المشروعات الاقتصادية وتمويل خطط التنمية الاقتصادية.

- إن نجاح السوق الثانوية سينعكس إيجابياً على أداء السوق الأولية، فكلما شهدت السوق الثانوية نشاطاً وتداولاً كبيراً شجع ذلك على تأسيس شركات جديدة وتوسيع القائمة منها، وطرح أسهم جديدة للاكتتاب في السوق الأولية.

وتنقسم السوق الثانوية إما إلى سوق منظمة تحكمها قوانين وإجراءات رسمية، أو إما أسواق غير منظمة يقوم بإدارتها مجموعة من الوسطاء، كما يلي:

✓ **السوق المنظمة:** وتتمثل في البورصة التي تتميز بوجودها في موقع جغرافي محدد يلتقي فيه المتعاملون لبيع وشراء الأوراق المالية (لكافة أنواع وأشكال الأسهم والسندات) المسجلة في تلك السوق والمستوفية لشروطها والتي تم إصدارها في السوق الأولية، ويحكم تعاملاتها قواعد ولوائح رسمية منظمة تحت إشراف وإدارة مجلس منتخب من أعضاء السوق يسمى هيئة إدارة البورصة (الغالي و عدنان، 2019، صفحة 28).

✓ **السوق غير المنظمة:** السوق غير المنظمة يطلق عليها كذلك السوق الموازي أو المعاملات على المنضدة، وهي أسواق عرفية وليس لها نظمها الرسمية كالأسواق المنظمة، ويقوم بإدارتها شبكة من الوسطاء باستخدام تقنيات الإعلام والاتصال. عندما لا تتمكن أو لا ترغب شركة ما من استيفاء متطلبات الإدراج في الأسواق المنظمة (البورصة)، فإنها تلجأ إلى الأسواق غير المنظمة، وغالبا ما يتم تحديد الأسعار في هذه السوق من خلال التفاوض بين الفاعلين والوسطاء، مع الأخذ بالاعتبار ظروف العرض والطلب، ومن ثم فهذه الأسواق في حقيقتها طريقة أو أسلوب لإجراء المعاملات أكثر من كونها مكانا لها (قندوز، 2021، صفحة 18).

وفي الولايات المتحدة الأمريكية تشمل السوق غير المنظمة كلا من السوق الثالث والسوق الرابع كما يلي (الغالي و عدنان، 2019، صفحة 29، 30):

* **السوق الثالث:** تمثل قطاع من السوق غير المنظمة، تتكون من بيوت السمسرة غير الأعضاء في السوق المنظمة (البورصة)، وإن كان لهم الحق في التعامل في الأوراق المالية المسجلة في تلك السوق، وهي أسواق مسامرة على استعداد دائم لشراء أو بيع الأوراق المالية بأي كمية مهما كبرت أو صغرت، أما جمهور العملاء في هذه السوق هم: المؤسسات الاستثمارية الكبيرة، شركات إدارة أموال المعاشات، صناديق المعاشات، شركات رأس المال المخاطر، بيوت السمسرة الصغيرة التي ليس لها ممثلين في البورصة.

وعادة ما تتميز السوق الثالث بانخفاض تكاليف خدماتها المتمثلة في العمولة التي تتقاضاها من هؤلاء العملاء، مما يشجع ذلك المؤسسات الاستثمارية الكبيرة في حصولها على خصم في العمولة مقارنة بتعاملاتها في البورصة النظامية.

* **السوق الرابع:** وهي سوق التعامل المباشر بين المؤسسات الكبيرة وأغنياء المستثمرين، وبذلك يتجنبون التعامل مع السماسرة وتجار الأوراق المالية، وهذه السوق تقوم على شبكة اتصالات بين المستثمرين الكبار والذين يتعاملون في أحجام ضخمة من الأوراق المالية، وبسرعة أكبر في إبرام الصفقات.

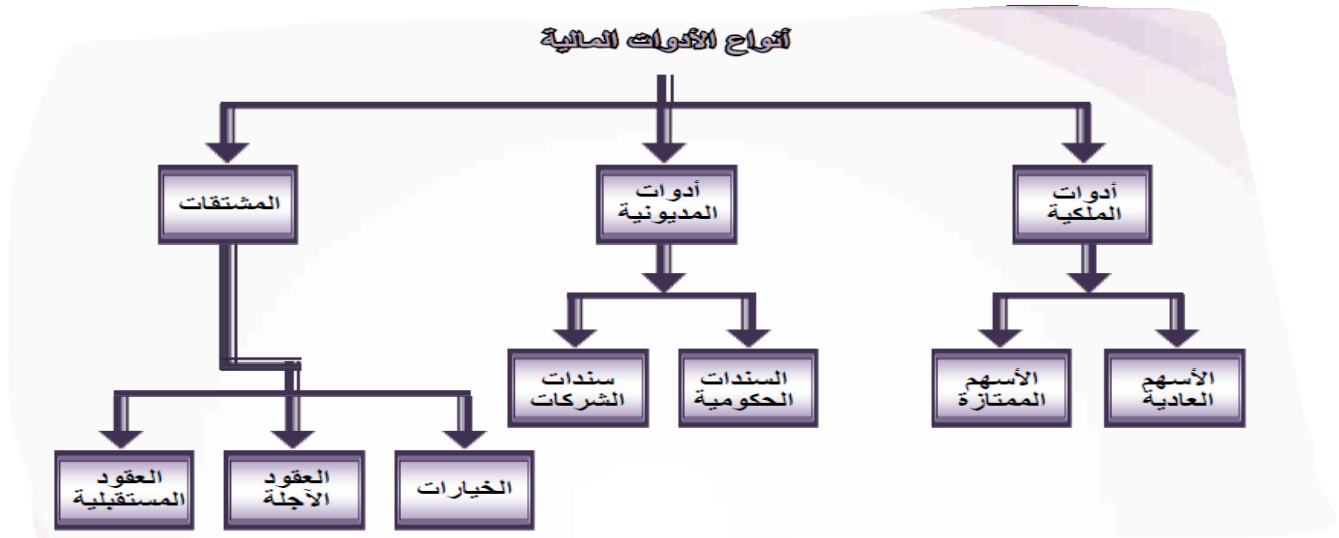
والتعامل في السوق الرابعة هو بمثابة إستراتيجية إضافية للحد من العمولات التي يدفعونها للسماسرة، وبذلك فهذه السوق تعد منافسا قويا للأسواق المنظمة، مما قد يترتب عليه إجبار السماسرة والتجار في الأسواق الأخرى على تخفيض ما يتقاضونه من أتعاب.

2.7.10. الأسواق الآجلة (المستقبلية): وهي أسواق يتم فيها التعاملات على مختلف الأصول بما في ذلك الأوراق المالية والسلع والعملات، غير أن تنفيذ العقد يكون في تاريخ لاحق، بمعنى آخر فإن هناك أجلا بين توقيع العقد (أو الاتفاق) وتاريخ التنفيذ. كما تعرف أيضا بأسواق المشتقات المالية وذلك لأنها تقوم على مبدأ اشتقاق أسعار الأدوات المتداولة فيها من أدوات الأسواق المالية الرئيسية (الأسهم والسندات) وغيرها. وتنقسم هذه السوق إلى أسواق تسمى على اسم العقود المشتقة المبرمة (سوق عقود الخيارات، سوق العقود الآجلة، سوق العقود المستقبلية، سوق عقود المبادلات) (قندوز، 2021، صفحة 18).

8.10. أنواع الأدوات المالية المتداولة في سوق رأس المال

تعد الأوراق المالية وبخاصة الأسهم والسندات التي تُصدرها منشآت الأعمال، السلعة الرئيسية المتداولة في سوق الأوراق المالية، فالورقة المالية بمثابة صك يُعطى لحامله الحق في الحصول على جزء من عائد المنشأة، أو الحق في جزء من أصول المنشأة، أو الحقين معاً. ويمكن تقسيم أدوات سوق الأوراق المالية إلى ثلاث مجموعات أساسية هي: أدوات الملكية وأدوات المديونية والمشتقات، كما يُبين ذلك الشكل 12.

الشكل 12: الأدوات المالية المتداولة في سوق رأس المال



المصدر: (حسين آل طعمة، 2014، صفحة 21)

1.8.10. أدوات الملكية: تتمثل أدوات الملكية بالأسهم التي تصدرها الشركات المساهمة لتمويل احتياجاتها الطويلة الأجل. وتعد الأسهم شهادات ملكية تخول لصاحبها الحصول على جزء من موجودات الشركة المالية والحقيقية، وهي تختلف عن الأدوات المالية الأخرى كونها ليس لها مدة استحقاق، فهي تبقى متداولة في الأسواق إلى ما لا نهاية، إلا في حالة قيام الشركة بإعادة شرائها أو عند حل الشركة وتصفيتها. وتنقسم الأسهم إلى نوعين هما (ابراهيم هندي، 2007، الصفحات 533-542):

■ **الأسهم العادية:** يمثل السهم العادي " Common Stock " مستند ملكية له قيمة اسمية، وقيمة دفترية، وقيمة سوقية. حيث تتمثل القيمة الاسمية في القيمة المدونة على قيمة السهم، وعادة ما يكون منصوص عليها في

التأسيس، أما القيمة الدفترية فتتمثل في قيمة حقوق الملكية - التي لا تتضمن الأسهم الممتازة - مقسومة على عدد الأسهم العادية المصدرة، وأخيراً تتمثل القيمة السوقية في القيمة التي يباع بها السهم في السوق والتي قد تكون أكثر أو أقل من القيمة الاسمية أو القيمة الدفترية.

هذا ويتمتع حامل السهم العادي ببعض الحقوق من أهمها الحق في التصويت في الجمعية العمومية إذا ما كان المستثمر يمتلك الحد الأدنى من الأسهم الذي يقره قانون المؤسسة، والحق في نقل الأسهم بالبيع أو بأي طريقة أخرى، والحق في الحصول على الأرباح إذا ما قررت الجمعية العمومية توزيعها. كما يتمتع كذلك بميزة هامة وهي أن مسؤوليته محدودة بحصته في رأس المال.

أما بالنسبة لعيوب الأسهم العادية من وجهة نظر المستثمر فمن أبرزها أن حاملها ليس له الحق في المطالبة بتوزيعات إذا لم تحقق المؤسسة أرباحاً أو إذا حققت أرباحاً ولم يتقرر توزيعها، يضاف إلى ذلك أنه في حالة الإفلاس يأتي حملة الأسهم في ذيل القائمة من حيث ترتيب حصولهم على نصيب في أموال التصفية، أو يأتون بعد حملة الأسهم الممتازة والسندات.

■ **الأسهم الممتازة:** يمثل السهم الممتاز " Preferred Stock " مستند ملكية له قيمة اسمية وقيمة دفترية وقيمة سوقية، شأنه في ذلك شأن السهم العادي، وتحسب القيمة الدفترية بقسمة الأسهم الممتازة كما تظهر في الميزانية على عدد الأسهم المصدرة. وتجمع الأسهم الممتازة بين سمات الأسهم العادية والسندات، فالسهم الممتاز يشبه السهم العادي في بعض النواحي من أهمها: أنه يمثل صك ملكية ليس له تاريخ استحقاق، وأن مسؤولية حامله محدودة بمقدار مساهمته، كما لا يحق لحملة هذه الأسهم المطالبة بنصيبهم في الأرباح إلا إذا قررت الإدارة إجراء توزيعات، وأخيراً قد يكون لحملة الأسهم الممتازة الأولوية في شراء أي إصدارات جديدة من الأسهم الممتازة، وذلك على النحو المتبع في الأسهم العادية.

ومن ناحية أخرى تشبه الأسهم الممتازة السندات في أن نصيب السهم من الأرباح محدد بنسبة معينة من قيمته الاسمية، وأنه لا يجوز لحملة الأسهم العادية الحصول على نصيبهم في أموال التصفية قبل أن يحصل حملة الأسهم الممتازة على نصيبهم منها. أيضاً فإنه قد ينص على حق المؤسسة في استدعاء الأسهم الممتازة.

2.8.10. أدوات المديونية: تعد أدوات المديونية مصدراً من مصادر التمويل المتاحة، تلجأ إليها الشركات والحكومات لسد احتياجاتها المالية الكبيرة التي لا يمكن تمويلها من جهة واحدة، إذ يجزأ المبلغ المطلوب إلى فئات يتم تسنيدها وتسويقها إلى الجمهور. وتعد السندات ولاسيما ذات الأجل الطويل، النوع الأكثر شيوعاً لهذه الأدوات. وقد احتلت السندات مركزاً رئيساً في سوق الأوراق المالية منذ عام 1973 وبخاصة في الولايات المتحدة الأمريكية، ونضجت أسواقها في بداية عقد الثمانينات من القرن المنصرم (حسين آل طعمة، 2014، صفحة 24).

ويعرف السند بأنه: «وعد مكتوب من قبل المقترض (المصدر) بدفع مبلغ معين من المال (القيمة الاسمية) إلى حامله بتاريخ معين مع دفع الفائدة المستحقة على القيمة الاسمية بتاريخ معينة» (شريط، 2019، صفحة 84). أو هو: «أداة مديونية ذو صفة مالية قابلة للتداول، يعطي الحق لحامله في الحصول على عوائد دورية بنسبة مئوية من المبلغ المثبت بشهادة السند، هذا بجانب قيمة السند بتاريخ الاستحقاق» (حسين آل طعمة، 2014، صفحة 24). هذا ويتضح من هذه التعاريف أنفة الذكر ما يأتي:

✓ السند أداة استثمارية وادخارية في آن واحد.

✓ حامل السند دائن للجهة المصدرة له.

✓ عائد السند عبارة عن فائدة الكوبون المحددة بنسبة مئوية بمدة استحقاق (نصف سنوية أو ربع سنوية).

✓ للسند قيمة اسمية تتمثل بالمبلغ المثبت بشهادة السند.

✓ صفة التداول تعطي للسند قيمة سوقية.

ويمكن تقسيم السندات إلى عدة أنواع وعلى أسس مختلفة، إذ يمكن تقسيمها مثلاً على أساس جهة الإصدار أو على أساس شكل الإصدار أو على أساس الأجل أو على أساس الضمان أو على أساس القابلية للتداول والاستدعاء، إلا أن التقسيم على أساس جهة الإصدار هو الأكثر شيوعاً فضلاً على أهميته في هذه الدراسة، وتقسم السندات من حيث جهة الإصدار إلى ما يلي (حسين آل طعمة، 2014، الصفحات 26-28):

○ **السندات الحكومية:** وهي السندات التي تصدرها الحكومة لتحقيق أغراض اقتصادية أو نقدية أو لمواجهة العجز في الموازنة العامة. وتتباين هذه السندات من بلد إلى آخر، إلا أن أكثرها شيوعاً: أذونات الخزينة، إشعارات الخزينة، سندات الخزينة، الإصدارات الخاصة... الخ.

○ **سندات الشركات:** تصدر هذه السندات من لدن الشركات المساهمة العاملة في جميع القطاعات الاقتصادية، طبقاً لتشريعات وتعليمات تنظم بموجب قانون الشركات بالبلد المعني. وهناك أنواع مختلفة من هذه الإصدارات، تختلف باختلاف شروط كل جهة إصدارية، أهمها: السندات المضمونة، السندات غير المضمونة، السندات ذات الفائدة المتغيرة، السندات الرديئة، سندات المشاركة، السندات ذات الكوبون الصفري... الخ.

3.8.10 المشتقات: تعد المشتقات (Derivatives) كأدوات مالية، من أهم سمات التطورات الحديثة في الأسواق المالية الدولية، إذ بدأ التعامل بهذه الأدوات مع التقلبات الحادة التي شهدتها كثير من أسواق المال العالمية، خاصة فيما يتعلق بأسعار الفائدة وأسعار الصرف وأسعار الأسهم، أين استخدمت هذه الأدوات للتحوط ضد مخاطر التقلبات في تلك الأسعار. ويمكن تعريف المشتقات بأنها: " عقود مالية تشتق قيمتها من الأسعار الحالية للأصول المالية أو العينية محل التعاقد، مثل السندات والأسهم والسلع". (حسين آل طعمة، 2014، صفحة 28). وهناك عدة أنواع من أدوات المشتقات لعل من أهمها وأكثرها انتشاراً: عقود الخيارات، العقود الآجلة، العقود المستقبلية والمبادلات، والتي سنخصصها بالتحليل والشرح في المحور الموالي.



المحور الحادي عشر: الأسواق الآجلة

تمهيد

أدى التغير المستمر في البيئة الاقتصادية والمالية والاستثمارية إلى ضرورة البحث عن أدوات مالية جديدة، فالتغير في الأسعار والتضخم والتغيرات في أسعار الفائدة وأسعار الصرف... الخ، تطلب البحث عن منتجات مالية جديدة أقل تكلفة وأدنى مخاطرة وأعلى عائداً، وقد تحقق ذلك عندما أصبح التعامل في الأسواق المالية لا يقتصر على الأدوات التقليدية فقط مثل الأسهم والسندات، فقد دخلت الأسواق وبصورة مكثفة أدوات مالية جد متطورة كالحيازات بمختلف أنواعها، العقود الآجلة، العقود المستقبلية، وعقود المبادلة. سميت هذه المنتجات المالية بالمشتقات لأن قيمها تتوقف أو تشتق من تلك الأصول المرتبطة بها، فهي أدوات مالية لا تصدر بغرض جمع رؤوس الأموال، كما هو الحال بالنسبة للأسهم والسندات، وإنما لأغراض التحوط والمضاربة وغيرها.

1.11. العقود الآجلة

1.1.11. مفهوم العقد الآجل: لقد تعددت تعريفات هذا النوع من العقود والذي يعرف كذلك بالعقود الأمامية، وفيما يلي أهم التعريفات التي وقع اختيارنا عليها في شأن العقود الآجلة:

- العقد الآجل هو: « عقد يبرم بين طرفين بائع ومشتري، للتعامل على أصل ما على أساس سعر يتحدد عند التعاقد على أن يكون التسليم في وقت لاحق » (شقيري نوري، 2019، صفحة 314).

- العقد الآجل هو: « اتفاق رسمي ملزم غير قابل للفسخ يتم بين طرفين، الأول بائع والآخر مشتري لأصل من الأصول، سلعة مثلاً أو مادة أولية، أو ورقة مالية أو عملة أو غيرها من الأصول، على أن تتم هذه الصفقة بسعر محدد مسبقاً هو سعر التنفيذ، ويكون التسليم والتسديد في فترة قادمة متفق عليها وقت إمضاء العقد (تاريخ محدد في العقد هو تاريخ الاستحقاق) » (جبار، 2011، صفحة 779).

- عرف صندوق النقد الدولي العقد الآجل بالآتي: " بمقتضى العقد الآجل يتفق الطرفان على تسليم الأصل محل التعاقد سواء كان حقيقياً أم مالياً، بكميات معينة، وفي تاريخ معين، ويسعر تعاقد متفق عليه. والعقود الآجلة ليست عقود مالية شرطية لأنها تنطوي على التزام بتسوية العقد في تاريخ معين " (حسن، 2005، صفحة 207).

من هذه التعاريف يقال في العقود الآجلة أن أحد طرفي العقد يتخذ مركزاً طويلاً والآخر يتخذ مركزاً قصيراً والمقصود بذلك أن (شقيري نوري، 2019، صفحة 314، 315):

➤ **المركز الطويل:** إذا التزم الشخص بالشراء في تاريخ استحقاق العقد.

➤ **المركز القصير:** إذا التزم الشخص بالبيع في تاريخ استحقاق العقد.

➤ **السعر الآجل:** وهو سعر العملة أو الأصل موضوع العقد الآجل في المستقبل، وهذا السعر يتغير بمرور الزمن مع تغير أسعار الأصل موضوع التعاقد في السوق، ويمكن القول أن سعر التنفيذ هو توقع للسعر الآجل في تاريخ إبرام العقد ولكن ليس شرطاً أن يتساوى في تاريخ التنفيذ.

➤ **سعر التنفيذ:** ويعرف كذلك بسعر الممارسة أو سعر العقد، وهو السعر المتفق عليه لتنفيذ العقد آجلا ويتم تحديده بين طرفي العقد وفقا للعرض والطلب ومدى رؤية كل طرفي العقد للاستفادة من هذا السعر مستقبلا وتوقعاته عن المستقبل، ولا يتغير هذا السعر من تاريخ إبرام العقد وحتى التنفيذ.

حيث أنه خلال المدة ما بين تاريخ التعاقد وتاريخ التنفيذ قد يرتفع سعر الأصل محل التعاقد فيرتفع السعر الآجل عن سعر التنفيذ، وبالتالي ترتفع قيمة المركز الطويل وتقل قيمة المركز القصير والعكس في حالة انخفاض قيمة الأصل الضمني.

بالنسبة للطرف الذي اتخذ مركزا طويلا سيكون ربحه أو خسارته عبارة عن الفرق بين القيمة السوقية للأصل الضمني وسعر التنفيذ، وبالمقابل فإن الطرف الذي اتخذ مركزا قصيرا ستكون خسارته مساوية لربح الطرف الأول والعكس صحيح.

2.1.11. أنواع العقود الآجلة: لعل من أشهر أنماط هذه العقود نجد (شقيري نوري، 2019، صفحة 315، 316):

• **العقود الآجلة لأسعار الفائدة:** تستخدم هذه العقود في الحماية من تقلبات أسعار الفائدة وهنا يتم الاتفاق على سعر الفائدة عن قرض معين يتم الحصول عليه في المستقبل ويتم تثبيت سعر الفائدة من تاريخ الاتفاق وحتى تاريخ التنفيذ.

• **العقود الآجلة لأسعار الصرف:** هي اتفاق بين طرفين لشراء أو بيع كمية معينة من عملة أجنبية مقابل عملة محلية وذلك في تاريخ آجل، وبسعر يتم الاتفاق عليه عند إبرام العقد ويثبت حتى تاريخ التنفيذ وتستخدم هذه العقود للحماية ضد مخاطر تقلبات صرف العملات الأجنبية.

فمثلا إذا قام الطرف (أ) ببيع بضاعة على الحساب للطرف (ب) في دولة أخرى على أن يقبض ثمنها بعد ستة أشهر بالعملة الأجنبية، وتوقع (أ) أن تنخفض قيمة العملة مستقبلا فإن بإمكانه أن يبيع العملات الأجنبية هذه من خلال السوق بسعر صرف يتم الاتفاق عليه آنيا على أن يتم التسليم بعد 06 أشهر، وبذلك فإن أي انخفاض في العملة الأجنبية لن يؤثر عليه.

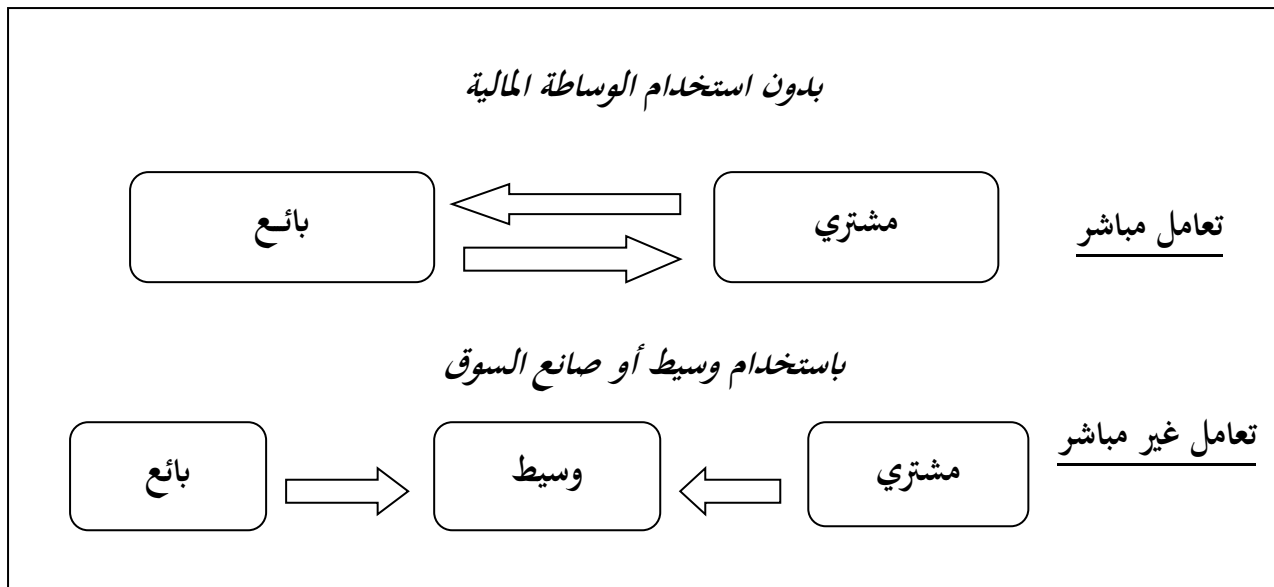
3.1.11. خصائص العقود الآجلة: يمكن حصر أهم السمات المميزة لهذه العقود فيما يأتي (مدلول العرضي و نعمة الجبوري، 2016، الصفحات 48-50):

✓ يصعب المضاربة بهذه العقود، إذ أن الغرض الأساس لها هو الحماية من مخاطر التقلبات في المستقبل، ويوجد التزام بالتنفيذ من الطرفين.

✓ هذه العقود ليس لها شكل نمطي حيث يتم الاتفاق على شروطها بين الطرفين.

✓ في هذه العقود يتم تحديد تاريخ الاستحقاق وسعر التنفيذ بدقة، وتكون عقودا نهائية بمجرد التوقيع عليها، ولا يمكن الرجوع فيها أو تعديلها.

- ✓ في هذه العقود يتم التنفيذ في تاريخ التنفيذ وليس قبله كما في عقود الاختيار الأمريكي.
- ✓ هي عقود يتم التعامل بها في الأسواق الموازية، ولذلك فإن أحجامها وتواريخها تكون مرنة وغالبا ما تكون الصفقات المتعامل بها كبيرة، ومن ثم فإن المستثمرين الصغار لا يتعاملون بها.
- ✓ لا تتمتع بالسيولة مقارنة بالمشتقات الأخرى، فإذا رغب البائع أو المشتري الخروج من الاتفاق الآجل فإنه يحتاج إلى أن يجد شخصا آخر يحمل محله، ويقبل أن يتم بيع العقد ضمن الموعد المحدد.
- 4.1.11. أسواق العقود الآجلة:** هي تلك الأسواق التي تعقد فيها الصفقات على مختلف الأصول، لاسيما المواد الأولية في أي وقت على أن يكون التسليم والتسديد في وقت لاحق. إذ يتم الاتفاق بين الطرفين المتعاقدين على كافة نواحي تلك العقود مثل تاريخ التسليم والتسديد، السعر... الخ (جبار، 2011، صفحة 602).
- وما تجدر الإشارة إليه أن أسواق العقود الآجلة ليس لها مبنى Building أو كيان رسمي منظم كالسوق الرسمية، حيث أن هذه الأسواق تعمل من خلال قنوات اتصال غير رسمية بين المؤسسات المالية الرئيسية، فيكون التعامل على العقود الآجلة في السوق غير الرسمية على النحو الذي يبينه الشكل الموالي.
- الشكل 13: التعامل على العقود الآجلة في السوق غير الرسمية**



المصدر: (حسن، 2005، صفحة 210).

2.11. العقود المستقبلية

- يطلق مصطلح العقود المستقبلية على العقود الآجلة التي يجري التعامل عليها من خلال أحد الأسواق المنظمة وهي البورصة. نسلط الضوء على أهم مكونات هذه السوق في النقاط التالية:
- 1.2.11. مفهوم العقود المستقبلية:** تتشابه العقود المستقبلية مع العقود الخيارية في كونها عقودا آجلة، ولكنها تختلف عنها من زوايا عديدة، حيث يتضح ذلك جليا من خلال هذه التعريفات للعقود المستقبلية:
- عرف "أنتوني سوندرز" العقد المستقبلي بالآتي (حسن، 2005، صفحة 213):

" العقد المستقبلي يجري الترتيب له من خلال سوق منظمة. وهو اتفاقية بين مشتري وبائع على تبادل أصل مقابل نقد في تاريخ لاحق. ووجه الخلاف بين هذا العقد والعقد الآجل، أنه بينما يكون السعر ثابتاً في العقد الآجل طول مدة العقد، فإن العقود المستقبلية تخضع للتسويات اليومية ويتم تعديل قيمتها وفقاً لسعر التسوية، ويستفاد من ذلك أن تسويات نقدية حقيقية تتم بصفة يومية بين الشاري والبائع استجابة لعمليات التسويات اليومية حيث توصف السوق بأنها Marked to Market ".

ويستفاد من هذا التعريف لـ "سوندرز" أن أهم السمات الرئيسية المميزة للعقود المستقبلية هي:

- ✓ إن التعامل على هذه العقود يتم من خلال الأسواق الرسمية.
- ✓ إن التسوية من جانب غرفة المقاصة لا تتم في نهاية مدة العقد، وإنما تجري التسويات بصفة يومية استجابة لتغيرات الأسعار.

- تعرف العقود المستقبلية بأنها: «اتفاق نمطي بين طرفين لتسليم أو استلام موجودات مالية أو حقيقية معينة بسعر وتاريخ محدد. بهذا المدلول فإن العقد ينشأ بين طرفين يكون أحدهما مشتري العقد والآخر بائعاً له، أما الأصل الذي يسري التعامل به بموجب هذا العقد فيتراوح بين الأصول الحقيقية مثل: السلع والمعادن أو العملات بأنواعها أو الأصول المالية كالأسهم والسندات، إلا أن أغلب المستقبلات التي يتم تداولها الآن هي المستقبلات المالية». وغالباً ما يشار للطرف الذي تعاقد على الشراء (بالمركز الطويل) والطرف الذي تعاقد على البيع (بالمركز القصير) باعتبار أن المركز الطويل يعني أن ماسك هذا المركز بحاجة إلى الموجود في تاريخ لاحق، لذا يقوم بالتثبيت على سعر الشراء تحسباً من ارتفاع الأسعار حين الحاجة إلى الموجود. أما المركز القصير في عقد المستقبلات يعكس حقيقة إن ماسك هذا المركز يمتلك الموجود الآن (أو سيكون بحوزته في تاريخ الاستحقاق) ويرغب في التثبيت على سعر البيع تحسباً من أي انخفاض في الأسعار حين تاريخ البيع مستقبلاً. ويلزم التعامل بالعقود المستقبلية كلا الطرفين بإيداع نسبة من قيمة العقد لدى السمسار الذي يتعامل معه إما بشكل نقد أو على شكل أوراق مالية، لحماية كلا الطرفين من مخاطر (عدم السداد) المترتبة عن عدم التزام أحد الطرفين بالوفاء بالتزاماته (آل طعمة حيدر، 2014، صفحة 21، 22).

من هذه التعاريف السابقة نستخلص أن العقود المستقبلية يجب تقوم على مجموعة العناصر والأركان التالية: أطراف العقد (بائع العقد ومشتري العقد)، محل العقد (نوع الأصل محل التعاقد)، الكمية، سعر التنفيذ أو التسوية، تاريخ التعاقد، تاريخ التسليم أو التسوية، مكان وطريقة التسليم.

2.2.11. أنواع العقود المستقبلية: تتنوع العقود المستقبلية طبقاً للشيء محل التعاقد إلى (السيد متولي، 2010، صفحة 253، 254):

- **العقود المستقبلية على السلع:** وهي العقود المستقبلية في سلع حقيقية نمطية لها سوق نشطة مثل: البن والسكر والقطن والمعادن الثمينة من الذهب والفضة.

■ **العقود المستقبلية المالية:** وهي العقود المستقبلية على الأصول المالية كالسندات أو أصول نقدية مثل الودائع. وتسمى كذلك بالعقود المستقبلية على أسعار الفائدة لأنها عقود تبرم على الأصول المالية ذات الدخل الثابت التي يكون موضوع التعامل فيها هو معدل الفائدة على الودائع، السندات... الخ.

■ **العقود المستقبلية على مؤشرات الأسهم:** تعتبر هذه العقود بمثابة التزام بين طرفي العقد بأن يدفع أحدهما للطرف الآخر مبلغا من النقود يتمثل في الفرق بين قيمة المؤشر في التاريخ المتفق عليه وهو اليوم المسمى بيوم التسليم، وبين المبلغ المتفق عليه وهو المسمى بثمان الشراء. وهذا الفرق سيدفعه البائع إذا كانت قيمة المؤشر أعلى من سعر الشراء، أو يدفعه المشتري إذا كان سعر الشراء أعلى من قيمة المؤشر.

■ **العقود المستقبلية على العملات الأجنبية أو على أسعار الصرف:** وفيها يتم تداول العملة المحلية مقابل العملة الأجنبية.

3.2.11. أهم سمات وخصائص العقود المستقبلية: من السمات التي تتميز بها المستقبليات عن غيرها من العقود ما يلي (جبار، 2011، صفحة 283، 284):

* النمطية، فالعناصر الأساسية المكونة للعقد المستقبلي وهي المبالغ والكميات المتعلقة بالأصل المعني وتواريخ الاستحقاق وغيرها من العناصر معيارية Standardized، الأمر الذي زاد من سيولتها في أسواق المستقبليات وقلل من مخاطرها ورفع من أحجام تداولها.

* تتم الصفقات والعقود المستقبلية وتتداول في أسواق رسمية منظمة خاصة بها، هي أسواق العقود المستقبلية، حيث تتبع هذه الأخيرة بأنظمة للتسوية والمقاصة ولا يسمح بالتعامل فيها إلا للأعضاء المرخصين.

* يتم التعامل بها من خلال المزاد العلني المفتوح عن طريق وسطاء بيوت مقاصة توكل إليها عادة تنظيم التسويات اليومية التي تتم بين طرفي العقد، وهذه العقود لا تتم إلا من خلال بيوت السمسرة.

* تحديد نتيجة التعامل يوميا حيث تتم تسوية عقود الأمس وتحرير عقود اليوم بتغيير الهامش بالإضافة أو الإنقاص تبعا لتغير الأسعار السائدة في السوق، عندئذ تحدد أسعار الإقفال وغلق مراكز الأطراف المتعاملة.

* يتطلب فتح مراكز في سوق المستقبليات وضع مبلغ نقدي أو هامش أمان لدى السمسار كضمان لإتمام الصفقات حتى نهايتها، حيث يسلمها بدوره إلى بيت المقاصة والتسوية، كما قد يوضع لدى هذه الأخيرة مباشرة. في هذه الحالة تصبح تلك البيت ضامنة لحسن إنهاء العقود.

* في الغالب يتم تنفيذ العقود المستقبلية قبل تاريخ استحقاقها على عكس العقود الآجلة التي عادة ما يتم تنفيذها في التاريخ المتفق عليه.

4.2.11. الاختلاف بين العقود المستقبلية والعقود الآجلة: بالرغم من التقارب بين العقود المستقبلية والعقود الآجلة، إلا أن هناك بعض الفروقات يمكن توضيحها من خلال الجدول التالي:

الجدول 14: مقارنة بين العقود الآجلة والعقود المستقبلية

أوجه الاختلاف	العقود الآجلة	العقود المستقبلية
حجم العقد	مرن ومكيف للحاجات الفردية.	قياسي (نمطي).
السوق	تبرم في السوق غير الرسمية عن طريق الهاتف وعلى نطاق عالمي.	يتم تداولها في أسواق منظمة، ولها سوق ثانوي مما يجعلها تتمتع بسيولة كبيرة.
التبرير الاقتصادي	يسهل التجارة العالمية بتوفيره آلية التحوط.	يوفر سوقاً أوسع للتجارة العالمية ويوفر آلية التحوط.
طريقة عقد الصفقة	يحددها المصرف أو السمسار باتصال هاتفي وبعد ردود من البائعين والمشتريين.	يحددها مزاد علني مفتوح يشترك فيه عدد كبير من المشتريين والبائعين في البورصة.
المساهمون	تستعمل من قبل المصارف، السماسرة، شركات متعددة الجنسيات، ولا يوجد مضاربون.	تستعمل من قبل المصارف، السماسرة، شركات متعددة الجنسيات، ويوجد تشجيع للمضاربين بشكل أوسع.
العمولات	تتحدد بالفرق بين سعر الشراء وسعر البيع في المصرف.	يفرض السمسار عمولة صغيرة 0.01% إلى 0.05% من قيمة العقد.
الهامش	لا يوجد.	يطلب هامش أولي يمثل 5% - 15% من قيمة العقد المستقبلي، ويطلب هامش صيانة يمثل 75%-80% من الهامش الأولي.
التسوية المالية	تتوقف التسوية على مصارف وسماسرة فرديين ولا توجد هناك دار تسوية مستقلة، كما لا يمكن تسوية العقد قبل تاريخ استحقاقه.	تتم معالجتها من قبل بيت المقاصة في السوق وتتم تسويات يومية على أساس السوق، كما يمكن تسوية العقد في أي وقت قبل تاريخ استحقاقه.
حدود الأسعار	لا توجد حدود يومية، حيث يظل السعر ثابتاً خلال فترة العقد.	يفرض حد يومي من قبل إدارة السوق مع إمكانية توسيع الحدود السعرية اليومية.
الضمانات	لا توجد ضمانات فعلية إلا ملاءة طرفي العقد.	الضمان وجود غرفة المقاصة.
الأرباح والخسائر	يتحقق الربح والخسارة عند تنفيذ العقد.	يتحقق الربح والخسارة يوميا عند ارتفاع وانخفاض السعر للأصل محل التعاقد.
إمكانية الدخول	مقتصر على زبائن كبار جدا يتعاملون في التجارة الخارجية.	مفتوح لأي شخص يحتاج إلى تسهيلات للتحوط أو لديه رأس مال يضارب فيه.
التسليم	يحدث تسليم فعلي لـ 90% من العقود.	يحدث تسليم للعقود بنسبة 1%، إذ أن معظم العقود تنفذ صفقات معاكسة لغلق المركز.

المصدر: (مدلول العرضي و نعمة الجبوري، 2016، صفحة 51)

5.2.11. أسواق العقود المستقبلية: إن أسواق العقود المستقبلية هي أسواق منظمة تخضع لتنظيمات وقوانين خاصة تختلف عن مثيلاتها في أسواق العقود الآجلة، ويمكن التعرف على هذه الأسواق من خلال ما يلي:

▪ **نشأة وتطور سوق العقود المستقبلية:** تعد العقود الآجلة هي أول صورة من صور العقود المستقبلية، حيث ظهرت تلك العقود لتسهيل حصول الإمبراطورية الرومانية على احتياجاتها من الحبوب من مصر، ثم تطورت تلك الأسواق لتشمل العديد من السلع الزراعية وكذلك البترول والنحاس وغيرها من المعادن.

وتعد سوق " شيكاغو" للعقود المستقبلية هي أول سوق منظمة لتلك العقود أنشئت في عام 1848. وقد أدى وجود هذه السوق إلى تطور في العقود الآجلة وأصبحت نمطية وذات شروط موحدة متفق عليها بين جميع المتعاملين بالسوق، وهو ما أطلق عليه العقود المستقبلية.

ففي البداية كانت هذه العقود ترم على المحاصيل فقط ثم تطورت لتشمل المعادن والأصول المالية وغيرها. وفي عام 1972 أنشأ أول سوق منظم للأصول المالية، وهو سوق النقد الدولي (IMM) وذلك كفرع للبورصة التجارية في شيكاغو ليتداول فيها أول عقد مستقبلي على أصل مالي، ثم أصبحت هذه الأصول تمثل الجزء الأكبر من حجم التعامل في أسواق العقود المستقبلية، تبعثها بعد ذلك العقود المستقبلية على أسعار الفائدة عام 1975، وفي عام 1976 بدأ تداول العقود المستقبلية على أذونات الخزينة، وبعدها على مؤشرات الأسهم عام 1980، لتظهر في نهاية القرن العشرين عقود مستقبلية على الخدمات (شقيري نوري، 2019، صفحة 320).

▪ **ميكانيزم التعامل في أسواق العقود المستقبلية:** قبل أن يشرع العميل في إصدار أمر لإحدى شركات الوساطة المالية، يتعين على العميل أن يبادر ابتداء بفتح حساب لدى شركة الوساطة المالية، ونظرا لارتفاع مخاطر التعامل في العقود المستقبلية، فإن العميل يطالب من خلال بورصة العقود المستقبلية بإيداع تأمين ابتدائي ويوقع على إقرار يتناول المخاطر التي يمكن أن يتعرض لها. وعندما يشرع العميل في إعطاء الأمر لشركة الوساطة التابع لها والتي قام بفتح حساب لديها، تقوم شركة الوساطة بالاتصال بممثلها ببورصة العقود، والذي يتوجه فور تلقيه للأمر إلى القاعة التي يتم التعامل فيها (غرفة التعامل) على هذا النوع من العقود " The Pit " ، وفي هذه القاعة إشارات يدوية وأنشطة شفوية يجري استخدامها عند إعطاء الأوامر بعروض البيع أو طلبات الشراء.

يطلق على هذا الأسلوب أو الطريقة التي يجري بها تنفيذ العمليات في البورصات سواء كانت بورصات العقود المستقبلية والخيارات أو بورصات الأوراق المالية أسلوب أو نظام المناذاة Open outcry system ، فإذا تم تنفيذ أمر العميل يقوم ممثلو شركة الوساطة المالية الموجودين بالبورصة بإخطار الشركة بتنفيذ الأمر الصادر إليهم، ومن ثم تقوم الشركة بالاتصال تليفونيا بالعميل لتعزيز عملية التعاقد.

✓ **دور غرفة المقاصة:** بتعزيز العميل لعملية التعاقد يبدأ دور غرفة المقاصة، وهذه الجهة تعد وسيطا وضامنا لكل عملية تعاقد، وفي غيابها يصبح كل من البائع والمشتري مسؤولا أمام بعضها البعض عند تنفيذ العقد. وتفصيل

ذلك أن غرفة المقاصة تضمن للمشتري قيام البائع بالوفاء بالتزاماته وتضمن للبائع التزام الشاري في الوفاء بالتزاماته، وتقوم بتسجيل العمليات.

✓ **التسويات اليومية:** لتأمين المتعاقدين وضمان وفاء أطراف التعاقد بالتزاماتهم تعتمد غرفة المقاصة على التأمين الابتدائي الذي يقوم بإيداعه كل من البائع والمشتري لدى غرفة المقاصة فيما يعد ضمانا لعدم توقف أحد الأطراف عن الوفاء بالتزاماته، ويودع هذا التأمين في حساب العميل لدى غرفة المقاصة، وإذا اتجهت الأسعار في صالح العميل فإن فارق السعر يضاف بطريقة آلية إلى حسابه، وإذا اتجهت الأسعار في غير صالحه يخصم الفرق من حسابه، وقد يتلقى العميل ما يسمى Margin call من شركة الوساطة المالية التابع لها لكي يودع تأميناً إضافياً Additional Margin للحفاظ على رصيد التأمين عند الحدود المطلوبة، ولذا فإن أحد السمات المميزة للعقد المستقبلي إنه (وفقاً للمصطلح) Marked to Market أي خاضع للتسوية اليومية (حسن، 2005، الصفحات 218-220).

3.11. عقود الخيارات

الخيارات، أو عقود حقوق الخيار أصبحت تؤدي دوراً مهماً ومميزاً منذ عام 1973 عندما قررت بورصة شيكاغو إنشاء جهاز أو قسم خاص بالتعامل بالخيارات. وتقوم فكرة التعامل في عقود الخيار على إجراء توقعات لتقلبات الأسعار وتقدير الفرصة والخطر فيها، حيث يستطيع المتعامل الاستفادة من صحة توقعاته بانخفاض أو ارتفاع الأسعار وذلك بشراء حق خيار يعطي لصاحبه الحق في الشراء أو يعطي لصاحبه الحق في البيع حسب توقع اتجاه الأسعار. وعموماً سنسلط الضوء على هذا النوع من المشتقات المالية في المحاور التالية:

1.3.11. مفهوم عقود الاختيار: من أهم التعاريف الواردة في تحديد مفهوم هذا النوع من العقود ما يلي (حسن، 2005، صفحة 153):

- عرف "ستيف كرو" عقد الاختيار بالآتي: "هو عقد بين مشتري وبائع يعطي للمشتري حقاً في أن يبيع أو يشتري أصلاً معيناً بسعر محدد سلفاً خلال فترة زمنية محددة مسبقاً. ويلتزم البائع بمقتضى هذا العقد بتنفيذه إذا ما طلب إليه ذلك، وذلك بشراء أو بيع الأصل محل التعاقد بالسعر المتفق عليه، بينما يمارس الشاري حقه في تنفيذ العقد أو فسخه دون أي التزام من جانبه اتجاه الطرف الآخر".

- بينما عرفه "شانس" بأنه: "عقد بين طرفين أحدهما بائع والآخر مشتري، يعطي الشاري حقاً - وليس التزاماً عليه - أن يشتري أو أن يبيع شيئاً ما في تاريخ لاحق بسعر متفق عليه عند تحرير العقد".

من هذين التعريفين يتبين أن الخيارات عقود مالية تعطي لمالكها الحق في شراء أو بيع كمية من الأوراق المالية بسعر ثابت ومحدد في أو قبل تاريخ محدد، وله الحق في أن يُنفذ أو لا يُنفذ عملية البيع أو الشراء. وفي عقود الخيارات يقوم محرر الخيار بمنح مشتري الخيار، الحق في شراء أو بيع أوراق مالية أو أي سلعة أخرى بسعر معين خلال مدة محددة، مقابل مبلغ معين يدفعه محرر العقد إلى المشتري يسمى علاوة حق الاختيار.

2.3.11. خصائص عقود الخيارات: ينطوي عقد الخيار على عدد من الخصائص المهمة والمبينة فيما يأتي (مدلول العرضي و نعمة الجبوري، 2016، صفحة 72):

- للعقد طرفان الأول هو المحرر ويطلق عليه غالبا البائع ويتخذ هذا الطرف مركزا قصيرا، والطرف الآخر هو المشتري ويطلق عليه مالك أو حامل الخيار ويتخذ مركزا طويلا. وعقد الخيار غير ملزم لصاحبه، فهو يعطي حامله في أن يختار بين التنفيذ أو عدم تنفيذه ونظير ممارسته لهذا الحق خلال فترة معينة فإنه يدفع مبلغ يسمى ثمن الخيار أو علاوة الحق أو المكافأة.

- يجب أن يحدد العقد نوع الموجود من العقد مثل: (100 سهم عادي) من أسهم شركة معينة أو كمية ثابتة من عملة أجنبية أو أحد مؤشرات الأسهم المعروفة أو سلعة معينة.

- يجب أن يحدد العقد تاريخ نفاذ أو صلاحية الخيار وهو آخر تاريخ يمكن أن ينفذ به الخيار، ويطلق عليه أيضا تاريخ الاستحقاق. كما يجب تحديد سعر التنفيذ وهو السعر الذي سيشتري أو سيباع به الموجود بغض النظر عن السعر السائد في السوق عند التنفيذ، ويطلق عليه أيضا سعر الممارسة ويتم تحديده في بداية التعاقد.

- يحدد العقد نوع الخيار، فيما إذا كان خيار البيع أو خيار الشراء المعمول بهما، وأسلوب الخيار فيما إذا كان خيار أمريكي يمارس عقده في أي وقت قبل انتهاء مدته أو الخيار الأوروبي الذي يمارس في تاريخ الانتهاء فقط.

- عقد الخيار قابل للتداول فيحق لصاحب عقد الخيار بيعه للغير بثمن يتوقف على العرض والطلب لعقود الخيار في الأسواق المالية للأصل محل العقد.

- يجب أن يحدد العقد الغرض من الصفقة فيما إذا كانت لإنشاء مركز أو لإغلاق مركز على وفق الأنواع الآتية من الصفقات: صفقة الشراء المفتوحة، صفقة البيع المفتوحة، صفقة شراء مغلقة، صفقة بيع مغلقة.

3.3.11. أنواع عقود الخيارات: تصنف عقود الخيارات وفق عدة معايير لعل أهمها ما يلي:

❖ **التصنيف على أساس نوع الصفقة:** من خلال هذا المعيار يمكن التمييز بين أسلوبين يتم من خلالهما تنفيذ عقد الخيارات (شقيري نوري، 2019، صفحة 350، 351):

- **خيار الشراء Call Option :** يتيح خيار الشراء للمستثمر (المشتري لحق خيار الشراء) الحق في شراء أصل معين (ورقة مالية، سندات، أسهم، سلعة،...) بسعر محدد وفي تاريخ معين أو خلال فترة معينة نظير مكافأة يدفعها حامل خيار الشراء إلى محرر خيار الشراء وهذه المكافأة هي بمثابة نظير حقه في التنفيذ من عدمه، وتكون المكافأة المدفوعة غير قابلة للرد.

- **خيار البيع Put option :** يتيح هذا الخيار لحامله (مشتري حق الاختيار) الحق في بيع أصل معين بسعر محدد وفي تاريخ محدد أو خلال فترة محددة تنتهي بانتهاء أجل الخيار، وذلك مقابل مكافأة قد دفعها لمحرر الخيار ليمارس هو حقه في التنفيذ من عدمه.

- **خيار البيع والشراء معا (الخيار المزدوج):** يتيح لحامله تنفيذ خيار الشراء إذا ارتفع السعر أو خيار البيع إذا انخفض السعر خلال عمر الخيار أو في الوقت المحدد لانتهاؤه. ويلجأ المستثمر لهذا النوع من الخيارات كأحد الاستراتيجيات في شراء الخيارات عندما لا يمكنه توقع اتجاه السوق فيحتاج للصعود ويحتاج للنزول ويحقق ربح في حالة الصعود أو يحقق ربح في حالة الهبوط إذا كان الارتفاع أو الانخفاض بمقدار يزيد عن مجموع العلاوتين معا.

❖ **التصنيف على أساس تاريخ التنفيذ:** من حيث معيار مدة التنفيذ فيمكن تقسيم عقود الخيارات إلى الأنواع التالية (آل طعمة حيدر، 2014، صفحة 29):

- **الخيار الأمريكي:** بموجب الأسلوب الأمريكي فإن العقد يعطي مشتري حق الخيار الحق في شراء أو بيع أوراق مالية بالسعر المتفق عليه في أي وقت خلال المدة الممتدة منذ إبرام العقد وحتى التاريخ المحدد لانتهاؤه.

- **الخيار الأوروبي:** بموجب هذا الأسلوب فإن العقد يعطي مشتري حق الخيار، الحق في شراء أو بيع أوراق مالية بالسعر المتفق عليه، إلا أن تنفيذ الخيار لا يتم إلا في تاريخ الاستحقاق فقط.

- **الخيار الآسيوي:** يطلق عليه أحيانا خيار متوسط السعر، فعند ممارسة حق الاختيار لا ينظر إلى السعر أثناء مدة سريان العقد وفقا للخيار الأمريكي، ولا عند انقضاء العقد وفقا للخيار الأوروبي، وإنما ينظر لمتوسط السعر طوال مدة العقد، ويحتسب السعر غالبا على أساس المتوسط الحسابي. وقد عرف "شانس" هذا العقد بالآتي: "عقد الخيار الآسيوي هو الذي لا يتم فيه التقابض (أي التسوية النهائية) وفقا لسعر محل التعاقد في أي وقت خلال مدة العقد ولكن وفقا للمتوسط الحسابي لسعر الأصل طوال مدة العقد" (حسن، 2005، صفحة 189).

❖ **التصنيف على أساس ملكية الأصل أو التغطية:** وفقا لهذا المعيار جرى تقسيم عقود الخيار إلى (حسن، 2005، صفحة 189):

- **عقود الخيار المغطاة:** يوصف الخيار بأنه مغطى عندما يكون لدى البائع رصيда من الأصل محل التعاقد يكفي للوفاء بالتزامه إذا ما طوّل بتنفيذ العقد وتسليم الأصل محل التعاقد - إذا كان العقد شراء - أو لديه السيولة النقدية الكافية للوفاء بالتزامه إذا ما طوّل بتنفيذ العقد، وكان العقد خيار بيع.

- **عقود الخيار غير المغطاة:** يوصف العقد بأنه غير مغطى أو عار عندما لا يكون لدى بائع حق الخيار رصيда من الأصل محل التعاقد يسمح له بتغطية التزامه إذا ما طوّل بتنفيذ العقد وتسليم الأصل محل التعاقد - إذا كان الخيار خيار شراء - أو لم يكن لديه السيولة النقدية الكافية للوفاء بالتزاماته، إذا كان العقد خيار بيع.

❖ **التصنيف على أساس نوع الأصل محل العقد:** وفقا لهذا المعيار نجد أنواع عقود الخيار التالية (شقيري نوري، 2019، صفحة 351، 352):

- **خيارات سعر الفائدة:** وهو عقد يلتزم بمقتضاه بائع الحق (المحرر) بضمان حد أقصى لمعدل الفائدة لا يتم الزيادة عنه (في حالة قيام المشتري بالاقتراض) أو حد أدنى لمعدل الفائدة (في حالة قيام المشتري بالاستثمار) أو بالجمع بين النظامين وذلك مقابل مكافأة أو عمولة يكون قد قبضها بائع الحق.

- عقد خيار أسعار الصرف: وهو عقد يعطي الحق للمشتري في إتمام عملية بيع أو شراء كمية معينة من عملة في تاريخ محدد في المستقبل مقابل دفع عمولة أو مكافأة.

- عقد خيار المؤشرات: وهو عقد يكون موضوعه مؤشر سوق معين ويكون الرهان على ارتفاع أو انخفاض هذا المؤشر، طبعاً لا يتم تسليم شيء في هذا الخيار والتسليم يكون الفرق بين سعر التنفيذ وسعر المؤشر عند انتهاء أجل الخيار أو يكون التسليم قيمة العلاوة عند عدم رغبة المشتري هذا الخيار بالتنفيذ.

- خيارات المعادن الثمينة (خيارات الذهب): وتصنف ضمن الخيارات السلعية (مثل: خيارات النفط، البن، الذرة، القمح... الخ). وهذا النوع من الخيارات يعطي مشتري الخيار الحق في بيع أو شراء كمية محددة من الأصل بسعر تنفيذ متفق عليه عند توقيع عقد الخيار خلال مدة معينة أو بتاريخ استحقاق الخيار مقابل علاوة يدفعها حامل الخيار لمحرر الخيار.

4.3.11. أسواق الخيارات: إن التعرف على أسواق عقود الخيارات يستدعي التعرض لأهم العناصر الآتية:

■ نشأة وتطور أسواق الخيارات: لقد بدأت عقود الاختيار في الظهور في الولايات المتحدة الأمريكية قبل نهاية القرن الثامن عشر بقليل وكان يطلق عليها في ذلك الحين عقود الامتياز، ومع نهاية القرن التاسع عشر قام "راسيل ساج" Russel Sage المؤسس الحقيقي لتلك المعاملات بإنشاء سوق غير رسمية للاختيارات، وفي عام 1934 صدر قانون يسمح بالتعامل في الخيارات ولكنها كانت تخضع لنظم ولوائح لجنة البورصة والأوراق المالية. إلا أن سوق الخيارات لم تجدد في البداية إقبالا بسبب بعض القيود، والتي اعتبرت من العيوب والنقائص في السوق ومنها أن هذه العقود لم تكن نمطية، وكانت غير قابلة للتحويل، وأنها تفتقر إلى الضمان كما كانت تفتقد صانع السوق. بينما شهد عام 1973 تغيراً كبيراً في عالم الاختيارات، قامت بورصة شيكاغو للتجارة - وهي أقدم بورصة للتجارة في عقود السلع المستقبلية - بتأسيس بورصة للتعامل في الخيارات على الأسهم فقط، وفتحت هذه البورصة أبوابها للمتاجرة في عقود اختيارات الشراء في 26 أبريل 1973، بينما لم يبدأ التعامل في عقود خيار البيع قبل جوان 1977. ومنذ ذلك الحين فإن العديد من البورصات بدأت التعامل في عقود الخيارات ولم يبق التعامل بالخيارات يخص الأسهم فقط بل تطور ليغطي بقية المجالات، فأصبح بوسع المتعاملين في هذه الأسواق التعامل في عقود الاختيار على الأسهم أو مؤشرات الأسهم، والمعادن النفيسة والسلع الزراعية والأوراق المالية الأخرى من سندات وغيرها (حسن، 2005، صفحة 147، 148).

■ أنواع أسواق الخيارات: يتم التعامل في عقود الخيارات في الأسواق غير المنظمة والأسواق المنظمة على النحو التالي (شقيري نوري، 2019، صفحة 343، 344):

✓ الأسواق الموازية أو غير المنظمة: وتعرف كذلك بسوق التعامل فوق المنضدة OTC ويجري فيها التعامل من خلال مكاتب التجار وبيوت السمسرة وهي السوق الأولى للخيارات، والعقود فيها غير منظمة، حيث يتم التوصل إليها من خلال التفاوض الذي يتم بين الطرفين بواسطة التاجر أو السمسار، وهو ما جعل هذه العقود

شخصية يصعب بيعها دون التنازل عن جزء من قيمتها وأحيانا يستحيل بيعها لأن بنود العقد قد لا تلائم سوى الطرفين الأصليين، ولهذا فإن الخيارات في هذه الأسواق تعاني من ضعف السيولة، والتي تعتبر الثمن الذي يدفعه المستثمر المتعامل في هذه السوق، أما الثمن الذي يدفعه السوق فهو انصراف المستثمرين عنه.

✓ الأسواق المنظمة: لتفادي الصعوبات والنقائص التي تعاني منها الأسواق الموازية تم إنشاء أسواق منظمة للخيارات، وهي أسواق مركزية لها مكان محدد يجري فيه التعامل وأولها سوق شيكاغو للخيارات 1973، ولقد عملت هذه السوق منذ إنشائها على إدخال تعديلات جوهرية على الأسس التي يقوم عليها التعامل في السوق غير المنظمة، وذلك بهدف تحسين سيولة الخيار وتسهيل التعامل به، مما يمكن حامل الخيار من سرعة التصرف فيه دون أن تتأثر قيمته السوقية بشكل كبير. ومن أهم هذه التعديلات نجد التعديلات في شروط التعاقد التي تهدف إلى إلغاء صفة الشخصية من العقود وزيادة سيولتها وذلك عن طريق تنميط تواريخ وأسعار التنفيذ، وكذلك تحديد المسؤولية عن الصفقات.

■ تنظيم أسواق الخيارات: هناك مجموعة من الأطراف مسؤولة عن تنظيم التداول في سوق الخيارات وتتمثل في (شقيري نوري، 2019، صفحة 345، 346):

✓ لجنة الأوراق المالية والبورصة: وهي لجنة مسؤولة عن تنظيم التعامل في الأسواق الحاضرة وفي نفس الوقت مسؤولة عن تنظيم عقود الخيارات على الأسهم الفردية، والعقود على مؤشرات الأسهم، والعقود على العملات.

✓ لجنة التعامل في العقود المستقبلية على السلع: ويقع على عاتقها التعامل في عقود الخيارات على العقود المستقبلية.

✓ مؤسسة التسوية والاتحاد الأهلي لتجار الأوراق المالية: تقع على عاتقها مسؤولية وضع التشريعات المنظمة للعمل، وتلك التي تساهم في الحد من التصرفات التي من شأنها أن تؤثر على ثقة المتعاملين في السوق فضلا عن مسؤوليتها عن مراجعة مشروعات العقود الجديدة، مراجعة شروط التعاقد، حدود المراكز... الخ.

4.11. عقود المبادلات

تعتبر عقود المبادلات أحد أدوات تغطية المخاطر وتسمى كذلك بعقود المقايضة، حيث تستعمل هذه العقود في التحوط من تقلبات أسعار الفائدة وأسعار الصرف وغيرها من المخاطر.

1.4.11. مفهوم عقود المبادلة: لتوضيح فكرة المبادلات نستعين بجملة التعاريف التالية:

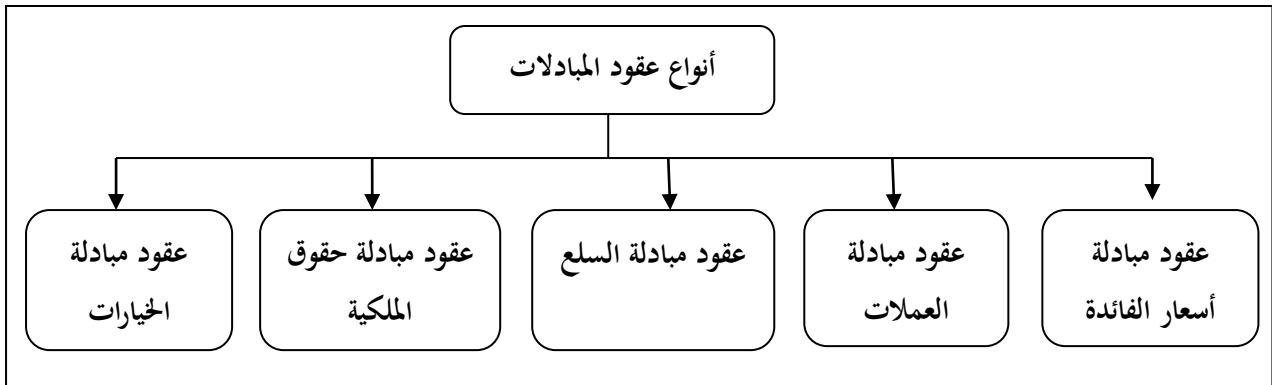
- عقد المبادلة Swap Contract هو اتفاق ملزم يتم بين طرفين لتبادل أصل بأصل آخر أو سلسلة من التدفقات النقدية بسلسلة أخرى بموجب شروط تنفيذ معينة يتفق عليها عند التعاقد. ومن أمثلة ذلك استبدال قرض بسعر فائدة متغير مقابل قرض بسعر فائدة ثابت أو العكس، على أن يتم تسديد القرض خلال فترة متفق عليها في العقد (جبار، 2011، صفحة 784).

- عقود المبادلات عبارة عن اتفاق تعاقدى بين طرفين على تبادل تدفقات نقدية معينة في تاريخ لاحق.

وعلى خلاف العقود المستقبلية فإن المبادلات ليست سوى اتفاقيات ثنائية لا يجري التعامل عليها في البورصات وإنما يجري التعامل عليها في الأسواق غير الرسمية، ولذلك كانت هذه العقود غير متجانسة تماماً أو أنها أدنى نمطية، ذلك أن هذه العقود أو بالأحرى الاتفاقيات إنما كانت المحصلة النهائية لمفاوضات خاصة بين الأطراف، وتتحدد الشروط في ضوء الاعتبارات التي يحرص عليها كل طرف من الأطراف (حسن، 2005، صفحة 328، 329).

2.4.11. أنواع عقود المبادلات: تتخذ عقود المبادلات عدة أشكال وأنواع يمكن توضيحها من خلال الشكل التالي:

الشكل 14 أشكال وأنواع عقود المبادلات



المصدر: (شقيري نوري، 2019، صفحة 364)

إضافة إلى عقود المبادلات الاختيارية التي تم تسليط الضوء عليها في المحور السابق، فمن خلال الشكل 14 يتضح أن أسواق عقود المبادلات تتعامل بأربعة أنواع أخرى من العقود وهي (شقيري نوري، 2019، صفحة 364):

○ **مبادلات سعر الفائدة:** ويتمثل في الاتفاق بين طرفين مقترضين أحدهما يدفع فائدة متغيرة والآخر يدفع فائدة ثابتة، أو بين مقرضين أحدهما يقبض فائدة متغيرة والآخر يقبض فائدة ثابتة على أن يدفع المقرض الأول للمقرض الآخر، أو المقرض الأول للمقرض الآخر فائدة ثابتة عن مبلغ مماثل لمبلغ القرض، في مقابل أن يدفع له الطرف الآخر الفائدة السائدة عن ذلك المبلغ في تاريخ أو تواريخ لاحقة لمدة محددة (السيد متولي، 2010، صفحة 262).

○ **مبادلة العملات:** إن مبادلة العملات هي في الواقع أكثر عمومية من مبادلة أسعار الفائدة، لأن مبادلة أسعار الفائدة هي حالة خاصة من مبادلة العملات، ومبادلة العملات هي مبادلات للالتزامات بدفع تدفقات نقدية بعملة معينة مقابل التزامات للدفع بعملة أخرى وهي وسيلة طبيعية للتحوط من مخاطر التجارة الدولية. ومن أهم أنواع مبادلات العملات نجد: مبادلة العملات ذات أسعار الفائدة الثابتة، مبادلة العملات ذات أسعار الفائدة المتغيرة، مبادلة عملة بسعر فائدة ثابت مع عملة بسعر فائدة متغير، مبادلة عملة بسعر فائدة متغير مقابل عملة بسعر فائدة ثابت.

○ **مبادلات السلع:** المبادلة السلعية واحدة من منتجات السوق غير الرسمية والتي يجري تفصيلها وفقا لمتطلبات من يقوم بعملية التحوط ضد المخاطر، وعقود مبادلات السلع هي ترتيبات منظمة لمبادلة الأسعار الثابتة بالمتغيرة شاع استخدامها خاصة في مجال الطاقة، فأغلب العقود تتعلق بزيوت البترول، إلا أنها استعملت حديثا في سلع أخرى كالذهب، النحاس.. الخ.

مثال: شركة لتكرير النفط ترغب في دفع سعر محدد (ثابت) للنفط خلال مدة معينة من الزمن، وعلى هذا الأساس تقوم شركة تكرير النفط باتخاذ موقف مبادلة طويل الأجل وذلك للحصول على الفرق بين السعر الحاضر للبترول وسعر محدد سلفا. فإذا كان السعر الحاضر أقل من السعر المحدد سلفا فإن شركة النفط تقوم بدفع الفرق.

○ **مبادلة حقوق الملكية:** وهي اتفاقية بين طرفين على مبادلة دفعات نقدية بفترات منظمة خلال مدة من الزمن متفق عليها عندما يكون أحد الدفعات على الأقل يعتمد على قيمة سهم أو سلة من الأسهم أو مؤشر السهم، وهذه الاتفاقية تكون لمبادلة مقسوم الأرباح أو العوائد الرأسمالية المحرة من مؤشر حقوق الملكية إما بسعر فائدة ثابت أو متغير.

ويمكن لمبادلة حقوق الملكية أن تحل محل المتاجرة بالأسهم المفردة أو محفظة الأسهم أو مؤشرات الأسهم، وتستعمل مبادلات حقوق الملكية عندما يكون العائد من الاستثمارات على حقوق الملكية متذبذبا جدا، وعليه فإن مستلم الحصة من الأرباح الموزعة يدخل في عقد مبادلة مع سمسار مبادلات إذ يسلمه الحصة من الأرباح الموزعة المتغير ويستلم منه الحصة من الأرباح الموزعة الثابت، وهذه الحالة تسمى مبادلة حق ملكية غير المغطاة. أما في بعض الحالات فإن سمسار المبادلة يحول مخاطرته إلى حملة الأسهم الذين يستفيدون من الحصة من الأرباح الموزعة العالي حتى من المخاطر الكبيرة وعندها تسمى مبادلة حق الملكية المغطاة.

3.4.11. نشأة وخصائص أسواق عقود المبادلات: تعود نشأة أسواق عقود المبادلات إلى نهاية السبعينات من القرن الماضي، عندما طور المتعاملون بالعملات ما يعرف الآن بتبادل العملات، وذلك للتخلص من السيطرة البريطانية على العملات. بعدها ظهرت مبادلة أسعار الفائدة في عام 1984 وكان ذلك من خلال اتفاق بين شركتين IBM و world bank ، ومنذ ذلك الوقت نمت هذه السوق بصورة كبيرة أين بلغت نحو 48 تريليون دولار عام 2000. وتتمتع هذه الأسواق بمجموعة من الخصائص التي تميزها عن أسواق المستقبلات والخيارات والتي نذكر منها (شقيري نوري، 2019، صفحة 364):

* هي أسواق توفر مرونة كبيرة للمتعاملين فيها، بحيث تسمح لهم بإبرام عقود تناسب أي طرفين دون التزام بشروط محددة (فهي أسواق ليست منظمة).

* توفر هذه الأسواق السرية لأطراف العقد، بحيث لا يمكن لغيرهم العلم بالعملية التي تمت.

* لا تخضع لرقابة حكومية مباشرة مثل سوق الخيارات وسوق العقود المستقبلية.

* لا توجد جهة لضمان عملية المبادلة إلا الأطراف أنفسهم لأنه لا يوجد بيت مقاصة.

5.11. مخاطر التعامل بأسواق المشتقات المالية

رغم أن التعامل مع أسواق المشتقات المالية يهدف إلى الحد من مخاطر التقلبات في العائد وأسعار الصرف، إلا أنه وبحكم طبيعة هذه الأدوات وارتباطها بالتوقعات جعلها تشكل مخاطر في حد ذاتها، ويمكن تقسيم المخاطر التي يتعرض لها مستخدمو أسواق المشتقات المالية إلى (شقيري نوري، 2019، الصفحات 383-386):

1.5.11. المخاطر الائتمانية: وتسمى أيضا بمخاطر عدم الوفاء والتي تتمثل في الخسارة الناتجة عن توقف أحد طرفي العقد عن الوفاء بالتزاماته الناتجة عن تعامله بأحد عقود المشتقات المالية. فالتعاملون يمكن أن يخسروا مبالغ كبيرة جدا عندما يفشل الطرف المقابل في الوفاء بالتزاماته، ولهذا كان لا بد من الاهتمام بهذا النوع من المخاطر لاسيما تلك التي يتم التعامل بها في الأسواق الموازية أين لا يوجد غرف المقاصة ولا هوامش أولية في التعاقد.

2.5.11. مخاطر السيولة: رغم السيولة العالية التي تتمتع بها عقود المشتقات المالية إلا أنه تبقى هناك مشكلة تتعلق بعدم إمكانية تسهيل بعض العقود بالسرعة الممكنة، وذلك بسبب عوامل متعددة قد تتعلق بطبيعة هذه العقود أو بسبب ظروف السوق من حيث العرض والطلب وغيرها من العوامل، مما يؤدي إلى حدوث خسائر للأطراف التي ترغب بتسهيل مراكزها بسرعة.

3.5.11. المخاطر السوقية: تظهر المخاطر السوقية نتيجة لتقلب أسعار أدوات الهندسة المالية في أسواق المشتقات المالية، إذ أن هذه الأدوات تكون حساسة بصورة كبيرة لظروف السوق، وبذلك فإن تغير ولو كان بسيطاً في قيمة الأصل الضمني محل التعاقد قد يؤدي إلى تغير أكبر في قيمة المشتقات المالية، وتعد المخاطر السوقية أحد أهم المخاطر التي يتوجب على المتعاملين في هذه الأدوات مراجعتها وقياسها، بالرغم من أن القياس الدقيق لهذا النوع من المخاطر يعد صعباً ومعقداً نظراً للتقلب الكبير في أسعارها.

4.5.11. مخاطر التسوية: وهي مخاطر تنفيذ المعاملات المتفق عليها ويتجلى أحد أشكالها في أن القليل من المعاملات المالية يتم تسويتها في نفس اليوم الخاص بالتنفيذ، إذ قد تمتد هذه التسوية إلى أيام معدودة، مما ينجم عنها تعرض أحد أطراف العقد للخسارة نظراً لإمكانية تغير الأسعار خلال تلك المدة ولاسيما في يوم التنفيذ.

5.5.11. المخاطر التشغيلية والإدارية: وهي تلك المخاطر التي تتعلق بأخطاء الأفراد العاملين في مجال المشتقات، وضعف كفاءة الأنظمة الإدارية والرقابية. إذ أن زيادة تعقيد هذه الأدوات يجعل من الصعب إدارتها بصورة صحيحة وقد يترتب عن سوء الإدارة خسائر كبيرة.

6.5.11. المخاطر القانونية: وهي التي تنشأ عن التغيرات في البيئة القانونية وكذلك غموض بعض الجوانب القانونية للمشتقات، مما يؤدي إلى صعوبة تنفيذ العقود فضلاً عن عدم التوثيق الدقيق ونقص الصلاحيات أو عدم وضوحها وصعوبة التنفيذ القضائي عند حدوث المشاكل.

7.5.11. مخاطر الرفع المالي: حيث تتقلب الأرباح والخسائر المرتبطة بالتعامل في هذه الأدوات بدرجة أكبر من تقلب إيراداتها، مما يؤدي إلى تحقيق خسائر كبيرة عند حدوث تغير طفيف في إيراداتها أو تكاليفها.



المحور الثاني عشر: سوق رؤوس الأموال الدولي

تمهيد

تلعب أسواق رؤوس الأموال الدولية دورا هاما في تمويل الأنشطة والعمليات الدولية من صادرات وواردات وخدمات مالية داخلية كالقروض الموجهة للشركات الوطنية ونحوها، ولا يشترط في هذه الأسواق وجود مكان محدد ووحيد، بل هي عبارة عن مجموعة من المراكز المالية المرتبطة فيما بينها بشبكة معقدة من وسائل الاتصال المتطورة عرفت تطورا هائلا، حيث أصبح التمويل الدولي في شكل إصدارات مالية أو قروض بنكية ضرورة حتمية بعد تسارع وتيرة العولمة وانتشار ظاهرة التحرير المالي، فتنوعت بذلك تقنيات التمويل الدولية وتعددت المنتجات المالية المناسبة وتزايدت أحجام التعامل عليها.

1.12. مفهوم الأسواق المالية الدولية

ينصرف تعريف السوق المالية الدولية إلى عدة مفاهيم تتمحور كلها حول التعاريف التالية (الغالي و عدنان، 2019، صفحة 33):

- تعرف سوق المال الدولية بأنها تلك السوق التي تسمح بتداول الأوراق المالية لمنشآت أو هيئات في دول أخرى.
 - يقصد بالسوق المالية الدولية تلك السوق التي يسمح فيها لأي مستثمر مهما كانت جنسيته أن يتعامل شراءً وبيعاً في الأوراق المالية التي تصدرها منشآت وهيئات محلية.
 - سوق المال الدولية هي السوق التي يكون فيها تواجد للمستثمرين وللأوراق المالية من دول أخرى.
- من خلال التعاريف السابقة يمكن إدراج تعريف لسوق المال الدولية كما يلي: تعتبر السوق المالية الدولية مصدرا رئيسيا للحصول على التمويل الدولي، كما أنها تمثل مجالا واسعا لتوظيف واستثمار الأموال الفائضة العابرة للحدود، والتي تعود للأفراد والمؤسسات والبنوك والحكومات من مختلف الجنسيات، ويتم التعامل فيه بمختلف الأدوات المالية والنقدية بقيم مالية ضخمة ومقيمة بعدة عملات أجنبية قابلة للتداول عالميا.

2.12. أسباب ظهور الأسواق المالية الدولية

ساهمت مجموعة من العوامل والدوافع بشكل كبير في ظهور الأسواق المالية الدولية كآلية مهمة في تعبئة الموارد المالية سواء على مستوى المؤسسات والشركات الاقتصادية، أو سواء على مستوى الدول والحكومات لدفع عجلة التنمية لديه، وتكمن أهم الأسباب التي أدت إلى ظهور الأسواق المالية الدولية إلى ما يلي (الغالي و عدنان، 2019، الصفحات 33-35):

- ✓ ازدهار التعاملات المالية بظهور البورصات في العالم، وكان أولها في أنفر (Anvers) ببلجيكا عام 1536، ثم في أمستردام عام 1608، ثم في لندن عام 1666، ثم في باريس عام 1808، وتلاها في القرنين التاسع عشر والعشرين نشأة المراكز المالية الدولية على غرار المركز المالي في لندن و وول ستريت في الولايات المتحدة الأمريكية.

- ✓ زيادة الطلب من طرف الحكومات والشركات الكبرى للحصول على العملات الأجنبية لأداء التزاماتها المالية تجاه أطراف دولية، مما نتج عنه ظهور أسواق عالمية للتداول على العملات الأجنبية.
- ✓ تطور الأدوات المالية والنقدية المصدرة على المستوى الدولي لغرض جلب إما مساهمين جدد في المؤسسة أو إما تنويع مصادر الإقراض لديها، وكذا إصدار الحكومات لأوراق الدين لغرض تمويل خطط التنمية لديها.
- ✓ هيمنة النظام الاقتصادي الرأسمالي الذي يدعو الملكية الفردية لوسائل الإنتاج وللتوسع في النشاط الاقتصادي من خلال زيادة الاهتمام بالاستثمارات التي تتطلب موارد مالية كبيرة تفوق قدرات وإمكانات الأفراد، والتي تستدعي البحث عنها من مصادر إقليمية وجغرافية متعددة عبر العالم.
- ✓ توسع الحكومات والشركات الكبرى في الاقتراض الخارجي لأجل تغطية العجز في التمويل الذاتي الموجه لتمويل التنمية الاقتصادية والمحلية، مما أسهم في ظهور مؤسسات دولية متخصصة في تمويل الدول.
- ✓ ظهور الثورة الصناعية والنهضة التكنولوجية التي أدت إلى توسع المشاريع الاستثمارية ونطاق المعاملات التجارية خارج الحدود المحلية للدول.

3.12. أهداف السوق المالية الدولية

يمكن تبين أهم أهداف الأسواق المالية الدولية في الآتي (الغالي و عدنان، 2019، صفحة 35، 36):

- * إقامة سوق مالي لتعبئة الموارد المالية على نطاق عالمي وتهيئة الظروف التي تساعد على تدفق رؤوس الأموال في الاتجاهين.
- * إصلاح نظام الإقراض الدولي الممنوح من مؤسسات التمويل العالمية وفق أسس وضوابط أكثر شفافية ومصداقية.
- * تنسيق أسعار الفائدة على القروض والسندات الدولية الممنوحة بين المتعاملين الدوليين.
- * تنظيم السوق الدولية المتخصصة في أسعار صرف العملات الأجنبية وضبط تعاملاتها في مجال معدلات صرف العملات من خلال إيجاد هيئات ومنظمات متخصصة تضطلع بمهام المراقبة والإشراف والتوجيه.
- * تبني الإجراءات العلمية والعملية في معالجة القضايا المالية والنقدية العالمية المستجدة (الأزمات المالية) .
- * تنظيم الأسواق المالية الدولية وإمدادها بالسيولة على المستوى الدولي ضمن إجراءات اقتصادية دولية فعالة.

4.12. وظائف الأسواق المالية الدولية

- للسوق المالية الدولية مجموعة من الوظائف يمكن إيجازها فيما يلي (بوحضر، محاضرات في الأسواق المالية الدولية، 2018/2019، صفحة 5):
- تضمن توفير التمويل بمختلف أنواعه للوحدات الاقتصادية الضخمة الحجم.
 - تتيح للوحدات الاقتصادية ذات الفوائض الكبيرة فرصا متعددة لتوظيفها وبأقل المخاطر الممكنة مع ضمان الحد الأقصى لسيولتها في حالة رغبة المستثمر في ذلك.

- أنها تتيح أدوات مالية متعددة قصيرة وطويلة الأجل وبعملات مختلفة وإن كان أهمها الدولار الأمريكي.
- تقلل من تكلفة المعاملات وتكلفة الحصول على المعلومة.
- تقابل العرض والطلب على مستوى السوق الدولية يمكن من تحديد سعر الأصول بكل كفاءة، بحيث يعكس المراكز المالية للمؤسسات المصدرة ويعكس المعلومات الواردة للسوق.
- توفير قواعد وإجراءات سليمة وسريعة ذات كفاية للتسوية والمقاصة من خلال مراكز مالية دولية.
- السوق المالية الدولية تضمن سيولة الأصول بما يضمن بيعها في حالة رغبة المستثمر في ذلك.
- الأسواق المالية الدولية وبما تقدمه من خدمات تساعد على نمو وتوسع التجارة الخارجية بين مختلف دول العالم.
- نمو الأسواق المالية الدولية يساعد على زيادة تدفق الأموال العابرة للقارات بما يساعد على توجيهها نحو أفضل الاستخدامات.

5.12. المتعاملون في السوق المالية الدولية

- على مستوى السوق المالي الدولي هناك مجموعة من المتعاملين يتدخلون بصفقتهم طالبين أو عارضين للأموال بمختلف أنواعها يمكن تصنيفهم كما يلي (الغالي و عدنان، 2019، صفحة 37):
- البنوك المركزية والتي تتولى مهمة الإشراف والرقابة على حركة التعاملات والتحويلات للعملات الأجنبية.
 - البنوك التجارية والبنوك الاستثمارية، والبنوك المتخصصة.
 - شركات السمسرة في الأوراق المالية الدولية ومؤسسات الوساطة المالية الأخرى.
 - الصناديق الاستثمارية الإقليمية والدولية.
 - شركات التأمين وصناديق التقاعد.
 - المؤسسات النقدية الدولية كصندوق النقد الدولي والبنك الدولي للإنشاء والتعمير وبنك التسويات الدولية.
 - الصناديق الإقليمية وبيوت المقاصة وبعض الشركات المالية المتخصصة في العمليات المالية الدولية.
 - الشركات الضخمة والشركات المتعددة الجنسيات، وشركات الاستثمار الإقليمية والعالمية.
 - الحكومات والدول والمنظمات والاتحادات الاقتصادية.
 - كل جهة رسمية أو غير رسمية طالبة أو عارضة لرؤوس الأموال المشروعة على المستوى الدولي.

6.12. شروط ومقومات قيام السوق المالية الدولية

- لقيام السوق المالية على مستوى دولي لا بد من توفر مجموعة من الشروط الأساسية والتي في نفس الوقت من عوامل نجاح السوق المالية الدولية، والمتمثلة فيما يلي (الغالي و عدنان، 2019، الصفحات 37-39):
- وجود الاستقرار السياسي في الدولة أو المنطقة أو الإقليم الجغرافي أو الاتحاد الدولي المراد فيه قيام سوق مالية دولية، لتشجيع تدفق رؤوس الأموال الأجنبية من وإلى السوق المالية الدولية.

➤ تبني سياسة اقتصادية ليبرالية قائمة على اقتصاد السوق تضمن الحرية الاقتصادية والمنافسة الحادة النزيهة وتشجع القطاع الخاص.

➤ تبني منظومة مالية مرنة ومتزنة فيما يخص السياسة الضريبية والسياسة النقدية والمالية تهدف إلى تقليل القيود والضغوط المفروضة على رأس المال.

➤ تبني منظومة تشريعية وقانونية مناسبة لتحفيز التعاملات في هذه السوق، وكذا العمل على تطبيق معايير وقوانين الهيئات الدولية المؤطرة لعمل السوق المالي الدولية.

➤ وجود عدد كاف وقوي من أسواق رأس المال، كالبورصات المحلية والإقليمية في المنطقة أو الدولة أو الاتحاد الاقتصادي يكمل بعضها البعض وبما يشجع على تكوين شركات المساهمة العامة والخاصة التي يتم تداول أسهمها في السوق المالي.

➤ ضرورة ربط الأسواق المالية الدولية بأسواق مالية محلية ودولية لضمان توفير المعلومات بدقة وكفاءة عالية ونشرها بصفة آنية ودورية حول أوضاع السوق العالمية وكذا الشركات والمتعاملين في السوق الدولية نفسها.

➤ وجود خبراء ماليين وإداريين أكفاء لتسيير السوق والتعامل مع الأوضاع الطارئة.

➤ ربط السوق المالي بأدوات ووسائل وأجهزة اتصال تكنولوجية وشبكات وبرامج جد متطورة تضمن سرعة توفير المعلومات وأداء الصفقات، وإمكانية عقد الصفقات عن بعد في أي نقطة جغرافية على وجه الأرض.

➤ إمكانية التعامل بمختلف العملات الأجنبية خاصة العملات القيادية منها (الدولار الأمريكي، الجنيه الإسترليني، الأورو، الين الياباني، الدولار الكندي والفرنك السويسري) ، وكذا استقرار العملة في الدولة أو المنطقة المراد فيها إيجاد سوق مال دولية.

يضاف إلى كل هذه المقومات والعوامل ضرورة توفر نظام بنكي يتميز بالكفاءة والعمق وكبر الحجم، فالكفاءة تعني العمل على تحقيق أقصى الأرباح وذلك بضغط التكاليف التشغيلية وهو ما يجعله نظام مالي جذاب، أما العمق فيعني أن يتكون من العديد من البنوك والمؤسسات المالية التي تقدم حزم متنوعة من الخدمات والمنتجات المالية، أما كبر الحجم فالعمل على المستوى الدولي يتطلب مؤسسات مالية وبنوك عملاقة لديها إمكانيات مادية وبشرية هائلة بالشكل الذي يمكنها من مواجهة المنافسة في هذا الجانب (بوحضر، محاضرات في الأسواق المالية الدولية، 2019/2018، صفحة 6).

7.12. أقسام السوق المالية الدولية

إن أقسام السوق المالية الدولية من الناحية الشكلية هي نفس تقسيمات السوق المالي التي سبق التطرق لها في تقسيمات السوق المالي بصفة عامة، لكنها تختلف عنها من ناحية الآليات والنطاق الجغرافي وعملية التقييم، وعلى هذا الأساس يمكن إبراز الفروع الأساسية للسوق المالية الدولية على النحو التالي:

1.7.12. السوق النقدية الدولية: تشبه هذه السوق بالخزان الذي يحتوي على رؤوس الأموال السائلة قصيرة الأجل من العملات الصعبة. ويرجع السبب في تطور السوق النقدية الدولية إلى أن المدخرين استطاعوا تحقيق عائد أكبر مما لو ادخروا في السوق الوطنية، كما أن المستثمرين والمقرضين من هذه السوق تمكنوا من الحصول على رؤوس أموال قصيرة الأمد بسعر فائدة أقل مما لو كانت قروضهم من السوق الوطنية. لهذه الأسباب وغيرها توسعت هذه السوق من سنة إلى أخرى، خاصة منذ منتصف الستينات من القرن الماضي، كما تعتبر بمثابة مجموعة من الصفقات التجارية والمالية التي تتم بواسطة العملات الصعبة خارج بلدانها، أي خارج بلدان إصدارها كأن نتكلم عن الدولارات الأوروبية Euro dollars الموجودة خارج الولايات المتحدة، لهذا يمكن القول أن السوق النقدية الدولية هي ذلك النظام الذي يمكن المؤسسات والحكومات من التزود برؤوس الأموال قصيرة الأجل بعملات صعبة.

من أهم المتعاملين الاقتصاديين والماليين في هذه السوق نجد البنوك المركزية، البنوك التجارية والشركات المتعددة الجنسيات وبعض البلدان صاحبة الفوائض المالية مثل دول الخليج العربي، خاصة في فترات ارتفاع أسعار النفط. بذلك يمكن القول أن السوق النقدية الدولية هي وسيلة هامة من وسائل التمويل على المستوى العالمي وبالتالي تساعد على انتقال رؤوس الأموال فيما بين البلدان والناجمة - بالإضافة إلى أغراض التمويل - عن المبادلات التجارية والدولية، أي تسديدها، وكذلك عن السياسات المالية والنقدية لمختلف الدول وتدخلات بنوكها المركزية وسلطاتها المالية، وبالخصوص باستعمال الأدوات المتمثلتين في أسعار الفائدة وأسعار الصرف (جبار، 2011، الصفحات 571-576).

أما عن الأدوات والأوراق المالية المتداولة في أسواق النقد الدولية فهي تختلف عن تلك المتداولة في أسواق رأس المال الدولية. والشكل 15 يوضح أهم هذه الأدوات.

الشكل 15: أهم الأدوات المالية المتداولة في سوق النقد الدولية



المصدر: (الغالي و عدنان، 2019، صفحة 42)

2.7.12. سوق رأس المال الدولية: يقوم فيها المقرضون والمستثمرون بعرض قروض متوسطة وطويلة الأجل مقابل الحصول على أصول مالية يعرضها المقترضون أو حاملوها الأصليون. إن هذه السوق شبيهة إلى حد ما بالسوق المالية الوطنية، غير أن المتعاملين فيها من مقرضين ومقترضين هم بنوك ومؤسسات مالية دولية وشركات متعددة الجنسيات وغيرها من الشركات العالمية، إذ تقوم هذه الأخيرة بإصدار الأوراق المالية المختلفة وبيعها في أسواق المال الدولية والحصول على التمويل من النوعين المتوسط والطويل الأجل. وعليه فإن سوق رأس المال الدولية ما هي إلا مكانا دوليا للقاء الدول والمؤسسات المالية والبنوك العالمية التي بحوزتها فائض من الأموال الممكن توظيفها واستثمارها وتلك الدول والشركات التي لها نقص في رؤوس الأموال وترغب في التزود منها لتمويل مشاريع واستثمارات تحتاج إلى أموال ضخمة على مدة طويلة نسبيا (جبار، 2011، صفحة 576، 577).

ويتم التعامل في هذه السوق بإصدار وتداول الأوراق المالية على غرار الأسهم والسندات الدولية، أشهرها الأوروبية والأجنبية، ومن أهم العوامل الاعتيادية - باستثناء الأزمات المالية والاقتصادية الطارئة - المؤثرة في سوق رأس المال الدولية هي التغيرات في أسعار الفائدة وأسعار صرف العملات الأجنبية خاصة منها العملات القيادية. لقد نشطت هذه السوق مع بداية الستينات من القرض الماضي وتطورت كثيرا منذ ذلك الوقت. تجلّى هذا التطور في انقسامها إلى عدة فروع وفقا لنوع الأوراق والمنتجات المالية من جهة، ولإجراءات الإصدار من جهة أخرى، وفيما يلي أهم تلك الفروع:

1.2.7.12. سوق السندات الدولية: لتبسيط الضوء على أهم مكونات هذه السوق نتناول ما يلي (الغالي و عدنان، 2019، الصفحات 37-39):

■ **تعريف سوق السندات الدولية:** يمثل سوق السندات الدولية جزءا مهما من سوق رأس المال الدولية وبالتالي سوق المال الدولية، وهو مكان أو هيئة أو آلية لإصدار وتداول السندات بين مختلف المتعاملين، إذ تعتبر السندات بمختلف أنواعها والمصدرة بعملات أجنبية الأداة المالية الفاعلة في هذه السوق والتي يتم تداولها بعملة مغايرة لعملة البلد المصدرة فيها والمتداولة فيه، وتكون مدة استحقاقها طويلة الأجل تتراوح بين 10 و 15 سنة، وتشكل الدول والمؤسسات العمومية أكبر وأهم متدخل فيه، إضافة للشركات الخاصة، والهدف الرئيسي لسوق السندات الدولية هو تمويل متعامليلها بالاحتياجات المالية اللازمة لها خارج أسواقها المحلية.

■ **المتعاملين في سوق السندات الدولية:** يتم التعامل في سوق السندات الدولية من خلال البنوك والسماسرة وبيوت المقاصة، والشركات الدولية، وتتحكم في عمليات الإصدار والتسويق العالميين في هذه السوق هيئة دولية تسمى بـ Syndicat، والتي تقوم كذلك بشراء السندات التي لم تبع في السوق حتى توفر لها السيولة اللازمة. ويتم الاكتتاب وتداول السندات الدولية في الغالب في أسواق رأس المال الأوروبية، منها لندن والتي تعد واحدة من أهم مراكز سوق السندات الدولية في العالم، ولوكسمبورغ كونها مركز الإدراج الرئيسية لهذه السندات، وأسواق رأس المال الأمريكية منها نيويورك.

■ **أشهر السندات الدولية:** تعد السندات الحكومية الأمريكية أشهر أنواع السندات الدولية المصدرة والمتداولة عالميا من حيث الحصة، إذ أفادت الإحصائيات أن السندات الحكومية الأمريكية التي يحملها جميع المستثمرون الأجانب وصل إلى 2.6018 ترليون دولار أمريكي حتى نهاية أبريل 2007، وظلت اليابان أكبر دولة حاملة للسندات الحكومية الأمريكية قدرها 592.2 مليار دولار أمريكي، والصين ثاني دولة تحمل السندات الحكومية بقيمة 500 مليار دولار أمريكي، أما السندات الحكومية الأمريكية التي تحملها بريطانيا وصلت قيمتها إلى 251.4 مليار دولار أمريكي من سنة 2007.

بالإضافة إلى السندات التي يتم إصدارها بالدولار الأمريكي خارج قواعده، هناك عملات أخرى يتم إصدار السندات الدولية بها وهي:

* العملات الأوروبية: الأورو، الجنيه الإسترليني والفرنك السويسري.

* العملات الآسيوية غير العربية: الين الياباني، دولار هون كونج.

* العملات العربية: الدينار الكويتي، الدينار البحريني، والريال السعودي.

2.2.7.12 سوق الأسهم الدولية: على العكس من المنتج المالي السابق، أي السندات الدولية، فإن الأسهم الدولية تمثل ملكية المستثمر الدولي أو المشتري لتلك الأسهم لجزء من الشركة المصدرة. يتم الإصدار من قبل شركة معينة في بلد غير البلد الأصلي لها، أما التوزيع فتقوم به هيئة دولية مكونة من بنوك ومؤسسات مالية متخصصة Underwriters. انطلق التعامل في هذه السوق في النصف الثاني من عشرية السبعينات (أما إنشاؤها فقد تم رسميا سنة 1983)، وتطور بعد ذلك حيث سجلت 6 إصدارات سنة 1983، 10 سنة 1984، 24 سنة 1985، و120 سنة 1986. كما بلغ المتوسط لتلك الإصدارات حوالي 100 مليون دولار أمريكي، إذ يمكن للمؤسسات المالية المختصة والبنوك أن تشتري هذه الأسهم، كما يمكن للأفراد أن يوظفوا أموالهم فيها وذلك بقصد تحقيق أرباح أكبر في الأمد القصير أو بغرض تنويع حوافظهم المالية والتقليل من المخاطر في الأمد الطويل.

وعليه فإن سوق الأسهم الدولية هي وسيلة أخرى من وسائل التمويل تستطيع الشركات (خاصة ذات المركز المالي الجيد) بواسطتها الحصول على الأموال الضرورية لإنشائها وتوسعها من بلدان أجنبية، مع إتاحة فرصة التملك لتلك الأطراف الأجنبية التي وظفت أموالها في شراء أسهمها الدولية، بذلك تساعد هذه الإصدارات على لقاء المحتاجين لرؤوس الأموال، لاسيما الذين يريدون تدعيم بند الأموال الخاصة مع أصحاب الفوائض المالية وتوزيعها على مستوى عالي بصورة فعالة (جبار، 2011، صفحة 581، 582).

3.2.7.12 سوق العملات الأجنبية الدولية: إن تسليط الضوء على هذه السوق يقتضي التطرق إلى ما يلي:

■ **تعريف سوق العملات الأجنبية الدولية:** بالإمكان تداول العملات الدولية مباشرة في سوق العملات الدولية والمعروفة باسم Forex أو Exchange Foreign، وذلك عن طريق السوق الفورية Spot Market. هذا السوق الإلكتروني هو عبارة عن مكان يلتقي فيه عدد كبير من البنوك والمصارف العالمية إلى جانب السماسرة والوسطاء

المختصين في العملات الدولية، ويتم فيه التداول الفوري للعملات، ويستطيع من يريد التعامل في هذا السوق فتح حساب لدى وسيط محلي أو بنك والتداول في مقره أو عن طريق الهاتف.

إذن السوق الدولية للعملات الأجنبية وتعرف اختصاراً بالفوركس FOREX أو FX هي اختصار باللغة الإنجليزية لعبارة FORIGNE EXCHANGE MARKET ، وتعني التجارة أو المضاربة بالعملات الأجنبية، وهي سوق بين البنوك تتيح للأفراد والمستثمرين والحكومات وكذا الشركات والبنوك والمؤسسات المالية الأخرى التعامل فيها من خلال الأسواق الفعلية أو عن بعد بالاستعانة بالوسائط الإلكترونية مثل الهاتف الخليوي وشبكة الإنترنت وفق برامج أو منصات إلكترونية للتداول في ظل مستويات عالية من المخاطر، حيث يستفيد المستثمرون من تغير أسعار صرف العملة الأجنبية وذلك عن طريق مبادلة عملة بعملة أخرى وشراء العملات بسعر منخفض وبيعها بسعر مرتفع. إذ يقدر المحللون الماليون الحجم اليومي لتداول العملات في سوق الفوركس بحوالي 5 تريليون دولار أي 5 آلاف مليار دولار يومياً، بمعدل ما قيمته 3,472 مليار دولار من مختلف العملات الأجنبية تباع وتشترى كل دقيقة في العالم، وهي أكبر 30 مرة من مجموع أسواق الأوراق المالية العالمية. (الغالي و عدنان، 2019، صفحة 68،69).

■ **العملات الرئيسية في سوق الفوركس:** يرمز للعملة محل التداول في سوق الفوركس بثلاثة أحرف لاتينية، حيث يشير الحرفين الأولين لاسم البلد، والحرف الثالث يرمز لاسم عملة البلد. أما بالنسبة للعملات الأكثر تداولاً فحسب الجدول 15 فيأتي على رأسها وبدون منازع الدولار الأمريكي الذي يستحوذ على حصة كبيرة على امتداد السنوات المدروسة، يليه الأورو، والين الياباني والجنيه الإسترليني، مع ملاحظة بروز اليوان الصيني كعملة ذات وزن منذ 2013، حيث استطاعت أن تضاعف من وزنها النسبي في ظرف ست سنوات منتقلة من 2.2% سنة 2013 إلى 4% سنة 2016 محتلة المرتبة الثامنة عالمياً، ويعود ذلك نتيجة ارتفاع نسبة تداول اليوان الصيني مقابل الدولار الأمريكي، ففي أبريل 2016، كان 95 % من تداولات اليوان الصيني مقابل الدولار الأمريكي (بوحضر، محاضرات في الأسواق المالية الدولية، 2019/2018، صفحة 43).

الجدول 15: حصة أهم العملات المتداولة في سوق الفوركس

البيان	2001	2004	2007	2010	2013	2016
الدولار الأمريكي	89	88	85.6	84.9	87	87.6
اليورو	37.9	37.4	37.0	39.1	33.4	31.3
الين الياباني	23.5	20.8	17.2	19	23.1	21.6
الجنيه الإسترليني	13	16.5	14.9	12.9	11.8	12.8
الدولار الأسترالي	4.3	6	6.6	7.6	8.6	6.9
الدولار الكندي	4.5	4.2	4.3	5.3	4.6	5.1
الفرنك السويسري	6	6	6.8	6.3	5.2	4.8

اليوان الصيني	00	0.1	0.5	0.9	2.2	4
المجموع	200	200	200	200	200	200

المصدر: (بوحضر، محاضرات في الأسواق المالية الدولية، 2019/2018، صفحة 44)

- **مميزات سوق الفوركس وفروعه:** تمتاز سوق الفوركس بمجموعة من الخصائص تجعلها تختلف عن البورصات التقليدية، ومن أهمها ما يلي (الشمري، أساسيات الاستثمار العيني والمالي، 1999، صفحة 196، 197):
 - يعتبر سوق الفوركس أكبر وأوسع سوق مالية معاصرة وأكثرها سيولة، وهو سوق يتم عبر شبكة اتصالات، بمعنى أنه ليس له مكان مادي فهو منتشر في جميع أنحاء العالم.
 - يعمل سوق الفوركس على مدار 24 ساعة لمدة 5 أيام في الأسبوع ما عدا يومي السبت والأحد والتي تعتبر عطلة في أهم المراكز المالية العالمية.
 - انخفاض تكاليف المعاملات المالية وعدم وجود رسوم حكومية للمعاملات الخاصة بالمقاصة والصرف.
 - صعوبة الرقابة الحكومية للمعاملات اليومية بسبب الطبيعة الإلكترونية للسوق.
 - ارتباط كل الأسواق المالية الأخرى على المستوى الدولي بسوق الفوركس.
 - سيطرة الدولار على سوق الفوركس، وكذا سيطرة البنوك والمؤسسات العملاقة على أهم المعاملات فيه.
 - الريح في الاتجاهين الصاعد والنازل: على عكس باقي الأسواق المالية الدولية والمحلية فالفوركس يمكن المتعامل فيه من الاستفادة من الاتجاهين لأنه يمكنه تنفيذ عمليات البيع والشراء في الوقت نفسه، فتوقع الصعود يؤدي إلى الشراء الآن لتبيع فيما بعد بسعر مرتفع، وتوقع الهبوط تقوم بالبيع الآن حتى لا تلحق به خسائر فيما بعد.

ويضم سوق الفوركس أربعة أسواق إقليمية هي (الغالي و عدنان، 2019، صفحة 71):

✓ الفوركس الأسترالية.

✓ الفوركس الآسيوية مركزها سوق طوكيو في اليابان.

✓ الفوركس الأوروبية مركزها سوق لندن في بريطانيا.

✓ الفوركس الأمريكية مركزها سوق نيويورك في الولايات المتحدة الأمريكية.

تتناوب هذه الفروع الأربعة في الافتتاح فيما بينها، إذ تفتح سوق وتغلق سوق أخرى، وذلك بسبب الفروقات الزمنية للموقع الجغرافي لكل سوق.

4.2.7.12. سوق اليورو دولار Eurodollars : إن تحديد أهم مفاهيم سوق اليورو دولار يقتضي التطرق للآتي (الغالي و عدنان، 2019، الصفحات 71-75):

- **تعريف سوق اليورو دولار:** هو عبارة عن سوق الدولارات الأمريكية الموجودة خارج حدود الولايات المتحدة الأمريكية والمتواجدة على الأغلب في الدول الأوروبية، وتقوم البنوك التجارية العاملة في أوروبا بقبول الودائع من

المودعين والمقومة بالدولار الأمريكي مقابل سعر فائدة يمنح لهم، وتقديم قروض بنكية لمعامليلها بالدولار الأمريكي مقابل معدل فائدة أكبر من معدل الإيداع يدفعونه للبنك التجاري.

ومن المتعاملين في هذه السوق نجد كلا من البنوك المركزية، البنوك التجارية، السماسرة، الشركات، الحكومة، صناديق الاستثمار والأفراد.

إذن يتمثل سوق الأورو دولار في أرصدة الدولارات الأمريكية المودعة لدى البنوك في أوروبا والتي يمكن إعادة إقراضها لجهات أخرى والمقومة بنفس عملة الإيداع، وبذلك فهي سوق بين المقرضين والمقترضين بالدولار الأمريكي خارج قواعده.

■ أسباب تطور سوق الأورو دولار: ترجع أسباب ظهور سوق الأورو دولار لعدة أسباب أهمها:

- تعود أسباب ظهور هذه الدولارات الأوروبية إلى فترة الخمسينيات، حيث عمدت بعض الدول نتيجة للظروف التي خلفتها الحرب الباردة بين المعسكرين إلى إيداع موجوداتها من الدولارات في بنوك أوروبا الغربية لتجنب قيام الولايات المتحدة الأمريكية بتجميدها فيما لو كانت موظفة في داخلها.

- التحديد الصارم لمعدلات الفائدة الدائنة التي تدفعها بنوك الولايات المتحدة الأمريكية لمودعيها من قبل البنوك المركزية أو ما يسمى بقاعدة "ك" أو "Q"، مما أدى إلى قيام عدد كبير من أصحاب الودائع بالدولارات من غير المقيمين وبعض المقيمين بتوظيف أموالهم خارج الولايات المتحدة الأمريكية للتهرب من أحكام القاعدة المشار إليها سابقا، وبالتالي الحصول على معدلات فائدة أعلى في أوروبا.

- العجز المزمن في ميزان المدفوعات الأمريكي وأيضاً طريقة تمويل هذا العجز.

- الحضر المفروض على البنوك البريطانية منذ سنة 1957 باستعمال الجنيه الإسترليني كعملة أجنبية لعمليات التحويل، وإجراء المعاملات النقدية بين الدول الواقعة خارج منطقة الإسترليني قد أجبر البنوك في لندن على إحلال الدولار مكان الإسترليني وبالتالي الحصول من خارج إنجلترا على كل الدولارات اللازمة.

- الضريبة الخاصة أو رسم تأمين التعادل بين معدلات الفائدة في الولايات المتحدة الأمريكية قد أدى إلى انخفاض الطلب على القروض في سوق نيويورك من قبل غير المقيمين الأمريكيين (بسبب ارتفاع تكلفة هذه القروض)، وأرغم هؤلاء إلى اللجوء إلى خارج الولايات المتحدة الأمريكية للحصول على التمويل اللازم.

■ خصائص سوق الأورو- دولار: يمتاز سوق الأورو دولار بمجموعة من الخصائص، تتمثل أهمها فيما يلي:

➤ إن سوق الأورو دولار كجزء من السوق المالي الدولي ليس له حدود وطنية معينة ولذلك فإنه لا يخضع لرقابة أية دولة من الدول.

➤ قام هذا السوق على أساس عمليات الإيداع والإقراض، ولذلك يعتبر سوقاً للأموال المقرضة.

➤ انتماء الدائنين والمدينين في هذا السوق إلى دول مختلفة.

➤ هذا السوق يتمتع باستقلالية نسبية وسياسة خاصة لأسعار الفائدة تختلف عن المعدلات المعمول بها دولياً.

➤ إن العمليات الائتمانية في سوق الأورو دولار تتخذ أحد الشكلين التاليين:

- عمليات ما بين البنوك: تتخذ شكل الودائع الجارية والآجلة تتراوح آجاله ما بين يوم وستة أشهر بمعدلات فائدة معينة.

- عمليات ما بين البنوك والمتعاملين الآخرين: عندما تقدم البنوك قروضا لمتعامليلها وبمدة أطول من سابقتها.

■ **أسعار الفائدة على قروض الأورو دولار:** إن أسعار الفائدة على قروض الأورو دولار يمكن أن تكون ثابتة على مدى فترة القرض، كما يمكن أن تكون متغيرة أو متحركة، وهي تحدد وفق أسعار الفائدة المطبقة في سوق لندن على ودائع البنوك فيما بينها و المعروف بـ الليبور ¹ LIBOR ، وعادة ما يتم إضافة هامش محدد حسب القرض على هذا المعدل، وذلك تبعا لمستوى المخاطر التي يمتاز بها البلد المقترض، حيث يتم تصنيف البلدان المدينة حسب مستوى المخاطر كما يلي:

- بالنسبة للدول الصناعية: تدفع 1/2 % أقل من LIBOR .

- بالنسبة للدول الإفريقية: تدفع أسعار فائدة أعلى تتراوح ما بين 1 % و 2 % أعلى من LIBOR ، بحجة ارتفاع نسبة المخاطر والقدرة على عدم السداد مما يعيق المسار التنموي في هذه الدول.

■ **آلية حساب معدلات ليبور:** يتم في كل يوم عمل رسمي حساب 150 معدل ليبور، لعشر عملات رئيسية هي الجنيه الإسترليني، الدولار الأمريكي، الين الياباني، الفرنك السويسري، الدولار الكندي، الدولار الاسترالي، اليورو، الكرونة الدانماركية، الكرونة السويدية، الدولار النيوزلندي، حيث يتم حساب 15 معدلا حسب المدة (يوم، أسبوع، أسبوعين، ومن شهر إلى 12 شهرا) لكل عملة، كما يلي:

❖ **الخطوة الأولى:** تحديد المقومين، والذين يتكونون من مجموعة بنوك لكل عملة (8 أو 12 أو 16)، ويتم اختيارهم بشكل سري كل ربع سنة وفق معايير السمعة، وحجم النشاط في السوق وتصنيفها الائتماني، ولا تنتمي هذه البنوك للعملة محل التقييم.

❖ **الخطوة الثانية:** قيام كل بنك من البنوك المساهمة بتقديم تقويم يومي لأسعار الفائدة لممثل الجمعية في عملية حساب ليبور وهو شركة " رويتر " لإدارة عملية حساب ليبور بتوقيت لندن، ويجب أن تلتزم البنوك المساهمة عند تقديم تقويمها لأسعار الفائدة بالتعليمات التي وضعتها الجمعية، ومنها:

- يقدم كل بنك المعدلات التي يكون مستعدا عندها لاقتراض مبلغ معقول الحجم.

- القرض غير مضمون، ومحكوم بقانون إنجلترا وويلز.

¹ ليبور هو مصطلح يطلق على سعر الفائدة بين البنوك في لندن، وهو متوسط سعر الفائدة المحسوب من التقديرات المقدمة من البنوك الرائدة في لندن. ويتم تحديده يوميا من قبل جمعية المصرفين البريطانيين (BBA) Bankers Association British ، ويعد علامة تجارية مملوكة لها، وقد تعاقدت الجمعية مع وكالة "تومسون رويتر " لإدارة عملية حساب ليبور بتوقيت لندن.

- تقدم المعدلات بخانات عشرية لا تقل عن اثنتين ولا تزيد عن خمس.
- ترسل المعدلات لرويتير بين الساعة 11:00 و 11:10 صباحا حسب توقيت لندن.
- يحدد كل بنك معدلاته باستقلالية عن البنوك والعملات الأخرى.

❖ **الخطوة الثالثة:** بعد استلام تقويمات جميع البنوك لأسعار الفائدة المختلفة، تقوم " رويتير " بترتيب العروض من الأعلى للأدنى ثم يتم استبعاد أعلى وأدنى ربع من المعدلات المعروضة لتحديد تأثير المعدلات المتطرفة، وتحدد معدلات ليبور لذلك اليوم بحساب المتوسط الحسابي للعروض المتبقية. وعادة ما تبث المعدلات المحسوبة للسوق في حدود الساعة 11:45 ، مع ملاحظة أن أسعار الفائدة تستمر في التغير خلال اليوم، وقد تختلف عن معدلات ليبور المعلنة.

8.12. مؤسسات إدارة أسواق المال الدولية

تتحكم وتدير وتنظم أسواق المال الدولية عبر العالم مؤسسات وهيئات دولية، تسهر على ضمان نجاحها وعملها، ومحاولة التخفيف من حدة الأزمات المالية التي تعصف بها، ومن أهم هذه المؤسسات نجد (الغالي و عدنان، 2019، صفحة 71):

1.8.12. المنظمة الدولية لهيئات أسواق المال الدولية (IOSCO): هي أرفع هيئة مهنية عالمية في مجال الرقابة والإشراف على أسواق المال الدولية وقد تأسست في عام 1983 ، وتتخذ من العاصمة الإسبانية مدريد مقرا لها، وتضم المنظمة 124 عضوا من الجهات والهيئات المنظمة للأسواق المالية وهي هيئات الأوراق المالية الوطنية أو الهيئات الحكومية المماثلة مع و أسواق المشتقات أي أكثر من 95 ٪ من أسواق الأوراق المالية في العالم، وقد كان لها دور فعال في الجهود المبذولة لمعالجة الأزمات المالية التي تأثرت بها الأسواق المالية العالمية مؤخرا، كما تتمتع المنظمة بحضور فاعل في مجالات تنظيم وتطوير المعايير والأسس المنظمة للأسواق المالية.

وقد أقرت المنظمة مجموعة من المبادئ وعددها 38 مقسمة إلى تسع مجموعات مختلفة تتناول كفاءة أطراف السوق وتعد مرشدا جيدا لتنظيم أسواق المال للدول الأعضاء بالمنظمة. وعموما تسعى هذه المنظمة إلى تحقيق الأهداف التالية:

✓ التعاون معا للوصول إلى أعلى المستويات التنظيمية من أجل الحفاظ على كفاءة وسلامة المعاملات بالأسواق المالية الدولية.

✓ تبادل المعلومات والخبرات الخاصة من أجل تدعيم التطور للأسواق المحلية.

✓ توحيد الجهود للوصول إلى مستويات فعالة للرقابة على المعاملات الدولية للأوراق المالية.

✓ تدعيم المساعدات الفنية المتبادلة لتحقيق سلامة الأسواق وذلك بالتطبيق الصارم والفعال للقواعد التنظيمية ضد المخالفات التي تشوب التعاملات بالأسواق المالية.

✓ توفير الحماية للمستثمرين والعمل على تقليل المخاطر الناشئة من المعاملات المالية.

✓ ضمان تحقق العدالة والكفاءة والشفافية للمعاملات التي تتم بالأسواق المالية.

2.8.12. بنك التسويات الدولية Bank for International Settlements : بنك التسويات الدولية BIS

هو أقدم منظمة مالية دولية في العالم، تأسس في 17 ماي 1930 وهو بنك لتسوية المدفوعات الدولية للمصارف المركزية يضم حاليا 62 بنك مركزيا كأعضاء، يمثلون 60 دولة من مختلف أنحاء العالم والتي تشكل معا حوالي 95 ٪ من الناتج المحلي الإجمالي العالمي، مكتبها الرئيسي في بازل بسويسرا، كما أن لديه فروع في هونغ كونغ الخاصة لجمهورية الصين الشعبية ومكسيكو سيتي.

ومعاملاته غير خاضعة للمساءلة المركزية أو القانونية في العالم، لديه حصانة كاملة من الضرائب ومن جميع القوانين الدولية والوطنية.

إذن بنك التسويات الدولية هو منظمة دولية للبنوك المركزية يقع مركزه في بازل السويسرية، يؤدي خدمات مصرفية ومالية دولية لصالح البنوك المركزية للدول وللنظم المالية والأخرى المالية والدولية مثله، ولا يتعامل مع الأفراد أو الشركات سواء لقبول الودائع أو تقديم الخدمات المالية لهم ويساهم في وضع الخطط الرئيسية للنظام المالي العالمي.

هذا وتكمن مهام بنك التسويات الدولية فيما يلي :

- رئيس للبنوك المركزية في المعاملات المالية.
- خدمة البنوك المركزية في سعيها لتحقيق الاستقرار النقدي والمالي.
- تعزيز التعاون الدولي في تلك المناطق والعمل كبنك للبنوك المركزية.
- تعزيز المناقشة وتيسير التعاون بين البنوك المركزية.
- دعم الحوار مع السلطات الأخرى المسؤولة عن تعزيز الاستقرار المالي.
- إجراء البحوث وتحليل السياسات بشأن القضايا ذات الصلة لتحقيق الاستقرار النقدي والمالي.
- وكلاء أو وصيا في اتصال مع العمليات المالية الدولية.
- وضع التحليلات والإحصاءات المالية والمصرفية الدولية التي تقوم عليها السياسات والبحوث الأكاديمية والنقاش العام الخاصة بقضايا الاستقرار النقدي والمالي العالميين.
- تحقيق الاستقرار النقدي والمالي لتعزيز النمو الاقتصادي المستدام والازدهار العالمي.

ملاحظة

كل شهرين يجتمع محافظي البنوك المركزية في العالم في (Tower of Basel) بسويسرا لحضور الاجتماع الاقتصادي العالمي "Global Economy Meeting" وخلال تلك الاجتماعات يتم اتخاذ القرارات التي تؤثر على بنوك العالم.



المحور الثالث عشر: الساحات المالية الدولية

تمهيد

عند التطرق إلى أسواق رأس المال على المستوى العالمي لابد من التذكير ببعض المراكز المالية التي أصبحت معالم بارزة على صعيد المال وأهمها: وول ستريت، نيويورك، لندن، وباريس.

1.13. مفهوم المركز المالي الدولي

- يعرف المركز المالي الدولي بأنه: "مكان التقاء التدفقات النقدية والمالية العالمية والتي يعاد توزيعها على العالم بواسطة المؤسسات المحلية والأجنبية المتمركزة في نقطة الالتقاء هذه. وبالتالي فهو يمثل المكان الذي تنفذ فيه العقود والمعاملات المالية والتحويلات مع الخارج حول رؤوس الأموال، سواء كانت مصادر هذه الأموال محلية أو أجنبية". (جبار و سامية، أسواق رأس المال الدولية: الهياكل والأدوات، 2008، صفحة 79).

- يعرف المركز المالي الدولي أيضا بأنه: مكان عالمي في دولة أو إقليم أو مدينة لالتقاء التدفقات النقدية والمالية الداخلة والخارجة من سيولة نقدية بمختلف العملات الأجنبية، وكذا الأوراق المالية بمختلف آجالها والمعادن النفيسة، والتي (التدفقات) يعاد توزيعها على العالم بواسطة المؤسسات المالية المحلية والأجنبية من بنوك، أسواق العملات الأجنبية، أسواق رأس المال، شركات التأمين ومختلف الوسطاء الماليين.

وإعادة توزيع التدفقات النقدية والمالية يتم من خلال العقود والعمليات المالية والتحويلات مع الخارج بقيم متداولة وبكافة العملات الأجنبية (الغالي و عدنان، 2019، صفحة 77).

ومن الفرضيات الأساسية للمركز المالي أن تكون المعاملات المالية بكافة أنواعها (عقود، عمليات بورصة... الخ) قابلة للتداول وبكافة العملات (إما بعملة البلد أو بعملات أساسية أخرى)، وذلك عبر المؤسسات المالية المختصة التي تعمل ضمن هذه السوق (محلية أو أجنبية)، إضافة إلى البورصات العاملة في هذا المركز المالي.

❖ نتيجة: يعد المركز المالي الدولي مكان حر دون قيود للدول والشركات المالية لإدارة أعمالها للالتقاء والتفاوض حول عدد كبير من العقود والعملات الأجنبية والمعادن النفيسة والأصول المالية الأخرى، وبمبالغ مالية ضخمة بدون التقيد بالحدود الوطنية.

2.13. شروط قيام المراكز المالية الدولية

لكي يصطلح على أي مركز مالي بأنه مركز مالي دولي وليس محلي، يجب أن تتوفر فيه حزمة من الشروط السياسية والأمنية، اقتصادية، مالية، وشروط تقنية، كما يلي (الغالي و عدنان، 2019، صفحة 80، 81):

1.2.13. الشروط السياسية والأمنية: إن طبيعة النظم السياسية تقوم بدور مهم في تركز العمليات المالية حتى تتحول إلى مركز مالي دولي، فالاستقرار السياسي والأمني يترجم إلى مستويات متدنية أو مقبولة من المجازفة المالية على عكس المناطق التي تمتاز بالتقلبات السياسية، كالانقلابات العسكرية والثورات الشعبية والحروب الأهلية، وكذا عدم استقرار الحكومات وسرعة تغير القوانين والتشريعات، فهي تشكل مركز طرد للأموال الأجنبية العابرة

للحدود، مما يساعد الشركات المالية توجه أنظارها واهتماماتها نحو مناطق أكثر أمنا واستقرارا من الناحية السياسية والأمنية.

2.2.13. الشروط الاقتصادية: تتركز الشروط الاقتصادية في:

- * توفر المنشآت القاعدية لمختلف التعاملات المالية والمصرفية، من بنوك، بورصات والشركات والمؤسسات المالية.
- * توفر مستوى عالي من التطور الاقتصادي في شتى الجوانب.
- * المشاركة الواسعة في التجارة الدولية من خلال قوة التجارة والانفتاح المحليين.

3.2.13. الشروط المالية: تتركز الشروط المالية في:

- الإعفاء النسبي أو الكلي للضرائب كما هو الحال في جز البهاماس ولكسمبورغ، حيث تستفيد المؤسسات المالية هناك من تخفيضات ضريبية هامة.
- عدم فرض قيود على التعاملات المالية والمصرفية مثل تحويل الأموال إلى الخارج والتعامل بأدوات مالية محددة، وتسقيف القروض، وكذا تحديد معدلات الفائدة.
- عدم فرض قيود تحد من هامش ربح المؤسسات المالية، كإلزامها بالقانوني للبنوك.
- حجم ضخم من التعاملات المالية والمصرفية والتبادلات المالية الدولية.

4.2.13. الشروط التقنية: تتمثل الشروط التقنية فيما يلي:

- ✓ توفر البيئة الخاصة بوسائل الاتصال والشبكات التقنية الواسعة والربط بشبكات الاتصال الداخلية والخارجية.
- ✓ التطور التكنولوجي والسرعة في أداء المعلومات آليا.

- ✓ توفر الأجهزة والبرامج التقنية المساعدة على أداء العمليات المالية والمصرفية وبسرعة عالية وبتكاليف معقولة.

5.2.13. شروط أخرى: إضافة للشروط السالفة الذكر، هناك بعض المؤهلات الأخرى المساعدة على إنشاء

- وتطوير هذه المراكز، وهي: (جبار و سامية، أسواق رأس المال الدولية: الهياكل والأدوات، 2008، صفحة 80).
- أي مركز مالي دولي يجب أن يكون محاطا بجو اقتصادي وسياسي وتشريعي يتناسب مع العمليات المصرفية والمالية الدولية، كحرية القطع والتحويل، والتعامل بكافة الأوراق المالية، مما يعني أن تطور المركز المالي يتطلب محيطا حرا يسمح بتنوع كبير في القروض والمنتجات المالية المعروفة.
- توفر ميزة نسبية في التكلفة في المركز المالي وذلك بتوفير مكثف لشبكات البنوك والمؤسسات المالية وشركات التأمين وغيرها من المؤسسات المالية المساعدة. كما يعتمد نجاح المركز المالي على خلوه من التدخل الحكومي بفرض الضرائب وفرض الاحتياطات على البنوك وتحديد معدلات العائد، مما يجد من هامش ربح تلك المؤسسات.
- إن أي مركز مالي يجب أن يوفر للمستثمرين وللمؤسسات المالية ولكافة المتعاملين في هذا السوق كافة الوسائل المساعدة على تلقي المعلومات بشفافية مطلقة، وذلك حول وضعية الشركات العاملة، مما يسمح باتخاذ القرار الاستثماري والتمويلي بناء على كم معقول من المعلومات. ولتسهيل عمل المتعاملين في الأسواق المالية، يجب أن

يحتوي المركز المالي على بنية تحتية لوجستية خاصة فيما يتعلق بوسائل الاتصال، ونظام المكننة الآلية، والتقنية على صعيد الخبراء والكادر المهني المختص، مع تعدد اللغات وحتمية التقيد بالسرية والكتمان في التعاملات.

3.13. خصائص المركز المالي الدولي

يتميز المركز المالي الدولي بالخصائص التالية (الغالي و عدنان، 2019، صفحة 79):

- ✓ السماح للشركات المرخص لها بالعمل بالعملة المحلية والأجنبية.
- ✓ البيئة الضريبية الجاذبة حيث تصل نسبة الضرائب في الغالب إلى 10% ، والإعفاء من الضرائب أو تخفيضها.
- ✓ يسمح المركز بملكية 100 % من قبل الشركات الأجنبية، وتحويل جميع الأرباح إلى الخارج.
- ✓ كما أن المركز المالي له القدرة على النمو بسرعة وبدون احتياجات استثمارية مرتفعة.
- ✓ يحتاج المركز إلى تكاليف استثمارية أقل في الأصول الثابتة مثل المعدات والتجهيزات عكس تلك المطلوبة في القطاعات السلعية والخدمية الأخرى.
- ✓ تتركز مصاريف المركز المالي على الأجور والرواتب حيث يتميز موظفوها بمكافآت عالية جدا.
- أما بالنسبة للدولة الحاضنة للمركز المالية:
- يساهم المركز المالي في تنوع الاقتصاد وتطوير قطاع الخدمات المالية والارتقاء ببيئة الأعمال إلى المستويات العالمية عبر توفير منصة داعمة للنمو المحلي والإقليمي والدولي.
- رفع القدرات التنافسية للبنوك المحلية نتيجة لتزايد عملية المنافسة من قبل البنوك الأجنبية العاملة بالمركز.
- إيجاد فرص عمل في قطاع الخدمات المالية.
- يساعد على تحسين معدلات نمو الناتج المحلي الجمالي.
- تمكين المؤسسات المالية الإقليمية والعالمية من الازدهار في بيئة مواتية للنمو.
- تعزيز المكانة الدبلوماسية للدولة على المستويين الإقليمي والدولي.

4.13. أنواع المراكز المالية الدولية

تتركز الأسواق المالية العالمية في بلدان معينة تعرف بالمراكز المالية الدولية، أهمها نيويورك، لندن وطوكيو، حيث تختلف هذه المراكز في حجم ونوع عملياتها، خاصة بالنسبة إلى مصادر واستخدامات الأموال. وقد فرق البعض بين أربعة أنواع من المراكز حسب نوع وحجم العمليات المالية المصرفية كما يوضح ذلك الجدول التالي:

الجدول 16: أنواع المراكز المالية الدولية

النوع	مصادر الأموال	استخدامات الأموال	أمثلة
مركز رئيسي	عالمية	عالمية	لندن، نيويورك
مركز حجز	من خارج المركز	خارج المركز	ناسو، جزر القيمان
مركز تمويل	من خارج المركز	داخل المركز	سنغافورة، بنما

مركز تجميع	داخلية	خارج المركز	البحرين
------------	--------	-------------	---------

المصدر: (جبار و سامية، أسواق رأس المال الدولية: الهياكل والأدوات، 2008، صفحة 81)

يخدم المركز الرئيسي جميع أنحاء العالم وهو بذلك مركز عالمي، كون أن المصادر والاستخدامات تكون عالمية. أما مركز الحجز فهو مركز صوري يتكون من مجرد مكتب تستخدمه البنوك للاستفادة من التشريعات المرنة للمركز المتساهلة كالتسهيلات الضريبية، حيث أن كلا من المصادر والاستخدامات خارجية ولذا ليس من الضروري أن تكون البنى الهيكلية في المركز متطورة. بين هذين النقيضين نجد مركز التمويل ذا المصادر الخارجية والاستخدامات الداخلية، وأخيرا هناك مراكز التجميع للمصادر الداخلية والاستخدام الخارجي.

وعلى العموم تعرف المراكز التي تكون فيها المصادر والاستخدامات من خارج البلد بمراكز "الأوفشور off-shore" وهي تقدم خدمات لغير المقيمين وتفصل ما بين معاملاتها المحلية والدولية مثل مراكز البهاما. ورغم عدم وجود تعريف موحد ودقيق لمراكز الأوفشور إلا أنها تبحث دائما عن (جبار و سامية، أسواق رأس المال الدولية: الهياكل والأدوات، 2008، صفحة 81، 82):

- الاستقرار السياسي ووجود مجموعات مالية كفؤة ووسائل اتصال جيدة وخدمات مساعدة سريعة.
- ضرائب منخفضة جدا أو معدومة، ودرجة عالية للسرية في التعاملات.
- مناخ يحمي المستثمرين والمودعين من التدخل الحكومي، بما في ذلك تشريعات وقوانين مرنة، ومراقبة مالية طفيفة، نقص أجهزة محاربة تبييض الأموال، ونقص الشفافية والتعاون الدولي.
- مكان لتقديم الخدمات الموجهة أساسا للزبائن الأجانب.

❖ **لماذا تركز الصفقات المالية جغرافيا؟:** يجب على السؤال كلا من " لي Lee " و " تنكسك Tinksky " سنة 1988 في كون أسباب توجه رؤوس الأموال جغرافيا إلى مناطق محددة لتكون موضوع التخصيص بالصفقات هي (ياحي، 2005، صفحة 38):

- ✓ الوصول إلى المعلومة بجانب المنافسة، والمنظمات المكتملة، الزبائن والأسواق.
- ✓ تنمية التكنولوجيا المتخصصة، والمنشآت القاعدية الاقتصادية لإنتاج السلع والخدمات المالية.
- ✓ الرفع والزيادة من السيولة المشاركة في تنمية الأسواق الفعالة.
- ✓ الاستفادة من العروض التي تقدمها الحكومات من خلال التسهيلات.
- ✓ التقرب من المتدخلين والزبائن المحليين لكون المركزية تحدد الاتصال، ضمن الجهات.

5.13. دور المراكز المالية الدولية

انطلاقا من تعريف المركز المالي الدولي على أنه مكان التقاء التدفقات النقدية والمالية العالمية التي يعاد توزيعها على العالم بواسطة المؤسسات المالية المحلية والأجنبية المتمركزة في نقطة الالتقاء هذه، يمكن تحديد ثلاثة أدوار

رئيسية يمكن للمركز المالي أن يقوم بأحدها وهي: (جبار و سامية، أسواق رأس المال الدولية: الهياكل والأدوات، 2008، صفحة 82، 83):

1.5.13. تصدير رؤوس الأموال: يعني هذا الدور أن المركز المالي يعتمد بشكل أساسي على تجميع المدخرات والودائع من المقيمين وغير المقيمين، ومن ثم يتم إقراضها للمؤسسات والشركات أو الدول التي تكون بحاجة للتمويل.

2.5.13. الحلقة الدائرية: يتمثل هذا الدور من أدوار المركز المالي في تحويلات ثلاثية الأطراف ما بين مقرض ومقترض أجنبيين، ولكن العملية تتم عبر مؤسسات مالية متمركزة في المركز المالي لبلد ثالث. لكن من الممكن أيضا أن توظف الأموال الواردة إلى المركز المالي داخل البلد حيث ينشط المركز المالي، الذي قد يلعب دور المصدر فقط لرؤوس الأموال، مثل مراكز سنغافورة وهونغ كونغ، التي تقوم بتصدير أموال آسيا نحو أوروبا وأمريكا الشمالية، وبالمقابل قد تقوم باستيراد لرؤوس الأموال فقط. ويمكن اختصار هذا الدور بأن العمليات المالية تنتج أساسا عن التحويلات ما بين المصارف وغير المصارف لتمويل نشاطات إنتاجية وغير إنتاجية وتجارية.

3.5.13. الدور التسجيلي: يتمثل هذا الدور لبعض المراكز تسجيل حركة الأموال ما بين مقرض ومقترض غير مقيمين، والاقتصاد المحلي حيث يوجد المركز المالي الذي لا يتأثر بحركة الأموال هذه بفعل مجموعة من القوانين التي ترعى ذلك. إلا أنه وعلى صعيد التطبيق العملي يمكن لمراكز الأوفشور أن تقوم بتمويل بعض النشاطات الإنتاجية والتجارية للبلد الذي يوجد فيه المركز المالي، لكن لا يمكن للمؤسسات العاملة في مراكز الأوفشور أن تستقبل ودائع المقيمين، وبالتالي فإن دور هذه المراكز يقتصر على تسجيل حركة الأموال الداخلة والخارجة.

6.13. سليات المراكز المالية الدولية

على الرغم من المزايا العديدة التي تقدمها المراكز المالية، إلا أن هناك بعض العيوب المصاحبة لإنشاء المركز المالي الدولي يمكن تلخيصها في الآتي (الغالي و عدنان، 2019، صفحة 82، 83):

- إن المركز المالي يتأثر بشكل متزايد بالاضطرابات والمشاكل التي تعاني منها الحكومات.
- تعد المراكز المالية صناعة هشة قابلة للانهيار في وقت سريع، ولعل التجارب الدولية تشير إلى أن المراكز المالية هي أكثر الصناعات عرضة للهزات، بسبب طبيعة العوامل المؤثرة على استقرار السوق.
- عند تعرض المركز المالي لأي أزمة فإنه من الممكن أن تنتقل تلك الأزمة إلى القطاعات الأخرى في الاقتصاد خارج المركز المالي في الدولة وقد تنتقل إلى دول أخرى.
- لا يقتصر تأثير المركز المالي بالأوضاع المحلية فقط وإنما يمتد تأثيره إلى الأوضاع الإقليمية والعالمية، حيث أن أي أزمة سياسية أو اقتصادية أو أمنية في دول الجوار تلقي بظلالها على عمل المركز.
- المركز المالي الدولي عادة ما يكون أكثر عرضة من غيره من القطاعات لعمليات الاحتيال والفساد والرشاوى التجارية للشركات الدولية، وعمليات غسل الأموال.

- تفتقد المراكز المالية إلى مستويات عالية من الشفافية، لذا يكتنف عملها درجة عالية من الغموض بهدف التهرب من سلطة مؤسسات فرض القانون في دول مالكي الأموال.
- تؤثر المراكز المالية على ميزان المدفوعات نتيجة تحويل الأرباح وأجور العاملين إلى الخارج.
- تتمتع المراكز المالية بمتطلبات احتياطي قانوني منخفضة، أو تكاد تكون معدومة وهذا يجعلها تفتح باب الإقراض على مصراعيه، ما يتسبب في ضياع أموال المودعين.
- قد تستخدم هذه المراكز كمعبر لتهريب رؤوس الأموال الوطنية إلى الخارج، بسبب وجود حرية تامة لخروج رؤوس الأموال وتحويلات الأرباح إلى الخارج في هذه المناطق.
- تتحول المؤسسات العاملة في المراكز المالية إلى مجموعات ضغط على الحكومات الوطنية، من أجل الحصول على المزيد من التسهيلات والامتيازات ما يضر بصانع القرار.

7.13. أهم المراكز المالية الدولية

إن من أهم المراكز المالية العالمية الرئيسة نجد: نيويورك ولندن وزيوريخ وطوكيو، وغيرها من المراكز المالية الدولية، نسلط الضوء عليها في الآتي (الغالي و عدنان، 2019، الصفحات 83-87):

1.7.3. بورصة نيويورك: تعتبر بورصة نيويورك البورصة الأولى في الولايات المتحدة الأمريكية والعالم، وتعتبر الشركات المدرجة فيها أكبر الشركات العالمية، كما تعتبر مؤشرات قياس أدائها داوجونز وستاندرز أند بورز مؤشرات مرجعية لمجمل البورصات في العالم.

أسست هذه البورصة العالمية، التي تحمل اسم "The Big Board" في عام 1817 ولكنها لم تعمل تحت اسم NYSE حتى عام 1963. يقع مقر بورصة نيويورك الرئيسي في وول ستريت في مانهاتن، نيويورك، وقد تم الاعتراف بالمبنى كمعلم وطني في عام 1978.

في 2021، بلغت القيمة السوقية لبورصة نيويورك للأوراق المالية أكثر من 28.24 تريليون دولار وهي الآن موطن لأكثر من 2300 شركة متداولة في البورصة والسوق الأمريكي. تغطي هذه الشركات مجموعة واسعة من قطاعات السوق الأمريكي مثل الطاقة، التمويل، السلع الاستهلاكية، والرعاية الصحية. ومن أهم كبريات الشركات المدرجة في بورصة نيويورك نجد: بنك أوف أمريكا Bank of America، فورد موتور Ford Motor Co، جنرال إلكتريك General Electric Co، شركة تويتر Twitter Inc، شركة سيرسنت Sprint Corp، شركة فايزر Pfizer Inc.

2.7.13. بورصة لندن: تعتبر لندن أهم مركز مالي أوروبي، كما تحتل المركز الثاني بعد نيويورك في العالم، وبدأت لندن تكسب أهميتها منذ بداية القرن السابع عشر. تم إنشاؤها في عام 1801، حيث خلفت بورصة أمستردام بهولندا، ثم أخذت شهرتها تنتشر مع نهاية القرن التاسع عشر وبداية القرن العشرين.

يرمز لسوق لندن للأوراق المالية بـ (LSE) ، يقع مقرها الرئيسي في ميدان Paternoster في لندن، بريطانيا، وتحتوي على عدة مؤشرات أهمها وأكبرها مؤشر فينيشنال تايمز FTSE 100 لأكثر من مئة شركة بريطانية. في عام 2021، بلغت القيمة السوقية لهذه البورصة نحو 3.8 تريليون دولار، وتضم حتى الآن 3000 شركة من 70 دولة مختلفة، وهي تعتبر سوقاً دولياً ضخماً لبيع وشراء الأسهم، واندجت مع مجموعة TMX في عام 2011 لتصبح أكبر بورصة في المملكة المتحدة و أوروبا كلها.

3.7.13. السوق الأوروبية للأوراق المالية: تم إنشاء بورصة أوروبية مقرها في أمستردام هولندا وهي يورونيوكست في عام 2000 بعد توحيد الاتحاد الأوروبي، ولها عدة فروع في بلدان أوروبية أخرى مثل بلجيكا وفرنسا والبرتغال والمملكة المتحدة، اعتباراً من عام 2010 بلغت القيمة السوقية ليورونيوكست ما يقرب من 2.93 تريليون دولار، مما يجعلها خامس أكبر سوق أوراق مالية في العالم. اندجت في عام 2007 مع السوق الأوروبية الأمريكية لأوراق المال، الأمر الذي عزز صدارتها لأن تصبح في مقدمة أسواق الأوراق المالية في العالم، خدماتها الرئيسية في الأسهم والأوراق المالية وتقدم أيضاً خدمات المقاصة وتقديم المعلومات والخدمات للغير. إذن تعد بورصة يورونيوكست التي تم تشكيلها حديثاً واحدة من أكبر بورصات أوروبا وأسواق المال العالمية حيث تضم أكثر من 1300 شركة مدرجة، تقدم قيمة سوقية تقدر بحوالي 7.38 تريليون دولار في عام 2021. وليست فقط بورصة يورونيوكست موطناً لمؤشر AEX 25 (أكبر 25 شركة مدرجة في بورصة يورونيوكست أمستردام)، إنها أيضاً تدير مؤشر CAC 40 (أكبر أربعين شركة مدرجة في بورصة يورونيوكست باريس للأوراق المالية) ومؤشر BEL 20 (أكبر عشرون شركة مدرجة في بورصة يورونيوكست بروكسل). هذا يجعل بورصة يورونيوكست من أكبر البورصات العالمية المدجة و التي تعد موطناً لبعض أشهر الشركات المتداولة في أوروبا مثل Air France KLM و ING و Renault.

4.7.13. البورصة الألمانية للأوراق المالية: إن أسواق المال الألمانية تتميز بصغر حجمها مقارنة باقتصاداتها الضخمة وباحتياجات مشروعاتها، والسوق المالية الألمانية مجزأة، فليس هناك سوق نقدية أو مالية موحدة، هناك فقط ثلاثة مراكز مالية كبيرة في كل من فرانكفورت، ميونخ وهامبورج، وتعتبر بورصة فرانكفورت في ألمانيا هي الأهم والأكبر.

تم إنشاء بورصة فرانكفورت في عام 1994 وهي إضافة حديثة نسبياً إلى عالم المال خصوصاً بعد توحيد ألمانيا عام 1990، وعلى الرغم من حداثة إلا أنها تمتلك فروعاً متعددة تمثلها في العديد من البلدان الأوروبية مثل لوكسمبورج وإسبانيا وسويسرا. حيث تدير مجموعة Deutsche Börse AG موقعين للتداول في بورصة فرانكفورت - Xetra و Börse Frankfurt. وتعد Xetra سوق للتداول في الأسهم الألمانية كما أنها موطن لمؤشر DAX 40 المشهور عالمياً (وهو مؤشر لأكثر 40 شركة مدرجة في Xetra في بورصة فرانكفورت للأوراق المالية).

هذا ويعد Börse Frankfurt مكاناً تجارياً للمستثمرين من القطاع الخاص مع أكثر من مليون من الأوراق المالية للأسهم الألمانية، وهو أيضاً المكان الذي يدير منه المتخصصون في مجال التداول، تداولات الأوراق المالية. حيث أنه في عام 2021، بلغت القيمة السوقية لبورصات ألمانيا أكثر من 2.52 تريليون دولار، مما يجعلها في المركز الثاني عشر من أكبر البورصات العالمية. إذ تبلغ القيمة السوقية لبورصة ألمانيا للأوراق المالية في فرانكفورت 1.468 تريليون دولار، وتضم حوالي 765 شركة وذلك اعتباراً من عام 2010، وتعد تلك الشركات من الشركات الضخمة العالمية والمعروفة عالمياً مثل: Adidas و BMW و Volkswagen.

5.7.13. سوق طوكيو للأوراق المالية: أنشئت بورصة طوكيو في عام 1878 ومقرها طوكيو، اليابان، وهي أكبر بورصة في آسيا. مرت هذه البورصة بمجموعة من التغييرات فهي تعرف الآن باسم مجموعة اليابان للصرافة، حيث تم إنشاء هذه المجموعة عندما اندمجت بورصة طوكيو مع بورصة أوساكا للأوراق المالية في عام 2013، لتعزز صدارتها كأكبر بورصة في آسيا وهي أيضاً حليف مقرب من بورصة لندن للأوراق المالية، الأمر الذي يسهل التجارة بينهما بشكل خاص وبين قارتي آسيا وأوروبا بشكل عام.

مع وجود أكثر من 3500 شركة مدرجة في بورصة طوكيو بلغ إجمالي قيمتها السوقية لعام 2021 أكثر من 6.68 تريليونات دولار، وعليه فهي تعد خامس أكبر وأهم بورصة في العالم. ويتم قياس حركة واتجاه أسعار سوق الأوراق المالية في طوكيو من خلال مؤشر Japan 225 المعترف به عالمياً والمتداول على نطاق واسع، أو مؤشر Nikkei 225 الذي يعتبر المؤشر الرئيسي لبورصة طوكيو للأوراق المالية.

6.7.13. سوق هونغ كونج للأوراق المالية: تأسست بورصة هونغ كونج لأول مرة باسم "رابطة وسطاء هونغ كونج" عام 1891 وأعيد تسميتها مرة أخرى عام 1914، وبورصة هونغ كونج للأوراق المالية (SEKH) هي واحدة من كبرى بورصات الصين، إذ تحتل المرتبة الثالثة من حيث القيمة السوقية بعد بورصة طوكيو وبورصة شنغهاي بقيمة سوقية بلغت قرابة 2.831 تريليون دولار أمريكي.

تشمل البورصة في نشاطاتها اليومية 2100 شركة عالمية مدرجة في قوائمها مع نهاية 2017، وفي عام 2021 وصلت البورصة العالمية في هونغ كونج إلى قيمة سوقية من أكثر من 5.82 تريليون دولار، مما يجعلها سادس أكبر وأهم بورصة في العالم.

مؤشر Hang Seng هو المؤشر الرئيسي لبورصة هونغ كونج، حيث تتألف الشركات المدرجة في المؤشر من البنوك وشركات التأمين في الصين. و مع ذلك، فإن شركة الإنترنت الصينية Tencent Holdings، تحتل حالياً المرتبة الأولى في المؤشر. في الواقع، تشكل الأسهم العشرين الكبرى المدرجة في بورصة هونغ كونج الجزء الأكبر من القيمة السوقية الإجمالية للبورصة.

وتجدر الإشارة إلى أن هناك العديد من الأسواق المالية العالمية التي ترقى إلى مصاف المراكز المالية الدولية منها: سوق ناسداك (الو.م.أ)، سوق شنغهاي (الصين)، بورصة مونتريال (كندا)، سوق الدوحة (قطر)... الخ.



الخاتمة

تناولت هذه المطبوعة مجموعة من الدروس لمقياس الاقتصاد النقدي وأسواق رأس المال وذلك وفقا للمحاور الواردة في المقرر الوزاري، حيث حاولنا من خلال هذه المطبوعة توضيح كل المفاهيم والجوانب الأساسية التي تتعلق بالنقود ومختلف تقسيمات الأسواق المالية وأدوارها في الاقتصاد، أين تم تقسيم هذه المطبوعة إلى جزأين. خصص الجزء الأول لدراسة الاقتصاد النقدي، وتم فيه تقديم مدخل للاقتصاد الحقيقي والاقتصاد النقدي، النقود، الكتلة النقدية ومقابلاتها، بالإضافة إلى دراسة مختلف الأنظمة والنظريات النقدية وكذلك دراسة البنك المركزي وأدوات السياسة النقدية، الوساطة المالية والجهاز المصرفي الجزائري.

أما الجزء الثاني فقد خصص لدراسة السوق النقدي وسوق رأس المال، حيث تم التطرق في هذا الأخير إلى دراسة مختلف أشكال التعاملات فيه، ودراسة سوق الأوراق المالية والأسواق المالية المشتقة (المستقبلات، الخيارات والمبادلات)، كما تمت خلال هذا الجزء الإشارة إلى ماهية سوق رؤوس الأموال الدولي، وكذا دراسة واقع أهم المراكز المالية الدولية ومؤشراتها (بورصة نيويورك، بورصة لندن، وبورصة طوكيو...).

وفي الأخير نأمل أن تساعد هذه المطبوعة طلبة السنة الثانية جذع مشترك علوم التسيير من اكتساب المفاهيم الأساسية المرتبطة بهذا المقياس، والاستفادة منها في تكوين قاعدة قوية، تضمن لهم إن شاء الله انطلاقة قوية وصحيحة في مساهمهم التخصصي، خاصة أولئك الذين يتجهون إلى التخصصات التي تعني باقتصاديات المال والبنوك.



قائمة المراجع

1. المراجع باللغة العربية

1.1. الكتب

- 1- أحمد عبد الرحمان يسري. (2003). اقتصاديات النقود والبنوك. الاسكندرية: الدار الجامعية.
- 2- أحمد عبد العزيز الشرفاوي. المدخل في الاقتصاد النقدي والمصرفي. جامعة المنوفية-مصر-: مركز التعليم المفتوح.
- 3- أحمد فريد مصطفى. (2009). الاقتصاد النقدي والدولي. الاسكندرية: مؤسسة شباب الجامعة.
- 4- أرشد فؤاد التميمي، و أسامة عزمي سلام. (2004). الاستثمار بالأوراق المالية تحليل وإدارة. عمان: دار المسيرة للنشر والتوزيع.
- 5- أسامة كامل، و عبد الغني حامد. (2006). النقود والبنوك. البحرين: مؤسسة لورد العالمية للشؤون الجامعية.
- 6- اسماعيل أحمد الشناوي، و عبد النعيم مبارك. (2000). اقتصاديات النقود والبنوك والأسواق المالية. الاسكندرية: الدار الجامعية.
- 7- اسماعيل محمد هاشم. (2005). النقود والبنوك. الاسكندرية: المكتب العربي الحديث.
- 8- أكرم حداد، و مشهور هذلول. (2005). النقود والمصارف مدخل تحليلي ونظري. الأردن: دار وائل للنشر والتوزيع.
- 9- الطاهر لطرش. (2010). تقنيات البنوك. الجزائر: ديوان المطبوعات الجزائرية.
- 10- الغالي بن ابراهيم، و محمد عدنان بن ضيف. (2019). الأسواق المالية الدولية - تقييم الأسهم والسندات - . بسكرة: دار علي بن زيد للطباعة والنشر.
- 11- بسام الحجار. (2009). الاقتصاد النقدي والمصرفي. بيروت: دار المنهل اللبناني.
- 12- توفيق محب خلة. (2011). الاقتصاد النقدي والمصرفي دراسة تحليلية للمؤسسات والنظريات. الاسكندرية: دار الفكر الجامعي.
- 13- جليل كاظم مدلول العرضي، و علي عبودي نعمة الجبوري. (2016). الهندسة المالية وأدواتها المشتقة مفاهيم نظرية وتطبيقية. عمان: الدار المنهجية للنشر والتوزيع.
- 14- حسين آل طعمة حيدر. (2014). الأسواق المالية: النشأة - المفهوم - الأدوات. كربلاء: مركز الدراسات الاستراتيجية.
- 15- حسين بني هاني. (2002). اقتصاديات النقود والبنوك. الأردن: دار الكندي للنشر والتوزيع.

- 16- حسين وجدي محمود. (2022). اقتصاديات النقود والبنوك ومداخل النظم المصرفية في البلدان النامية والاقتصاد الاسلامي. مصر: جامعة المنصورة.
- 17- رايح خوني، و رقية حساني. (2008). المؤسسات الصغيرة والمتوسطة ومشكلات تمويلها. القاهرة: ايتراك للنشر.
- 18- رضا صاحب أبو حمد آل علي. (2002). إدارة المصارف مدخل تحليلي كمي معاصر. عمان: دار الفكر للطباعة والنشر والتوزيع.
- 19- زياد رمضان، و مروان شموط. (2008). الأسواق المالية. القاهرة: الشركة العربية المتحدة للتسويق والتوريدات.
- 20- زينب عوض الله، و أسامة محمد الفولي. (2003). أساسيات الاقتصاد النقدي والمصرفي. بيروت: منشورات الحلبي الحقوقية.
- 21- سليمان بوفاسة. (2017). أساسيات في الاقتصاد النقدي والمصرفي. الجزائر: ديوان المطبوعات الجامعية.
- 22- سمير عبد الحميد رضوان حسن. (2005). المشتقات المالية ودورها في إدارة المخاطر ودور الهندسة المالية في صناعة أدواتها-دراسة مقارنة بين النظم الوضعية وأحكام الشريعة الاسلامية-. القاهرة: دار النشر للجامعات.
- 23- صالح مفتاح. (2005). النقود والسياسة النقدية (المفهوم-الأهداف-الأدوات). القاهرة: دار الفجر للنشر والتوزيع.
- 24- صلاح الدين شريط. (2019). أصول صناديق الاستثمار في سوق الأوراق المالية. القاهرة: دار حميثرا للنشر.
- 25- صلاح السيد جودة. (2000). بورصة الأوراق المالية علميا-عمليا. الاسكندرية: مكتبة ومطبعة الاشعاع الفنية.
- 26- ضياء مجيد. (2000). الاقتصاد النقدي-المؤسسات النقدية- البنوك التجارية- البنوك المركزية-. الاسكندرية: مؤسسة شباب الجامعة.
- 27- عبد الحليم عمار غربي. (2018). الوجيز في الاقتصاد النقدي والمصرفي. مشورات كاي-جامعة الاقتصاد الاسلامي-.
- 28- عبد القادر السيد متولي. (2010). الأسواق المالية والنقدية في عالم متغير. عمان: دار الفكر.
- 29- عبد القادر خليل. (2014). مبادئ الاقتصاد النقدي والمصرفي (الجزء الأول). الجزائر: ديوان المطبوعات الجامعية.

- 30- عبد الكريم أحمد قندوز. (2021). الأسواق المالية. أبو ظبي: صندوق النقد العربي.
- 31- عبد الله الطاهر، و موفق علي الخليل. (2006). النقود والبنوك والمؤسسات المالية. الأردن: مركز يزيد.
- 32- عبد الله خبابه. (2008). الاقتصاد المصرفي البنوك الالكترونية-البنوك التجارية- السياسة النقدية. الاسكندرية: مؤسسة شباب الجامعة.
- 33- عز الدين شرون. (2020). اقتصاديات النقود وأسواق رأس المال (النظم والنظريات النقدية). الأردن: ألفا للوثائق.
- 34- عقيل جاسم عبد الله. (1999). النقود والمصارف. الأردن: دار مجدلاوي للنشر.
- 35- علي عبد الوهاب نجا، أحمد رمضان نعمة الله، أسامة أحمد الفيل، و عبير شعبان عبده. (2018). النقود والسياسة النقدية والأسواق المالية. الاسكندرية: دار التعليم الجامعي.
- 36- فائزة لعراف. (2013). مدى تكييف النظام المصرفي الجزائري مع معايير لجنة بازل وأهم انعكاسات العولمة (مع الإشارة إلى الأزمة الاقتصادية العالمية لسنة 2008). الاسكندرية: دار الجامعة الجديدة.
- 37- فليح حسن خلف. (2006). النقود والبنوك. الأردن: عالم الكتب الحديث.
- 38- كمال شرف، و كمال ابو عراج. (1994). النقود والمصارف. سوريا: منشورات جامعة دمشق.
- 39- محفوظ جبار. (2011). أسواق رؤوس الأموال الهياكل ، الأدوات ، والاستراتيجيات-الجزء الثاني-. عين مليلة-الجزائر: دار الهدى للطباعة والنشر والتوزيع.
- 40- محمد أحمد الأفندي. (2018). الاقتصاد النقدي والمصرفي. الأردن: مركز الكتاب الأكاديمي.
- 41- محمود سحنون. (2003). الاقتصاد النقدي والمصرفي. قسنطينة: بهاء الدين للنشر والتوزيع.
- 42- مصطفى كولار وآخرون. (2019). الوساطة والسمسرة في سوق الأوراق المالية. قسنطينة: ألفا للوثائق.
- 43- منير ابراهيم هندي. (2007). الادارة المالية (مدخل تحليلي معاصر) (الإصدار الطبعة السادسة). الاسكندرية: المكتب العربي الحديث.
- 44- موسى شقيري نوري. (2019). الأسواق المالية وآليات التداول. عمان: دار الحامد للنشر والتوزيع.
- 45- ناظم محمد نوري الشمري. (1999). أساسيات الاستثمار العيني والمالي. عمان: دار وائل للطباعة والنشر.
- 46- ناظم محمد نوري الشمري. (2006). النقود والمصارف والنظريات النقدية. الأردن: دار زهران للطباعة والنشر.

2.1. المطبوعات الجامعية

- 1- رقية بوحيزر. (2019/2018). **محاضرات في الأسواق المالية الدولية**. كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير: جامعة جيجل.
- 2- رقية بوحيزر. (2015/2014). **محاضرات في الاقتصاد النقدي المعمق**. كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير: جامعة جيجل.

3.1. الأطروحات

- 1- نصر الدين بوعمامة. (2017). **محددات العرض النقدي وسبل التحكم فيه - مع دراسة حالة الجزائر**. أطروحة دكتوراه. كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير: جامعة الجزائر 03.

4.1. المجالات العلمية

- 1- حدة رايس. (2006). **دور السوق النقدية في تأمين سيولة النظام المصرفي**. مجلة العلوم الانسانية، العدد 09. جامعة بسكرة.
- 2- عابد بشكير. (2017). **دراسة قياسية اقتصادية لمحددات الطلب على النقود في الجزائر**. مجلة ميلاف للبحوث والدراسات، العدد 05. المركز الجامعي ميلة.
- 3- عيسى يحي. (2005). **أداء المراكز المالية الدولية في تسويق الخدمات المالية**. مجلة العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، العدد 05. جامعة الجزائر 03.
- 4- محفوظ جبار، و عمر عبده سامية. (2008). **أسواق رأس المال الدولية: الهياكل والأدوات**. مجلة أبحاث اقتصادية وإدارية، العدد 03. جامعة بسكرة.
- 5- نذير عبد الرزاق، و عيسى حجاب. (2016). **وظائف النقود في الفكر الاقتصادي الاسلامي والاقتصاد الوضعي-دراسة مقارنة-**. مجلة الحقوق والعلوم الانسانية -دراسات اقتصادية-، العدد 01. جامعة الجلفة.

2. المراجع باللغة الأجنبية

- 1- B.Ammour. (1997). **monnaie et regulation monetaire**. Alger: edition dahlab.
- 2- Besson, J.-L. (2003). **Marchés, Banques et Politique Monétaire en Europe**. France: Presses Universitaires de Grenoble.
- 3- H.Guitton ,G.Bramouille. (1978). **la monnaie**. paris: Dalloz.
- 4- S.Frédéric Mishkin. (1995). **financial markets, institutions and money**. New york: Harper collins publisher.
- 5- S.Frédéric Mishkin. (2004). **Monnaie, banques et marchés financiers**. France: Pearson éducation.