الجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية
وزارة التعليم العالي والبحث العلمي
جامعة سطيف –1–
كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير
قسم العلوم الاقتصادية

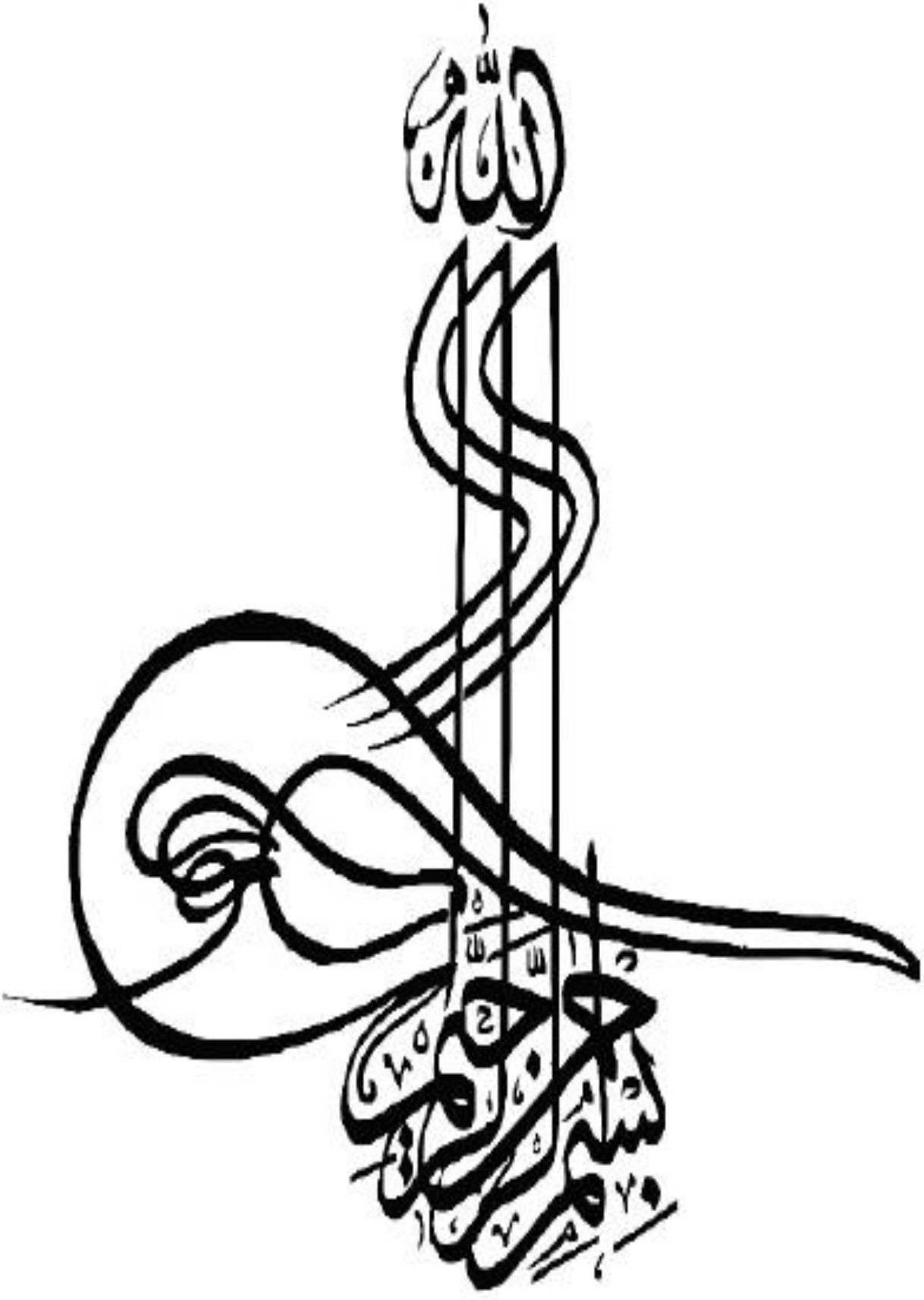
مطبوعة بيداغوجية علمية بعنوان:

الاقتصاد النقدي وأسواق رأس المال

مقدمة لطلبة السنة الثانية LMD (علوم مالية و محاسبية، علوم اقتصادية وعلوم تجارية و علوم التسيير).

من إعداد: د/ فتيحة مزارشي

السنة الجامعية: 2020-2021


الله
بسم الله الرحمن الرحيم

قائمة المحتويات

الموضوع	الصفحة
قائمة المحتويات	IV-I
المقدمة	أ-ث
الجزء الأول: الاقتصاد النقدي	117-1
الفصل الأول: النقود وتطوراتها التاريخية	22-2
أولا: نشأة وتطور النقود	4
ثانيا: تعريف النقود	7
ثالثا: خصائص النقود	8
رابعا: وظائف النقود	9
خامسا: أنواع النقود	14
الفصل الثاني: النظم النقدية	34-23
أولا: تعريف النظام النقدي	25
ثانيا: مكونات النظام النقدي	25
ثالثا: خصائص النظام النقدي	26
رابعا: أهداف النظام النقدي	27
خامسا: الفرق بين القاعدة النقدية والنظام النقدي	28
سادسا: أشكال النظم النقدية	28
الفصل الثالث: الكتلة النقدية	51-35
أولا: تعريف الكتلة النقدية	37
ثانيا: أهمية الكتلة النقدية	38
ثالثا: مكونات الكتلة النقدية	38
رابعا: المجمعات النقدية	40

خامسا: مقابلات الكتلة النقدية	42
سادسا: مكونات ومقابلات الكتلة النقدية في الجزائر خلال الفترة (2000-2019)	45
الفصل الرابع: نظريات الطلب على النقود	68-46
أولا: التحليل الكلاسيكي للطلب على النقود	54
ثانيا: التحليل الكينزي للطلب على النقود	58
ثالثا: تحليل المدرسة النقدية للطلب على النقود	64
الفصل الخامس: السياسة النقدية	96-65
أولا: تعريف السياسة النقدية	71
ثانيا: أنواع السياسة النقدية	72
ثالثا: أهداف السياسة النقدية	73
رابعا: أدوات السياسة النقدية	81
خامسا: إستراتيجية ممارسة السياسة النقدية	94
الفصل السادس: النظام المصرفي	137-95
أولا: الوساطة المالية	99
ثانيا: البنك المركزي	103
ثالثا: البنوك التجارية	109
رابعا: خلق النقود بواسطة البنوك التجارية	113
خامسا: الجهاز المصرفي الجزائري	117
الجزء الثاني: أسواق رأس المال	240-138
الفصل السابع: الأسواق المالية	149-139
أولا: تعريف السوق المالي	141
ثانيا: نشأة الأسواق المالية	142
ثالثا: أهمية الأسواق المالية في عملية التنمية الاقتصادية	143

رابعا: مقومات إنشاء الأسواق المالية	145
خامسا: المتعاملون في الأسواق المالية	146
سادسا: مكونات الأسواق المالية	148
الفصل الثامن: السوق النقدية	166-150
أولا: تعريف السوق النقدية	152
ثانيا: الفرق بين السوق النقدية وسوق رأس المال	153
ثالثا: أهمية، مزايا وخصائص السوق النقدية	154
رابعا: شروط إقامة السوق النقدية	156
خامسا: المتدخلون في السوق النقدية	157
سادسا: أسعار الفائدة وآجال العمليات في السوق النقدية	158
سابعا: أقسام السوق النقدية	160
ثامنا: أدوات السوق النقدية	161
الفصل التاسع: سوق رأس المال	186-167
أولا: تعريف سوق رأس المال	169
ثانيا: وظائف سوق رأس المال	170
ثالثا: أهمية سوق رأس المال	171
رابعا: خصائص سوق رأس المال	172
خامسا: تقسيم سوق رأس المال	172
سادسا: متطلبات إنشاء سوق رأس المال	182
سابعا: إجراءات التعامل في سوق الأوراق المالية	183
الفصل العاشر: أدوات سوق رأس المال	221-187
أولا: أدوات الملكية (الأسهم)	189
ثانيا: أدوات المديونية (السندات)	197

ثالثا: الأوراق المالية الهجينة	204
رابعا: المشتقات المالية	205
خامسا: أدوات سوق المشتقات المالية	209
الفصل الحادي عشر: الأسواق المالية الدولية	240-222
أولا: تعريف الأسواق المالية الدولية	225
ثانيا: أسباب ظهور الأسواق المالية الدولية	226
ثالثا: خصائص وأهداف الأسواق المالية الدولية	227
رابعا: وظائف الأسواق المالية الدولية	228
خامسا: شروط قيام السوق المالية الدولية	229
سادسا: أقسام الأسواق المالية الدولية	231
سابعا: المراكز المالية الدولية	236
قائمة المراجع	247-241
فهرس الأشكال والجداول	249-248

المقدمـــة

تمهيد:

تستهدف هذه المطبوعة البيداغوجية والعلمية بالدرجة الأولى المساهمة في التأطير العلمي لطلبة السنة الثانية ميدان علوم المالية والمحاسبة، العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، من خلال مجموعة من المحاضرات التي تتمحور حول الاقتصاد النقدي وأسواق رأس المال محضرة وفق مقررات وزارة التعليم العالي والبحث العلمي، بأسلوب سهل ومبسط يسمح للطالب فهم واستيعاب كل المعارف والمفاهيم الأساسية التي لا يمكن الاستغناء عنها في البناء المعرفي والعلمي والتخصصي للطالب.

وتأتي هذه المطبوعة من أجل تقديم إحاطة نظرية شاملة للمفاهيم والجوانب الأساسية في موضوعات النقود والبنوك والأسواق المالية، على النحو الذي يتيح تزويد المتلقي وإثراء معارفه في واحد من بين أهم مجالات علم الاقتصاد ككل، ويسمح بتكامل مجموع مهاراته وخبراته التي تلتقي في عديد جوانبها مع موضوعات الاقتصاد البنكي والاقتصاد الكلي والمالية العامة وغيرها من المواضيع الأخرى.

وفيما يلي سيتم شرح الأهداف التعليمية ومضمون المحاضرات.

1- الأهداف التعليمية: بعد دراسة الطالب لمحتويات هذا المقياس سيتمكن من اكتساب المعارف والمهارات التالية:

- اكتساب معارف علمية وعملية أساسية في النقود والبنوك والأسواق المالية؛
- الإلمام بكل ما يتعلّق بالكتلة النقدية والسياسة النقدية والنظريات النقدية؛
- التعرّف على مختلف المفاهيم المرتبطة بالنقود والبنوك والأسواق المالية؛
- التعرّف على مختلف الأدوات المالية التي يمكن إصدارها وتداولها في الأسواق المالية بجزئيها النقدية وسوق رأس المال، والوقوف على مختلف جوانبها وآليات عملها؛
- التعرّف على الأسواق المالية الدولية بتقسيماتها المختلفة مع التركيز على المراكز المالية الدولية؛

2- مضمون المحاضرات: تشتمل المطبوعة على إحدى عشر محورا كما يلي:

- المحور الأوّل من هذه الدراسة سيخصّص لدراسة **النقود وتطوراتها التاريخية**، وسيتمّ التطرّق فيه إلى مراحل نشأة النقود وتطوّرها التاريخي، وتوضيح مفهومها وأهم خصائصها التي تميّزها ووظائفها المختلفة الّتي تقوم بها، مع التطرّق لأهم أنواع النقود وأشكالها المختلفة.

–المحور الثاني سيتطرّق **للأنظمة النقدية**،حيث يتناول تعريف النظام النقدي وخصائصه ومكوناته وأهدافه والفرق بينه وبين القاعدة النقدية، وتوضيح أنواع النظم النقدية بما فيها النظام النقدي السلعي والنظام النقدي المعدني ونظام النقد الورقي الإلزامي.

–المحور الثالث سيخصّص لدراسة **الكتلة النقدية**، وسيتم التطرّق فيه لمفهوم الكتلة النقدية وأهميتها في الاقتصاد، وتوضيح مكونات الكتلة النقدية بشقيها المتاحات النقدية والمتاحات شبه النقدية، والتطرّق لمجاميع الكتلة النقدية ومفهوم مقابلات الكتلة النقدية ومكوّناتها، مع الوقوف على تطوّر الكتلة النقدية ومقابلاتها في الجزائر خلال الفترة (2000-2019).

– المحور الرابع سيتناول موضوع **النظريات النقدية**، وذلك من خلال الوقوف على المبادئ والافتراضات التي قامت عليها النظرية النقدية التقليدية، مع التركيز على كل من معادلة التبادل ومعادلة كامبردج، ثم توضيح دوافع الطلب على النقود عند كينز مع الوقوف على دالة الطلب الكلي على النقود، ثم يتم التطرق إلى النظرية النقدية الحديثة لفريدمان من خلال إلقاء الضوء على أهم الانتقادات التي تعرضت لها النظرية الكينزية، ومن ثم توضيح محدّدات الطلب على النقود ومضمون دالة الطلب على النقود وفقًا للنظرية الكمية الحديثة، وأخيرا تقييم هذه النظرية.

– المحور الخامس سيُخصّص لدراسة موضوع **السياسة النقدية**، من خلال تسليط الضوء على مفهوم السياسة النقدية وأهدافها، وأهم أنواعها، ليتم بعدها توضيح الأدوات الكمية والنوعية والمباشرة للسياسة النقدية، ثم توضيح إستراتيجية ممارسة السياسة النقدية.

–المحور السادس من هذه الدراسة سيتطرّق **للنظام المصرفي**، حيث سيتم التطرّق فيه إلى الوساطة المالية من خلال التركيز على تعريفها، أهميتها، أنواعها وكذا أنواع الوسطاء الماليين، ثم يتم التطرق للبنوك المركزية من خلال التطرق لمفهومها وأهم خصائصها التي تميّزها ووظائفها الهامّة التي تؤدّيها، ثمّ تسليط الضوء على مفهوم البنوك التجارية والوقوف على أهم خصائصها ووظائفها التي تؤدّيها وأهم أهدافها التي تسعى لتحقيقها، ثمّ تسليط الضوء على طريقة خلق نقود الودائع من طرف البنوك التجارية، وأخيرًا التركيز على النظام المصرفي الجزائري.

–المحور السابع سيُخصّص لدراسة موضوع **الأسواق المالية**، من خلال تسليط الضوء على مفهوم الأسواق المالية ونشأتها وأهم مراحل تطوّرها، والتطرّق لأهمية الأسواق المالية في عملية التنمية الاقتصادية، وتوضيح أهم الأطراف التي تتعامل وتتدخّل في الأسواق المالية، ثمّ الوقوف على تقسيمات السوق المالية.

–المحور الثامن سيُخصّص لدراسة موضوع **السوق النقدية**، من خلال توضيح مفهوم السوق النقدية والفرق بينها وبين سوق رأس المال، وأهميتها ومزاياها وخصائصها، ليتم بعدها توضيح الشروط والمتطلّبات الأساسية لقيام السوق النقدية، وتبيان المتدخلون فيها بالإضافة إلى توضيح أسعار الفائدة وآجال العمليات فيها، ثم التطرق لهيكل السوق النقدي وأهم تقسيماته مع التركيز على أهم الأدوات المالية المتداولة في السوق النقدي.

–المحور التاسع سيتناول موضوع **سوق رأس المال**، وذلك من خلال الوقوف على مفهوم سوق رأس المال، وظائف وأهمية وخصائص والتقسيمات الأساسية لسوق رأس المال، والشروط والمتطلّبات الضرورية لقيامه، بالإضافة إلى التطرق لإجراءات التعامل في سوق الأوراق المالية.

–المحور العاشرمن هذه الدراسة سيتطرّق لموضوع **أدوات سوق رأس المال**، من خلال توضيح أدوات الملكية (الأسهم) بما في ذلك الأسهم العادية والأسهم الممتازة، وذلك بالتطرق لمفهومها وخصائصها، والحقوق الأساسية التي تمنحها لمالكيها، مع توضيح الأنواع المختلفة منها، ليتم بعدها التطرق للأنواع الأخرى من الأسهم، ثم يتم الولوج إلى أدوات المديونية (السندات)، من خلال توضيح مفهومها وخصائصها وأنواعها، مع الوقوف على أهم الفروقات الأساسية بين الأسهم العادية والسندات، ثم يتم التطرق إلى الأوراق المالية الهجينة (سندات المساهمة، شهادات الاستثمار والأسهم ذات الأولوية في الأرباح)، ثمّ تسليط الضوء على مفهوم المشتقات المالية، والتركيز على أنواعها المختلفة بما فيها العقود الآجلة والمستقبلية والخيارات والمبادلات.

–المحور الحادي عشرسيُخصّص لدراسة الأسواق المالية الدولية، من خلال تسليط الضوء على مفهوم الأسواق المالية الدولية، والتطرّق لأسباب ظهورها، وتوضيح الخصائص الأساسية المميّزة لها وأهم الوظائف التي تؤدّيها، والوقوف على التقسيمات الأساسية لها، بالإضافة إلى التطرّق إلى المراكز المالية الدولية وأهم تصنيفاتها المختلفة.

الجزء الأول:
الاقتصاد النقدي

الفصل الأول:

النقود وتطوراتها التاريخية

الأهداف التعليمية:

- يتمكّن الطالب من التعرف على كيفية نشأة وتطور النقود.
- التعرّف على مختلف تعاريف النقود.
- يتمكّن الطالب من التعرّف على الخصائص الأساسية المميّزة للنقود.
- يتمكّن الطالب من التعرّف على أهم الوظائف التي تؤدّيها النقود بما في ذلك الوظائف التقليدية والوظائف المرتبطة بالنشاط الاقتصادي.
- التعرف على الأنواع المختلفة للنقود (السلعية، المعدنية، الورقية، الائتمانية أو المصرفية).

محتوى الفصل:

أولا: نشأة وتطور النقود

ثانيا: تعريف النقود

ثالثا: خصائص النقود

رابعا: وظائف النقود

خامسا: أنواع النقود

تمهيد:

يشترك جميع أفراد المجتمع في استخدامهم للنقود في حياتهم اليومية، لأنها تقدم للإنسان منافع كثيرة، تتمثل في تسهيل تبادل السلع والخدمات. فالنقود ونظرا لأهميتها الكبيرة تحتل مركز الريادة في الدراسات الاقتصادية، وفي جميع المعاملات الاقتصادية والتجارية، فاكتشاف النقود يعتبر من الخطوات والمراحل الهامة التي ساهمت في تطور الحضارة الإنسانية.

أولا: نشأة وتطور النقود

تشكل النقود حجر الزاوية في الحياة الاقتصادية المعاصرة إذ بدونها لا تستطيع الحضارة الاقتصادية المعقدة الحالية أن تعمل[1]، ولم يكن ظهور النقود نتيجة لاختراع أحد من الناس، ولم يأت تداولها بين الأفراد نتيجة لعقد اجتماعي بينهم، وإنما كان ظهورها نتيجة الحاجة إليها.

ففي البداية كانت فئات المجتمع تقوم بإنتاج كل ما يلزمها من سلع وخدمات، ولذلك لم يكن التبادل موجودا آنذاك، لكن وبسبب اتساع نطاق تقسيم العمل والتخصص في الإنتاج، فقد أدى ذلك إلى زيادة مطردة في الفائض في الإنتاج المعد للتبادل، لذلك رافق هذا التطور اتساع مقابل في عمليات التبادل بين الأفراد، حيث أن التخصص يؤدي إلى قيام الفرد بإنتاج السلعة بكميات تفوق بكثير ما يلزمه لإشباع حاجاته الشخصية منها. كما وأن هذا الفرد يصبح بحاجة لإشباع حاجاته من السلع الأخرى التي تخصص بإنتاجها الأفراد الآخرون في المجتمع.

وبذلك ارتبط اتساع نطاق التخصص مع زيادة المبادلات، بحيث أصبح الفرد يستطيع إشباع حاجاته من السلع والخدمات المختلفة عن طريق مبادلة الكميات الفائضة عن حاجته من السلعة التي تخصص بإنتاجها مع ما تخصص غيره من الأفراد بإنتاجه، وهذا ما يطلق عليه بالمقايضة.

لا شك أن نظام المقايضة كان عاجزا عن مسايرة التطور الاقتصادي الذي استند في أساسه إلى ظهور التخصص وتقسيم العمل، وما رافق ذلك من اتساع في عمليات المبادلة بين الأفراد، ويبدوا ذلك جليا في عيوب نظام المقايضة التي نوردها فيما يلي:

[1] عبد المنعم السيد علي، **اقتصاديات النقود والمصارف**، الأكاديمية للنشر، الأردن، 1998، ص. 29.

1- صعوبة تحقيق التوافق الثنائي للرغبات: أي تلاقي رغبة البائع مع رغبة المشتري في نفس الوقت، حيث يكون كل منهما قادرا على تلبية رغبة الآخر. ففي ظل نظام المقايضة على البائع أن يجد من يرغب في الحصول على سلعته أو خدمته، ويملك في ذات الوقت السلعة أو الخدمة التي يبحث عنها عند المشتري. إلا أن مثل هذا التوافق بين الرغبتين لم يكن ليتحقق إلا بعد ضياع الكثير من الجهد والوقت[1].

2- صعوبة معرفة نسب مبادلة السلع بعضها ببعض: نظرا لأن نظام المقايضة هو مبادلة سلعة بأخرى مباشرة، فلكي تتم عملية المبادلة هذه لا بد من معرفة النسبة التي سيتم بموجبها مبادلة كل سلعة بالسلع الأخرى، وذلك في كل زمان ومكان. فإذا افترضنا وجود سلعتين، وتوافر الرغبة لدى صاحب كل منهما في مبادلتهما، فإنه لا بد من معرفة النسبة التي ستتم على أساسها عملية المبادلة.

قد يبدوا ذلك سهلا مع وجود عدد محدد من السلع، ولكن وبافتراض وجود ألف سلعة في السوق، فإنه لإتمام عمليات المبادلة يصبح من الضروري تحديد نسبة مبادلة كل سلعة من السلع إلى السلع الأخرى. ومما يزيد في تعقيد عملية المبادلة بين هذه السلع هو اختلاف المقاييس المستعملة لكل سلعة، فالسلعة الأولى مثلا تساوي وزنا معينا من السلعة الثانية، وعددا من السلعة الثالثة، وطولا معينا من السلعة الرابعة، أو حجما من السلعة الخامسة، وهكذا...

وتبدوا استحالة العملية لهذا النظام واضحة في أن صاحب السلعة يتوجب عليه معرفة نسبة مبادلة سلعته بالسلع الأخرى، في كل مرة يرغب فيها بإجراء عملية المقايضة[2].

3- عدم قابلية بعض الأنواع من السلع للتجزئة: بالإضافة إلى الصعوبات سابقة الذكر تضاف صعوبة تجزئة السلع في نظام المقايضة، فعندما تكون السلع صغيرة الحجم أو يمكن تجزئتها بسرعة إلى وحدات صغيرة، فإن هذا لا يطرح مشكلا كبيرا، ولكن المشكلة تحدث عندما نكون أمام سلع أخرى غير قابلة للتجزئة لكبر حجمها وارتفاع قيمتها[3].

4- عدم توافر أداة صالحة لاختزان القيم: لا شك أن الطريقة الوحيدة لاختزان القوة الشرائية في ظل نظام المقايضة هي احتفاظ الأفراد بثرواتهم على شكل سلع، ولكن لهذا الأسلوب الكثير من المساوئ، من أهمها[4]:

أ- أن صاحب السلعة المخزنة بهذا الشكل يضطر لتحمل نفقات التخزين التي قد تكون مرتفعة؛

---

[1] ضياء مجيد، **الاقتصاد النقدي**، مؤسسة شباب الجامعة للنشر، الإسكندرية، 2000، ص. 16.

[2] مروان عطون، **النظريات النقدية**، دار البعث للطباعة والنشر، قسنطينة، 1989، ص. 9.

[3] صالح مفتاح، **النقود والسياسات النقدية**، دار الفجر للنشر للتوزيع، القاهرة، 2005، ص. 18.

[4] مروان عطون، مرجع سابق، ص. 12.

ب- احتمال تغير قيمة السلعة المخزنة بهذا الشكل في المستقبل نتيجة لتغير الظروف الاقتصادية؛

ج- إذا كانت السلعة المخزنة تتمتع في وقت معين بطلب كبير عليها للمبادلة، فقد لا يستمر هذا الطلب عليها لفترة طويلة من الزمن؛

د- أن السلع المخزنة قد تتعرض للتلف؛

هـ - أن ظهور سلع بديلة قد يؤثر على القيمة التبادلية للسلع المخزنة.

5- عدم توافر وسيلة للدفع المؤجل أو أداة للادخار: إذ ليس هناك طريقة لتسديد الديون في سوق المقايضة إلا بواسطة السلع العينية التي يجري تبادلها في السوق، كواسطة لإبراء الذمم فيما بين الدائنين والمدينين، ويحصل خلاف بين الدائن والمدين حول نوعية السلعة التي يتم بواسطتها تسوية الديون، كما وأن بعض السلع يتغير ثمنها ارتفاعا أو انخفاضا خلال الفترة الممتدة من بداية إجراء الصفقة وحتى موعد سداد الدين، ويمكن أن يترتب على هذا التغير في الثمن ضرر لأحد الأطراف واستفادة للطرف الآخر[1].

لقد دفعت الصعوبات التي يعاني منها نظام المقايضة كأساس للمبادلة إلى ضرورة البحث عن الوسائل الممكنة للتغلب عليها، وبالفعل تم تبسيط عملية المقايضة المتعددة الأطراف والمتعددة السلع عن طريق تحديد معدل حسابي أو وحدات حسابية لإتمام عملية المقايضة، ثم تلا ذلك تجسيد هذه القيمة الحسابية في سلعة معينة تختار كقاعدة للمقارنة، وإليها تقاس قيم السلع الأخرى[2].

وانتهى الأمر بتجاوز هذه السلع لوظيفة القياس لتصبح لها قيمة ذاتية يقبلها الجميع في المعاملات، ويمكن تخزينها ونقلها من حيث الزمان والمكان[3].

ففي البداية استعملت بعض السلع نقودا بسبب قيمتها الاستعمالية، إلا أنه وفي عصور لاحقة، وبسبب التطور الاقتصادي حصل العكس تماما، إذ أصبحت النقود تتمثل في تلك السلع الأقل منفعة في مجال الاستهلاك، والأقل استعمالا في مجال الإنتاج. وعلى ذلك، استخدمت المعادن الثمينة كوسيلة ملائمة نظرا لقلة منفعتها الاستعمالية في الاستهلاك والإنتاج، إلا أن ندرتها جعلتها أكثر استخداما كوسيلة للتبادل.

تطورت هذه الصفة من القبول الاختياري المؤسس على الثقة في قيمة وحدات النقد ذاتها (الذهب مثلا) إلى القبول الإجباري، عندما حلت إرادة الدولة في التعبير عن إرادة الجماعة، وأصبحت النقود الورقية (البنكوت)

---

[1] ناظم محمد نوري الشمري، **النقود والمصارف والنظرية النقدية**، ط1، دار زهران للنشر والتوزيع، عمان، 1999، ص. 29.

[2] ضياء مجيد، مرجع سابق، ص. 21.

[3] مصطفى رشدي شيحة، **الاقتصاد النقدي والمصرفي**، الدار الجامعية، الإسكندرية، 1985، ص. 66.

التي تصدرها عن طريق مؤسساتها (البنك المركزي) ملزمة للجميع ومبرئة للذمة، إذ أصبحت النقود تستمد قيمتها من سلطة الإجبار، فالدولة هي التي تخلق قيمة العملة وهي التي تخلع عنها هذه القيمة.

ومع زيادة درجة التقدم الاقتصادي استخدمت نقود الودائع، وزاد الدور الذي تؤديه البنوك على اختلاف أنواعها في النشاط الاقتصادي[1].

ثانيا: تعريف النقود

برغم تعدد الدراسات التي تطرقت إلى موضوع النقود، إلا أنه لا يوجد تعريف دقيق وموجز وشامل لهذه الأخيرة، ومن بين هذه التعاريف نذكر:

عرف والكر (walker) النقود بأنها كل ما تفعله النقود[2]. بمعنى أن أي شيء يؤدي وظيفة النقود يكون بالفعل نقودا.

كما تعرف أيضا بأنها مجموع وسائل الدفع التي تمكن الأعوان الاقتصاديين من تسوية مدفوعاتهم[3].

وقد عرفت أيضا بأنها مجموع الوسائل التي تمكن حاملها وفي أي وقت من الحصول على السلع وأو الخدمات وتسوية الديون[4].

كما عرفت أيضا بأنها كل شيء يلقى قبولا بين الناس وسيطا للتبادل أو لإبراء الديون يسمى نقودا[5].

وتعرف بأنها كل وسيط للمبادلات تتمتع بقبول عام في الوفاء بالالتزامات[6].

إضافة إلى ذلك يمكن تعريفها على أنها المقابل المادي لجميع الأنشطة الاقتصادية، وهي الأداة التي تمنح صاحبها القوة الشرائية التي تمكنه من إشباع حاجاته ورغباته، كما أنها من الناحية القانونية تمثل الأداة التي تمكن الفرد من سداد التزاماته[7].

بناء على ما سبق يمكن تعريف النقود على أنها أي شيء يحظى بالقبول العام في التداول، وله قوة شرائية عامة، يستخدم وسيطا في التبادل ومقياسا للقيم.

---

[1] ضياء مجيد، مرجع سابق، ص. 23.

[2] Jacque Muller et autres, **économie**, 4eme édition, Dunod, Paris, 2004, p. 87.

[3] Marc Bassoni et Alain Beitone, **Monnaie: théories et politiques**, Dalloz, 1994, p. 07.

[4] Carol sexton et Dat Vovan, **Introduction à l'économique**, Québec, Canada, 1987, p. 103.

[5] ناظم محمد نوري الشمري، مرجع سابق، ص. 31.

[6] زينب عوض الله و أسامة محمد الفولي، **أساسات الاقتصاد النقدي والمصرفي**، منشورات الحلبي الحقوقية، بيروت، 2003، ص. 47.

[7] حسين بني هاني، **اقتصاديات النقود والبنوك**، دار الكندي، عمان، 2002، ص. 17.

ثالثا: خصائص النقود

لكي تقوم النقود بوظائفها على أكمل وجه ممكن، يشترط فيها الصفات التالية:

1- صفة القبول العام: معنى ذلك أنها تقوم على أساس الثقة في قيمة وحدات النقد[1]، فالدائن أو البائع لا يستطيع رفضها مقابل الدين أو مقابل قيمة السلعة المعروضة للبيع، وفي نفس الوقت لا تطلب أية أداة أخرى بدلا منها. كما أن القانون يحدد قيمة هذه الأداة الإجبارية في السداد والتعامل، فعلى سبيل المثال يمكن للمتعاملين قبول أو رفض الشيك أداة لسداد الالتزامات، أما النقود فلا يمكن رفضها لأنها بصفتها الرسمية تعتبر ملزمة[2]؛

2- التجانس: أي أن تكون وحدات النقد متماثلة تماما، أي تتشابه كل وحدة تماما مع الوحدات الأخرى المساوية لها في القيمة، حتى لا يعطي المتعاملون لبعض وحدات النقود قيمة مختلفة عن الوحدات الأخرى، الأمر الذي يؤدي إلى وجود أكثر من ثمن للسلعة أو الخدمة الواحدة [3]؛

3- القابلية للتجزئة: أي أن تكون وحدات النقد قابلة للتجزئة والانقسام إلى وحدات صغيرة، لا تتأثر قيمتها بعد التجزئة، ولا تختلف كذلك قيمة الوحدات الأساسية للنقود التي تمت تجزئتها. ويكون الهدف من عملية الانقسام والتجزئة، تسهيل حساب وإتمام المعاملات الاقتصادية صغيرة الحجم والقيمة، إضافة إلى المعاملات الاقتصادية كبيرة الحجم والقيمة، وأن تحل الوحدات الصغيرة المجزأة محل الوحدات الأساسية لوحدة النقد إحلالا تاما، ودون اختلاف في القيمة؛

4- صعوبة إتلافها: وعدم قابليتها للإهتلاك السريع نتيجة لتداولها وانتقالها بين أيدي الأفراد من يد إلى أخرى[4]؛

5- الندرة: حيث يتم اختيار المادة التي تصنع منها النقود بحيث تكون ذات ندرة نسبية، وذلك حتى لا تفقد قيمتها سريعا، وهذه الصفة واضحة فيما يتعلق بالنقود المعدنية المصنوعة من الذهب والفضة، باعتبارهما معادن ثمينة تتمتع بالندرة النسبية في الطبيعة، وتاريخيا مع زيادة استخراج الفضة في العديد من الدول أدى ذلك إلى فقدان الفضة صفتها كعملة رئيسية، وأصبحت عملة مشتقة أو مساعدة، لكونها لا تتمتع بالندرة النسبية المطلوبة.

---

[1] J. Bailly et autres, **Economie monétaire et financière**, Bréal, Rosny, 2000, p. 27.

[2] حسين بني هاني، مرجع سابق، ص. 18.

[3] سوزي عدلي ناشد، **مقدمة في الاقتصاد النقدي والمصرفي**، منشورات الحلبي الحقوقية، بيروت، 2005، ص. 35.

[4] أحمد زهير شامية، **النقود والمصارف**، دار زهران، عمان، 2002، ص. 20.

أما في عصر النقود الورقية، فالندرة تتمثل في سلطة الدولة في وضع القيود والحدود للإصدار النقدي الورقي، إذ يجب أن يرتبط الإصدار النقدي الورقي بالقدرة الحقيقية للإنتاج، فيزيد الإصدار النقدي مع زيادة القدرة الحقيقية للإنتاج والعكس صحيح، أي أن العلاقة بينهما علاقة طردية [1]؛

6- الثبات النسبي: أي ألا تتغير قيمتها من وقت إلى آخر، فمختلف الدول حريصة كل الحرص على المحافظة على قيمة النقود، سعيا منها للإبقاء على قبول وثقة الأفراد بالنقود، في الحاضر والمستقبل ولتساعد على أداء وإتمام المعاملات الاقتصادية الآجلة.

إضافة إلى ذلك، يشترط في النقود أن تكون خفيفة الوزن، صغيرة الحجم، سهلة الحمل، وذات فئات نقدية مختلفة، حتى تساهم في إتمام المعاملات الاقتصادية بيسر وسهولة ودون مشقة.

رابعا: وظائف النقود

تؤدي النقود العديد من الوظائف منها ما هو تقليدي مرتبط بنشأتها، ومنها ما هو حديث مرتبط بالنشاط الاقتصادي.

1- الوظائف التقليدية للنقود: تتمثل فيما يلي:

أ- النقود كمقياس للقيم: تتضح أهمية النقود كمقياس للقيم من خلال الصعوبات التي واجهت التعامل بأسلوب المقايضة، إذ وفي ظله لا تتوافر وحدة مشتركة يعتمد عليها معيارا لقياس قيم السلع والخدمات المختلفة، ولكن وبعد استخدام النقود في التداول تمكن الأفراد والجماعات من اعتمادها أساسا يتم بموجبه تحديد أثمان وقيم مختلف السلع والخدمات، فالوحدة النقدية كالدينار مثلا يمكن أن تقوّم إليها أسعار جميع السلع والخدمات المختلفة، بأنواعها وأشكالها وأوزانها[2].

إن اعتماد النقود كوحدة قياس مشتركة لكافة قيم السلع، يمكن من المقارنة بين القيم النسبية لكافة السلع عن طريق تقدير وحدات النقد اللازمة للحصول على كل سلعة. ويتصف القياس النقدي للسلع والخدمات بعدة مميزات جعلته يتفوق على غيره من المقاييس الأخرى من حيث[3]:

- تبسيط المعاملات، لأن وحدة القياس واحدة وثابتة للجميع؛

[1] سوزي عدلي ناشد، مرجع سابق، ص. ص. 34-35.

[2] ناظم محمد نوري الشمري، مرجع سابق، ص. 34.

[3] سوزي عدلي ناشد، مرجع سابق، ص. ص. 38-39.

– أن وحدات القياس الأخرى تتمتع بالثبات المطلق، أي أنها لا تتأثر بالتغيرات الاقتصادية في قيمة السلع. أما النقود فهي تترجم التغيرات التي تطرأ على قيم السلع، فهي تتمتع بالثبات النسبي، كما أنها يمكن أن تخضع في ذاتها للتقلبات الاقتصادية، فترتفع قوتها الشرائية في فترات الانتعاش الاقتصادي وتنخفض في فترات الركود والكساد؛

– أن عناصر الإنتاج المستخدمة في العملية الإنتاجية ليست متماثلة الخصائص، ولذلك فلكي نحدد قيمة كل عنصر لا بد من إدخال عنصر مشترك بينها يتمثل في الأثمان النقدية لها.

بناء على ما تقدم، فمقياس القيم لا بد أن يكون مقياسا واحدا فقط، بل إن استعمال مقياسين للقيم في وقت واحد يؤدي إلى تضارب قيم السلع.

ب– النقود وسيط للتبادل: بعد ظهور التخصص وتقسيم العمل أصبح سداد حاجات الأفراد في المجتمع متوقفا على مبادلاتهم فيما بينهم للسلع والخدمات، فبعد أن كان هذا التبادل يتم وفق نظام المقايضة، أصبح هناك وسيط في عملية التبادل، فصاحب السلعة التي يريد مبادلتها بسلعة أو بخدمة أخرى يبحث عن شخص يرغب فيها ليبيعه إياها مقابل النقود، ثم يبحث عن السلعة التي يريدها ليشتريها بهذه النقود.

والنقود بأدائها لهذه الوظيفة قسمت عملية المبادلة إلى قسمين: عملية بيع السلعة أو الخدمة في مرحلة أولى، ثم عملية شراء السلعة أو الخدمة المراد الحصول عليها في مرحلة ثانية[1].

لا شك أن تقسيم عملية التبادل إلى مرحلتين قد جعلها أكثر طولا وتعقيدا، ولكنه في الواقع قد جعلها أكثر ملائمة، وهكذا أصبحت عملية التبادل تتم على الشكل التالي:

سلعة ←——— نقود ———→ سلعة

لقد اعتبر بعض الاقتصاديين أن هذا الدور الذي يؤديه النقد يعتبر وسيلة خيار، أي أنه يتيح لحامله مجال الاختيار في سوق السلع، أو كما يسميه البعض الآخر من الاقتصاديين عامل حرية يعطي لحامله الحرية في أن يختار ما يشاء من السلع والخدمات في حدود المبلغ المتوفر لديه.

في الواقع إن استخدام النقود كوسيط للتبادل يترتب عليه نتيجتين[2]:

[1] J. Longatte et P. Vanhove, **Economie générale**, 4éme édition, Dunod, Paris, 2005, p. 52. et Marc Bassoni et Alain Beitone, op.cit, p. 8.

[2] محمود يونس وعبد المنعم مبارك، **مقدمة في النقود وأعمال البنوك والأسواق المالية**، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2003، ص. 26.

الأولى: هي أنه يكون ممكنا تحديد معدلات التبادل لمختلف السلع والخدمات، الأمر الذي يسمح بالتخصص وتقسيم العمل ومن ثم الكفاءة في الإنتاج؛

أما **الثانية:** فهي إمكانية توسيع نطاق عمليات السوق عبر الزمن.

ج- النقود كمخزن للقيمة: إضافة إلى الوظائف السابقة، تؤدي النقود وظيفة مخزن للقيمة[1]، والمقصود بذلك أن النقود بما تمثله من قوة شرائية يمكن أن تكتنز في لحظة معينة، أي يحتفظ بها سائلة، لتنفق في لحظة تالية، وهي بذلك تربط قيمة السلعة بالزمن (تربط الحاضر بالمستقبل)[2].

ووظيفة النقود هذه ربطت النقود بميدان واسع هو ميدان الأصول، فالنقود لا تطلب فقط لاعتبارها وسيطا في المبادلة، وإنما تطلب أيضا باعتبارها أصلا من الأصول التي تحفظ فيها الثروة، وكأداة ادخار، حيث يحتفظ الأفراد بجزء من دخلهم بعيدا عن الإنفاق أو الاستهلاك في الحاضر بقصد الانتفاع به في المستقبل، هذا بطبيعة الحال يؤثر في الفترة الآتية على حجم النشاط الاقتصادي بالانكماش، والعكس صحيح إذا ما قرر الأفراد استخدام المدخرات في الإنفاق، فإن ذلك يؤدي إلى زيادة حجم النشاط الاقتصادي في الفترة التالية، ويدفع إلى التضخم.

فالنقود بهذه الخاصية فقدت صفتها الحيادية كوسيط في التبادل، وأصبح لها دور في التقلبات الاقتصادية من وقت لآخر[3].

ولا تعتبر النقود الأداة الوحيدة لاختزان القيم في المجتمعات الحديثة، فيمكن اختزان القيم في وسائل أخرى، مثال ذلك الاحتفاظ بالودائع الآجلة وشراء الأوراق المالية طويلة الأجل أو الأوراق التجارية قصيرة الأجل، والمعادن النفيسة، وشراء العقارات والأراضي...الخ، ولكن بالرغم من هذه الأصول جميعها، والتي تؤدي وظيفة مخزن للقيم، إلا أن النقود تعدّ أصلا كامل السيولة بخلاف باقي الأصول الأخرى التي تحتاج إلى فترة زمنية قصيرة أو طويلة حتى يتم تسييلها وتحويلها إلى نقود[4]. ويتوقف نجاح النقود في أداء وظيفتها هذه على اعتبارين هما[5]:

- ثبات قيمة النقود نسبيا، وأن لا تفقد قيمتها بمرور الزمن عليها؛
- أن تتوافر المنتجات التي يرغب فيها الفرد في الوقت الذي يحتاجها فيه.

[1] J. Longatte et P. Vanhove, op.cit, p. 53.
[2] Marc Bassoni et Alain Beitone, op.cit, p. 9.
[3] سوزي عدلي ناشد، مرجع سابق، ص. 42.
[4] المرجع السابق.
[5] أحمد زهير شامية، مرجع سابق، ص. 25.

د- النقود كأداة للدفع المؤجل: هذه الوظيفة لا تعدوا أن تكون امتدادا للوظائف السابقة للنقود، وتتمثل هذه الوظيفة في تسهيل عمليات العقود الآجلة لتسويق المنتجات، وتحديد أثمانها وتسليمها في وقت لاحق، وكذلك في تيسير عمليات الاقتراض، وتحديد أو تقرير ما يجب على المقترض دفعه في المستقبل إلى المقرض، وبذلك تؤدي النقود دورا بارزا في توسيع عمليات الائتمان الآجل. وفي الواقع، فإنه بدون استخدام النقود يتعذر أن يتم تنفيذ العقود الآجلة التي تتعلق بالمستقبل، وأن يتم الإقراض والاقتراض، وذلك لعدم وجود الوحدة التي يقاس في شكلها مقدار قيمة العقود الآجلة والقروض. وبواسطة النقود يستطيع الأفراد والحكومات تمويل مشروعاتهم عن طريق الاقتراض، أو إصدار السندات التي يحصلون بمقتضاها على الأموال اللازمة، وأن يتم تسديد قيمة هذه القروض أو السندات في آجال لاحقة، وهكذا فإن النقود باعتبارها أداة للمدفوعات الآجلة إنما تسهل عمليات التبادل التي تتم في المستقبل من إقراض واقتراض إلى درجة كبيرة، مثلما تسهل عمليات التبادل الاقتصادي في الوقت الحاضر.

إذن، إن النقود وبأدائها لهذه الوظيفة تلعب دورا كبيرا في عمليات الادخار وتراكم رأس المال والاستثمار والإنتاج، وكلها مقومات أساسية لنمو وتطور الاقتصاديات الحديثة التي تقوم على تركز وتمركز رأس المال.

2- الوظائف المرتبطة بالنشاط الاقتصادي:

للنقود وظائف تتعلق بالنشاط الاقتصادي، والتي تتمثل فيما يلي:

أ- النقود أداة من أدوات السياسة النقدية: تمثل النقود قوة شرائية في أيدي حائزها، أي تمكنه من الحصول على ما يحتاج إليه من سلع وخدمات في حدود كمية النقود التي يمتلكها، ولكنها في ذات الوقت ترتبط بكمية السلع والخدمات المفروضة أي بالإنتاج، فإذا زادت كمية النقود المتداولة في المجتمع بينما ظلت كمية السلع والخدمات المعروضة كما هي، مع فرض ثبات باقي العوامل على حالها، فإن الأسعار ترتفع، بمعنى آخر تنخفض القوة الشرائية للنقود، والعكس صحيح، وتفسير ذلك أن زيادة وحدات النقد لدى حائزها لا بد أن تترجم إلى قوة شرائية، فإذا كانت كمية السلع والخدمات المنتجة ثابتة، أو لم تزد بمقدار زيادة وحدات النقد، تصبح غير قادرة على شراء ما كانت تستطيع شراءه من قبل، حيث أن عدد وحدات النقد زادت، ولكن القدرة الشرائية انخفضت والعكس صحيح تماما، إذن فالارتباط هنا يتم بين زيادة وحدات النقد ومدى مرونة الجهاز الإنتاجي.

ولذلك تستخدم السلطات النقدية كمية النقود المطروحة للتداول لعلاج العديد من الأزمات الاقتصادية، وتحقيق مستوى معين من التوازن الاقتصادي، ففي أوقات الكساد والركود تزيد الدولة من عرض النقود بصورة وقتية لإحداث نوع من الانتعاش الوقتي لحين عودة التوازن النسبي من جديد، أما في أوقات التضخم تخفض الدولة من كمية النقود المتداولة في المجتمع لامتصاص الزيادة في الأسعار.

ولذلك تعد النقود من أدوات السياسة النقدية التي تستخدمها الدولة لمواجهة الأزمات الاقتصادية[1].

ب- النقود وتخصيص الموارد الاقتصادية: يقصد بها تخصيص الموارد الاقتصادية المتاحة للدولة والمشروعات، فكما يحدد الإنفاق النقدي كمية الإنتاج أي السلع والخدمات المنتجة، فهو يحدد كذلك كيف يتم توظيف واستثمار النقود.

فالدخل النقدي سواء للأفراد أو للمشروعات أو للدولة يوزع بصور مختلفة، فقد يوجه بأكمله للاستهلاك أو يوجه جزء منه للاستهلاك والآخر للادخار، وما يخصص للادخار قد يوجه إلى التوظيف أو الاستثمار، كما أن الجزء المخصص للاستثمار أو ما يسمى بالإنفاق الاستثماري يوزع على القطاعات الاقتصادية المختلفة "زراعة، صناعة، سياحة، تجارة، خدمات...الخ".

ودور النقود هنا يتمثل في تخصيص الموارد الاقتصادية، بحيث توظف أو تستثمر بحسب الدخل النقدي المتحقق، سواء أخذ شكل ربح أو سعر فائدة في صورة نقدية.

ج- النقود والقدرة على الخيار بالنسبة للأفراد: يحصل الفرد في مقابل عمله أو خدماته على دخل نقدي، أيا كانت صورته (أجور، مرتبات، فوائد...الخ) كي يستطيع أن يشبع حاجاته ورغباته. والنقود لما لها من قوة شرائية تحقق خيارا لصاحبها في توزيعها بين الإنفاق والادخار، وفي إطار الإنفاق تحدد له أوجه الإنفاق الأكثر تحقيقا للنفع، فالنقود تحقق له خيار اللّحظة والمكان الذين يراهما مناسبين، وأيضا الأشياء التي يريدها والرغبات التي يسعى لإشباعها، وهو بذلك يتخذ قرارات متعلقة بأولويات الإشباع، وبطبيعة الحال لا يستطيع أن يحدد هذه الخيارات إذا كان يحصل على دخله في شكل عيني.

كما أن توزيع الدخول في صورة نقدية يحدد بدقة نمط توزيع الدخل الوطني على الفئات المنتجة، ويوضح إذا كان هناك سوء أو عدم عدالة في توزيع الدخول، فطبقات العمال تستطيع أن تحسب مدى الارتباط بين تزايد الأجور النقدية وتزايد مستوى الأسعار، وهذا أمر لم يكن ليحدث إذا كان الدخل يتحقق في صورة عينية.

وفي مجال الادخار توجه النقود ميول الأفراد نحو الاكتناز والتوظيف والاستثمار، بحسب العائد المتوقع من كل منهم.

[1] سوزي عدلي ناشد، مرجع سابق، ص.ص. 44-45.

وبالرغم من أهمية هذا الخيار للأفراد، إلا أنه قد يؤدي إلى خلل في الاستقرار الاقتصادي إذا ما اتجه الأفراد بصورة موحدة نحو زيادة الاكتناز (زيادة تفضيل السيولة)، أو نحو التوظيف والاستثمار (نقص تفضيل السيولة)، لما في ذلك من آثار سلبية على التوازن والاستقرار الاقتصادي[1].

ومع ذلك، فالسياسات النقدية والمالية تتخذ العديد من الإجراءات والتدابير إما لتشجيع الادخار أو الاستهلاك، فترفع من سعر الفائدة لتشجيع الأفراد على الادخار على حساب الاستهلاك، أو أن تقوم بدراسة ميول الأفراد وتزيد من قدرة الإنتاج المتعلقة بالسلع المطلوبة، وفقا لاتجاهات الطلب المتوقع[2].

خامسا: أنواع النقود

عرفت النقود العديد من الأنواع بحسب تطورها التاريخي من النقود السلعية فالنقود المعدنية، ثم النقود الورقية وأحدثها النقود المصرفية أو نقود الودائع.

1- النقود السلعية: نتيجة الصعوبات التي عانى منها نظام المقايضة نشأت الحاجة إلى البحث عن سلعة وسيطة تنسب إليها كل السلع المختلفة، وتكون مقبولة لدى جميع المتعاملين، ومن الطبيعي أن يكون الوسيط في بداية الأمر سلعة استهلاكية كالماشية من أبقار وأغنام لدى القبائل الرحل، القمح لدى المصريين، الحرير في الصين...إلخ، لكن المجتمعات البدائية ما لبثت أن تخلت عن استخدام السلع الاستهلاكية كنقود وتستخدم بدلا عنها سلع الزينة كالعقود، والحلي المصنوعة من الأصداف والقواقع البحرية والحجارة النادرة، ثم المصنوعة من المعادن غير النفيسة كالحديد والنحاس والبرونز، ثم المعادن النفيسة كالفضة والذهب.

لقد عانت النقود السلعية من العديد من الصعوبات نذكر منها:

- أن النقود السلعية التي كانت منتشرة آنذاك لم تحظى بالقبول التام بين جميع أفراد المجتمع؛
- قابليتها للتعرض للتلف والنقص في القيمة؛
- غير متجانسة الوحدات؛
- لم تتميز بالثبات النسبي في قيمتها؛
- غير قابلة للتجزئة لشراء بعض السلع الصغيرة؛
- صعوبة الحمل والتخزين.

[1] المرجع السابق، ص.ص. 48-49.

[2] مصطفى رشدي شيحة، مرجع سابق، ص. 28.

2- النقود المعدنية: كانت المعادن الرخيصة كالنحاس والبرونز أولى المعادن التي استخدمت لتؤدي وظائف النقود، ولكن مع اتساع النشاط الاقتصادي أصبحت هذه المعادن الرخيصة غير قادرة على القيام بوظائف النقود، فحلت محلها المعادن النفيسة (الذهب والفضة)، لتكون أساسا للنظام النقدي ويكون لها قوة الإبراء العام.

أ- خصائص النقود المعدنية: تتميز بما يلي[1]:

- خفة الوزن وارتفاع القيمة؛
- سهولة نقلها: فنقل جزء صغير منها يعادل نقل كمية كبيرة من السلع؛
- غير قابلة للتلف: فهي أفضل من غيرها لوظيفة مستودع للثروة؛
- قابلة للتجزئة إلى قطع متماثلة يلائم حجمها مختلف حاجات التداول؛
- ندرتها النسبية جعلتها مرتفعة الثمن، فيمكن مبادلة جزء صغير منها بكمية كبيرة من السلع؛
- الثبات النسبي في قيمتها بالمقارنة مع غيرها من السلع، نظرا لضآلة الإنتاج الجاري إلى مجموع المتراكم منها على مر الزمن؛
- سهولة التعرف عليها والتحقق من عيارها؛
- الطلب الكبير عليها للاستعمالات الأخرى كالصناعة، الحلي والزينة.

ب- أشكال النقود المعدنية: اتخذت النقود المعدنية الأشكال التالية:

- النقود الموزونة: كانت النقود المعدنية توزن حسب القانون الروماني عند أي عقد أو معاملة وذلك بحضور شخصية بارزة تدعى "حامل الميزان"، الذي كان يقوم بوزن المعدن النفيس (الذهب) وذلك من أجل إثبات شرعية المعاملات ومنع الغش، ولكن هذا النوع من النقود كانت تحتوي على العديد من المساوئ منها:

- صعوبة تقطيع المعدن ووزنه في كل عملية تبادل؛
- ضرورة التحقق من جوهر المعدن ومعرفة درجة نقائه.

ومنه تم الانتقال من مرحلة تداول المعادن الثمينة بالوزن إلى مرحلة تداول المسكوكات.

- النقود المعدودة (الحسابية): في بداية الأمر كانت عبارة عن كريات معدنية أو قريصات أو أشكال بيضوية حتى يسهل عدها وحسابها واستعمالها، لكن المشكل الذي واجه هذا النوع من النقود هو الغش، حيث تم مزج المعدن الرديء داخل المعدن الجيد، وهذا الخطر أدى إلى ظهور النوع الثالث من النقود وهي النقود المضروبة (المسكوكة).

[1] جمال بن دعاس، **السياسة النقدية في النظامين الاسلامي والوضعي: دراسة مقارنة**، دار الخلدونية للنشر والتوزيع، الجزائر، 2006، ص. 24.

– **النقود المسكوكة (المضروبة)**: نتيجة لعمليات الغش التي سادت النقود المعدنية تولت السلطة عملية صك (ضرب) النقود، وهو ما يضفي عليها طابع الضمان، وذلك بوضع على وجهي العملة إسم أو صورة أو رمز لصاحب السلطة، وهو يجسد الدولة.

3– النقود الائتمانية: تتميز النقود الائتمانية بكون قيمتها النقدية تتجاوز بكثير قيمتها السلعية أو المادة المصنوعة منها، وهي عبارة عن وثائق ترتب حقوقا لصالح حاملها في ذمة الدولة أو البنوك، فلا تكاد تكون مجرد بطاقة تخول لحاملها الحق فيما يقابلها من سلع وخدمات من الناتج القومي[1]، وقد ظهرت في شكل نقود ورقية ثم نقود كتابية لتظهر أخيرا النقود الالكترونية.

أ– النقود الورقية: لجأ الناس في البداية عندما كانت النقود ذهبا وفضة إلى حفظ ما يدخرونه في أماكن خاصة آمنة –محلات المجوهرات أو الصاغة– خوفا عليها من السرقة، وقام الصاغة بحفظها في خزائن ضخمة مقابل تحرير إيصال بقيمة ما يحفظونه من الذهب والفضة، ثم بظهور الدولة أخذت البنوك بعد ذلك تتولى هذه المهمة وتصدر مقابل حفظها للذهب سندات من البنك سميت "سندات إيداع الذهب" و"سندات إيداع الفضة"[2].

في بداية الأمر كان التجار والأفراد يتوجهون إلى الصاغة لسحب ما لديهم من نقود معدنية أو جزء منها لإتمام عمليات البيع والشراء، ثم يقوم الأفراد الآخرون ممن تسلموا هذه المعادن النفيسة بدورهم بتسليمها إلى الصاغة مقابل أخذ شهادات إيداع، ثم تطورت الأمور بعد ذلك فأصبحت الشهادات تحل محل المعادن، ويتم الوفاء بالديون والالتزامات بمجرد تظهيرها. وكنتيجة لتزايد حجم المعاملات وتزايد ثقة الأفراد في قدرة مؤسسات الإيداع أي الصاغة والصيارفة على الاستجابة لطلباتهم، وإعطائهم قيمة شهادات الإيداع في شكل معادن نفيسة متى تقدموا لها، تزايد استخدام الشهادات الورقية، وبدأ الصاغة والصيارفة يصدرون شهادات لحاملها لتسهيل عملية انتقال ملكية هذه الشهادات بمجرد الحصول عليها، بدون أن تكون هناك حاجة إلى تظهيرها، وهي ما يطلق عليها "ورقة البنكنوت".

إن أول محاولة لإصدار النقود الورقية بالشكل المعروف حاليا هو بنك أمستردام سنة 1609، وفي سنة 1656 أصدر بنك استوكهولم سندات ورقية تمثل التزاما على البنك وقابلة للتداول، وتعهد بأداء قيمتها بالنقود المعدنية عند الطلب. مع مرور الوقت انتشر استخدام هذه الشهادات الورقية على مستوى البنوك، وانفصل إصدارها عن إيداع النقود لدى البنوك واتجه إلى منح قروض تجارية في صورة عمليات خصم، وتتم هذه العملية

[1] إبراهيم بن صالح العمر، **النقود الائتمانية**، دار العاصمة، السعودية، 1414، ص. 51.

[2] السيد متولي عبد القادر، **اقتصاديات النقود والبنوك**، دار الفكر، الأردن، 2010، ص. 23.

بمجرد تقدم أحد الأفراد إلى البنك ومعه ورقة تجارية يريد خصمها حتى يصدر له البنك نقودا ورقية دون وجود غطاء معدني بنسبة 100%، تدخل في التداول إلى جانب النقود الورقية التي سبق إصدارها بغطاء معدني، وهنا بدأت النقود الائتمانية في الظهور.

لاحظ فيما بعد أصحاب البنوك أن الودائع الذهبية والفضة تبقى في خزن البنوك لفترات طويلة دون أن يطلبها أصحابها، فظهرت فكرة إمكانية تحقيق أرباح طائلة للبنوك من لا شيء، وهي قيام البنك بإصدار كميات إضافية من نقود البنكنوت دون أن يكون لها مقابل من الذهب أو الفضة، ثم يقوم البنك بعد ذلك بإقراض هذه النقود الإضافية إلى من يحتاج من المستثمرين مقابل فائدة. لقد اتسع هذا السلوك لدى البنوك وأدى في النهاية إلى انتشار نظام التغطية الجزئية لأوراق البنوك المصدرة بدلا من التغطية الكاملة لها، وقد كانت هذه هي بداية ظهور العملة الورقية.

لقد أصبح الأفراد يتداولون كل أوراق البنكنوت والتي ليس لها أي مقابل من الذهب أو الفضة ثقة في البنوك التي أصدرتها، ومن هنا تغير اسم النقود من البنكنوت إلى نقود الثقة أو النقود التي تقوم على الثقة في البنوك[1].

لم يصل المجتمع إلى اعتبار النقود الورقية ملزمة في التعامل حتى منتصف القرن 19، حيث بدأت الدول تتدخل في الرقابة وتنظيم تداول الأوراق النقدية بواسطة فرض الطابع القانوني عليها، وأصبحت ملزمة قانونيا في كل المعاملات اليومية، ولها قوة إبراء مطلقة في الوفاء بالديون، وعلى الرغم من هذه الإلزامية إلا أنها كانت قابلة للتحويل إلى ذهب وفضة، ولكن مع قيام الحرب العالمية الأولى وانخفاض الأرصدة الذهبية للدول بسبب تزايد حجم النفقات العسكرية، تم التخلي عن التحويل وفرض السعر الإلزامي للنقود الورقية، والذي نتج عنه عدم قابلية تحويل هذه النقود إلى ذهب أو فضة.

إذن يمكن تقسيم تطور الأوراق النقدية إلى ثلاثة مراحل[2]:

– النقود الورقية النائبة: هي أوراق نقدية تصدرها البنوك مغطاة بمعادن تبلغ قيمتها 100% من قيمة هذه النقود الورقية، فكانت في نظر حاملها أداة ادخار هامة وواسطة سهلة للتبادل، فهي نائبة عن المعادن بمقدار قيمتها، وأطلق على المعادن التي يحتفظ بها البنك اسم الغطاء المعدني، وكانت أولى المبادرات في تطوير هذه الأوراق وجعلها صالحة للتداول تعود إلى بنك البندقية سنة 1587 ثم تلاه بنك أمستردام سنة 1609.

[1] المرجع السابق، ص. 24.

[2] جمال بن دعاس، مرجع سابق، ص. ص. 28-29.

– **النقود الورقية الوثيقة:** وهنا تكون التغطية المعدنية جزئية، حيث يمثل الذهب والفضة جزءا من الغطاء، والجزء الآخر يستند إلى ثقة المتعاملين فيها وائتمانهم للبنك الذي أصدرها، ومع ذلك يمكن تحويلها إلى معادن عند الطلب حفاظا على ثقة الأفراد فيها.

– **النقود الورقية الإلزامية:** إزاء تزايد كمية النقود الورقية المصدرة وتردد الأفراد في قبولها، ألزمت الدولة الأفراد بالتعامل بها، وهي غير مغطاة بالذهب، وتستند قيمتها إلى قوة الإبراء العام الذي يضفيها القانون، حيث تدخلت الدول وأعفت بنوكها المركزية من تحويل أوراق البنكنوت إلى ذهب وإلغاء قابلية صرفها، فجعلتها نقودا إلزامية، وهي التي يجري التعامل بها في الوقت الحاضر.

- **الفرق بين النقود القانونية والنقود المعدنية:** تعتبر النقود القانونية أفضل من النقود المعدنية في سد حاجات المتعاملين بالنظر إلى الخصائص التي تتمتع بها[1]:

– النقود الورقية أخف وزنا من النقود المعدنية بالإضافة إلى إمكانية إصدارها في فئات متفاوتة تتلاءم مع حاجات كل نوع من أنواع التعامل، كما أنها أسهل في النقل من مكان إلى آخر وأقل تعرضا لمخاطر الطريق؛

– النقود الورقية أقل كلفة في الإصدار من النقود المعدنية بالنسبة للدولة؛

– النقود الورقية أكثر مرونة في الإصدار من النقود المعدنية، إذ يمكن التحكم في عرضها على نحو يكفل مواجهة كافة التغيرات المتوقعة في الطلب على النقود، سواء كانت تغيرات موسمية أو دورية؛

– النقود الورقية وسيلة لمواجهة احتياجات التمويل الحكومي عند الضرورة.

ب– نقود الودائع (النقود الكتابية): تمثل دينا لصالح مالكها أو حاملها في ذمة البنوك التجارية التي تلتزم بها، 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 لأمره، وتنتقل ملكية الوديعة من شخص إلى آخر بواسطة الشيكات[2].

لقد تبين للبنوك التجارية من خلال تعاملها مع الأفراد أن غالبية المودعين لأموالهم لا يقومون بسحب جميع نقودهم المودعة في وقت واحد، إضافة إلى وجود دائم لإيداعات جديدة على شكل ودائع، وهكذا وجدت البنوك التجارية نقودا فائضة في خزائنها تزيد عن قيمة المبالغ النقدية التي يتم سحبها يوميا، ومن ثم وجدت أنه بإمكانها إقراض هذه المبالغ مقابل فائدة تحصل عليها، وذلك بإصدار تعهدات أو وعود بدفع نقود ورقية عند

[1] حسين بني هني، **اقتصاديات النقود والبنوك: المبادئ والأساسيات**، دار الكندي للنشر والتوزيع، الأردن، 2014، ص. 27.

[2] بسام الحجار، **الاقتصاد النقدي والمصرفي**، دار المنهل اللبناني، لبنان، 2006، ص. 35.

الطلب تزيد في قيمتها عن قيمة ما لديها من نقود فعلية في خزائنها، بحيث لا تتجاوز تلك الوعود الحد الذي يجعلها غير قادرة أو عاجزة عن تلبية طلبات السحب اليومية، ويتم بذلك خلق النقود المصرفية، وهي من أهم وظائف البنوك التجارية، والنقود المصرفية ليس لها كيان مادي ملموس، كما أنها لا تتمتع بالقبول العام في التداول، ولا تتمتع بقوة إبراء غير محدودة، فالقانون لا يلزم الأفراد الدائنين على قبولها، وإنما انتشر استخدامها نتيجة للثقة التي أولاها الأفراد للمؤسسات النقدية التي تتعامل بها وتخلقها وهي البنوك التجارية، ونتيجة قبول الأفراد التعامل بها[1].

لقد أصبحت النقود الكتابية في الوقت الحالي من أحدث أشكال النقود، لأنها تمثل وسيلة مهمة للدفع وتشكل نسبة مرتفعة من إجمالي النقود المتداولة والعرض النقدي في الدول المتقدمة، وذلك لما تتمتع به من خصائص[2]:

- أنها أقل عرضة للسرقة والضياع؛
- السهولة في نقلها بكميات كبيرة ولمسافات بعيدة؛
- السهولة في استخدامها حيث يجري التعبير عنها كتابة دونما حاجة للعد؛
- ليست عرضة للتآكل والتلف؛
- لا تتطلب تكلفة عالية للصك كما هو الحال بالنسبة للنقود المعدنية.

➢ **الفرق بين نقود الودائع والنقود القانونية:** تشترك نقود الودائع مع النقود القانونية في كونها ديون لمالكها أو حاملها على الجهة التي أصدرتها، وتتميز عنها من ناحية[3]:

- رقابة البنك المركزي على النقود القانونية مباشرة كونه هو الذي يصدرها، بينما رقابته هي غير مباشرة على نقود الودائع لأنها تنشأ من قبل البنوك التجارية؛
- الهدف من إصدار نقود الودائع هو الربح ولا يحدث هذا مع النقود القانونية؛
- النقود القانونية ملزمة بحكم القانون أما المصرفية فهي غير اختيارية؛
- قد تفقد النقود الكتابية جزء من قيمتها عند رفضها من قبل الأفراد؛
- تمثل النقود القانونية أدوات نقدية ملموسة في حين تمثل النقود المصرفية قيود في دفاتر البنوك التجارية.

---

[1] طاهر فاضل البياتي وميرال روحي سمارة، **النقود والبنوك والمتغيرات الاقتصادية المعاصرة**، دار وائل للنشر، الأردن، 2013، ص. ص. 37-38.

[2] السيد متولي عبد القادر، مرجع سابق، ص. 25.

[3] محمد إبراهيم عبد الرحيم، **اقتصاديات النقود والبنوك**، دار التعليم الجامعي، مصر، 2014، ص. 26.

ج- النقود المساعدة: تتكون من القطع المعدنية، وتكون قيمتها النقدية أكبر من قيمتها كمعدن، وتصدر هذه القطع في بعض الدول من قبل الخزينة العمومية وتوضع في التداول من قبل البنك المركزي، ولهذا السبب فإن الأفراد يقبلون التعامل بها طالما أن الدولة هي التي تتكفل بإصدارها بكميات محددة وذلك لتسهيل المعاملات الصغيرة، ولا تشكل النقود المساعدة كمية كبيرة في حجم الكتلة النقدية المتداولة، ولهذا فإنها لا يمكن اعتبارها مؤشرا هاما على تطور الوضعية الاقتصادية والمالية لدولة ما.

د- النقود الالكترونية: اختلف الفقهاء حول تعريف النقود الالكترونية. وعليه، سنورد بعض التعريفات المقدمة:

عرفها بنك التسويات الدولية بأنها قيمة نقدية في شكل وحدات ائتمانية مخزنة بشكل إلكتروني أو على أداة إلكترونية يحوزها المستهلك[1].

كما عرفتها المفوضية الأوروبية بأنها قيمة نقدية مخزنة بطريقة الكترونية على وسيلة إلكترونية كبطاقة أو ذاكرة كمبيوتر، ومقبولة كوسيلة للدفع بواسطة متعهدين غير المؤسسة التي أصدرتها، ويتم وضعها في متناول المستخدمين لاستعمالها كبديل عن العملات النقدية والورقية، وذلك بهدف إحداث تحويلات إلكترونية لمدفوعات ذات قيمة محددة[2].

وعرفها البنك المركزي الأوربي بأنها مخزون إلكتروني لقيمة نقدية على وسيلة تقنية تستخدم للقيام بمدفوعات لمتعهدين غير من أصدرها، دون الحاجة إلى وجود حساب بنكي عند إجراء الصفقة، وتستخدم كأداة محمولة مدفوعة مقدما[3].

انطلاقا مما سبق، يمكن تعريف النقود الالكترونية بأنها قيمة نقدية مخزنة على وسيلة إلكترونية مدفوعة مقدما وغير مرتبطة بحساب بنكي، تستعمل كأداة للدفع.

- **عناصر النقود الالكترونية:** تشمل النقود الالكترونية على العناصر التالية[4]:

- قيمة نقدية: أي أنها تشمل وحدات نقدية لها قيمة مالية؛

[1] Bank for international settlements, **Implication for central banks of the development of electronic money**, Basle, 1996, p. 13.

[2] European commission**, Proposal for European parliament and council directives on the taking up**, The pursuit and the prudential supervision of the business of electronic money institution, Brussels, 1998, ppw.

[3] European central bank, **Report on electronic money,** Frankfort, germany, 1998, p. 7.

[4] مصطفى كافي، **النقود والبنوك الالكترونية**، دار رسلان، سوريا، 2011، ص. ص. 20-21.

– **مخزنة على وسيلة إلكترونية:** حيث يتم شحن القيمة النقدية بطريقة إلكترونية على بطاقة بلاستيكية أو على القرص الصلب للكمبيوتر الشخصي للمستهلك، وهذا ما يميز النقود الالكترونية عن النقود القانونية والائتمانية التي تعد وحدات نقدية مسكوكة على معدن، أو مطبوعة على ورق، أو موجودة في حساب بنكي.

– **غير مرتبطة بحساب بنكي:** أي أنها عبارة عن استحقاق حر على بنك خاص أو مؤسسة مالية أخرى، وغير مرتبط بأي حساب خاص مثلها في ذلك مثل الشيكات السياحية. هذا يعني أن مستخدم النقود الالكترونية لا يلتزم بفتح حساب بنكي، الأمر الذي ساعد على انتشارها في المجتمع، وهذا ما يميز النقود الالكترونية عن وسائل الدفع الالكترونية، فهذه الأخيرة عبارة عن بطاقات الكترونية مرتبطة بحسابات بنكية للعملاء حاملي هذه البطاقات، يمكنهم من القيام بدفع أثمان السلع والخدمات التي يشترونها مقابل عمولة يتم دفعها للبنك مقدم الخدمة.

– **تحظى بقبول واسع من قبل أطراف غير من قام بإصدارها:** أي أنها تحظى بقبول واسع من الأشخاص والمؤسسات غير تلك التي قامت بإصدارها. إذا حتى تصبح النقود إلكترونية لابد أن لا يقتصر استعمالها على مجموعة من الأفراد أو لمدة محددة من الزمن، أو على نطاق إقليمي محدد، فالنقود ولكي تصير نقودا لابد أن تحوز على ثقة الأفراد، وأن تحظى بقبولهم باعتبارها أداة صالحة للدفع ووسيط للتبادل.

– **وسيلة للدفع لتحقيق أغراض مختلفة:** يجب أن تكون هذه النقود صالحة للوفاء بالالتزامات كشراء السلع والخدمات، دفع الضرائب،...إلخ، أما إذا اقتصرت وظيفة البطاقة على تحقيق غرض واحد فقط كشراء نوع معين من السلع دون غيره، ففي هذه الحالة لا يطلق عليها نقودا إلكترونية بل تسمى بطاقة إلكترونية ذات الغرض الواحد.

➢ **أشكال النقود الالكترونية:** تنقسم إلى ما يلي:

– **البطاقات سابقة الدفع (محفظة النقود الالكترونية):** يتم بموجبها تخزين القيمة النقدية على شريحة إلكترونية مثبتة على بطاقة بلاستيكية، وهو الشكل المعروف والأكثر تداولا.

– **النقود الرقمية أو الافتراضية:** هي تسجيل لقيمة العملة الموثقة والمقيدة في شكل إلكتروني، وتحتوي وحدة النقود الرقمية على رقم مرجعي، وهو رقم لا يتكرر ويميز العملة الرقمية كما هو شأن الرقم المتسلسل بالنسبة لورقة النقد، وسميت نقودا رقمية لأنها تقوم بوظائف النقود وتظهر في صورة رقمية وتتداول بشكل إلكتروني، وهي آليات الدفع مختزنة القيمة أو سابقة الدفع، التي تمكن من إجراء مدفوعات من خلال استخدام الانترنت والمتعارف عليها باسم نقود الشبكة أو النقود السائلة الرقمية.

➢ **مزايا وعيوب النقود الإلكترونية:**

– مزايا النقود الالكترونية: يمكن إجمالها فيما يلي[1]:

* الكفاءة العالية الممكن تحقيقها وتأمين المبالغ من السرقة والضياع؛

* سرعة تحويل الأموال وتقديم الخدمات طوال ساعات اليوم والأسبوع؛

* تخفيض تكلفة تحويل الأموال.

– عيوب النقود الالكترونية: يمكن إجمالها فيما يلي[2]:

* عدم توفير أي نوع من الإثبات باستلام المبالغ المدفوعة أو كشف بها مثلما يوفره نظام الشيكات؛

* سرعة التحويل تحول دون إعطاء فترة زمنية لتعزيز الأرصدة النقدية كما في نظام الشيكات؛

* افتقار النظام لطرق الرقابة على عمليات القرصنة الالكترونية، وما يترتب عنها من أضرار للمتعاملين كزيادة عملية التحايل على المواقع والبطاقات الآلية، مما يتطلب زيادة الإشراف التكنولوجي.

[1] محمد منصف تطار، **النظام المصرفي الجزائري والصيرفة الالكترونية**، مجلة العلوم الإنسانية، العدد الثاني، جامعة محمد خيضر بسكرة، 2002، ص. 190.

[2] جمال بن دعاس، مرجع سابق، ص. 32.

الفصل الثاني:

النظم النقدية

الأهداف التعليمية:

- يتمكّن الطالب من التحديد الدقيق لمفهوم النظام النقدي.
- التعرّف على مكونات النظام النقدي.
- يتمكّن الطالب من التعرّف على الخصائص الأساسية المميّزة للنظام النقدي.
- يتمكّن الطالب من التعرّف على أهم أهداف النظام النقدي.
- معرفة الفرق بين القاعدة النقدية والنظام النقدي.
- يتمكّن الطالب من معرفة مختلف أشكال النظم النقدية (النظام المعدني، النظام الورقي، النظام النقدي الدولي)

محتوى الفصل:

أولا: تعريف النظام النقدي

ثانيا: مكونات النظام النقدي

ثالثا: خصائص النظام النقدي

رابعا: أهداف النظام النقدي

خامسا: الفرق بين القاعدة النقدية والنظام النقدي

سادسا: أشكال النظم النقدية

1- النظام المعدني

2- نظام النقد الورقي الإلزامي

3- النظام النقدي الدولي

تمهيد:

لقد عرف العالم في مرحلة الاقتصاد النقدي أشكالا مختلفة من النقود، وقد تزامن ذلك مع تطور القواعد النقدية وكذا النظم النقدية، وعليه فعملية إصدار النقود لا تتم بطريقة عشوائية، وإنما وفق إطار يشمل قواعد وترتيبات ومؤسسات محددة في المجتمع.

أولا: تعريف النظام النقدي

يختلف تعريف النظام النقدي على المستوى المحلي عنه على المستوى الخارجي[1].

1- على المستوى المحلي: هو مجموعة القواعد التي تتضمن وحدة التحاسب النقدية وتلك التي تضبط إصدار وسحب النقد الأساسي أو الانتهائي من التداول، وتتركز مسؤولية هذا النظام في يد سلطة واحدة لها صلاحية وضع حد أقصى لحجم التداول من النقود.

2- على المستوى الدولي: يمثل مجموعة العلاقات النقدية الدولية المنبثقة عن التجارب العملية والاتفاقيات الدولية، التي يتواجد في ظل وسيلة أو وسائل دفع تقبل في تسوية الحسابات الدولية أو ما يسمى بالسيولة الدولية.

وبصفة عامة، يعرف النظام النقدي بأنه مجموعة القواعد التنظيمية والإجراءات التي تضبط إصدار وسحب النقود.

ثانيا: مكونات النظام النقدي

يتألف النظام النقدي من[2]:

- أنواع النقود المستخدمة سواء الورقية أو المسكوكات أو الودائع، وتتمثل خصائص النظام النقدي الجيد في مرونة النقود المتداولة، بحيث توفر للجمهور الحرية في الاحتفاظ بأي نوع من أنواع النقود المستخدمة، وإمكانية تحويلها إلى عملات أجنبية بحيث تحتفظ هذه النقود باستقرار قيمتها.

- المؤسسات التي لها سلطة إصدار النقود الورقية والمصرفية وإبطالها، وتتمثل في البنك المركزي والبنوك التجارية والمؤسسات المالية التي تحتفظ بودائع الجمهور لديها.

---

[1] صبحي تادرس قريصة، **النقود والبنوك**، دار النهضة العربية، بيروت، د.ط، ص. ص. 32-33.

[2] عبد المنعم السيد علي ونزار سعد الدين العيسى، **النقود والمصارف والأسواق المالية**، دار الحامد، الأردن، 2004، ص. 54.

ويجب أن تكون السلطات النقدية قادرة على التحكم في حجم المعروض النقدي زيادة ونقصانا وبالسرعة المطلوبة لتفادي الاختلالات النقدية.

– القواعد والقوانين والتنظيمات والتعليمات والأساليب التي تحكم إصدار النقود وإبطالها، وتهدف إلى تسهيل الإدارة النقدية، حيث تتناسب والقوانين السارية المفعول مع مرحلة النشاط الاقتصادي وطبيعة عمل البنوك من حيث قدرتها على الإصدار.

ثالثا: خصائص النظام النقدي

يتميز بالخصائص التالية[1]:

1– نظام مركب: فالنظام النقدي كأي نظام إقتصادي يتمتع بخاصية التركيب، بمعنى أنه يتكون من مجموعة من العناصر، منها ما هو أساسي ومحدد ومنها ما هو ثانوي، فالعنصر الأساسي هو القاعدة النقدية، والغرض منها المحافظة على القيمة الاقتصادية للنقود في الداخل والخارج.

بالنسبة للعناصر الثانوية التابعة للقاعدة النقدية فأهمها وحدة النقد الرسمية المستخدمة في الحسابات النقدية، وتمتاز بصفتين أساسيتين هما:

أ– صفة القانونية: تتمثل في تدخل الدول بإعطائها قوة إبراء مطلقة في الوفاء بالالتزامات حيث يقبلها الجميع في المعاملات.

ب– صفة النهائية: حيث يكون لها سعر إلزامي، فلا يمكن تحويلها لنوع آخر من النقود.

2– نظام إجتماعي: أي أن النظام النقدي في أي دولة هو جزء لا يتجزأ عن النظام الاقتصادي والاجتماعي السائد، والروابط النقدية هي أساسا روابط اجتماعية.

3– نظام تاريخي: إن النظام النقدي هو نتاج الظروف السائدة في فترة معينة، يتطور بتطور وتغير النظام الاقتصادي والاجتماعي وتغيرهما، وعادة ما يكون سببا في تغير هذه الظروف بل شرطا في تكوينها، وهذا التغير لا يكون عفويا بل نتيجة طبيعية للتوافق بين البيئة الاقتصادية والظواهر النقدية، بغرض الحفاظ على الأهداف الرئيسية للنظام السائد.

---

[1] ارجع إلى:– سمير حسون، **الاقتصاد السياسي في النقود والبنوك**، ط2، المؤسسة الجامعية، 2004 ، ص. 50.
– جمال بن دعاس، مرجع سابق، ص. ص. 41-43.
– بسام الحجار، مرجع سابق، ص. 38.

➢ **خصائص النظام النقدي الجيد:** تتمثل فيما يلي[1]:

– **فعالية إدارة عرض النقود:** النظام النقدي الجيد لابد أن يتميز بقدرة على إدارة كمية النقود المعروضة من خلال السلطات النقدية المتمثلة في البنك المركزي؛

– **المرونة:** حيث أنه إذا قامت السلطات النقدية بتحديد الكمية المعروضة من النقود، فإنه يكون للأفراد الحق في حمل الكمية التي يرغبونها من النقود في أية صورة من الصور التي يفضلونها بكل حرية ودون تردد أو إبطاء؛

– **المساواة في القوة الشرائية بالنسبة لجميع فئات النقود:** لكي يكون النظام النقدي جيدا لا يكفي أن يكون الأفراد قادرين على تحويل النقود من نوع إلى نوع آخر بيسر وسهولة، بل لابد أن يتم ذلك بنفس القيمة لكل نوع، وأن لا يترتب على ذلك التبادل ربح أو خسارة؛

– **الثبات النسبي في القوة الشرائية للنقود:** نظرا للارتباط الوثيق بين استقرار قيمة النقود واستقرار المستوى العام للأسعار، فقد أصبحت قدرة النظام النقدي الجيد على الحفاظ على هذا الاستقرار تزداد صعوبة يوما بعد يوم؛

– **القبول العام في الأسواق الخارجية:** المقصود بذلك أنه يجب أن تكون النقود التي تكون أساس النظام النقدي مقبولة بسهولة في الأسواق الخارجية لشراء السلع والخدمات، أو للقيام باستثمارات في الأسواق الخارجية، سهولة حصول الأفراد والمؤسسات على العملات الأجنبية المطلوبة للدفع في الخارج أو العكس دون أية عوائق.

رابعا: أهداف النظام النقدي

تتمثل فيما يلي:

– تحقيق الاستقرار الاقتصادي الداخلي والخارجي فيما له صلة بالجانب النقدي، من خلال عرض العملة المحلية والطلب عليها، ومقابل العملات الأجنبية الأخرى؛

–تيسير عمل النشاطات الاقتصادية عن طريق توفير النقد الذي يتيح إمكانية توفر التمويل اللازم للقيام بالنشاطات الاقتصادية واستمراريتها؛

– تسهيل المبادلات وإتمام الصفقات والمعاملات في الاقتصاد؛

– الإسهام في تحقيق التوسع أي النمو في النشاطات الاقتصادية عن طريق المساهمة بزيادة القدرات الإنتاجية للاقتصاد، من خلال إقامة مشروعات إنتاجية جديدة أو توسيع المشروعات الإنتاجية القائمة.

[1] حسين بني هني، مرجع سابق، ص. ص. 71-72.

خامسا: الفرق بين القاعدة النقدية والنظام النقدي

القاعدة القانونية عبارة عن المقياس الذي يتخذه المجتمع أساسا لحساب القيم الاقتصادية ومقارنة بعضها البعض، ومن ثم يقوم النظام النقدي على أساس أو قاعدة نقدية تنسب إليه العملة المتداولة وتمثل وحدة النقد الانتهائي[1]، ومن ثم فالقاعدة النقدية تعتبر جزءا من النظام النقدي حيث تعتبر الأساس في إصدار النقود وقبولها بين أفراد المجتمع.

يؤدي وجود قاعدة نقدية في إطار نظام نقدي معين وظيفتين:

الأولى: أساسية ولها بعد محلي، وتتمثل في الهيمنة على القوة الشرائية للنقود من خلال فكرة عرض النقود؛

الثانية: ثانوية لها بعد دولي، وتتمثل في ربط القوة الشرائية لمختلف دول العالم التي تتخذ القاعدة النقدية نفسها.

سادسا: أشكال النظم النقدية

للنظام النقدي عدة أشكال:

1- النظام المعدني: النظام المعدني هو النظام الذي تكون وحدة التحاسب النقدية فيه مقدرة بنسبة معينة من سلعة واحدة (نظام المعدن الواحد) أو بالنسبة لأكثر من سلعة (نظام المعدنين) أي الذهب والفضة، من بين الدول التي استخدمت نظام المعدن الواحد: انجلترا (الذهب) منذ 1816 حتى بداية الحرب العالمية الأولى، نظام المعدنين: فرنسا والولايات المتحدة الأمريكية في القرن 19.

أ- نظام المعدنين: في ظل هذا النظام يتم تداول الذهب والفضة في نفس الوقت، وترتبط قيمة العملة بعلاقة ثابتة مع كلا المعدنين، ويتم هذا الارتباط بتوافر ثلاثة شروط[2]:

- تحديد الوزن المعدني الصافي الذي تساويه وحدة النقد في كلا المعدنين، ويترتب على ذلك إنشاء علاقة ثابتة بين قيمة الذهب وقيمة الفضة (قيمة الذهب تساوي 16 مرة قيمة الفضة)؛
- الاعتراف لكلا المعدنين بقوة إبراء غير محدودة؛
- توافر الحرية للأفراد بصك (ضرب) وصهر المعدنين، للمحافظة على التعادل بين قيمتيهما السوقية وقيمتيهما القانونية.

[1] السيد متولي عبد القادر، مرجع سابق، ص. 32.

[2] بسام الحجار، مرجع سابق، ص. ص. 44-45.

إن العامل الرئيسي في استقرار تداول المعدنين في نفس الوقت هو استمرار تعادل النسبة بين قيمتيهما السوقية والقانونية، أما إذا اختلفت هاتان النسبتان فإن المعدن الذي ترتفع قيمته في السوق يميل إلى الاختفاء من التداول والمعروف بقانون جريشام "النقد الرخيص يطرد النقد الجيد من التداول"، وهذا ما حدث لنظام المعدنين حيث اختفى الذهب من التداول. وعليه، لجأت بعض الدول إلى تعديل النسب القانونية للمعدنين في محاولة لإنقاذ النظام، وتحول نظام المعدنين إلى ما يسمى بنظام المعدنين الأعرج، الذي يفرض في التداول ثلاثة أنواع من النقود[1]:

- نقود ذهبية تتمتع بالقوة الوفائية غير المحدودة؛
- نقود فضية تتمتع بالقوة الوفائية غير المحدودة لكن ليس لها حرية الضرب؛
- نقود فضية خفيفة لا تتمتع بحرية الضرب كما أن قوتها الوفائية محدودة.

➢ **تقييم نظام المعدنين:**

المزايا: تتمثل فيما يلي[2]:

- أن نظام المعدنين يستطيع تحقيق ثبات شرط التعادل بين قيمتي الذهب والفضة، سواء بتدخل الأفراد بزيادة عرض كمية النقود التي قلت في السوق، فارتفع سعرها بصهر ما لديهم من معدن إلى نقد حتى يعود إلى قيمته التعادلية، كما تستطيع السلطات النقدية تعديل النسبة القانونية بين قيمة المعدنين وتعيدها إلى التعادل مرة أخرى مع النسبة السوقية لهما مما يضمن استمرار هذا النظام؛
- أن نظام المعدنين أفضل من نظام المعدن الواحد، لأن استخدام معدنين يزيد من حجم القاعدة النقدية ويصبح العرض الكلي للنقود أكبر في ظل هذا النظام منه في حالة نظام المعدن الواحد، مما يحقق حاجة الأفراد والاقتصاد للنقود؛
- استخدام معدنين في التداول يضمن الثبات النسبي للقوة الشرائية للوحدة النقدية أكبر مما يتوافر في ظل نظام المعدن الواحد.

العيوب: تتمثل فيما يلي[3]:

- صعوبة استمرار نسبة التعادل القانونية بين المعدنين التي تحددها الحكومة في السوق محليا؛

[1] مروان عطون، مرجع سابق، ص. ص. 65-66.
[2] سمير حسون، مرجع سابق، ص. 136.
[3] ضياء مجيد الموسوي، مرجع سابق، ص. 50.

– صعوبة استمرار نسبة التعادل القانونية بين المعدنين خارج الدولة، مما يؤدي إلى تصدير المعدن الذي أصبحت قيمته أقل في الداخل مقارنة بقيمته في الدول الأخرى.

ب– نظام المعدن الواحد: اتبعت معظم دول العالم في فترة ما قبل الحرب العالمية الأولى قاعدة المعدن الواحد، وهي قاعدة الذهب، وعندما تتبع دولة ما قاعدة الذهب فإن السلطة النقدية بها تقيم علاقة تحويل ثابتة بين وحدة النقد وبين وزن معين لعيار معلوم من الذهب، بحيث تصبح كل أشكال النقود قابلة للصرف بالذهب.

➢ **شروط قاعدة الذهب:** تتمثل في الآتي:

– وجود علاقة ثابتة بين وحدة النقد المعيارية وبين وزن معين من معدن الذهب؛

– استعداد السلطات النقدية لشراء كل الذهب المعروض للبيع لصكه في صورة نقدية؛

– أن تسمح السلطات النقدية بصهر العملة للحصول على الذهب للاستخدامات غير النقدية.

➢ **أشكال نظام المعدن الواحد:** لقد شمل هذا النظام الأشكال التالية:

– نظام المسكوكات الذهبية (1831–1914): تعتبر صورة المسكوكات الذهبية من أقدم أشكال قاعدة الذهب، وكانت النقود تحت هذا النظام تضرب من الذهب، أي أنها كانت مصنوعة من الذهب، وقد تم تداولها بمفردها أو إلى جانب الأوراق النائبة التي تقبل الإبدال بالذهب وفق سعر محدد قانونيا، ومن أجل قيام هذا النظام لابد من توافر الشروط التالية[1]:

* تحديد نسبة ثابتة بين وحدة النقد المستخدم وكمية معينة من الذهب بموجب قانون؛

* الاعتراف للأفراد بحرية صك النقود بتكلفة طفيفة؛

* قابلية أنواع أخرى من النقود للصرف بالسعر القانوني للمسكوكات الذهبية؛

* القوة الوفائية غير المحدودة للنقود حيث تقبل في جميع المبادلات؛

* حرية استيراد الذهب والفضة.

من أهم المزايا التي يحققها التعامل بهذا النظام[2]:

* تساوي قيمة الذهب مع قيمة النقد، فكلما ارتفعت قيمة الذهب لجأ الأفراد إلى صك معدن الذهب لديهم في شكل حلي أو غيره، والعكس مما يحقق الإدارة التلقائية للنقود؛

* ثبات أسعار الصرف بين مختلف الدول المتعاملة بهذا النظام، نظرا لحرية دخول الذهب وخروجه؛

[1] مروان عطون، مرجع سابق، ص. 57.

[2] المرجع السابق، ص. 58.

* ساعد هذا النظام على تطور التجارة الدولية، حيث تضاعف حجم المبادلات الدولية بمقدار عشر مرات خلال فترة سريانه.

– **نظام السبائك الذهبية:** تميزت الأحوال النقدية في الفترة التي تلت الحرب العالمية الأولى بالاضطرابات والفوضى، وانخفضت القوة الشرائية للعديد من العملات الأوروبية كالجنيه الإسترليني والفرنك الفرنسي والمارك الألماني الذي انهار انهيارا تاما، كما تميزت هذه الفترة بالتقلبات الشديدة في أسعار صرف العملات والاختلالات الخطيرة في موازين المدفوعات، حيث لم يعد التوازن تلقائيا، لذلك كان الهم الأساسي الذي شغل أذهان الاقتصاديين ورجال الحكم هو مسألة الإصلاح النقدي[1]. وحاولت أن تعود إلى هذا النظام بعد الحرب إلا أنها لم تتمكن من ذلك للحجم الكبير من الأوراق النقدية التي أصبحت متداولة، وتعرضت اقتصاديات دول العالم للتضخم النقدي، فعاد العالم إلى نظام جديد هو نظام السبائك الذهبية، وهي عبارة عن قطع ذهبية لا تجعل من الذهب عملة متداولة، ولكن اكتفت بربط العملة المتداولة بمقدار معين من الذهب الموجود في خزائن البنك المركزي، وهي غير قابلة للاستبدال به، وقد يكون الغطاء الذهبي لهذه الأوراق كاملا أو نسبيا حسب نظام الإصدار المعمول به[2].

إن الانتقال إلى هذا النظام كان يهدف إلى تقليل استخدام الأفراد للنقود الذهبية، من خلال اشتراط توفر المبلغ الكافي لشراء سبيكة محددة الوزن من السلطات النقدية، مما قصر عملية إبدال النقود الورقية بالذهب في فرنسا على فئات الأمراء والنبلاء والصيارفة، وجعل السلطات النقدية لم تعد في حاجة إلى الاحتفاظ بكميات كبيرة من الذهب لقلة الطلب عليها، وقلل من اكتناز الذهب لدى الأفراد لصعوبة حصولهم على المبالغ الكافية لشرائه[3].

– **نظام الصرف بالذهب:** في ظل هذا النظام لا ترتبط الوحدة النقدية مباشرة بالذهب، بل ترتبط بنسبة ثابتة بعملة أخرى تسير على نظام الذهب، وبذلك تتحدد قيمتها بالذهب وبنسبة ثابتة لا تتغير إلا بتغير نسبة ارتباط عملة الربط[4].

يشترط لقيام هذا النظام:

* تحديد نسبة قانونية بين وحدة نقد الدولة التابعة ووحدة النقد المرتبطة بالذهب في الدولة المتبوعة؛

---

[1] بسام الحجار، مرجع سابق، ص. 42.

[2] ضياء مجيد موسوي، مرجع سابق، ص. ص. 54.

[3] جمال بن دعاس، مرجع سابق، ص. 46.

[4] بسام الحجار، مرجع سابق، ص. 44.

* تعهد السلطة النقدية بإبدال الأوراق النقدية بأوراق نقد أجنبية بالسعر المحدد؛

* احتفاظ السلطة النقدية بكمية كافية من النقد الأجنبي لتحويل النقود المحلية عند الطلب.

لهذا النظام العديد من المساوئ كتكريس تبعية الدول التابعة للدول المتبوعة، حيث تسهل عملية انتقال أموالها إلى الدول المتبوعة، إضافة لتعرض عملة البلد التابع لمخاطر تقلب عملة الدولة المتبوعة وتقلبات ميزانها الخارجي.

2- نظام النقد الورقي الإلزامي: في ظل النظام الورقي الإلزامي تنفصل الصلة بين قيمة وحدة النقد وقيمة أي معدن آخر، ويتمتع هذا النظام بدرجة عالية من المرونة لأنه حرر الإصدار النقدي من القيد الكمي، الذي يربط الإصدار النقدي بكمية الذهب الموجودة في حيازة البنك المركزي، ومن القيد القانوني الذي يحدد الحد الأقصى للإصدار، وتتميز قاعدة النقود الورقية الإلزامية عن القواعد الأخرى بما يلي[1]:

- 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 قابلية للتحول إلى ذهب أو أي نوع آخر من النقود، وهي تتمتع بقوة الإبراء العام المستمدة من قانون الدولة 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.

في ظل قاعدة الأوراق الإلزامية لابد من تدخل الحكومات والسلطات النقدية في تحديد معدل التغير في كمية النقود، والربط بين التغير في كمية النقود ومستوى النشاط الاقتصادي تحقيقا للتوازن الاقتصادي.

- **تقييم النظام النقدي الورقي الإلزامي:** يمتاز هذا النظام بمرونته في عرض النقود خلافا للنظام الذهبي، إلا أنه تعرض لانتقادات كثيرة تمثلت خاصة في[2]:

- لا يستطيع هذا النظام ضمان الاستقرار في أسعار الصرف بشكل آلي كما كان يحصل في قاعدة الذهب، مما يتعين على السلطات النقدية بذل جهد أكبر لتقليل خطر الفوضى في المعاملات المالية والدولية من خلال السياسة النقدية؛

[1] المرجع السابق، ص. ص. 52-53.

[2] جمال بن دعاس، مرجع سابق، ص. 52.

– خطر الإفراط في إصدار النقود وما يترتب عنه من تضخم نقدي، ذلك أن نظام النقد الورقي الإلزامي يحمل في طياته إغراء قويا نحو الإفراط في الإصدار النقدي، وخاصة بعد أن أصبحت القواعد الضابطة له على درجة عالية من المرونة، والدليل على ذلك فترات التضخم النقدي في ظل هذا النظام، وما جره من آثار اقتصادية واجتماعية وسياسية سيئة، مما زاد من أهمية السياسة النقدية كوسيلة فعالة للتأثير في النشاط الاقتصادي.

3– النظام النقدي الدولي: نتيجة للظروف الاقتصادية والسياسية التي مر بها العالم منذ النصف الثاني من القرن 19، وخاصة منها أزمة الكساد العظيم في الثلاثينات من القرن الماضي، اجتمع ممثلوا 44 دولة في مدينة بريتن وودز الأمريكية من أجل وضع اتفاقية دولية تنظم النظام المالي العالمي بعد الحرب العالمية الثانية، وقد خرجت المفاوضات باتفاقية عرفت باسم "بريتن وودز"، وذلك بإنشاء البنك الدولي لإعادة بناء أوروبا بعد الحرب، وصندوق النقد الدولي للإشراف على نظام مالي يرتكز على أسعار صرف ثابتة مرتبطة باحتياطي ذهب لدى الولايات المتحدة الأمريكية.

أ– بنود الاتفاقية: لقد نصت الاتفاقية على[1]:

– أن يؤدي الدولار الأمريكي وبمساواة مع الذهب دور مقياس للقيمة، فتختار كل دولة قيمة إسمية لعملتها مقومة بالدولار، أي أن الدولار الأمريكي أصبح هو المركز والأساس الذي يتم بموجبه ربط وتحديد سعر صرف جميع العملات الأخرى، وارتباط كل عملة بالدولار يجعل سعر الصرف بين أي عملتين معلوما؛

– قابلية تحويل الدولار الأمريكي الورقي الموجود في حيازة البنوك المركزية إلى ذهب، بناء على سعر التعادل بين الدولار والذهب وبواقع 35 دولارا للأونصة؛

– أن لا تنحرف أسعار صرف العملات عن سعر التعادل مع الدولار بأكثر أو أقل من 1%، وعلى هذا الأساس فإن أسعار الصرف الثابتة تقع داخل هذا النطاق المحيط بالسعر الرسمي، وإن كان يسمح لها بالتغير في نطاقه، ويحافظ على سعر الصرف داخل هذا النطاق المحدود أن البنوك المركزية تلتزم بوضع نظام لدعم سعر الصرف؛

– أن يقدم صندوق النقد الدولي للدول الأعضاء قروضا بالعملات الأجنبية لتمويل العجز في موازين مدفوعاتها.

إذن، بمقتضى اتفاقية بريتن وودز يمكن للدول أن تمول عجزها المؤقت لموازين المدفوعات باستخدام احتياطاتها الدولية، وبالاقتراض من صندوق النقد الدولي، أما في حالة وجود اختلال هيكلي فإنه يسمح للدولة بأن تغير سعر الصرف الاسمي لعملتها في حدود 10%، دون اشتراط الموافقة المسبقة للصندوق.

[1] المرجع السابق، ص. ص. 47-48.

ب– انهيار الاتفاقية: كان النظام يقوم على ركيزة أساسية هي التزام الخزانة الأمريكية ببيع الذهب بسعر الأونصة 35 دولار إلى البنوك المركزية والمؤسسات النقدية في العالم، فإذا زادت الالتزامات قصيرة الأجل المرتبطة بمقدار مخزون الذهب الأمريكي دون الزيادة في كمية الذهب، كان ذلك تعبيرا عن عجز ميزان المدفوعات الأمريكي، وقد خلف هذا العجز التقليص بشدة من احتياطات الذهب في الخزانة الأمريكية، وساد اليقين بضرورة تعديل أسعار العملات، وإزاء فشل الولايات المتحدة الأمريكية في إقناع الدول التي حققت فوائض ضخمة برفع سعر صرف عملاتها أصبح من الضروري لجوء أمريكا إلى تخفيض قيمة الدولار، في حين بدأت التحويلات الكثيفة من الدولار الأمريكي إلى العملات القوية الأخرى الأوروبية منها، الأمر الذي أدى إلى حدوث مزيد من الاختلالات في ميزان المدفوعات الأمريكي، وهنا اضطر رئيسها إلى الإعلان عن نهاية الاتفاقية في 15 أوت 1971 تعليق قابلية تحويل الدولار الأمريكي إلى ذهب، والتحول إلى نظام سعر الصرف المعوم المدار.

ج– تقييم النظام النقدي الدولي:

– مزاياه: من مزايا هذا النظام:

* وجود سعر صرف ثابت بين البلد التابع والبلد المتبوع؛

* الاقتصاد في استخدام الذهب والحصول على فوائد في حال الاحتياط المكون من عملات وأذونات وسندات البلد المتبوع؛

* تخفيض تكاليف تخزين الذهب وصيانته وحراسته.

– عيوبه:

* أن الخسائر التي يتعرض لها البلد المتبوع تنعكس على البلد التابع؛

* المساس بالاستقلال الاقتصادي والسياسي للبلد التابع.

الفصل الثالث:

الكتلة النقدية

الأهداف التعليمية:

- يتمكّن الطالب من التحديد الدقيق لمفهوم الكتلة النقدية.
- التعرّف على أهمية الكتلة النقدية.
- يتمكّن الطالب من التعرّف على مكونات الكتلة النقدية.
- يتمكّن الطالب من التعرّف على المجمعات النقدية.
- التعرف على مقابلات الكتلة النقدية.
- يتمكّن الطالب من التعرف على مكونات ومقابلات الكتلة النقدية في الجزائر.

محتوى الفصل:

أولا: تعريف الكتلة النقدية

ثانيا: أهمية الكتلة النقدية

ثالثا: مكونات الكتلة النقدية

رابعا: المجمعات النقدية

خامسا: مقابلات الكتلة النقدية

سادسا: مكونات ومقابلات الكتلة النقدية في الجزائر خلال الفترة (2000-2019)

تمهيد:

تمثل الكتلة النقدية كمية النقد المتداولة في اقتصاد معين وفي وقت معين، أي أنها تمثل المعروض النقدي للدولة في زمن معين، وهي بذلك تشمل جميع وسائل التداول والقرض الموجودة في وقت معين لدى الأفراد والمنشآت الاقتصادية والبنوك، كما تعتبر التزاما أو دينا على عاتق المؤسسات التي تصدره وهذا تجاه حائزيه من الأفراد.

أولا: تعريف الكتلة النقدية

يشار إلى الكمية المتداولة من النقود في أي وقت من الأوقات بتعبير الكتلة النقدية أو المجمعات النقدية أو العرض النقدي، ويستخدم الاقتصاديون والمحللون الماليون تعاريف مختلفة لمفهوم الكتلة النقدية، إلا أن جميع هذه التعاريف تتفق فيما بينها على اعتبار أن العرض النقدي يساوي متوسط كمية النقود الموجودة تحت تصرف المجتمع في فترة زمنية معينة من الزمن[1]، مضافا إليها بعض من أنواع الودائع التي تمثل التزامات المؤسسات المصرفية تجاه الغير، والحقيقة أن اختلاف الاقتصاديين حول نوع الودائع التي يمكن أن يتضمنها تعريف الكتلة النقدية قد أدى إلى قيام تعاريف متعددة، تتسع وتضيق بحسب ما تشمله من أنواع الودائع[2].

يمكن تعريف الكتلة النقدية بالمعنى الضيق على أنها مجموع خصوم الودائع تحت الطلب في البنوك التجارية وحيازات العملة لدى الجمهور، إلا أن بعض الاقتصاديين أضاف الودائع لأجل في البنوك التجارية ضمن مكونات الكتلة النقدية، حيث يرى فريدمان بأن الودائع لأجل هي مخزون مؤقت للقدرة الشرائية ويضيفها إلى الكتلة النقدية بالمفهوم الضيق لتعطي لنا الكتلة النقدية بالمفهوم الواسع. كما يدرج اقتصاديون آخرون عناصر أخرى ضمن الكتلة النقدية كالودائع ضمن شركات الادخار والإقراض وودائع بنوك الادخار المشترك والمستحقات على الوسطاء الماليين الآخرين[3].

[1] عبد النعيم مبارك وأحمد الناقة، **النقود والصيرفة والنظرية النقدية**، الدار الجامعية، الإسكندرية، 1997، ص. 50.

[2] أسامة بشير الدباغ وأثيل عبد الجبار الجومرد، **المقدمة في الاقتصاد الكلي**، دار المنهاج للنشر والتوزيع، عمان، 2002، ص. 271.

[3] محمود حميدات، **مدخل للتحليل النقدي**، ط3، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2005، ص. 44.

ثانيا: أهمية الكتلة النقدية

تتمثل فيما يلي:

1- القياس: تمثل المجمعات النقدية وسائل الدفع التقليدية بالإضافة إلى التوظيفات المالية التي يمكن تحويلها إلى وسائل دفع بكل سهولة وبدون تكلفة (تكلفة ضئيلة جدا)، فهي إذن تشمل الأصول السائلة، والهدف من هذه العملية هو تجميع هذه الأصول في أقسام متجانسة قابلة للقياس والمراقبة بشكل دقيق، حيث يتم تجميع وترتيب النقود وبدائلها القريبة وفقا لسيولتها من الأكثر سيولة إلى الأقل سيولة.

2- المراقبة: لا تعتبر عملية تأسيس المجمعات النقدية من طرف السلطات النقدية عملية إحصائية فحسب، وإنما الهدف من هذه العملية قبل كل شيء هو معرفة ومراقبة تطور حجم الكتلة النقدية ومختلف مكوناتها، لأن هناك علاقة بين كمية النقود المتداولة في الاقتصاد وارتفاع المستوى العام للأسعار، فالمجمعات النقدية عبارة عن أداة جد مهمة لتسيير السياسة النقدية.

ثالثا: مكونات الكتلة النقدية

تتكون الكتلة النقدية من المتاحات النقدية (الأموال النقدية المتاحة) والأموال شبه النقدية.

1- المتاحات النقدية (الأموال النقدية المتاحة): هي عبارة عن وسائل الدفع السائلة التي وضعت تحت تصرف الأفراد والمؤسسات، فهي تعتبر سيولة مطلقة وهي الأصل النهائي الذي يمكن أن تتحول إليه كافة الأصول، في حين لا يمكنه أن يتحول إلى أصل آخر أكثر سيولة، وينطبق هذا المفهوم على كل من النقود الائتمانية والنقود المصرفية وتشمل ثلاث أنواع وهي:

- **الأوراق النقدية:** وهي تلك الأوراق ذات الصبغة القانونية التي يصدرها البنك المركزي، ويتحدد حجمها باحتساب كل ما هو موجود منها داخل البنك المركزي أو خارجه عند الأفراد والمؤسسات المالية والإدارية والاقتصادية، ويتم إصدارها وفقا لحاجة المعاملات من أجل ضمان التناسب بين الكمية المصدرة من النقود الورقية وتدفقات السلع والخدمات[1].
- **نقود التجزئة (القطع المعدنية):**وهي القطع المعدنية التي يطلبها البنك المركزي وتأخذ عدة أشكال، تستخدم بهدف تسهيل عمليات الدفع اليومية[2].

[1] محمد الشريف المان، مرجع سابق، ص:203-204

[2] محمد دويدار، **مبادئ الاقتصاد النقدي**، منشورات الحلبي، بيروت، 2001، ص. 203.

- **النقود المعدنية الكاملة:** هذا النوع من النقود يصنع من المعادن النفيسة (الذهب والفضة)، حيث تكون قيمة النقود كعملة مساوية مع قيمته السوقية، غير أن هذا النوع من النقود نادر الاستخدام حاليا.
- **النقود المعدنية المكمّلة:** هذا النوع من النقود يصنع عادة من الحديد أو النحاس أو البرونز، حيث تكون قيمته كعملة أكبر من قيمته كمعدن، هذا النوع شائع الاستخدام ويستخدم من أجل تسوية المعاملات اليومية الصغيرة.
- **الودائع تحت الطلب وتسمى النقود الكتابية:** تكون موزعة حسب المؤسسات التي يتعامل معها وهي:

- ودائع تحت الطلب لدى البنوك وباقي مؤسسات الإقراض: وهي تمثل نسبة عالية من مجموع الودائع تحت الطلب، بالإضافة إلى حسابات الشيكات التي تدخل ضمن الودائع تحت الطلب لدى البنوك؛
- ودائع لدى الخزينة (لدى مراكز الصكوك البريدية في بعض الدول مثل الجزائر، فرنسا) والحسابات الجارية للأفراد والمؤسسات؛
- حسابات الأفراد والمؤسسات لدى البنك المركزي. الودائع الأخرى في حسابات الشيكات لدى صناديق الادخار.

2- الأموال شبه النقدية: وهي الأصول السائلة غير النقدية التي لا يمكن وضعها مباشرة قيد التداول، والمتكونة من بعض ديون والتزامات المؤسسات المالية، ولأجل، ودائع الادخار، سندات الدول ذات الأجل القصير، عقود التأمين، وغيرها من الأصول، وتتمثل هذه الأصول في[1]:

- **الودائع لأجل:** هي نوع آخر من الأموال الجاهزة شبه النقدية وتكون إما في البنوك أوفي الخزينة ولأجل محدد يتراوح هذا الأجل من شهر إلى سنة أو أكثر، وهي ودائع يتفق على أجل استحقاقها بين البنك والعميل ويتلقى صاحبها فائدة.
- **الودائع تحت الطلب على الدفتر:** هي ودائع الادخار والحسابات الدفترية الموجودة لدي البنوك التجارية والتي تدفع عليها فوائد، والتي تسحب بواسطة الدفتر عند الطلب وبدون استعمال الشيك، كما أن هذا النوع من الودائع لا يستعمل في عملية الدفع مباشرة لتسوية المعاملات، إذ يتوجب على صاحبه القيام بعملية السحب ومن ثمّ تسوية معاملاته.

[1] طاهر لطرش، **تقنيات البنوك**، ط6، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2005، ص.27.

- **الودائع بإخطار:** ويتعلق الأمر بالودائع التي لا يمكن السحب منها إلا بإشعار البنك بمدة زمنية متفق عليها من قبل، وهذا قبل السحب.
- **الأصول المالية ذات تاريخ إستحقاق قريب:** وتضم كل من:
  - السندات الخاصة (سند لأمر، السفتجة، الكمبيالة، سند الرهن) وكذا سندات الصندوق ؛
  - السندات العامة، وتشمل سندات الخزينة قصيرة الأجل، أو ما يعرف بأذونات الخزينة وهي تستخدم في حالة وقوع الخزينة في ذائقة مالية، إضافة إلى السندات بالحساب الجاري.

رابعا: المجمعات النقدية

تعرف المجمعات النقدية بأنها عبارة عن مؤشرات إحصائية لكمية النقود المتداولة، تعكس قدرة الأعوان الماليين المقيمين على الإنفاق، بمعنى أنها تضم وسائل الدفع لدى هؤلاء الأعوان، ومن بين وسائل التوظيف تلك التي يمكن تحويلها بيسر وسرعة ودون مخاطر الخسارة في رأس المال إلى وسائل دفع، ويرتبط عدد هذه المجمعات بطبيعة الاقتصاد ودرجة تطور الصناعة المصرفية والمنتجات المالية، وتعطي هذه المجمعات معلومات للسلطات النقدية عن وتيرة نمو مختلف السيولات[1].

1- عناصر المجمعات النقدية: حيث كل مجموعة محتواة في الأخرى:

M_0 : القاعدة النقدية؛

M_1 : الكتلة النقدية بالمعنى الضيق؛

M_2: الكتلة النقدية بالمعنى الواسع؛

M_3: السيولة الكلية للاقتصاد.

2- القاعدة النقدية (M_0): تتصف بالسيولة التامة، وتشتمل على النقدية المتداولة خارج الجهاز المصرفي، والتي تتكون من النقود الورقية الإلزامية التي يختص البنك المركزي بإصدارها، والنقود المساعدة المعدنية والورقية التي في أيدي الأفراد ومنشآت الأعمال والتي تستخدم كوسائل دفع، وهذه الأخيرة تصدرها الخزينة بالإضافة إلى الاحتياطات النقدية لدى البنوك في صناديقها وحساباتها لدى البنك المركزي. وعليه فالقاعدة النقدية:

$$M_0=C+R$$

[1] عبد المجيد قدي، **المدخل إلى السياسات الاقتصادية الكلية**، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2003، ص. 64.

حيث أن:

C: النقدية المتداولة خارج الجهاز المصرفي؛

R: إجمالي الاحتياطات المصرفية.

نظرا لكون الكتلة النقدية تأخذ بعين الاعتبار العناصر المتداولة فقط، فإنها لا تأخذ بعين الاعتبار الاحتياطات النقدية لدى البنوك في صناديقها وحساباتها الجارية المفتوحة لدى البنك المركزي، ولكون القطع النقدية التي تصدرها الخزينة صغيرة بالنظر لحجم الكتلة النقدية، وعليه: $M_0=CR$

CR: النقود القانونية التي يصدرها البنك المركزي.

3- الكتلة النقدية بالمعنى الضيق(M_1): تسمى أيضا المتاحات النقدية أو وسائل الدفع الجاهزة[1] وهي ناتجة عن النظر إلى النقود كوسيط للتبادل، ولهذا فالنقود هي وسيلة دفع تامة السيولة، وبهذا تتميز عن أدوات الدفع الأخرى التي تقبل في المبادلات التجارية: الكمبيالات، السندات لأمر...الخ، ولكنها ذات سيولة منخفضة[2]، والعرض النقدي بمعناه الضيق يتكون من النقود القانونية المتداولة التي يصدرها البنك المركزي (CR)، والودائع تحت الطلب (DD) المحتفظ بها في البنوك على شكل حسابات جارية، والتي يمكن السحب عليها بواسطة الشيكات. وبالتالي فالكتلة النقدية بمعناها الضيق تتمثل في المعادلة التالية:

$$M_1 = CR + DD$$

أي أن: **M_1 =النقود القانونية + النقود الكتابية = M_0 + النقود الكتابية**

4- الكتلة النقدية بالمعنى الواسع (M_2): تعرف بالسيولة المحلية الخاصة، وتشتمل على (M_1) مضافا إليها الودائع لأجل أو أشباه النقود. وعليه، تعرف الكتلة النقدية بمعناها الواسع بالمعادلة[3]:

$$M_2 = M_1 + \text{أشباه النقود}$$

5- سيولة الاقتصاد M_3: تتضمن بالإضافة إلى M_2 ما يلي[4]:

- الادخار السائل وقصير الأجل لدى المتعاملين الماليين غير البنكيين؛
- أذونات الخزينة غير المتداولة، وهي سندات تصدرها الخزينة ويكتتب فيها الجمهور، ولا يمكن تحويلها إلى نقود إلا بحلول أجل استحقاقها، وتقوم الخزينة عندئذ بتسديد مبلغها والفائدة المستحقة عليها؛

---

[1] Bernard Bernier et Yves Simon, **Initiation a la macroéconomie**, 8éme édition, Dunod, Paris, 2001, p. 283.

[2] Henri Guitton et Gerard Bramoullé, **la monnaie**, 5 éme édition, Dalloz, Paris, 1983, p. 80.

[3] خالد واصف الوزني وأحمد حسين الرفاعي، **مبادئ الاقتصاد الكلي**، الطبعة الخامسة، دار وائل للنشر، عمان، 2002، ص.285.

[4] Sophie Brana et Michel Cazals, **La monnaie**, Dunod, Paris, 1997, p. 23.

- الودائع والأوراق المالية الأجنبية.

6- المجمّع M_4: ويضم بالإضافة إلى M_3 ما يلي[1]:

- أذونات الخزينة المتداولة؛
- أوراق الخزينة: وهي عبارة عن سندات تصدرها المؤسسات بمبالغ متساوية، ويشتريها المتعاملون غير الماليون المقيمون، ويتم تداولها قبل تاريخ استحقاقها.

إن كل من M_3 وM_4 يحتويان على أصول قصيرة الأجل، إلا أن ما يجب ذكره هو أن مكوناتهما تختلف من بلد إلى آخر وذلك حسب درجة تطور السوق المالية والنقدية، ومدى الوعي المصرفي الذي يتمتع به الجمهور، وأخيرا حجم وطبيعة الدخول الموزعة.

خامسا: مقابلات الكتلة النقدية

تمثل مجموع الديون العائدة لمصدري النقد وشبه النقد التي تكون سبب أو مصدر الكتلة النقدية، وهذا يعني أن للنقود أجزاء مقابلة تفسر سبب إصدارها.

1- تعريف مقابلات الكتلة النقدية: تعرف بأنها مجموع التسليفات التي تشمل ضمنا الذهب والعملات الصعبة المعتبرة كسلف على الخارج العائدة لمصدري النقد وشبه النقد، والتي تبدوا كمصدر لخلق النقد.

إذا حتى تتمكن المؤسسات المصدرة من إصدار وخلق النقود وتدميرها لابد أن تتوفر لديها بعض العناصر وهو ما يطلق عليه "مقابلات الكتلة النقدية"، والتي تتمثل في الذهب والعملات الصعبة، القروض للاقتصاد والقروض للخزينة العمومية.

وفيما يلي جدول يظهر ميزانية الجهاز المصرفي، حيث تكون الكتلة النقدية في جانب الخصوم أو في جانب مطلوبات الجهاز المصرفي، أما في جانب الأصول فنجد مقابلات الكتلة النقدية.

جدول رقم (1): ميزانية الجهاز المصرفي

الأصول	الخصوم
– الذهب والعملات الصعبة. – قروض للاقتصاد. – قروض للخزينة.	– الكتلة النقدية. – الأوراق النقدية والودائع.

[1] André Chaineau, **Qu'est ce que la monnaie**, 2éme édition, Economica, Paris, 1997, p. 68.

2- مكونات مقابلات الكتلة النقدية: تتمثل فيما يلي:

أ- الذهب والعملات الصعبة: يحصل الوكلاء الاقتصاديون الدّاخليون على العملات الصعبة والذهب عبر عمليات عدة (صادرات، خدمات، سياحة...الخ). هذه العملات الصعبة تمثل قوة شرائية في الخارج، أي خارج المجال الاقتصادي الوطني، وغالبا ما يقوم حائزوها بمبادلتها مقابل قدرة شرائية داخلية أي مقابل النقد الوطني، فهؤلاء يقومون بالتخلي عن تلك العملات الصعبة لمؤسسة مصرفية أو مالية مقابل النقد الوطني.

المؤسسة المصرفية المذكورة تتجه بدورها إلى البنك المركزي لتحويل العملات الصعبة إلى نقد وطني. إذا بالنسبة للبنك المركزي هناك مبادلة للنقد الأجنبي بالنقد الوطني. يستخلص من ذلك أن كل دخول للعملات الصعبة يمكن أن يكون مصدرا لخلق النقد الوطني[1]، أما في حالة خروجها فسيحدث العكس، إذ ينخفض رصيد العملات الصعبة لدى البنك المركزي ويقابله ذلك تخفيض في العملة الوطنية (الأوراق النقدية)، وتتضمن الذمم على الخارج الأصول التالية[2]:

- الذهب: الذي يخضع لإعادة تقييمه حسب أسعاره في أسواق التبادل الدولي، حيث يقيم الاحتياطي من الذهب كل ستة أشهر حسب سعره في سوق لندن الدولي.

- أصول جاهزة تحت الطلب على الخارج: يضم هذا البند كل العملات الأجنبية والتي تخضع أسعارها إلى السوق حسب العرض والطلب عليها.

- قروض لصندوق استقرار الصرف: هذه القروض تكون بالعملة الوطنية، لكنها أصول يحتفظ بها بالعملات الأجنبية، حيث يقوم الصندوق ببيع العملات الأجنبية مقابل العملة الوطنية، أو يقوم بطلب قروض من البنك المركزي بالعملة الوطنية، وتمنح هذه القروض للصندوق عندما يقوم بما يلي:

- تقديم قروض لصندوق النقد الدولي؛
- شراء العملات الصعبة المخصصة لتزويده باحتياطات خزينته؛
- حيازة حقوق السحب الخاصة، فيقوم الصندوق بشرائها من الخزينة العامة مقابل النقد الوطني؛
- تسديد الالتزامات التي تم اقتراضها من بنوك أجنبية؛
- إقراضها في سوق عملات الأورو.

[1] وسام ملاك، **النقود والسياسات النقدية الداخلية**، دار المنهل اللبناني، بيروت، 2000، ص. 148.

[2] المرجع السابق، ص. 151.

إذا كان الرصيد السنوي الناتج من العمليات المسجلة في ميزان المدفوعات موجبا أي أن قيمة الصادرات 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[1].

ب- القروض المقدمة للخزينة العمومية: تقوم الخزينة العمومية بتسيير ميزانية الدولة عن طريق بنود النفقات والإيرادات العامة فهي تمثل الصندوق المالي للدولة، وتسعى الدولة إلى تحقيق التوازن بين عناصر الميزانية التي تسيرها، ولكن مع تطور وظائف الدولة الحديثة وتعاظم دورها لم يعد الإبقاء على توازن الميزانية مهما، ولهذا عندما يحدث اختلال في توازن ميزانيتها تلجأ الدولة إلى البنك المركزي لمنحها الائتمان اللازم لسد العجز، فتقدم له الخزينة مقابل ذلك سندات تعترف له بمديونيتها له تسمى أذون الخزينة، ويقوم البنك المركزي بتقديم مقابل ذلك نقودا قانونية لصالح الخزينة، وتستخدم الخزينة 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 موارد الدولة غير كافية لها في تمويل عملياتها، وبالتالي فهي تتقدم إلى السوق النقدية والمالية وإلى الجمهور لجلب الموارد النقدية اللازمة، وتحصل هذه المؤسسات المصرفية والمالية والجمهور على السندات الحكومية وأذونات الخزينة مقابل حصولها على نقود الودائع، 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 إتباع سياسة تقشفية.

ج- القروض المقدمة للاقتصاد: يمثل كل القروض التي تقدمها البنوك التجارية للمؤسسات والأعوان وكذلك ما يقدمه البنك المركزي للبنوك، حيث تقوم البنوك التجارية بتقديم القروض على أساس المبالغ النقدية المودعة لديها إلى زبائنها. تقوم البنوك بمنح هذه القروض نظرا لعدم كفاية وسائل الدفع السائلة الأخرى في حيازة الوحدات الاقتصادية لأداء مختلف عمليات الإنتاج والاستهلاك.

إن هذه القروض تزيد من كمية النقد المتداولة، وفي نفس الوقت نجد أن هذه القروض تغذي ودائع البنوك نفسها، مما يمكنها من منح قروض أكثر وهكذا، فيقال أن القروض تخلق الودائع، وتكون هذه القروض مباشرة (فتح حساب دائن)، أو غير مباشرة بخصم كمبيالات أو أوراق تجارية أخرى.

[1] مصطفى رشدي شيحة، مرجع سابق، ص. 148.

من الملاحظ أن جزء من هذه القروض يمكن أن يتحول إلى نقد قانوني، وذلك عندما تقوم البنوك التجارية بإعادة تمويلها لدى البنك المركزي باستعمال مختلف قنوات القرض التي يضعها هذا الأخير تحت تصرفها: اقتراض مباشر، إعادة خصم بعض الأوراق التجارية، فيتغير بذلك حجم وبنية الكتلة النقدية المتداولة[1].

سادسا: مكونات ومقابلات الكتلة النقدية في الجزائر خلال الفترة (2000-2019)

1- تطور الكتلة النقدية في الجزائر للفترة (2000-2019):

يمكننا تتبع أهم التطورات التي مرت بها الكتلة النقدية في الجزائر من خلال الجدول التالي.

جدول رقم (2): تطور المتاحات النقدية M1 والكتلة النقدية M2 ومكوناتهما خلال الفترة (2000-2019)

الوحدة: مليار دج

السنة	النقود الورقية	النقود الكتابية	M1	أشباه النقود	M2
2000	484.5	563.7	1048.2	974.3	2022.5
2001	577.2	661.3	1238.5	1235.0	2473.5
2002	664.7	751.6	1416.3	1485.2	2901.5
2003	781.4	862.1	1643.5	1656.0	3299.5
2004	874.3	1291.3	2165.6	1478.7	3644.3
2005	921.0	1516.5	2437.5	1632.9	4070.4
2006	1081.4	2086.2	3167.6	1766.1	4933.7
2007	1284.5	2949.1	4233.6	1761.0	5994.6
2008	1540.0	3424.9	4964.9	1991.0	6955.9
2009	1829.4	3114.8	4944.2	2228.9	7173.1
2010	2098.6	3657.8	5756.4	2524.3	8280.7
2011	2571.5	4570.2	7141.7	2787.5	9929.2
2012	2952.3	4729.2	7681.5	3333.6	11015.1
2013	3204.0	5045.8	8249.8	3691.7	11941.5
2014	3658.9	5944.1	9603.0	4083.7	13686.7
2015	4108.0	5153.1	9261.1	4443.4	13704.5
2016	4497.2	4909.8	9407.0	4409.3	13816.3
2017	4716.9	5549.2	10266.1	4708.5	14974.6
2018	4926.8	6477.3	11404.1	5232.6	16636.7
2019	5437.6	5541.6	10979.2	5531.4	16510.7

المصدر: ارجع إلى:

- Office Nationale des statistique ONS, **Rétrospective statistique 1962-2011**, 13 ème chapitre : Monnaie et crédit;
- ONS**, l'Algérie en quelques chiffres,** résultats 2006-2008, n° 39, Edition 2009, p.54;
- ONS**, l'Algérie en quelques chiffres**, résultats 2009-2011, n° 42, Edition 2012, p.60;
- ONS**, l'Algérie en quelques chiffres**, résultats 2013-2015, n° 46, Edition 2016, p.67;

[1] بلحزاز يعدل فريدة، **تقنيات وسياسات التسيير المصرفي**، ديوان المطبوعات الجامعية، 2009، ص. ص. 52-53.

- بنك الجزائر، **النشرة الإحصائية الثلاثية**، رقم 39، سبتمبر 2017، ص. 11.
- بنك الجزائر، **النشرة الإحصائية الثلاثية**، رقم 49، مارس 2020، ص. 11.

من خلال الجدول نلاحظ أن المتاحات النقدية M1 والكتلة النقدية M2 ومكوناتهما في تطور مستمر، حيث انتقلت المتاحات النقدية من 1048.2 مليار دج سنة 2000 إلى 10979.2 مليار دج سنة 2019، أما بالنسبة للكتلة النقدية فقد ارتفعت هي الأخرى من 2022.5 مليار دج سنة 2000 لتبلغ 16510.7 مليار دج سنة 2019.

عرفت الفترة (2001-2004) نموا سريعا للمتاحات النقدية وللكتلة النقدية، فخلال هذه الفترة قدر معدل نمو الكتلة النقدية في المتوسط بـ 11.83%، ويرجع السبب في ذلك إلى الزيادة في الأرصدة النقدية الصافية الخارجية بسبب ارتفاع أسعار البترول، وما نتج عنه من ارتفاع في الادخار المالي لجزء من عائدات صادرات قطاع المحروقات (ودائع بالعملة الصعبة)، بالإضافة إلى ارتفاع قيمة أشباه النقود بالعملة الوطنية نتيجة ارتفاع حجم ادخار الأسر نتيجة الثقة في العملة الوطنية الراجع إلى الاستقرار النقدي، بالإضافة إلى الانطلاق في تنفيذ برنامج الإنعاش الاقتصادي الذي أقره رئيس الجمهورية في أفريل 2001، حيث خصص له مبلغ يقدر بحوالي 7 ملايير دولار (520 مليار دج) لمدة متوسطة تمتد إلى ثلاثة سنوات ابتداء من أفريل 2001 إلى أفريل 2004.

خلال الفترة (2005-2014) وهي فترة دعم النمو الاقتصادي شهدت الكتلة النقدية ارتفاعا متواصلا حيث انتقلت من 4070.4 مليار دج سنة 2005 لتصبح 13686.7 مليار دج سنة 2014، إن هذا التوسع في حجم الكتلة النقدية راجع إلى انتهاج الدولة لسياسة مالية توسعية جراء البرامج التنموية التي طبقت خلال هذه الفترة.

خلال الفترة (2015-2019) استمر ارتفاع حجم الكتلة النقدية في الجزائر مع تراجع بسيط سنة 2019، فعلى الرغم من الانخفاض الحاد في أسعار البترول الذي شهده العالم بداية من منتصف سنة 2014 ودخول الجزائر في أزمة اقتصادية ومالية، إلاّ أن الكتلة النقدية انتقلت من 13704.5 مليار دج سنة 2015 لتبلغ 16636.7 مليار دج سنة 2018، لتتراجع بعد ذلك وتبلغ 16510.7 مليار دج سنة 2019 بسبب التراجع عن سياسة التمويل غير التقليدي التي تبنتها الجزائر بداية من أكتوبر 2017.

2- تطور مقابلات الكتلة النقدية في الجزائر خلال الفترة (2000-2019):

كما سبقت الإشارة إليه تتكون مقابلات الكتلة النقدية من الذمم على الخارج، الذمم على الدولة والذمم على الاقتصاد، والتي تشكل العناصر الأساسية لعملية إصدار النقود. وفيما يلي جدول يظهر تطور مقابلات الكتلة النقدية في الجزائر خلال الفترة (2000-2019).

جدول رقم (3): تطور مقابلات الكتلة النقدية في الجزائر خلال الفترة (2000-2019)

الوحدة: مليار دج

السنة	الذمم على الخارج	الذمم على الدولة	الذمم على الاقتصاد	السنة	الذمم على الخارج	الذمم على الدولة	الذمم على الاقتصاد
2000	775.9	677.5	993.7	**2010**	11996.5	3392.9 -	3268.1
2001	1310.7	569.7	1078.4	**2011**	13922.4	3406.6 -	3726.5
2002	1755.7	578.6	1266.8	**2012**	14940.0	3334.0 -	4287.6
2003	2342.6	423.4	1380.2	**2013**	15225.2	3235.4 -	5156.3
2004	3119.2	20.6 -	1535.0	**2014**	15734.5	1992.3 -	6504.6
2005	4179.7	933.2 -	1779.8	**2015**	15375.4	567.5	7277.2
2006	5515.0	1304.1 -	1905.4	**2016**	12596.0	2682.2	7909.9
2007	7415.5	2193.1 -	2205.2	**2017**	11227.4	4691.9	8880.0
2008	10246.9	3627.3 -	2615.5	**2018**	9485.6	6325.7	9976.3
2009	10885.7	3488.9 -	3086.5	**2019**	7598.7	7023.9	10857.8

المصدر: ارجع إلى:

- Office Nationale des statistique ONS, **Rétrospective statistique 1962-2011**, 13 ème chapitre: Monnaie et crédit;
- ONS, **l'Algérie en quelques chiffres**, résultats 2006-2008, n° 39, Edition 2009, p.54;
- ONS, **l'Algérie en quelques chiffres**, résultats 2009-2011, n° 42, Edition 2012, p.60;
- ONS, **l'Algérie en quelques chiffres**, résultats 2013-2015, n° 46, Edition 2016, p.67;
- بنك الجزائر، **النشرة الإحصائية الثلاثية**، رقم 39، سبتمبر 2017، ص. 10؛
- بنك الجزائر، **النشرة الإحصائية الثلاثية**، رقم 49، مارس 2020، ص. 10؛
- وزارة المالية على الموقع:

http://www.dgpp-mf.gov.dz/images/stories/PDF/retrospective/situation_monetaire/situation_monetaire_2018.pdf

أ- الذمم على الخارج: خلال الفترة (2000-2008) نلاحظ ارتفاعا كبيرا في حجم الذمم على الخارج حيث انتقلت من 775.9 مليار دج سنة 2000 إلى 10246.9 مليار دج سنة 2008 أي بزيادة سنوية متوسطة

قدرت بـ135.62%، ويرجع السبب في ذلك إلى الارتفاع الكبير في أسعار البترول الذي انتقل من 28.5 دولار للبرميل سنة 2000 إلى 99.97 دولار للبرميل سنة 2008.

بعد الصدمة الخارجية لسنة 2008 وما انجر عنها من تبعات على الاقتصاد الجزائري خلال سنة 2009 من انخفاض في أسعار البترول الذي انتقل من 99.97 دولار للبرميل إلى 62.25 دولار للبرميل أي انخفاض بـ37.8%، ولكن وعلى الرغم من ذلك ارتفعت الذمم على الخارج من 10246.9 مليار دج إلى 10885.7 مليار دج سنة 2009.

خلال الفترة (2010-2011) شهدت الموجودات الخارجية ارتفاعا حيث بلغت 11996.5 مليار دج و13922.4 مليار دج سنتي 2010 و2011 على التوالي، وجاء ذلك على إثر ارتفاع أسعار البترول التي انتقلت من 80.15 دولار للبرميل سنة 2010 إلى 112.94 دولار للبرميل سنة 2011، وهو أعلى سعر بلغه البترول منذ الاستقلال وإلى غاية سنة 2016.

خلال الفترة (2012-2014) وعلى الرغم من انخفاض أسعار البترول والذي انتقل من 110.7 دولار للبرميل سنة 2012 إلى 99.1 دولار للبرميل سنة 2014، وعلى الرغم من الأزمة المالية التي شهدتها الولايات المتحدة الأمريكية وأوربا سنة 2012 من انخفاض الطلب على المحروقات وانخفاض قيمة الدولار، إلا أن الذمم على الخارج استمرت في الارتفاع خلال هذه الفترة حيث انتقلت من 14940 مليار دج سنة 2012 لتبلغ 15734.5 مليار دج سنة 2014.

شهدت الفترة (2015-2019) انخفاضا كبيرا في قيمة الأرصدة الخارجية التي انتقلت من 15375.4 مليار دج سنة 2015 إلى 7598.7 مليار دج سنة 2019. إن هذا الانخفاض جاء كنتيجة حتمية للانخفاض الحاد الذي شهدته أسعار البترول بداية من منتصف 2014.

ب– الذمم على الدولة: خلال الفترة (2000-2003) نلاحظ تراجعا في الذمم على الدولة حيث انتقلت من 677.5 مليار دج سنة 2000 إلى 423.4 مليار دج سنة 2003، وهذا ما يدل على تراجع اعتماد الخزينة العمومية على القروض بهدف الإصدار النقدي.

إن ارتفاع رصيد الذمم على الدولة خلال المرحلة (1990-2003) راجع أساسا إلى:

– تحمل الدولة للأعباء الاجتماعية الناتجة عن اللّجوء إلى صندوق النقد الدولي، وما فرضه من شروط كتخفيض قيمة العملة، تجميد الأجور، تحرير الأسعار، تسريح العمال...الخ، وما نتج عنه من انخفاض في مستوى المعيشة لفئات واسعة من السكان؛

– قيام الخزينة العمومية بشراء ديون المؤسسات العمومية على البنوك؛

– تغطية خسائر الصرف.

انطلاقا من سنة 2004 وإلى غاية سنة 2014 نلاحظ أن القروض المقدمة للدولة أصبحت ذات إشارة سالبة، حيث انتقلت من -20.6 مليار دج سنة 2004 إلى -1992.3 مليار دج سنة 2014، ما يعني تراجع تحويل القروض المقدمة للدولة إلى مستحقات صافية (حقوق) لدى النظام المصرفي، حيث انطلاقا من سنة 2004 أصبحت الخزينة العمومية دائنا صافيا لدى النظام المصرفي (بنك الجزائر والبنوك التجارية)، ونتيجة لذلك لا تساهم القروض الصافية في النظام المصرفي للدولة في خلق النقود منذ سنة 2004 وإلى غاية سنة 2014، لأن ودائع الخزينة العمومية في بنك الجزائر لا تشكل جزءا من الكتلة النقدية M2[1].

إن هذا التراجع المستمر يعبر عن تحول هذه القروض إلى حقوق تحت تأثير التقلص التدريجي لمديونية الخزينة، فجزء منها كان بشكل تسديد مسبق، فضلا عن تراكم الادخار المالي من طرفها في ظل وجود الموارد المتزايدة لصندوق ضبط الإيرادات الذي أنشئ في سنة 2001، وهذا الدين الصافي للخزينة العمومية تجاه مجموع النظام المصرفي الذي وصل أقصاه سنة 2008 بـ 3627.3 مليار دج[2].

خلال الفترة (2015-2019) نلاحظ عودة القروض للدولة لتشكل جزءا من مقابلات الكتلة النقدية M2، حيث بلغت 567.5 مليار دج سنة 2015 لتنتقل إلى 7023.9 مليار دج سنة 2019، ويرجع السبب في ذلك إلى تراجع الأرصدة الخارجية كنتيجة للانخفاض الحاد الذي شهدته أسعار البترول بداية من النصف الثاني من سنة 2014، وتراجع الموارد المالية لصندوق ضبط الإيرادات، واستمرار الدولة في تمويل العديد من المشاريع الاستثمارية التي تم الانطلاق فيها قبل ظهور بوادر أزمة انخفاض أسعار البترول، بالإضافة إلى تمويل بعض السلع الاستهلاكية والقروض الممنوحة للشباب في إطار توفير مناصب العمل.

ج– الذمم على الاقتصاد: انخفض حجم الذمم على الاقتصاد خلال سنة 2000 إذ بلغ 993.7 مليار دج، غير أنه أخذ اتجاها متصاعدا بعد ذلك انطلاقا من سنة 2001 وإلى غاية سنة 2019، حيث انتقل من 1078.4 مليار دج سنة 2001 إلى 10857.8 مليار دج سنة 2019.

---

[1] وليد بشيشي، **أداء السياسة النقدية وأثرها على التوازن الخارجي في الجزائر للفترة (1990-2014): دراسة قياسية باستخدام نموذج – Engle Granger two step méthod**، مجلة الاستراتيجية والتنمية، العدد 11، المجلد 6، 2016، ص. 170.

[2] المرجع السابق.

خلال سنة 2001 نمت القروض للاقتصاد لكن بمعدل ضعيف قدر بـ8.5%، ويتعلق هذا التطور بالأثر الناتج عن استكمال برنامج إعادة هيكلة محافظ البنوك العمومية. أما خلال سنة 2002 فقد أدت السيولة الفائضة لدى البنوك إلى زيادة حجم القروض المقدمة للاقتصاد، وذلك في إطار تحسن ظروف تمويل الاستثمار والذي استقطب فيه القطاع الخاص نسبة 42.58% من مجموع القروض، حيث انتقلت من 1078.4 مليار دج سنة 2001 إلى 1266.8 مليار دج سنة 2002 بمعدل نمو قدر بـ17.47%.

استمر ارتفاع مقدار القروض المقدمة للاقتصاد خلال الفترة التالية لسنة 2002، فخلال سنة 2007 ارتفع مقدار هذه القروض كنتيجة لارتفاع حجم الاستثمار الموجه للمؤسسات المختلطة في قطاع الطاقة والماء. أما في سنة 2008 فقد ترافق تعزيز انتعاش القروض للاقتصاد مع بداية دورة تنازلية في وتيرة توسع الكتلة النقدية M2، حيث يبرز هذا الظرف الجديد أهمية قناة القرض في انتقال آثار آخر التطورات النقدية، على الرغم من أن حصة القروض الموزعة للقطاع الخاص توجد في حالة انخفاض طفيف حيث بلغت 52.14% نهاية سنة 2008[1].

خلال سنة 2009 وعلى الرغم من الأزمة المالية، ارتفعت القروض الموزعة من طرف البنوك العاملة للمؤسسات والأسر مباشرة أو عن طريق الاستثمار في السندات المصدرة من طرف المؤسسات بـ15.6% في سنة 2010، وهذا خارج إعادة شراء القروض غير الناجعة من طرف الخزينة العمومية والمقدرة بـ298.6 مليار دج، حيث يعتبر هذا زيادة قوية للقروض بالمعنى الحقيقي[2]، أما من زاوية النشاط فإن الحصة الكبرى من هذه القروض منحت لقطاع الصناعة المعملية، إنتاج وتوزيع الكهرباء والغاز وكذا التجارة وتصليح السيارات والمواد المنزلية.

خلال سنتي 2011 و2012 تزايدت القروض للاقتصاد بما فيها إعادة شراء القروض غير الناجعة من طرف الخزينة العمومية، وسجلت القروض الموجهة للأسر ارتفاعا وخاصة ما تعلق منها بالحصول على السكن والسيارات، أما خلال سنتي 2013 و2014 فقد استمر ارتفاع القروض متوسطة وطويلة الأجل مع انخفاض حصة القروض قصيرة الأجل، وهذا ما يدل على تحسن هيكل وشروط التمويل تزامنا مع التدابير التسهيلية التي جعلت تدابير دعم الدولة أكثر فعالية في إطار تشجيع تطور القروض السليمة للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة[3].

إن استمرار ديناميكية ارتفاع القروض للاقتصاد يتضمن مخاطر كامنة قد تخل بالاستقرار المالي، والتي ينبغي على الأدوات الجديدة للإشراف المصرفي في إطار توجه إشرافي من زاوية المخاطر أن تأخذها بعين الاعتبار، وقد

---

[1] إكن لونيس، **تقييم فعالية السياسة النقدية والمالية في تحقيق التوازنات الاقتصادية الكلية في الجزائر خلال الفترة (1990-2014)**، مذكرة دكتوراه غير منشورة، جامعة الجزائر 3، 2016-2017، ص. 209.

[2] بنك الجزائر، **التقرير السنوي للتطور الاقتصادي والاجتماعي في الجزائر سنة 2010**، جويلية 2011، ص.169.

[3] بنك الجزائر، **التقرير السنوي للتطور الاقتصادي والاجتماعي في الجزائر سنة 2013**، نوفمبر 2014، ص. 157.

بدأت الأدوات الجديدة للإشراف المصرفي المركز على المخاطر ابتداء من سنة 2013 التكفل بها، والتي خفت بفضل التدابير المتخذة من طرف السلطات العمومية[1].

خلال الفترة (2015-2019) استمر ارتفاع حجم القروض المقدمة للاقتصاد حيث بلغت 7277.2 مليار دج سنة 2015 و10857.8 مليار دج سنة 2019، لكن الملاحظ هو تراجع معدل نمو هذه القروض فقد بلغ 11.88% سنة 2015 بعدما كان 26.14% سنة 2014 لينخفض أكثر سنة 2016 حيث بلغ 8.69%، ويرجع السبب في ذلك إلى الأزمة المالية والاقتصادية التي يمر بها الاقتصاد الجزائري جراء تراجع أسعار البترول، وما انجر عنه من تراجع في حجم الاستثمارات خاصة الممولة من طرف الدولة، بالإضافة إلى الانخفاض الشديد في حجم السيولة الموجودة على مستوى البنوك.

[1] بنك الجزائر، **التطورات الاقتصادية والنقدية لسنة 2014 آخر التوجهات لسنة 2015**، تدخل محافظ بنك الجزائر أمام المجلس الشعبي الوطني، ديسمبر 2015، ص. 12.

الفصل الرابع:
النظريات النقدية

الأهداف التعليمية:

- يتمكّن الطالب من التعرف على تحليل المدرسة الكلاسيكية للطلب على النقود بما في ذلك معادلة التبادل لفيشر ومعادلة كمبردج.
- التعرّف على الطلب على النقود في ظل الفكر الكينزي.
- يتمكّن الطالب من التعرّف على الطلب على النقود في ظل المدرسة النقدوية.

محتوى الفصل:

أولا: التحليل الكلاسيكي للطلب على النقود

– معادلة التبادل

– معادلة كمبردج

ثانيا: التحليل الكينزي للطلب على النقود

ثالثا: تحليل المدرسة النقدية للطلب على النقود

تمهيد:

بعد أن تم التطرق في المحور السابق إلى الكتلة النقدية، سيتم التطرق في هذا المحور إلى الطلب على النقود، فالنقود لا تطلب لذاتها، ولا تحمل في ذاتها القدرة على الإشباع، ولكنها تتصل بمستويات الأسعار، وقدرة الأفراد على تحقيق غاياتهم من النشاط الاقتصادي، ولهذا فالطلب على النقود يعبر عن الأغراض التي من أجلها تستخدم هذه الأخيرة، لأنها تساهم في الإشباع بطريقة غير مباشرة.

أولا: التحليل الكلاسيكي للطلب على النقود

ظهرت النظرية الكمية للنقود نتيجة لمحاولات عديدة لتحديد العلاقة بين كمية النقود المتداولة والمستوى العام للأسعار، ويقوم مضمون هذه النظرية على أن التغير في كمية النقود يؤدي إلى تغير مستوى الأسعار بنفس المعدل والاتجاه[1]، فزيادة كمية النقود تؤدي إلى ارتفاع مستوى الأسعار بنفس نسبة الزيادة في كمية النقود، ويحصل العكس في حال انخفاض كميتها، وهذا طبعا بافتراض بقاء العوامل الأخرى ثابتة[2].

ولقد قام بوضع هذه النظرية وتطويرها كل من الاقتصادي الإنجليزي (لوك) في الفترة الممتدة من 1632 إلى 1704، والاقتصادي الإنجليزي (هيوم) في الفترة الممتدة من 1711 إلى 1776، ثم (جون ستيورت ميل) خلال الفترة 1773 - 1836، والاقتصادي الفرنسي (مونتسكيو) خلال الفترة 1689-1755.

1- افتراضات النظرية: وفقا للتحليل الاقتصادي التقليدي قامت النظرية الكلاسيكية للطلب على النقود في بناء معادلة التبادل "لفيشر" ومعادلة الأرصدة النقدية "كمبريدج" على الافتراضات التالية[3]:

- ثبات حجم المعاملات (T): تقوم النظرية الكمية للكلاسيك في تحليلها للواقع الاقتصادي وفي بناء النظرية النقدية على فرضية أن حجم المعاملات ومستوى النشاط الاقتصادي يتم تحديده بعوامل موضوعية، وأن النقود ليس لها أي تأثير في تحقيق التوازن الاقتصادي باعتبارها وسيط للمبادلة فقط، لأن المنتجات من السلع والخدمات تبادل بالمنتجات، والنقود وسيلة لذلك، إذن فالنقود دورها محايد في الاقتصاد؛

[1] Jean Louis Besson, **Monnaie et Finance**, OPU, Alger, 1993, p. 102.

[2] مروان عطون، مرجع سابق، ص. 93.

[3] بلعزوز بن علي، **محاضرات في النظريات والسياسات النقدية**، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2004، ص. ص. 10-11 بتصرف.

– ثبات سرعة دوران النقود (V)[*]: تقوم هذه النظرية على أساس أن سرعة دوران النقود ثابتة على الأقل في المدى القصير، لأنها تتحدد بعوامل بطيئة التغير ومستقلة عن كمية النقود. بتعبير آخر افتراض التحليل الكلاسيكي ثبات سرعة دوران النقود يقوم على أساس أن تغيرها يرتبط بتغير عوامل أخرى منها درجة كثافة السكان، تطور عادات التعاملات المصرفية، مستوى تطور الجهاز المصرفي والأسواق المالية والنقدية، وهذه العوامل كلها لا تتغير عادة في الأجل القصير؛

– ارتباط تغير المستوى العام للأسعار (P) بتغير كمية النقود (M): تقوم النظرية الكلاسيكية للنقود على افتراض أساسي مفاده أن أي تغير في كمية النقود المعروضة سيحدث تغير بنفس النسبة والاتجاه في المستوى العام للأسعار، وذلك بافتراض ثبات حجم المعاملات (T) وسرعة دوران النقود (V).

2– معادلة التبادل: معادلة التبادل التي صاغها الإحصائي الأمريكي "إرفنج فيشر" في سنة 1917 تؤكد على وجود علاقة تناسبية وطردية بين كمية النقود المعروضة من جهة والمستوى العام للأسعار من جهة أخرى، بحيث يكون مجموع قيم عمليات المبادلة مساوية للمبالغ التي دفعت لتسويتها، ويمكن توضيح هذه المعادلة رياضيا على الوجه التالي:

$$MV = PT$$

حيث أن:

M : كمية النقود المعروضة في لحظة زمنية معينة؛

V : سرعة دوران النقود؛

P : المستوى العام للأسعار؛

T : كمية المبادلات من السلع والخدمات المختلفة في نفس اللحظة الزمنية.

حسب هذه المعادلة إذا قامت السلطات النقدية بزيادة كمية النقود المتداولة فإن هذه الزيادة ستؤدي إلى زيادة الطلب على السلع والخدمات، وبالتالي زيادة إنفاق المجتمع، وبما أن كمية السلع والخدمات التي يملكها المجتمع ثابتة في الأجل القصير، فإن زيادة الإنفاق تؤدي إلى ارتفاع الأسعار، وهذا يؤدي بدوره إلى ارتفاع القيمة

[*] نقصد بسرعة دوران النقود (V) متوسط عدد المرات التي انتقلت فيها كل وحدة من وحدات النقود من يد إلى يد أخرى في تسوية المبادلات التجارية والاقتصادية في فترة زمنية معينة.

النقدية للمعاملات (زيادة الطلب النقدي)، وتستمر هذه الزيادة في الطلب النقدي حتى يتم التعادل بينه وبين التداول النقدي (عرض النقود)، عند ذلك تستقر الأسعار عند مستواها الجديد.

ولتوضيح الطلب على النقود وفق معادلة التبادل لدينا المعادلة:

$$MV = PT$$

هذا يعني أن: $$M = \frac{PT}{V}$$

فإذا اعتبرنا أن (M) في المعادلة السابقة هي العرض النقدي (M_S)، وعلى افتراض توازن سوق النقد يصبح لدينا:

العرض النقدي (M_S) = الطلب على النقود (M_d)

وعليه تصبح المعادلة السابقة على الشكل التالي:

$$M_d = \frac{1}{V}(PT)$$

تفيد المعادلة الأخيرة أنه مع ثبات سرعة دوران النقود (V) فإن كمية النقود التي يطلبها الأفراد (M_d) تتحدد بمستوى المعاملات المتولدة من مستوى الدخل النقدي (PT).

وفقا لمعادلة التبادل، فالطلب على النقود هو دالة للدخل الوطني النقدي فقط، وأن هذا الطلب غير حساس للتغير في سعر الفائدة، بمعنى أن سعر الفائدة ليس له أي أثر على الطلب على النقود.

لقد توصل فيشر إلى النتيجة السابقة لاعتقاده أن الأفراد يطلبون النقود لإنجاز المعاملات فقط، وكان يرى أن الطلب على النقود يتحدد بعاملين هما[1]:

- مستوى المبادلات المتولدة عن مستوى الدخل الوطني النقدي (PT)؛
- مدى تطور المؤسسات التي تؤثر على الطريقة التي يؤدي بها الأفراد المبادلات، والتي تحدد سرعة دوران النقود.

3- معادلة كمبردج: معادلة كمبردج أو معادلة الأرصدة النقدية معادلة رياضية صاغها الاقتصادي "ألفرد مارشال"، تقوم على افتراض وجود علاقة بين الأرصدة النقدية التي يرغب الأفراد في الاحتفاظ بها من جهة، والدخول النقدية للأفراد من جهة أخرى، وبناء على العلاقة المذكورة فإن هناك نسبة من الدخل يحتفظ بها الأفراد

[1] حسين بني هاني، مرجع سابق، ص. 87.

لأغراض الإنفاق على شراء السلع والخدمات الاستهلاكية، كما أن هناك نسبة أخرى من الدخل يحتفظ بها الأفراد على شكل أصول مالية، والصيغة الرياضية لمعادلة كمبردج تتمثل في المعادلة التالية:

$$M_d = K\ (P.Y)$$

حيث أن:

M_d : الطلب على النقود؛

K : يمثل نسبة التفضيل النقدي، ولما كانت العلاقة بين التفضيل النقدي (K) وسرعة دوران النقود (V) هي علاقة عكسية، فإن $K = \frac{1}{V}$؛

Y : الإنتاج أو الدخل الحقيقي؛

P : المعدل المرجح للأسعار.

تقرر هذه المعادلة أن الأفراد والمؤسسات يحتفظون بنسبة من دخولهم على شكل أرصدة نقدية (هذه النسبة تساوي مقلوب سرعة دوران النقود بالنسبة للدخل)، وهذه النسبة من الدخل تمثل الطلب على النقود (كمية النقود). فإذا ما أراد الأفراد زيادة ما يحتفظون به من دخلهم على شكل أرصدة نقدية، فإن هذا يعني زيادة الطلب على النقود، أي سينخفض إنفاق الأفراد، وبالتالي ينخفض الطلب على السلع مما يؤدي إلى انخفاض الأسعار، وبالعكس عندما يرغب الأفراد في تخفيض ما يحتفظون به من أرصدة نقدية، فهذا سيؤدي إلى زيادة الإنفاق، وبالتالي زيادة الطلب على السلع ومن ثم ارتفاع الأسعار[1].

إذن وفقا لمعادلة "كمبردج" تؤدي النقود وظيفتين أساسيتين هما[2]:

أ- النقود وسيط للتبادل: فالأفراد يطلبون النقود عادة لاستخدامها في شراء ما يحتاجون إليه من السلع والخدمات، ولهذا فارتفاع كمية السلع والخدمات المتبادلة في الاقتصاد الوطني يصاحبها طلب كمية أكبر من النقود، وبما أن ارتفاع كمية السلع المتبادلة مرتبط بارتفاع حجم الدخل النقدي، وبالتالي توصل أصحاب معادلة "كمبردج" إلى نفس النتيجة التي توصل إليها أصحاب معادلة "فيشر"، وهي أن كمية النقود المطلوبة لمبادلة السلع والخدمات يرتبط طرديا بالدخل النقدي؛

[1] مروان عطون، مرجع سابق، ص. 105.

[2] حسين بني هاني، مرجع سابق، ص. 90.

ب– النقود مخزن للثروة: فقد قرر اقتصاديو "كمبردج" أن مستوى الثروة التي يمتلكها الأفراد تؤثر على الطلب على النقود، وكانوا يرون أنه كلما زادت ثروة الفرد زاد ما يطلبه من الأصول المختلفة.

4– مقارنة معادلة التبادل لفيشر ومعادلة الأرصدة النقدية لكامبردج: بمقارنة مضمون معادلة "كمبردج" مع معادلة "فيشر" يتبين لنا ما يلي[1]:

– بالنسبة لمعادلة التبادل فإنها اعتبرت أن النقود تقوم بوظيفتين وسيط في المبادلة ووسيلة دفع، أما بالنسبة لمعادلة كمبردج فإنها أضافت وظيفة أخرى للنقود هي وظيفة الادخار، هذا مع العلم بأن كلا المعادلتين تستبعدان قيام النقود بوظيفة مقياس للقيم؛

– اهتمت النظرية الكمية للنقود بعرض النقود وانطلقت أساسا من رأس المال الإجمالي في المجتمع، بينما نجد أن معادلة كمبردج قد اهتمت برؤوس الأموال الفردية، وأولت عناية خاصة لدوافع الأفراد بالاحتفاظ بأرصدة نقدية معينة، ودراسة سلوكهم في هذا المجال.

ثانيا: التحليل الكينزي للطلب على النقود

تعرضت النظرية الكلاسيكية للعديد من الانتقادات خاصة فيما يتعلق بحيادية النقود، فحسبه تلعب النقود دورا أساسيا في تحديد مستوى الاقتصاد الوطني، بمعنى أن التغير في كمية النقود يؤثر بالتبعية على جميع المتغيرات الاقتصادية سواء كانت إنتاجا أو استهلاكا أو ادخارا...الخ.

وقد أرجع "كينز" الطلب على النقود إلى ثلاثة عوامل هي:

1– دافع المعاملات؛

2– دافع الاحتياط؛

3– دافع المضاربة.

1– دافع المعاملات: يقصد بدافع المعاملات (المبادلات) رغبة الأفراد في الاحتفاظ بنقود سائلة من أجل تسوية مدفوعاتهم[2]، فحيث أن استلام الدخل من قبل الأفراد ومؤسسات الأعمال لا يتزامن بالضبط مع كافة المعاملات

[1] مروان عطون، مرجع سابق، ص. 106.

[2] Pascal Kauffmann et autres, **Economie monétaire et Financière**, 2éme édition, Dunod, Paris, 2003, p. 53.

التي تتضمن إنفاقا نقديا، فإنه من الضروري الاحتفاظ ببعض النقود لمقابلة هذه الحاجة[1]. فكل إنسان مستهلكا كان أو رجل أعمال، محتاج دائما وفي جميع الأوقات إلى قدر معين من النقود السائلة لإشباع دافع المعاملات[2].

أما العوامل التي تحدد كمية الأرصدة النقدية التي يتم الاحتفاظ بها لأغراض المعاملات في الظروف العادية هي المستوى العام للأسعار ومستوى العمالة. إلا أن العامل المهم والأساسي الذي يعتمد عليه الطلب على النقود لهذا الغرض هو الدخل، باعتبار أن العوامل الأخرى لا تتغير في العادة في المدى القصير، فالطلب على النقود لغرض المعاملات هو دالة لمتغير الدخل[3].

$$D_T = f(y)$$

حيث أن:

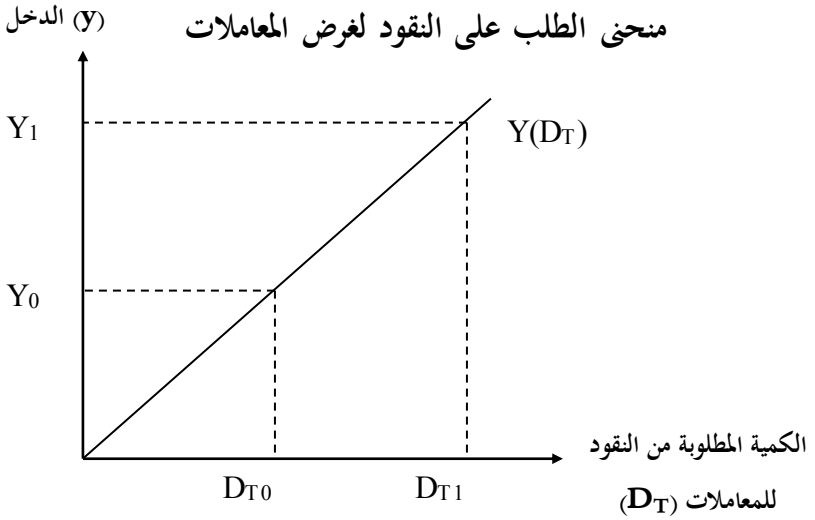
D_T : الطلب على النقود لغرض المعاملات؛

Y : الدخل.

ويمكن تمثيل هذه العلاقة بيانيا بالشكل التالي:

شكل رقم (1)

منحنى الطلب على النقود لغرض المعاملات



المصدر: بلعزوز بن علي، **محاضرات في النظريات والسياسات النقدية**، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2004، ص. 53.

[1] Sophie Brana et Michel Cazals, op.cit, p. 44.

[2] كامل بكر وآخرون، **مبادئ الاقتصاد الكلي**، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2003، ص. 161.

[3] بلعزوز بن علي، مرجع سابق، ص. 51.

من الشكل البياني يلاحظ أن الطلب على النقود للمعاملات يرتبط ارتباطا طرديا مع مستوى الدخل الوطني، فعندما يزيد مستوى الدخل الوطني من (y_0) إلى (y_1) فإننا نلاحظ أن مختلف القطاعات الاقتصادية تزيد من طلبها على الأرصدة النقدية اللازمة للمعاملات الجارية من (D_{T0}) إلى (D_{T1}) .

2- دافع الاحتياط: تنشأ الحاجة إلى الاحتفاظ بالأرصدة النقدية أحيانا بسبب الخوف من المجهول، ومن عدم معرفة الإنسان لطبيعة المعاملات التي قد يجد نفسه مضطرا لإجرائها في المستقبل[1]، فقد تفاجئ المرء حالات طارئة تفوق فيها الحاجة إلى النقود الكمية التي يحتفظ بها عادة لإجراء المعاملات اليومية الروتينية، فقد يتسبب المرض المفاجئ أو الكوارث الاقتصادية أو التعطل عن العمل بمثل هذه الحالات الطارئة، والتي تتطلب مصروفات أو نفقات طارئة، فالفرد طبقا لهذا الدافع يجب أن يحتفظ بنقود سائلة لمقابلة مثل هذه المصروفات التي لم تكن متوقعة. بمعنى آخر، هو يحتفظ بأرصدة نقدية سائلة لاستعمالها وقت الحاجة[2].

يتوقف الطلب على النقود لغرض الاحتياط على مستوى الدخل، بالإضافة إلى عوامل أخرى أقل أهمية كطبيعة الفرد والظروف النفسية المحيطة به، ودرجة عدم التأكد السائدة في المجتمع (فترة الأزمات)، ودرجة نمو وتنظيم رأس المال، ومدى استقرار ظروف قطاع الأعمال، وباعتبار هذه العوامل لا تتغير عادة في المدى القصير، فالطلب على النقود بدافع الاحتياط هو دالة لمتغير الدخل[3].

$$D_P = f(y)$$

حيث أن:

D_P : الطلب على النقود لغرض الاحتياط؛

Y : الدخل.

يمكن تمثيل العلاقة السابقة بالشكل البياني التالي:

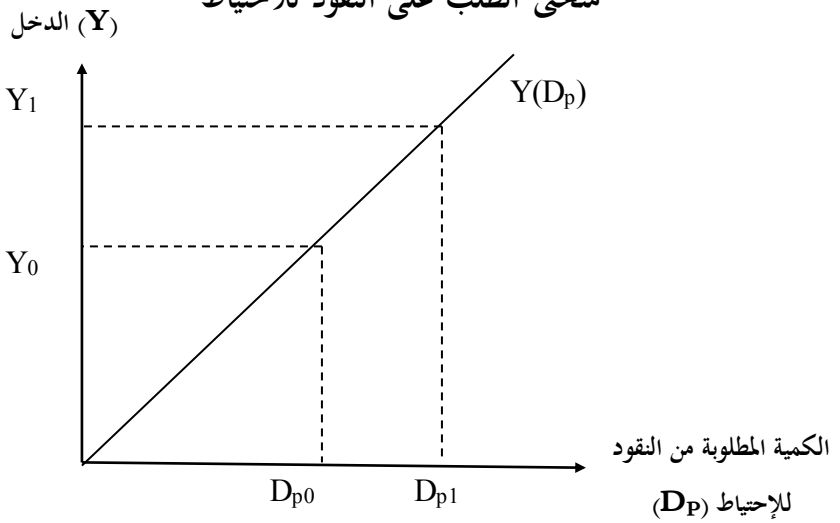
[1] Marie Delaplace, **Monnaie et Financement de l'économie**, Dunod, Paris, 2003, p. 51.

[2] أبو القاسم عمر الطبولي، **مبادئ الاقتصاد التحليلي الكلي**، الطبعة الثانية، منشورات الجامعة المفتوحة، طرابلس، 1997، ص. 106.

[3] بلعزوز بن علي، مرجع سابق، ص. 52.

شكل رقم (2)

منحنى الطلب على النقود للاحتياط

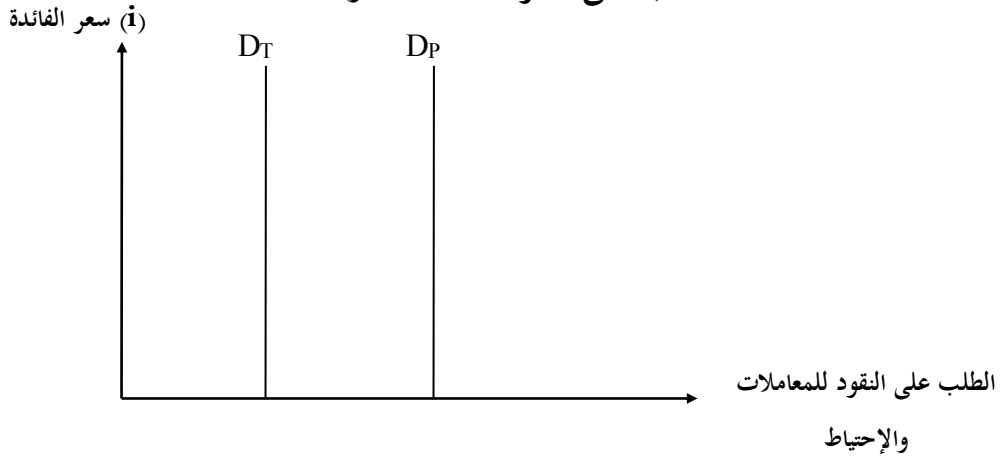


المصدر: بلعزوز بن علي، **محاضرات في النظريات والسياسات النقدية**، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2004، ص. 53.

بما أن دالة الطلب على النقود في هذا الإطار لا علاقة لها بسعر الفائدة من منظور "كينز"، فيمكن التعبير عن العلاقة بين هذا النوع من الطلب على النقود وبين سعر الفائدة بيانيا كما هو موضح في الشكل التالي:

شكل رقم (3)

حساسية الطلب على النقود للمعاملات والاحتياط لمعدلات الفائدة



المصدر: بلعزوز بن علي، **محاضرات في النظريات والسياسات النقدية**، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2004، ص. 53.

من خلال المنحنى نلاحظ عدم حساسية الطلب على النقود للمعاملات والاحتياط لتغير سعر الفائدة (i)، فمهما ارتفع سعر الفائدة سيبقى الطلب على النقود للغرضين السابقين ثابتا لا يتغير.

3- الطلب على النقود لأغراض المضاربة: يعتبر دافع المضاربة العامل الثالث المفسر للطلب على النقد في النظرية الكينزية[1]. ووفقا لهذا الدافع يحتفظ الأفراد بجزء من الدخل في شكل نقود سائلة لاستخدامها في أغراض المضاربة، أي للاستفادة من تذبذب أسعار الفائدة[2]، فالأفراد الذين يتوقعون حدوث قفزات كبيرة في أسعار السندات طويلة الأجل سوف يفضلون البقاء بعيدا عنها، ويحوزون نقودا بدلا من ذلك، وهم بذلك يتمكنون من منع التدهور في قيمة أصولهم التي تنشأ عن انخفاض أسعار السندات، وفي حال توقعهم لانخفاض أسعار الفائدة طويلة الأجل سوف يسعون إلى الحصول على المكاسب المتوقعة من حيازة السندات بدلا من النقود[3].

إذن الطلب على النقود لأغراض المضاربة يرتبط عكسيا مع سعر الفائدة، فتوقع ارتفاع سعر الفائدة إلى مستويات عالية، يجعل الأفراد يتوقعون انخفاضها ثانية، مما يعني أن توقع انخفاض سعر الفائدة سوف يؤدي إلى ارتفاع أسعار السندات، وهذا يجعل الأفراد يتجهون إلى حيازة السندات بدلا من النقود، تحسبا للحصول على عائد مرتفع، وعلى العكس من ذلك فإن سعر الفائدة المنخفض يغري حائزي الأصول لاختيار النقود بدلا من السندات، لأنهم يتوقعون ارتفاع سعر الفائدة، وبالتالي انخفاض أسعار السندات مستقبلا.

إذن، يمكن التعبير عن الطلب على النقود بالمعادلة التالية:

$$D_S = f(i)$$

حيث أن:

D_S : الطلب على النقود لغرض المضاربة؛

i : سعر الفائدة.

يمكن تمثيل المعادلة السابقة بالشكل البياني التالي:

---

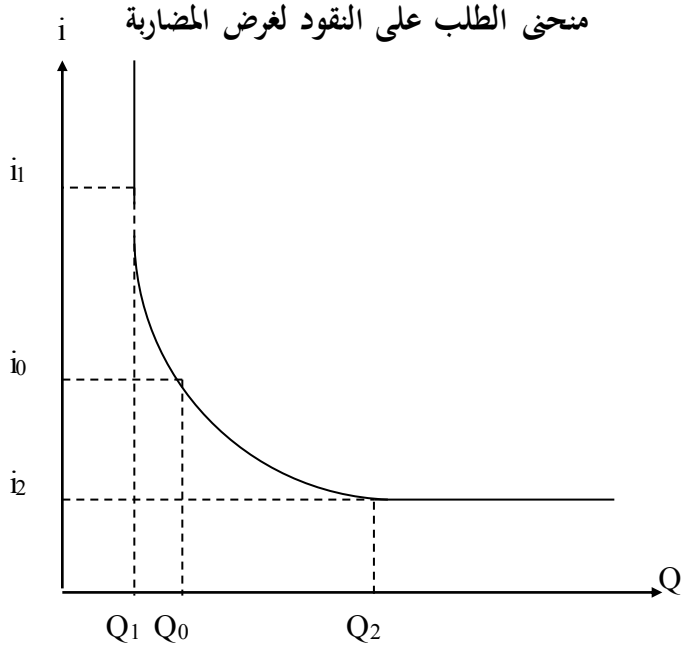
[1] محمد شريف إلمان، **محاضرات في النظرية الاقتصادية الكلية: الدوال الاقتصادية الكلية الأساسية (القطاع النقدي)**، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2003، ص. 246.

[2] J. Bailly et Autres, op.cit, p. 102.

[3] جمال خريس وآخرون، **النقود والبنوك**، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة، عمان، 2002، ص. 61.

شكل رقم (4)

منحنى الطلب على النقود لغرض المضاربة



المصدر: بلعزوز بن علي، **محاضرات في النظريات والسياسات النقدية**، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2004، ص. 54.

من الشكل يلاحظ أنه عند مستوى مرتفع جدا لسعر الفائدة، يتجه الأفراد والمشروعات إلى استثمار كل الأموال التي بحوزتهم في شراء السندات، ومن ثم يكون الطلب على النقود لدافع المضاربة عند هذا المستوى عديم المرونة، فيعبر عنه بخط مستقيم مواز للمحور الرأسي.

عندما يكون سعر الفائدة منخفضا جدا كما هو الحال عند (i_2)، يفضل الأعوان الاقتصاديون الاحتفاظ بأموالهم في صورة سيولة، فيكون الطلب على النقود حينئذ مرن مرونة لا نهائية بالنسبة لسعر الفائدة، فيكون منحنى دافع المضاربة خط مواز للمحور الأفقي، ويبين هذا الخط أنه لا يجد عنده الأفراد ورجال الأعمال أي فائدة من استثمار أرصدتهم السائلة في شراء السندات، وهي الحالة التي أشار إليها "كينز" بمصيدة السيولة La trappe de la liquidité.[1]

يلاحظ أن الدالة لا تتناقص بعد حد معين لسعر الفائدة، ويرجع ذلك إلى كون النقود والسندات ليست بدائل كاملة، فتوجد دائما نفقة معينة ينبغي تحملها في مقابل تحويل النقود إلى سندات، ومن ثم لا بد من توافر حد أدنى من العائد لإقناع من يريد إقراض أمواله بتحمل هذه النفقة[2].

[1] بلعزوز بن علي، مرجع سابق، ص. 55.

[2] المرجع السابق.

ثالثا: تحليل المدرسة النقدية للطلب على النقود

تعرضت النظرية الكينزية للعديد من الانتقادات بسبب عدم قدرتها على تفسير ظاهرة الكساد التضخمي التي شهدها النظام الرأسمالي آنذاك، ولذلك ظهرت أفكار جديدة حاولت الجمع بين أفكار المدرسة التقليدية والمدرسة الكينزية في محاولة للخروج من تلك الأزمة.

لقد قام "ميلتون فريدمان" بتطوير نظرية الطلب على النقود، والتي استعرضها في مقاله الشهير الذي نشر عام 1956 تحت عنوان "دراسات في نظرية كمية النقود"[1]، والتي أشار فيها إلى أن طبيعة النقود تختلف باختلاف استخدامها وسبب حيازتها وشروط التنازل عنها، وقد اعتبر فريدمان أن الطلب على النقود جزء من نظرية الثروة، والتي تهتم بتكوين الميزانية أو محفظة الأصول، فميز بين حائزي الأصول النهائيين الذين تمثل النقود بالنسبة لهم سلعة رأسمالية كالآلات والمخازن[2].

1- افتراضات النظرية النقدية: قامت هذه النظرية على الفرضيات التالية[3]:

- استقلال كمية النقود (عرض النقود) عن الطلب على النقود؛
- استقرار دالة الطلب على النقود؛
- رفض فكرة مصيدة السيولة عند بناء دالة الطلب على النقود.

2- دالة الطلب على النقود عند فريدمان: يرى "فريدمان" أن الطلب على النقود يتوقف على نفس الاعتبارات التي تحكم ظاهرة الطلب على السلع والخدمات، وأن الدافع الذي يدفع بالأفراد لطلب النقود، تتطلب دراسة وتحليل مفهوم الثروة والأسعار والفوائد من الأشكال الأخرى البديلة للاحتفاظ بالثروة في صورة سيولة، والأذواق أو ما يطلق عليه اصطلاح ترتيب الأفضليات.

وتعرف الثروة بأنها "مجموع الأصول التي يمكنها أن تحقق دخلا أو عائدا معينا"[4]، فهي إذن تشتمل على كافة عناصر الثروة البشرية وغير البشرية، أي أن الثروة عند "فريدمان" تشمل كل مصادر الدخل.

فمقدار الثروة الكلية هو مقدار معين ثابت في لحظة زمنية معينة، ومن ثم يمثل هذا المقدار القيد المفروض على حائزي الثروة عند توزيع هذه الثروة بين عناصرها المختلفة النقدية وغير النقدية[5].

---

[1] Henri Guitton et Gerard Bramoullé, **économie politique**, 13éme édition, Dalloz, Paris, 1984, p. 144.
[2] Jacque Henry David, **la politique monétaire**, Dunod, Paris 1974, p. 133.
[3] بلعزوز بن علي، مرجع سابق، ص. 65.
[4] المرجع السابق، ص. 67.
[5] Pascal Kouffmann et autres, op.cit, p. 54.

يمكن للثروة أن تتخذ الأشكال التالية:

أ- النقود: هي أكثر الأصول سيولة، لها عائد غير نقدي يتمثل في الراحة واليسر والأمان الذي توفره لحائزها في صورة السيولة، كما يمكن أن تحقق عائد نقدي، وذلك في حالة الفائدة المقررة على طلب الودائع النقدية من قبل البنوك، ويمكن قياس معدل العائد بالنسبة للنقود في هذه الحالة كما يلي:

معدل عائد النقود = سعر الفائدة على النقود ($\mathbf{i}$) + معدل التغير في القوة الشرائية للنقود ($\mathbf{P}$).

من المعادلة يلاحظ أن مستوى الأسعار (P) هو المتغير الحاسم والفعال والمؤثر على قيمة العائد الحقيقي بالنسبة للنقود، ولباقي أشكال الثروة؛

ب- السندات: وهي أصل من أصول الثروة تحقق عائدا لصاحبها يتمثل في سعر الفائدة الممنوح على السندات (R_b)، ويتوقف مقدار هذا العائد على المستوى العام للأسعار ومعدل التغير في سعر الفائدة[1]؛

ج- الأسهم: تعتبر الأسهم من الأصول المالية، وهي أحد أشكال الثروة. يأخذ العائد أو التدفق الناتج عن حيازتها الأشكال الثلاثة التالية[2]:

- عائد اسمي ثابت يسلم سنويا في حالة ثبات واستقرار الأسعار؛
- تغير قيمة العائد الاسمي الثابت نتيجة تغير مستوى الأسعار؛
- تغير في القيمة الاسمية خلال الفترة الزمنية، والذي يمكن أن يحدث نتيجة تغير سعر الفائدة أو مستويات الثمن.

وعليه يطلق "فريدمان" على الدخل المتحصل عليه من حيازة الأسهم بسعر فائدة الأسهم في السوق (R_e)، ومن ثم يمكن التعبير عن الدخل الاسمي الناتج عن حيازة الثروة في صورة أسهم بالمعادلة التالية:

الدخل الحقيقي للسهم خلال فترة زمنية = سعر فائدة السهم +(−) التغير في قيمة السهم خلال الفترة الزمنية +(−) التغير في قيمة مستوى الأسعار خلال نفس الفترة.

د- الأصول الطبيعية: نقصد بالأصول الطبيعية (العينية) حيازة الثروة على شكل بضائع مادية، وهي تمثل رأس المال المادي كالآلات والعقارات، ويتوقف التدفق الناتج عن حيازة هذه الأصول على المستوى العام للأسعار

[1] أحمد زهير شامية، مرجع سابق، ص. 219.

[2] بلعزوز بن علي، مرجع سابق، ص. 70.

ومعدل تغيرها، والإهتلاك الذي تتعرض له هذه الأصول، أي أن العائد على حيازة الأصول العينية يرتبط بالتغير المتوقع في قيمة الثمن في فترة زمنية معينة[1]، ويمكن أن نرمز لهذا العائد بالرمز: $1/p \times d_p/d_t$

حيث أن:

$1/p$: مقلوب المستوى العام للأسعار؛

d_p/d_t : معدل تغير الأسعار بالنسبة للزمن.

هـ – رأس المال البشري: من الصعوبة تحديد عائد رأس المال البشري، إلا أن هناك علاقة نسبية بين رأس المال البشري ورأس المال المادي، لذلك فإن الطلب على النقود بحسب هذه النظرية يعتمد على[2]:

– الثروة الكلية التي بحوزة الوحدات الاقتصادية؛

– أثمان وعوائد مكونات الثروة والبدائل الأخرى للاحتفاظ بالثروة؛

– الأذواق وترتيبات الأفضليات لحائزي الثروة.

يعد الدخل البشري تيارا متدفقا من الرصيد المتمثل في الثروة، لذلك فالدخل الدائم أو المتوقع* يتحدد بعدة عوامل منها: المهارة، المهنة، القابلية الشخصية، توقعات المستقبل، فضلا عن عوامل أخرى كعدد أفراد الأسرة وأعمارهم.

يمكن التعبير عن العائد من رأس المال البشري بالعلاقة:

العائد من رأس المال البشري = الثروة الكلية × معامل النسبة بين الثروة المادية والثروة غير المادية (y/p).

توصل "فريدمان" إلى نتيجة مفادها أن الشخص لا يوزع ثروته بين مختلف الأصول المكونة لها تبعا لعوائدها فقط، بل تحكمه كذلك اعتبارات أخرى تتعلق بالأذواق.

مما سبق يمكن صياغة دالة الطلب على النقود وفق "فريدمان" على الشكل التالي:

$$M = f\ (P,\ R_b, R_e, 1/P.\ d_p/d_t, w, v)$$

حيث أن:

M : كمية النقود المطلوبة؛

P : المستوى العام للأسعار؛

[1] المرجع السابق، ص. 71.

[2] ناظم محمد نوري الشمري، مرجع سابق، ص. 327.

* يختلف الدخل الدائم عن الدخل الجاري، لأن الأول يشتمل على التوقعات المرتبطة بالدخل المستقبلي.

R_b : عائد السندات؛

R_e : سعر فائدة السهم في السوق؛

$1/P$: مقلوب المستوى العام للأسعار؛

D_p/d_t : معدل تغير الأسعار بالنسبة للزمن (t)؛

W : معامل النسبة بين الثروة المادية إلى الثروة البشرية ($W = Y/P$)؛

V : معامل الأذواق وترتيب الأفضليات.

3- تقييم النظرية النقدية المعاصرة: كغيرها من النظريات، تميزت النظرية النقدية الحديثة بالعديد من المزايا والعيوب، نذكر منها:

أ- إيجابياتها: تتميز النظرية النقدية المعاصرة لفريدمان بعدة إيجابيات منها:

- تعتبر النظرية النقدية المعاصرة أكثر عمقا من النظرية النقدية الكلاسيكية، حيث يرى فريدمان بأنه ليس بالضرورة زيادة الكتلة النقدية ستؤدي إلى ارتفاع الأسعار، وإنما ستؤدي إلى ارتفاع في الإنتاج كما أقر ذلك كينز، إلا أن الاختلاف بينهما في السياسة المستعملة لذلك، فكينز ركز على السياسة المالية أما فريدمان فركز على السياسة النقدية؛

- أثبتت النظرية النقدية المعاصرة بأن التضخم ظاهرة نقدية بحتة موجودة في كل مكان وزمان، وبالتالي يجب اتباع السياسات الاقتصادية الملائمة لضبط الكتلة النقدية بما يتناسب والناتج الحقيقي؛

- توسعت النظرية النقدية المعاصرة في التحليل الاقتصادي من خلال استعمال أدوات إحصائية أكثر دقة من تلك المستعملة في التحليل الكلاسيكي؛

- لم يتحيز مفكري المدرسة النقدية المعاصرة لفكر معين سواء الكلاسيكي أو الكينزي، وإنما أخذوا من النظريتين بما يتناسب والتحليل الواقعي لتلك الفترة، ولو أن التحليل النقدي لفريدمان يميل إلى التحليل الكلاسيكي أكثر من التحليل الكينزي؛

- إدخال النظرية النقدية المعاصرة عدة بدائل للنقود، حيث اعتبرها أصلا للنقود، وبذلك توسع أكثر في دوافع تفضيل السيولة مقارنة بالنظرية الكلاسيكية (دافع المعاملات والاحتياط)، والنظرية الكينزية (دافع المعاملات والاحتياط ودافع المضاربة)

ب- العيوب: تعرضت النظرية النقدية المعاصرة لفريدمان لعدة انتقادات كبقية النظريات التي سبقتها، والتي يمكن تلخيصها فيما يلي:

– إهمال سعر الفائدة، حيث يرى فريدمان بأن الطلب على النقود غير حساس لسعر الفائدة، وهذا يتناقض والواقع التجريبي؛

– ضعف الصياغة النهائية لدالة الطلب على النقود، فبالرغم من أن هذه الصيغة تعطي إضافة لما جاء به الكلاسيك وكينز، إلا أنها ذات جانب تحليلي، وهي بعيدة نوعا ما عن التطبيق العملي، وذلك لإهمالها بعض المتغيرات المؤثرة في الطلب على النقود لسعر الفائدة؛

– صعوبة تطبيق دالة الطلب على النقود عند فريدمان على أرض الواقع، وذلك لكثرة المتغيرات المفسرة وتداخلها فيما بينها، فلا يمكن التمييز بين المتغير التابع والمتغير المستقل.

الفصل الخامس:
السياسة النقدية

الأهداف التعليمية:

- يتمكّن الطالب من التحديد الدقيق لمفهوم السياسة النقدية.
- التعرّف على الأنواع المختلفة للسياسة النقدية (الانكماشية، التوسعية وذات الاتجاه المختلط)
- يتمكّن الطالب من التعرّف على أهداف السياسة النقدية.
- يتمكّن الطالب من التعرّف على أدوات السياسة النقدية (الأدوات الكمية، الأدوات الكيفية وأدوات الرقابة المباشرة)
- يتمكّن الطالب من التعرف على إستراتيجية ممارسة السياسة النقدية.

محتوى الفصل:

أولا: تعريف السياسة النقدية

ثانيا: أنواع السياسة النقدية

ثالثا: أهداف السياسة النقدية

رابعا: أدوات السياسة النقدية

خامسا: إستراتيجية ممارسة السياسة النقدية

تمهيد:

تؤدي الحكومة دورا هاما في التأثير على مجريات النشاط الاقتصادي من خلال السياسات الاقتصادية التي تنفذها، ويأتي هذا الدور عبر آلية التدخل، سواء كان ذلك بشكل مباشر أو غير مباشر، وتعد السياسة النقدية واحدة من أهم الأدوات المستخدمة من قبل السياسة الاقتصادية، والتي تسعى إلى إقامة الظروف النقدية والائتمانية الهادفة إلى إيجاد بيئة اقتصادية مستقرة، من خلال معالجة المشاكل الاقتصادية سواء تلك الناتجة عن المتغيرات النقدية، أو الناتجة عن أسباب اقتصادية أخرى، كالتضخم والبطالة والركود الاقتصادي وغيرها.

أولا: تعريف السياسة النقدية

تعرف السياسة النقدية بأنها تلك السياسة ذات العلاقة بالنقود والجهاز المصرفي، والتي تؤثر في عرض النقود من أجل التحكم في القدرة الشرائية للمجتمع[1].

كما تعرف أيضا بأنها مجموعة الإجراءات والتدابير المتعلقة بتنظيم عملية الإصدار النقدي، والرقابة على الائتمان بصورة لا يمكن معها الفصل بين النقد والائتمان في التأثير الذي تمارسه تلك الإجراءات والتدابير على حركات الأسعار[2].

وتعرف أيضا بأنها مجموعة الإجراءات التي تتخذها الدولة من أجل إدارة كل من النقد والائتمان والسيولة العامة للاقتصاد[3].

كما يمكن تعريفها أيضا بأنها مجموعة من القواعد والوسائل والأساليب والإجراءات والتدابير التي تقوم بها السلطة النقدية للتأثير (التحكم) في عرض النقود، بما يتلاءم مع النشاط الاقتصادي لتحقيق أهداف اقتصادية معينة، خلال فترة زمنية معينة[4].

كما تعرف بأنها مجموع الإجراءات التي تهدف إلى تسيير الكتلة النقدية وأسعار الفائدة بغرض المحافظة على استقرار النشاط الاقتصادي[5].

---

[1] عارف حمو وآخرون، **مبادئ الاقتصاد**، مطابع النشر، عمان، 1993، ص. 190.

[2] Marie Delaplace, op.cit, p. 103.

[3] Andrey Chouchane – verdier, **Leberalisation Financière et croissance économique: le cas de L'Afrique subsaharienne**, Harmattan, 2001, Paris, p. 53.

[4] عبد المطلب عبد الحميد، **السياسات الاقتصادية على مستوى الاقتصاد القومي: تحليل كلي**، مجموعة النيل العربية، القاهرة، 2003، ص. 90.

[5] carole Sexton et Dat Vavan, op.cit, p. 258.

من خلال ما سبق يمكن القول بأن السياسة النقدية هي مجموعة الإجراءات التي تتخذها السلطة النقدية في المجتمع بغرض الرقابة على الائتمان والتأثير عليه، بما يتفق وتحقيق الأهداف الاقتصادية التي تصبوا إليها الحكومة.

فالنقود لا تدير نفسها بنفسها، بل يجب أن تتدخل السلطة النقدية في الدولة لإدارة النقود وتوجيهها لبلوغ الهدف أو الأهداف التي تسعى لتحقيقها الدولة، عن طريق إتباع السياسة النقدية التي تعكس تلك الأهداف، وتحدد بالتالي الهدف من السياسة النقدية، وكيفية استخدام الأدوات النقدية لتحقيق الغاية التي تصبوا إليها الحكومة.

ثانيا: أنواع السياسة النقدية

يمكن التمييز بين ثلاثة أنواع من السياسة النقدية: السياسة النقدية التوسعية، السياسة النقدية الانكماشية والسياسة النقدية ذات الاتجاه المختلط.

1- السياسة النقدية التوسعية:

هي تلك السياسة التي يقوم فيها البنك المركزي بموجب صلاحياته بزيادة حجم العرض النقدي، وذلك بنسبة أكبر من كمية السلع المعروضة بهدف زيادة حجم وسائل الدفع وتسريع وتيرة النشاط الاقتصادي، حتى لو أدى ذلك إلى معدل تضخمي مقبول وزيادة في الأسعار. إلا أن إتباع هذه السياسة يؤدي إلى زيادة الطلب الاستثماري وتحقيق التشغيل الكامل، ومن الأدوات التي يستخدمها البنك المركزي لتنفيذ هذه السياسة تخفيض سعر الفائدة بهدف تشجيع الائتمان[1].

لكن الملاحظ أن تخفيض سعر الفائدة بهدف تشجيع الاستثمار لا ينتج أثره إذا اقترب منحنى الكفاية الحدية لرأس المال من الصفر (مصيدة السيولة)، ففي هذه الحالة ومهما بلغ الانخفاض في معدلات الفائدة ولو اقترب من الصفر فإن هذا لن ينتج عنه أي رفع للاستثمار، وعلى هذا الأساس ألقى كينز الكثير من الشك حول فعالية السياسة النقدية في أوقات الكساد، حيث يكون الطلب على النقود غير مستقر، وتغيرات أسعار الفائدة لا تشكل التأثير الكبير على الاستثمار.

2- السياسة النقدية الانكماشية: تنفذ هذه السياسة عن طريق رفع سعر الفائدة وتقييد الائتمان وتشجيع المواطنين على الادخار، وبالتالي الإقلال من حجم وسائل الدفع وكبح جماح التضخم لتثبيت الأسعار وعدم

[1] حسين بني هاني، مرجع سابق، ص. 153.

المطالبة بزيادة الأجور، إلا أن هذه السياسة قد تضر بالاقتصاد الوطني إن لم تكن مدروسة بما فيه الكفاية، ذلك أن هذه السياسة قد تزيد من عبء دين المشاريع والشركات والتي قد تجد نفسها غير قادرة على المنافسة في الأسواق الخارجية نتيجة لارتفاع تكاليف الإنتاج[1].

3- السياسة النقدية ذات الاتجاه المختلط: جرى الاتفاق على أن هذه السياسة تناسب البلدان النامية التي تعتمد في الغالب على الزراعة الموسمية أو على تصدير المواد الأولية إلى الخارج (أي الدول أحادية المورد)، في هذه الحالة يتبع البنك المركزي سياسة مرنة، بحيث يزيد من حجم وسائل الدفع في مرحلة بدء الزراعة وتمويل زراعة المحاصيل مثلا، ويقلل من حجم وسائل الدفع في مرحلة بيع المحاصيل في محاولة منه لضبط التضخم[2].

ثالثا: أهداف السياسة النقدية

للسياسة النقدية أهداف متعددة تختلف أهميتها بحسب درجة التطور في الدولة التي تنفذها، وبصفة عامة تتمثل أهدافها في تحقيق ما يلي:

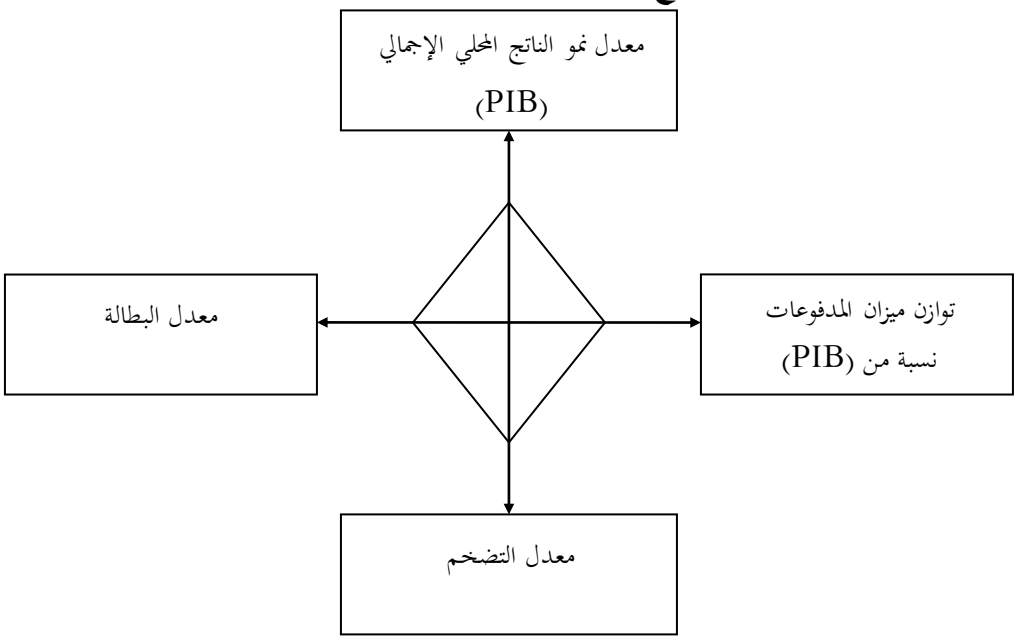
- الاستقرار في المستوى العام للأسعار (ضبط معدل التضخم)؛
- تحقيق العمالة الكاملة؛
- تحقيق معدل عال من النمو للاقتصاد الوطني؛
- تحقيق توازن ميزان المدفوعات.

[1] المرجع السابق.

[2] المرجع السابق، ص. ص. 153-154.

شكل رقم (5)

المربع السحري لكالدور "N. Kaldor"



Source: Marie De Laplace, **Monnaie et financement de l'économie**, Dunod, Paris, 2003, P.118.

1- تحقيق الاستقرار في المستوى العام للأسعار: لا يعد الاهتمام بارتفاع الأسعار أمرا حديث النشأة، فالعقود القليلة الماضية شهدت اهتماما متزايدا من قبل صانعي السياسات الاقتصادية بالعمل على تحقيق استقرار نسبي في المستوى العام للأسعار، تفاديا للآثار الاقتصادية والاجتماعية للتضخم.

لقد أصبح هدف تحقيق الاستقرار في المستوى العام للأسعار أحد أهم أهداف السياسة النقدية، فجميع الدول تسعى إلى ضبط معدل التضخم والتحكم فيه[1]، لما تخلفه هذه الظاهرة من آثار سلبية تتمثل أساسا في نشر حالة عدم التأكد في الاقتصاد، الأمر الذي يعوق عملية النمو الاقتصادي. فالارتفاع المستمر في المستوى العام للأسعار يزيد من صعوبة عملية اتخاذ القرار من قبل المستهلكين والوحدات الإنتاجية والحكومية[2].

إن اللّجوء للسياسة النقدية لعلاج مشكلة التضخم يعني أن هناك علاقة وثيقة بين عرض النقود ومستوى الأسعار مع ثبات العوامل الأخرى، ولقد أكد فريدمان في اللّجنة الاقتصادية للكونجرس الأمريكي سنة 1959

[1] James Tobin, **Monetary Policy**, the concise encyclopedia of economics, www. Eonlib.org/library/enc/monetarypolicy.html

[2] محمود يونس وكمال أمين الوصال، **نقود وبنوك وأسواق مالية**، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2005، ص. 321.

أنه من الصعوبة ضبط الأسعار المحلية دون ضبط معدل زيادة كمية النقود، وأنه لا توجد دولة في العالم استطاعت التغلب على مشكلة التضخم دون اللّجوء إلى خفض معدل الزيادة في كمية النقود[1].

إن تثبيت معدل نمو النقود قد يكون سهلا في الدول المتقدمة نظرا لوجود اقتصاد نقدي متطور وجهاز مصرفي أيضا متقدم، وتوافر الأسواق المالية والنقدية التي تتيح الفرصة لتطبيق أدوات السياسة النقدية بشكل ملائم، ولكن الأمر يختلف عنه في الدول النامية نظرا لضيق السوق المالية والنقدية واعتماد اقتصادها على اقتصاد المديونية[2].

إن في استعمال السياسة النقدية لمحاربة التضخم أو استقرار الأسعار ميزة، بحيث أن آثارها على تقييد عرض النقود وتقييد الائتمان سوف يتم الشعور بها بدرجات متساوية لدى الهيئات والأفراد، ثم إن آثارها هذه لا تبدوا واضحة على الأفراد، وإنما تكون مختفية إذا ما قورنت بالسياسة المالية في محاربة التضخم واستقرار الأسعار، لأن هذه الأخيرة تقوم على أساس تحقيق فائض في الإنفاق الحكومي في أوقات التضخم، بينما يعبر الأفراد عن رغبتهم دائما في خفض الدين العام للحكومة، والوسيلة الوحيدة لتحقيق ذلك هي زيادة الضرائب أو خفض الإنفاق الحكومي، وهذين الإجراءين لا يتمتعان بأية استجابة من طرف الأفراد. وهكذا تتمتع السياسة النقدية بميزة تقبل الأفراد لها نظرا لاختفاء الآثار عليهم أثناء عملية ضبط التضخم[3].

لم يعرف الاقتصاد الجزائري هدف استقرار الأسعار للسياسة النقدية إلا في السنوات الأخيرة بعد صدور قانون النقد والقرض 90-10، أي بعد سنوات الإصلاح الاقتصادي ومنها الإصلاح النقدي، وأصبح الهدف هو التحكم في معدل التضخم حتى تم تخفيضه[4].

2- تحقيق العمالة الكاملة: تسعى معظم دول العالم إلى تحقيق العمالة الكاملة، والعمالة الكاملة كمفهوم تعرف بأنها مستوى العمالة الذي يتحقق من الاستخدام الكفء لقوة العمل المدنية، مع السماح لمعدل عادي من البطالة، ينتج أساسا من التغيرات الديناميكية والظروف الهيكلية للبنيان الاقتصادي، وكمثال على ذلك نجد

[1] عبد المطلب عبد الحميد، مرجع سابق، ص. 92.

[2] صالح مفتاح، مرجع سابق، ص. 136.

[3] المرجع السابق، ص. 136-137.

[4] المرجع السابق، ص. 137.

الاقتصاد الأمريكي الذي تتحقق فيه العمالة الكاملة عندما تصل نسبة العمالة إلى 94-95% من إجمالي قوة العمل[1].

بصفة عامة، تتحقق العمالة الكاملة عندما يكون لكل شخص لديه مهارة ويرغب في العمل منصب عمل. وتظهر أهمية العمالة الكاملة في أنها وسيلة وليست غاية، لأن الوصول إلى تحقيق العمالة الكاملة هو الوصول إلى إنتاج السلع والخدمات التي يحتاجها المجتمع ويطلبها، ولذلك تبقى العمالة الكاملة هدفا طويل الأجل ترسمه الحكومات وتسعى جاهدة للوصول إليه، نظرا لما للبطالة من أضرار على الاقتصاد، فهي تعبر عن هدر في طاقات المجتمع الإنتاجية وضياع في موارد الإنتاج، وكلما زاد انتشارها كلما قلت فرصة تعظيم النمو الاقتصادي، كما أن لها سلبيات اجتماعية أخرى كالإحباط والفشل لدى الأفراد العاطلين عن العمل[2].

إن الوصول إلى العمالة الكاملة يمكن أن يتحقق عن طريق[3]:

أ- تعبئة الموارد المالية تعبئة فعالة: وذلك بتحفيز الأفراد وترغيبهم على وضع مدخراتهم في البنوك المحلية، تمهيدا لتوجيهها وجهة إنتاجية لاستغلال الطاقات الإنتاجية المعطلة في المشاريع الاستثمارية القائمة، ولا شك أن العمل على إقامة سوق مالية ونقدية متطورة، وتفعيل دور الجهاز المصرفي، سيكون له أكبر الأثر في تعبئة الموارد المالية؛

ب- تعبئة الموارد البشرية: وذلك من خلال العمل على تمويل أصحاب الأفكار والمواهب المبدعة، والمبادرات الصناعية عن طريق توفير رؤوس الأموال اللازمة لهم، ليتمكنوا من بدء نشاطهم الإنتاجي بشروط معقولة، تتيح لهم تسديد المال الذي حصلوا عليه دون إرهاق والحصول عليه دون مشقة، ويمكن تحقيق ذلك بتوفير أشكال مختلفة من التسهيلات الائتمانية، مثل الضمان الجزئي أو الكلي للقروض، ويتم ذلك من خلال وجود جهاز مصرفي نشط وفعال.

مما تقدم نستنتج أن للسياسة النقدية دور مهم في تحقيق العمالة وتخفيض البطالة عن طريق تقوية الطلب الفعال، فعندما تقوم السلطات النقدية بزيادة العرض النقدي وتخفيض معدلات الفائدة، يقبل رجال الأعمال على الاستثمار فتنخفض البطالة، وبالتالي زيادة الاستهلاك ثم زيادة الدخل.

---

[1] جيمس جوارتيني و ريجارد استروب، **الاقتصاد الكلي: الاختيار العام والخاص**، ترجمة عبد الفتاح عبد الرحمان وعبد العظيم محمد، دار المريخ، الرياض، 1999، ص. 207.

[2] صالح مفتاح، مرجع سابق، ص. 137.

[3] حسين بني هاني، مرجع سابق، ص. 143.

ما يؤخذ على السياسة النقدية بحسب النقدويين أنها لا يمكنها تخفيض معدل البطالة بشكل دائم، لأنها تفشل في تحقيق ذلك في الأجل الطويل، كما أنها ستكون سببا في انتشار التضخم، وأن التغيرات في كمية النقود ذات آثار هامة في الأجل القصير على الإنتاج والعمالة[1].

بالنسبة للاقتصاد الجزائري، لم يكن تحقيق العمالة الكاملة ضمن الأهداف المعلنة للسياسة الاقتصادية سواء في مرحلة التسيير المركزي أو بعد الإصلاحات الاقتصادية سنة 1988، وإنما كان من ضمن الأهداف العامة للتنمية الاقتصادية، وتنفيذ المخططات العامة، وخاصة في ظل نظام التسيير المركزي، أما بعد الإصلاحات فقد كان ضمن برامج الحكومات، ولكن في شكل حلول جزئية تسعى إلى التخفيف من حدة البطالة فقط[2].

3- تحقيق معدل نمو مرتفع: يعرف النمو الاقتصادي بأنه الزيادة طويلة الأجل في نصيب الفرد من الدخل الحقيقي، فإذا تزايد نصيب الفرد من الدخل بعد أن يخرج الاقتصاد من الكساد فإن هذه الزيادة تعتبر دورية، ومن ثم لا يعتبر ذلك نموا اقتصاديا[3]. ويعبر عن النمو الاقتصادي بنصيب الفرد من الدخل، وحتى إذا زاد الدخل فإن هذه الزيادة يجب أن تكون أسرع من الزيادة السكانية لكي يحدث النمو الاقتصادي.

وفي هذا الإطار يجدر بنا التمييز بين النمو الاقتصادي والتنمية الاقتصادية، فالمقصود بالنمو الاقتصادي هو الزيادة المستمرة في نصيب الفرد من الدخل، فعندما يزيد دخل الفرد في الدول المتقدمة مثل الولايات المتحدة الأمريكية فإن هذا يعني حدوث النمو الاقتصادي، بينما تحدث التنمية الاقتصادية عندما يرتفع نصيب الفرد من الدخل في الدول الأقل نموا بالإضافة إلى التحول الاقتصادي في المجتمع[4].

إذن تهدف التنمية الاقتصادية إلى تحقيق الأهداف الأساسية التالية[5]:

- القضاء على الفقر وعلاج أسبابه؛
- تحسين نوعية المعيشة؛
- دعم القدرة على النمو.

[1] صالح مفتاح، مرجع سابق، ص. 138.

[2] المرجع السابق، ص. ص. 138-139.

[3] مايكل ابدجمان، مرجع سابق، ص. 455.

[4] المرجع السابق.

[5] صالح مفتاح، مرجع سابق، ص. 139.

يرتبط هدف تحقيق النمو الاقتصادي بهدف تحقيق التوظيف الكامل، فالنمو الاقتصادي هو وحده القادر على امتصاص الزيادة أو الفائض في عنصر العمل، لذلك تعمل السلطات النقدية على تحقيق معدل نمو مستمر يتناسب وتشغيل الإضافات السنوية في الأيدي العاملة الجديدة والعاطلة سابقا.

يرى فريدمان أن وضع معدل عال للنمو الاقتصادي كهدف محدد أو مرغوب فيه ليس بالأمر الصائب، وذلك في قوله: "ليست هناك طريقة في المجتمعات الحرة للقول مقدما أن هناك معدلا محددا للنمو ترغبه أو تحتاج إليه، أو القول أن هناك معدل عال وآخر منخفض، ولكن معدل النمو هو الناتج الكلي لكل مجهودات الأفراد الذين نجحوا في تحقيق طموحاتهم بالمعدل السليم".

ومن أجل تحقيق هدف النمو الاقتصادي تقوم السياسة النقدية بالتأثير على معدل الائتمان، من خلال التوسع الائتماني في المعروض النقدي، حتى يمكن الوصول إلى مرحلة الانطلاق التي تضع الاقتصاد في طريق النمو السريع، ولكن هناك عوامل أخرى غير نقدية يجب توافرها لتحقيق هذا المعدل المرتفع، كتوافر الموارد الطبيعية والقوى العاملة الكفأة، وتوافر عوامل وظروف سياسية واجتماعية ملائمة، ولذلك فإن دور السياسة النقدية يجب أن يعمل بالتنسيق مع هذه العوامل، وكذلك مع سياسة مالية ملائمة غير مناقضة لدور السياسة النقدية.

بالنسبة للاقتصاد الجزائري، كانت التنمية الاقتصادية هدفا لكل السياسات الاقتصادية بصفة عامة، أما بالنسبة للسياسة النقدية فلم يكن هدف النمو واضحا فيها، ولكنه يمارس ضمنيا من خلال دور السلطات النقدية التي تقوم بالتوسع الائتماني لتوفير التمويل اللازم للأفراد والمؤسسات[1].

4- تحقيق توازن ميزان المدفوعات: يلخص ميزان المدفوعات كل المعاملات الاقتصادية بين القطاع العائلي والأعمال والقطاع الحكومي لدولة معينة وبقية العالم الخارجي خلال فترة زمنية معينة، وتشمل المعاملات الصادرات والواردات والنفقات المختلفة لرأس المال. وتقيد الصادرات في الجانب الدائن من ميزان المدفوعات باعتبارها بنودا موجبة، إذ أنها تؤدي إلى زيادة المتحصلات، أما الواردات فتقيد في الجانب الدائن من ميزان المدفوعات باعتبارها بنودا سالبة، إذ يترتب عليها مدفوعات للخارج، وعندما يتدفق رأس المال من بلد ما إلى بقية أنحاء العالم فإن التدفقات تقيد في الجانب المدين باعتبارها بنود سالبة، إذ أن هذه التدفقات تمثل مدفوعات، أما حين تتدفق رؤوس الأموال من بقية أنحاء العالم إلى هذا البلد فإنها تقيد في الجانب الدائن باعتبارها بنودا موجبة،

[1] المرجع السابق.

حيث أنها تمثل متحصلات[1]، وتعمل الدول على توازن الجانبين في جميع الأحوال حتى يتساوى الطرف الدائن (المتحصلات) مع الطرف المدين (المدفوعات للخارج).

هناك اختلاف بين الاقتصاديين في نظرتهم إلى تحديد السياسة الواجب إتباعها لتحقيق التوازنين، فالتوازن الداخلي للاقتصاد يختلف عن التوازن الخارجي، فيمكن أن يتحقق التوازن الداخلي عند الوصول إلى العمالة الكاملة مع المحافظة على استقرار المستوى العام للأسعار، أما التوازن الخارجي فيتحقق عند توازن ميزان المدفوعات للبلد، وإذا نشأ تناقض بينهما فإن التوازن الداخلي يأخذ عادة الأولوية على التوازن الخارجي. ومع وجود هدفين، فإنه من الضروري عادة توافر أداتين من أدوات السياسة الاقتصادية كحد أدنى لتحقيق كلا الهدفين بالكامل، وكل أداة ينبغي أن تتزاوج مع الهدف الذي تكون فيه أكثر فعالية[2]، ويرى بعض الاقتصاديين أن السياسة المالية تنجح في تحقيق التوازن الداخلي، بينما تنجح السياسة النقدية في تحقيق التوازن الخارجي.

وتختلف سياسات الدول في استعمال السياسة النقدية لتجنب الاختلالات النقدية، لأن الأمر يتعلق أيضا بعلاقة السياسة النقدية بسعر الصرف وحركة رؤوس الأموال، فإذا كانت السياسة النقدية تستهدف التضخم فإن سعر الصرف لا يمكن استخدامه لتحقيق أهداف خاصة بالحساب الجاري مثلا (وإن كان في الوسع استخدام السياسة المالية للتأثير على حجم الادخار والاستثمار لتحقيق مثل هذه الأهداف)، وبالعكس إذا كان سعر الصرف يستهدف تحقيق أهداف خاصة بالحساب الجاري، أو إذا كان سعر الصرف ثابتا فإن السياسة النقدية لن تكون مستقلة بما فيه الكفاية لتصلح كأداة لتحقيق الاستقرار الداخلي، أو لإدارة نتائج تدفق رؤوس الأموال قصيرة الأجل.

كما أن هناك من الاقتصاديين من يرى أنه يجب على السلطات النقدية إتباع إجراءات تصحيحية لاختلال ميزان مدفوعاتها، كلما كانت الدولة تمتلك احتياطات نقدية صغيرة، وليست لها القدرة الكافية للحصول على قروض من الخارج بشروط ميسرة، وبالتالي فإن نظام التعويم في هذه الحالة أكثر ملاءمة، وكلما كانت الدولة تمتلك احتياطات نقدية كبيرة انخفضت الحاجة إلى اتخاذ إجراءات تصحيحية، لذلك فنظام التثبيت يعتبر أكثر ملاءمة مع أوضاعها[3].

[1] مايكل ابدجمان، مرجع سابق، ص. 33.

[2] صالح مفتاح، مرجع سابق، ص. 141.

[3] المرجع السابق.

وعليه، يمكن أن تساهم السياسة النقدية في إصلاح وتخفيض العجز في ميزان المدفوعات عن طريق قيام البنوك المركزية برفع سعر إعادة الخصم، فيؤدي هذا بدوره إلى قيام البنوك التجارية برفع أسعار الفائدة على القروض، ويؤدي رفع أسعار الفائدة إلى تقليل حجم الائتمان والطلب المحلي على السلع والخدمات، مما يخفض من حدة ارتفاع المستوى العام للأسعار داخل الدولة، ويؤدي خفض مستويات الأسعار الداخلية (المحلية) إلى تشجيع صادرات الدولة وإلى تقليل إقبال المواطنين على شراء السلع الأجنبية، ومن ناحية أخرى يؤدي ارتفاع أسعار الفائدة داخليا إلى إقبال الأجانب على إيداع أموالهم بالبنوك الوطنية، وبالتالي إلى دخول مزيد من رؤوس الأموال إلى الدولة مما يساعد على تقليل العجز في ميزان المدفوعات.

وهكذا نجد أن تقليل كمية النقود الائتمانية داخل الاقتصاد الوطني ورفع أسعار الفائدة يلعب دورا كبيرا في خفض العجز في ميزان المدفوعات، إلا أن آثار هذه الإجراءات لا تتم بنفس الدرجة في كل حالة تطبق فيها، وإنما يعتمد الأمر على كثير من الظروف والعوامل الأخرى[1].

5- التناقض بين الأهداف: رغم أن كثيرا من الأهداف السابقة متناسقة مع بعضها البعض، مثل هدف العمالة المرتفعة مع النمو الاقتصادي، أو استقرار سعر الفائدة مع استقرار الأسواق المالية، لكن هذا التناسق لا يتحقق دائما، فهدف استقرار المستوى العام للأسعار قد يتعارض مع هدف استقرار سعر الفائدة ومستوى العمالة المرتفع في الأجل القصير، فعندما يكون الاقتصاد في حالة رواج وبطالة منخفضة فإن التضخم وأسعار الفائدة قد تبدأ في الارتفاع، وإن أقدم البنك المركزي على منع ارتفاع سعر الفائدة من خلال شراء السندات فسوف يرتفع السعر السوقي للسندات، وبالتالي ينخفض سعر الفائدة السوقي.

ولكن من ناحية أخرى، فإن عمليات الشراء من السوق المفتوحة تسبب زيادة في القاعدة النقدية، ومن ثم زيادة العرض النقدي، وهذا قد يرفع معدل ارتفاع المستوى العام للأسعار أي يثير التضخم[2]. ثم إذا أراد البنك المركزي أن يخفض معدل نمو العرض النقدي لكي يمنع التضخم في الفترة القصيرة، فإن كلا من سعر الفائدة ومعدل البطالة قد يزيد، فالتعارض بين الأهداف قد يضع البنك المركزي في مواقف صعبة[3].

---

[1] عبد المطلب عبد الحميد، مرجع سابق، ص. 93.

[2] أحمد أبو الفتوح الناقة، **نظرية النقود والبنوك والأسواق المالية**، مدخل حديث للنظرية النقدية والأسواق المالية، الطبعة الأولى، مكتبة ومطبعة الإشعاع الفنية، الإسكندرية، 2002، ص. ص. 132-133.

[3] بلعزوز بن علي، مرجع سابق، ص. 116.

رابعا: أدوات السياسة النقدية

يقوم البنك المركزي باعتباره يقف على قمة الجهاز المصرفي، باستخدام وسائل مختلفة للتحكم في حجم الكتلة النقدية المتداولة تحقيقا لأهداف السياسة النقدية، وهذه الوسائل إما أن تكون كمية تستهدف التأثير في حجم النقد بصفة عامة والائتمان المصرفي بصفة خاصة، أو نوعية تستهدف التأثير في نوع الائتمان ووجهته، أو وسائل مباشرة يلجأ إليها البنك المركزي عند عدم قدرة الأساليب الكمية والكيفية لتحقيق الأهداف المرجوة.

1- الأدوات الكمية:

توجه وسائل الرقابة الكمية إلى التأثير في كمية أو حجم الائتمان الذي تقدمه البنوك، بغض النظر عن مجالات استخدامه، ويتخذ هذا النوع من الرقابة سبيله إلى ذلك عن طريق التأثير على حجم السيولة، التي بحوزة النظام المصرفي ما يؤثر بصفة غير مباشرة على الحجم الكلي لقروض البنوك[1]، و تتمثل هذه الوسائل الكمية في أداة معدل إعادة الخصم، أداة السوق المفتوحة وتغيير نسبة الاحتياطي الإجباري.

أ- أداة معدل إعادة الخصم:

يطلق عليه سعر البنك، وهو سعر الفائدة الذي يتقاضاه البنك المركزي نظير إعادة خصمه الأوراق التجارية التي تقدمها البنوك التجارية لخصمها، والاقتراض منه بصفته الملجأ الأخير للإقراض[2]، وتعتبر هذه الوسيلة من أقدم وسائل الرقابة غير المباشرة، حيث استخدمه بنك انجلترا أول مرة سنة 1839[3]. وتقوم البنوك التجارية عادة بالاقتراض من البنك المركزي في الحالات التالية[4]:

- في حال حصول عمليات سحب غير متوقعة من الحسابات الجارية، حيث تؤدي إلى انخفاض احتياطات البنك التجاري دون مستوى الاحتياطي القانوني الذي يفرضه البنك المركزي، مما يضطر البنك إلى الاقتراض لتعزيز احتياطاته ورفعها إلى المستوى المطلوب؛
- في حال حصول طلب غير متوقع على القروض نتيجة لزيادة النشاط الاقتصادي.

---

[1] حسين كمال فهمي، **أدوات السياسة النقدية التي تستخدمها البنوك المركزية في اقتصاد إسلامي**، البنك الإسلامي للتنمية، بحث رقم 63، المملكة العربية السعودية، 2006، ص. 15.

[2] زكريا الدوري ويسرى السامرائي، **البنوك المركزية والسياسات النقدية**، دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع، الأردن، 2006، ص. 193.

[3] غازي عناية، **التضخم المالي**، الطبعة الثانية، دار الشهاب، باتنة، 1986، ص. 131.

[4] جمال بن دعاس، مرجع سابق، ص. 173.

وفي الحالتين نلاحظ أن اقتراض البنك التجاري من البنك المركزي يؤدي إلى زيادة احتياطاته النقدية، وبالتالي زيادة حجم الودائع لدى الجهاز المصرفي مما يعني إمكانية مضاعفة الائتمان عن طريق خلق النقود. ومعدل إعادة الخصم وسيلة يستعملها البنك المركزي إما لتشجيع جهود البنوك التجارية للاقتراض منه أو تثبيطها، فإذا رأى أن عرض النقد أكثر من الحجم المناسب لتحقيق أهداف السياسة النقدية رفع سعر الخصم لديه، فتمتنع البنوك التجارية عن الاقتراض منه ويتقلص حجم الودائع النقدية وينخفض عرض النقد، مما يضطر البنوك التجارية إلى رفع أسعار الفائدة على قروضها لعملائه، وبذلك يقل الطلب على الائتمان المصرفي، أما إذا رأى أن حجم المعروض النقدي أقل من حجم النشاط الاقتصادي، مما قد يؤدي إلى حدوث انكماش اقتصادي، فإن البنك المركزي يخفض من سعر إعادة الخصم لتشجيع البنوك التجارية على الاقتراض منه، مما يؤدي إلى زيادة عرض النقد في الجهاز المصرفي. ويستعمل البنك المركزي هذه السياسة للتأثير على الاحتياطات النقدية لدى البنوك التجارية باستخدام إحدى الوسيلتين:

– تحديد الشروط الواجب توفرها في الأوراق التي يقبل البنك المركزي إعادة خصمها للحد من قدرة البنوك على تعزيز احتياطاتها النقدية؛

– تغيير سعر إعادة الخصم لتعديل النفقة التي تتحملها البنوك عند رغبتها في الاقتراض من البنك المركزي، فتغيير أسعار الفائدة في السوق بوجه عام يؤثر على حجم الائتمان.

➢ **خصائص أداة معدل إعادة الخصم**: لسياسة إعادة الخصم خصائص أهمها[1]:

– هي قروض فردية يمنحها البنك المركزي للمؤسسة المعنية؛

– أنها تقنية من تقنيات السياسة النقدية التي يهدف البنك المركزي التأثير من خلالها مباشرة على السيولة البنكية؛

– عملية إعادة الخصم ليست عملية مرتبطة بالخصم فقط، بل يُمكن أن تخص عمليات تسبيقات يقدمها البنك المركزي مقابل رهن سندات محفظة المؤسسات البنكية؛

– حتى تحصل هذه المؤسسات على قروض يجب أن تقدم سندات للبنك المركزي تحظى بقبوله.

➢ **أثر أداة معدل إعادة الخصم:**

يقوم البنك المركزي بتحديد معدل إعادة الخصم بناء على الظروف الاقتصادية السائدة في البلد من تضخم أو كساد، وليس تبعا لكمية الأوراق التجارية المقدمة لإعادة الخصم، أو الطلب على السيولة. فإذا أرادت السلطات

[1] بلحزاز يعدل فريدة، **تقنيات وسياسات التسيير المصرفي**، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2000، ص. 164.

النقدية التوسع في منح القروض فإنها تلجأ إلى تخفيض معدل الخصم للتأثير على حجم القروض أو الائتمان المقدم من البنوك التجارية لعملائها، وعندما تريد تقييد حجم الائتمان فإنها تلجأ إلى رفع معدل الخصم، ومن ثم فإن هذه السياسة تؤدي إلى التأثير في المقدرة الإقراضية للبنوك إما بالزيادة أو النقصان[1].

يترتب على ممارسة سياسة إعادة الخصم أثرين مختلفين: **أثر كمي** على حجم الكتلة النقدية قيد التداول، و**أثر سعري** على هيكل أسعار الفائدة. ويستطيع البنك المركزي عن طريق تغيير سعر إعادة الخصم تحقيق الاستقرار الاقتصادي[2] عن طريق ما يلي:

إذا رأى البنك المركزي أن عرض النقود قد ارتفع إلى مستوى غير مرغوب فيه نتيجة التوسع المفرط في منح الائتمان، وأنه أخذ يهدد استقرار المستوى العام للأسعار، فإن البنك المركزي يقوم بانتهاج سياسة نقدية انكماشية تهدف إلى تقليص الكمية الإجمالية للنقود المتداولة، ويعمل على تنفيذ هذه السياسة عن طريق رفع سعر إعادة الخصم، أي رفع تكلفة القروض أو السيولة التي يقدمها للبنوك التجارية، مما يؤدي إلى تقليل اقتراضها من البنك المركزي، وهذا بدوره يؤدي إلى عدم توفر احتياطات نقدية كافية لدى البنوك التجارية لأغراض التوسع في منح الائتمان أو القروض، مما يضع قيدا على مقدرتها في خلق الودائع الجديدة. من جانب آخر، تقوم البنوك التجارية برفع سعر الفائدة المقررة في السوق النقدية على القروض التي تقدمها للقطاع غير المصرفي عن طريق خصم الأوراق التجارية والمالية، وهو ما يعني أن البنوك التجارية تقوم بنقل تكلفة اقتراضها من البنك المركزي إلى الأفراد والمشروعات عن طريق رفع سعر الفائدة على الائتمان الذي تضعه تحت تصرف عملائها[3]، وهذا من شأنه أن يقلل من الإنفاق النقدي ويخفف من حدة الضغوط التضخمية، ويحدث العكس في حالة الانكماش الاقتصادي.

إن أداة سعر إعادة الخصم لا تمارس أثرها بصورة تلقائية، بل لا بد من توفر عدة شروط أهمها[4]:

– أن تسلك البنوك التجارية نفس مسلك البنك المركزي، وذلك بتغيير أسعار فائدتها مع تغير سعر الخصم وفي نفس الاتجاه، وهذا الشرط لا يتحقق في كل الأحوال، فهي لا تقوم برفع سعر فائدتها على إثر رفع سعر إعادة الخصم، إلا إذا كانت مضطرة إلى اللّجوء إلى البنك المركزي لإعادة الخصم، وخاصة في حالة الاقتراض. أما إذا كان لدى البنوك التجارية الاحتياطات النقدية السائلة المخصصة للتمويل الذاتي، فإن رفع سعر الخصم لن يؤثر في

[1] صالح مفتاح، مرجع سابق، ص. 148.

[2] مبارك عبد النعيم محمد ويونس محمود، **اقتصاديات النقود والصيرفية والتجارة الدولية**، الدار الجامعية، مصر، 1996، ص. 169.

[3] زكريا الدوري ويسرى السامرائي، مرجع سابق، ص. 194.

[4] سوزي عدلي ناشد، **مقدمة في الاقتصاد النقدي والمصرفي**، منشورات الحلبي الحقوقية، بيروت، 2005 ، ص. ص. 273 - 274.

السوق النقدية، ومن ثم لن يؤثر على حجم الائتمان، بل وقد يلاحظ أن قيام البنوك التجارية برفع سعر فائدتها يشجع الأفراد والمشروعات على زيادة إيداعاتهم للحصول على سعر فائدة مرتفع، مما يزيد من سيولة البنوك التجارية وقدرتها على منح القروض والائتمان دون الاعتماد على البنك المركزي؛

– أن يكون الطلب على القروض مرتبطا بتغير سعر الفائدة بصورة عكسية، إذ يزيد مع انخفاض سعر الفائدة، وينخفض مع رفع سعر الفائدة، ولكن هذا الارتباط غير حتمي في كل الأحوال فقد ترفع البنوك التجارية سعر الفائدة على إثر رفع معدل إعادة الخصم، ومع ذلك لا يتأثر الطلب على القروض، ويحدث ذلك عادة في فترات الانتعاش الاقتصادي وزيادة معدلات الأرباح بصورة تغطي هذه الزيادة في سعر الفائدة.

إذن، الارتباط ليس حتميا بين القروض وسعر الفائدة، ولكن هي مجرد مؤشر أو مساعد لتشجيع القروض أو الحد منها، والعبرة بالحالة الاقتصادية، ومع ذلك فإن لسعر إعادة الخصم تأثيرا نفسيا، يتمثل في كونه مؤشرا للبنوك التجارية في سلوك سياسة نقدية معينة.

ب– أداة السوق المفتوحة:

يقصد بعمليات السوق المفتوحة تدخل البنك المركزي في سوق الأوراق المالية بائعا أو مشتريا للأوراق المالية والتجارية بصفة عامة، والأوراق المالية الحكومية بصفة خاصة، وذلك بهدف التأثير على حجم الائتمان والعرض الكلي للنقود حسب الظروف الاقتصادية السائدة. وقد يمتد نشاط البنك المركزي في هذا المجال إلى التعامل في كافة أنواع الأوراق التجارية والمالية والذهب والعملات الأجنبية، مستندا في ذلك إلى ما يحتفظ به من أسهم وسندات في محفظته المالية[1].

وتنقسم عمليات السوق المفتوحة إلى قسمين رئيسيين هما[2]:

– **عمليات السوق المفتوحة الحركية:** وهي تلك العمليات التي يكون الهدف منها تغيير مستوى الاحتياطات لدى البنوك أو حجم العملة في التداول، ومن ثم يتغير حجم القاعدة النقدية؛

– **عمليات السوق المفتوحة الدفاعية:** ويقصد بها عمليات السوق المفتوحة التي يقوم بها البنك المركزي لإلغاء الآثار على القاعدة النقدية الناجمة عن عوامل أخرى، مثل تغيرات الودائع التي تقوم بها الخزينة العمومية لدى البنك المركزي، أو التغيرات في الرصيد الصافي لعمليات المقاصة.

[1] Brian Jacobsen, **The law of monetary policy**, wells fargo funds management, Working paper series, p. 16.
[2] أحمد أبو الفتوح الناقة، مرجع سابق، ص. ص. 122– 123.

كما أن البنك المركزي قد يقوم بالدخول في اتفاقيات إعادة الشراء، حيث يشتري البنك المركزي الأوراق المالية على أن يتفق مع بائعها أن يقوم بإعادة شرائها في فترة قصيرة (أقل من أسبوع)، وهذه تسمى **عمليات السوق المفتوحة المؤقتة**، وهي طريقة مرغوبة لممارسة عمليات السوق المفتوحة الدفاعية.

➢ **خصائص أداة السوق المفتوحة** : تتميز بمجموعة من الخصائص أهمها[1]:

– يملك البنك المركزي سلطة البدء بها، وهذا ما يمكنه من الامتصاص من القاعدة النقدية بالقدر المناسب، وأن تتمكن من تصحيح الأخطاء من خلال الاستجابات السريعة في اتجاهات عمليات السوق؛

– يمكن ممارسة عمليات السوق المفتوحة بسرعة، فهي لا تنطوي على تأخيرات إدارية، فعندما يقرر البنك المركزي إحداث تغيير في القاعدة النقدية أو الاحتياطات، فهو فقط يعطي أمرا مباشرا لتاجر الأوراق المالية للشراء أو للبيع؛

– إن الاستعمال المستمر لهذه الأداة لا يولد آثارا عكسية من خلال انتشار التوقعات التي تؤدي إلى الحياد عن الأهداف الحقيقية لهذه السياسة (آثار الإعلان تكون عند حدها الأدنى)؛

– يمكن عكس عمليات السوق المفتوحة بسرعة، فإذا حدث خطأ في ممارسة عمليات السوق المفتوحة، فيمكن للبنك المركزي أن يعكس استخدام تلك الأداة، فإذا قرر البنك المركزي أن العرض النقدي ينموا بسرعة كبيرة لأنه قام بعمليات شراء أكثر من اللازم فيمكنه أن يصحح الوضع بممارسة بيع في السوق المفتوحة؛

– يستطيع البنك المركزي القيام بعملية شراء الأوراق ويتبعها بعملية بيع كبيرة خلال فترة قصيرة، بالإضافة إلى قدرته على القيام بعملية إعادة الشراء، وهذا يجعله يتمتع بمرونة كبيرة للتحكم في الائتمان، وبالتالي التحكم في المعروض النقدي في فترة قصيرة من الوقت.

➢ **أثر أداة السوق المفتوحة:**

يستخدم البنك المركزي أداة عمليات السوق المفتوحة لعلاج أو تخفيض حدة المشاكل التي يواجهها الاقتصاد، ففي حالة الركود الاقتصادي يقوم البنك المركزي بشراء السندات الحكومية وأذونات الخزينة لزيادة النقود المتداولة، ومن ثم زيادة قدرة البنوك التجارية على منح الائتمان وذلك بغرض زيادة حجم الاستثمار، ومن ثم زيادة معدل التوظيف وزيادة الدخل القومي، أما في الأوقات التي يعاني فيها الاقتصاد من معدلات تضخم مرتفعة فإن البنك المركزي يقوم ببيع السندات الحكومية وأذونات الخزينة للبنوك التجارية والجمهور، مما يؤدي إلى خفض كمية

[1] ارجع إلى: – صالح مفتاح، مرجع سابق، ص. ص. 151- 152؛
– باري سيجل، مرجع سابق، ص. 250.

النقود المتداولة، ومن ثم تنخفض قدرة البنوك التجارية على منح الائتمان، مما يؤدي إلى انخفاض الطلب الكلي وتنخفض مستويات الأسعار[1].

من جهة أخرى، يمكن لعملية بيع الأوراق المالية أن تؤدي إلى تخفيض حجم الائتمان بطريقة أخرى، حيث أن قيام البنك المركزي بطرح كمية كبيرة من السندات المالية للبيع في أسواق الأوراق المالية والنقدية يمكن أن يؤدي إلى انخفاض قيمتها الجارية نظرا لزيادة عرضها، ومن ثم يؤدي ذلك إلى ارتفاع أسعار الفائدة السوقية.

إن هذا الارتفاع في أسعار الفائدة سوف يعزز عملية البيع من خلال التأثير على حجم الائتمان باتجاه الانخفاض، وبذلك فسياسة السوق المفتوحة يمكن أن تحقق النتائج التالية[2]:

- انخفاض حجم الاحتياطات النقدية لدى البنوك؛
- ارتفاع أسعار الفائدة وبالتالي انخفاض طلب الأفراد على القروض من البنوك، وأيضا انخفاض طلب البنوك على الاقتراض من البنك المركزي؛
- انخفاض حجم الائتمان الذي تقدمه البنوك؛
- انخفاض كمية النقود المتداولة في الاقتصاد بشكل عام.

ج- أداة الاحتياطي الإجباري:

تحتفظ البنوك التجارية بنسبة من إجمالي ودائعها إلزاميا لدى البنك المركزي، وتتغير هذه النسبة تبعا للظروف الاقتصادية السائدة في الدولة، وقد استخدمت هذه الوسيلة في البداية حماية للمودعين ضد أخطار البنوك في كيفية استخدامها لأموالهم، وتلجأ البنوك المركزية حاليا لاستخدام هذه الوسيلة كأداة للتحكم في قدرة البنوك التجارية على منح القروض إلى عملائها بحسب حالة النشاط الاقتصادي تحقيقا لأهداف السياسة النقدية[3].

وقد بدأ استخدام هذه الأداة من قبل السلطات النقدية لمراقبة وتوجيه الائتمان بعد الحرب العالمية الثانية، وتعتبر الولايات المتحدة الأمريكية أول دولة في العالم تطبق أداة الاحتياطي القانوني منذ 1933 لينتشر بعد ذلك

[1] زكريا الدوري ويسرى السامرائي، مرجع سابق، ص. ص. 205-206.

[2] مروان عطون، **أسعار صرف العملات**، دار الهدى، الجزائر، بدون سنة نشر، ص. ص. 51-52.

[3] جمال بن دعاس، مرجع سابق، ص. 174.

استخدامها في باقي دول العالم. إن تطبيق سياسة الاحتياطات الإجبارية تتضمن جانبين أساسيين[1]: جانب هيكلي وجانب ظرفي.

– **الجانب الهيكلي**: الذي يتجلى في اهتمام السلطات النقدية بترسيخ تبعية البنوك التجارية على وجه دائم للبنك المركزي؛

– **الجانب الظرفي**: تعتبر سياسة الاحتياطات القانونية أداة لضبط الأوضاع الاقتصادية، حيث وعبر تغيير معدلات الاحتياطات النقدية وأسس حسابها، تستطيع السلطات النقدية إما ممارسة تأثير مضاد للتضخم، وإما تشجيع إنعاش النشاط الاقتصادي.

➢ **خصائص أداة الاحتياطي الإجباري**: تتميز هذه السياسة بالخصائص التالية[2]:

– أنها وسيلة مباشرة وتحقق نتائج فورية بمجرد إصدار التوجيهات من البنك المركزي، وبذلك فهي تقلل من الوقت اللازم لظهور أثرها على البنوك التجارية؛

– أنها لا تحتاج إلى سوق واسعة ومتقدمة للتعامل، ولذلك فهي مناسبة للاستخدام في البلدان النامية؛

– لا يرتبط تأثيرها على كمية النقود المتداولة بقرار البنوك التجارية كما هو الحال بالنسبة لمعدل إعادة الخصم.

➢ **أثر أداة الاحتياطي الإجباري**:

تمارس أداة الاحتياطي الإجباري تأثيرا كميا مباشرا على مقدرة البنوك التجارية في خلق الائتمان وتوسيع حجم الودائع الجديدة[3]، فتخفيض نسبة الاحتياطي القانوني يعني زيادة إمكانات التوسع في سياسة خلق النقود أو العكس، ففي حالة التضخم يرفع البنك المركزي نسبة الاحتياطي القانوني فتقل الاحتياطات النقدية لدى البنوك التجارية مما يحد من قدرتها على منح الائتمان، فتنخفض حجم الكتلة النقدية المتداولة، ومن ثم حجم المبادلات وبالتالي الطلب الكلي، مما يؤدي إلى انخفاض الأسعار والتقليل من حدة التضخم، أما في حالة الكساد فيخفض البنك المركزي هذه النسبة مما يزيد من قدرة البنوك التجارية على الإقراض، وبالتالي زيادة حجم المعروض النقدي المتداول لتحريك النشاط الاقتصادي[4].

---

[1] وسام ملاك، مرجع سابق، ص. 246.

[2] محمد ضيف الله القطابري، **دور السياسة النقدية في الاستقرار والتنمية الاقتصادية**، دار غيداء للنشر والتوزيع، الأردن، 2010، ص. 29.

[3] زكريا الدوري ويسرى السامرائي، مرجع سابق، ص. 212.

[4] جمال بن دعاس، مرجع سابق، ص. 175.

ولا تقتصر هذه السياسة على الاحتياطي القانوني ممثلا في النقود الحاضرة، وإنما تتعداه لتشمل أصولا أخرى تدخل في حساب نسبة السيولة، حيث تجبر البنوك التجارية على الاحتفاظ بنسبة من أصولها في صورة نقدية، ونسبة أخرى من الأصول في شكل أرصدة قابلة للتحويل فورا إلى نقود دون خسارة، مثل أذونات الخزينة والأوراق التجارية والأوراق الحكومية المضمونة، وهذا للحد من قدرة البنوك التجارية على تحويل هذه الأصول إلى نقود قانونية تضيفها إلى رصيدها النقدي، وتكون لها القدرة أكثر على اشتقاق نقود الودائع[1].

2- الأدوات الكيفية: تهدف أدوات الرقابة الكيفية للتأثير على النشاط الاقتصادي من خلال التأثير في نوعية الائتمان المصرفي، وهذا حسب أولوية هذا النشاط وأهميته وحالته الاقتصادية من حيث التضخم والانكماش، فتقوم السلطات النقدية بتشجيع تدفق الموارد المالية نحو القطاعات المهمة في الاقتصاد والتي يعيق نموها ضآلة الموارد المالية المتاحة، والحد من انتقال تلك الأموال إلى القطاعات الأقل إنتاجية كالقطاعات الاستهلاكية والمضاربات.

أ- أداة تأطير الائتمان: تتضمن أداة تأطير الائتمان مراقبة وضبط المصدر الأساسي للكتلة النقدية، حيث يقوم كل بنك بوضع سقف محدد لنمو القروض، يتغير هذا السقف تبعا لنوع القروض الموزعة من طرف البنوك لعملائها، وأي تجاوز لهذه المعايير يعاقب بتقديم احتياطات إضافية كبيرة للبنك المركزي، وهذا ما يؤدي إلى انخفاض أرباحها[2].

ففي حالات التضخم تعمل سياسة تأطير القرض على منح الائتمان للقطاعات ذات الأولوية والتي لم تكن سببا في إحداث التضخم، وتقيد الائتمان نحو القطاعات التي تكون سببا في إحداث التضخم. وقد تتضمن هذه السقوف شروط الإقراض لتحديد هامش للاعتمادات المفتوحة من طرف البنوك التجارية لتمويل أنشطة محددة.

وتتبع سياسة تأطير القروض في حالات معينة لتعرض بعض قطاعات الاقتصاد الوطني لبعض المشاكل، وحدوث عدم استقرار يتطلب معالجة جزئية خاصة، ويكون ذلك بحسب الظروف الاقتصادية، إذ قد نجد في الواقع بعض القطاعات أو الفروع أو الأنشطة تواجه تضخما يحتاج الأمر منه إلى ضرورة تقييد وتحديد سقوف

[1] المرجع السابق.

[2] Latifé Ghalayni, **Monnaie et banques**, Dar el manhal el-lubnani, leban, 2006, p. 94.

الائتمان بهذه القطاعات، ونجد بالمقابل قطاعات أخرى أو فروع أو أنشطة أخرى تعاني من انكماش ضمن الاقتصاد الوطني، فيستدعي الأمر توسيع حجم الائتمان الموجه لها[1].

فسياسة تأطير القروض تمثل إجراء إداريا لمراقبة إنشاء الكتلة النقدية (الائتمان) من أجل تحديد سقوف معينة للقروض، بل أيضا تهدف إلى تقليص الفترة الزمنية للأوراق التجارية التي يمكن أن تمنحها البنوك.

وعليه، فسياسة تأطير القروض تقتضي بطريقة إدارية مباشرة وضع معايير لتقديم القروض بالاعتماد على نسب محددة تحدد لمدة سنة أو تتعداها، يكون البنك التجاري مجبرا على عدم تجاوزها وإلا تعرض إلى عقوبات من طرف البنك المركزي. أما عندما ينتشر التضخم بحدة فإن الدولة تقدم على صياغة سياسة تأطير إجبارية، فنجد البنك المركزي يقوم بتحديد الحد الأقصى للقروض الممنوحة من طرف البنوك التجارية، أو يحدد معدل نمو القروض. وغالبا ما يصحب هذا الأسلوب بمراقبة استقرار الكتلة النقدية بالإضافة إلى التقليص من النفقات العمومية مع تشجيع الادخار وإصدار السندات، والقيام بكل الوسائل التي من شأنها تخفيض حجم الكتلة النقدية المتداولة.

ب- التمييز في الأدوات الكمية: في إطار استعمال الأدوات الكيفية، لا يوجه البنك المركزي الأساليب الكمية إلى جميع القطاعات، ولكن يميز بينها حسب حاجتها للموارد المالية وأهميتها في الاقتصاد.

- التمييز في سعر إعادة الخصم؛
- التمييز في معدل الاحتياطي الإجباري؛
- التمييز في السوق المفتوحة.

ج- الأدوات النوعية التكميلية: إضافة إلى الأساليب الكيفية السابقة، يمكن للبنك المركزي أن يتدخل لتحديد حجم الائتمان ووجهته عن طريق وضع شروط أصعب للحصول على الائتمان، بالتدخل في ظروف طلب الائتمان مع ثبات حجم عرضه.وفيما يلي عرض لأهم هذه الأدوات.

- تحديد سقف قطاعي للائتمان الممنوح من القطاع المصرفي: يقصد به إصدار توجيهات من البنك المركزي بعدم تجاوز الإقراض من البنك الواحد لقطاع معين نسبة معينة، يأتي هذا الإجراء ضمن الإجراءات التنظيمية التي تعتمد عليها السلطات النقدية في التأثير على توزيع القروض على القطاعات ذات الأولوية في إطار الإستراتيجية التنموية المتبعة، والحد من زيادة الائتمان الموجه لقطاعات أخرى.

[1] صالح صالحي، **السياسة النقدية والمالية في ظل اقتصاد المشاركة**، دار الوفاء، المنصورة، 2001، ص. 46.

تتمثل الايجابيات المترتبة على استخدام هذه الأداة في إحداث قدر من التوازن بين القطاعات المختلفة في الحصول على الائتمان، بما يحقق أهداف السياسة الاقتصادية بخلاف تحقيق النمو، كهدف التشغيل والتنمية الاجتماعية، إضافة إلى الدور الذي تلعبه هذه الأداة في تجنيب القطاع المصرفي مخاطر تركز الائتمان في قطاع اقتصادي معين، في حالة مواجهة هذا القطاع لتحديات تسفر عن انخفاض إنتاجه، أو تغير الظروف الخارجية كانخفاض الطلب على صادراته من جانب الشركاء التجاريين، ناتج عن مشكلات غير متوقعة بتلك الدول. ولا يخلو استخدام هذه الأداة من الجوانب السلبية التي قد تكون في صورة إحداث تشوه قطاعي وتعطيل لآليات العرض والطلب في سوق الائتمان[1].

– **تحديد هامش الاقتراض لأغراض شراء الأوراق المالية في الأسواق المالية:** يقصد بهامش الاقتراض النسبة المئوية من قيمة الأوراق المالية التي يستطيع البنك التجاري تمويلها بمنح القروض عليها للمستثمرين، والغرض من تحديد هذه النسبة من قبل البنك المركزي هو حماية القروض المصرفية من خطورة التقلبات السعرية في البورصات، بالإضافة إلى الحد من المضاربات التي تحصل في التعامل بالأوراق المالية[2]، فإذا كان هامش الاقتراض 60% من قيمة الأوراق المالية المشتراة، ثم قام بتخفيضه ليصبح 40% مثلا، فهذا يعني زيادة الحماية للقروض المصرفية، وتقليص المضاربة في الأسواق المالية لأن المشتري يجب أن يدفع من ماله الخاص 60% من قيمة الأوراق المالية المشتراة هذا من جهة، ومن جهة أخرى يؤدي تخفيض هامش الضمان إلى تخفيض حجم الائتمان الممنوح.

– **تنظيم الائتمان الاستهلاكي:** ظهر هذا النوع من الرقابة على الائتمان في الدول الصناعية خلال عقد الأربعينات من القرن الحالي، وطبقته الولايات المتحدة الأمريكية خلال الحرب العالمية الثانية ضمن برنامج اقتصادي لمعالجة الضغوط التضخمية، والحد من الطلب على بعض المواد الإستراتيجية، وبموجب هذا النوع من الرقابة يجري تنظيم الائتمان للأغراض الاستهلاكية عن طريق قواعد معينة لتنظيم البيع بالتقسيط للسلع الاستهلاكية المعمرة، وتخفيض مدة السداد، مما يؤدي إلى الحد من الضغوط التضخمية التي يتعرض لها الاقتصاد، وإحداث التوازن بين الإنفاق على السلع والخدمات والمعروض منها. ويحدث العكس عندما يهدف البنك المركزي إلى إتباع سياسة نقدية توسعية أو عند حاجته إلى بسط الائتمان.

[1] أحمد شفيق الشاذلي، مرجع سابق، ص. 12.

[2] عبد المنعم السيد علي ونزار سعد الدين العيسى، مرجع سابق، ص. 374.

ومن بين أهم القواعد التي يفرضها البنك المركزي ما يلي[1]:

– قيام البنك المركزي بتحديد المبلغ الواجب دفعه مقدما كجزء من قيمة السلعة المشتراة، ففي حالة رفع البنك المركزي الدفعة النقدية الأولى اللازمة لشراء هذه السلع فسيؤدي ذلك إلى خفض طلب الائتمان لهذا الغرض؛

– تحديد مدة سداد الائتمان الاستهلاكي، فإذا قام البنك المركزي بتقصير مدة السداد فإن ذلك يؤدي إلى زيادة قيمة القسط الشهري الواجب دفعه، وهذا من شأنه أن يحد من طلب الائتمان من قبل المستهلكين.

– **فرض البنك المركزي حدا أدنى للسيولة:** بموجب هذه الأداة يلزم البنك المركزي البنوك المسجلة لديه على الاحتفاظ بنسبة محددة من الرصيد الإجمالي للحسابات الجارية المفتوحة لديه بالعملات المحلية والأجنبية، ويمثل ذلك حدا أدنى من السيولة لمواجهة طلبات السحب والتي يتم تحديدها عن طريق بعض الأصول منسوبة إلى بعض مكونات الخصوم، وهذا لخوف السلطات النقدية من خطر الإفراط في الإقراض من قبل البنوك التجارية بسبب ما لديها من أصول مرتفعة السيولة، وهذا بتجميد بعض من هذه الأصول في محافظ البنوك التجارية، وبذلك يمكن الحد من القدرة على إقراض القطاع الاقتصادي[2].

– **قيام البنك المركزي ببعض العمليات المصرفية:** تستخدم البنوك المركزية هذا الأسلوب في البلدان التي تكون فيها أدوات السياسة النقدية محدودة الأثر، حيث تقوم البنوك المركزية ببعض الأعمال المصرفية كتقديمها القروض لبعض القطاعات الأساسية في الاقتصاد.

– **سياسة التمييز في أسعار الفائدة:** تؤدي هذه السياسة دورا مهما في التأثير على حجم الائتمان الممنوح وبالتالي العرض النقدي، من خلال تحديد أسعار فائدة تفضيلية تختلف باختلاف نوع الائتمان، فتكون منخفضة بالنسبة للقروض التي تمنح للأنشطة التي تشجعها الدولة كالقروض الممنوحة لتمويل عمليات التصدير على سبيل المثال، ومرتفعة بالنسبة للأنشطة ذات الأهمية الأقل بالنسبة للاقتصاد.

– **تحديد حد أعلى للائتمان باستخدام بطاقات الائتمان:** بطاقات الائتمان عبارة عن تمويل من البنك التجاري لصاحب البطاقة للشراء بالأجل، لذا فإن البنك المركزي في حالة حصول ضغوط تضخمية في الاقتصاد قد يلجأ إلى تحديد حد أعلى للائتمان باستخدام هذه البطاقات، وخاصة إذا كان استخدامها واسع الانتشار[3].

---

[1] زكريا الدوري يسرى السامرائي، مرجع سابق، ص. 217.

[2] عبد المجيد قدي، مرجع سابق، ص. 81.

[3] عبد المنعم السيد علي ونزار سعد الدين العيسى، مرجع سابق، ص. 374.

– **السقوف التمويلية:** تعمل السقوف التمويلية على الحد من التوسع في التمويل الإجمالي، وجعله عند المستوى الذي يحدد في خطة البنك المركزي، وأن أي بنك يتجاوز سقفه التمويلي يلتزم بأن يودع لدى البنك المركزي مبلغا يعادل هذا التجاوز، أو أن تفرض عليه غرامة مناسبة حسب تقدير البنك أو السلطة النقدية[1].

– **الودائع المشروطة من أجل الاستيراد:** يستخدم هذا الأسلوب لدفع المستوردين إلى إيداع المبلغ اللازم لتسديد ثمن الواردات في صورة ودائع لدى البنك المركزي لمدة محددة، وبما أن المستوردين في الغالب يكونون غير قادرين على تجميد أموالهم الخاصة فيدفعهم ذلك إلى الاقتراض المصرفي لضمان الأموال اللازمة للإيداع، وهذا من شأنه التقليل من حجم القروض الممكن توجيهها لباقي الاقتصاد[2].

3– الرقابة المباشرة: تستخدم السلطات النقدية مجموعة من الأدوات والوسائل الكمية والنوعية للوصول إلى الأهداف المنشودة، ويتوقف نجاح استخدام هذه الأدوات على مدى استجابة الأفراد والمؤسسات الاقتصادية والمصرفية خاصة لقبول هذه الإجراءات، وقد لا تكون كافية في هذه الظروف، ولا تظهر نجاحا كبيرا في الوصول إلى التأثير المطلوب على كمية القروض أو على اتجاهاتها وكيفية توزيعها، ومن ثم فإن للسلطات النقدية إجراءات أخرى مباشرة، وهذا ما يسمى بالرقابة المباشرة[3]، وهي مجموعة التدابير والإجراءات المباشرة التي يتخذها البنك المركزي تجاه المؤسسات والأجهزة المالية والمصرفية عند عجز الأدوات الكمية والأدوات الكيفية عن تحقيق أهداف السياسة النقدية، وتتنوع هذه الإجراءات كالتدخل في أعمال البنوك التجارية والإقناع الأدبي والمعنوي. ومن أهم هذه الأدوات المباشرة المستخدمة ما يلي:

أ– الإقناع الأدبي: يعني قيام البنك المركزي بإقناع البنوك وإبداء النصيحة لها فيما يخص توجهاتها الائتمانية عموما[4]، وذلك لأجل التقيد بالسياسة التي يرسمها وخاصة فيما يتعلق بكيفية تصرف البنوك التجارية باحتياطاتها وودائعها النقدية، وتقليل القروض الممنوحة للأفراد في أوقات الكساد لزيادة مستويات الإنتاج الكلي، وتحقيقا للعمالة الكاملة، أو تضييق الائتمان في حالة التضخم[5]. ويعتمد نجاح هذا الأسلوب على طبيعة العلاقة القائمة بين البنوك التجارية والبنك المركزي، وتتمثل وسائلها في المقالات الصحفية والمجلات والخطب في المناسبات المختلفة.

---

[1] بلعزوز بن علي، مرجع سابق، ص. 129.

[2] عبد المجيد قدي، مرجع سابق، ص. 82.

[3] صالح مفتاح، مرجع سابق، ص. 160.

[4] ناظم محمد نوري الشمري، **النقود والمصارف والنظرية النقدية**، دار زهران، 1999، ص. 433.

[5] جمال بن دعاس، مرجع سابق، ص. 185.

وتتخذ وسيلة الإقناع الأدبي عدة أشكال منها[1]: إرسال التعليمات الصريحة والمباشرة، القيام بعملية التفتيش المباشر بصفة دورية وكلما اقتضى الأمر ذلك لمعرفة تطبيق البنوك التجارية للأوامر الصادرة من الجهات العليا النقدية، وكذلك قيام البنك المركزي بالتشاور مع البنوك التجارية وخاصة في الأمور المتعلقة بصياغة الخطط الإنمائية للبنوك التجارية.

ب- التعليمات والتوجيهات: تتمثل في قيام البنك المركزي بإصدار توجيهات أو تعليمات توزع على البنوك التجارية تحدد فيها حجم ونوع الائتمان الذي تستطيع البنوك التجارية أن تمنحه لعملائها، وبذلك تظهر قدرة وقوة البنك المركزي وعلاقاته مع البنوك التجارية في مدى التزام تلك البنوك بالحدود التي تضمنتها تعليمات وتوجيهات البنك المركزي.

ج- الإعلام: يمكن للبنك المركزي أن يستعمل وسائل الإعلام المختلفة لإذاعة الحقائق الاقتصادية أمام الجمهور دعما لجهود إصلاح الأوضاع النقدية وتحقيقا لأهداف السياسة الاقتصادية، فتتظافر الجهود لتحقيق ذلك خاصة مع شمول هذه الوسيلة لمختلف القطاعات: الأفراد، المشروعات والحكومة[2].

ولا يهدف الإعلام إلى إذاعة المعلومات والحقائق والأرقام المتوفرة لديه فحسب، بل يهدف كذلك إلى تفسير الوقائع والاعتبارات التي تدعوا إلى تغيير السياسة النقدية، وتبرير اللّجوء إلى الوسائل والأدوات الفنية المعنية للتوسع أو التقليل من الائتمان، وتوضح النتائج التي يمكن أن تتحقق، والفوائد التي سوف تنعكس على الاقتصاد الوطني، ومعالجة المشكلة التي يتعرض لها. فالإعلام من قبل البنك المركزي أصبح أمرا لا غنى عنه في الوقت الحاضر الذي يتزايد فيه اهتمام الرأي العام بالشؤون النقدية والمصرفية وتدخله فيها. ولاشك أن البنك المركزي يكسب بهذا الإعلام ثقة الجمهور والرأي العام ووقوفه إلى جانبه، وكذلك تفهم وتعاون البنوك التجارية مع البنك المركزي في سياسته التي يقررها لتوجيه ورقابة الائتمان المصرفي[3].

---

[1] لحلو موسى بوخاري، **سياسة الصرف الأجنبي وعلاقتها بالسياسة النقدية: دراسة تحليلية للآثار الاقتصادية لسياسة سعر الصرف الأجنبي**، مكتبة حسين العصرية، لبنان، 2001، ص. 80.

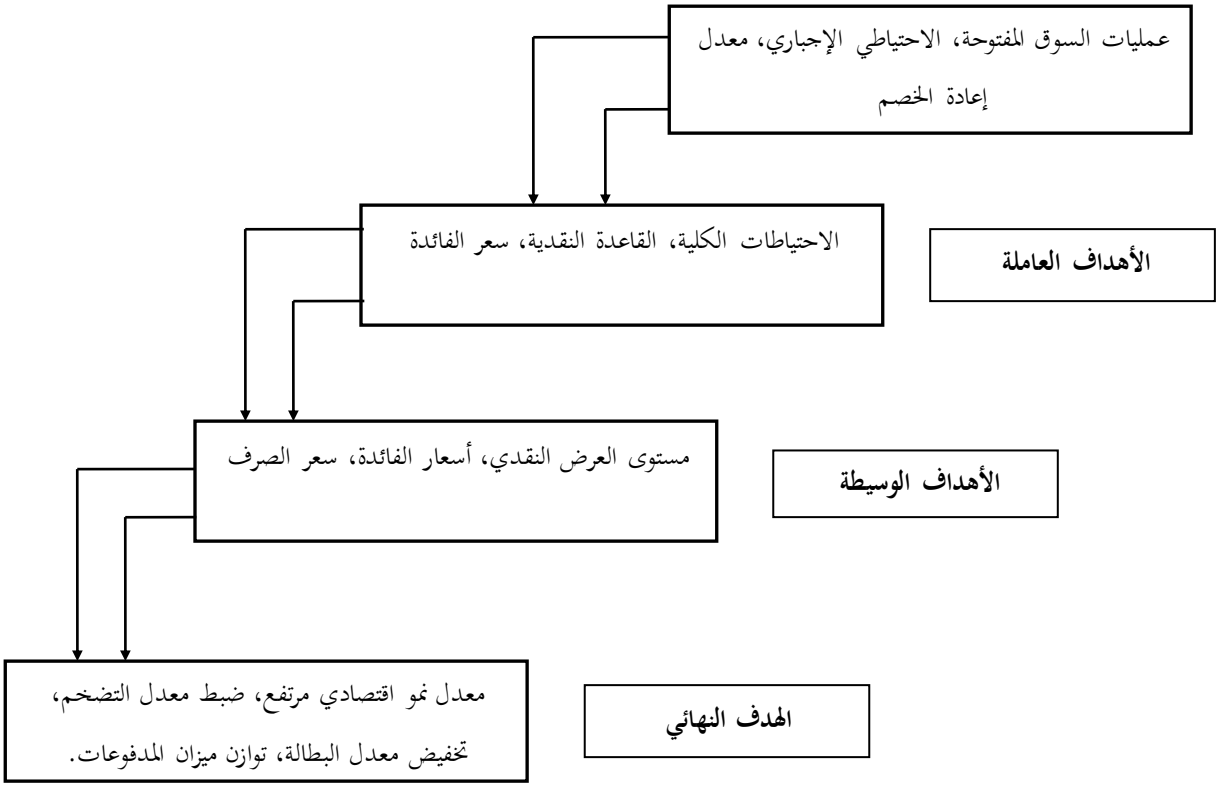
[2] جمال بن دعاس، مرجع سابق، ص. 186.

[3] أحمد زهير شامية، مرجع سابق، ص. 270.

خامسا: إستراتيجية ممارسة السياسة النقدية

يواجه البنك المركزي مشكلة تتمثل في أنه يرغب في تحقيق أهداف معينة كضبط معدل التضخم ولكن البنك المركزي قد لا يستطيع التأثير مباشرة على هذا الهدف، بمعنى لا يمكنه تحقيق هذا الهدف مباشرة، ومن ثم يحدد البنك المركزي أدوات يستخدمها للتأثير على هذا الهدف بطريقة غير مباشرة، ولكن آثار السياسة النقدية غالبا ما لا تظهر إلا بعد مرور فترة زمنية معينة (عادة ما تزيد عن السنة)، الأمر الذي يجعل من الصعب القيام بتعديل أو تصحيح للسياسات النقدية في الوقت المناسب إذا ما تطلب الأمر ذلك. ونتيجة لما سبق تقوم البنوك المركزية بإتباع إستراتيجية مختلفة لإدارة السياسة النقدية، وتتمثل هذه الإستراتيجية في العمل على التأثير في متغيرات اقتصادية تمثل حلقة وصل بين أدوات السياسة النقدية وأهداف هذه السياسة، تتمثل هذه المتغيرات في الأهداف الأولية والأهداف الوسيطة والتي لها أثر مباشر على الهدف النهائي[1]. يمكن توضيح هذه الإستراتيجية في الشكل التالي:

شكل رقم (6): إستراتيجية ممارسة السياسة النقدية



المصدر: أحمد أبو الفتوح الناقة، **نظرية النقود والبنوك والأسواق المالية**، مكتبة ومطبعة الإشعاع الفنية، الإسكندرية، 2002، ص. 135.

[1] محمود يونس وكمال أمين الوصال، مرجع سابق، ص. 325 .

من خلال الشكل السابق، يتضح لنا أن البنك المركزي يستخدم الأهداف العاملة والأهداف الوسيطة لتوجيه السياسة النقدية نحو تحقيق الهدف النهائي، حيث يختار البنك المركزي مجموعة من المتغيرات لكي تكون هي المتغيرات المستهدف إحداث تغيير فيها، وتسمى تلك المجموعة من المتغيرات "الأهداف العاملة" كالاحتياطات الكلية وسعر الفائدة على أذونات الخزينة، وهي متغيرات شديدة الحساسية والاستجابة لأدوات السياسة النقدية.

بعدها يقوم البنك المركزي باختيار مجموعة من المتغيرات والتي تسمى "الأهداف الوسيطة"، والتي تتمثل في متغيرات نقدية كلية كحجم الكتلة النقدية وسعر الفائدة، ومن خلال مراقبة المتغيرات الوسيطة في مجراها يمكن للبنك المركزي إجراء تعديلات في أدوات السياسة النقدية[1].

1- الأهداف العاملة: تمثل الأهداف الأولية حلقة بداية في إستراتيجية السياسة النقدية، وهي متغيرات يحاول البنك المركزي أن يتحكم فيها للتأثير على الأهداف الوسيطة، فمثلا عندما يتقرر تغيير معدل نمو النقود الإجمالية، فإنه يجب تبني احتياطات البنوك وظروف سوق النقد المتفقة مع إجمالي النقود في الأجل الطويل، ولهذا فالأهداف الأولية ما هي إلا صلة تربط بين أدوات السياسة النقدية والأهداف الوسيطة[2].

وتتكون الأهداف الأولية من مجموعتين من المتغيرات، وتسمى أول هاتين المجموعتين "بمجمعات الاحتياطات النقدية" وتتضمن القاعدة النقدية ومجمعات احتياطات البنوك واحتياطات الودائع الخاصة، والاحتياطات غير المقترضة وغيرها، أما المجموعة الثانية فتسمى "بظروف سوق النقد" والتي تحتوي على الاحتياطات الحرة، ومعدل الأرصدة المركزية وأسعار الفائدة الأخرى في سوق النقد، والتي يمارس البنك المركزي رقابة قوية عليها[3].

2- الأهداف الوسيطة: يقصد بالأهداف الوسيطة للسياسة النقدية المتغيرات النقدية التي يسمح ضبطها وتنظيمها من بلوغ الأهداف النهائية. وتستخدم السياسة النقدية الأهداف الوسيطة نظرا لفوائدها وهي[4]:

[1] أحمد أبو الفتوح الناقة، مرجع سابق، ص. 136.

[2] صالح مفتاح، مرجع سابق، ص. 124.

[3] باري سيجل، مرجع سابق، ص. 293 .

[4] وسام ملاك، مرجع سابق، ص. ص. 193 – 194.

– الأهداف الوسيطة هي متغيرات نقدية يمكن للبنوك المركزية أن تؤثر عليها بكل سهولة، فبإمكان السياسة النقدية أن تؤثر فعلا على تقلبات المجمعات النقدية، على سعر الصرف، وعلى أسعار الفائدة، في حين أنها لا يمكن أن تؤثر مباشرة على المستوى العام للأسعار؛

– تعتبر الأهداف الوسيطة بمثابة إعلان عن إستراتيجية السياسة النقدية، فبإعلانه عن هدفه أو أهدافه الوسيطة يتوخى البنك المركزي التالي:

– إعطاء الوكلاء الاقتصاديين إطار أو مرجعا لتركيز وتوجيه توقعاتهم؛

– التعبير علنا عن قراره، لأنه بتعبيره عن أهدافه يلتزم بوضوح بالتحرك إذا لم يتم بلوغ هذه الأهداف الوسيطة؛

– أن قيام البنك المركزي بنشر أهدافه الوسيطة يعتبر ضمانا لاستقلالية واستمرارية السياسة النقدية.

وحتى تكون الأهداف الوسيطة فعالة في تحقيق أهدافها يشترط فيها ما يلي:

– أن تكون عاكسا جيدا للهدف النهائي المقصود الوصول إليه؛

– أن تكون تحركات هذه الأهداف قابلة للضبط من قبل البنك المركزي؛

– أن تكون واضحة وسهلة الاستيعاب من قبل الجمهور.

لقد اعتمد الكينزيون والنقدويون مؤشرات وأهداف وسيطة مختلفة، والمؤشر هو المتغير الذي تسمح تحركاته ببلوغ الأهداف النهائية، فهو عامل استدراك ما يمكن أن ينجم من انحرافات عن تحقيق الهدف النهائي للسياسة النقدية، فالكينزيون اعتمدوا سعر الفائدة كمؤشر وسيولة البنوك كهدف وسيط، بينما اعتمد النقدويون كمية النقد كمؤشر والقاعدة النقدية كهدف وسيط[1].

هناك ثلاثة نماذج أساسية ممكنة من الأهداف الوسيطة وهي:

– مستوى الأسعار الأساسية للفائدة؛

– سعر الصرف؛

– المجمعات النقدية الوسيطة.

[1] صالح مفتاح، مرجع سابق، ص. 126.

الفصل السادس:

النظام المصرفي

الأهداف التعليمية:

- يتمكّن الطالب من التحديد الدقيق لمفهوم الوساطة المالية (تعريفها، أهميتها، أنواعها، أنواع الوسطاء الماليين).
- تعريف الطالب بالبنوك المركزية (النشأة، التعريف، الخصائص، الوظائف ومتطلبات نجاح البنوك المركزية).
- يتمكّن الطالب من التعرّف على البنوك التجارية (النشأة، التعريف، الخصائص، الوظائف والنظريات المفسرة لسلوك البنوك التجارية).
- يتمكّن الطالب من التعرّف على كيفية خلق النقود الكتابية وذلك في حالتي الاحتياطي النقدي الكامل والاحتياطي النقدي الجزئي وذلك مع عدم وجود تسرب نقدي وفي حالة وجود تسرب نقدي.
- تمكين الطالب من الإلمام بالمراحل المختلفة التي مر بها الجهاز المصرفي الجزائري (مرحلة إضفاء السيادة (1962-1965)، مرحلة التأميم (1966-1969)، إصلاح 1971، الإصلاح النقدي 12/86 وتكييف الإصلاح 06/88 وقانون النقد والقرض 10/90 والتعديلات الواردة عليه).

محتوى الفصل:

أولا: الوساطة المالية

ثانيا: البنك المركزي

ثالثا: البنوك التجارية

رابعا: خلق النقود بواسطة البنوك التجارية

خامسا: الجهاز المصرفي الجزائري

تمهيد:

يعد النظام المصرفي أحد المكونات الرئيسية للنظام المالي، ويعرف بأنه مجموع المؤسسات التي تتعامل بالائتمان، وتسعى إلى توفير التمويل المطلوب على الصعيدين القومي والفردي[1].كما ينظر إليه أيضا على أنه مجموع المؤسسات التي تتخذ التعامل بالنقود بأشكالها المختلفة الوظيفة الرئيسية لها، وتشكل هذه المؤسسات مع القواعد والقوانين والنظم والأعراف التي تحكم نشاطها الجهاز المصرفي للدولة[2].

ويأخذ الجهاز المصرفي شكل هرم يقف في قمته البنك المركزي، وفي طرفي قاعدته البنوك التجارية والمؤسسات المصرفية الوسيطة، ويعبر هذا الجهاز عن مؤسسات الجهاز المصرفي والقوانين والأنظمة التي تعمل في ظلها هذه المؤسسات من أجل أداء وظائفها[3].

أولا: الوساطة المالية

تؤدي الوساطة المالية دورا هاما ضمن مكونات النظام المالي، وذلك بفضل ما تقدمه من خدمات تساعد على تنشيطه، وما تقوم به من أدوار في تفعيل هذا النظام، فوجود فئة تمثل الوساطة المالية كان من الأمور الضرورية وخاصة مع كبر حجم المبادلات ونقص المعرفة والمعلوماتية، حيث تقوم هذه الفئة بالتوفيق بين رغبات أطراف التعامل أي بين طالبي وعارضي رؤوس الأموال، وبالتالي فهي تمثل فضاء أمام أصحاب الفائض المالي لتوظيف فوائضهم، وأمام أصحاب العجز الذين لديهم حاجة التمويل.

1- تعريف الوساطة المالية: تعرف الوساطة المالية بأنها تلك الهيئات التي تسمح بتحويل علاقة التمويل المباشرة بين المقرضين والمقترضين إلى علاقة غير مباشرة، فهي تخلق قناة جديدة تمر عبرها الأموال من وحدات الفائض المالي إلى وحدات العجز المالي.

كما تعرف أيضا بأنها تلك المؤسسات التي تتعامل في الأموال بيعا وشراء أو عرضا وطلبا، وتقوم هذه المؤسسات بشراء الأوراق المالية الأولية من المقترضين النهائيين وتصدر مقابلها الأوراق المالية الثانوية التي تكون محفظة المقرضين النهائيين[4].

---

[1] أسامة محمد الفولي ومجدي محمود شهب، **مبادئ النقود والبنوك**، دار الجامعة الجديدة، مصر، 1999، ص. 158.

[2] نعمة الله نجيب، محمود يونس وعبد النعيم مبارك، **مقدمة اقتصاديات النقود والصيرفة والسياسات النقدية**، الدار الجامعية للنشر، مصر، 2001، ص. 140.

[3] خالد علي الدليمي، **النقود والمصارف والنظرية النقدية**، دار الأنيس، ليبيا، 1998، ص. 59.

[4] السيد متولي عبد القادر، مرجع سابق، ص. 45.

يقصد بالمقترض النهائي أولئك الأفراد أو المؤسسات الذين يرغبون في أن ينفقوا على الموارد الحقيقية من سلع استهلاكية وسلع استثمارية مبلغا يتجاوز دخولهم، ويقومون بتمويل الإنفاق الإضافي هذا من خلال الاقتراض، ولذا يطلق عليهم ممولي أو عملاء العجز.

أما المقرض النهائي فهم الأفراد أو المؤسسات الذين لا ينفقون كل دخولهم، ويتكون لديهم فائض من هذه الدخول، ويكونون على استعداد لإقراض كل أو جزء من هذا الفائض، ولذلك نطلق عليهم وحدات الفائض، والمقرض النهائي قد يضع في الأجهزة المالية النقود أو الودائع في مقابل أوراق غير مباشرة تصدرها هذه الأجهزة.

أما الأوراق غير المباشرة أو ما يطلق عليها الأوراق الثانوية؛ فهي حقوق على أجهزة الوساطة المالية التي أصدرتها في مقابل حفظها لمدخرات المقرض النهائي.

2- أهمية الوساطة المالية: تؤدي الوساطة المالية وظائف مهمة للعديد من الأطراف:

أ- بالنسبة لأصحاب الفائض المالي: إن مصداقية الوسيط المالي مضمونة، فأموال المودع هي دائمة الحفظ وهو ما لا يتوفر دائما في حالة التمويل المباشر، كما يعفي وجود الوساطة المالية أصحاب الفائض المالي من تضييع الوقت والجهد في البحث عن المقترضين المحتملين، فهم يعرفون مسبقا الجهات التي يودعون فيها أموالهم في أي وقت، إضافة إلى أنها تجنب صاحب الفائض المالي مخاطر عدم التسديد التي تكون كبيرة في حالة الإقراض المباشر.

ب- بالنسبة لأصحاب العجز المالي: تجنب الوساطة المالية المقترض مشقة البحث عن أصحاب الفوائض المالية، فالوساطة المالية باعتبارها هيئة قرض تكون مستعدة دائما لتقديم مثل هذا الدعم، كما توفر الوساطة المالية الأموال اللازمة بشكل كاف وفي الوقت المناسب لأصحاب العجز المالي، وهي تحقق هذه العملية نظرا لما تتوفر عليه من أموال ضخمة تجمعها بطريقة مستمرة، هذا بالإضافة إلى توفير قروض بتكاليف أقل نسبيا، فعلاقة التمويل المباشرة تدفع المقرضين إلى فرض فوائد مرتفعة.

ج- بالنسبة للدولة:

- تقوم بتحويل الأموال ممن يملكها ويرغب في استثمارها إلى من يكون راغبا ومستعدا لاستعمالها لهذا الغرض؛
- تساهم في النمو المتراكم لرأس المال في الاقتصاد، وذلك من خلال نقل الأموال ممن لا يرغبون في إنفاقها على سلع استهلاكية إلى من يرغب في استثمارها في سلع إنتاجية؛
- توفر للجمهور موجودات أو حقوق هي أكثر جاذبية من النقود ذاتها.

د– بالنسبة للوساطة المالية ذاتها: تستفيد من الفائدة على القروض وتعتبر هذه الفائدة من المداخيل التي تعظم عائداتها، بالإضافة إلى استعمال موارد غير مكلفة في الغالب، فالودائع الجارية هي الجزء الغالب في موارد الوساطة المالية، كما يسمح الحصول على ودائع للوساطة المالية بتوسيع قدرتها على منح القروض.

3– أنواع الوساطة المالية: تأخذ الوساطة المالية الأشكال التالية:

أ– وساطة سوقية: تحدث عندما يتدخل الوسيط في سوق الأصول المالية وذلك بـ:

– تقريب كل من المشتري والبائع في حالة السمسرة مقابل عمولة عند إجرائه الإصدار لصالح الزبون؛

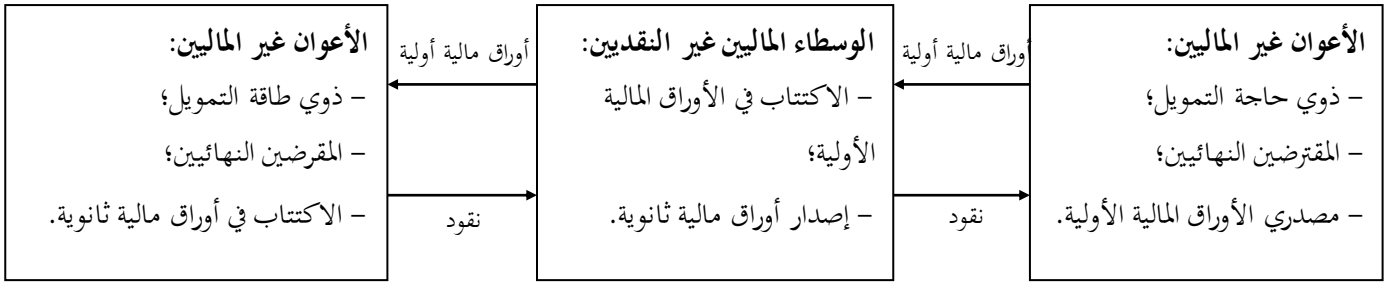
– الشراء لحسابه الخاص لإعادة البيع مقابل الحصول على هامش.

إذن، في هذا النوع من الوساطة يتم التركيز على مستوى تداول الأصول ويرفع سيولة السوق.

ب– وساطة الميزانية: يقوم الوسيط المالي في هذه الحالة بشراء أوراق مالية أولية ويحتفظ بها في جانب الأصول في ميزانيته، وفي المقابل يقوم بإصدارات مختلفة تسجل في جانب الخصوم، فيقوم الوسيط في هذه الحالة بتحويل المخاطر من جهة وآجال الاستحقاق من جهة أخرى.

ج– وساطة مالية غير نقدية: تتم هذه الوساطة بامتلاك المؤسسات لأوراق مالية مقابل تدفق نقدي تقدمه لطالبي الأموال، وتصدر حقوق غير نقدية في شكل أوراق مالية ثانوية تعرضها إلى عارضي الأموال مقابل النقود وفق ما يبينه الشكل التالي:

شكل رقم (7): الوساطة المالية غير النقدية



يعمل الوسيط المالي في هذه الدائرة للحصول على الموارد المالية بإصدار أسهم وأوراق حقوق (أوراق مالية أولية) مصدرة من ذوي حاجة التمويل، باستعمال موارد متحصل عليها ببيع أسهم والتزامات (أوراق مالية ثانوية) لذوي طاقة التمويل، أو تقديم قروض لطالبي الأموال باستعمال ودائع، وتمثل التزامات الوسطاء تجاه المقرضين النهائيين –أصحاب الودائع– أوراق مالية أولية والتزامات المقترضين النهائيين تجاه الوسطاء أوراق مالية ثانوية، وفي هذه العملية "الودائع تكون القروض"، ومصدر التمويل هنا هو ادخار مالي.

د- وساطة مالية نقدية: يعتمد مبدأ الوساطة النقدية على قيام الوسيط بشراء أوراق مالية من الأعوان ذوي حاجة تمويل مقابل النقود التي لديه القدرة على خلقها، وتنفرد البنوك بعملية خلق نقود الودائع، حيث أنه لا يشاركها فيها أي من المؤسسات المالية بخلاف البنك المركزي، ويتسنى للبنك هذا الدور من خلال إعطاء المقترض الحق في سحب مبالغ في حدود قرضه.

ويتلقى البنك ودائع الأفراد والمؤسسات ليقوم بوظيفة الإقراض عن طريق خلق الودائع، وفي هذه العملية "القروض تكون الودائع"، على عكس المؤسسات المالية الأخرى أين "الودائع تكون القروض".

يتميز أسلوب الوساطة النقدية بعدم تدخل الادخار في الأموال التي تقرض لذوي العجز في التمويل، والتي لم تجمع من المدخرين بل هي من إصدار البنك، وهذا عن طريق:

- شراء سندات حقوق؛
- أوراق مالية أولية؛
- للبنك إمكانية تحويل كل من سندات الملكية أو سندات الدين أي الأصول الحقيقية (الذهب) والحقوق الشخصية (عمولات صعبة) إلى نقود؛
- تقديم التزامات من البنك كبديل للنقود للوفاء بالديون، ويستعمل في ذلك نقوده الخاصة أو نقود البنك المركزي (النقود المركزية).

4- أنواع الوسطاء الماليين:

أ- وسطاء الودائع: يدخل تحت هذه الفئة البنوك التجارية ومؤسسات الادخار والإقراض، تتشكل مواردها الأساسية من الودائع، أما الاستخدامات فتتمثل أساسا في القروض الممنوحة للأفراد والمؤسسات.

ب- وسطاء التعاقد: حيث يتم التعاقد بين الوسيط المالي والعملاء سواء في إطار حماية الممتلكات أو التأمين على الحياة، ويدخل تحت هذه الفئة شركات التأمين وصناديق التقاعد.

ج- مؤسسات الاستثمار: وتعرف كذلك هذه المؤسسات بوسطاء التوظيف، حيث تعمل هذه المؤسسات على تسهيل الاستثمار في الأصول المالية.

ثانيا: البنك المركزي

1- نشأة البنوك المركزية: تعد البنوك المركزية حديثة نسبيا من حيث النشأة بالمقارنة مع البنوك التجارية التي ظهرت في الدول الأوربية قبل القرن السابع عشر، ففي بادئ الأمر كانت البنوك التجارية تقوم بإصدار النقود وتقبل الودائع وتقدم القروض، وفي ضوء بساطة وتواضع النشاط الاقتصادي والمالي في تلك الفترة لم تكن هناك حاجة لوجود هيئة مشرفة تتولى رسم سياسة عامة أو تضع القواعد التنظيمية لعمل البنوك.

لكن إفراط بعض هذه البنوك وتوسعها في إصدار النقود أدى إلى حدوث أزمات مالية انعكست سلبا على الاقتصاد، الأمر الذي استدعى وجود مؤسسة تعنى بتنظيم النشاط المصرفي وتنظيم عملية إصدار النقود للتحكم بعرض النقود، وقد أوكلت هذه المهمة في بادئ الأمر إلى أحد البنوك القائمة.

ومع تزايد النشاط الاقتصادي وتزايد احتياجات الحكومة للتمويل، وتزايد حركة السلع والأموال عبر الحدود الدولية وتعقد المعاملات المصرفية، ظهرت الحاجة إلى وجود هيئة من خارج البنوك تتولى عملية الإشراف على عمل تلك البنوك وتنظيم العمل المصرفي، بالإضافة إلى تنظيم عملية إصدار النقد فكانت نشأة البنوك المركزية[1].

ويعتبر بنك ستوكهولم بالسويد سنة 1668 أقدم بنك مركزي من الناحية التاريخية، ثم تأسس بنك انجلترا سنة 1694 والذي يعد أول بنك إصدار يتولى مكانة بنك مركزي يطبق ويطور أساسيات فن الصيرفة المركزية، مما أوجد قبولا عاما لدى المتخصصين، أي أن البداية الوظيفية للبنوك المركزية بدأت مع ظهور بنك انجلترا، ليتوالى بعد ذلك إنشاء البنوك المركزية حسب رغبة الدول حتى سنة 1920، أين عقد مؤتمر بروكسل الذي أصدر توصية تتضمن ضرورة تأسيس بنك مركزي في كل دولة من أجل تحقيق الاستقرار في سعر صرف عملتها ونظامها المصرفي، ومن أجل مصلحة التعاون الدولي[2].

بالنسبة للدول العربية فإن أول دولة أسست بنكا مركزيا وطنيا هي العراق سنة 1947، وتلى ذلك باقي الدول العربية نتيجة الاستقلال العسكري والسياسي، وأصبحت البنوك المركزية لها مظهر من مظاهر الاستقلال ومكملا له في المجال الاقتصادي.

[1] السيد متولي عبد القادر، مرجع سابق، ص. 50.

[2] بسام الحجار، مرجع سابق، ص. 213.

2- تعريف البنك المركزي: عرف البنك المركزي بأنه مؤسسة نقدية قادرة على تحويل الأصول الحقيقية إلى أصول نقدية والعكس، كما أن له القدرة على خلق وتدمير النقود القانونية[1].

كما عرف بأنه البنك الذي يقنن ويحدد الهيكل النقدي والمصرفي بحيث يحقق أكبر منفعة للاقتصاد الوطني، من خلال قيامه بوظائف متعددة كتقنين العملة، والقيام بإدارة العمليات المالية الخاصة بالحكومة، احتفاظه بالاحتياطات النقدية للبنوك التجارية، وإدارة احتياطات الدولة من العملة الأجنبية، وقيامه بخدمة البنوك التجارية من خلال إعادة خصم الأوراق التجارية، وقيامه بدور المقرض للبنوك التجارية، وإنجاز أعمال المقاصة بين البنوك التجارية، والقيام بالتنظيم والتحكم في الائتمان بما يتلاءم ومتطلبات الاقتصاد الوطني، وتحقيق أهداف السياسة النقدية[2].

كما عرف أيضا بأنه تلك المؤسسة التي تشغل مكانا رئيسيا في سوق النقد، وهو الذي يقف على قمة النظام المصرفي، ويهدف أساسا إلى خدمة الصالح الاقتصادي العام في ظل مختلف النظم النقدية والمصرفية[3].

مما سبق يمكننا القول أن البنك المركزي هو مؤسسة نقدية حكومية مركزية ووحيدة، تقوم بوظيفة وكيل مالي للدولة ومسؤول عن السياسة النقدية وبنك البنوك.

3- خصائص البنوك المركزية: يتمتع البنك المركزي بالخصائص التالية[4]:

- أن البنوك المركزية مؤسسات نقدية ذات ملكية عامة، فالدولة هي التي تتولى إدارتها والإشراف عليها من خلال القوانين التي تسنها، والتي تحدد بموجبها أغراضها وواجباتها، وتشترك مع الحكومة في رسم السياسة النقدية، وتنفذ هذه السياسة عن طريق التدخل والتوجيه والمراقبة؛

- يحتل مركز الصدارة وقمة الجهاز المصرفي، لكونه يتمتع بسلطة رقابية على البنوك وله القدرة على خلق النقود القانونية دون سواه، وجعل جميع البنوك تستجيب للسياسة النقدية التي يرغب في تنفيذها؛

- لا يتوخى البنك المركزي الربح، إنما وجد لتحقيق الصالح العام للدولة، ولكن إن حصل الربح فيكون ذلك من قبيل الأعمال العارضة وليس الأساسية التي وجد المصرف لأجلها، وغالبا ما تكون البنوك المركزية مملوكة من قبل الدولة؛

---

[1] أحمد فوزي ملوخية، **مبادئ الاقتصاد**، مركز الإسكندرية للكتاب، مصر، 2009، ص. 328.

[2] زكريا الدوري ويسرى السامرائي، مرجع سابق، ص. 26.

[3] صبحي تادرس قريصة ومدحت محمد العقاد، **النقود والبنوك والعلاقات الاقتصادية الدولية**، دار النهضة العربية، بيروت، 1983، ص. 142.

[4] زكريا الدوري ويسرى السامرائي، مرجع سابق، ص.ص. 26-27.

– يتمتع بالقدرة على تحويل الأصول الحقيقية إلى أصول نقدية وله القدرة للهيمنة على إصدار النقد وعملية الائتمان في الاقتصاد؛

– يمثل البنك المركزي المؤسسة المحتكرة لعملية إصدار النقد، ولم يعد للبنوك التجارية أي دور في الإصدار في جميع دول العالم؛

– هناك بنك مركزي واحد في جميع دول العالم ماعدا بعض الدول كالولايات المتحدة الأمريكية.

4– وظائف البنوك المركزية: تتمثل فيما يلي:

أ– البنك المركزي بنك الإصدار: تعني هذه الوظيفة إعطاء البنك المركزي وحده دون غيره من عناصر النظام البنكي حق أو امتياز إصدار أوراق البنكنوت أو النقود القانونية، ومضمون هذه الوظيفة قيام البنك المركزي بتحويل الأصول الحقيقية أو حتى النقدية التي تؤول إليه إلى وحدات نقود تقابل هذه الأصول، ويحصل البنك المركزي على هذه الأصول كحق له على الدولة أو على الدول الأجنبية أو على المشروعات الصناعية والاستثمارية غير البنكية المحلية، بالإضافة إلى حقوقه على المؤسسات البنكية المحلية والأجنبية[1].

من أهم ما يترتب على تركيز وظيفة الإصدار في بنك واحد ما يلي[2]:

– تماثل النقود الورقية المتداولة داخل الدولة ومنع تعدد العملات؛

– زيادة ثقة جمهور المتعاملين بأوراق النقد المصدرة؛

– تمكين البنك المركزي من التأثير في حجم الائتمان عن طريق التأثير في حجم الاحتياطات النقدية التي تحتفظ بها البنوك التجارية مقابل الودائع؛

– تقديم ضمان أكبر ضد الإفراط في إصدار النقد الذي قد ينتج عن تعدد بنوك الإصدار.

لقد تنوعت أنظمة الإصدار حيث يمكن أن نميز بين الأنواع التالية من نظم الإصدار:

– نظام الغطاء الذهبي الكامل: وهو الشكل الأول لنظام الإصدار، حيث يمثل الغطاء الذهبي للأوراق المصدرة ما نسبته 100%، وبطبيعة الحال فإن هذا النظام يتصف بالجمود كون حجم الإصدار النقدي ارتبط كلية بما في حوزة البنك المركزي من ذهب، وبالتالي فالطلب الإضافي على النقود لا يمكن أن يتحقق إلا إذا زاد رصيد البلد من الذهب، لذلك اضطرت الدول إلى العدول عنه إلى نظم أخرى أكثر مرونة.

[1] السيد متولي عبد القادر، مرجع سابق، ص. 52.

[2] زكريا الدوري ويسرى السامرائي، مرجع سابق، ص.34.

– نظام الإصدار الجزئي الوثيق: هذا النظام هو أكثر مرونة من النظام السابق، لأنه بمقتضى هذا النظام يسمح للبنوك المركزية أن تصدر نقودا ورقية حتى حد معين تغطى بسندات حكومية، وما زاد عن هذا الحد يغطى كليا بالذهب، ويعتبر هذا النظام مرغوبا من قبل أنصاره، لأنه يضع قيدا كميا على البنوك المركزية في عملية الإصدار، وبذلك يحول هذا القيد دون زيادة في الإصدار غير المرغوب فيه، مما يؤثر في الثقة بالنقود وبالتالي قيمتها.

لقد انتقد هذا النظام باعتباره غير مرن، فأي استنزاف لرصيد البلد من الذهب سوف يسبب انكماشا غير مبرر في إصدار العملة والائتمان.

– نظام الحد الأقصى للإصدار: في ظل هذا النظام لم يعد الإصدار النقدي مرتبطا برصيد البلد من الذهب، ولكن القانون يحدد الحد الأقصى للإصدار، والذي لا يمكن تغييره إلا بتغير القانون، ولكن تغيره قد لا يكون بالسرعة المطلوبة مما يحدث أثرا انكماشيا في سوق النقد.

– نظام الإصدار الحر: ويقوم أسلوب سياسة الإصدار على عدم ارتباط الإصدار النقدي برصيد البلد من الذهب، أو بحد أقصى للإصدار، وبذلك يكون هذا القانون قد حقق أكبر درجة من المرونة بتحرير الإصدار النقدي من القيد الكمي الذي يتمثل بالغطاء الذهبي، والقيد القانوني الذي ينص على حد أقصى للإصدار.

ب– البنك المركزي بنك البنوك: يترتب على كون البنك المركزي واقعا على قمة الجهاز البنكي، بحيث يليه في الأهمية باقي البنوك الأخرى والتي من أهمها البنوك التجارية، حقوقا والتزامات من قبل هذه الأطراف بعضها البعض، ويمكن توضيحها على النحو التالي[1]:

– التزام البنوك التجارية بإيداع جزء من السيولة كاحتياطي لدى البنك المركزي، ويتحدد هذا الاحتياطي كنسبة من الودائع التي يودعها الأفراد لدى البنوك التجارية، وهذا الالتزام يحقق هدفين أساسيين:

* ضمان تحقيق السيولة للبنك التجاري لمواجهة الظروف الطارئة؛

* أن هذا الالتزام يمثل أداة هامة للتحكم في حجم الائتمان ومن ثم يمثل أحد أدوات السياسة النقدية.

– يلتزم البنك المركزي بتقديم السيولة لهذه البنوك في الأوقات التي تواجه فيها حالات الإعسار، فهو يقوم بدور المقرض الأخير للنظام المصرفي؛

– يقوم البنك المركزي بخدمة البنوك التجارية عن طريق ما يعرف بغرفة المقاصة، حيث يجري في هذه الغرفة ترحيل وتصفية الحسابات كافة بين البنوك التجارية وبين البنوك بعضها البعض.

[1] السيد متولي عبد القادر، مرجع سابق، ص. ص. 55-56.

ج- البنك المركزي هو بنك الحكومة: يقوم البنك المركزي بوظيفة بنك الحكومة فهو وكيل الحكومة ومستشارها في الشؤون النقدية والمالية والاقتصادية، ويبرز ذلك من خلال[1]:

- تقوم البنوك المركزية بمسك حسابات الخزينة والإدارات العامة، أي يتولى قبول الودائع الحكومية والصكوك والحوالات، وتحصيل الشيكات المسحوبة على المؤسسة المصرفية الأخرى لصالح الخزينة لتسديد الضرائب أو الديون الأخرى، وتحصيل مبالغ القروض العامة أي السندات التي تصدرها الحكومة ويكتتب فيها الجمهور والبنوك؛

- تقديم قروض للخزينة العمومية في شكل:

* منح قروض نقدية مباشرة وقصيرة الأجل في بداية السنة المالية لمقابلة نفقاتها ريثما يتم تحصيل الإيرادات الحكومية من ضرائب ورسوم؛

* تقديم قروض غير مباشرة عن طريق شراء الموجودات المالية الحكومية كالسندات لمقابلة عجز الموازنة العامة للدولة؛

* منح قروض للمؤسسات الإنتاجية العامة لتمويل عملياتها الإنتاجية؛

* منح قروض استثنائية للحكومة في أوقات الحروب والأزمات الاقتصادية.

- تضطلع البنوك المركزية بإدارة الدين العام الداخلي والخارجي نيابة عن الخزينة العامة؛

- تقوم البنوك المركزية بدور مستشار الحكومة في المسائل الاقتصادية والنقدية، وذلك لتمتعه بدراية جيدة بالأوضاع الاقتصادية والمالية في الدولة، لذا فالبنك يقوم بإمداد الحكومة بالنصائح الخاصة بالسياسات الاقتصادية مثل السياسة المالية والتجارية وأسعار الصرف وأساليب تمويل الميزانية الحكومية، تحديد أسعار الفائدة وطرق معالجة الاختلال في ميزان المدفوعات.

د- البنك المركزي واضع ومنفذ السياسة النقدية: البنك المركزي باعتباره خالق النقود القانونية ومؤثرا في قدرة البنوك التجارية على خلق نقود الودائع، يستطيع أن يتحكم في حجم وسائل الدفع بالزيادة أو النقصان تنفيذا لسياسة نقدية معينة لتحقيق أهداف اقتصادية معينة[2].

5- متطلبات نجاح البنك المركزي: إن نجاح البنوك المركزية في تحقيق الأهداف التي تسعى إليها، إنما تحدده مجموعة من العوامل والشروط الذاتية أو المؤسسية، تتعلق بهياكل هذه البنوك المركزية وتطورها ونوعية مواردها

[1] زكريا الدوري ويسرى السامرائي، مرجع سابق، ص. ص. 41-42.

[2] أحمد فوزي ملوخية، مرجع سابق، ص. 329.

البشرية، وغير ذلك من العوامل الخاصة بهذه البنوك، كما يتطلب نجاح هذه البنوك مجموعة من العوامل الموضوعية أبرزها[1]:

أ- الاستقلالية: تعني الاستقلالية حرية البنك المركزي في رسم وتنفيذ سياسته النقدية دونما خضوع للاعتبارات أو التدخلات السياسية، ولكن لا تعني الاستقلالية الانفصال التام بين البنك المركزي والحكومة، وانفراد البنك في تحديد الأهداف النهائية للسياسة النقدية، حيث يتم الاتفاق على هذه الأهداف بين البنك والحكومة.

وعلى ذلك، فالبنك المركزي يبحث عن الاستقلالية في تحديد الأهداف الوسيطة وفي انتهاج الأدوات المناسبة لبلوغ تلك الأهداف، مع ضرورة الحفاظ على أكبر قدر ممكن من الانسجام والتناغم بين السياسة النقدية والسياسة المالية.

ب- المصداقية: تمثل المصداقية ركيزة أساسية تساعد في تحقيق السياسة النقدية لأهدافها، ويقصد بالمصداقية التزام البنك المركزي باتخاذ الإجراءات اللازمة لتحقيق أهداف السياسة النقدية ودون تهاون، ولا تثبت المصداقية إلا عبر الزمن حيث تتأكد المصداقية بأن يكرر البنك المركزي اتخاذ الإجراءات نفسها إذا ما واجه ظروفا مماثلة مرة أخرى، ولا يتراجع عن تلك الإجراءات إلا بتحقق الهدف.

ج- الشفافية: تعني شفافية السياسة النقدية إطلاع الجمهور وبشكل واضح وفي أوقات منتظمة على توجهات وإجراءات السياسة النقدية، حيث أن معرفة الجمهور وإدراكهم لأهداف وإجراءات هذه السياسة وأدواتها وتمكينهم من الحصول على المعلومات المطلوبة في هذا الخصوص، سيعمل على زيادة فعاليتها وتمكين الجمهور من بناء قرارات سليمة، فضلا عن خلق مزيد من الالتزام من قبل البنك المركزي للوفاء بهذه الأهداف.

د- المساءلة: كلما تمتع البنك المركزي بمزيد من الاستقلالية كلما ازدادت الحاجة إلى مساءلته على سياساته والنتائج التي تترتب عنها، وذلك استنادا إلى مسؤوليته تجاه تحقيق الأهداف التي ينص عليها قانونه، أما الجهات التي يكون فيها البنك مسؤولا أمامها فهي متعددة ومنها: البرلمان بصفته ممثلا للشعب، ووسائل الإعلام والأسواق المالية وذلك وفق الآلية أو الأسلوب الذي ينص عليه القانون.

[1] السيد متولي عبد القادر، مرجع سابق، ص. ص. 56-57.

ثالثا: البنوك التجارية

1- نشأة البنوك التجارية: ترجع نشأة البنوك التجارية إلى الفترة الأخيرة من القرون الوسطى حين قام بعض التجار والصاغة في أوربا وبالذات في مدن البندقية وجنوا وبرشلونة بقبول أموال المودعين بغية المحافظة عليها من الضياع، وذلك مقابل إصدار شهادات إيداع إسمية، وقامت هذه المؤسسات تدريجيا بتحويل الودائع من حساب مودع إلى حساب مودع آخر سدادا للمعاملات التجارية.

ومنذ القرن 14 سمح الصاغة والتجار لبعض عملائهم بالسحب على المكشوف، وقد أدى ذلك إلى إفلاس بعض هذه المؤسسات، مما دفع بعض المفكرين في الربع الأخير من القرن 16 إلى المطالبة بإنشاء أول بنك حكومي في البندقية، وفي سنة 1609 أنشأ بنك أمستردام وكان غرضه الأساسي حفظ الودائع وتحويلها عند الطلب من حساب مودع إلى حساب مودع آخر، والتعامل في العملات وإجراء المقاصة بين السحوبات التجارية. ومنذ بداية القرن 18 وبفضل انتشار آثار الثورة الصناعية في دول أوربا برزت الحاجة إلى بنوك كبيرة الحجم، وقد تأسس العديد من هذه البنوك التي اتسعت أعمالها، وقد استخدمت الشيكات المصرفية في تسوية المعاملات.

2- تعريف البنوك التجارية: البنوك التجارية أو كما تسمى في بعض الدول بنوك الودائع لها تعريفات متعددة منها:

هي عبارة عن مؤسسات ائتمانية غير متخصصة تتلقى ودائع الأفراد القابلة للسحب لدى الطلب أو بعد آجال قصيرة، هدفها تحقيق الأرباح إما عن طريق ما تقدمه من خدمات مصرفية، وإما عن طريق ما تخلقه من نقود الودائع[1].

كما تعرف أيضا بأنها المؤسسة التي تتعامل في الدين أو الائتمان، فهي تحصل على ديون الغير، وتعطي مقابلها وعودا بالدفع تحت الطلب أو بعد أجل قصير[2].

كما عرف بأن البنك التجاري هو مؤسسة تقوم بقبول ودائع تدفع عند الطلب أو لآجال محددة، وتزاول عمليات التمويل الداخلي والخارجي وخدمته بما يحقق أهداف خطة التنمية، ودعم الاقتصاد القومي وتباشر عمليات تنمية الادخار والاستثمار المالي في الداخل والخارج بما في ذلك المساهمة في إنشاء المشروعات، وما يستلزم من عمليات مصرفية وتجارية ومالية وفقا للأوضاع التي يقررها البنك المركزي[3].

[1] بسام الحجار، مرجع سابق، ص. 147.

[2] جمال بن دعاس، مرجع سابق، ص. 168.

[3] السيد متولي عبد القادر، مرجع سابق، ص. 58.

انطلاقا مما سبق، يمكن تعريف البنوك التجارية بأنها مؤسسات ائتمانية غير متخصصة تطلع أساسا بتلقي ودائع الأفراد القابلة للسحب لدى الطلب أو بعد أجل قصير، والتعامل بصفة أساسية في منح القروض بنوعيه قصير وطويل الأجل.

3- وظائف البنوك التجارية: تقوم البنوك التجارية بالعديد من الوظائف يمكن اختصارها فيما يلي:

أ- عمليات أساسية:

- قبول الودائع على اختلاف أنواعها وفتح الحسابات: تعتبر الودائع من أهم مصادر التمويل للبنوك التجارية، لذلك تحرص البنوك على تنميتها من خلال تنمية الوعي المصرفي والادخاري، بالتوسع في فتح المزيد من الوحدات المصرفية، وتبسيط إجراءات التعامل من حيث السحب والإيداع، ورفع كفاءة الأوعية الادخارية.

تقوم سياسة الودائع للبنك التجاري على جذب المزيد من الودائع، وتتفاوت الودائع من حيث آجالها، والنشاط الاقتصادي للمودعين والقطاعات التي ينتمون إليها.

يمكن تصنيف هذه الودائع من حيث الاستحقاق إلى:

* **الودائع الجارية وتحت الطلب:** وهي الودائع التي تودع لدى البنك دون قيد أو شرط، ويستطيع صاحبها أن يسحب منها في أي وقت شاء، ولا يدفع البنك فائدة على هذا النوع من الودائع، ويمكن السحب منها بواسطة الشيكات أو إيصالات الصرف أو أوامر دفع يحررها العميل.

* **الودائع لأجل:** وهي الوديعة التي تودع لدى البنك التجاري ولا يجوز لصاحبها سحبها أو سحب جزء منها إلا بعد انقضاء المدة المتفق عليها مع البنك، وفي مقابل ذلك يتقاضى العميل فوائد تتفاوت معدلاتها حسب مدة الإيداع.

* **الودائع بإخطار:** وهي الوديعة التي لا يمكن لصاحبها السحب منها إلا بعد إخطار البنك بفترة زمنية متفق عليها.

* **ودائع التوفير:** تدون هذه الودائع بدفتر التوفير الذي يحتفظ به العميل ويقدمه عند كل عملية سحب أو إيداع، ويناسب هذا النوع من الحسابات الأفراد الذين يسعون وراء العائد المرتفع نسبيا دون التضحية بالسيولة، حيث يمكن السحب والإيداع في أي وقت.

* **الوديعة المجمدة:** من أمثلة هذا النوع التأمينات النقدية التي تتقاضاها البنوك التجارية نظير إصدار خطابات الضمان، والتي لا ترد عادة إلا بعد إعادة خطاب الضمان للبنك بعد انتهاء الغرض من إصداره، وتتقاضى البنوك أيضا تأمينات نقدية مقابل تمويل بعض الاعتمادات المستندية الخاصة باستيراد السلع من الخارج.

– منح القروض: تقوم البنوك التجارية بوظيفة الوسيط المالي بين المقرضين والمقترضين، فهي تتلقى الودائع من الأفراد والمنشآت، وبذلك فهي تقوم بوظيفة تعبئة مدخرات المجتمع من أجل إقراضها للمشروعات، أي أن البنوك تقوم بدور الوسيط بين وحدات الفائض المالي ووحدات العجز المالي[1].

تقوم البنوك التجارية بمنح القروض مع مراعاة ثلاثة عوامل أساسية:

* **السيولة:** يقصد بها قدرة البنك على الوفاء بالالتزامات المتمثلة في مواجهة طلبات سحب المودعين، ومقابلة طلبات الائتمان عن طريق امتلاك بعض الأصول القابلة للتحول إلى نقد بسرعة.

* **الربحية:** تسعى إدارة البنك دائما إلى تحقيق أكبر ربح ممكن لأصحاب البنك، إذ أن المعيار الأساسي لمدى كفاءة الإدارة هو حجم الأرباح التي تحققها، وإذا حققت الإدارة أرباحا أكثر فإن ذلك يعني أنها أكثر كفاءة من غيرها.

* **الأمان:** يتأتى هذا العنصر من مدى ثقة إدارة البنك بأن التسهيلات المصرفية التي تمنحها لعملائها سيتم تسديدها في الوقت المحدد.

– إنشاء النقود الكتابية (نقود الودائع): إن أهم ما تقوم به البنوك التجارية ولا يستطيع أن يقوم به أي نوع آخر من البنوك هو التأثير على وسائل الدفع من خلال زيادة أو تخفيض النقود الكتابية، أي أن البنك التجاري يستطيع أن يمنح تسهيلات ائتمانية للعملاء "نقود ودائع مشتقة" بدون أن يكون هناك ودائع متخصصة ومقابلة لها موجودة بالفعل لديه، وبالتالي قدرة البنك التجاري على التأثير على عرض النقود والطلب عليها في المجتمع.

ب– وظائف مستحدثة:

– شراء وبيع الأوراق المالية وحفظها لحساب المتعاملين معه أو لمصلحته الخاصة؛

– نقل الأموال وتحويل العملة للخارج لسداد التزامات العملاء فيما يتعلق بعمليات الاستيراد؛

– تأجير الخزائن الحديدية للعملاء لحفظ الوثائق والممتلكات الثمينة والمهمة؛

– خصم الأوراق التجارية، إصدار الشيكات السياحية، تحصيل الأوراق التجارية لصالح العملاء؛

– فتح الاعتمادات المستندية وإصدار خطابات الضمان وتمويل التجارة الخارجية؛

– شراء وبيع العملات الأجنبية؛

– تقديم استشارات مالية متعددة في مجال دراسات الجدوى الاقتصادية والفنية وكيفية إدارة الأعمال؛

– تقديم خدمات البطاقة الائتمانية (بطاقة الاعتماد) وخدمات الصراف الآلي.

[1] السيد متولي عبد القادر، مرجع سابق، ص. 59.

4- خصائص البنوك التجارية: تتميز بما يلي[1]:

- تعدد البنوك التجارية والبنك المركزي واحد؛

- تسعى البنوك التجارية لتحقيق الربح عكس البنوك المركزية التي تسعى لتحقيق المصلحة العامة؛

- تتأثر البنوك التجارية برقابة البنك المركزي من خلال أدوات الرقابة الكمية التي يراد منها التأثير على حجم الائتمان، والرقابة الكيفية التي يراد منها التأثير على نوع الائتمان، في حين لا تستطيع البنوك مجتمعة أن تمارس أي رقابة على البنك المركزي؛

- تتميز البنوك المركزية بقدرتها على إصدار النقود القانونية دون غيره من المؤسسات الأخرى، والنقود القانونية متماثلة من جهة المصدر ومتماثلة في قيمتها، وهي نقود إنتهائية تخاطب كافة القطاعات الاقتصادية في حين تقوم البنوك التجارية بإنشاء النقود الكتابية، وهي متعددة المصادر نظرا لاختلاف البنوك التجارية، وهي مختلفة بسبب اختلاف أسعار الفائدة، وهي ليست نقودا نهائية لأنه يمكن تحويلها إلى نقود قانونية، ومن بين القطاعات الاقتصادية تخاطب هذه النقود المشروعات والأعمال.

5- النظريات المفسرة لسلوك البنوك التجارية: لخصها آدم سميث في النظريات التالية[2]:

أ- نظرية القرض التجاري: يتمثل جوهر هذه النظرية في أن دور البنك التجاري يتعلق بالدرجة الأولى بتوفير السيولة، ومن ثم يجب أن يركز عمله في منح القروض التجارية قصيرة الأجل، والتعامل في الأوراق التجارية التي تعكس نشاطا دوريا متكررا لا تتجاوز دورته فترة سنة.

ب- نظرية التبديل أو التحويل: أي أن البنك التجاري لا يجب أن يقتصر نشاطه على بند واحد من جانب الأصول، بل يجب عليه أن يوسع من محفظة استثماراته لتشمل أيضا القيام بالاستثمار في السوق المفتوحة، لأن في ذلك إعطاء البنك التجاري درجة عالية من المرونة، والقدرة على الوفاء بالالتزامات بالمقارنة بما تنادي به النظرية السابقة.

ج- نظرية الدخل المتوقع: تركز هذه النظرية على إعطاء أهمية لتوقع قدرات عميله مهما كانت مدة القرض، فالعامل الأساس الذي يجب التركيز عليه في عمله لا يقوم على فكرة السيولة فقط، ولكن يتعدى ذلك إلى التأكد من إمكانية وقدرة العميل ومن ثم توقع الدخل الدائم.

---

[1] بسام الحجار، مرجع سابق، ص. ص. 147-148.

[2] السيد متولي عبد القادر، مرجع سابق، ص. ص. 59-60

كما نادت هذه النظرية بعدم اقتصار تعامل البنك التجاري في القروض والاستثمارات قصيرة الأجل فقط، بل لابد من التعامل في القروض والاستثمارات متوسطة وطويلة الأجل.

د- نظرية إدارة الخصوم: على عكس النظرية السابقة اهتمت هذه النظرية بإدارة الخصوم، حيث أن هذه الأخيرة تمثل المصدر الأساس للسيولة، فطبقا لهذه النظرية يمكن للبنك التجاري أن يحصل على السيولة من خلال شرائها من السوق مثل التعامل في سوق ما بين البنوك أو إصدار شهادات الودائع بآجالها المختلفة.

رابعا: خلق النقود بواسطة البنوك التجارية

تنقسم عملية خلق النقود إلى حالتين:

1- حالة الاحتياطي النقدي الكامل: في هذه الوضعية وهي احتفاظ البنك التجاري باحتياطي نقدي كامل يغطي الوديعة بأكملها، لن يتمكن البنك التجاري من خلق أي وديعة جديدة، وهذه الحالة يظهر فيها البنك على شكل وسيط يتلقى مدخرات الأفراد على شكل ودائع، وتصبح قيمتها من أصوله، ولا تتعدى العملية كونها مجرد نقل لنفس المبلغ من التداول إلى خزينة البنك، ولم تطرأ أية إضافة إلى حجم الكتلة النقدية المتداولة، لذلك لا يمكن تصور أن يكون هناك توسع مضاعف أو انكماش في حجم الودائع التي يلتزم بها[1].

2- خلق النقود في حالة الاحتياطي النقدي الجزئي: إن احتفاظ البنك التجاري باحتياطي نقدي كامل فرض بعيد عن الواقع العملي، فقد لاحظت البنوك التجارية أن غالبية أصحاب الودائع لم يطلبوا سحب ودائعهم مرة واحدة وفي وقت واحد، كما أظهرت التجربة والخبرة العملية، وتطور العادات المصرفية أن باستطاعة البنوك التجارية أن تحتفظ بجزء من الودائع في شكل نقود جاهزة، لتلبية طلبات السحب اليومية من النقود الورقية، وتستطيع البنوك بالتالي أن تتصرف في الجزء المتبقي في عمليات القروض والاستثمار، ومن ثم الحصول على الأرباح[2]، في هذا الإطار يمكن التمييز بين الحالات التالية:

أ- خلق النقود في حالة عدم وجود تسرب نقدي: تقوم هذه الحالة على الافتراضات التالية[3]:

- تعدد البنوك التجارية في النظام المصرفي؛
- عدم وجود تسرب في أرصدة النقود إلى التداول؛

[1] المرجع السابق، ص. 73.

[2] أحمد زهير شامية، مرجع سابق، ص. 278.

[3] صالح مفتاح، مرجع سابق، ص. 73.

- افتراض احتياطي نقدي إلزامي جزئي؛

- إمكانية توظيف كل الأرصدة الفائضة عن النسبة القانونية للاحتياطي النقدي.

لتوضيح عملية خلق النقود في ظل هذه الحالة نورد المثال التالي: لنفترض أن أحد البنوك التجارية قد حصل على وديعة من شخص مقدارها 1000 دج، وأن نسبة الاحتياطي الإجباري هي 20% من حجم الوديعة الأولية، ففي ظل فرضية تعدد البنوك في الجهاز المصرفي، يجب على البنك أن يحتفظ بمبلغ الاحتياطي لدى البنك المركزي وهو 1000 x 0,2 = 200 دج، وبعد احتفاظه بهذا المبلغ يصبح لديه الآن مبلغ 800دج كاحتياطي إضافي (1000دج- 200دج= 800دج) ، وهذا البنك يقرض هذا المبلغ إلى شخص آخر، هذا الأخير يودعه لدى بنك آخر الذي يحتفظ بـ 800 x 0,2 = 160دج، أما الباقي أي 800دج – 160دج = 640 دج فيقوم بإقراضه وهكذا تستمر العملية.

إذن، يمكن توضيح عملية خلق النقود بالجدول التالي:

جدول رقم (4)

خلق النقود في حالة عدم وجود تسرب نقدي

المراحل	احتياطات فائضة	القروض الجديدة	الاحتياطات الإلزامية
المرحلة I من القروض	1000	1000	200
المرحلة II من القروض	800	800	160
المرحلة III من القروض	640	640	128
المرحلة VI من القروض	512	512	
الإجمالي	5000		1000

المصدر: وسام ملاك، **النقود والسياسات النقدية الداخلية**، دار المنهل اللبناني، بيروت، 2000، ص. 141.

من خلال الجدول يلاحظ أن الزيادة في العرض النقدي تساوي 5000دج – 1000دج = 4000دج، وهو ما يطلق عليه اسم الودائع المشتقة.

كما يمكن الوصول إلى النتيجة السابقة باستخدام آلية المضاعف النقدي حيث:

$$K = 1 / a$$

K: قيمة المضاعف؛

a: نسبة الاحتياطي الإجباري.

ومنه يقدر حجم النقد الجديد الذي تم خلقه (ΔM) بـ:

$$\Delta M = 1000 \times \frac{1}{0.2} = 5000 \text{ DA}$$

ب- خلق النقود في حال وجود تسرب نقدي: في الحالة السابقة تم افتراض عدم وجود تسرب للأرصدة النقدية، ولكن الحالة الأكثر واقعية تقضي أن هناك نسبة معينة تتحول من نقود كتابية إلى نقود ورقية، وهذا ما يسمى بالتسرب النقدي* إلى التداول خارج الدائرة المصرفية، ولهذا سوف يضطر البنك التجاري للأخذ من احتياطاته من أجل الوفاء بطلبات أصحاب الودائع، وهذا ما يؤثر على التوسع النقدي ويجعله ينخفض عما هو عليه في المثال السابق.

فإذا أضفنا إلى المثال السابق تسرب نقدي للأوراق النقدية، والذي يسمى المعدل الحدي لتفضيل الأوراق النقدية (b) الذي يساوي 30 %، فإن المرحلة الأولى من الإقراض سوف يوزع النقد الكتابي الذي قيمته الأولية 1000 دج إلى 1000 × 0,3 = 300 دج على شكل أوراق نقدية، أما ما تبقى أي 700 دج سوف يوزع ما بين احتياطي إجباري: 700 × 0,2 = 140 دج و 560 دج كاحتياطات فائضة يمكن إقراضها، وهذا المبلغ الأخير سوف يخضع لنفس المنطق، ويقتطع من نسبته التسرب النقدي، أي: 560 × 0,3 = 168 دج تستخدم كأوراق نقدية في التداول، أما الباقي 560 - 168 = 392 دج فسوف يتوزع ما بين احتياطي إجباري الذي يساوي 392 × 0,2 = 78,2دج والباقي الذي يساوي 313,6 دج يستخدم في المرحلة الموالية للقروض، وهكذا تتم العملية بنفس الشروط.

والجدول التالي يبين مضاعف الائتمان في ظل التسرب النقدي:

* نسبة التسرب النقدي = مقدار الأوراق النقدية المحتفظ به لدى الجمهور / الزيادة في الكتلة النقدية.

جدول رقم (5)

خلق النقود في حال وجود تسرب نقدي

المراحل	الودائع	القروض الجديدة	التسرب إلى أوراق نقدية	
			الاحتياطات الإجبارية (10%)	الأوراق النقدية (30%)
المرحلة I من القروض	1000	1000		
المرحلة II من القروض	560	560	140	300
المرحلة III من القروض	313.6	313.6	78.4	168
المرحلة VI من القروض	175.7	175.7	43.9	94
الإجمالي		2272.72	318.18	681.81

المصدر: صالح مفتاح، **النقود والسياسة النقدية: المفهوم، الأهداف والأدوات**، دار الفجر، القاهرة، 2005، ص.78.

يمكن الوصول إلى مقدار النقد الجديد باستخدام آلية المضاعف (K) حيث:

$$K = \frac{1}{1-(1-b)(1-a)}$$

$$K = \frac{1}{a+ b- ab}$$

$$K = \frac{1}{0.2+ 0.3- 0.2\times 0.3} = 22.72$$

إذن وعلى اعتبار أن حجم النقد الجديد معرف بالمعادلة: $\Delta M = \Delta C \times K$

هذا يعني أن: $\Delta M = 1000 \times 22,72$

$$\Delta M = 2272,72$$

مما سبق، نستنتج أن خلق النقود قد انخفض في الحالة الثانية (2272,72دج) مقارنة بالحالة الأولى (5000دج)، ويرجع السبب في ذلك إلى التسرب في الأرصدة النقدية.

خامسا: الجهاز المصرفي الجزائري

ورثت الجزائر غداة الاستقلال نظاما مصرفيا واسعا، لكنه تابع للمستعمر وقائم على أساس اقتصاد ليبرالي، غير أنها واجهت وضعا اقتصاديا صعبا بسبب النتائج التي خلفتها الحرب التحريرية إلى جانب المغادرة الجماعية للمعمرين الأوربيين الذين كانوا يسيطرون سيطرة تامة على النشاط الاقتصادي في البلاد. نتيجة لذلك قامت الحكومة بإضفاء السيادة خلال الفترة (1962-1965) تلتها مرحلة التأميم (1966-1969)، ثم إصلاح 1971، وبعدها الإصلاح النقدي 12/86 وتكييف الإصلاح 06/88، وأخيرا صدور قانون النقد والقرض 10/90 والتعديلات الواردة عليه.

1- مرحلة إضفاء السيادة (1962-1965): تميزت بإنشاء ثلاث مؤسسات رئيسية وهي: الخزينة العمومية، البنك المركزي الجزائري، الصندوق الجزائري للتنمية (CAD)، الصندوق الوطني للتوفير والاحتياط (CNEP) مع تأسيس العملة الوطنية.

أ- الخزينة العمومية: تم تأسيسها في 1962/08/29[1] والتي تكفلت بمنح قروض استثمارية للقطاع الاقتصادي، وقروض تجهيزية للقطاع الفلاحي المسير ذاتيا.

ب- البنك المركزي الجزائري (BCA): تأسس بموجب القانون رقم 144/62 المؤرخ في 1962/12/13، وباشر نشاطه الفعلي في 1963/01/01، حدد مقر البنك المركزي الجزائري بالعاصمة، في شكل إدارة عمومية وطنية لها شخصيتها المالية واستقلالها المالي بشكل بعيد عن تلك المعنية بتنظيمات المحاسبة العمومية. يتكون هذا البنك من مجلس إدارة يضم محافظ البنك المركزي الجزائري وهو رئيسه، يقترحه وزير الاقتصاد ليعينه رئيس الجمهورية بمرسوم رئاسي، يساعد المحافظ مدير عام يقترحه المحافظ ليوافق عليه وزير الاقتصاد ويعين بمرسوم رئاسي هو الآخر، إضافة إلى ذلك نجد أعضاء مستشارين تتنوع اختصاصاتهم لتجسيد مجال شورى تناقش فيه القضايا النقدية، يتكون هؤلاء المستشارين من[2]:

- من 2 إلى 5 أعضاء معينين تبعا لخبرتهم في مجالات عديدة (الفلاحة، الصناعة والتجارة)؛
- من 2 إلى 3 أعضاء يمثلون شريحة العمال والموظفين أحدهم من بين موظفي البنك المركزي؛

[1] الجريدة الرسمية رقم 10 الصادرة في 1962/08/28

[2] مختار بن عابد، **فعالية قيادة السياسة الاقتصادية الدورية المغلقة: مقاربة قياسية لحالة الجزائر**، مذكرة دكتوراه غير منشورة، جامعة أبي بكر بلقايد، تلمسان، 2014، ص. 250.

– من 4 إلى 10 أعضاء يعينون بناء على وظائفهم في الدولة وخبرة شؤون القرض والمساهمة في تنمية الاقتصاد (المؤسسات الاقتصادية والإدارات والهيئات العمومية وشبه العمومية).

لقد أسندت للبنك المركزي الجزائري المهام التالية[1]:

– إصدار العملة الوطنية مع الاحتكار التام لها؛ وتم ذلك بإصدار عملة وطنية ممثلة في الدينار الجزائري في 10 أفريل 1964 بموجب القانون رقم 111/64؛

– تسيير احتياطات العملة الأجنبية والذهب بيعا وشراء واحتفاظا؛

– منح القروض للبنوك التجارية وإدارتها ومراقبتها بتغيير معدلات الفائدة والاحتياطي الإجباري، وتداول بعض الأوراق المالية؛

– إعادة خصم السندات العمومية وبصفة استثنائية السندات الخاصة؛

– منح الخزينة العمومية تسبيقات مالية على حسابها الجاري لديه بنسبة لا تتعدى 5% من الإيرادات العامة العادية المحققة من السنة المالية السابقة.

بالإضافة إلى مهامه التقليدية تكفل البنك المركزي الجزائري خلال الفترة (1963-1964) بمنح مباشر للقروض على شكل تسبيقات خصوصا للقطاع الفلاحي المسير ذاتيا، وبموجب قانون المالية لسنة 1965 وضع هذا البنك كلية تحت تصرف الخزينة العمومية بمنحها تسبيقات غير محدودة، وبالتالي اقتصر دوره على وظيفة المحاسب البسيط للخزينة العمومية، مما نتج عنه لا مبالاة في إصدار النقود.

ج– الصندوق الجزائري للتنمية (CAD): تأسس بمقتضى القانون رقم 165/63 الصادر في 1963/05/07 بمهمة أساسية وهي المساعدة على تمويل الاستثمارات الإنتاجية، ووضع مخططات وبرامج استثمارية بهدف تحقيق متطلبات التنمية الاقتصادية وتحقيق الانطلاق الصناعي، كما ساهم هذا الصندوق في تمويل المؤسسات العمومية المتواجدة آنذاك وفي كل الميادين، فنشاط هذا الصندوق كان متركزا أساسا حول مركزة الموارد المتأتية من ميزانية الدولة، وكذلك الموارد المتأتية عن طريق المساعدات الخارجية والمقدمة في مجملها من فرنسا عن طريق منظمات التعاون[2].

---

[1] ارجع إلى: – المواد 9-15 من القانون الأساسي للبنك المركزي رقم 62-144 لـ 13 ديسمبر 1962، جريدة رسمية عدد 10، ص. 110؛

– القانون رقم 64-111 ممضي في 10 أفريل 1964 عن رئاسة الجمهورية، جريدة رسمية عدد 13 مؤرخة في 10 أفريل والمتضمنة إنشاء العملة النقدية الوطنية 1964، ص. 443؛

– محمود حميدات، **مدخل التحليل النقدي**، الطبعة 3، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2005، ص ص. 127-129.

[2] Mourad Goumiri, **L'offre de monnaie en Algérie**, édition Enag, 1993, p.71.

فالصندوق الوطني للتنمية ظهر كوسيط فعلي بين الخزينة العمومية والمؤسسات العمومية، ولم يلعب دوره كبنك إلا بموجب المرسوم رقم 47/71 حيث حل محل الخزينة العمومية في منح القروض طويلة الأجل.

د- الصندوق الوطني للتوفير والاحتياط (CNEP): تم تأسيسه في 10 أوت 1964، بموجب القانون رقم 227/64، وتتمثل مهمة الصندوق في جمع الإدخارات الصغيرة للعائلات والأفراد، أما في مجال القرض فإن الصندوق يقوم بتمويل ثلاثة أنواع من العمليات: تمويل البناء، تمويل الجماعات المحلية، بالإضافة إلى تمويل بعض العمليات الخاصة ذات المنفعة الوطنية.

ولكن ابتداء من سنة 1971، وبقرار من وزارة المالية تم تكريس الصندوق الوطني للتوفير والاحتياط كبنك وطني للسكن، حيث يقوم بمنح قروض إما لبناء سكن، أو لشراء سكن جديد، أو تمويل مشاركة المقترض في تعاونية عقارية.

2- مرحلة التأميم (1966-1969): لم يؤدي البنك المركزي الجزائري في السنوات الأولى للاستقلال دوره بصورة فعالة، وذلك لوجود العديد من البنوك الأجنبية ضمن مكونات الجهاز المصرفي الجزائري آنذاك، ولذلك ظهرت مرحلة جديدة من مراحل تكوين النظام المصرفي الجزائري عرفت بمرحلة التأميمات، حيث تميزت هذه المرحلة بتأميم البنوك الأجنبية والتي أصبحت تعمل إلى جانب البنك المركزي الذي عرف تحولا مباشرا في تلك المرحلة من مركز رقابي إداري إلى مركز رقابي مالي، كما أعطيت بعض وظائفه إلى مجلس القرض الجزائري ولجان البنوك.

في هذه المرحلة تم إنشاء ثلاثة بنوك تجارية جزائرية سميت بنوك أولية، وتتمثل في كل من البنك الوطني الجزائري (BNA)، القرض الشعبي الجزائري (CPA) والبنك الخارجي الجزائري (BEA)، حيث أصبح الهدف من هذه البنوك هو محاولة تغطية كل حاجيات التمويل في جميع القطاعات في الاقتصاد الوطني، حيث كانت النظرة السائدة آنذاك هي ضرورة أن يتكفل كل بنك من هذه البنوك أثناء التمويل بعدد من الفروع الاقتصادية، وهذا ما يسمى بالتخصص في النظام البنكي، غير أن هذا المبدأ ألغي سنة 1968. إذا خلال هذه المرحلة تم إنشاء البنوك التالية:

أ- البنك الوطني الجزائري (BNA): أنشئ هذا البنك وفق المرسوم الصادر في 13 جوان 1966[1]، ليكون أداة للتخطيط المالي، وقد ضم هذا البنك بعد ذلك جميع البنوك ذات الأنظمة المشابهة له، والتي نعددها فيما يلي[2]:

- بنك التسليف العقاري الجزائري التونسي في شهر جويلية 1966؛

---

[1] شاكر القزويني، **محاضرات في اقتصاد البنوك**، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2000، ص. 59.

[2] محمود حميدات، **مدخل للتحليل النقدي**، ديوان المطبوعات الجامعية، 2000، ص. 130.

- بنك التسليف الصناعي والتجاري في شهر جويلية 1967؛
- بنك باريس الوطني في شهر جانفي 1968؛
- بنك باريس والبلاد المنخفضة في شهر جوان 1968.

ومن أهم الأنشطة الوظيفية التي يقوم بها البنك الوطني الجزائري إلى جانب العمليات المصرفية التقليدية الخاصة ببنوك الإيداع، تمويل القطاع الاقتصادي العمومي صناعيا كان أو زراعيا.

ب- القرض الشعبي الجزائري (CPA): تم تأسيسه في 14 ماي 1966، وهو ثاني بنك تجاري يتم تأسيسه في الجزائر، وقد تأسس على أنقاض القرض الشعبي للجزائر بوهران وقسنطينة وعنابة، والصندوق المركزي الجزائري للقرض الشعبي، ثم اندمجت فيه بعد ذلك ثلاثة بنوك أجنبية أخرى هي: شركة مرسيليا للقرض، والمؤسسة الفرنسية للقرض والبنك، وأخيرا البنك المختلط الجزائر – مصر[1].

يمارس القرض الشعبي الجزائري جميع العمليات المصرفية التقليدية كغيره من البنوك الجزائرية، بالإضافة إلى تمويل القطاع العام وخاصة السياحة والأشغال العمومية، والبناء والري والصيد البحري، كما أنه يقوم بتمويل عدد كبير من المؤسسات الخاصة، قصد تدعيم الصناعات المحلية والتقليدية والمهن الحرة[2].

ج- البنك الخارجي الجزائري (BEA): تأسس البنك الخارجي الجزائري في أول أكتوبر 1967، بموجب الأمر 204/67، وقد تم إنشاؤه على أنقاض خمسة بنوك أجنبية هي: القرض الليوني، الشركة العامة، قرض الشمال، البنك الصناعي للجزائر والمتوسط، وبنك باركليز[3].

يعتبر البنك الخارجي الجزائري ثاني أكبر بنك في الجزائر بعد البنك الوطني الجزائري، يهتم بتمويل التجارة الخارجية، وذلك بقصد النهوض بهذه التجارة، وتنميتها عن طريق التسهيلات المصرفية التي يقدمها، كما يتعامل مع الأفراد بوضع ودائعهم فيه. له عدة فروع في الخارج خاصة في الدول العربية، كما أنه مندمج مع بعض البنوك الأجنبية في الخارج[4].

3- النظام المصرفي وإصلاح 1971: نظرا للإختلالات الكبيرة التي شهدها النظام المصرفي خلال الفترة السابقة، كان لزاما على السلطات أن تقوم بإصلاحات تساير وضعها الاقتصادي.

---

[1] الطاهر لطرش، مرجع سابق، ص. 189.

[2] محمود حميدات، مرجع سابق، ص. 132.

[3] الطاهر لطرش، مرجع سابق، ص. 190.

[4] عمر صخري، **التحليل الاقتصادي الكلي**، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2000، ص. 221.

أ– دوافع الإصلاح: من بين أهم الدوافع التي أدت إلى إصلاح 1971 ما يلي[1]:

– غياب قانون مصرفي عضوي: لم تعرف الفترة السابقة لسنة 1970 أي قانون متماسك يتعلق بتنظيم دور الوساطة المالية، بل كانت هناك قوانين مبعثرة وغير منسجمة بالاستناد إلى القانون التشريعي، وهو ما انعكس سلبا على الواقع العملي؛

– وجود نزاعات على مستوى السلطات النقدية حيث أن القانون لم يحدِّد بدقة مهام البنك المركزي، والحالات التي يمكن لوزارة المالية التدخل فيها، ما ساهم في بروز تناقض بين وزارة المالية والبنك المركزي في الأوامر المتَّخذة من قِبلهما؛

– وجود العديد من النزاعات سواء على مستوى السلطات النقدية أو على مستوى البنوك الأولية بسبب تداخل الوظائف والمهام؛

– التدخل المباشر لمؤسسات الوساطة المالية في التمويل، بالإضافة إلى قيام الخزينة العمومية هي الأخرى بتمويل الاستثمار، أما البنوك فكانت عملياتها الإقراضية خاصة بقروض الاستغلال رغم أهمية الموارد التي تتمتع بها، ولكنها كانت توظف في مجالات محدودة.

ب– مبادئ الإصلاح المالي لسنة 1971: من أهم النقاط التي جاء بها هذا الإصلاح ما يلي[2]:

– إجبار البنوك على تمويل المؤسسات العمومية، فالبنك ليس له سلطة القرار في هذا المجال عن طريق دراسة ملفات القرض وتحليل وضعيته، ولكنه يستجيب لطلب المؤسسات العمومية مهما كانت وضعيتها المالية، وتقوم البنوك خلال هذه المرحلة بمنح قروض متوسطة وقصيرة الأجل؛

– إجبار المؤسسات العمومية على التوطين البنكي؛ معنى ذلك أنه من الواجب على كل مؤسسة أن تقوم بفتح حساب وحيد على مستوى بنك وحيد، يتضمن حسابا للاستثمار وآخر للاستغلال؛

– إجبار المؤسسات العمومية والشركات الوطنية على المساهمة في ميزانية الدولة، وذلك إلى جانب الدفع العادي للضرائب، وقد تم إيقاف العمل بهذا الإجراء سنة 1977 بموجب قانون المالية السنوي؛

– منع المؤسسات من استعمال أموال التمويل الذاتي، حيث يتم إيداعها لدى الخزينة وتصدر مقابلها سندات تجهيز، تدفع عليها فوائد سنوية؛

---

[1] صالح مفتاح، **أداء النظام المصرفي من قبل الإستقلال إلى فترة الإصلاحات**، المؤتمر العملي الدولي حول الأداء المتميز للمنظمات و الحكومات، 08-09 مارس 2005، جامعة ورقلة، ص. 108.

[2] الطاهر لطرش، مرجع سابق ، ص. ص. 177- 184.

– منع كل تعامل ما بين المؤسسات فيما يخص تقديم القروض والتسبيقات لبعضها البعض، بالشكل الذي يجعل كل مؤسسة مجبرة على اللّجوء مباشرة إلى بنكها؛

– إمكانية حصول المؤسسات العمومية على قروض أجنبية، ولكن بشرط الحصول على موافقة البنك المركزي أولا؛

– وزارة التخطيط هي المسؤولة عن اتخاذ قرار الاستثمار؛

– تأسيس مجلس القرض واللجنة التقنية للمؤسسات المصرفية كهيآت مراقبة للبنوك بعد إدماجها في التنمية الاقتصادية؛

– تم إسناد مهام جديدة للصندوق الجزائري للتنمية، وفي سنة 1972 جاء الأمر رقم 26/72 المؤرخ في 07 أوت 1972 المتضمن تغيير إسم الصندوق الجزائري للتنمية إلى البنك الجزائري للتنمية.

تباعا لعملية الإصلاح قامت الدولة بإعادة هيكلة المنظومة المصرفية بإضافة بنكين جديدين هما: بنك الفلاحة والتنمية الريفية (BADR)، وبنك التنمية المحلية (BDL)، ليصبح الجهاز المصرفي بعد إعادة هيكلة الجهاز المصرفي* يتكون من[1]:

- بنك مركزي؛
- البنك الجزائري للتنمية (بنك الاستثمارات)؛
- القرض الشعبي الجزائري، البنك الخارجي الجزائري، البنك الوطني الجزائري وهي بنوك أولية مهمتها تمويل القطاع الصناعي، التجاري وقطاع الخدمات؛
- بنك الفلاحة والتنمية الريفية ومهمته تمويل القطاع الفلاحي؛
- بنك التنمية الريفية مكلف بتمويل المؤسسات العامة الصغيرة والمتوسطة؛
- الصندوق الوطني للتوفير والاحتياط والذي يؤدي دور بنك السكن.

ج– نتائج إصلاح 1971: لقد ترتب عن هذا الإصلاح النتائج التالية:

– تحويل البنوك التجارية إلى أداة لتنفيذ القرارات المتخذة من طرف الخزينة والبنك الجزائري للتنمية؛

* يتكون النظام المصرفي الجزائري في سنة 2015 من 20 بنكاً تجارياً منها 06 بنوك عمومية، وبنك مختلط و 13 بنك خاص أجنبي. 09 مؤسسات مالية، 07 مكاتب تمثيل، انظر: سليمان ناصر وآدم حديدي، **تأهيل النظام المصرفي الجزائري في ظل التطورات العالمية الراهنة، أي دور لبنك الجزائر؟** المجلة الجزائرية للتنمية الاقتصادية، عدد 12، جوان 2015، ص. 15.

[1] حسيبة مداني، **أثر السياسة النقدية والمالية على النمو الاقتصادي**، مذكرة دكتوراه غير منشورة، جامعة جيلالي اليابس، سيدي بلعباس، 2016–2017، ص. ص. 227-228.

- تحويل البنك المركزي الجزائري إلى آلة لطبع الأوراق النقدية والنقود المساعدة، دون أن تكون له سلطة رفض ذلك؛
- إهمال البنوك لدورها التقليدي في تعبئة الادخار، نظرا لإمكانية إعادة التمويل من طرف البنك المركزي وبالخصوص مع انخفاض معدلات إعادة الخصم؛
- تراكم ديون الخزينة تجاه البنك المركزي الجزائري والبنوك التجارية، نظرا لعدم تمكن المؤسسات العمومية من تسديد ديونها تجاه الخزينة، الشيء الذي كان يؤدي بها إلى اللّجوء للبنوك لتغطية العجز، وهذه القروض نفسها لم تكن تسدد، مما أدخلها في دائرة العجز الدائم.

4- مرحلة الإصلاحات المالية والنقدية (الإصلاح النقدي 12/86 وتكييف الإصلاح 06/88):

أظهرت الإصلاحات التي أدخلت على النظام المالي الجزائري خلال السبعينات وبداية الثمانينات محدوديتها، في ظل هيمنة الخزينة العمومية واقتصار دور البنك المركزي الجزائري على إصدار النقود فقط، أما البنوك فكانت مجرد صناديق لتسجيل العمليات. وعليه، كان إصلاح الوضع أمر حتمي من جانب منهج التسيير أو من حيث المهام الموكلة إليها، وهذا ما تم تجسيده في قانون 12/86 المتعلق بنظام القرض والبنك، وقانون 06/88 الخاص باستقلالية الجهاز المصرفي في إطار استقلالية المؤسسات المالية[1].

أ- الإصلاح النقدي لسنة 1986 "12/86":

لقد تعرضت الجزائر سنة 1986 إلى أزمة اقتصادية كان سببها الانخفاض المفاجئ في أسعار البترول، نتج عنها اختلال على مستوى ميزان المدفوعات نتيجة الارتفاع الحاد في حجم المديونية الخارجية ونسبة خدمات الدين، بسبب تقلص موارد الدولة من عائدات الصادرات.

تحت ضغط أزمة النفط الخانقة، قامت الحكومة الجزائرية بإدخال جملة من الإصلاحات التي كانت تهدف إلى التحول بالنظام الاقتصادي ومبادئه ومؤسساته نحو اقتصاد يقوم على أسس وقواعد السوق، ولذلك تم إصدار قانون بنكي جديد هو القانون رقم 12/86 المؤرخ في 19 أوت 1986 المتعلق بنظام البنوك والقروض، هدفه الأساسي إصلاح جذري للمنظومة المصرفية، محددا بوضوح مهام ودور البنك المركزي والبنوك التجارية كما تقتضيه قواعد ومبادئ النظام المصرفي ذو المستويين، مع إعادة الاعتبار لدور وأهمية السياسة النقدية في تنظيمها لحجم

[1] المرجع السابق، ص. 228.

الكتلة النقدية المتداولة، ومراقبتها تماشيا وتحقيق أهداف السياسة الاقتصادية الكلية، معتمدا في ذلك على المخطط الوطني للقرض، ومستعملا آليات وأدوات نقدية لإحداث التوسع أو الانكماش المطلوب[1].

وهكذا أصبحت سياسة الائتمان المصرفي تخضع لمتطلبات وحاجات الاقتصاد الكلي، وليس لاحتياجات المؤسسات، الأمر الذي نتج عنه نوع من الاستقلالية والمرونة في تعديل أسعار الفائدة الاسمية المطبقة من طرف البنوك، مع ضبط وتعديل إجراءات التعامل مع المؤسسات فيما يتعلق بشروط منح الائتمان.

وبموجب هذا القانون تم إدخال تعديلات جذرية على الوظيفة المصرفية، حيث يقوم القانون بإرساء المبادئ العامة والقواعد التقليدية للنشاط المصرفي، ويمكن إيجاز أهم المبادئ والقواعد الأساسية التي تضمنها القانون في النقاط التالية[2]:

- بموجب هذا القانون استعاد البنك المركزي دوره كبنك للبنوك، وأصبح يتكفل بالمهام التقليدية للبنوك المركزية، إلا أن هذه المهام تبدوا في أحيان كثيرة مقيدة، والتي تتمثل فيما يلي:

- ممارسة حق الإصدار وتحديد شروطه؛
- مسؤولا عن وضع الخطة الوطنية للقرض، والسهر على تنفيذها؛
- الإنفراد بكل العمليات التي تخص الاستيراد والتصدير للذهب والمعادن النفيسة؛
- استرجاع حق تملك أدوات السياسة النقدية مثل تحديد معدلات إعادة الخصم؛
- تقديم تسبيقات للخزينة، ولكن في إطار ما يحدده المخطط الوطني للقرض.

- 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 لمدتها أو للأشكال التي تأخذها، كما استعادت حق متابعة استخدام القرض ورده؛

- بموجب هذا القانون تم الفصل بين البنك المركزي كمقرض أخير، وبين نشاطات البنوك التجارية، الأمر الذي سمح بإقامة نظام مصرفي على مستويين؛

[1] ارجع إلى: – بلعزوز بن علي، مرجع سابق، ص. ص. 183-184؛
– الطاهر لطرش، مرجع سابق، ص. ص. 194- 195.

[2] Ammour Ben halima, **le système bancaire Algérien (textes et realité),** , 2ème édition, édition Dahlab, 2001, p. p. 62-63.

- تقليص دور الخزينة المتعاظم في تمويل الاستثمارات، وإشراك الجهاز المصرفي في توفير الموارد المالية الضرورية للتنمية الاقتصادية، إلا أن القانون لم يضع آليات تنفيذ ذلك.

لم يخل قانون 1986 من النقائص والعيوب، فلم يستطع التكيف مع الإصلاحات التي قامت بها السلطات العمومية، وخاصة بعد صدور القانون التوجيهي للمؤسسات العمومية سنة 1988. وعليه، فإن بعض الأحكام التي جاء بها لم تعد تتماشى وهذه القوانين، كما أنه لم يأخذ بالاعتبار المستجدات التي طرأت على مستوى التنظيم الجديد للاقتصاد، وكان من اللازم أن يكيف القانون النقدي مع هذه القوانين بالشكل الذي يسمح بانسجام البنوك كمؤسسات مع القانون، وفي هذا الإطار بالذات جاء القانون 06/88 المعدل والمتمم للقانون 12/86.

ب– قانون 1988 وتكييف الإصلاح: شرعت الجزائر في تجسيد برنامج إصلاحي موسع بداية من سنة 1988، وهذا بصدور القانون رقم 01/88 الصادر في 12 جانفي 1988 والمتضمن القانون التوجيهي للمؤسسات العمومية الاقتصادية، حيث منحه حرية اتخاذ القرار بشكل حقيقي لمسايرة المستجدات التي طرأت على مستوى التنظيم الجديد للاقتصاد، وأصبح من اللازم أن يتكيف القانون النقدي مع هذه القوانين بالشكل الذي يسمح بانسجام البنوك كمؤسسات مع القانون، وفي هذا الإطار بالذات جاء القانون 06/88 الصادر في 12 جانفي 1988 المعدل والمتمم للقانون 12/86 السابق الذكر[1]. المبدأ الأساسي لهذا القانون هو تطبيق الاستقلال المالي للمؤسسات المالية وجعل البنوك التجارية كمساهم وشريك مالي بحصص كاملة في المؤسسات العمومية الإقتصادية، مع تمتعها بحرية التصرف في التمويل أو رفض ملفات القرض وفق معيار المردودية، كما أكد هذا القانون على الطابع التجاري للبنوك، التي تتميز بالشخصية المعنوية والالتزام والقدرة على إبرام العقود بكل استقلالية طبقا لقوانين التجارة والأحكام المعمول بها. ويأخذ البنك من الناحية القانونية صفة شركة مساهمة، يتكون رأسمالها من أسهم تقوم بتسييرها مجموعة من صناديق المساهمة ترجع ملكيتها للدولة[2].

- مبادئ القانون: يمكن تحديد المبادئ والقواعد التي قام عليها قانون 06/88 في النقاط التالية[3]:

– إعطاء الاستقلالية للبنوك في إطار التنظيم الجديد للاقتصاد والمؤسسات؛

– التخلي عن مبدأ التوطين البنكي؛

---

[1] الطاهر لطرش، مرجع سابق، ص. 195.

[2] حسيبة مداني، مرجع سابق، ص. 230.

[3] ارجع إلى: – بلعزوز بن علي، مرجع سابق، ص. 184؛

– الطاهر لطرش، مرجع سابق، ص. 195.

– يعتبر البنك شخصية تجارية تخضع لمبدأ الاستقلالية المالية والتوازن المحاسبي، وهذا يعني أن نشاط البنك يخضع ابتداء من تاريخ إصدار هذا القانون إلى قواعد التجارة، ويجب أن يأخذ أثناء نشاطه بمبدأ الربحية والمردودية، ولكي يحقق ذلك يجب أن يكيف نشاطاته في هذا الاتجاه؛

– يمكن للمؤسسات المالية غير البنكية أن تقوم بعمليات التوظيف المالي، كالحصول على أسهم أو سندات صادرة عن مؤسسات تعمل داخل التراب الوطني أو خارجه. يمكن أيضا لمؤسسات القرض أن تلجأ إلى الجمهور من أجل الاقتراض على المدى الطويل، كما يمكنها أن تلجأ إلى طلب ديون خارجية؛

– وعلى المستوى الكلي تم دعم دور البنك المركزي في تسيير السياسة النقدية.

➢ **العلاقات التنظيمية للمؤسسات البنكية:**

يعتبر هذا القانون تكميليا للقانون السابق، والذي يهدف إلى إصلاح الهياكل المالية للمؤسسات البنكية لجعلها أكثر فعالية وديناميكية من خلال تنظيمه للعلاقات التالية[1]:

– العلاقة التمويلية بين البنوك والمؤسسات الاقتصادية العمومية: سعى هذا القانون إلى تنظيم العلاقة التمويلية بين البنوك الأولية والمؤسسات العمومية، وذلك من خلال توسيع مهام البنوك، فلم يعد البنك ملزما بتمويل هذه المؤسسات بل أصبح بإمكانه تقييم المخاطرة ووضع حدود للقروض التي يمنحها، للحد من تصاعد ديون المؤسسات العمومية تجاه النظام البنكي.

كما أصبح للبنك الحرية في اختياره لتمويل المشاريع الاستثمارية ذات المردودية العالية، فالقروض لا تمنح للمؤسسات إلا على أساس مردوديتها المالية وقدرتها على التسديد، أما بالنسبة للاستثمارات الإستراتيجية بعيدة المدى وغير مؤكدة المردودية فإن تمويلها يتكلف به البنك الجزائري للتنمية، ولكن يمكن للبنوك الأولية المساهمة في تمويلها، ولكن في ظل شروط مالية خاصة.

أصبحت البنوك كذلك تأخذ بمبدأ الرشادة البنكية، وذلك لصعوبة التحكم في التوطين والتخصص البنكي، ومن ثم أصبح للمؤسسات العمومية الحرية في اختيار البنك الذي يحقق لها منافع أكبر خصوصا بعد استقلاليتها. كما أن البنك من جهته أصبح بإمكانه تحديد معدلات الفائدة باستثناء المعدلات المدارة التي يحددها البنك المركزي، والتي تتمثل في تحديده للحدود القصوى والدنيا لمعدلات الفائدة والتي حولها تحدد كل المعدلات

[1] ليلى اسمهان بقبق، **آلية تأثير السياسة النقدية في الجزائر ومعوقاتها الداخلية –دراسة قياسية–**، مذكرة دكتوراه غير منشورة، جامعة أبي بكر بلقايد، تلمسان، 2014-2015، ص. ص. 251-253.

الأخرى، وهذا ما يوحي بالتحرير التدريجي لمعدلات الفائدة بعد أن كان يتم تحديدها إداريا ولفترة معينة، ومن جهة أخرى أصبح للبنوك الحق في رفض التمويل الذي لا يناسبها، وكذلك حرية اختيار الزبائن.

– **العلاقة بين البنك المركزي والبنوك الأولية:** منح هذا القانون للبنك المركزي الجزائري دور المنظم والمراقب للنظام المالي، فهو يحتل المكانة الأولى باعتباره عونا استشاريا وتنفيذيا للمخطط الوطني للقرض، كما أن لهذا البنك سلطة اتخاذ الإجراءات المناسبة لتحقيق الاستقرار النقدي. ووفقا لنص المادة 03 من نفس القانون فإن البنك المركزي هو المسؤول الأول والأخير عن تسيير أدوات السياسة النقدية، تحديد أسقف معدلات إعادة الخصم للمؤسسات القرضية، وتحديد معدلات الفائدة المدارة.

كما يؤدي البنك المركزي الجزائري وفقا لهذا القانون دوره في تحفيز البنوك الأولية على حشد الموارد المالية من طرف المتعاملين الاقتصاديين، خصوصا من طرف العائلات. كما يسند هذا القانون خلق النقود إلى معايير مضبوطة حتى لا تؤدي القروض الممنوحة للاقتصاد من طرف البنوك مستقبلا إلى تضخم السيولة دون مقابل مادي، ومن ثم ظهور التضخم النقدي.

– **العلاقة بين البنك المركزي والخزينة العمومية:** اهتم قانون 06/88 بتنظيم العلاقة بين الطرفين من خلال تنظيمه لتغطية الذمم غير المدفوعة، الحد من تسبيقات البنك المركزي للخزينة العمومية، خصوصا بعد رفع العبء عنها تدريجيا فيما يتعلق بتمويل الاقتصاد الذي أصبح شيئا فشيئا من اختصاص البنوك. كما يخول هذا القانون للخزينة العمومية إمكانية الحصول على الموارد المالية التي تحتاجها عن طريق إصدار أذونات الخزينة أو سندات التجهيز مع إمكانية مشاركتها في السوق النقدية.

من خلال ما سبق، يظهر جليا رغبة السلطات الجزائرية في تفعيل الوساطة المالية من خلال منح الاستقلالية للبنك المركزي الجزائري باعتباره منظما نقديا وماليا ومنفذا للمخطط الوطني للقرض. ولكن هذه المحاولات للإصلاح كانت فاشلة جراء التطبيق السيء لها، ما استلزم إعادة النظر من جديد في الميكانيزمات المالية للاقتصاد الجزائري خلال مرحلة التسعينات.

5– الإصلاحات النقدية في ظل قانون النقد والقرض وتعديلاته:

على الرغم من سلسلة الإصلاحات التي باشرتها السلطات العمومية خلال فترة السبعينات والثمانينات إلا أن نتائجها كانت غير مرضية. وعليه، وبهدف تعميق مسار التحول الاقتصادي الذي بدأته، كان من الضروري مواصلة الإصلاحات بأكثر عمق وشمولية وإبراز الدور الهام الذي يلعبه الجهاز المصرفي. وعليه، قامت السلطات

بإصدار القانون رقم 10/90 المتعلق بالقرض والنقد والتعديلات الواردة عليه، والذي يمثل صدوره منعطفا حاسما فرضه منطق التحول إلى اقتصاد السوق.

يعتبر القانون رقم 10/90 الصادر في 14 أفريل 1990 المتعلق بالنقد والقرض نصا تشريعيا يعكس أهمية المكانة التي يجب أن يكون عليها النظام البنكي، فبالإضافة إلى أنه أخذ بأهم الأفكار التي جاء بها قانونا 1986 و1988، فقد حمل أفكارا جديدة فيما يتعلق بتنظيم النظام البنكي وأدائه.

أ- أهداف قانون النقد والقرض: يهدف قانون النقد والقرض 10/90 إلى تحقيق ما يلي[1]:

- وضع حد لكل تدخل إداري في القطاع المصرفي والمالي، مع رد الاعتبار لدور البنك المركزي في تسيير شؤون النقد والقرض وتحرير الخزينة العمومية من ثقل منح الائتمان؛

- تشجيع الاستثمارات الخارجية والسماح بإنشاء بنوك وطنية خاصة أو أجنبية؛

- تنويع مصادر التمويل للمتعاملين الاقتصاديين، خصوصا بالنسبة للمؤسسات عن طريق إنشاء السوق المالي، وبورصة القيم المنقولة، وإيجاد مرونة نسبية في تحديد سعر الفائدة من قبل البنوك؛

- خلق علاقة جديدة بين الجهاز البنكي والمؤسسات العمومية أساسها الاستقلالية التجارية والتعاقدية في ظل جو تنافسي؛

- إرساء قواعد اقتصاد السوق لتطوير عملية تخصيص الموارد.

ب- مبادئ قانون النقد والقرض 10/90: يمكن اختصارها في النقاط التالية:

- الفصل بين الدائرة النقدية ودائرة ميزانية الدولة: كانت الخزينة في النظام السابق تلعب دورا أساسيا في تدبير التمويل اللازم، من خلال اللجوء إلى الموارد المتأتية من الإصدار النقدي الجديد، وقد خلق هذا الأمر تداخلا بين صلاحيات الخزينة وصلاحيات السلطة النقدية، وخلق أيضا تداخلا بين أهدافها التي لا تكون دوما متجانسة.

بناء على ما سبق، اعتمد قانون النقد والقرض على مبدأ الفصل بين الدائرة النقدية ودائرة ميزانية الدولة، فالخزينة لم تعد حرة في اللّجوء إلى عملية القرض، وتمويل عجزها عن طريق اللّجوء إلى البنك المركزي لم يعد يتميز

[1] ارجع إلى: - تشام فاروق، **أهمية الإصلاحات المالية والمصرفية في تحسين الأداء الاقتصادي**، جامعة وهران، متاح على الموقع: www.9alam.com

- المجلس الوطني الاقتصادي والاجتماعي، لجنة آفاق التنمية الاقتصادية والاجتماعية، مشروع تقرير حول: **إشكالية إصلاح المنظومة المصرفية**، الدورة السادسة عشر، نوفمبر 2000، ص. ص. 19-20.

بتلك التلقائية، ولم يعد أيضا يتم بلا حدود، بل أصبح يخضع إلى بعض القواعد، ويسمح هذا المبدأ بتحقيق الأهداف التالية[1]:

- استقلال البنك المركزي عن الدور المتعاظم للخزينة؛
- تقليص ديون الخزينة تجاه البنك المركزي، والقيام بتسديد الديون السابقة المتراكمة عليها؛
- تهيئة الظروف الملائمة كي تؤدي السياسة النقدية دورها بشكل فعال؛
- الحد من الآثار السلبية للمالية العامة على التوازنات النقدية.

- الفصل بين دائرة الخزينة العمومية ودائرة الائتمان: كانت الخزينة في النظام الموجه تلعب الدور الأساسي في تمويل استثمارات المؤسسات العمومية، حيث همش النظام المصرفي، وكان دوره يقتصر على تسجيل عبور الأموال من دائرة الخزينة إلى المؤسسات، فجاء القانون ليضع حدا لذلك، فأبعدت الخزينة من منح القروض للاقتصاد، ليبقى دورها يقتصر على تمويل الاستثمارات الإستراتيجية المخططة من قبل الدولة[2].

يسمح الفصل بين هاتين الدائرتين ببلوغ الأهداف التالية[3]:

- تناقص التزامات الخزينة في تمويل الاقتصاد؛
- استعادة البنوك والمؤسسات المالية لوظائفها التقليدية وخاصة تلك المتمثلة في منح القروض؛
- أصبح توزيع القرض لا يخضع إلى قواعد إدارية، وإنما يرتكز أساسا على مفهوم الجدوى الاقتصادية للمشروع.

- الفصل بين الدائرة النقدية والدائرة الحقيقية: في النظام السابق الذي كان يتبنى التخطيط المركزي للاقتصاد، كانت القرارات النقدية تتخذ تبعا للقرارات الحقيقية، أي تلك القرارات التي تتخذ على أساس كمي حقيقي في هيئة التخطيط، وتبعا لذلك لم تكن هناك أهداف نقدية بحتة، بل أن الهدف الأساسي هو تعبئة الموارد اللازمة لتمويل البرامج المخططة.

وقد تبنى قانون النقد والقرض مبدأ الفصل بين الدائرتين الحقيقية والنقدية، ويعني ذلك أن القرارات النقدية لم تعد تتخذ تبعا للقرارات المتخذة على أساس كمي من طرف هيئة التخطيط، ولكن مثل هذه القرارات النقدية تتخذ على أساس الأهداف النقدية التي تحددها السلطة النقدية، وبناء على الوضع النقدي السائد، والذي يتم

[1] الطاهر لطرش، مرجع سابق، ص. 197.

[2] بلعزوز بن علي، مرجع سابق، ص. 188.

[3] الطاهر لطرش، مرجع سابق، ص. 198.

تقديره من طرف هذه السلطة ذاتها. إن تبني مثل هذا المبدأ في قانون النقد والقرض يسمح بتحقيق مجموعة من الأهداف نلخص أهمها فيما يلي[1]:

– استعادة البنك المركزي لدوره في قمة النظام النقدي، والمسؤول الأول عن تسيير السياسة النقدية؛

– استعادة الدينار لوظائفه التقليدية وتوحيد استعمالاته داخليا بين المؤسسات العمومية والعائلات والمؤسسات الخاصة؛

– تحريك السوق النقدية وتنشيطها، واحتلال السياسة النقدية لمكانتها كوسيلة من وسائل الضبط الاقتصادي؛

– خلق وضع لمنح القروض يقوم على شروط غير تمييزية على حسب المؤسسات العامة والمؤسسات الخاصة؛

– إيجاد مرونة نسبية في تحديد سعر الفائدة من طرف البنوك، وجعله يؤدي دورا مهما في اتخاذ القرارات المرتبطة بالقرض.

– إنشاء سلطة نقدية وحيدة ومستقلة: كانت السلطة النقدية مشتتة في عدة مستويات (وزارة المالية، البنك المركزي والخزينة العمومية)، لكن بمجيء قانون النقد والقرض 10/90 ألغي هذا التعدد في تمثيل السلطة النقدية، وكان ذلك بإنشائه سلطة نقدية وحيدة ومستقلة عن أي جهة كانت أطلق عليها اسم مجلس النقد والقرض، فقد جعلها وحيدة ليضمن انسجام السياسة النقدية، ومستقلة ليضمن تنفيذ هذه السياسة بما يضمن التحكم في تسيير النقد، ويتفادى التعارض في الأهداف[2].

– 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، وبموجب هذا الفصل أصبح البنك المركزي يمثل فعلا بنك البنوك؛ يراقب نشاطها ويتابع عملياتها، كما أصبح بإمكانه أن يوظف مركزه كملجأ أخير للإقراض في التأثير على سيولة الاقتصاد حسب ما يقتضيه الوضع النقدي.

---

[1] ارجع إلى: – المرجع السابق، ص. 197؛

– محمد الشريف إلمان، **الدينار والجهاز المصرفي في مرحلة الانتقال**، الإصلاحات الاقتصادية وسياسة الخوصصة في البلدان العربية، مركز دراسات الوحدة العربية، بيروت، فيفري 1999، ص. ص. 419-420.

[2] Mohamed Cherif Ilmane, **Transition de l'économie Algérienne : vue l'économie de marche**, banque d'ALGERIE, 1991,p. 31.

ج- الهياكل والتنظيمات الجديدة التي استحدثها قانون النقد والقرض 10/90:

أدخل قانون النقد والقرض تعديلات مهمة على هيكل النظام النقدي وتنظيماته، والتي تتمثل فيما يلي:

- بنك الجزائر: يعرف قانون النقد والقرض بنك الجزائر في مادته 11 بأنه: "مؤسسة وطنية تتمتع بالشخصية المعنوية والاستقلال المالي"[1].

يخضع بنك الجزائر إلى قواعد المحاسبة التجارية باعتباره تاجرا، وتعود ملكية رأس ماله بالكامل إلى الدولة. وعلى الرغم من ذلك فهو لا يخضع للتسجيل في السجل التجاري، ولا يخضع أيضا لأحكام القانون 01/88 المؤرخ في 11 جانفي 1988 والمتعلق بالقانون التوجيهي للمؤسسات العمومية الاقتصادية، ويستطيع أن يفتح فروعا له أو يختار مراسلين أو ممثلين له في أي نقطة من التراب الوطني كلما رأى ذلك ضروريا[2].

يتولى إدارة بنك الجزائر المحافظ ونوابه، حيث يعين كل من المحافظ ونوابه بمراسيم رئاسية لمدة 6 سنوات و5 سنوات على التوالي، وهي قابلة للتجديد مرة واحدة، كما يتم إنهاء مهامهم بمراسيم رئاسية أيضا ويكون ذلك في حالتين فقط، إما العجز الصحي المثبت بقوانين أو الخطأ الفادح.

تتمثل المهام الأساسية للمحافظ في إدارة أعمال البنك المركزي (اتخاذ مختلف الإجراءات التنفيذية، بيع وشراء الأملاك المنقولة وغير المنقولة، تعيين ممثلي البنك في مجالس إدارة المؤسسات الأخرى...)، كما يقوم بتمثيله لدى السلطات العمومية والبنوك المركزية التابعة لدول أخرى والهيآت المالية الدولية، كما يمكن أن تستشيره الحكومة في سائر المسائل المتعلقة بالنقد والقرض.

- مجلس النقد والقرض: يعتبر إنشاء مجلس النقد والقرض من العناصر الأساسية التي جاء بها قانون النقد والقرض بالنظر إلى المهام الموكلة إليه، والسلطات الواسعة التي منحت له، ويؤدي مجلس النقد والقرض وظيفتين، مجلس إدارة بنك الجزائر، ووظيفة السلطة النقدية في البلاد، ويتكون هذا المجلس من محافظ رئيسا ونوابه الثلاثة كأعضاء وثلاثة موظفين ساميين معينين بموجب مرسوم من رئيس الحكومة، كما يعين ثلاث مستخلفين ليعوضوا الأعضاء الثلاثة إذا اقتضت الضرورة، ويمكن لمجلس النقد والقرض أن يشكل من بين الأعضاء لجانا استشارية، ويحق له استشارة أي مؤسسة أو أي شخص إذا رأى ذلك ضروريا. يتمتع مجلس النقد والقرض بصلاحيات واسعة وفيما يلي أهمها[3]:

---

[1] الطاهر لطرش، مرجع سابق، ص.199.

[2] المرجع السابق، ص.200.

[3] مختار بن عابد، مرجع سابق، ص. 275.

* **باعتباره مجلس إدارة البنك:** يقوم بإجراء مداولات حول تنظيم بنك الجزائر والاتفاقيات وذلك بطلب من المحافظ، كما يتمتع أيضا بصلاحية بيع وشراء الأموال المنقولة والثابتة، ضف إلى ذلك قيامه بتحديد ميزانية البنك وإجراء كل ما يحيط به من تعديلات.

* **باعتباره سلطة نقدية:** يقوم بتنظيم إصدار النقود، يحدد شروط تنفيذ عمليات البنك في علاقته مع البنوك والمؤسسات المالية، يسير السياسة النقدية، يضع شروط فتح الفروع والمكاتب التمثيلية للبنوك والمؤسسات المالية الأجنبية، كما يحدد قواعد الحذر في تسيير البنوك والمؤسسات المالية مع الزبائن، وتنظيم سوق الصرف ومراقبة الصرف.

– **هيآت الرقابة المصرفية:** لقد تم بموجب قانون النقد والقرض إنشاء هيآت تعمل على مراقبة النظام البنكي، وذلك من أجل الحفاظ على السير الحسن وكذلك الحفاظ على أموال الجمهور، وتتمثل هذه الهيآت فيما يلي:

* **لجنة الرقابة المصرفية:** هي لجنة مكلفة بمراقبة حسن تطبيق القوانين والأنظمة التي تخضع لها البنوك والمؤسسات المالية، وبمعاقبة المخالفات المثبتة.

تتمثل أهم وظائف اللجنة المصرفية فيما يلي[1]:

- تلعب دورا وقائيا، حيث لها الحق في التحري حول تسيير وتنظيم البنوك والمؤسسات المالية؛
- القيام بالتحقيق الوقائي عن طريق متابعة الوثائق والمستندات أو التنقل إلى عين المكان؛
- تنظيم العمل بما يتماشى والتحولات الهيكلية للنظام المالي؛
- الرقابة على البنوك فيما يخص احترام قواعد الحذر والمتمثلة في تقسيم وتغطية الأخطار وتصنيف الديون حسب درجة خطورتها؛
- التحري حول تسيير وتنظيم البنوك وتصحيح الأخطاء المرتكبة إن وجدت.

* **مركزية المخاطر:** في إطار الوضع الجديد الذي يتميز بحرية المبادرة وقواعد السوق في العمل البنكي، تتزايد المخاطر المرتبطة بالقروض، ويحاول بنك الجزائر أن يجمع كل المعلومات بغية مساعدة النظام البنكي على التقليل من هذه المخاطر. بناء على ذلك، تم تأسيس مصلحة مركزية المخاطر تدعى "مركز المخاطر" تتكفل بجمع أسماء المستفيدين من القروض وطبيعة وسقف القروض الممنوحة، والمبالغ المسحوبة والضمانات المعطاة لكل قرض من جميع البنوك والمؤسسات المالية. وعليه، لا يمكن لأي بنك أن يمنح قرضا إلا بعد استشارتها، فهذا الإجراء من

[1] تشام فاروق، مرجع سابق، ص.9.

شأنه كشف ودراسة المخاطر المرتبطة بالقرض، ومنح البنوك والمؤسسات المالية المعلومات المرتبطة بالقروض والزبائن التي تشكل مخاطر محتملة.

بالإضافة إلى الوظيفة الإعلامية لمركزية المخاطر، فإن وجودها يسمح بتحقيق غايات متعددة نذكر منها[1]:

- منح البنوك والمؤسسات المالية فرصة الاختيار ما بين القروض المتاحة بناء على معطيات سليمة نسبيا؛
- تركيز المعلومات المرتبطة بالقروض ذات المخاطر في خلية واحدة ببنك الجزائر ما يسمح بتسيير أفضل لسياسة القرض؛
- مراقبة ومتابعة نشاطات المؤسسات المالية ومعرفة مدى العمل الذي تقوم به في مجال الخضوع لمعايير وقواعد العمل، خاصة فيما يتعلق بقواعد الحذر والتي يحددها بنك الجزائر.

*** مركزية عوارض الدفع:** على الرغم من وجود هيئة "مركزية المخاطر" على مستوى بنك الجزائر، إلا أن ذلك لا يلغي بشكل كامل المخاطر المرتبطة بالقروض، ولذلك قام بنك الجزائر بموجب القانون رقم 02/92 المؤرخ في 22 مارس 1992 بإنشاء مركزية لعوارض الدفع[2]، وفرض على كل هيئة مالية الانضمام إليها، وتقديم كل المعلومات الضرورية لها، وتتمثل في:

- تنظيم وتسيير بطاقة مركزية لعوارض الدفع، والتي تتضمن جميع الحوادث المسجلة المرتبطة بمشاكل الدفع أو تسديد القروض؛
- نشر قائمة عوارض الدفع وما يمكن أن ينجر عنها من تبعات، وتبليغها للوسطاء الماليين وإلى أية سلطة أخرى تهتم بهذا الشأن.

*** جهاز مكافحة إصدار الشيكات بدون رصيد:** جاء هذا الجهاز ليكمل عمل بقية الهيآت التي سبق ذكرها، وذلك بضبط قواعد العمل بأهم أدوات الدفع وهي الشيك، وقد تم إنشاء هذا الجهاز بموجب القانون رقم 03/92 المؤرخ في 22 مارس 1992 من أجل تجميع المعلومات المرتبطة بعوارض دفع الشيكات لعدم كفاية الرصيد، والقيام بتبليغ هذه المعلومات إلى الوسطاء الماليين المعنيين، ويهدف مركز الوقاية ومكافحة إصدار الشيكات بدون رصيد إلى تطهير النظام المصرفي من المعاملات التي تنطوي على عنصر الغش، وخلق قواعد للتعامل المالي الذي يقوم على مبدأ الاستفادة من مزايا التعامل بها.

---

[1] الطاهر لطرش، مرجع سابق، ص. ص. 207-208.

[2] القانون رقم 02/92 المؤرخ في 22 مارس 1992 المتضمن تنظيم مركزية عوارض الدفع، جريدة رسمية عدد 08، 1993، ص. 13.

* **هيأة التأمين على الودائع:** تم تأسيسها بمقتضى المادة 170 من قانون النقد والقرض، ولكن تم العمل بها فعليا بموجب القانون رقم 10/03 للأمر الرئاسي الصادر في 26 أوت 2003 المعدل لقانون النقد والقرض.

د- التعديلات الواردة على قانون النقد والقرض: شهدت الفترة التي تلت 1990 إدخال بعض التعديلات الجزئية على قانون النقد والقرض بغية معالجة الإختلالات التي شهدتها هذه المرحلة، وكذلك تكييف الأوضاع النقدية مع المتطلبات الاقتصادية، وتتمثل هذه التعديلات فيما يلي:

- الأمر رقم 01/01 المتعلق بالنقد والقرض: جاء هذا الأمر في 27 فيفري 2001 ليعدل ويتمم القانون 10/90 المتعلق بالنقد والقرض، حيث أدخل بعض التعديلات على قانون النقد والقرض وذلك بالفصل بين مجلس إدارة بنك الجزائر والسلطة النقدية لتعزيز الاستقلالية، فبموجب هذا التعديل تم الفصل بين مجلس إدارة بنك الجزائر ومجلس النقد والقرض، حيث أصبح يتولى تسيير بنك الجزائر وإدارته ومراقبته على التوالي محافظ يساعده ثلاث نواب، ومجلس الإدارة ومراقبان، حيث يتكون مجلس الإدارة من المحافظ رئيسا ونواب المحافظ كأعضاء وثلاث موظفين ساميين يعينهم رئيس الجمهورية. أما مجلس النقد والقرض وفي إطار هذا التعديل فإنه يتكون من أعضاء من مجلس إدارة بنك الجزائر، وثلاث شخصيات يختارون بحكم كفاءتهم في المسائل الاقتصادية والنقدية[1].

- الأمر 11/03 المتعلق بالنقد والقرض: استجابة لمتطلبات الانفتاح الاقتصادي ومواصلة تحرير النظام المصرفي وقيام الجزائر بالتزاماتها في الجانب المالي والمصرفي، وتكييف نظام أمنها المالي مع المعايير العالمية، أصبح من اللازم وضع شروط ومقاييس صارمة خاصة بإنشاء البنوك ومراقبتها، وجاء هذا التعديل بعد إفلاس بنكين خاصين وظهور فضائح مالية كبيرة بهما، وهما بنك الخليفة والبنك التجاري والصناعي الجزائري، وكان لهذه الإفلاسات الأثر السلبي على مصداقية النظام البنكي ككل، ولم يكن أمام السلطات العمومية سوى إعادة النظر في القوانين التي تحكم النظام المالي والمصرفي بتصحيح الثغرات التي ما زالت تسيء للعمل المصرفي، وتكون سببا للكثير من المشاكل، وهذه الأسباب جعلت رئيس الجمهورية يصدر أمرا رئاسيا تحت رقم 11/03 المؤرخ في 26 أوت 2003 المتعلق بالنقد والقرض، وذلك من أجل تحقيق جملة من الأهداف يمكن تلخيصها فيما يلي[2]:

- الفصل بين مجلس الإدارة المكلفة بتسيير البنك كمؤسسة، وبين مجلس النقد والقرض الذي يمارس اختصاصات جوهرية في مجال سياسة النقد والقرض؛

---

[1] الأمر 01/01 المعدل والمتمم للقانون 10/90 المؤرخ في 2001/02/27.

[2] رحماني موسى ومسمش نجاة، **وضعية النظام المصرفي في ظل برنامج الإصلاح الهيكلي**، ملتقى المنظومة المصرفية في الألفية الثالثة: منافسة، خطر، تقنيات، جامعة جيجل، 6-7 جوان 2005.

– توسيع صلاحيات مجلس النقد والقرض المخول باختصاصات في مجال السياسة النقدية وسياسة الصرف، والتنظيم والإشراف وأنظمة الدفع؛

– إقامة هيئة رقابية مكلفة بمهمة متابعة نشاطات البنك وخاصة النشاطات المتصلة بتسيير مركزية المخاطر ومركزية المستحقات غير المدفوعة، والسوق النقدية؛

– يعزز القانون التشاور بين بنك الجزائر والحكومة في المجال المالي، ويشير هذا المضمون إلى شروط عرض التقارير الاقتصادية والمالية والتقارير المتصلة بالتسيير التي يرفعها بنك الجزائر إلى مختلف مؤسسات الدولة؛

– تنشأ لجنة مشتركة بين بنك الجزائر ووزارة المالية للإشراف على تسيير الأرصدة الخارجية والمديونية الخارجية؛

– ينظم سيولة أفضل في إنسياب المعلومات المالية التي أصبحت ضرورية بحكم مكافحة الآفات المعاصرة "تبييض الأموال"؛

– يسمح بضمان حماية أفضل للبنوك وللساحة المالية والادخار العمومي الذي من شأنه أن يعزز شروط ومقاييس اعتماد البنوك، ومسيري البنوك، والعقوبات الجزائية التي يتعرض لها مرتكبوا المخالفات؛

– يصدر مجلس النقد والقرض نظام يحدد الحد الأدنى الجديد لرأس مال البنوك والمؤسسات المالية، ويستعمل على هذا الأساس بنك الجزائر على تعزيز التقييم لطلبات الاعتمادات الجديدة؛

– يشكل قاعدة للرقابة على الوثائق والمستندات، ويسمح بالتقييم والاطلاع السريع على تطور الوضعية المالية الخاصة بكل بنك.

– الأمر 04/10 المتعلق بالنقد والقرض: جاء هذا الأمر في 26 أوت 2010 لمراجعة القوانين والتشريعات التي تنظم العمل المصرفي، من خلال وضع الشروط المتعلقة بمنح تراخيص اعتماد البنوك، وتفعيل دور اللجنة المصرفية في مراقبة نشاط البنوك والمؤسسات المالية. أما عن أهم ما جاء به هذا الأمر يمكن تلخيصه فيما يلي[1]:

– لا يخضع بنك الجزائر إلى التزامات التسجيل في السجل التجاري، ولا يخضع لإجراءات المحاسبة العمومية ورقابة مجلس المحاسبة، وتتمثل مهمة بنك الجزائر في الحرص على استقرار الأسعار باعتباره هدفا من أهداف السياسة النقدية، وفي توفير أفضل الشروط في ميادين النقد والقرض والصرف والحفاظ عليها لنمو سريع للاقتصاد مع السهر على الاستقرار النقدي والمالي، ولهذا الغرض يكلف بنك الجزائر بتنظيم الحركة النقدية ويوجه ويراقب بكل

[1] كريم بوروشة، **أثر السياسة النقدية على آليات معالجة اختلال ميزان المدفوعات –دراسة حالة الجزائر (1990-2012)–** ، مذكرة ماجستير غير منشورة، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، 2014-2015، ص. 99.

الوسائل الائتمانية توزيع القرض، وتنظيم السيولة، ويسهر على حسن تسيير التعهدات المالية تجاه الخارج، وضبط سوق الصرف، والتأكد من سلامة النظام المصرفي وصلابته؛

– يمكن لبنك الجزائر أن يطلب من البنوك والمؤسسات المالية وكذلك الإدارات المالية، وكل شخص معني تزويده بالإحصائيات والمعلومات التي يراها مفيدة لعرض الوضعية المالية؛

– يحرص بنك الجزائر على السير الحسن لنظم الدفع وفعاليتها وسلامتها، كما تحدد القواعد المطبقة على نظم الدفع عن طريق نظام يصدره مجلس النقد والقرض؛

– تلزم البنوك والمؤسسات المالية ضمن الشروط المحددة بموجب نظام يصدره مجلس النقد والقرض بوضع جهاز رقابة داخلي يهدف إلى التأكد من التحكم في نشاطاتها والاستعمال الفعال لمواردها، وكذا السير الحسن للمسارات الداخلية وخاصة تلك التي تساعد على المحافظة على مبالغها، وتضمن شفافية العمليات المصرفية ومصادرها، وتتبع صحة المعلومات المالية مع الأخذ بعين الاعتبار بصفة ملائمة مجمل المخاطر بما في ذلك المخاطر العملية؛

– ينظم بنك الجزائر ويسير مصلحة مركزية مخاطر المؤسسات، ومركزية مخاطر العملاء ومركزية المستحقات غير المدفوعة، كما يتعين على البنوك والمؤسسات المالية الانخراط في مركزيات المخاطر، ويجب تزويدها بالمعلومات اللازمة.

– الأمر 10/17 المتعلق بالنقد والقرض: نظرا للانخفاض الحاد في أسعار البترول بداية من منتصف سنة 2014، وما انجر عنه من تراجع في الإيرادات المالية للدولة تم إصدار أمر رئاسي رقم 10/17 المؤرخ في 11 أكتوبر 2017 يعدل ويتمم المادة 45 من الأمر رقم 11/03[1]، وذلك بقيام بنك الجزائر ابتداء من دخول هذا الحكم حيز التنفيذ بشكل استثنائي ولمدة خمس سنوات، بشراء مباشرة عن الخزينة العمومية السندات المالية التي تصدرها هذه الأخيرة، من أجل المساهمة على وجه الخصوص في:

– تغطية احتياجات تمويل الخزينة العمومية؛

– تمويل الدين الداخلي العمومي؛

– تمويل الصندوق الوطني للاستثمار.

[1] الأمر رقم 10/17 المؤرخ في 11 أكتوبر 2017 المتمم للأمر 11/03 المتعلق بالنقد والقرض، جريدة رسمية رقم 57 الصادرة في 12 أكتوبر 2017، ص. 4.

يتمثل الهدف من هذا التعديل في مرافقة إنجاز برنامج الإصلاحات الهيكلية الاقتصادية والميزانية التي ينبغي أن تفضي في نهاية فترة الخمس سنوات كأقصى تقدير إلى استعادة:

- توازن خزينة الدولة؛
- توازن ميزان المدفوعات.

الجزء الثاني:
أسواق رأس المال

الفصل السابع:
الأسواق المالية

الأهداف التعليمية:

- يتمكّن الطالب من التحديد الدقيق لمفهوم الأسواق المالية.
- التعرّف على نشأة الأسواق المالية ومراحل تطورها.
- يتمكّن الطالب من التعرّف على أهمية الأسواق المالية في عملية التنمية الاقتصادية.
- يتمكّن الطالب من التعرّف على مقومات إنشاء الأسواق المالية.
- معرفة المتعاملون في الأسواق المالية.
- يتمكّن الطالب من معرفة مكونات الأسواق المالية.

محتوى الفصل:

أولا: تعريف السوق المالي

ثانيا: نشأة الأسواق المالية

ثالثا: أهمية الأسواق المالية في عملية التنمية الاقتصادية

رابعا: مقومات إنشاء الأسواق المالية

خامسا: المتعاملون في الأسواق المالية

سادسا: مكونات الأسواق المالية

تمهيد:

تشهد الاقتصاديات الحديثة حاجة دائمة للتمويل من جانب بعض الوحدات الاقتصادية لأنها تستثمر أو تنفق مبالغ أكبر مما قد يكون متاحا لها، وفي مقابل ذلك توجد بعض الوحدات الاقتصادية الأخرى تكون طاقتها التمويلية أو قدرتها المالية أكبر مما قد تكون في حاجة إليه، وهنا يأتي دور البنوك والمؤسسات المالية الأخرى لتقوم بدور الوساطة بين الوحدات ذات الفائض المالي والوحدات ذات العجز المالي، أي بين المقرضين والمقترضين.

في الوقت الحالي هناك توجه متزايد نحو التمويل المباشر أي بواسطة الأسواق المالية أين يلتقي أصحاب الفوائض المالية مع أصحاب العجوزات المالية بدون أي وسيط.

أولا: تعريف السوق المالي

للسوق المالي تعاريف متعددة نورد أهمها:

يعرف السوق المالي بأنه الآلية التي تمكن وتيسر للمتعاملين فيها القيام بإصدار وتداول أدوات الاستثمار قصيرة وطويلة الأجل بتكلفة معاملات منخفضة، وأسعار تعكس فرضية السوق الكفؤ[1].

كما يمكن تعريفها أيضا بأنها آلية تسمح بتدفق الأموال من وإلى الشركات والحكومات والأفراد من أجل تمويل الاستثمارات وفق منهج يعمل على إصدار وتداول أدوات مالية متنوعة تتراوح آجال استحقاقها من أقل من سنة إلى متوسطة وطويلة، وتوثيقها وفق قوانين وأنظمة وتعليمات وبما يتناسب مع تحقق عوائد مرضية بأقل قدر من المخاطرة[2].

كما عرف بأنه ذلك الإطار الذي يجمع بين الوحدات المدخرة التي ترغب بالاستثمار، ووحدات العجز التي هي بحاجة إلى الأموال بغرض الاستثمار عبر فئات متخصصة عاملة في السوق، بشرط توفر قنوات اتصال فعالة[3].

مما سبق، نستخلص أن السوق المالي هو مجال التقاء عرض الأموال (المدخرين) بالطلب عليها (المستثمرين)، حيث أنها تساعد على تحويل جانب من مدخرات المجتمع إلى استثمارات مفيدة، وبالتالي تساعد في تكوين وصناعة رأس المال الذي يعتبر واحدا من أهم عوامل الإنتاج.

---

[1] السيد متولي عبد القادر، **الأسواق المالية والنقدية في عالم متغير**، دار الفكر، الأردن، 2009، ص. 67.

[2] بن ابراهيم الغالي وبن ضيف محمد عدنان، **الأسواق المالية الدولية: تقييم الأسهم والسندات**، دار علي بن زيد، الجزائر، 2019، ص.21.

[3] ارشد فؤاد التميمي وأسامة عزمي سلام، **الاستثمار بالأوراق المالية: تحليل وإدارة**، دار المسيرة، الأردن، 2004، ص. 106.

ثانيا: نشأة الأسواق المالية

لقد عرفت الأسواق المالية في العالم تطورا كبيرا قبل أن تصل إلى ما هي عليه الآن، وقد أخذ هذا التطور أشكالا متعددة منها ماخص تطور الهياكل والتشريعات، ومنها ماخص ظهور منتجات مالية جديدة. غير أن كلمة "بورصة" يرجع للاسم العائلي للأسرة البلجيكية Van der Burse القاطنة بمدينة Bruge غرب بلجيكا وذلك في القرن الخامس عشر. ففي منزل تلك العائلة أنشئت أول نواة للبورصة في العالم.

ولقد تم إنشاء أول سوق مالي في عام 1339 في بلجيكا، وانتقل إلى مدينة ليون في فرنسا سنة 1639، ثم إلى باريس وإلى أمستردام ولندن في القرن السابع عشر، وانتظمت الأسواق بحدود عام 1890 بعد حركة الكشوفات الجغرافية واكتشاف أمريكا الشمالية والجنوبية، وكذلك الثورة الصناعية التي كان لها الأثر في تطور الفكر الاقتصادي والأسواق المالية[1].

على العموم مرت الأسواق المالية في تطورها عبر التاريخ بمراحل عديدة يمكن إيجازها فيما يلي:

1- المرحلة الأولى: المرحلة التي تمثل بدايات مراحل تطور الأسواق المالية، والتي تتضمن وجود عدد محدود من البنوك الخاصة والصيارفة وارتباط وجودهم بتحقق ارتفاع نسبي في الدخول، مما أدى إلى ارتفاع في الإدخارات التي أتاحت الاستثمار في المشروعات التجارية والعقارية، وزيادة حجم هذه المشروعات الذي يستدعي توجهها نحو البنوك للاقتراض تلبية لحالات عجزها عن توفير الموارد المالية اللازمة لعملها والتوسع في هذا العمل.

2- المرحلة الثانية: ارتبطت هذه المرحلة بالتطور الذي تحقق في المرحلة الأولى، والمتمثل في ظهور بعض البنوك والصيارفة، والذي فرض الحاجة إلى ظهور السلطات النقدية المركزية (البنوك المركزية) من أجل العمل على تنظيم عمل البنوك التجارية والسيطرة عليها وتوجيهها في هذه المرحلة بعد أن كانت هذه البنوك التجارية حرة في المرحلة الأولى، وتضمنت هذه المرحلة تطورا في عمل البنوك وخاصة البنوك التجارية، بحيث أخذت تقوم بممارسة نشاطات بنكية عديدة مثل خصم الأوراق التجارية ومنح القروض والتسهيلات المصرفية وغيرها، وبحدود ما يتاح لها من أعمال ونشاطات وفي ضوء السياسات التي تحكم عملها، والتي يضعها البنك المركزي.

3- المرحلة الثالثة: ارتبطت بتطور النشاطات الاقتصادية عموما والإنتاجية خصوصا، وبالذات التي تحتاج إلى التمويل متوسط وطويل الأجل، وهذا ما أدى إلى ظهور البنوك المتخصصة والتي توفر التمويل متوسط وطويل

[1] دريد كامل آل شبيب، **الأسواق المالية والنقدية**، دار المسيرة، الأردن، 2012، ص. 34.

الأجل للنشاطات الإنتاجية، وبالذات للمشروعات الصناعية التي تطورت واتسعت عددا وحجما، وتنوعت إضافة إلى المشروعات التجارية والعقارية والزراعية.

4- المرحلة الرابعة: ارتبطت بالتطور الاقتصادي عموما، وبالتطور الذي حصل في الأسواق المالية خصوصا، من خلال زيادة وتنوع وتوسع الوسائل والأدوات الجديدة المستخدمة في الأسواق المالية، وبشكل خاص الأوراق المالية كشهادات الإيداع القابلة للتداول وغيرها، وهو الأمر الذي يشكل بداية ارتباط السوق النقدية بالسوق المالية واندماجها.

5- المرحلة الخامسة: هي المرحلة التي تضمنت تطورا أكبر في الأسواق المالية من خلال تطور عمل هذه الأسواق والذي تضمن استمرار الاندماج بين الأسواق المالية والأسواق النقدية وبدرجة أكبر، بحيث أصبحت هذه الأسواق وكأنها سوق واحدة، وكذلك اندماج الأسواق المالية والنقدية المحلية مع الأسواق المالية الدولية نتيجة زيادة العلاقات الاقتصادية بين الدول، وزيادة ارتباط هذه الأسواق مع بعضها البعض في الدول المختلفة وبالذات بعد ظهور البورصات العالمية، واتساع عملياتها عددا وحجما، وزيادة وسائل الاتصال وتطورها وانخفاض تكلفتها، وتركز المؤسسات المالية والمصرفية وتدويل عملياتها ونشاطاتها، وهو ما أدى إلى الإسهام في تطور الأسواق المالية.

ثالثا: أهمية الأسواق المالية في عملية التنمية الاقتصادية

تتمثل فيما يلي[1]:

1- يؤدي السوق المالي وظيفة هامة في النشاط الاقتصادي في أي مجتمع، تتمثل في تحويل الموارد المالية من الوحدات ذات الفائض المالي إلى الوحدات ذات العجز المالي بما يؤدي إلى زيادة مستوى النشاط الاقتصادي وزيادة كفاءته، ويحدث هذا بطريقتين مباشرة وغير مباشرة:

أ- التمويل المباشر: حيث تحصل الوحدات ذات العجز المالي على التمويل اللازم لها مباشرة من الوحدات ذات الفائض المالي، وذلك من خلال قيام الوحدات ذات العجز المالي بإصدار حقوق مالية على نفسها في شكل أسهم وسندات وبيعها للوحدات ذات الفائض المالي؛

ب- التمويل غير المباشر: حيث تقوم المؤسسات المالية بالحصول على الموارد المالية من الوحدات ذات الفائض، مقابل إصدار أصول مالية على نفسها وبيعها للوحدات ذات الفائض، وتسمى أصولا مالية غير مباشرة مثل

[1] ارجع إلى: - ارشد فؤاد التميمي، **الأسواق المالية: إطار في التنظيم وتقييم الأدوات**، دار اليازوري، الأردن، 2010، ص. 25.
- هوشيار معروف، **الاستثمارات والأسواق المالية**، دار صفاء، الأردن، 2009، ص. ص. 85-86.

شهادات الادخار وشهادات الاستثمار، ثم تقوم بإقراض هذه الموارد المالية إلى الوحدات الاقتصادية ذات العجز المالي والتي تقوم بإصدار وبيع أصول مالية مباشرة للمؤسسات المالية.

2- تربط الأسواق المالية النشاطات الاستثمارية قصيرة الأجل بالنشاطات الاستثمارية طويلة الأجل، حيث يلاحظ في هذه الأسواق وجود شهادات الايداع المصرفية والأوراق التجارية التي هي ضمن نشاطات الأسواق النقدية قصيرة الأجل، بجانب الأسهم والسندات لفترات طويلة الأجل اللتان هما ضمن الأسواق الرأسمالية، كما يلاحظ أيضا وجود أسواق العملات الأجنبية التي يمكن لها أن تستكمل جانبا هاما من الأسواق المالية، وهكذا يتعايش الهامش الضروري للمضاربة مع النشاط المحوري للاستثمار فتتوفر السيولة المطلوبة لتسيير مهام الأسواق والمؤسسات المعتمدة عليها في تشغيل عملياتها الجارية، وهذا ما يسهم في تحقيق المزيد من تراكم المصادر التمويلية لتعزيز الطلب في أسواق رأس المال؛

3- يمكن للأسواق المالية من خلال إدارتها ومكاتبها المتخصصة وخبرائها تقديم النصح للشركات المصدرة للأدوات المالية المتداولة، وذلك من خلال تحليل عوامل الطلب والعرض لهذه الأدوات وبيان احتياجات هذه الشركات، وتحديد أفضل الأدوات وأنسب الطرق لتمويل هذه الاحتياجات؛

4- اكتشاف السعر العادل، فالسوق المالية توفر الوسائل اللازمة لتفاعل البائعين والمشترين لتحديد سعر الأصل المالي، أي معدل العائد المطلوب؛

5- توسيع قاعدة الملكية والمديونية لهيكل رأس المال للشركات المساهمة؛

6- إضفاء صفة السيولة والمرونة العالية للأصول المالية والتي يصعب تصورها في حالة غياب هذه الأسواق؛

7- تساهم الأسواق المالية بتخفيض كلفة المعلومات وكلفة البحث عن الصفقة؛

8- توسيع قاعدة الخيارات لأصحاب المدخرات والثروات؛

9- تعد الأسواق المالية مرجعا هاما لبيان مدى كفاءة السياسات الاستثمارية في الاقتصاد؛

10- إن إلزام الشركات بالإفصاح ومراقبة عمليات التبادل في السوق المالية يضمنان إلى حد بعيد مناخا استثماريا يتسم بالشفافية؛

11- تخفيف الضغط على النظام الائتماني والمساهمة في استقرار أسعار الفائدة من خلال إيجاد مصادر بديلة للتمويل؛

12- تساعد بفاعلية على توسيع قاعدة رأس المال والتخصيص العادل والكفء للموارد.

رابعا: مقومات إنشاء الأسواق المالية

تتمثل فيما يلي[1]:

1- مناخ ملائم للاستثمار قائم على أساس الثقة بالنظم الاقتصادية والسياسية القائمة، والتنظيم الذي يعكس مدى وضوح السياسات المالية والنقدية وقوانين تنظيم وتشجيع الاستثمار والتشريعات الخاصة بالإصدار النقدي والتحويل الخارجي وقانون الشركات؛

2- فلسفة اقتصادية واضحة قادرة على جذب رأس المال الخاص، وعدم وجود قيود وحواجز تمنع نقل رأس المال والمدخرات والثروات؛

3- أدوات استثمار متنوعة تساهم في توسيع قاعدة الخيارات أمام المستثمرين وبشكل يزيد من عمق واتساع السوق المالي؛

4- مؤسسات مالية ومصرفية متنوعة وقادرة على أداء مهام الوسيط المالي وتجميع الادخارات، وتوزيع المخاطر وتقليلها، هذا بجانب قدرتها على ممارسة دور الصيرفة الاستثمارية؛

5- حجم مناسب من الادخارات القابلة للتحويل إلى السوق عبر الأصول المالية المتنوعة؛

6- هيكل مؤسسي منظم تحكمه نظم إدارية وتشريعية متكاملة تشرف عليه هيئة أو لجنة تتكون من أعضاء السوق، يتصفون بالحياد والخبرة في شؤون المال والاستثمار؛

7- تشريعات واضحة لآلية التداول والمتاجرة في السوق بشكل تضفي صفة المنافسة ومنع الاحتكار وضمان تحديد الأسعار عبر آلية السوق؛

8- تشريعات وأحكام تحمي حقوق المتعاملين في السوق من الغش والتلاعب، وبشكل يضمن التصرفات ذات القبول العام، ويعزز من ثقة المستثمرين بنظام السوق وهيآته؛

9- أنظمة كفأة للإفصاح المالي والمعلوماتي وذات تكنولوجيا قادرة على معالجة المعلومات بالسرعة والدقة والموثوقية العالية، لضمان الشفافية عن واقع السوق وظروف الشركات المدرجة فيه من جانب، وبشكل يساعد على تدفق عدد كبير من أوامر البيع والشراء لضمان خاصية اتساع السوق من جانب آخر.

10- نظم اتصال فعالة ومتطورة بين عموم المتعاملين في السوق لضمان عمق السوق (التدفق المستمر لأوامر البيع والشراء)، وسرعة استجابته في معالجة الخلل المحتمل في العرض والطلب بسرعة وبتغير طفيف في الأسعار.

[1] ارشد فؤاد التميمي، مرجع سابق، ص. ص. 26-28.

خامسا: المتعاملون في الأسواق المالية

تضم السوق المالية العديد من المتعاملين متمثلين في العارضين والطالبين للأموال وكذلك الوسطاء.

– **العارضون لرؤوس الأموال:** وهم الطالبون للقيم المنقولة من مختلف البنوك وشركات التأمين وصناديق الإيداع وغيرها، مهمتهم توظيف أموالهم وأموال عملائهم في السوق المالية والحصول على عوائد وأرباح.

– **الطالبون لرؤوس الأموال:** هم العارضون للقيم المنقولة من مختلف الشركات والمؤسسات التي تصدر الأوراق المالية لتمويل احتياجاتها.

– **الوسطاء الماليون:** هو شخص طبيعي أو اعتباري مرخص له بموجب قانون السوق المالي وأنظمته وتعليماته، يقوم بأعمال محددة تؤهله لممارسة الوسيط بين جمهور المستثمرين والجهات المصدرة للأوراق المالية.

على العموم، يمكن تقسيم المتعاملون في السوق المالي إلى الفئات التالية:

1– المستثمرون التأسيسيون: وهم الهيئات المالية التي يتجلى دورها في الحياة الاقتصادية في عملية جمع المدخرات المتدفقة من مختلف القطاعات في الدولة وتوظيفها في شكل أوراق مالية، ونظرا لاستقرار وثبات قدرتها الادخارية والاستثمارية تعتبر هذه الهيئات من أكبر المالكين للسيولة، ومن أهم مزودي البورصة برؤوس الأموال وذلك في الأجل الطويل[1].

وتتكون هذه الفئة من البنوك بفروعها، شركات التأمين، صناديق التقاعد، صناديق الإيداع وشركات الاستثمار. ولهذه الفئة ثقل مالي كبير في كافة الاقتصاديات الحديثة التي تتجه من وضعية اقتصاد الاستدانة إلى وضعية اقتصاد السوق، بحيث تؤدي دورا كبيرا في تمويل تلك الاقتصاديات، وتقديم أرباح معتبرة للمدخرين الأفراد مما يجعلها تجمع مدخرات ضخمة تضخها في الدورات الاقتصادية مرة أخرى، وبالتالي تحقيق التنمية الشاملة[2].

2– الشركات الصناعية والتجارية: تعتبر هذه الفئة من بين المتدخلين الرئيسيين في الأسواق المالية، فهي تلجأ لتلك الأسواق للحصول على رؤوس الأموال اللازمة لتمويل استثماراتها وتوسعاتها، وذلك من خلال إصدارها للأسهم والسندات، وليتسنى لها ذلك يجب أن تكون مسجلة في البورصة وأنها استوفت كامل الشروط الخاصة فيما يتعلق بالقيمة السوقية لها، نسبة رأس المال المتخلى عنه للجمهور والنتائج المحققة في السنوات السابقة وغيرها،

---

[1] محمد براق، **السوق المالية ودورها في تمويل التنمية في الوطن العربي**، ملتقى دولي حول التكامل الاقتصادي العربي كآلية لتحسين وتفعيل الشراكة العربية–الأوروبية، جامعة سطيف1، الجزائر، 8–9 ماي 2004، ص.5.

[2] محفوظ جبار، **تنظيم وإدارة البورصة**، الجزء الثالث، دار هومة، الجزائر، 2002، ص.ص. 19–23.

ولم يعد يقتصر تدخل هذه الشركات فقط على إصدار الأوراق المالية بمختلف أنواعها، وإنما أصبحت توظف كافة إمكانياتها وفوائضها المالية في أي مجال يمكنها من تحقيق أرباح قد يفوق أرباح نشاطاتها العادية[1].

3- الحكومات: تعتبر الحكومات من المتدخلين الرئيسيين في الأسواق المالية خاصة في أسواق السندات، وذلك بإصدارها لصكوك مديونية بحيث تتمتع هذه الإصدارات بجاذبية أكبر لتميزها بالضمان وانخفاض درجة المخاطرة فيها، وتلجأ الحكومات إلى إصدار السندات لتغطية العجز في الميزانية العمومية أو لتمويل المشاريع التنموية المختلفة، أو من أجل التحكم في معدلات التضخم[2].

4- البنك المركزي: يتدخل البنك المركزي في بعض الأحيان في السوق المالية وهذا بقوة القانون وحسب قوانين كل بورصة، فمن خلاله يتم إصدار السندات الحكومية طويلة الأجل كما أنه يعمل على تشجيع البنوك للدخول إلى البورصة وهذا من أجل تطويرها.

5- الوسطاء الماليون: إن تداول الأوراق المالية داخل الأسواق المالية لا يتم إلا من خلال مجموعة من الوسطاء، وينقسم الوسطاء الماليون داخل البورصة إلى:

أ- السمسار: هو شخص ذو دراية وكفاءة في شؤون الأوراق المالية، ويقوم بعقد عمليات بيع وشراء الأوراق المالية في المواعيد الرسمية لحساب العملاء مقابل عمولة يتلقاها من البائع والمشتري، ويعتبر مسؤولا عن صحة كل عملية[3].

ومن الشروط الواجب توفرها في السمسار:

- أن يكون السمسار مقيدا في سوق الأوراق المالية؛
- أن يكون من المكاتب المشهود لها بالأمانة والمقدرة على التعامل؛
- أن يكون ذا مقدرة مالية تمكنه من مجابهة الحالات الطارئة لمصلحة الزبون؛
- أن لا يكون من المضاربين في السوق لحسابه الخاص أو لحساب أقاربه ومعارفه؛
- أن يكون قادرا طوال الوقت على تقديم المعلومات والبيانات المالية الخاصة بالشركات المسجلة في السوق؛
- أن يتمتع بقدرة في المهارة والحرص على تنفيذ أوامر العملاء، فالسمسار قد يتعرض للمطالبات بسبب أية خسارة قد يسببها جراء ارتكابه للأخطاء.

---

[1] المرجع السابق، ص.ص. 24-28.

[2] المرجع السابق، ص. 29.

[3] زينب حسين عوض الله، **اقتصاديات النقود والمال**، دار الجامعة، 1994، ص. 196.

ب- سماسرة الوكلاء: يطلق عليهم سماسرة الخصم، وهي عبارة عن شركات السمسرة التي قد تقدم الحد الأدنى من الخدمة للعملاء، والتي تتمثل في عمليات البيع والشراء مقابل ذلك فإنه يحصل على عمولة تتناسب مع حجم ما يقدمه من خدمات، وفي نفس الوقت هناك سمسار وكيل يقوم بتقديم كافة الخدمات التي يحتاجها المستثمر بدأً من الإجراءات الخاصة بالشراء والبيع، وحتى تقديم النصح والمشورة لاتخاذ القرار المناسب.

ج- سماسرة الصالة: وهم السماسرة المستقلون الذين لا يمثلون شركات سمسرة داخل البورصة، ويتمثل عملهم في تقديم يد العون لغيرهم من السماسرة الوكلاء وذلك في الأوقات التي يصعب على ممثلي سماسرة الوكلاء تنفيذ كل الأوامر المرسلة إليهم، وذلك نظير المشاركة في العمولة التي تحصل عليها شركة السمسرة من العملاء.

د- تجار الصالة: يتمثل دورهم في شراء وبيع الأوراق المالية لحسابهم الخاص، ولا يقومون بتنفيذ أوامر المستثمرين بل يقومون بالبحث عن فرص البيع والشراء للحصول على فروقات الأسعار لذا يطلق عليهم المضاربين.

هـ- المتخصصون: يجمع المتخصص بين نشاط السمسرة والتجارة، بحيث يتخصص كل منهم في ورقة مالية أو مجموعة من الأوراق، لذلك يعتبر المتخصص محتكر للسوق، ولهم دور في استقرار الأسعار وتحقيق التوازن في السوق من خلال الحفاظ على هامش ربح صغير.

و- تجار الطلبيات الصغيرة: ينحصر نشاط تجار الطلبيات الصغيرة في شراء الأوراق المالية في طلبيات بكميات كبيرة ثم إعادة بيعها بكميات صغيرة، ويحقق هؤلاء التجار الربح من الفرق بين سعر البيع وسعر الشراء وعادة ما يكون الهامش الذي يتحصلون عليه أكبر بالقياس بغيرهم من التجار الذين يبيعون بكميات أكبر في الطلبية الواحدة.

سادسا: مكونات الأسواق المالية

تتكون الأسواق المالية من سوقين أساسيين هما (سيتم التفصيل فيهما في الفصلين التاليين):

1- سوق النقد: هي السوق التي تتعامل في الأدوات المالية قصيرة الأجل، والتي تمثل أدوات مديونية يمكن لحاملها استرداد مبلغ المال الذي سبق أن أقرضه. تتصف بالسيولة العالية حيث يمكن تحويل الأصول المالية المتداولة فيها إلى سيولة في أي وقت وبأدنى خسارة ممكنة.

2- سوق رأس المال: هي السوق التي يتم التعامل فيها بأصول مالية متوسطة أو طويلة الأجل والتي يزيد تاريخ استحقاقها عن السنة، يتم التعامل في الأوراق المالية الصادرة عن منظمات الأعمال، إذ يتم ذلك على شكل

قروض أو مساهمات في رأس المال، وتضم أسواق الاقراض طويلة الأجل وأسواق الأوراق المالية. ومن أنواع الأوراق المالية المدرجة في الأسواق المالية:

أ- أوراق المساهمة: وهي تلك التي تصدر تمثيلا لجزء من رأسمال الشركة المصدرة كالأسهم وشهادات الاستثمار وغيرها؛

ب- أوراق الاقتراض: وهي التي تصدر اعترافا بدين أبرمته الجهة المصدرة كسندات الخزينة وسندات المؤسسات والأوراق التجارية وغيرها؛

ج- الأوراق المشتقة: تشكل من خلال أوراق مالية أساسية تمثل غالبا حقوق على هذه الأوراق كالعقود الآجلة وحقوق الاكتتاب وغيرها.

الفصل الثامن:
السوق النقدية

الأهداف التعليمية:

- يتمكّن الطالب من التحديد الدقيق لمفهوم السوق النقدية.
- تمكين الطالب من التمييز بين السوق النقدية وسوق رأس المال.
- التعرّف على أهمية، مزايا وخصائص السوق النقدية.
- يتمكّن الطالب من التعرّف على شروط إقامة السوق النقدية.
- يتمكّن الطالب من التعرّف على المتدخلون في السوق النقدية.
- تعريف الطالب بأسعار الفائدة وآجال العمليات في السوق النقدية.
- معرفة التقسيمات الأساسية للسوق النقدية.
- يتمكّن الطالب من التعرف على مختلف أدوات السوق النقدية.

محتوى الفصل:

أولا: تعريف السوق النقدية

ثانيا: الفرق بين السوق النقدية وسوق رأس المال

ثالثا: أهمية، مزايا وخصائص السوق النقدية

رابعا: شروط إقامة السوق النقدية

خامسا: المتدخلون في السوق النقدية

سادسا: أسعار الفائدة وآجال العمليات في السوق النقدية

سابعا: أقسام السوق النقدية

ثامنا: أدوات السوق النقدية

تمهيد:

يتكون السوق المالي من سوقين رئيسيين هما السوق النقدية التي تتم فيها المعاملات قصيرة الأجل وبالتالي فهي سوق السيولة المصرفية، ولها دور جد مهم بالنسبة للجهاز المصرفي، وسوق رأس المال والتي تتم فيها المعاملات متوسطة وطويلة الأجل.

أولا: تعريف السوق النقدية

تعرف السوق النقدية بأنها السوق التي تتداول فيها الأوراق المالية قصيرة الأجل من خلال السماسرة والبنوك التجارية، وكذا من خلال الجهات الحكومية وذلك بالنسبة للأوراق المالية قصيرة الأجل التي تصدرها الحكومة. كما تعتبر بمثابة سوق القروض قصيرة الأجل فيما بين المؤسسات المالية أو كما تعرف بسوق السيولات أو سوق رؤوس الأموال قصيرة الأجل. وعليه، فإن السوق النقدية هي تلك السوق التي يلتقي فيها العارضون والطالبون لرؤوس الأموال قصيرة الأجل، فهي غير محددة بمكان معين كما هو الشأن بالنسبة للكثير من البورصات، بل تتم العمليات فيها باستعمال الهاتف، الفاكس،...وغيرها من وسائل الاتصال، أي لا يشترط في قيام السوق النقدية توفر مبنى مثلا أو غيره من الهياكل[1].

كما تعرف أيضا بأنها السوق التي يتم فيها إصدار وتداول الأصول والالتزامات المالية قصيرة الأجل ذات درجة سيولة عالية ومستويات متدنية من المخاطر، والتي لا تتجاوز فترات استحقاقها غالبا سنة واحدة، وتوفر هذه الأسواق للأفراد والمؤسسات المختلفة والحكومات الآليات المناسبة لإدارة السيولة لديها، بما في ذلك استثمار الفائض المتاح لدى تلك الجهات أو تغطية العجز الذي تواجهه في موازنتها المالية[2].

كما تعرف أيضا بأنها السوق التي يتم فيها تداول أدوات الائتمان قصيرة الأجل بحيث لا تتعدى سنة واحدة، وغالبا ما يتم إصدار هذه الأدوات في السوق الأولي عبر شبكة معلوماتية تضم البنوك والمؤسسات المالية والحكومات للحصول على التمويل اللازم. فسوق النقد هو سوق التعامل بين البنوك لتحقيق التوازن اليومي بين آجال العمليات الدائنة والمدينة، حيث يقوم البنك باستثمار فوائضه مقابل الحصول على عوائد وفوائد، ويستفيد

[1] محفوظ جبار، **أسواق رؤوس الأموال: الهياكل، الأدوات والاستراتيجيات**، الجزء الثاني، دار الهدى، الجزائر، 2011، ص. 559.

[2] سعد عبد الحميد مطاوع، **الأسواق المالية المعاصرة**، مكتبة أم القرى للنشر، مصر، 2001، ص. 8.

منه البنك العاجز في تمويل ما يحتاجه تحت إشراف البنك المركزي. ويعمل سوق النقد على تحقيق الربحية المثلى لحسابات البنوك. ويعتبر البنك المركزي والبنوك التجارية والمؤسسات المالية أهم المتعاملين فيه[1].

إذا يمكن تعريف سوق النقد بأنه السوق الذي يتم بموجبه ومن خلاله إصدار وتداول رؤوس الأموال قصيرة الأجل، حيث يرتكز عرض وطلب الأموال القابلة للإقراض لفترة تقل عن السنة.

وهنا نميز بين معنيين للسوق النقدية:

– **السوق النقدية بالمعنى الضيق:** هو سوق التعامل بين البنوك الذي يضمن تحقيق التوازن اليومي بين آجال العمليات الدائنة والمدينة للمؤسسات الائتمانية، حيث تقوم البنوك بعرض فوائضها لدى هذه السوق، كما تحصل منه على القروض اللازمة استنادا على وضعية احتياجاتها لدى البنك المركزي[2].

– **السوق النقدية بالمعنى الواسع:** هي سوق العمليات الائتمانية قصيرة الأجل غالبا، والتي تسمح بتدخل مختلف المؤسسات النقدية ممثلة في البنك المركزي والبنوك التجارية، إلى جانب المؤسسات المالية غير البنكية كشركات التأمين، الخزينة العمومية، مؤسسات التوفير والاحتياط...إلخ[3].

ثانيا: الفرق بين السوق النقدية وسوق رأس المال

يمكن إيجازها فيما يلي[4]:

– السوق النقدي سوق يتعامل في الائتمان قصير الأجل أما سوق رأس المال فهو يتعامل في الائتمان طويل الأجل، ومن هنا كان سعر الفائدة في سوق رأس المال أعلى منه في السوق النقدي؛

– يعتمد السوق النقدي في ممارسة عملياته على الفوائض النقدية لديه أما سوق رأس المال فيعتمد في تقديم الائتمان على رأس مال البنوك، وعلى القروض التي تعقدها في السوق نفسها والتي تصدرها في صورة سندات؛

– السوق النقدي يمول العمليات التجارية في الغالب وغرضه تيسير عملياته، أما سوق رأس المال فيمول الصناعة والزراعة وعمليات اكتساب وتحسين رأس المال الثابت؛

---

[1] أحمد لحساسنة وفيصل شياد، **منتجات سوق النقد بين المصارف الإسلامية: دراسة تحليلية نقدية للتجربة الماليزية مع محاولة تطوير منتجات تمويلية جديدة**، برنامج كراسي البحث، جامعة الإمام محمد بن سعود الإسلامية، 2014، ص. 5.

[2] مروان عطون، **الأسواق النقدية والمالية: البورصات ومشكلاتها في عالم النقد والمال**، الجزء 1، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 1993، ص. 16.

[3] Amour ben Halima, **Pratique des techniques bancaire: Référence a l'Algérie,** Ed dahleb, Alger, 1997, p. 44.

[4] عادل أحمد حشيش، **اقتصاديات النقود والبنوك**، الدار الجامعية، لبنان، 1993، ص. 149.

– السوق النقدي يتعامل بالأوراق التجارية والسندات الأذنية وغيرها، أما سوق رأس المال فيتعامل في الأوراق المالية من أسهم وسندات؛

– يزود السوق النقدي المشروعات برأس مالها العامل، أما سوق رأس المال فهو يزودها برأس مالها اللازم للتأسيس أو التجديد؛

– السوق النقدية هي سوق الادخار؛ أي السوق الذي يحرك الأموال السائلة التي يرغب أصحابها في ادخارها، أما سوق رأس المال فهو سوق استثمار؛ أي السوق الذي يحرك الأموال التي تسعى وراء الاستثمار سواء في البنوك أو البورصة؛

– يتدخل في السوق النقدي البنوك التجارية والبنك المركزي كمتدخلين رئيسيين وبعض المؤسسات المالية غير البنكية كمتدخلين آخرين، أما في سوق رأس المال فتتدخل مختلف المؤسسات المالية الاستثمارية التي توظف فوائضها المالية في المدى الطويل غالبا، وبذلك فسوقي النقد ورأس المال يشكلان معا سوقا قومية تعمل على تعبئة المدخرات ودفعها إلى قنوات التمويل بأعلى درجة من الكفاءة والفعالية.

ثالثا: أهمية، مزايا وخصائص السوق النقدية

1– أهمية السوق النقدية: تكتسب السوق النقدية أهمية كبيرة كونها تغطي احتياجات السيولة اليومية للبنوك، ففي الوقت الذي تحقق فيه بعض البنوك التجارية فائضا في الأموال في يوم بعينه، تتعرض بعض البنوك الأخرى لعجز في اليوم نفسه، وهنا يأتي دور السوق النقدي من خلال التوفيق بين طلبات السيولة فيقرض البنك الذي لديه الفائض المالي البنك الذي لديه العجز المالي مقابل سعر فائدة.

لقد ساهمت التطورات التي حصلت في بيئة الاستثمار في تحرير سوق النقد من بعض القيود الحكومية، الأمر الذي وسع من دورها في التمويل، وعمق فاعلية السوق الاقتصادية، وأصبحت تمارس من خلال أدواتها دورا اقتصاديا يتجلى أهميته بالآتي[1]:

– تأمين السيولة النقدية وأدوات الدفع المؤجلة؛

– توظيف الموارد النقدية المتوفرة لدى البنوك التجارية؛

– توفير احتياجات الأنشطة الاقتصادية الجارية من التمويل قصير الأجل؛

– توفير احتياجات الأفراد إلى الائتمان الاستهلاكي؛

[1] محمد البنا، **أسواق النقد والمال: الأسس النظرية والعلمية**، دار زهراء الشرق، مصر، 1996، ص. 101.

– مواجهة الزيادات الطارئة في المصروفات العامة عن الإيرادات العامة الحكومية (إصدار أذونات الخزانة)؛

– تلبية احتياجات قطاع التجارة من الضمانات البنكية والاعتمادات المفتوحة؛

– تمكن البنك المركزي من ممارسة وظيفة الرقابة على الائتمان؛

– يوفر السوق أدوات مالية خالية من المخاطر في الغالب، لتمثل بذلك قنوات استثمارية آمنة لبعض المتدخلين الذين يرغبون في توظيف فوائضهم المالية المؤقتة.

2– مزايا السوق النقدية: تتميز السوق النقدية بعدة مميزات مقارنة بسوق رأس المال والتي نوجزها فيما يلي:

أ– مرونة عالية: حيث أن معظم الصفقات المالية التي تتم فيه تحدث في السوق الثانوي وبإجراءات جد مبسطة، مما يؤدي إلى انخفاض تكاليف هذه الصفقات؛

ب– انخفاض درجة المخاطرة: وذلك لسببين هما:

– تدني درجة المخاطرة النقدية: التي تنشأ عن احتمالات انخفاض أسعار الأوراق المالية المتداولة فيه، ولكون الأوراق المالية في سوق النقد قصيرة الأجل، لذا تترك التغيرات الحادثة في أسعار الفائدة السوقية آثارا محددة على الأسعار السوقية لهذه الأوراق، مما يجعل قيمتها الاسمية عند الاستحقاق شبه مؤكدة، وبالتالي تكون المخاطرة قليلة.

– تدني درجة مخاطرة الائتمان: والتي ترتبط باحتمالات عجز المدين عن الوفاء بديونه، وذلك لأن الأوراق المالية المتداولة فيه تكون صادرة عن مؤسسات ذات مراكز ائتمانية قوية كالبنوك التجارية أو البنك المركزي، لذلك تكون احتمالات عدم السداد بالدين منخفضة.

3– خصائص السوق النقدية: يكتسب سوق النقد خصائص من أدواته تميزه عن أي سوق من أسواق الأدوات المالية، ويمكن تحديد هذه الخصائص بالآتي[1]:

– ليس للسوق هيكل مؤسسي وتنظيمي محدد، إذ أن مجموعة المؤسسات المالية والمصرفية المنتشرة جغرافيا تشكل هيكل السوق، وتؤدي البنوك التجارية دورا محوريا فيه؛

– تتداول في الأسواق النقدية أدوات مالية قصيرة الأجل تتراوح فترات تسديدها ما بين يوم واحد في بعض الحالات وسنة واحدة بشكل عام؛

– تتميز الأسواق النقدية بسيولتها العالية نسبيا، وذلك لسهولة تحويل الأدوات المتداولة فيها إلى نقود؛

– نظرا لتعامل الأسواق النقدية بالأدوات قصيرة الأجل وارتفاع سيولتها، فإنها مقارنة بأسواق رأس المال التي تتعامل بالأدوات الاستثمارية طويلة الأجل تعاني من مخاطر أقل للفشل؛

[1] هوشيار معروف، مرجع سابق، ص. ص. 133–134.

– أن غالبية الأسواق النقدية تتعامل بأدوات ذات قيم كبيرة، وبالتالي فإنها في الواقع غالبا ما تكون أسواق جملة لمعاملات كبيرة، وهذا بلا شك يجعل الاستثمار في هذه الأسواق مركزا على المؤسسات الكبيرة بدلا من الأشخاص الطبيعيين، أو يجري من خلال توسط سماسرة أو تجار يتركز دورهم في جمع الزبائن في صالات خاصة بالتبادل في البنوك الكبيرة، وذلك لأن من الصعب على صغار المستثمرين أو المستثمرين الأفراد بشكل عام تملك هذه الأدوات مباشرة وعلى إنفراد، وهذا بلا شك يقلل أيضا من درجة المخاطرة؛

– أن غالبية الأدوات النقدية قابلة للخصم وذلك لأنها تباع عادة بأقل من قيمها المحددة باستثناء الودائع المصرفية؛

– تقوم الأسواق النقدية بممارسة الكثير من وظائف البنوك التجارية، وفضلا عن ذلك تتميز هذه الأسواق بقدرتها على تجاوز التكاليف القرضية للفوائد المصرفية، وبالتالي فإنها تستقطب الأموال الكبيرة الموجهة للاستثمار في فترات قصيرة.

رابعا: شروط إقامة السوق النقدية

تتمثل هذه الشروط فيما يلي[1]:

– وجود البنك المركزي: لا يكفي وجود البنك المركزي فقط لإقامة سوق نقدية فعالة، بل لابد أن يكون كفؤا وفاعلا وقادرا على إدارة العمليات النقدية في الدولة، من حيث تخطيط وتنفيذ القطاعات النقدية والسيطرة عليها؛

– كفاءة انسيابية التدفقات النقدية والمالية وعملها بحرية بين عناصر ومؤسسات السوق النقدية؛

– نظام بنكي تجاري منظم تنظيما جيدا، وهذا يعني نظاما مصرفيا منظما وقادرا على مقابلة متطلبات الاقتصاد وتلبية احتياجاته؛

– توفر المؤسسات والكفاءات القادرة على إدارة السيولة وإدارة القروض بآجالها القصيرة النقدية والتي تكون عرضة للمزيد من المشاكل والمعوقات؛

– توفر الأدوات المالية والنقدية التي تسهل عمليات نقل الأموال بكفاءة وفاعلية؛

– حرية عمل وتحرك سعر الفائدة وتوفر الآليات التي تساعده على الحركة؛

– تكون السوق النقدية ذات حساسية عالية للمتغيرات السياسية الاقتصادية الداخلية والخارجية؛

– وجود مؤسسات مالية متطورة تعنى بالادخار والاستثمار والاستيراد والتصدير وغيرها.

[1] سرمد كوكب الجميل، **المدخل إلى الأسواق المالية**، دار الأكاديميون للنشر، الأردن، 2018، ص. 122.

خامسا: المتدخلون في السوق النقدية

يتدخل في السوق النقدية نوعين من المتدخلون:

– **المتدخلون الرئيسيون:** ويتكون من البنك المركزي والبنوك التجارية؛

–**المتدخلون الآخرون:** ويتكون من مختلف المؤسسات المالية غير المصرفية.

إلا أن هاته المؤسسات لا تؤدي نفس الدور على مستوى هذه السوق ويتضح ذلك فيما يلي[1]:

1– المؤسسات التي تؤدي دور المقرض: ويتمثل نشاطها في استقبال الأموال والبحث عن توظيفها لآجال طويلة في الغالب، وتتكون من المؤسسات المالية غير المصرفية، فتتدخل هذه الأخيرة في السوق النقدية لتوظيف فوائضها المالية في استثمارات مختلفة.

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

2– المؤسسات التي تؤدي دور المقترضة: 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، ومن أمثلتها بعض المؤسسات المالية المتخصصة وبنوك التنمية، كما يسمح للخزينة بالقيام بهذا الدور.

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

4– وسطاء السوق النقدية: هناك نوعين من الوسطاء بإمكانهما التدخل في السوق النقدية لربط الصلة بين المقرضين والمقترضين وهما: السماسرة وبيوت الخصم.

أ– **السماسرة:** السمسار هو وسيط حر، لا يقدم أي ضمان بالوفاء فبمجرد إبرام العملية يرسل لكل طرف بطاقة يوضح فيها طبيعة العملية، مبلغها، تاريخ الاستحقاق والمعدل المتفق عليه، بالإضافة إلى ذلك فإن السمسار

[1] حدة رايس، **دور السوق النقدية في تأمين سيولة النظام المصرفي**، مجلة العلوم الإنسانية، العدد 9، جامعة محمد خيضر، بسكرة، مارس 2006، ص. ص. 6-7.

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.

ب- بيوت الخصم: وتأخذ شكل بنوك أو مؤسسات مالية يسمح لها بالقيام بدور الوسيط في السوق النقدية، فتقترض 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 يكتتب 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.

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

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 شرائها وحيازتها وبيعها، وذلك إذا قام بكل هذه المهام الضرورية المدخرون الذين يبحثون عن توظيف فوائضهم واستثمارها بمعرفتهم شخصيا.

بالإضافة إلى ذلك، فإن حجم المخاطرة الذي يواجه شخصا بمفرده من المتوقع أن يكون كبيرا جدا عما لو أمكن توزيعه على عدد كبير من الأفراد (الوسطاء)، وبالتالي فإن الوساطة تؤدي دورا هاما في تقليل المخاطر أمام راغب الاستثمار، وتهيئ لهم أفضل الظروف التي تمكن من التوفيق 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.

سادسا: أسعار الفائدة وآجال العمليات في السوق النقدية

1- أسعار الفائدة في السوق النقدية: إن معدل الفائدة المعمول به في السوق النقدية حر عموما وتابع لظروف العرض والطلب في هذا السوق، لكن تدخل البنك المركزي ضروري في تحديده.

بالإضافة إلى ذلك فإن سعر التوازن في السوق النقدية يتحدد غالبا بطريقة مسبقة ولكنها غير مباشرة ما دام البنك المركزي يحدد بإرادته سعر إعادة الخصم، وبالتالي وجود رابطة قوية بين هذين المتغيرين أي بين سعر إعادة الخصم وسعر الفائدة في السوق النقدية، فسعر إعادة الخصم يمثل الحد الأدنى لثمن الاقتراض في المدة

القصيرة، أي أن المؤسسات التمويلية وغيرها من الوحدات ذات الفائض لا يمكنها أن تمنح قروضها للوحدات ذات العجز في الموارد، والتي تحتاج إلى الادخار اللازم لتمويل استثماراتها قصيرة الأجل بأقل من هذا السعر.

ويقابل ذلك حد أقصى لما يمكن أن يكون عليه ثمن الاقتراض، وقد يحدد هذا الثمن القانون أو الظروف الواقعية للسوق النقدية، وعلى قوى العرض والطلب أن تسعى لتحقيق الالتقاء بينهما في حدود المسافة بين الحد الأقصى والحد الأدنى.

إن تغير سعر الفائدة على مستوى السوق النقدية يؤثر أيضا في القروض طويلة الأجل، إذ من غير المعقول أن تقبل المؤسسات التمويلية على منح القروض طويلة الأجل بأسعار تقل عن القروض قصيرة الأجل نظرا لما تتمتع به هذه الأخيرة من سيولة نسبية، وقد يؤدي هذا إلى زيادة تكلفة الاستثمار، وعلى البنك المركزي عندما يضع سياسة إعادة الخصم أن يأخذ في إعتباره هذا التناقض[1].

2- آجال عمليات السوق النقدية: تعمل السوق النقدية غالبا في الائتمان قصير الأجل، وتشمل هذه الأخيرة جميع أنواع القروض التي تعقد لأجال قصيرة تتراوح ما بين أسبوع واحد وسنة كاملة، ويكون أساسها المشروعات والأفراد من جهة، والبنوك التجارية وبعض مؤسسات الاقراض في منح الائتمان قصير الأجل.

هناك علاقة عكسية بين درجة تقدم هذه السوق وبين الحد الأدنى لأجل القرض، بحيث يصل الحد الأدنى للاقتراض قصير الأجل لبعض أسواق النقد إلى يوم واحد بحيث يتم تجديد آجال القرض في كل يوم لليوم الموالي، ويكون بالطبع من حق الدائن أن يمتنع عن التجديد في أي يوم، وعموما فإن مدة العمليات المعمول بها في السوق النقدية تتراوح ما بين يوم إلى خمس سنوات في بعض الدول المتقدمة، وقد يقلص الحد الأقصى لهذه المدة إلى سنتين (حالة الجزائر).

تجدر الاشارة أنه كلما اتسع نطاق التعامل في سوق الخصم وكلما تضاءل الحد الأدنى لفترة الاقتراض كلما كانت سوق النقد أكثر حساسية لتغيرات أسعار الفائدة، كما أن أسواق النقد في الدول المتخلفة لا تكون باتساع أسواق نقد الدول المتقدمة، وذلك لعدم توافر فرص الاستثمار المضمون في فترات قصيرة في هذه الدول، إضافة إلى أن معظم العمليات التجارية التي تتم فيها تسوى نقدا[2].

عموما، يتدخل البنك المركزي في السوق النقدية عبر ثلاث طرق أساسية[3]:

---

[1] حدة رايس، مرجع سابق، ص. 17.

[2] زينب حسن عوض الله، مرجع سابق، ص. 92.

[3] Amour ben Halima, **Monnaie et régulation monétaire avec référence a l'Algérie,** Ed dahleb, Alger, 1997, p. 50.

– **يوم بعد يوم:** وذلك بهدف إسعاف خزينة البنوك التجارية وتعديل السوق النقدية بواسطة إعادة خصم الأوراق التجارية العامة أو الخاصة؛

– **تقنية المعاش:** وذلك لمدة سبعة أيام بواسطة سندات الخزينة لتلبية الحاجات غير المتوقعة للبنوك؛

– **المشتريات الثابتة:** عن طريق استدعاء العروض حسب تقنية أو طريقة المزايدة، فالبنك المركزي يعلن رغبته في الشراء النهائي أو الثابت لبعض أصناف الأوراق الخاصة أو العامة عندما يرى بأن الاقتصاد بحاجة إلى سيولات إضافية، فيحدد السعر والكمية لهذه العملية لاحقا حسب رد البنوك على هذه العروض وأقل سعر هو ما يرسى عليه المزاد.

سابعا: أقسام السوق النقدية

ينقسم السوق النقدي إلى:

1– سوق ما بين البنوك: هو مكان تبادل السيولة البنكية، بمعنى أن هذه السوق مخصصة أساسا للمعاملات في القطاع البنكي، وتتم معالجة العمليات الرئيسية في وقت قصير جدا. وعليه، فهذا السوق يخص نشاط مؤسسات القرض أي البنك المركزي والبنوك التجارية التي تتبادل فيما بينها فوائضها وعجزها في السيولة. ينقسم هذا السوق إلى نوعين هما:

أ– السوق النقدي خارج البنك المركزي: في هذه الحالة تتم تسوية الحسابات بين البنوك التجارية دون تدخل البنك المركزي لتغطية العجز في السيولة، لأن العرض من السيولة في السوق النقدي مساو للطلب عليها، وهذا النوع من السوق موجود في اقتصاديات الأسواق المالية.

ب– السوق النقدية داخل البنك المركزي: في هذه الحالة السوق النقدي يعاني عجزا في السيولة، لأن الطلب عليها أكبر من العرض، لذلك يتدخل البنك المركزي لتغطية العجز عن طريق إصدار نقدي جديد يمنح كقرض لتسوية حساب البنك التجاري العاجز، وهذا النوع من السوق موجود في اقتصاديات الاستدانة.

2– السوق النقدية الموسعة: ليست خاصة بالبنوك فقط بل هي موسعة ومفتوحة لكل المتعاملين الاقتصاديين كالمؤسسات المالية غير البنكية إضافة إلى أكبير الشركات، تنقسم السوق الموسعة إلى قسمين:

أ– السوق الأولية: وهي السوق التي يتم فيها الحصول على الأموال المراد توظيفها لأول مرة لآجال قصيرة، بأسعار فائدة تتحدد حسب مصدر هذه الأموال، ومتانة المركز المالي للمقرض وسمعته المالية.

ب– السوق الثانوي: وهي التي يجري فيها تبادل الإصدارات النقدية قصيرة الأجل التي سبق إصدارها في السوق الأولي بأسعار تتحدد حسب قانون العرض والطلب، ويعتبر السوق الثانوي أكثر أهمية من السوق الأولي لكونه يختص بعمليات الشراء والبيع فيما بين أطراف جديدة لم يجري التعامل معها في السوق الأولي، ويتكون سوق النقد الثانوي من سوقين فرعيين على حسب نوع العمليات التي تتم في كل منهما وهما: سوق الخصم وسوق القروض قصيرة الأجل[1].

– سوق الخصم: سوق الخصم هو السوق الذي يتم فيه خصم أدوات الائتمان قصيرة الأجل، ومن أهمها: الأوراق التجارية، القبولات المصرفية وأذونات الخزانة.

– سوق القروض قصيرة الأجل: وتشمل هذه القروض جميع أنواع القروض قصيرة الأجل التي تتراوح بين أسبوع واحد وسنة كاملة، ويكون أساسها من المشروعات والأفراد من جهة، والبنوك التجارية وبعض المؤسسات الاقراضية المتخصصة في منح الائتمان قصير الأجل من جهة أخرى.

هناك علاقة عكسية بين اتساع نطاق التعامل في سوق الخصم والحد الأدنى لفترة الاقتراض قصير الأجل، وتعتبر هذه الأسواق من وجهة نظر البنوك المركزية مهمة جدا كوسيلة للتأثير في احتياطيات البنوك التجارية، وكذلك في تأثيرها على مستويات أسعار الفائدة وكلها ضرورية في رسم السياسة النقدية[2].

3– السوق النقدية الدولية: هي أسواق تختص بعمليتي إقراض واقتراض العملات الأجنبية، وتتضمن رؤوس الأموال السائلة قصيرة الأجل من العملات الصعبة التي تحصل عليها المؤسسات والحكومات، وتتمثل هذه السوق في مختلف الصفقات التجارية والمالية والتي تتم بالعملات الصعبة خارج بلدان إصدارها، ويمكن أن تأخذ شكل ودائع لأجل أو في شكل أصول أو شهادات دين، ويقوم بهذا النشاط كل من البنوك التجارية والبنك المركزي والشركات متعددة الجنسيات وبعض الدول ذات الفوائض المالية.

ثامنا: أدوات السوق النقدية

يمكن التمييز بين العديد من الأدوات المستعملة في السوق النقدي وهي:

1– أذونات الخزينة: وهي أداة دين تصدر عن الخزينة العمومية ويقوم البنك المركزي بتسويقها للمستثمرين (أفراد وشركات)، فهي تشكل جزء من الدين العام للدولة، تتراوح فترة استحقاقها بين 3 شهور و6 شهور و12 شهرا.

[1] زكريا الدوري ويسرى السامرائي، مرجع سابق، ص. 84.

[2] المرجع السابق، ص. 85.

تحضى بثقة وسمعة عالية من قبل المستثمرين، كما أنها تتمتع بأسواق ثانوية نشطة لاسيما في الدول المتقدمة، تباع أذونات الخزينة بخصم عن القيمة الاسمية وبطريقة المزايدة العلنية، لحاملها الحق في الحصول على القيمة الاسمية المثبتة بشهادة الأذن عند الاستحقاق.

تتمتع أذونات الخزينة بأهمية اقتصادية ومالية في آن واحد، يمكن تحديدها بالآتي[1]:

- تمويل عجز الموازنة، وهي عبارة عن عملية اقراض من الجمهور للحكومة لتمويل أنشطتها؛
- تستخدم كأداة للتأثير على العرض النقدي، وبالتالي فهي تشكل وسيلة من وسائل السيطرة على التضخم النقدي؛
- تشكل قناة استثمارية للأموال الفائضة بشكل مؤقت لبعض الشركات غير المالية.

من جانب آخر فهي تتمتع بالعديد من المزايا[2]:

- خالية من المخاطرة كون الحكومة قادرة على تسديد قيمتها عند الاستحقاق؛
- ذات قابلية تسويقية عالية ويمكن تسييلها قبل الاستحقاق؛
- تباع بالمزايدة العلنية وبخصم عن القيمة الاسمية؛
- تصدر بانتظام وبفئات مختلفة وبمبالغ كبيرة وفقا لاحتياجات الدولة؛
- الدخل من أذونات الخزينة معفى من الضريبة.

2- الأوراق التجارية: الورقة التجارية عبارة عن تعهد غير مضمون بأصول مادية وتباع بخصم عن القيمة الاسمية، تصدره الشركات ذات المراكز الائتمانية والمالية من النوعية العالية، للمستثمر الحق في الحصول على القيمة الاسمية عند الاستحقاق.

مما سبق، يتضح أن الضمان للورقة التجارية هو الدرجة الائتمانية للجهة المصدرة، وفي بعض الحالات يتم تعزيز ضمانة الورقة التجارية من خلال تقديم بعض البنوك وبطلب من الجهة المصدرة، إلى تخصيص خطوط ائتمان لا تستخدم إلا في حالة عدم قدرة الجهة المصدرة عن تسديد قيمة الورقة التجارية عند الاستحقاق.

في الغالب تباع الأوراق التجارية بخصم عن القيمة الاسمية، عندها يحصل المستثمر على القيمة الاسمية عند الاستحقاق، ولكن هذا لا يمنع بعض الشركات من اصدار ورقة تجارية بسعر فائدة، كما أن استحقاق الورقة التجارية يتراوح بين 90 و270يوم.

---

[1] ارشد فؤاد التميمي، مرجع سابق، ص. ص. 62-63.

[2] المرجع السابق، ص. 63.

إن الغرض الأساسي لاصدار هذه الأوراق من قبل الشركات غير المالية هو تمويل الاحتياجات الموسمية، أو لتمويل رأس المال التشغيلي، والفئة الأكبر من المستثمرين في هذه الأوراق يتخذون شكل المستثمر المؤسسي لتوظيف الفائض النقدي من الأموال، وتشكل صناديق التقاعد والصناديق المشتركة وبعض المستثمرين الأفراد النسبة الأعلى لمبيعات هذه الأوراق في سوق النقد.

إذن، تتمتع الأوراق التجارية بالعديد من المزايا[1]:

– لا تكون مضمونة بأي أصل من أصول الشركة، حيث أن الضامن الأساسي للمتعاملين هو سمعة الشركة ومكانتها التي بفضلها تقبل البنوك سداد قيمة هذه الأوراق عند تاريخ الاستحقاق؛

– إن التزام البنوك التجارية بدفع قيمة هذه الأوراق يجعل مخاطر الاستثمار في تلك الأوراق محدودة جدا؛

– هذه الأوراق التجارية بطبيعتها المتميزة تساهم في خلق سوق ثاني لها.

3– القبولات المصرفية: وهي سندات مسحوبة على بنك من قبل عميل يطلب فيه من البنك أن يدفع لأمره أو لأمر شخص ثالث مبلغا محددا من المال في المستقبل في موعد محدد سلفا، وهذه السندات تكون لها قوة وضمان باعتبارها ورقة من الدرجة الأولى، وذلك لتعهد البنك بدفع قيمتها عند الاستحقاق في حالة عدم قدرة العميل على السداد[2].

يظهر القبول المصرفي هنا بمثابة ضمان للدين لصالح المستفيد، بخصوص دفع قيمة الأصل الذي أنشأ من أجله القبول المصرفي، لاسيما في مجال التجارة الخارجية، إذ تقدم البنوك خدمات القبول المصرفي مقابل عمولة لتشجيع التجارة ولتغطية عمليات التصدير والاستيراد. لذلك يتم ترتيب إصدار هذه القبولات لتغطي الوقت المطلوب لتهيئة البضاعة وشحنها. وعليه، تصدر هذه القبولات بفئات مختلفة، وتباع على أساس الخصم، إذا ما رغب المستفيد بعدم الاحتفاظ بها لغاية الاستحقاق، ويقوم بتقديم القبول لأحد البنوك المعتمدة وبموجب معدل خصم البنك المعتمد مع إضافة عمولة الخصم، ولكون أغلب القبولات تخصم لدى البنك، نجد أن أسواقها الثانوية ضعيفة وأقل تطورا[3].

4– شهادات الإيداع القابلة للتداول: هي عبارة عن وثيقة تصدرها البنوك تثبت حق العميل مقابل وديعة ثابتة بمبلغ معين وتاريخ استحقاق محدد تتراوح بين شهر و18 شهر، وبسعر فائدة محدد أو متغير، وبالتالي فهي لا تباع

[1] غازي فرح وعبد النافع الزرري، **الأسواق المالية**، دار وائل للنشر، الأردن، 2001، ص. 38.

[2] زكريا الدوري ويسرى السامرائي، مرجع سابق، ص. 84.

[3] ارشد فؤاد التميمي، مرجع سابق، ص. 78.

بخصم عن القيمة الاسمية، وتعد إحدى أهم أدوات سوق النقد وتصدر لحاملها لأجل تسهيل عملية تداولها بيعا وشراء، وتمنحه الحق في بيعها في السوق الثانوي، وتمنح هذه الشهادة مقابل مبلغ يتم إيداعه في البنك لفترة محددة، ويمكن إصدارها بقيم اسمية مختلفة ولفترات زمنية متفاوتة حسب طبيعة الاتفاق بين المستثمر والبنك. وتتميز هذه الأداة بارتفاع درجة سيولتها وانخفاض درجة المخاطر، وارتفاع العائد مقارنة بحسابات التوفير[1].

تعتبر شهادات الإيداع من أدوات الدين الحديثة نسبيا في أسواق النقد، إذ يرجع أول إصدار لها سنة 1960 من قبل البنوك الأمريكية، ثم توسعت العديد من المؤسسات المالية في إصدارها، وأصبحت في الوقت الحالي من أدوات المنافسة بين المؤسسات العاملة في سوق النقد للحصول على الأموال، لاسيما تلك الشهادات القابلة للتداول في الأسواق الثانوية، والجدير بالذكر أن هذه الشهادات كانت تصدر عن البنوك فقط، أما في الوقت الحالي فقد أصبحت تصدر أيضا من قبل مؤسسات مالية غير إيداعية نتيجة تحرير هذه المؤسسات من القيود.

هناك العديد من أنواع شهادات الإيداع أهمها:

أ- شهادات تصدرها البنوك المحلية وبالعملة المحلية وباستحقاق أقل من سنة، وتعد البنوك المركزية والبنوك التجارية الجهات الأكثر إصدارا لهذه الشهادات، وقد تصدر شهادات باستحقاق أكثر من سنة وبمعدلات فائدة أعلى تدفع مرتين في السنة؛

ب- شهادات إيداع بسعر فائدة عائم يتم تعديله على أساس سعر فائدة مرجعي إما يوميا أو أسبوعيا أو شهريا أو كل ثلاثة أو ستة شهور، وفي الغالب هذه الشهادات ذات استحقاق يتراوح بين 18 شهرا إلى 5 سنوات؛

ج- شهادات إيداع باليورو دولار، أول إصدار لها سنة 1966 وهي عبارة عن شهادات تصدر بالدولار الأمريكي في لندن من قبل البنوك الأمريكية والكندية والأوربية واليابانية؛

د- شهادات الإيداع بالدولار الأمريكي وتصدرها البنوك الأمريكية كما تصدرها بعض البنوك العربية.

لشهادات الإيداع عدة مزايا منها:

- مرونة عالية من حيث الاستحقاق ومعدلات الفائدة وتلائم جميع أذواق المستثمرين؛
- قابلية عالية للتداول في السوق الثانوية، أي يمكن تسييلها قبل تاريخ الاستحقاق؛
- تنوع إصداراتها سواء بحسب طلب الزبون أو إصدار تعلن للجمهور بفئات واستحقاقات ومعدلات فائدة مختلفة.

[1] دريد كامل آل شبيب، **الأسواق المالية والنقدية**، دار المسيرة للنشر والتوزيع، الأردن، 2012، ص. 172.

5- اتفاقيات إعادة الشراء: تمثل اتفاقيات إعادة الشراء أحد أساليب الاقتراض التي يلجأ إليها التجار المتخصصون في شراء وبيع الأوراق المالية، لتمويل مخزون إضافي من أوراق مالية سهلة التسويق، وذلك لليلة واحدة أو لأيام قليلة. وبمقتضى هذا الأسلوب يلجأ التاجر إلى أحد السماسرة المتخصصين في تلك الاتفاقيات ليبرم له اتفاقا مع أحد المستثمرين الذين يبحثون عن فرصة لإقراض أموال فائضة لديهم[1].

مما سبق يتضح أن اتفاقية إعادة الشراء عبارة عن عقد بيع أوراق مالية، يتعهد البائع بإعادة شرائها في تاريخ محدد وسعر محدد، يذكر في عقد الاتفاقية مسبقا.

التسمية الشائعة لهذه الاتفاقية في سوق النقد بالريبو، وهي بمثابة قروض مضمونة، عنصر الضمان يتمثل بالورقة المالية موضوع العقد، وهي إما أذونات خزينة أو سندات خزينة، أوراق مالية مدعومة برهونات عقارية، أوراق مالية مدعومة بالموجودات. سعر البيع يمثل قيمة القرض، كما أن سعر إعادة الشراء يمثل ضمنا قيمة القرض وفوائده، ولذلك الفرق بين سعر إعادة الشراء وسعر البيع يسمى بالهامش كونه منخفضا جدا مقارنة بكلفة الإقراض المصرفي، كما أن الاتفاقية تعد من الأدوات الجذابة من وجهة نظر الزبون لتوفير عنصر الضمان العالي والأجل القصير. هناك نوعين من اتفاقية الريبو: النوع الأول يسمى بالريبو ليوم واحد، والثاني يسمى بالريبو ذو الأجل كون استحقاق الاتفاقية يكون لأكثر من يوم واحد[2].

6- قرض فائض الاحتياطي الإلزامي: يمكن للبنوك التي يوجد لديها فائض في الاحتياطي الإلزامي أن تقرضه لبنوك أخرى تعاني من عجز فيه، ولا تعتبر تلك القروض أوراقا مالية ذلك أنها تتمثل في تعهد غير مكتوب مضمون من البنك المركزي أو مؤسسة النقد التي تدير ذلك الاحتياطي، يلتزم فيه البنك المقترض بسداد قيمة القرض مصحوبا بفائدة تتحدد وفقا لقانون العرض والطلب. وعلى الرغم من أن اقتراض تلك الأموال عادة ما يكون في حدود ليلة واحدة بهدف سد العجز في الاحتياطي الإلزامي، إلا أن الواقع قد أثبت أن تاريخ استحقاق تلك القروض قد يمتد لفترة أطول، وذلك عندما يضطر البنك لاقتراض تلك الأموال لاستخدامها في الاستثمار، وحينئذ يصبح لزاما عليه أن يطلب مد فترة القرض يوما بيوم، هذا ويؤدي البنك المركزي دور الوسيط بين البنوك المقرضة والبنوك المقترضة، كما يمكن أن يكون الاتصال مباشرا بينها أو بواسطة سمسار متخصص في هذا النوع من القروض[3].

---

[1] أحمد زكريا صيام، **مبادئ الاستثمار**، دار المناهج، الأردن، 1997، ص. 147.

[2] ارشد فؤاد التميمي، مرجع سابق، ص. 74.

[3] السيد متولي عبد القادر، **الأسواق المالية والنقدية في عالم متغير**، مرجع سابق، ص. 128.

7- قروض اليورو دولار: هي ودائع بالدولار الأمريكي لدى البنوك خارج الولايات المتحدة الأمريكية، أو في البنوك الأجنبية داخل الولايات المتحدة الأمريكية، وتستطيع البنوك الأمريكية الاقتراض من هذه الودائع من البنوك الأخرى غير الأمريكية، أو من فروع البنوك الأمريكية في الخارج عندما تحتاج إلى موارد مالية[1].

إذن، قروض اليورو دولار هي قروض قصيرة الأجل تمنح بالدولار الأمريكي خارج الولايات المتحدة الأمريكية في منطقة اليورو، مقابل سعر فائدة يحدد على أساس معدل اللايبور فيما بين البنوك العاملة في سوق لندن[2]. وفي العادة فإن الإيداع أو الإقراض باليورو دولار لا يقل عن المليون دولار للصفقة الواحدة.

لقد ساعد على تطوير عمليات سوق اليورو دولار العديد من العوامل منها[3]:

- الاتجاه المتزايد من قبل الدول نحو تخفيف القيود على حركة رؤوس الأموال وتحويل العملات بعضها إلى البعض الآخر؛

- عدم إخضاع الودائع بالعملات الأجنبية إلى متطلبات الاحتياطي الالزامي، التي يتم فرضها على ودائع البنوك التجارية بالعملة المحلية؛

- أن معظم الشركات الأوربية وغيرها من الشركات غير الأمريكية التي تحصل على أثمان صادراتها بالدولار، لا تقوم بتحويل حصيلة صادراتها إلى عملتها المحلية، وإنما تقوم باستثمار تلك الدولارات في شهادات إيداع باليورودولار لاستخدامها عند الحاجة لتسديد أثمان مستورداتها في المستقبل.

8- قروض السماسرة تحت الطلب: وهي عبارة عن تلك المبالغ التي تقرضها البنوك لسماسرة الأوراق المالية لتمويل مشتريات الزبائن من الأسهم والسندات بطريقة الهامش.

مما سبق، يتضح أن شركات السمسرة في بورصة الأوراق المالية تقوم بعملية استخدام الرفع المالي لتنفيذ عمليات التداول بالهامش لصالح المتعاملين في البورصة، إذ يقوم السمسار باقتراض ذلك الجزء من قيمة الصفقة المراد تمويلها من قبله من طرف أحد البنوك، وتكون الأموال المقترضة تحت الطلب، لذلك تسمى بالقروض تحت الطلب، ويتفق السمسار مع البنك المعني بإعادة القرض مباشرة عند طلبه من قبل البنك[4].

---

[1] اسماعيل أحمد الشناوي وعبد المنعم مبارك، **اقتصاديات النقود والبنوك والأسواق المالية**، الدار الجامعية، مصر، 2002، ص. 128.

[2] بن ابراهيم الغالي وبن ضيف محمد عدنان، مرجع سابق، ص. 47.

[3] فليح حسن خلف، **الأسواق المالية والنقدية**، جدارا للكتاب العالمي، الأردن، 2006، ص. 297.

[4] ارشد فؤاد التميمي، مرجع سابق، ص. 81.

الفصل التاسع:

سوق رأس المال

الأهداف التعليمية:

- يتمكّن الطالب من التحديد الدقيق لمفهوم سوق رأس المال.
- التعرّف على أهم الوظائف التي يؤديها سوق رأس المال.
- تمكين الطالب من التعرف على أهمية سوق رأس المال.
- يتمكّن الطالب من التعرّف على الخصائص الأساسية المميّزة لسوق رأس المال.
- معرفة التقسيمات الأساسية لسوق رأس المال.
- يتمكّن الطالب من معرفة متطلبات إنشاء سوق رأس المال.
- يتمكن الطالب من التعرف على إجراءات التعامل في سوق رأس المال (الأوامر، التسعير، تسوية الصفقات)

محتوى الفصل:

أولا: تعريف سوق رأس المال

ثانيا: وظائف سوق رأس المال

ثالثا: أهمية سوق رأس المال

رابعا: خصائص سوق رأس المال

خامسا: تقسيم سوق رأس المال

سادسا: متطلبات إنشاء سوق رأس المال

سابعا: إجراءات التعامل في سوق الأوراق المالية

تمهيد:

تؤدي سوق رأس المال دورا حيويا في تطوير ونمو عموم منظمات الأعمال العاملة في الاقتصاد، كونها الاطار الذي من خلاله تتدفق الأموال طويلة الأجل من وحدات الفائض المالي إلى وحدات العجز المالي.

أولا: تعريف سوق رأس المال

يمثل سوق رأس المال المكون الثاني من مكونات سوق المال، ويعرف بأنه السوق الذي يتم التعامل فيه بالأدوات المالية متوسطة وطويلة الأجل، وسواء كانت هذه الأدوات تعبر عن دين كالسندات أو تعبر عن ملكية مثل الأسهم، وسواء كان البيع لهذه الأوراق للمرة الأولى أم تداولها بعد إصدارها[1].

كما تعرف أيضا بأنها السوق التي تتعامل بالأوراق المالية من أسهم وسندات، وقد تكون منظمة أو غير منظمة، ففي الأولى تتم صفقات بيع وشراء الأوراق المالية في مكان جغرافي واحد معين يعرف بالبورصة، أما السوق غير المنظم فيتكون من عدد من التجار والسماسرة يباشر كل منهم نشاطه في مقره ويتصلون بعضهم البعض بواسطة الحاسوب، كما أن هذه الأسواق قد تكون محلية أو عالمية ففي الأولى تتداول الأوراق المالية للمنشآت والهيئات المحلية، أما الثانية فتتسع لوجود المستثمرين الأجانب، وتتداول فيها أوراق مالية لمنشآت وهيئات من دول أجنبية[2].

كما تعرف أيضا بأنها الاطار الذي من خلاله تلتقي الوحدات الاستثمارية مع وحدات الادخار وذوي الفوائض المالية لعقد الصفقات طويلة الأجل، سواء من خلال الاكتتاب الأولي للأداة المالية، أو من خلال عمليات المتاجرة بأدوات السوق. إن السمة المميزة لهذه الأسواق هي المخاطرة العالية كون أدواتها ذات استحقاق لأكثر من سنة. وعليه، فإن المستثمر يعطي الأولوية لعملية المبادلة بين العائد والمخاطرة مقارنة بسوق النقد، بمعنى أن المستثمر يطلب عائدا أعلى على الأدوات المالية ذات المخاطرة الأعلى[3].

انطلاقا مما سبق، يعرف سوق رأس المال بأنه السوق الذي يتم فيه إصدار وتبادل الأدوات المالية متوسطة وطويلة الأجل التي تزيد مدة استحقاقها عن سنة مثل الأسهم والسندات. فهي أسواق للأموال متوسطة وطويلة الأجل، ومن خلالها يتم تمويل الوحدات الاقتصادية في المجتمع باحتياجاتها المالية متوسطة وطويلة الأجل.

---

[1] السيد متولي عبد القادر، **الأسواق المالية والنقدية في عالم متغير**، مرجع سابق، ص. 130.

[2] ضياء مجيد موسوي، **البورصات: أسواق المال وأدواتها**، مؤسسة شباب الجامعة، مصر، 2005، ص. 6.

[3] ارشد فؤاد التميمي، مرجع سابق، ص. 92.

ثانيا: وظائف سوق رأس المال

وجدت سوق رأس المال من أجل الربط بين أصحاب الفائض المالي وأصحاب العجز المالي، ولم تقتصر على هذه المهمة بل تعددت وظائفها إلى[1]:

1- إيجاد سوق دائمة ومستمرة وحرة: تعتبر سوق رأس المال سوقا مستمرة يتم العمل من خلالها على الأوراق المالية، بحيث تمكن جمهور المتعاملين من شراء وبيع الأوراق المالية طلبا للربح أو للاستثمار، حيث يكون في وسع المتعامل في أي وقت تسييل أصوله المادية ومن جهة المستثمر وجود سوق لطلب الأموال، وتتحقق في هذه السوق المنافسة الحرة حيث تتحدد فيها الأسعار وفقا لقانون العرض والطلب، وتكون الأسواق حرة ومفتوحة لجميع المستثمرين دون النظر إلى مراكزهم المالية.

2- ضخ الأموال في دائرة الاقتصاد: إن قيام أصحاب الفائض بالاكتتاب في أسهم شركة جديدة أو شراء كمية من السندات التي تصدر عن بعض الشركات هو إضافة مصادر تمويل جديدة للسوق، حيث لا يستطيع المستثمر سحب أمواله من السوق إلا إذا حل محله مستثمر آخر وقام بشراء هذه الأدوات، وهذا يدل أن الأموال تبقى في السوق ولا تخرج منه إلا إذا تم تصفية هذه الشركة أو تم استحقاق دين الورقة، كما أن عملية بيع الورقة وتحويلها إلى أموال يفتح أبواب مجالات استثمار جديدة وذلك بضخ تلك الأموال في مجالات استثمار أخرى.

3- تعبئة المدخرات السائلة وتوجيهها نحو المشاريع: تحول سوق رأس المال مدخرات الأفراد إلى استثمارات، وتتيح هذه الاستثمارات التمويل اللازم لتمكين مشاريع الأعمال والحكومة من إنتاج السلع والخدمات التي يحتاجها الفرد، ويتم تشجيع المدخرات نحو الاستثمار المالي بعدة أساليب منها: عن طريق الاكتتابات المقسطة، أو ضمان حد أدنى من الأرباح والفوائد، نشر الوعي الاستثماري في الأدوات المالية إضافة إلى ذلك تسهيل استثمار رؤوس الأموال في هذه السوق. وتظهر هذه السهولة في إمكانية استثمار أي مبلغ مالي صغير أو كبير، ولأي مدة طالت أو قصرت، ولا يحتاج ذلك إلى خبرات مالية عالية ويتيح الفرصة لتنويع الاستثمار، فيمكن توزيع رأس المال على عدة مجالات، وذلك بشراء أسهم لشركات صناعية وأخرى زراعية وغيرها من مجالات الاستثمار.

4- أداة لتقييم الأداء الاقتصادي للشركات: إن الشركات والمؤسسات المسجلة في هذه السوق هي تلك التي استوفت عددا من الشروط المحددة في التنظيمات والقوانين الساري العمل بها، ومن بينها مطالبة هذه المؤسسات

[1] بن ابراهيم الغالي وبن ضيف محمد عدنان، مرجع سابق، ص.ص. 98-100.

بالافصاح عن نشاطها وقوائمها المالية ورقم أعمالها بصفة دورية، إلى غير ذلك من المعلومات التي تساعد على تقييم أداء هذه الشركات.

5- مؤشر الأحوال الاقتصادية: تعبر سوق رأس المال عما يحدث في الاقتصاد، الأمر الذي يعطي الادارة الاقتصادية في البلاد الفرصة لاتخاذ أي اجراءات تصحيحية بهدف معالجة أي خلل اقتصادي، فعند انخفاض الأسعار يعتبر مؤشرا لاحتمال تعرض البلاد لموجة من الكساد، كما يبدي المحللون الاقتصاديون وجهات نظرهم بشأن الحالة وبشأن الترتيبات المقترحة لمواجهتها، ومن خلالها نستطيع أن نعرف معدلات الاستثمار والادخار، وتستطيع الدولة إتخاذ قرارات من أجل السياسات النقدية والمالية لتحقيق الاستقرار فيها.

6- أداة للتحوط من المخاطر: يستفيد من سوق رأس المال التجار والصناع والمزارعين، حيث يتمكن كل واحد منهم من التأمين على مركزه ضد تقلبات الأسعار بفضل عملية التغطية، وذلك بدخوله في عمليات تتم في أسواق مخصصة لذلك.

7- بيع الحقوق وشراؤها: فعن طريق هذه السوق يستطيع المستثمر الانسحاب من الشركة وذلك ببيع حقه في الشركة في هذه السوق، دون المساس بأصل الثروة المتمثلة في أصول المشروع من أراض ومبان وغيرها من المعدات.

8- المساهمة في تمويل خطط التنمية: عن طريق طرح أوراق مالية حكومية في تلك السوق وذلك من أجل سداد نفقاتها المتزايدة وتمويل مشروعات التنمية، أو من أجل تحقيق سياسة اقتصادية معينة (طرح أدوات في السوق من أجل امتصاص السيولة).

ثالثا: أهمية سوق رأس المال

تكمن فيما يلي[1]:

- سهولة الحصول على الأموال بالنسبة للمؤسسات الاقتصادية المقيدة في السوق؛
- سهولة عملية الربط بين أصحاب الفوائض وأصحاب العجز؛
- سهولة تسييل الأوراق المالية التي يحوزها المستثمر؛
- استقطاب الأموال الأجنبية للاستثمار المحلي؛
- تسهيل توزيع المدخرات على مختلف المشاريع الاقتصادية وتنشيط كافة قطاعات النشاط الاقتصادي؛

[1] المرجع السابق، ص. ص. 100-101.

– تجنب الآثار التضخمية؛ إذ لو قامت البنوك المحلية بعمليات التمويل لأدى ذلك إلى زيادة كبيرة في حجم الائتمان وبالتالي إحداث موجة تضخمية؛

– الزيادة من حيوية المشروعات للوصول إلى الشروط اللازمة لدخوله إلى هذا السوق؛

– كما تبرز أهميتها بالنسبة إلى الدولة بأنها أداة اقتصادية تضبط بها السير الحسن للاقتصاد.

رابعا: خصائص سوق رأس المال

من أهم خصائص سوق رأس المال ما يلي[1]:

– يرتبط سوق رأس المال بالأوراق المالية طويلة الأجل؛

– له دور فعال في تمويل المشروعات الانتاجية طويلة الأجل؛

– سوق رأس المال أكثر تنظيما من الأسواق الأخرى لأن المتعاملين به من الوكلاء المتخصصين؛

– الاستثمار في سوق رأس المال أكثر مخاطرة من السوق النقدي وأقل سيولة أيضا؛

– العوائد مرتفعة نسبيا في سوق رأس المال مقارنة مع الاستثمار في الأسواق الأخرى؛

– يشترط توفر سوق ثانوي يتم تداول أدوات الاستثمار المختلفة فيه وذلك لتنشيط الاستثمار في سوق رأس المال.

خامسا: تقسيم سوق رأس المال

تنقسم أسواق رأس المال إلى عدة أنواع تبعا للمعيار المعتمد للتقسيم، ووفقا لمعيار الزمن تقسم أسواق رأس المال إلى أسواق حاضرة (فورية) وأسواق آجلة، علما أن الأسواق الفورية تنقسم بدورها إلى قسمين هما السوق الأولية (الاصدار) والسوق الثانوية (التداول)، والتي تنقسم هي الأخرى إلى قسمين أسواق منظمة وأسواق غير منظمة.

1– أسواق حاضرة (فورية): هي عبارة عن الأسواق التي تتعامل بالأوراق المالية طويلة الأجل مثل الأسهم والسندات بأنواعها، على أن يتم التعاقد على الأوراق المالية وتسليمها واستيلامها وقبض ثمنها فورا. تنقسم السوق الفورية أو ما يطلق عليه بسوق الأوراق المالية إلى ما يلي:

[1] أنس بكري ووليد الصافي، **الأسواق المالية والدولية**، دار المستقبل، الأردن، 2009، ص. 32.

أ- السوق الأولية: تمثل سوق الاصدارات الجديدة التي تسوق من خلالها الأدوات المالية لأول مرة، سواء لتمويل مشروعات جديدة أو التوسع في مشروعات قائمة بزيادة رأسمالها، فهي أسواق تتجمع فيها المدخرات لتحويلها إلى استثمارات جديدة لم تكن موجودة من قبل، ومن خلالها يمكن للوحدات الاقتصادية التي تحتاج إلى أموال إصدار عدد من الأوراق المالية وطرحها للاكتتاب، مع الترويج لها من خلال منشآت مالية مصرح لها بالترويج مثل البنوك، وشركات الترويج وتغطية الاكتتابات التي يتمثل نشاطها في ضمان تلقي الإكتتابات في الأوراق المالية التي تصدرها الشركات والجهات الأخرى، والترويج والتسويق لتلك الأوراق وتغطية الاكتتابات فيها[1]. يتم التعامل في سوق الاصدارات الجديدة عن طريق ما يسمى بالاكتتاب، وتشمل هذه السوق على[2]:

- الاكتتاب في شركات تحت التأسيس تطرح أسهمها للاكتتاب لأول مرة؛

- الاكتتاب في زيادة رأسمال شركات قائمة بالفعل من شركات الاكتتاب العام، أو بإصدار سندات بغرض زيادة الموارد المالية للوفاء باحتياجات استثمارية مطلوبة، وهذا يمثل بديلا للاقتراض من الجهاز المصرفي أو مكملا له؛

- الاكتتاب في زيادة رأسمال شركات قائمة بالفعل من شركات الاكتتاب المغلق، وفي هذه الحالة يقتصر الاكتتاب على المؤسسين والمساهمين القائمين في الشركة.

➢ **خصائص السوق الأولية:** تتصف بما يلي[3]:

- تبرم العقود في السوق الأولية مباشرة بين مصدري الأوراق المالية وبين مشتري الأوراق المالية من المقرضين أو المساهمين، وعلى ذلك فالعلاقات التي تنشأ في هذه السوق تمثل علاقة مقرض بمقترض أو شريك بشريكه، وهذا بخلاف السوق الثانوية حيث تبرم العقود بين مشتري الورقة من السوق الأولية وبين المشتري الجديد، أو بين هذا المشتري الجديد ومشترٍ جديد آخر وهكذا؛

- تحصل الشركة المصدرة للأوراق المالية على احتياجاتها من الأموال ببيع الأوراق المالية التي أصدرتها، وإذا تم بيع هذه الورقة مرة أو مرات أخرى (في السوق الثانوية) فلا تحصل الشركة المصدرة للورقة على أي شيء.

لذلك فالسوق الأولية تمثل سوق الاستثمار الحقيقي بينما السوق الثانوية فتمثل سوق الاستثمار غير الحقيقي.

---

[1] عبد الكريم أحمد قندوز، **المشتقات المالية**، الوراق للنشر والتوزيع، الأردن، 2014، ص. ص. 33-34.

[2] السيد متولي عبد القادر، **الأسواق النقدية والمالية في عالم متغير**، مرجع سابق، ص. ص. 130-131.

[3] المرجع السابق، ص. 131.

➢ **طرق تصريف الأوراق المالية في السوق الأولية:** تتم على طريقتين هما[1]:

– مباشرة: عندما تبيع الشركة المصدرة الأسهم والسندات والأوراق المالية المصدرة للجمهور مباشرة وهو ما يعرف باللجوء العلني للإدخار، وعادة ما تمتاز مثل هذه العمليات بارتفاع تكاليفها.

– غير مباشرة: وتتم ببيع تلك الأسهم والسندات بالجملة إلى وسيط عادة يكون مؤسسة مالية متخصصة كبنوك الاستثمار، ويقوم بعد ذلك الوسيط ببيعها للجمهور والمؤسسات التي ترغب في الاستثمار في تلك الأوراق، وعادة ما تكون التكاليف الخاصة بهذه العملية أقل من سابقتها.

وهنا نجد ثلاثة طرق لتصريف الأوراق المالية المصدرة وهي[2]:

النوع الأول: ضمان تغطية الاكتتاب

وفقا لهذا النوع فإن بنك الاستثمار يضمن ويؤمن للشركة المصدرة للأوراق المالية تصريف كل كمية الاصدار، والطرق المتاحة لبنك الاستثمار هي:

– إما أن يقوم بشراء الأوراق المالية بسعر يقل عن سعر بيع الورقة الذي يتم الاتفاق عليه، ثم يقوم ببيع هذه الأوراق بالسعر المتفق عليه ويحصل بنك الاستثمار على ربح من الفرق بين السعرين؛

– وإما أن يقوم بنك الاستثمار بضمان بيع كل كمية الاصدار (وإذا لم يتمكن من البيع يشتري هو الباقي) مقابل عمولة نسبتها تتراوح بين 10% إلى 15% من قيمة الاصدار؛

– بيع الأوراق المالية لعدد كبير ونوعيات مختلفة من المستثمرين في وقت قصير.

النوع الثاني: طريقة بذل أقصى جهد ممكن

حيث أن بنك الاستثمار لا يضمن للشركة المصدرة تصريف كل كمية الاصدار، فإذا لم يتمكن بنك الاستثمار من بيع كل كمية الاصدار فإنه يقوم بردها إلى الشركة المصدرة.

النوع الثالث:الترتيبات الخاصة

وطبقا لهذه الطريقة يرتب بنك الاستثمار أمر بيع الاصدار الجديد إلى مستثمرين محددين كشركات التأمين مثلا، ويتقاضى البنك مقابل أتعاب نظير إجراء هذه الترتيبات.

عندما يتم إصدار كميات قليلة من الأوراق المالية أو عند عدم وجود مؤسسات متخصصة (بنوك الاستثمار) يوكل أمر تصريف هذه الأوراق إلى البنوك التجارية، والتي يقتصر دورها على عرض الأوراق المصدرة

[1] محفوظ جبار، **أسواق رؤوس الأموال: الهياكل، الأدوات والاستراتيجيات**، مرجع سابق، ص. 554.

[2] السيد متولي عبد القادر، **الأسواق المالية والنقدية في عالم متغير**، مرجع سابق، ص. ص. 133–134.

للاكتتاب العام وتلقي طلبات الاكتتاب وتلقي حصيلته، وذلك مقابل عمولة تتحدد نسبتها من القيمة الاسمية للاكتتاب أو بمبلغ محدد من كل سهم.

➢ **طرق طرح الأوراق المالية للتداول في السوق الأولية:** يتم طرح الأوراق المالية للتداول لأول مرة من خلال طريقتين هما:

– الطرح العام الأولي: يقصد بالطرح العام الأولي عملية الاصدار الجديدة للورقة المالية وطرحها للاكتتاب العام للجمهور. يتم اللجوء إلى مثل هذا الطرح عند تأسيس شركات المساهمة أو تحويل الصيغة القانونية للشركة إلى شركة مساهمة، وذلك من خلال طرح الأسهم العادية للاكتتاب بها من قبل المستثمرين دون استثناء. يحقق الطرح العام مزايا عديدة يمكن إيجازها بالآتي[1]:

– توسيع قاعدة رأس المال وإمكانية الوصول إلى مصادر التمويل المختلفة في المستقبل؛

– إمكانية تحسين الصورة المؤسسية للشركة عبر إلزامية الافصاح وتعزيز الثقة بالجمهور؛

– يحقق للمؤسسين مكاسب من خلال تنويع محافظهم الاستثمارية وعدم تركيزها؛

– مرونة أكبر في تسويق وتوزيع الاصدارات الجديدة؛

– تحقيق مكاسب لفريق الادارة والعاملين من خلال خطط خيارات الأسهم وبشكل قد ينعكس على سعر السهم، وضمان الأداء المشترك للشركة.

ومقابل هذه المزايا قد يشكل الطرح العام الأولي عبء مالي كبير على الشركة من خلال تكلفة الاصدار، ومتطلبات الافصاح والابلاغ عن المعلومات الذي قد يفقد الشركة مكانتها التنافسية أمام الشركات الأخرى التي ترغب في طرح أسهم جديدة.

– الطرح الخاص: يقصد بالطرح (الاكتتاب) الخاص عملية بيع الاصدارات الجديدة من الأوراق المالية إلى أطراف محددة من المؤسسات المالية والأفراد الأغنياء وبموجب صفقات خاصة. وتكون عملية الاكتتاب مستثناة من شرط التسجيل في هيئة الأوراق المالية وكما هو الحال في الطرح العام الأولي، وبذلك تستطيع الشركة المصدرة أن تخفض تكاليف الاصدار، وأن تتجنب إعداد بيان التسجيل الذي تتطلبه عملية الطرح العام، ومن جانب آخر هذا النوع من الاكتتاب يناسب الاصدارات الصغيرة إذا كانت أسهم وأكثر تناسبا إذا كانت سندات، ونتيجة لذلك تفقد الورقة المالية جزء من مرونتها في التسييل. وعليه، فالمستثمر يدفع سعر منخفض عند الاصدار.

[1] ارشد فؤاد التميمي، مرجع سابق، ص.97.

وطالما أن الاصدار في حالة الاكتتاب الخاص معفية من شروط التسجيل، لذا فهي غير ملزمة بعمليات الافصاح والابلاغ عن المعلومات، وبذلك تستطيع الشركة أن تتجنب الانكشاف على الشركات المنافسة التي تنوي إصدار أوراق جديدة كما تحمي أنشطتها التشغيلية والمحافظة على السرية[1].

ب– السوق الثانوية: هي ذلك الجزء من السوق المالية الذي يتم فيه تداول الأوراق المالية التي سبق إصدارها، لهذا تعرف هذه السوق بسوق التداول أو الاصدارات القديمة[2]، فمحلها استثمار قائم من قبل وليس استثمارا جديدا، ومن خلال هذه الأسواق يستطيع المستثمرون والمدخرون التحول بسهولة من الأصول النقدية إلى الأصول الحقيقية والعكس. إذن، عن طريق السوق الثانوية تتحقق آلية العرض والطلب على الورقة المالية من خلال الأوامر المتدفقة من الزبائن إلى الوسطاء والسماسرة، والذين من خلالهم وبوجودهم تتحقق عملية صناعة السوق.

يتمثل الفرق الأساسي بين السوق الثانوية والسوق الأولية في أن الأموال تتدفق من المشتري إلى البائع، وليس هناك علاقة مباشرة مع مصدر الورقة المالية، لذلك هذه السوق توفر حرية التصرف في تحويل الورقة المالية طبقا للأسعار المقبولة من قبل البائع والمشتري، ومثل هذه الخاصية تكسب السوق الثانوية صفة الأسواق المستمرة؛ والتي تعني أن الأسعار تتحدد يوميا من خلال تدفق الأوامر من المشتري إلى البائع عبر الوسطاء والسماسرة.

أهمية السوق تتجلى من خلال كونها تضفي صفة العمق والاتساع للورقة المالية وتوفر المرونة النسبية في تسييلها، هذا بجانب كفاءة وفاعلية السوق تحقق القيمة العادلة للورقة المالية، إضافة إلى أن هذه الأسواق توفر معلومات منتظمة تمكن المستثمرين من الكشف عن الأسعار المناسبة والمقبولة من قبلهم، وهي بذلك تساهم في تخفيض تكاليف البحث عن الأصول المالية[3].

تولد الأسواق الثانوية تأثيرات مختلفة على الأسواق الأولية يمكن إجمالها فيما يلي:

– تجعل من الأسهم والسندات أكثر سيولة فتخدم الأسواق الأولية في خلق السيولة الضرورية للاستثمارات الجديدة، وبذلك تزيد رغبة المشترين عند الاصدار في الأسواق الأولية؛

– أن المشترين للأدوات المالية في الأسواق الأولية لا يدفعون عادة أسعارا أعلى من الأسعار السائدة في الأسواق الثانوية، فتتزايد رؤوس أموال المنشآت المصدرة من خلال الوضع الملائم في الأسواق الثانوية، ذلك أن الظروف

[1] المرجع السابق، ص. 100.

[2] محفوظ جبار، **أسواق رؤوس الأموال: الهياكل، الأدوات والاستراتيجيات**، مرجع سابق، ص. 555.

[3] ارشد فؤاد التميمي، مرجع سابق، ص. ص. 99-100.

السائدة في الأسواق الأخيرة تعكس قدرات المنشآت المعنية على إصدار الأدوات في الأسواق الأولية. وفيما يلي جدول يظهر أهم الفروق بين السوقين الأولية والثانوية.

جدول رقم (6): الفرق بين السوقين الأولية والثانوية

معيار التفرقة	السوق الأولية	السوق الثانوية
الوظيفة الأساسية	إصدار الأوراق المالية	تداول الأوراق المالية
الدوام	ظرفية، محددة بفترة الاكتتاب	مستمرة طوال السنة
المتعاملون	المؤسسات، الدولة، الجمهور والمؤسسات المالية، صناديق الاستثمار، شركات الادخار...	المؤسسات المالية، الجمهور، صناديق الاستثمار، شركات الادخار...
الأهمية بالنسبة للمستثمر	توظيف الادخار	توظيف الادخار وإمكانية تنويع المحفظة المالية.
طبيعة الاصدارات	الاصدارات الجديدة	الاصدارات القديمة
المؤسسات المرخصة لجمع الأموال	الدولة (الخزينة العمومية)، الشركات، البنوك، صناديق الادخار والاستثمار، صناع السوق، البريد،...	

المصدر: جبار محفوظ، **أسواق رؤوس الأموال: الهياكل، الأدوات والاستراتيجيات**، الجزء الثاني، دار الهدى، الجزائر، 2011، ص. 557.

➢ **خصائص السوق الثانوية**: تتميز السوق الثانوية بما يلي[1]:

– يمكن لحامل السند في السوق الثانوية أن يبيع دينه أو جزء منه لمستثمر آخر ببيع السند أو جزء منه، كما يمكن للشريك الذي ساهم في الشركة أن يبيع نصيبه أو جزء منه إلى مستثمر آخر ببيع السهم أو جزء منه؛

– لا تمثل السوق الثانوية سوق للمتاجرة فقط، ولكن يمكن لبعض المتعاملين أن يشتروا الأوراق المالية لا بغرض الاحتفاظ بها ولكن بغرض إعادة بيعها عند ارتفاع سعرها، والاستفادة من الفروق بين سعر البيع وسعر الشراء؛

– يتم تداول الأسهم بطريق القيد في سجلات الشركة إذا كانت تحمل اسم المساهم (أسهم اسمية)، أو عن طريق التسليم إذا كانت لحامله، وكذلك يتم تداول السندات؛

– الاستثمار في السوق المالية لا يمثل استثمارا حقيقيا، حيث أنه عبارة عن انتقال للملكية من مستثمر إلى آخر دون أن تستفيد الشركة مصدرة الورقة. تستفيد الشركة مصدرة الورقة المالية من التعامل على أوراقها في المجالات التالية:

[1] السيد متولي عبد القادر، **الأسواق المالية والنقدية في عالم متغير**، مرجع سابق، ص. 137.

– الاعلان الدائم عن اسم الشركة مما يحقق للشركة المصدرة شهرة، وما تحدثه من تأثير إيجابي على مبيعات الشركة؛

– التعرف على المركز المالي للشركة بشكل مستمر، مما يسهل حصولها على التمويل التجاري أو الائتمان المصرفي أو حصولها على القروض طويلة الأجل.

– تعتبر السوق الثانوية سوق مستمرة حيث يمكن بيع الأوراق المالية في أي وقت.

➢ **أنواع السوق الثانوية:** تنقسم السوق الثانوية إلى أسواق منظمة وأسواق غير منظمة.

الأسواق المنظمة: تعد السوق المالية المنظمة من أهم أصناف السوق الثانوي وتدعى بالبورصات، وهي أسواق تخضع للقوانين والقواعد التي تضعها الجهات الرقابية وتتداول فيها عادة الأوراق المالية المسجلة، والتي تتحدد أسعارها من خلال المزاد لأن التعامل يجري في مكان محدد، هذا مع وجود شروط لتسجيل الأسهم في البورصة تتعلق بأرباح الشركة وحجم أصولها، والحصة المتاحة للجمهور من خلال الاكتتاب العام، وبمجرد استيفاء الشركة لتلك الشروط فإنها تحصل على موافقة لجنة الأوراق المالية بالبورصة، كما يتعين عليها نشر تقارير مالية ربع سنوية بجانب الحسابات الختامية السنوية[1].

تعرف البورصة بأنها مكان اجتماع تجرى فيه المعاملات في ساعات محددة مسبقا بالنسبة للأوراق المالية، عن طريق سماسرة محترفون ويتم التعامل بصورة علنية، وبالتالي توفر هذه السوق قدرا كبيرا من السيولة ينتفع منها في أصول استثمارية أخرى[2].

كما تعرف أيضا بأنها السوق التي تجمع بائعي الأوراق المالية طويلة الأجل بمشتريها، وذلك بغض النظر عن الوسيلة التي يتحقق من خلالها هذا الجمع أو المكان الذي يتم فيه، بشرط توافر قنوات اتصال فعالة بين المتعاملين في السوق من سماسرة محترفين ومؤهلين ومتخصصين في هذا النوع من المعاملات، بحيث تكون الأسعار السائدة في أية لحظة زمنية معينة هي واحدة بالنسبة لأي ورقة مالية متداولة[3].

تتصف سوق الأوراق المالية الثانوية بالخصائص التالية[4]:

– يوجد لها مكان محدد لبيع وشراء الأوراق المالية؛

– توجد بها اجراءات محددة لتداول الأوراق المالية؛

---

[1] صلاح السيد جودة، **بورصة الأوراق المالية**، مكتبة ومطبعة الإشعاع الفنية، مصر، 2000، ص. 23.

[2] سالم صلال راهي الحسناوي، **الاستثمار والتمويل في الأسواق المالية**، مؤسسة دار الصادق الثقافية، مصر، 2017، ص.ص. 63.

[3] محمد الصيرفي، **البورصات**، دار الفكر الجامعي، مصر، 2006، ص. 51.

[4] السيد متولي عبد القادر، **الأسواق المالية والنقدية في عالم متغير**، مرجع سابق، ص. 138.

– يتم تسجيل الأوراق المالية في هذه السوق وفقا لقواعد معينة، ويرجع ذلك إلى أن سوق الأوراق المالية هي الجهة المنوط بها إصدار شهادات نقل ملكيات الأسهم، والتي بموجبها يتم تعديل سجل المساهمين لدى شركة المساهمة المصدرة للأسهم.

مما سبق، يمكن توضيح شروط تكوين سوق مالية منظمة[1]:

– يجب أن يكون الهدف النهائي لجمع المدخرات هو استثمارها؛

– تمكين المستثمرين من الحصول على عوائد من خلال القدرة على رفع العوائد؛

– توفير وسائل الإعلام وتنويعها؛

– إستقرار وحدة النقد والسيطرة على التضخم لجلب رؤوس الأموال.

الأسواق غير المنظمة: الأسواق غير المنظمة هي تلك المعاملات التي تجرى خارج السوق المنظمة، فليس هناك مكان محدد لإجراء التعامل والذي يكون في بيوت السمسرة، إذ يتم من خلال شبكة إتصال قوية تربط بين السماسرة والتجار المستثمرين. تتعامل الأسواق غير المنظمة في الأوراق غير المقيدة فيها، وهذا لا يمنع من التعامل في الأوراق المقيدة كالسندات الحكومية، ويتحدد سعر الورقة بالتفاوض.

من أهم الخصائص التي تتميز بها هذه الأسواق ما يلي[2]:

– سرعة إجراء العمليات وتطور وسائل الاتصال وتحليل المعلومات؛

– تعد أكبر حجم من حيث المعاملات وبساطة التعاقد لتنفيذ العمليات، وهي بذلك تكون منافسة للسوق المنظمة؛

– تتعامل في الأوراق المالية غير المقيدة لشركات غير مدرجة في تلك الأسواق؛

– يعد السماسرة المتخصصون في السوق المالية صناع السوق، أما في السوق غير المنظمة فإن كل فئة تتعامل فيها بمثابة صانعة السوق؛

– يتطلب التعامل في هذه السوق خبرة وكفاءة عالية للمتعاملين فيه للقيام بعمليات البيع والشراء؛

تتضمن السوق غير المنظمة أربعة أسواق هي:

- **السوق الأول:** وهي سوق تتكون من السماسرة العاملين بالسوق المنظمة؛
- **السوق الثاني:** تشمل السماسرة غير الأعضاء في السوق، ولكن لهم الحق في التعامل في الأوراق المالية؛

[1] سالم صلال راهي الحسناوي، مرجع سابق، ص.ص. 63-64.

[2] المرجع السابق، ص. 64.

- **السوق الثالث:** تشمل بيوت السمسرة من غير الأعضاء في الأسواق المنظمة وإن كان لهم الحق في التعامل بالأوراق المالية المسجلة في تلك الأسواق، وهذه البيوت هي أسواق مستمرة على استعداد دائم لشراء أو بيع تلك الأوراق وبأي كمية مهما كانت، فهي تعتبر بهذا الشكل من المنافسين للمتخصصين أعضاء السوق المنظمة، والعملاء لهذه السوق هم المؤسسات الاستثمارية الكبيرة غالبا.
- **السوق الرابع:** تتشابه مع السوق الثالث، يتم التعامل فيها عن طريق الاتصال المباشر بين المؤسسات الاستثمارية وبين الأفراد دون وساطة أعضاء بيوت السمسرة من خلال شبكة إتصال قوية. ومن أهم أسباب وجود هذه السوق هو الحد من العمولات التي تدفع للسماسرة، إلا أنه قد يستعان بوسيط لإتمام الصفقة، إذ أن أتعاب الوسيط تكون أقل بكثير من عمولة السمسرة، ويتم التعامل في تلك السوق بجميع الأوراق المالية المقيدة وغير المقيدة.

يؤخذ على السوق غير المنظمة عدم وجود آليات للحد من التدهور أو الارتفاع الحاد في الأسعار، والذي قد يحدث نتيجة غياب مؤقت في التوازن بين العرض والطلب، على عكس الأسواق المنظمة أين تتدخل إدارة البورصة لإيقاف التعامل في ورقة مالية معينة على أمل دخول مشترين أو بائعين إضافيين، لتحقيق التوازن بين العرض والطلب[1].

2- أسواق آجلة: مع التطور الذي شهدته أسواق رأس المال برزت مجموعة من الأدوات والوسائل المالية التي توفر المزيد من المرونة والسيولة والتغطية للمتعاملين في السوق، وتعد الأسواق الآجلة من مظاهر التطور الحديث في الأسواق المالية والدولية، إذ بدأ التعامل بأدوات هذه الأسواق في ظل الأزمات الحادة التي شهدتها الكثير من الأسواق المالية العالمية خصوصا فيما يتعلق بأسعار الفائدة وأسعار الصرف وأسعار الأسهم، لذلك استخدمت هذه الأوراق للتحوط ضد مخاطر تقلبات تلك الأسعار، ويتم في الأسواق الآجلة عقد الاتفاقيات بين مؤسستين أو ما بين مؤسسة مالية أو منشأة أعمال على إتمام بيع أصل مالي أو شراءه في وقت لاحق مقابل سعر معين[2].

تسمى الأسواق الآجلة أيضا بأسواق المشتقات المالية لكونها تقوم على مبدأ اشتقاق أسعار الأدوات من أدوات الأسواق المالية الرئيسية (أسهم، سندات، عملات،...)، وتتعامل هذه الأسواق بنفس الأدوات التي تتداول في الأسواق الحالية، ولكن من خلال عقود وإتفاقيات يتم تنفيذها في تاريخ لاحق.

---

[1] عبد الكريم أحمد قندوز، مرجع سابق، ص. 35.

[2] عباس كاظم الدعمي، **السياسات النقدية والمالية وأداء سوق الأوراق المالية: تحليل كلي**، مجموعة النيل العربية، مصر، 2003، ص. ص. 149-150.

أ– مبررات نشأة الأسواق الآجلة: من أهم المبررات الدافعة إلى نشأة الأسواق الآجلة[1]:

– تجنب مخاطر تقلب أسعار الفائدة: من خلال الأسواق الآجلة يتجنب المتعاملون في أسواق رأس المال مخاطر أسعار الفائدة التي تؤثر بصورة مباشرة في تقلب تكلفة وعوائد الاستثمار في الأوراق المالية؛

– تجنب القواعد التنظيمية: من أهم القواعد التنظيمية الاحتياطي الاجباري على الودائع، القيود على سعر الفائدة المدفوع للودائع؛

– التقدم التكنولوجي: حيث حدث تطور هائل في الأساليب الفنية لتقديم الخدمات المالية، وأدى هذا التقدم إلى تخفيض ملموس في تكلفة الخدمات والقدرة على استحداث أوراق مالية مربحة للمؤسسة.

ب– أقسام الأسواق الآجلة: تنقسم أسواق رأس المال الآجلة إلى ما يلي:

– عقود المستقبليات: هي عقود قانونية يجري ترتيبها في أسواق منظمة لتؤكد تعهدا بالتسليم إلى المشتري أو بالاستيلام من البائع، وذلك لكمية ونوعية تم الاتفاق عليهما من أصل استثماري معين في وقت ومكان محددين في المستقبل، وتجري كافة التقديرات حسب التوقعات السوقية وقت التسليم[2].

– عقود الخيارات: هي نوع من العقود المالية غير الملزمة لحاملها، وهي عقود قانونية لحاملها الحق في شراء أو بيع أصل معين بسعر معين يسمى سعر الممارسة أو التنفيذ، وينفذ في تاريخ معين أو خلال مدة معينة وذلك مقابل حصول الطرف المحرر من الطرف المحرر له على علاوة معينة تحددها الشروط، وهذه العلاوة مقابل ذلك الخيار أو مقابل إلزامية العقد[3]. تنقسم عقود الخيار إلى ثلاثة أقسام رئيسية وهي:

* خيار الشراء؛

* خيار البيع؛

* الخيارات المركبة.

– عقود المبادلات: المبادلات عبارة عن عقود بين طرفين لتبادل تدفق نقدي مقابل تدفق نقدي آخر، ويتم تحديد ميعاد تسليم التدفق وطريقة الحساب، ويتم استخدام المبادلات للتحوط ضد المخاطر، ولا تخضع هذه العقود لشروط نمطية محددة، فقد يملي كل طرف شروطه، ولذلك يتم تداوله في الأسواق غير المنظمة[4].

---

[1] عبد الكريم أحمد قندوز، مرجع سابق، ص. 83.

[2] هوشيار معروف، مرجع سابق، ص. 152.

[3] بن الضيف محمد عدنان، **مقومات الاستثمار في سوق الأوراق المالية الإسلامية**، دار النفائس، الأردن، 2013، ص. 254.

[4] السيد متولي عبد القادر، **الأسواق المالية والنقدية في عالم متغير**، مرجع سابق، ص. 261.

سادسا: متطلبات إنشاء سوق رأس المال

لا تنشأ سوق رأس المال لمجرد الرغبة في ذلك، ولا بصدور قرارات من السلطات المختصة، ولكن يتطلب ذلك توافر مجموعة من الشروط والمقومات أهمها[1]:

– تبني فلسفة اقتصادية واضحة قائمة على الثقة في قدرات السوق على تحريك النشاط الاقتصادي في ظل اعتبارات الكفاءة الاقتصادية، والسلوك الرشيد للفرد والهيئات القائمة بالنشاط الاقتصادي؛

– توفر الإطار التشريعي المرن القادر على الاستمرار والتكيف مع المستجدات والمتغيرات الاقتصادية، وعلى تسهيل المعاملات وعلى تحريك رؤوس الأموال، مع توفير الحماية والأمان لكافة أطراف التعامل؛

– وجود هيكل مؤسسي منظم يعبر عنه بجهاز إداري متكامل تحكمه هيئة أو لجنة ويشترط بأعضاء السوق الحياد والخبرة بشؤون المال؛

– وجود قنوات وسيطة فعالة ومتطورة وكفأة تساهم في توفير المعلومات الدقيقة وتسهيل وتسريع عمليات التداول؛

– وجود حجم كاف من المدخرات المعروضة للاستثمار من خلال أجهزة السوق، مقابل وجود طاقة استعابية مقبولة ومعقولة وقادرة على استيعاب رأس المال المعروض، المتمثل في المشروعات ذات الجودة الاقتصادية والربحية المغرية؛

– وجود الاستمرارية والتنظيم، فلا بد أن تكون سوق رأس المال سوقا مستمرة وذلك من خلال وجود العناصر التالية:

* وجود عدد كافي من المتعاملين فيها يضمن الاستمرارية والاستقرار، لأنه يمنع التحكم في الأسعار من قبل فئة من المتعاملين؛

* وجود الحرية التامة بين المتعاملين؛

* تعدد وتنوع الأوراق المالية المطروحة والمتداولة وذلك بزيادة عدد الشركات؛

* وجود أنظمة كفأة للافصاح المعلوماتي والمالي عن واقع الشركات والسوق وتحليل النشاط الاقتصادي؛

* وجود الشركات والمؤسسات المصدرة للأوراق المالية ضمن قائمة المؤسسات ذات السمعة الجيدة؛

– وجود هيكل متكامل من البنوك والمؤسسات المالية التي تستخدم أساليب فنية متقدمة، ووجود إطارات فنية ذات خبرة عالية.

[1] بن ابراهيم الغالي وبن ضيف محمد عدنان، مرجع سابق، ص.ص. 97-98.

سابعا: إجراءات التعامل في سوق الأوراق المالية

يجري التداول في السوق الثانوية عبر الوسطاء والسماسرة إذ يتم تنفيذ الصفقات بإصدار أوامر واضحة من الزبون إلى وسيطه، ومع إصدار الأوامر وإدخالها حيز التنفيذ في البورصة تليها مجموعة من الخطوات التي تنتهي بتسوية المعاملات، ويترتب على هذه العمليات تكلفة تتمثل في العمولة التي يتقاضاها السمسار حسب الاتفاق.

1- الأوامر: قبل قيام السمسار بتنفيذ عمليات البيع أو الشراء ينبغي أن يتسلم تعليمات أو أوامر محددة من العميل، والتي يمكن تقسيمها إلى أربعة مجموعات رئيسية هي: أوامر محددة لسعر التنفيذ، أوامر محددة لوقت التنفيذ، أوامر تجمع بين تحديد وقت وسعر التنفيذ بالإضافة إلى الأوامر الخاصة.

أ- الأوامر المحددة لسعر التنفيذ: وهي تلك الأوامر التي يكون فيها السعر الذي يحدده العميل هو المحدد في تنفيذ الصفقة من عدمه، وهنا يمكن التمييز بين نوعين من الأوامر:

* **أوامر السوق:** يعتبر أمر السوق من أكثر الأوامر شيوعا، وبمقتضاه يطلب العميل من السمسار تنفيذ العملية المطلوبة على وجه السرعة وبأفضل سعر ممكن، وبما أن الأمر لا يتضمن سعرا معينا ففي الغالب تتم الصفقة في دقائق معدودة. من مزايا هذا النوع من الأوامر السرعة وضمان التنفيذ، أما عيوبه فهي أن المستثمر لا يمكن أن يعرف السعر الذي سينفذ به الأمر إلا عند إخطاره به[1].

* **الأوامر المحددة:** في الأوامر المحددة يضع العميل سعرا معينا لتنفيذ الصفقة، ومن ثم ليس أمام السمسار إلا الانتظار لاغتنام الفرصة، وذلك عندما يصل سعر السهم في السوق إلى السعر المحدد أو أقل منه في حالة أمر الشراء، أو أعلى منه في حالة أمر البيع، وعادة ما يضع المستثمر حدا أقصى للفترة الزمنية التي ينبغي أن ينفذ خلالها الأمر. من مزايا هذا النوع من الأوامر أن المستثمر يعرف مسبقا القيمة التي سيدفعها إن كان أمر شراء، أو الحد الأدنى للقيمة التي سيحصل عليها إن كان أمر بيع. أما عيوبه فهو أن سعر السوق قد لا يصل إلى السعر المحدد، ومن ثم لا تنفذ الصفقة حتى لو كان الفرق بين السعرين ضئيلا، كما أن قاعدة "الأمر الوارد أولا ينفذ أولا" قد يعني عدم إمكانية تنفيذ الأمر بالسعر المعلن، وذلك إذا كان ترتيبه متأخرا[2].

ب- الأوامر المحددة لوقت التنفيذ: يقصد بها تلك الأوامر التي يكون الزمن هو الفاصل في تنفيذها أو عدم تنفيذها، وقد تكون مدة الأمر يوم أو أسبوع أو شهر، أو قد يكون الأمر مفتوحا أي لا يوجد تاريخ محدد لتنفيذه، ويظل ساري المفعول حتى يتم تنفيذه أو يقرر المتعامل إلغاءه.

---

[1] منير ابراهيم هندي، **الأوراق المالية وأسواق رأس المال**، منشأة المعارف، مصر، 2006، ص. ص. 125-126.

[2] المرجع السابق، ص. 127.

ج- الأوامر التي تجمع بين سعر ووقت التنفيذ: تنقسم إلى:

* **الأمر المحدد للسعر خلال فترة معينة:** يقصد بالأوامر المحددة للسعر خلال فترة معينة الأوامر التي تحدد سعرا معينا للتنفيذ، غير أنها تشترط إتمام الصفقة خلال فترة معينة قد تكون يوما أو شهرا أو أكثر، وهي بذلك تجمع بين مزايا الأوامر المحددة للسعر ومزايا الأوامر المحددة للزمن.

* **الأمر المفتوح في حدود سعر معين:** يقصد بالأمر المفتوح في حدود سعر معين الأمر الذي لا يحدد له فترة معينة للتنفيذ، غير أنه يشترط إتمام الصفقة حينما يصل سعر السوق إلى السعر الذي يحدده المستثمر أو سعر أفضل منه. ويتلائم هذا النوع من الأوامر مع المستثمر الذي لديه ثقة بأن إعطاء وقت كاف للأمر كفيل بتنفيذه بالشروط التي يريدها، أما عيوبه فهو أنه إذا كان السعر المحدد أعلى قليلا في حالة أمر الشراء، أو أقل قليلا في حالة أمر البيع عن السعر المحدد فإن الأمر لن ينفذ على الإطلاق.

د- الأوامر الخاصة: من بينها:

* **أوامر الإيقاف:** يقصد بها تلك الأوامر التي لا تنفذ إلا إذا بلغ سعر السهم مستوى معين أو تعداه. يوجد نوعين من أوامر الإيقاف: أوامر تتعلق بالبيع، وأخرى تتعلق بالشراء، فبالنسبة لأوامر الإيقاف التي تتعلق بالبيع يصبح لزاما على السمسار أن ينفذ أمر البيع إذا وصل سعر السهم إلى المستوى المحدد أو انخفض عنه، أما أمر الإيقاف الذي يتعلق بالشراء فإنه يقضي بأن يقوم السمسار بشراء السهم إذا بلغ سعره مستوى معين أو تعداه.

* **أوامر الإيقاف المحددة:** تعالج أوامر الإيقاف المحددة عدم التأكد بشأن السعر الذي تنفذ به الصفقة في حالة استخدام أوامر الإيقاف، ففي أوامر الإيقاف المحددة يضع المستثمر حدا أدنى لسعر البيع وحدا أقصى لسعر الشراء، ولا يتم التعامل إلا بذلك السعر أو سعر أفضل منه، هذا وإذا لم يتمكن السمسار من تنفيذ الأمر في الصالة فيمكنه اللجوء إلى المتخصص الذي يتعامل في هذا النوع من الأسهم، وذلك طالما أن السعر لم ينزل في حالة البيع، ولم يرتفع في حالة الشراء عن السعر الذي حدده العميل.

* **أمر التنفيذ حسب مقتضى الأحوال:** يقصد به أن يترك للسمسار الحق في إبرام الصفقة حسب ما يراه مناسبا، وقد تكون حرية السمسار في هذا النوع من الأوامر مطلقة، فهو الذي يختار الورقة محل التعامل والسعر، وما إذا كانت الصفقة شراء أو بيعا وكذلك توقيت تنفيذها. أما الأوامر المقيدة فتقتصر فيها حرية السمسار على توقيت التنفيذ والسعر الذي تبرم على أساسه الصفقة، ويقتصر التعامل بمثل هذا النوع من الأوامر على العملاء الذين تتوافر لديهم الثقة الكاملة في كفاءة وأمانة السمسار.

2- التسعير: هناك العديد من الطرق لتسعير ورقة مالية منها:

أ- التسعير بطريقة المناداة: ويتم ذلك بأن يجتمع مندوبوا الوسطاء أو الوسطاء أنفسهم ومع عروض البيع وطلبات الشراء، وذلك في كل صباح داخل منطقة فسيحة يقف وسطها سمسار أو دلال مختص، ومعه مكبر صوت يسهل له الاتصال بالمكلف بكتابة الأسعار في اللوحة المعدة لكل سهم، وبالوصول إلى سعر معين للورقة يقوم الموظف لدى سلطات البورصة بتسجيل ذلك السعر على سبورة معدة خصيصا لهذا الغرض في انتظار تغير هذا السعر لتغير العرض والطلب، ثم تمر للورقة الموالية وهكذا، وعادة ما يتفاوض بهذه الطريقة على الأسهم والسندات النشيطة أي الأكثر تداولا في البورصة، ومن أهم مزاياها الشفافية في التعامل، إذ يتمكن من خلالها كافة المتعاملين الحاضرين من مراقبة الصفقات بصورة مباشرة.

ب- التسعيرة بالصندوق: عندما تكون عروض البيع وطلبات الشراء كثيرة ومتعددة في بورصة الأوراق المالية، يعمد الوسطاء إلى وضع عروضهم وطلباتهم في صندوق خاص، ثم تعمد لجنة السوق إلى حساب العروض والطلبات ومن ثم تحدد أسعار الأوراق المالية.

ج- التسعيرة بالمطابقة: عندما يتلقي أحد الوسطاء أمرين متقابلين يأمر أحدهما ببيع كمية من الأوراق المالية، ويأمر الآخر بشراء الكمية نفسها من ذات الأوراق، فيشتري الوسيط من الأول لحساب الثاني هذه الأوراق، ويجب عليه أن يتأكد من أنه لا توجد عروض أو طلبات ملائمة أخرى[1].

د- التسعيرة الآلية (المستمرة): النظام الآلي للتداول هو نظام اتصالات بين أطراف التعامل يبدأ بقبول رسائل المتعاملين في شكل أوامر بيع أو شراء، وبثها في صورة عروض وطلبات على الشاشة[2]، وهذا ما يسمح بتنفيذ أكبر عدد ممكن من الأوامر وفي أي وقت، الأمر الذي يسمح بتجنب فترة الانتظار لتسعيرة الأوامر الجديدة، كما يمكن من المتابعة السعرية لتطورات السوق.

3- تسوية الصفقات: تتم تسوية الصفقات بتنفيذ الأمر، ويقوم السمسار بدوره بتسوية المعاملة حيث يتم تسليم الأوراق المالية للمستثمر، وبذلك يصبح المالك القانوني للأصل محل الاستثمار مع دفعه قيمة الصفقة والعمولة والرسوم وذلك خلال يوم التسوية، والتسوية قد تكون نقدية وقد تكون بائتمان بين المستثمر وبين السمسار أو ما

[1] محمد صبري هارون، **أحكام الأسواق المالية الأسهم والسندات: ضوابط التعامل بها في الفقه الإسلامي**، دار النفائس، الأردن، 2009، ص. 69.

[2] بن ابراهيم الغالي وبن ضيف محمد عدنان ، مرجع سابق، ص. 134.

يسمى "التعامل بالمكشوف"، أما بالنسبة لشهادة الملكية فيمكن الاحتفاظ بها لدى المستثمر المالك أو إبقائها في بيت السمسرة الوكيل، للدلالة على امتلاك هذه الأخيرة أوراقا مالية قابلة للتداول والتسويق[1].

[1] مصطفى يوسف كافي، **تحليل وإدارة بورصة الأوراق المالية**، دار رسلان، سوريا، 2014، ص. ص. 130-131.

الفصل العاشر:

أدوات سوق رأس المال

الأهداف التعليمية:

- يتمكّن الطالب من التعرف على أدوات الملكية التي يجري تداولها في سوق رأس المال (الأسهم العادية والأسهم الممتازة بالإضافة إلى التعرف على الأنواع الأخرى من الأسهم العادية).
- تعريف الطالب بأدوات المديونية (السندات).
- يتمكّن الطالب من التعرّف على الأوراق المالية الهجينة.
- يتمكّن الطالب من التعرّف على المشتقات المالية.
- يتمكّن الطالب من معرفة أدوات سوق المشتقات المالية (الخيارات، العقود الآجلة، المستقبليات وعقود المبادلات)

محتوى الفصل:

أولا: أدوات الملكية (الأسهم)

ثانيا: أدوات المديونية (السندات)

ثالثا: الأوراق المالية الهجينة

رابعا: المشتقات المالية

خامسا: أدوات سوق المشتقات المالية

تمهيد:

سوق رأس المال هو سوق تتداول فيه الأوراق المالية بأشكالها المختلفة سواء في شكلها التقليدي أو بأنواعها الأخرى، وهي بذلك توفر الآليات والأدوات والوسائل التي تمكن الشركات والسماسرة والأفراد من تحقيق غاياتهم والقيام بأعمال التبادل وإتمام المعاملات بيعا وشراء بسهولة وبسرعة، وكما أن لسوق رأس المال أهمية كبيرة في تنمية الاستثمار الضروري للتنمية الاقتصادية، إذ تساعد على اجتذاب رأس المال الخاص لشراء الأوراق المالية إلى جانب تحقيق عائد للمستثمرين، فإنها تتيح لهم سهولة تحويلها إلى نقود عند الحاجة، إذ من الممكن بيعها في سوق رأس المال والحصول على نقود سائلة.

تعرف الأوراق المالية بأنها قيم منقولة تصدر من قبل أشخاص معنويين سواء عموميين أو مؤسسات خاصة، وينتج عنه دين على عاتق تلك الهيئة المصدرة أو مشاركة في الملكية من قبل المشترين للأوراق، وعليه يمكن القول أن الأوراق المالية تتكون من نوعين رئيسيين بالإضافة إلى نوع ثالث يقع بينهما، فهناك من الأوراق ما يمثل ملكية جزء من المؤسسة، وبالتالي لحاملها الحق في جزء من أصولها "الأسهم"، وهناك ما يمثل حق الحصول على عائد متفق عليه بين المستثمر والمؤسسة المصدرة نتيجة دين استدانته من المستثمر "السندات"، أما الثالث فهو خليط بين الاثنين "المشتقات المالية"[1]، وسنستعرض كل واحد منها فيما سيأتي.

أولا: أدوات الملكية (الأسهم)

تشكل الأسهم رأس المال المكتتب من قبل المستثمرين، والذي يضم مساهماتهم المالية ويحدد ملكيتهم للشركة، ورغم أن الأسهم العادية تمثل غالبية حصص المساهمين، وتعبر عن الحالة الطبيعية لاهتمامات الشركة، إلا أن هناك بجانبها الأسهم الممتازة والتي يجري إصدارها لمواجهة ظروف معينة، أو لإشباع حاجات محددة أو لانجاز برامج جديدة...

1- الأسهم العادية: يعرف السهم العادي على أنه وثيقة مالية تصدر عن شركة مساهمة ما بقيمة إسمية ثابتة، تضمن حقوقا وواجبات متساوية لمالكيها، وتطرح على الجمهور عن طريق الاكتتاب العام في الأسواق الأولية، ويسمح لها بالتداول في الأسواق الثانوية، فتخضع قيمتها السوقية لتغييرات مستمرة والتي تعود إلى أسباب وتقييمات متباينة[2].

---

[1] محفوظ جبار، **الأوراق المالية المتداولة في البورصات والأسواق المالية**، مرجع سابق، ص. ص. 5-6.

[2] هوشيار معروف، مرجع سابق، ص. 92.

كما تعرف أيضا بأنها تمثل أداة ملكية في شركة المساهمة العامة، وهي عبارة عن صكوك متساوية القيمة قابلة للتداول في بورصة الأوراق المالية بالطرق التجارية حيث تمثل مشاركة في رأس المال في إحدى الشركات، ويمثل السهم حصة الشريك في الشركة التي ساهم في رأسمالها، والذي يتكون من مجموع الحصص سواء أكانت حصة نقدية أو حصة عينية[1].

كما يعرف بأنه أداة ملكية ذو صفة مالية قابل للتداول، لحامله حق الحصول على عوائد غير ثابتة، بجانب حصته في موجودات الشركة والمثبتة في شهادة السهم[2].

وعليه، فالسهم العادي هو عبارة عن ورقة مالية تثبت امتلاك حائزها لجزء من رأسمال الشركة التي أصدرته، مع الاستفادة من كل الحقوق وتحمل كل الأعباء التي تنتج عن امتلاك هذه الورقة.

أ- خصائص الأسهم العادية: للأسهم العادية خصائص عديدة نذكر منها[3]:

- الأسهم صكوك متساوية القيمة، حيث ينقسم رأس مال الشركة إلى أسهم متساوية القيمة، وهو ما يعني تساوي حقوق والتزامات المساهمين في الشركة؛

- عدم قابلية السهم للتجزئة ومن ثم لا يجوز تعدد مالكي السهم الواحد، فإذا آلت ملكيته لأكثر من شخص نتيجة لإرث أو هبة أو غير ذلك، فهذه التجزئة وإن كانت صحيحة بين هؤلاء إلا أنها لا تسري في مواجهة الشركة، لذا ينبغي لهم تحديد أحدهم لتمثيلهم أمام الشركة؛

- قابلية السهم للتداول بالطرق التجارية متى كانت هذه الأسهم اسمية، وبالتنازل متى كانت لحاملها وبالتظهير متى كانت لأمر؛

- ليس لها تاريخ استحقاق محدد، طالما أن الشركة مازالت تمارس نشاطها؛

- مسؤولية الشركاء المساهمين تجاه التزامات الشركة محدودة بقيمة الأسهم التي يمتلكونها؛

- عدم ثبات العائد وتذبذبه ما بين ربح وخسارة، وذلك تبعا للظروف المحيطة بالشركة.

- للسهم العادي أربع قيم هي:

- **القيمة الإسمية:** هي القيمة المكتوبة على السهم، وهي قيمة نظرية لتسجيل حساب رأسمال المدفوع في القيود المحاسبية، وليس لها أي قيمة اقتصادية من وجهة نظر المستثمرين؛

[1] مصطفى رشدي شيحة وزينب حسن عوض الله، **الاقتصاد والبنوك وبورصات الأوراق المالية**، المطبعة الحديثة، مصر، 1993، ص. 169.

[2] ارشد فؤاد التميمي، مرجع سابق، ص. 154.

[3] بن إبراهيم الغالي وبن ضيف محمد عدنان، مرجع سابق، ص. 152.

- **القيمة الدفترية:** وتساوي مجموع قيم الأسهم العادية وعلاوة الإصدار والاحتياطات والأرباح المحتجزة مقسوما على عدد الأسهم العادية؛
- **القيمة السوقية:** وتمثل سعر تداول السهم في السوق (البورصة)، فقد يرتفع وقد ينخفض تبعا لقوى العرض والطلب عليه؛
- **القيمة التصفوية:** وهي نصيب السهم من قيمة تصفية موجودات الشركة بعد تسديد حقوق كافة الدائنين وحملة الأسهم الممتازة.

ب– حقوق حملة الأسهم العادية: السهم العادي هو السهم الذي لا يمنح لحامله أيّة ميزة خاصة عن سواه من المساهمين، سواء في أرباح الشركة خلال فترة حياتها أو في أصولها عند تصفيتها، ولحملة الأسهم العادية مجموعة من الحقوق أهمها[1]:

– حق الملكية؛ حيث يكون المساهم مالكا جزئيا لموجودات الشركة وذلك بقدر نسبة مساهمته في الأسهم المعروضة، وأن هذا الحق يستمر حتى تصفية الشركة؛

– أن أصحاب الأسهم العادية يمتلكون حق الأولوية في الأسهم الجديدة التي يتم عرضها للاكتتاب العام، ويتم ذلك في الغالب من خلال قيام الشركة بتحويل جزء من حصص المساهمين في الأرباح الموزعة إلى أسهم جديدة تضاف إلى ما يمتلكونه سابقا من أسهم؛

– يحق للمساهمين بيع جزء أو كل الأسهم التي يملكونها في الأسواق المالية الثانوية، غير أنهم في المقابل لا يحق لهم مطالبة الشركة بقيمة هذه الأسهم قبل تصفيتها، وبذلك فالأسهم العادية قابلة للتحويل إلى سيولة حينما يحتاج أصحابها إلى ذلك؛

– يمكن لأصحاب الأسهم العادية المشاركة في انتخاب أعضاء مجلس الإدارة، والتدخل في سياسات الشركة وإجراءاتها الإدارية، وينفرد هؤلاء بعضوية مجلس الإدارة كما يحق لهم مراقبة العمليات الجارية؛

– حق الحصول على الأرباح وفقا لقرارات الإدارة؛

– حق المشاركة في اجتماعات الهيئة العامة لمناقشة نتائج أعمال الشركة، تعديل عقد تأسيس الشركة وإقرار النظام الداخلي؛

– الحق في موجودات الشركة بعد تصفيتها وذلك بنسبة ما يملكه من أسهم، بعد تسديد حملة السندات والأسهم الممتازة.

[1] هوشيار معروف، مرجع سابق، ص. 94.

ج- أنواع جديدة من الأسهم العادية: بجانب الأسهم العادية التقليدية ظهرت أنواع جديدة من الأسهم العادية وهي[1]:

- الأسهم العادية للأقسام الإنتاجية: وهي الأسهم التي ربطت فيها التوزيعات التي يحصل عليها حاملها بالأرباح التي يحققها قسم معين من الأقسام الإنتاجية بالشركة.

- الأسهم العادية ذات التوزيعات المخصومة: وهي الأسهم العادية التي يجري فيها خصم التوزيعات من الإيرادات قبل حساب الضريبة.

- الأسهم العادية المضمونة: هذا النوع من الأسهم يعطي لحاملها الحق في مطالبة الشركة بالتعويض إذا ما انخفضت القيمة السوقية للأسهم إلى حد معين خلال فترة محددة عقب الإصدار.

2- الأسهم الممتازة: هي أوراق تصدرها الشركات للتزود برؤوس الأموال عند الحاجة، مثلها في ذلك مثل الأسهم العادية، إذ تمثل هي الأخرى ملكية المساهم الممتاز لجزء من الشركة، ويتوقف ذلك الجزء على ما بحوزته من تلك الأسهم، فهي الشكل الآخر من أدوات أو أشكال الملكية[2]. ويوصف السهم الممتاز بأنه أداة هجينة تجمع بين صفات السند والسهم العادي، حيث تعتبر الأسهم الممتازة من حقوق الملكية ولكن ليس لحاملها نفس حقوق حامل السهم العادي، وقد سميت أسهما ممتازة لأن لها حق الأولوية على الأسهم العادية في الحصول على حقوقها[3].

أ- خصائص الأسهم الممتازة: للسهم الممتاز مجموعة من الخصائص يمكن إجمالها فيما يلي[4]:

- أن العائد على السهم الممتاز هو نسبة ثابتة من القيمة الاسمية ومن الأرباح المتحققة؛

- خاصية تجميع الأرباح، يقضي هذا المبدأ بأن عدم توزيع الأرباح على حملة الأسهم الممتازة لسنة أو أكثر يفرض على الشركة دفع تلك الأرباح المتأخرة قبل توزيع الأرباح على المساهمين العاديين؛

- هناك فترات محددة للاحتفاظ بالأسهم الممتازة، وذلك بعكس الأسهم العادية التي تستمر حقوقها حتى نهاية (تصفية) الشركة؛

---

[1] منير إبراهيم هندي، مرجع سابق، ص. ص. 11-19.

[2] محفوظ جبار، **أسواق رؤوس الأموال: الهياكل، الأدوات والاستراتيجيات**، مرجع سابق، ص. 711.

[3] السيد متولي عبد القادر، **الأسواق المالية والنقدية في عالم متغير**، مرجع سابق، ص. 148.

[4] ارجع إلى : - هوشيار معروف، مرجع سابق، ص. 101.

- محفوظ جبار، **الأوراق المالية المتداولة في البورصات والأسواق المالية**، مرجع سابق، ص. ص. 25-27.

– تضمن الشركة حقوق أصحاب الأسهم الممتازة بموجوداتها الاستثمارية، علما بأن هذه الضمانة المادية لا يجري توفيرها لأصحاب الأسهم العادية، وهكذا فإن الأسهم الممتازة أقل ضمانا من السندات وأكثر ضمانا من الأسهم العادية؛

– لا يحق لأصحاب الأسهم الممتازة المشاركة في التصويت أو الترشح لعضوية مجلس الإدارة، أو المشاركة في المجلس العمومي، أو التدخل في القرارات أو الشؤون الإدارية المختلفة؛

– للسهم الممتاز ثلاثة قيم: قيمة اسمية، قيمة دفترية، قيمة سوقية وقيمة تصفوية شأنها في ذلك شأن الأسهم العادية؛

– تتصف بإمكانية الاستدعاء والتسديد.

ب– حقوق حملة الأسهم الممتازة: لحملة الأسهم الممتازة حقوقا إضافية على الحقوق الأساسية لحاملي العادية منها[1]:

– مزايا في الأرباح، تعطي لهم الحق في توزيعات سنوية تتحدد بنسبة مئوية ثابتة من القيمة الاسمية للسهم؛

– في حالة عدم تسديد التوزيعات الدورية، فإنها تتراكم ويتعين سدادها كاملة قبل إجراء أي توزيعات لحملة الأسهم العادية؛

– مزايا التصفية وذلك عند الإعلان عن إفلاس الشركة يأخذون أموالهم قبل الأسهم العادية وبعد السندات؛

– لهم الحق في الاستحقاق عن طريق الاستدعاء لحصولهم على مبلغ أكبر من قيمتها الاسمية؛

– لا يعطي لحاملها الحق في التصويت إلا إذا امتازت هذه الأسهم بهذه الخاصية دون غيرها.

إن الخصائص والحقوق سابقة الذكر للسهم الممتاز تجعله يختلف عن السهم العادي على الرغم من أن كلاهما أداة ملكية، ويوضح الجدول التالي أوجه الاختلاف بين السهم العادي والسهم الممتاز.

[1] منير إبراهيم هندي، مرجع سابق، ص. 27.

جدول رقم (7): أوجه الاختلاف بين السهم العادي والسهم الممتاز

معيارالمقارنة	الأسهم الممتازة	الأسهم العادية
طبيعة الأداة	أداة هجينة تجمع بين الدين والملكية	أداة ملكية
مستوى الدخل	نسبة ثابتة من الأرباح تحسب كنسبة مئوية من القيمة الاسمية	يتحدد وفق قرار وسياسة الشركة في توزيع الأرباح على المساهمين
الاستحقاق	قد يكون قابل للاطفاء أو الاستدعاء أو التحويل إلى سهم عادي	يكون السهم قائما طالما الشركة قائمة أي ليس له تاريخ استحقاق ولا يمكن تحويل خصائصه
تراكم الأرباح	يمكن أن تتراكم أرباح السهم	لا يمكن أن تتراكم أرباح السهم
المشاركة بالإدارة	لا يحق لحامله المشاركة بالإدارة إلا إذا نص على خلاف ذلك	حق المشاركة والانتخاب والتصويت في مجلس الإدارة
طبيعة الأسواق	أسواق محدودة وغير نشطة	أسواق تتصف بالعمق والاتساع ونشطة
القيمة الاسمية	يصدر بقيم إسمية مختلفة الفئات	يصدر بقيمة واحدة وفقا لقانون الشركة

المصدر: ارشد فؤاد التميمي، **الأسواق المالية: إطار في التنظيم وتقييم الأدوات**، دار اليازوري، الأردن، 2010، ص. 180.

ج– أنواع الأسهم الممتازة: للأسهم الممتازة أنواع عديدة وذلك حسب الميزة المقدمة لها:

– أسهم ممتازة مجمعة للأرباح: الأسهم الممتازة لا تحصل على أرباحها إلا إذا حققت الشركة أرباحا، وأعلنت الشركة عن توزيع الأرباح بعد تحقيقها لها. ففي حالة ما إذا حققت الشركة أرباحا ولم تعلن عن توزيعها في تلك السنة، وفي حالة ما إذا كانت هذه الأسهم الممتازة مجمعة للأرباح وفي السنة الموالية أعلنت الشركة توزيع الأرباح، فحملة هذه الأسهم لا تفقد الحق في المشاركة في الأرباح المتعلقة بالسنة السابقة، أما في حالة ما إذا كانت هذه الأسهم غير مجمعة للأرباح فهي تفقد الحق في المشاركة في أرباح السنوات السابقة[1].

– أسهم ممتازة قابلة للتحول إلى أسهم عادية: وهي الأسهم التي يحق لها التحول إلى أسهم عادية خلال فترة معينة من إصدارها، أو حسب ما تم تحديده من شروط في الاكتتاب[2].

– الأسهم الممتازة المشاركة: هذا يعني أن هذه الأسهم تأخذ نصيبها من الأرباح أولا، ثم تأخذ نصيبا ثانيا بعد توزيع الأرباح على الأسهم العادية، أما إذا لم تكن مشاركة فهي تأخذ نصيبا أولا فقط[3].

– أسهم ممتازة ذات الصوت المتعدد: وهي التي تعطي لحاملها أكثر من صوت واحد في الجمعية العامة.

[1] السيد متولي عبد القادر، **الأسواق المالية والنقدية في عالم متغير**، مرجع سابق، ص. 149.

[2] بن إبراهيم الغالي وبن ضيف محمد عدنان، مرجع سابق، ص. 157.

[3] السيد متولي عبد القادر، **الأسواق المالية والنقدية في عالم متغير**، مرجع سابق، ص. 149.

– **الأسهم الممتازة المضمونة الأرباح:** وهي التي تعطي لحاملها الحق في الحصول على عوائد حتى لو لم تحقق الشركة أرباحا، وتحدد هذه العوائد بنسبة مئوية من القيمة الاسمية[1].

3– تصنيفات أخرى للأسهم: تتنوع الأسهم إلى عدة أنواع أهمها:

أ– بالنظر إلى طبيعة الحصة المساهم بها: تنقسم إلى:

– **أسهم نقدية:** وهي الأسهم التي امتلكها أصحابها بعد دفعهم لقيمتها نقدا، فهي تمثل حصصا نقدية في رأس المال، وهذه الأسهم قد تكون محررة أي دفعت قيمتها كلها، وقد تكون غير محررة أي دفع بعض قيمتها على أن يتم تسديد الباقي في مواعيد تحددها الشركة[2].

– **الأسهم العينية:** إن الأصل أن تكون الأسهم نقدية لأن النقد وحدة التحاسب، لكن ذلك لا يمنع أن تكون حصص بعض المساهمين المقدمة للشركة حصصا عينية، وأن تكون هذه الحصص مساوية لقيمة السهم ومضاعفاته حتى تسهل محاسبة الأرباح[3].

– **الأسهم المختلطة:** وهي الأسهم التي امتلكها أصحابها بعد دفعهم لقيمتها نقدا وعينا، وذلك كمن يصبح مساهما بعقار ومبلغ مالي[4].

– **حصص التأسيس:** وهي الحصص التي امتلكها أصحابها بعد تقديمهم لشيء معنوي عادة يتمثل في براءة اختراع، بحيث تخول لصاحبها الحق في نسبة من أرباح الشركة، ولكنها لا تعتبر جزءا من رأس مال الشركة ولا يكون لأصحابها الحق في المداولات أو في إدارتها، وهي قابلة للتداول[5].

ب– من حيث الشكل: تنقسم إلى:

– **أسهم إسمية:** وتصدر باسم صاحب السهم العادي، وبالتالي فنقل ملكيتها يحتاج للعودة إلى مصدرها أو للبورصة[6].

---

[1] المرجع السابق.

[2] بن إبراهيم الغالي وبن ضيف محمد عدنان، مرجع سابق، ص. 157.

[3] عبد الجبار أحمد السهيباني، **الأسهم والتسهيم: الأهداف والمجالات**، المجلة الأردنية في الدراسات الإسلامية، المجلد الخامس، العدد 2أ، 2009، ص. 95.

[4] شعبان محمد إسلام البرواري، **بورصة الأوراق المالية من منظور إسلامي**، دار الفكر، سوريا، 2002، ص. 95.

[5] بن إبراهيم الغالي وبن ضيف محمد عدنان، مرجع سابق، ص. 154.

[6] مصطفى يوسف كافي، مرجع سابق، ص. 154.

– أسهم لحاملها: هي أسهم لا يذكر فيها إسم المساهم بل يعد حاملها مالكها بسبب الحيازة المادية، وعليه فإن التنازل عنها يتم بمجرد إنتقالها من يد إلى أخرى، لذا فهي سريعة التداول ولحاملها الحق في حضور مداولات الشركة في جمعياتها العمومية والمشاركة في تقسيم أرباحها.[1]

– أسهم لأمر: المساهم هنا غير معروف للشركة وتنتقل ملكيتها بطريقة التظهير[2].

ج– من حيث الاستهلاك: تنقسم إلى[3]:

– أسهم رأس المال: أسهم رأس المال هي الأسهم التي لم تستهلك قيمتها بعد، إذ تمثل جزءا في رأس مال الشركة لم يسترده المساهم بعد، والأصل أن الأسهم لا تستهلك طالما الشركة ما زالت قائمة، ومن حق الشريك تبعا لذلك البقاء في الشركة إلى أن تنقضي، وهذه الأسهم بذلك تمثل الصورة العادية للأسهم.

– أسهم التمتع: أسهم التمتع هي الأسهم التي تمنح للمساهم التي استهلكت أسهمه في رأس المال أثناء حياة الشركة، وهذه الأسهم قابلة للتداول، كما أنها تمنح صاحبها حق حضور جلسات الجمعية العمومية، والحصول على الأرباح، دون أن يكون له حق في موجودات الشركة عند التصفية، وهذا النوع من الأسهم على خلاف الأصل، ولكن قد تضطر الشركة إلى ذلك إذا كانت قد حصلت على إمتياز من الحكومة أو غيرها من الهيئات العامة لمدة معينة، لاستغلال مورد معين من موارد الثروة الطبيعية أو مرفق من المرافق العامة، تؤول بعدها ممتلكات الشركة للجهة المانحة للامتياز، وأيضا إذا كانت موجودات الشركة مما يهلك بالاستعمال، مما يستحيل معه حصول المساهمين على قيمة أسهمهم عند إنقضاء الشركة.

د– أنواع الأسهم بالنظر إلى المنح أو عدمه: وتنقسم إلى:

– أسهم غير مجانية: وهي الأسهم التي يدفع صاحبها قيمتها.

– الأسهم المجانية: هي الأسهم التي تصدرها الشركة عند زيادة رأس المال بترحيل جزء من الأرباح المحتجزة أو الاحتياطي إلى رأس المال الأصلي، وبالتالي إن هذه الأسهم تساوي في مجموعها الزيادة المقررة في رأس المال.

---

[1] سالم صلال راهي الحسناوي، مرجع سابق، ص. 92.

[2] مصطفى يوسف كافي، مرجع سابق، ص. 154.

[3] عبد الكريم أحمد قندوز، مرجع سابق، ص. ص. 42-43.

ثانيا: أدوات المديونية (السندات)

من بين أهم المنتجات التي تمثل دينا على الشركة السندات بمختلف أنواعها، وهي تلك الأوراق المالية التي تمثل وسيلة تستعملها الشركات أو الحكومة للحصول على رؤوس الأموال في شكل ديون طويلة الأجل، عندما لا تكفي الأموال الخاصة التي يقدمها المساهمون لتمويل المشاريع، وخاصة منها بتوسيع تلك الشركات، وبذلك فحملة السندات ما هم في حقيقة الأمر إلا دائنين بالنسبة للشركات على عكس المساهمين الذين يمثلون ملاكا لتلك الشركات[1].

1- تعريف السند: يعرف السند بأنه صك قابل للتداول، يدين به حامله الشركة بمبلغ من المال قدم على سبيل القرض طويل الأجل، يعقد عن طريق الاكتتاب العام ليمنحه حق الحصول على الفوائد المشروطة أثناء المدة المحددة لبقائه، واقتضاء دينه عند انقضاء أجله[2].

ويعرف أيضا بأنه أحد الأدوات المالية التي تمثل مديونية على من أصدرها، وتعطي لمن يحوزها دخل دوري ثابت، وتتضمن السندات جدولا محددا من المدفوعات المستقبلية، وتختلف فيما بينها لاختلاف معدل العائد الذي تتعهد المنشأة المصدرة بدفعه، والذي يتحدد تبعا لطول فترة الاستحقاق، قيمة السند والمعاملة الضريبية[3].

كما يعرف أيضا 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 بتواريخ معينة[4].

وبالتالي فهي أدوات دين أو اقتراض تطرح في سوق الأوراق المالية لآجال طويلة، وتعبر عن مديونية أو قرض للغير بقيمة إسمية وبمعدل فائدة محدد بتاريخ استحقاق أيضا محدد لكنه طويل نسبيا، وتتوزع بين السندات التي تصدرها الحكومة بأقل من قيمتها الاسمية أو بفوائد دورية منخفضة نسبيا مقابل الحصول على سيولة نقدية من جمهور المستثمرين، وتتعهد باستعادتها بتواريخ استحقاق معينة بقيمتها الاسمية، والفرق يكون هو العائد الذي يحصل عليه المستثمر، وفي الوقت نفسه هو التكلفة التي يتحملها المقترض أو البائع مقابل إعادته لهذه النقود، أما

[1] محفوظ جبار، **أسواق رؤوس الأموال: الهياكل، الأدوات والاستراتيجيات**، مرجع سابق، ص. 725.

[2] عبد الكريم أحمد قندوز، مرجع سابق، ص. 43.

[3] السيد متولي عبد القادر، **الأسواق المالية والنقدية في عالم متغير**، مرجع سابق، ص. 140.

[4] مصطفى يوسف كافي، مرجع سابق، ص. 148.

السندات التي تصدرها شركات المساهمة فهي عبارة عن عقد طويل الأجل يوافق بموجبه البائع على دفع فائدة سنوية مقابل الحصول على قيمته الآن، وإعادته للمشتري بعد إنقضاء فترة زمنية محددة[1].

2- خصائص السندات: تتميز السندات بخصائص عامة وخصائص منفردة تتمثل فيما يلي:

أ- خصائص عامة: تتمثل فيما يلي[2]:

- السند أداة دين: يترتب على مصدر السند دفع مستحقات (المستحقات الدورية+ رأس المال في نهاية المدة) هذا السند لصاحبه، وللسند الأولوية عن حامل السهم في استيفاء حقوقه سواء من أرباح الشركة أو من أصولها في حالة الافلاس أو التصفية.

- السند أداة استثمارية ثابتة الأصل: حيث أن لحامل السند الحق في الحصول على فائدة محددة أيا كانت نتيجة أعمال الشركة، وفي حالة توقف الشركة عن سداد هذه الفوائد له الحق في اتخاذ الاجراءات القانونية.

- قابلية التداول: يعتبر السند أداة مالية قابلة للتداول بالطرق التجارية كالتظهير والمناولة في حالة عدم وجود السوق المالية، وفي حال وجودها يجب قيد السند في السوق الأولية مثله مثل الأسهم حتى يستفيد من الامتيازات في التسجيل في البورصة.

- الاستحقاق: تستحق السندات بحلول أجل محدود مسبقا، ويذكر ذلك في شهادة السند وهذا على خلاف الأسهم.

- تخصم قبل فرض الضريبة: تعتبر الفوائد على السندات من النفقات التي تخصم قبل فرض الضريبة لأنها تعتبر تكلفة بالنسبة للشركة المصدرة لها، عكس أرباح الأسهم التي تفرض عليها الضريبة أولا ثم توزع بعد ذلك.

- **له عدة قيم:** فالسندات تحتوي على قيم اسمية مختلفة وهي القيمة المدونة على السند عند الإصدار، وكذلك القيمة السوقية وهي القيمة التي يباع بها السند فعلا في السوق، وكذلك القيمة الاستهلاكية وهي قيمة السند عند حلول تاريخ الاستحقاق.

[1] المرجع السابق.

[2] بن إبراهيم الغالي وبن ضيف محمد عدنان، مرجع سابق، ص. 188.

ب– الخصائص المنفردة: تتمثل فيما يلي[1]:

– قابلية الاستدعاء: والتي بموجبها يمكن للجهة المصدرة للسندات المعنية أن تشترط إمكانية قيامها باستعادة هذه السندات وإطفائها وفق الشروط المتفق عليها، وذلك إما في أي وقت ستحدده مستقبلا أو سينبه إلى ذلك قبل فترة معينة مثل شهر واحد.

– قابلية التحويل إلى أسهم: والتي تسمح لحاملي السندات من الاستفادة من فروقات العوائد والامتيازات التي يمكن أن يحصلوا عليها من عملية التحويل هذه. ولاشك أن ذلك يعود ببعض الفوائد على الجهات المصدرة أيضا، حيث أن قابلية تحويل السندات إلى أسهم تحفز المستثمرين على شرائها مما يزيد من حجم الطلب عليها، ومن جهة أخرى أن عملية التحويل ستقلل من مدفوعات الفوائد المستحقة على حاملي السندات المعنية وخاصة عندما تزداد قيم هذه السندات.

– قابلية التسديد الجزئي (الإطفاء): هنا تتعهد الجهات المصدرة للسندات باستعدادها لتسديد جزء من قيم السندات المعنية سنويا، وقبل الموعد النهائي لإطفاء القيم الكلية.

3– أنواع السندات: يمكن تصنيف السندات وفق معايير عديدة منها:

أ– تقسيم السندات على أساس جهة الإصدار: تنقسم إلى[2]:

– السندات الحكومية: وهي عبارة عن أوراق مالية تصدرها الحكومات لتمويل احتياجاتها الجارية والاستثمارية ومنها موازنة العجز في الموازنة أو مواجهة التضخم، وتشتمل على:

- **السندات الادخارية:** وهي سندات في طبيعتها غير قابلة للتداول بالبيع أو بالشراء أو بالتنازل، كما أنه لا يجوز لحاملها رهنها لصالح الغير، وتمثل الخزينة المصدر الوحيد لشراء تلك السندات، ويرتبط سعر الفائدة على السندات الادخارية طرديا بطول فترة الاحتفاظ بها.
- **سندات الخزانة:** وتمثل أدوات استثمار متوسط وطويل الأجل، يتراوح تاريخ استحقاقها بين سبع سنوات وثلاثين سنة، وتعد من الأدوات المالية القابلة للتداول، ويحق لحاملها التصرف فيها بالبيع أو التنازل لطرف ثالث قبل حلول تاريخ الاستحقاق، كما أن للحكومة الحق في استدعاء السند بقيمة وتاريخ أو تواريخ محددة مسبقا.

[1] هوشيار معروف، مرجع سابق، ص. 111.

[2] السيد متولي عبد القادر، **الأسواق المالية والنقدية في عالم متغير**، مرجع سابق، ص. 141.

➢ **صكوك المديونية:** وهي سندات تصدرها الحكومة بهدف الحصول على موارد مالية إضافية لتغطية العجز في موازنتها.

– سندات منشآت الأعمال: هي عبارة عن صكوك دين تطرح في سوق المال لآجال طويلة تتراوح عادة بين خمس سنوات وثلاثين سنة، وتصدرها باعتبارها مصدرا أساسيا من مصادر التمويل الخارجي طويل الأجل.

ب– تقسيم السندات على أساس شكل الاصدار: تنقسم إلى[1]:

– سند لحامله: يكون السند لحامله عندما يصدر خاليا من إسم المستثمر، كما يوجد في هذه الحالة سجل ملكية لدى جهة الاصدار وتنتقل ملكية السند بمجرد الاستلام.

– سندات اسمية أو مسجلة: يكون السند اسميا متى حمل اسم مالكه، كما يوجد سجل خاص بملكية السند لدى الجهة المصدرة.

ج– تقسيم السندات من حيث قابليتها للتحويل لأسهم: تنقسم إلى[2]:

– سندات قابلة للتحول إلى أسهم: يعطي الحق لصاحبها باستبدالها بأسهم عادية بسعر تبادل معين وخلال مدة معينة.

– سندات غير قابلة للتحول إلى أسهم: لا تعطي صاحبها أو حاملها الحق باستبدالها بالأسهم العادية للشركة المصدرة.

د– تقسيم السندات على أساس الضمان: تنقسم إلى[3]:

– السندات المضمونة: تكفل لحاملها الحق في وضع يده على الأصل محل الضمان والذي يكون في العادة أصلا حقيقيا، وذلك في حالة توقف المدين عن الوفاء بأصل السند أو بفائدته، مثل السندات العقارية.

– السندات غير المضمونة: يعتمد الدائن فقط على تعهد المصدر بالدفع، ويكون مضمونا فقط بالديون العامة للمدين.

هـ– تقسيم السندات من حيث تاريخ الاستحقاق: في غالب الأحيان يكون تاريخ الوفاء مذكورا في نشرة السند على اختلاف أنواعه، وهي بالأقسام التالية[4]:

---

[1] محمد مطر، **إدارة الاستثمارات: الإطار النظري والتطبيقات العملية**، دار وائل، الأردن، 2004، ص. 223.

[2] مصطفى يوسف كافي، مرجع سابق، ص. 151.

[3] محمد مطر، مرجع سابق، ص. 224.

[4] بن إبراهيم الغالي وبن ضيف محمد عدنان، مرجع سابق، ص. ص. 196-198.

– **السندات ذات التاريخ المحدد:** وهي السندات المنصوص في نشرة إصدارها على لزوم استحقاقها في تاريخ واحد ومعين، ولا يستطيع حاملها ارجاعها قبل هذا التاريخ.

– **سندات السلسلة:** وفي هذه الحالة تقوم الشركة بتحديد تواريخ الاستحقاق وفق ترتيب معين، يمكنها من القيام بسداد عدد معين من السندات كل عام حتى تنتهي من سداد كل السندات.

– **سندات ذات التسديد التدريجي:** ويتم الاتفاق على لزوم الوفاء بها وفق جدول زمني (دفعات تحدد زمنيا) يتضمن تواريخ استحقاق متسلسلة حتى الاستحقاق النهائي.

– **السندات القابلة للاستدعاء أو الاطفاء:** وهي السندات المشمولة بشرط الاستدعاء، وهو رد قيمتها قبل موعد استحقاقها عن طريق استدعاء السند، ويمكن أن يكون الاستدعاء عن طريق القرعة أو عن طريق ترقيمها وتستحق بقيمتها الاسمية بالاضافة إلى علاوة وتسمى بعلاوة الاصدار، وتتناقص هذه العلاوة بطول مدة الاستحقاق.

– **السندات القابلة للتحويل:** وهي السندات التي تخول لصاحبها في تاريخ أو تواريخ محددة آجلة حق تحويلها إلى أسهم عادية خاصة بالمصدر نفسه بسعر تحويل محدد مسبقا، حيث يتحول حامل السند من دائن للشركة إلى شريك مساهم، أما إذا لم يرغب في التحويل فيكون من حقه استرداد قيمتها الاسمية في تاريخ الاستحقاق.

– **السندات القابلة للتمديد:** هذه السندات تسمح لحاملها باستحقاقها في تاريخ محدد أو الاستمرار بالاحتفاظ بها حتى تاريخ استحقاق لسنوات قادمة وبنفس سعر الفائدة، حيث تكون هذه التواريخ المستقبلية محددة في نشرة السند.

– **السندات القابلة للشراء:** هي السندات التي يتعهد مصدرها عند إصدارها بشراء عدد معين منها إذا تم تداولها في السوق بأقل من سعر معين خلال فترة زمنية معينة، وغالبا ما تكون القيمة المحددة هي القيمة الاسمية.

– **سندات تخول لحاملها الحق في استرداد قيمتها بإرادته المطلقة:** ليس لهذه السندات تاريخ محدد للاستهلاك، والأمر هنا يكون رهنا بمشيئة المقرض، فيرد قيمة السند وقت ما يشاء، ولا يعطي هذا الحق إلا بعد مرور مدة معينة وتكون محددة مسبقا.

– **السندات المسترجعة:** حيث يعطى الحق في استرجاع قيمتها الاسمية خلال محطات زمنية معينة مثلا كل 6 سنوات، فتقوم الشركة في كل محطة بتغيير الشروط وتحسينها فإذا قبل صاحب السند زاد إلى المحطة التالية، وإذا رفض استرجع قيمة السند الاسمية.

و – تقسيم السندات من حيث العائد: تنقسم إلى ما يلي[1]:

– السندات بفائدة ثابتة: وهي السندات العادية تكون عوائدها مقدرة بنسبة ثابتة ومحددة من قيمة السند.

– سندات لا تحمل سعر فائدة: هي سندات تباع بخصم على قيمتها الاسمية، على أن يسترد حاملها قيمتها الاسمية في تاريخ استحقاقها، ويمكن لحاملها بيعها في السوق بالسعر السائد إذا رغب في التخلص منها قبل تاريخ استحقاقها، ويمثل الفرق بين القيمة المدفوعة لشراء السند وبين القيمة الاسمية أو سعر البيع مقدار الفائدة التي يحققها حامل السند.

– السندات متزايدة سعر الفائدة لأجل معلوم: هي سندات تصدر بأسعار فائدة غالبا ما تكون أقل من الأسعار المتاحة في الأسواق المالية إلا أن السعر يتم تصعيده تدريجيا حتى يصل في تاريخ معين إلى آخر معدل تم تحديده سلفا لسعر الفائدة، ويصبح السعر منذ ذلك التاريخ ثابتا.

– سندات سعر الفائدة المعوم: هذا النوع من السندات نشأ في سوق لندن في بداية الثمانينات من القرن الماضي لمواجهة موجة التضخم التي أدت إلى رفع أسعار الفائدة، مما ترتب عنه انخفاض القيمة السوقية للسندات بشكل ألحق بحملتها خسائر كبيرة، وقد اعتمدت هذه السندات على تحديد سعر فائدة مبدئي على أساس سعر فائدة سوق ما بين البنوك بلندن، المعروف بسعر الليبور مضافا إليه هامش محدد بنسبة غالبا ما تكون ربع أو نصف في المائة يستمر العمل به لمدة ستة أشهر، على أن يعاد النظر فيه دوريا كل نصف سنة بهدف تعديله ليتلاءم مع أسعار الفائدة الجارية في السوق. تخول هذه السندات لأصحابها حدا أدنى من العائد، وتتراوح مدتها غالبا ما بين خمس وسبع سنوات، ويمكن استهلاكها قبل هذا التاريخ.

– سندات سعر الفائدة المتغير: هذا النوع من السندات لا يرتبط سعر فائدتها بسعر الليبور كسابقتها، فهو يتحرك صعودا وهبوطا مما يجعلها أكثر جاذبية للراغبين في استثمار أموالهم في السندات.

– سندات سعر الفائدة المرتبط بمستوى الأسعار: لما كانت القوة الشرائية للنقود ترتبط بمستوى الأسعار ارتباطا عكسيا، الأمر الذي يؤدي إلى عدم رغبة بعض المستثمرين عن استثمار أموالهم في الأدوات المالية ذات الفوائد الثابتة، والتي تقل نسبتها عن نسبة التضخم، الأمر الذي يترتب عليه تدهور القوة الشرائية للأموال المستثمرة وتآكلها، فقد استحدث الفكر المالي نوعية من السندات يتغير سعر فائدتها على فترات دورية لا تقل عن عام ولا تزيد عن عامين، ويرتبط هذا التغير بالتغير النسبي في مستوى الأسعار.

[1] عبد الكريم أحمد قندوز، مرجع سابق، ص. ص. 46-48.

– **سندات المشاركة في الربح:** هي سندات تخول لأصحابها الحق في الحصول على نسبة من الأرباح المحققة للمشروع إذا تجاوز الفائض المحقق حدا معينا، فضلا عن الفائدة المشروطة التي تغلها هذه السندات.

– **سندات الدخل:** تخول هذه السندات لحامليها الحصول على فائدة ثابتة، إلا أن هذا الحق يتوقف على تحقيق الشركة المصدرة لهذه السندات ربحا كافيا لتغطية الفائدة، وبناء على ذلك لا يجوز لحملتها المطالبة بالفوائد في السنوات التي لم تحقق فيها الشركة أرباحا.

4– الفرق بين الأسهم العادية والسندات: انطلاقا من الخصائص المميزة لكل من الأسهم العادية والسندات يمكننا تمييز الفروق التالية بينهما.

جدول رقم (8): الفرق بين الأسهم العادية والسندات

طبيعة الفرق	الأسهم العادية	السندات
الطبيعة القانونية	تمثل ملكية الشركة (مساهمة)	تمثل دينا على الشركة أو الحكومة
الأسبقية	حقوق المساهم تأتي بعد حقوق حملة السندات	حقوق حملة السندات تسدد بغض النظر عن النتيجة المسجلة
العائد	أرباح متغيرة موزعة	فوائد ثابتة (سنوية أو نصف سنوية)
تاريخ الاستحقاق	غير محدد	محدد في عقد الإصدار
التصويت	للمساهمين الحق في التصويت وإدارة الشركة	ليس لهم حق التصويت ولا انتخاب مجلس الإدارة
استرداد المبلغ المستثمر	لا يمكن استرداده من الشركة	يمكن استرداده في نهاية مدة القرض
حضور الجمعيات العامة	لهم الحق في ذلك	ليس لهم الحق في ذلك
المصدرون	شركات المساهمة	الشركات، الحكومة والمؤسسات المالية المختصة والمرخصة

المصدر: محفوظ جبار، **أسواق رؤوس الأموال: الهياكل، الأدوات والاستراتيجيات**، الجزء الثاني، دار الهدى، الجزائر، 2011، ص. 745.

ثالثا: الأوراق المالية الهجينة

هي أوراق مالية تقترب مميزاتها سواء من الأسهم أو السندات، أو هي تلك الأوراق التي تنتمي إلى إحدى المجموعتين أسهم أو سندات، ولكن تحمل بعض خصائص المجموعة الأخرى.

- **أنواعها:** تصنف إلى ثلاثة أصناف[1]:

1- الأسهم ذات الأولوية في الأرباح: تتميز هذه الأسهم عن الأسهم العادية بخاصيتين هما:

- الأولوية عند الحصول على أرباح مقارنة مع الأسهم الأخرى، فهي من جهة ضامنة لنسبة معينة من الأرباح عند تحقيق المؤسسة لأرباح؛

- يوزع هذا الحد الأدنى من الربح قبل أي توزيع للأسهم.

2- سندات المساهمة: هي قيم منقولة تتداول بنفس الشكل الذي تتداول به الأسهم والسندات، ومن خصائصها:

- تشمل عوائد سند المساهمة بشكل إلزامي جزأين: جزء ثابت وهو ما يجعلها تشبه السندات، وجزء متغير وهو ما يجعلها تشبه الأسهم؛

- يمكن استرجاع قيمتها قبل الأسهم العادية عند تصفية الشركة وبقبول الشركة المصدرة، ولكن بعد تصفية الديون الأخرى للشركة.

3- شهادات الاستثمار: تمنحها المؤسسة العمومية التي تمتلك حق إصدار الأسهم، وتمثل هذه الشهادات ما تمثله الأسهم حيث تمثل قسم صغير من رأسمال الشركة، وتمنح لحاملها حق الحصول على جزء أو نسبة من الأرباح المحققة وهذا ما يجعلها تشبه السند، ويمكِّن هذا النوع من السندات من الحصول على أصول جديدة دون فقدان حق السيطرة والمراقبة عليها.

[1] سالم صلال راهي الحسناوي، مرجع سابق، ص. ص. 99-100.

رابعا: المشتقات المالية

لقد تزايدت أهمية المشتقات المالية على مدار العقدين الأخيرين من القرن الحالي، بسبب الثورة التي حدثت في تكنولوجيا الاتصالات وانعكاساتها على أسواق المال، والتي بدخولها فيما يعرف بعصر العولمة زادت عمقا واتساعا، وقد قادت الثورة الحادثة في عالمي الاستثمار والتمويل إلى ابتكار أدوات استثمارية جديدة غير الأدوات التقليدية السائدة، أدوات تسهل عملية نقل وتوزيع المخاطر، مما يساعد في توفير عنصر السيولة في السوق الثانوي، وبذلك توفر لهذا السوق خاصيتي العمق والاتساع وفي اتجاه يؤدي إلى تحسين كفاءته[1].

والهدف من المشتقات المالية هو التحوط عن طريق نقل المخاطر الناتجة عن عدم ثبات أسعار العديد من العناصر مثل أسعار الفائدة وأسعار الصرف وأسعار الأسهم، وقد يلجأ البعض إلى التعامل بها لغايات المضاربة[2].

1- تعريف المشتقات المالية: هي أدوات مالية يتم اشتقاقها من أصل نقدي، ويمكن شراؤها وبيعها وتداولها بطريقة مماثلة للأسهم أو أية أصول مالية أخرى. يعتمد تسعير وأداء المشتقات المالية مثل المستقبليات، الخيارات والمقايضات بشكل كبير على الأصل محل التعاقد، وتتم المتاجرة بالمشتقات في الأسواق المنظمة (البورصة) أو مباشرة عبر الهاتف أو الكمبيوتر وذلك في الأسواق غير المنظمة[3].

كما تعرف أيضا بأنها العقود التي تشتق قيمتها من قيمة الأصول المعنية، والأصول التي تكون موضوع العقد تتنوع ما بين الأسهم والسندات والسلع والعملات الأجنبية...، وتسمح المشتقات للمستثمر بتحقيق مكاسب أو خسائر اعتمادا على أداء الأصل موضوع العقد، ومن أهم المشتقات: عقود الاختيار، العقود المستقبلية، عقود المبادلات...[4].

وتعرف أيضا بأنها عقود مالية تتعلق بفقرات أو بنود خارج الميزانية، وتتحدد قيمتها بقيم واحد أو أكثر من الموجودات (الأصول) أو الأدوات أو المؤشرات الأساسية المرتبطة بها[5].

---

[1] محمد مطر وفايز تيم، **إدارة المحافظ الاستثمارية**، دار وائل، الأردن، 2005، ص. 253.

[2] زياد رمضان، **مبادئ الاستثمار**، دار وائل، الطبعة الرابعة، الأردن، 2007، ص. 89.

[3] Reuters Financial Glossary, Published by PEARSON Education, Reuters Ltd, second edition, 2003, P.60.

[4] عبد العال حماد، **المشتقات المالية: المفاهيم، إدارة المخاطر، المحاسبة**، الدار الجامعية، مصر، 2001، ص. 5.

[5] السيد متولي عبد القادر، **الأسواق المالية والنقدية في عالم متغير**، مرجع سابق، ص. 238.

انطلاقا مما سبق، يمكن تعريف المشتقات المالية بأنها أوراق مالية تشتق قيمتها من القيمة السوقية لورقة مالية أخرى مثل السهم العادي أو السند، وبالتالي فليس للمشتقات المالية حقوقا مالية مباشرة على أصول حقيقية.

2- المبررات الدافعة لظهور المشتقات المالية: تتمثل فيما يلي[1]:

- تجنب مخاطر تقلب أسعار الفائدة: إذ يعد تقلب أسعار الفائدة التي تؤثر في الأطراف المتعاملة في السوق المالية، سواء بصورة تقلب تكلفة أو تقلب عائد مما يؤثر بالنتيجة في أداء سوق المال.

- تجنب القواعد التنظيمية: من أهم القواعد التنظيمية الاحتياطي المطلوب على الودائع، القيود على سعر الفائدة المدفوع للودائع.

- التقدم التكنولوجي: حيث حدث تطور هائل في الأساليب الفنية لتقديم الخدمات المالية، وأدى هذا التقدم إلى تخفيض ملموس في تكلفة الخدمات والقدرة على استحداث أوراق مالية مربحة للمؤسسة.

3- خصائص المشتقات المالية: تتلخص فيما يلي[2]:

- ترتبط العقود المالية بسعر ورقة مالية أو سعر فائدة أو سعر عملة معينة....؛
- تشتق قيمة العقود المالية من الأسعار الحالية للأصول المالية أو العينية محل التعاقد؛
- يتم تسوية عقود المشتقات في تاريخ مستقبلي؛
- تستخدم العقود المالية ضد مخاطر التغيرات المتوقعة في أسعار تلك الأصول.

4- المتعاملون بالمشتقات المالية: يمكن تصنيفهم إلى[3]:

-المستخدمون النهائيون: وهم الذين يدخلون إلى هذه الأسواق لتحقيق أهداف معينة تتصل بالتحوط وتكوين المراكز المالية والمضاربة، وتشمل هذه الفئة على مجموعة واسعة من المؤسسات كالبنوك وبيوت الأوراق المالية وشركات التأمين وصناديق الاستثمار وغيرها.

- الوسطاء: هم الذين يلبون احتياجات المستخدمين النهائيين للمشتقات المالية باستخدام هذه الأدوات الجديدة في الأسواق، وذلك مقابل إيرادات في شكل رسوم الصفقات وهوامش عروض البيع والشراء، بالإضافة إلى الاستفادة من مراكزهم المالية الخاصة.

---

[1] عبد الكريم أحمد قندوز، مرجع سابق، ص. 83.

[2] السيد متولي عبد القادر، **الأسواق المالية والنقدية في عالم متغير**، مرجع سابق، ص. 239.

[3] المرجع السابق، ص. 241.

كما يتم تقسيمهم حسب هدفهم من التعامل في المشتقات المالية إلى[1]:

– **المتحوطون:** أي تلك الأطراف التي تسعى إلى تخفيض المخاطر التي يتعرضون لها جراء تقلب الأسعار، والمشتقات تتيح لهم العمل في ظروف التأكد التام عن طريق تثبيت الأسعار، ولكنها لا تضمن تحسين النتائج.

– **المضاربون:** وهم المراهنون على تحركات الأسعار في المستقبل، ويستخدمون المشتقات المالية لمحاولة تحقيق مكاسب.

– **المراجحون:** تلجأ هذه الأطراف للمشتقات المالية عندما يكون هناك فرق في السعر لأصل ما بين سوقين أو أكثر من خلال الشراء من السوق المرتفع السعر والبيع في السوق المنخفض السعر في نفس الوقت، وبالتالي تحقيق أرباح مقبولة وعديمة المخاطرة، وطبعا يتم الشراء والبيع بعقود مستقبلية أي دون دفع القيمة مباشرة.

5– استخدامات المشتقات المالية: تتمثل فيما يلي[2]:

* التغطية ضد المخاطر؛

* أداة لاكتشاف السعر المتوقع في السوق الحاضر؛

* إتاحة فرصة أفضل لتخطيط التدفقات النقدية؛

* إتاحة فرص استثمارية للمضاربين؛

* إدارة وتنشيط التعامل على الأصول محل التعاقد؛

* سرعة تنفيذ الاستراتيجيات الاستثمارية.

6– أسواق المشتقات المالية: تنقسم إلى قسمين[3]:

– **أسواق المشتقات التعاقدية أو الموازية:** تمتاز هذه الأسواق بأنها تربط بين الأطراف المتعاقدة بكل سهولة ومرونة، وتعطيهم حرية واسعة في التعامل وتحديد القواعد التي تطبق على الصفقات التي يعقدونها، وعلى اعتبار أنها غير منظمة ولا تشرف عليها هيئة رسمية فإنه يطبق عليها أحكام القانون العام في حالة النزاعات، كما أنها تمتاز أيضا بالمضاربة وارتفاع المخاطر وقلة السيولة.

– **أسواق المشتقات المنظمة:** حيث تؤطرها السلطات العمومية ممثلة بهيئة الأسواق المالية التي تشرف على قواعد التعامل فيها وتسهر على حسن سيرها، تساعدها في ذلك غرف المقاصة التي تضمن مخاطر الطرف الآخر في

---

[1] سالم صلال راهي الحسناوي، مرجع سابق، ص. 106.

[2] عبد الكريم أحمد قندوز، مرجع سابق، ص. ص. 88-92.

[3] محفوظ جبار، **أسواق رؤوس الأموال: الهياكل، الأدوات والاستراتيجيات**، الجزء الثاني، مرجع سابق، ص. ص. 628-629.

الصفقات، وتسهر على سيولة السوق، كما تمتاز باحترام المبادئ العامة في التعامل في مثل هذه الأسواق، لاسيما فيما يتعلق بإتمام الصفقات في الظروف العادية المتعارف عليها.

7- متطلبات نجاح سوق المشتقات المالية: هناك مجموعة من المتطلبات لابد من توفرها لضمان سوق ناجحة للمشتقات المالية أهمها[1]:

أ- وجود مناخ استثماري ملائم:

- سوق حر يتمتع بالإفصاح والشفافية والعدالة؛
- سيولة مرتفعة؛
- سوق نشط للإدارة المالية الأساسية المحددة؛
- استقرار أسواق الصرف الأجنبي.

ب- وجود البنية الأساسية لتنظيم وحماية السوق:

- قوانين وقواعد تحدد حقوق ومسؤوليات الأطراف المختلفة؛
- جهة رقابية تعمل على تطبيق القوانين والقواعد من أجل حماية المستثمر؛
- آليات ملزمة لتنفيذ القوانين.

ج- وجود تنظيم بالسوق يكفل الحماية والعدالة بين كل الأطراف:

- وجود قواعد عضوية بالبورصة ونظم تسمح بسهولة التداول والرقابة اللحظية والرقابة على إدارة المخاطر؛
- وجود جهة للمقاصة والتسوية تعمل على خفض مخاطر الائتمان؛
- وجود إجراءات تتبع في حالات الخلاف أو عدم الوفاء بالالتزامات أو تنفيذ عمليات غير قانونية؛
- صياغة نموذج لعقود المشتقات بصورة تحد من التلاعب.

[1] عبد الكريم أحمد قندوز، مرجع سابق، ص. ص. 85-86.

خامسا: أدوات سوق المشتقات المالية

تتمثل الأدوات التي يجري تداولها في سوق المشتقات المالية في عقود الخيارات، العقود الآجلة، المستقبليات والمبادلات.

1- عقود الخيارات: هي نوع من العقود غير الملزمة لحاملها بينما هي ملزمة لمن يصدرها، تعطي لحاملها (المستثمر) حق خيار ممارسة أو عدم ممارسة شراء أو بيع ورقة مالية أو مجموعة من الأوراق المالية بسعر محدد ومتفق عليه مسبقا يسمى سعر التنفيذ أو سعر الممارسة، وذلك قبل حلول تاريخ محدد أو في تاريخ محدد يسمى تاريخ نفاذ صلاحية العقد[1].

كما يعرف أيضا بأنه الحق المتاح للمستثمر لشراء وبيع ورقة مالية أو مجموعة من الأوراق المالية بسعر متفق عليه مسبقا، يطلق عليه سعر التنفيذ في تاريخ محدد أو قبله[2].

ويعرف أيضا بأنه عقد يعطي الحق وليس الالزام لحامله (المشتري) في أن يشتري أو يبيع أصلا من الأصول بسعر محدد عند عقد الصفقة، على أن يتم التسليم والتسديد في فترة قادمة متفق عليها مقابل علاوة أو مكافأة محددة غير قابلة للاسترجاع[3].

أ- عناصر الخيار: يمتاز كل خيار من الخيارات المتاحة بـ:

- طبيعة العقد: هو حق مطالبة عوضي، وهو حق له مردود إذا توفرت شروط معينة يتفق عليها عند تحريره، ويضمن عقد الخيار لحامله حقا وليس التزاما، أي أن حامل عقد الخيار لديه مثلا حق الخيار في شراء (أو بيع) الأسهم المتفق عليها حسب نوع العقد، ولكنه غير ملزم بالشراء أو البيع إذا لم يرغب في ذلك، أي أن لديه الحرية في أن ينفذ هذا العقد أو لا[4].

- تاريخ الاستحقاق: وهو التاريخ الذي يمكن أن ينفذ فيه الخيار (خيار أوروبي) أو قبله (خيار أمريكي). إذا لم ينفذ الخيار بعد هذا التاريخ فإن قيمته تصبح صفرا.

- سعر الخيار: وهو المكافأة التي تحدد في العقد الأولي وتدفع من قبل المشتري إلى المصدر أو البائع، وهي غير قابلة للاسترداد.

---

[1] مصطفى يوسف كافي، مرجع سابق، ص. 164.

[2] سرمد كوكب الجميل، مرجع سابق، ص. 317.

[3] محفوظ جبار، **أسواق رؤوس الأموال: الهياكل، الأدوات والاستراتيجيات**، مرجع سابق، ص. 754.

[4] مصطفى يوسف كافي، مرجع سابق، ص. 165.

– سعر التنفيذ: هو السعر المحدد في العقد، والذي يمكن أن يشتري أو يبيع به الأصل المعني بالخيار.

ب– أهداف عقد الخيار: تتمثل فيما يلي[1]:

– تحقيق العوائد من فروقات الأسعار عند تقلبها في فترات قصيرة؛

– التحوط من تقلبات السوق وبالتالي تستخدم الخيارات لتجاوز أو تخفيف مخاطر السوق؛

– الاستثمار حيث يعتبر شراء الخيار أداة استثمارية بديلة عن حيازة الأصل لحين انتظار توقع ارتفاع الأسعار في وقت استحقاق عقد الخيار.

ج– أنواع عقود الخيار: هناك أنواع كثيرة من الخيارات منها:

– الخيارات حسب نوع الحق: تنقسم إلى[2]:

❖ **خيار الشراء:** هو عقد على دفع مبلغ معين مقابل الحصول على حق شراء أصل مالي معين خلال فترة محددة في تاريخ محدد (تاريخ الاستحقاق)، وبالسعر المسمى في العقد الذي يسمى سعر التنفيذ. وعليه، فعقد اختيار الشراء يلزم بائع الاختيار (محرر العقد) ببيع الأصل لمشتري الاختيار إذا رغب في الشراء، أما الأخير فله الحق في واحد من ثلاثة:

* ممارسة حقه في شراء الأصل ودفع السعر المحدد؛

* بيع الاختيار في السوق وإلغاء وضعيته؛

* المحافظة على حقه دون تنفيذ إلى انقضاء تاريخ الاستحقاق، فيسقط حقه في الشراء.

❖ **خيار البيع:** هو عملية عكسية لخيار الشراء، فهو عقد على دفع مبلغ معين مقابل الحصول على حق بيع أصل مالي معين، خلال فترة محددة أو في تاريخ محدد (تاريخ الاستحقاق) وبالسعر المسمى في العقد الذي يسمى سعر التنفيذ. وعليه، فعقد خيار البيع يلزم بائع الخيار بشراء الأصل من مشتري الخيار إذا رغب في البيع، أما الأخير فله الحق في واحد من ثلاثة:

* ممارسة حقه في بيع الأصل مقابل السعر المحدد؛

* بيع الاختيار في السوق وإلغاء وضعيته؛

* المحافظة على حقه دون تنفيذ إلى انقضاء تاريخ الاستحقاق، فيسقط حقه في البيع.

---

[1] هوشيار معروف، مرجع سابق، ص. 161.

[2] عبد الكريم أحمد القندوز، مرجع سابق، ص. ص. 112-113.

❖ **الخيار المزدوج:** هو عقد يجمع بين خيار البيع وخيار الشراء، وبمقتضاه يصبح لحامله الحق في أن يكون بائعا أو مشتريا للأصل المالي محل الخيار بحسب ما تقتضيه مصلحته، ويتنوع الخيار المركب إلى نوعين:

* **خيار مركب لا يتغير فيه سعر الشراء عن سعر البيع:** مشتري هذا الخيار ينظر في تقلبات السوق، فإن وجد أن البيع أفضل مارسه، وإن وجد أن الشراء أفضل له مارسه، وبذلك يكون متيقنا من الحصول على حد أدنى من العائد مقابل تحمله سعر الخيار، والذي يكون عادة أعلى من سعر الخيار المفرد.

* **خيار مركب يتغير فيه سعر الشراء عن سعر البيع:** في هذا النوع لا يربح مشتري الخيار إلا إذا تجاوز سعر الأصل في السوق سعر التنفيذ في خيار الشراء، أو نقص عن سعر التنفيذ في خيار البيع، فإذا ارتفعت أسعار السوق خلال فترة الخيار مارس حقه في الشراء، أما إذا انخفضت فإنه يمارس حقه في البيع.

❖ **الضمانات:** يمكن النظر إلى الضمانات على أنها عقود خيار شراء تصدر بواسطة الشركات على أسهمها، وعادة ما تكون لفترات طويلة مقارنة بعقود الاختيارات[1].

– **الخيار حسب تاريخ تنفيذ العقد:** تنقسم إلى ما يلي:

❖ **الخيار الأمريكي:** بموجب الأسلوب الأمريكي فإن العقد يعطي مشتري حق الخيار في شراء أو بيع أوراق مالية بالسعر المتفق عليه، في أي وقت خلال الفترة الممتدة من إبرام العقد حتى التاريخ المحدد لانتهائه ، ويمتاز هذا الأسلوب بالمرونة الكبيرة لصاحب الخيار فهو ليس محصورا بتاريخ محدد إنما خلال فترة محددة[2].

❖ **الخيار الأوروبي:** وفيه يكون حامل حق الخيار محصورا في تاريخ محدد هو آخر مدة الخيار، ولا يستطيع تنفيذ الخيار إلا في هذا التاريخ[3].

❖ **طريقة برمودا:** في هذه الطريقة يتم وضع عدة محطات محددة يمكن فيها تنفيذ الخيار، ومن الملاحظ أن هذه الطريقة تجمع بين الطريقتين السابقتين[4].

---

[1] السيد متولي عبد القادر، **الأسواق المالية والنقدية في عالم متغير**، مرجع سابق، ص. 245.

[2] حسني خربوش وعبد المعطي ارشيد ومحفوظ جودة، **الأسواق المالية: مفاهيم وتطبيقات**، دار زهران، الأردن، 1998، ص. 176.

[3] المرجع السابق.

[4] عبد الكريم أحمد قندوز، مرجع سابق، ص. 130.

– **الخيار حسب التغطية:** تنقسم إلى[1]:

❖ **عقود خيار الشراء المغطاة:** هي عقود يمتلك فيها محرر العقد (البائع) للأصول موضوع العقد، أي أنه يستطيع أن يغطي التزامه بالبيع إذا اختار مشتري العقد تنفيذ العقد.

❖ **عقود خيار الشراء غير المغطاة:** هي عقود لا يمتلك فيها محرر العقد (البائع) للأصول موضوع العقد، ولذلك إذا اختار مشتري العقد التنفيذ فإن البائع سيضطر إلى شراء الأصل من السوق ثم تسليمه للمشتري.

– **الخيار باعتبار ملكية محرر الخيار للأصل:** تنقسم إلى[2]:

❖ **الخيار المغطى:** وهو الذي يكون فيه محرر الخيار مالكا للأصل.

❖ **الخيار المكشوف:** وهو الذي لا يكون فيه محرر الخيار مالكا للأصل، وهذا هو الغالب في عقود الخيار القائمة في الأسواق المالية.

– **الخيار حسب الربحية:** تنقسم إلى[3]:

❖ **مربحة:** هو الخيار الذي يحقق أرباحا إذا كان السعر السوقي أكبر من سعر التنفيذ المحدد في العقد بالنسبة لخيار الشراء، والعكس بالنسبة لخيار البيع.

❖ **غير مربحة:** يكون عقد خيار المشتري غير مربح إذا كان السعر السوقي أصغر من سعر التنفيذ المحدد في العقد، والعكس بالنسبة لخيار البيع.

❖ **متعادلة (متكافئ):** هي الخيارات التي يكون فيها سعر التنفيذ تقريبا مساويا لسعر الأصل السوقي.

– **الخيار حسب الأصل محل الخيار:** تنقسم إلى:

❖ الخيارات على السلع.

❖ الخيارات على الأوراق المالية (الأسهم والسندات).

❖ الخيارات على العملات.

❖ الخيارات على مؤشرات السوق.

---

[1] السيد متولي عبد القادر، **الأسواق المالية والنقدية في عالم متغير**، مرجع سابق، ص. 246.

[2] عبد الكريم أحمد قندوز، مرجع سابق، ص. 114.

[3] السيد متولي عبد القادر، **الأسواق المالية والنقدية في عالم متغير**، مرجع سابق، ص. 246.

– الخيار حسب التداول: تنقسم إلى:

❖ **خيارات متداولة:** تتداول عقود الخيارات في السوق المنظمة.

❖ **خيارات غير متداولة:** تتداول عقود الخيارات في السوق بالتراضي ولا تتداول في السوق المنظمة.

د– المكاسب أو الخسائر المتحققة من عقد الخيار: في حالة تنفيذ العقد تكون مكاسب حامل العقد تساوي عدد الأسهم – ثمن شراء العقد (سعر السهم في السوق أكبر من سعر التنفيذ)، وتكون خسارة محرر العقد مساوية لنفس المبلغ، أما في حالة عدم التنفيذ تكون خسارة حامل العقد مساوية لثمن شراء العقد، بينما يكون ثمن شراء العقد هو مكسب محرر العقد، أي أنه في عقود الخيارات يكون هناك دائما طرف رابح وآخر خاسر والأرباح تساوي الخسائر سواء في حالة التنفيذ أم في حالة عدم التنفيذ. ويطلق على العقد الذي يؤدي تنفيذه إلى تحقيق أرباح مصطلح "في النقد"، وعلى العقد الذي يؤدي تنفيذه إلى تحقيق خسائر مصطلح "خارج النقد"

بناء على ذلك، فإن عقد حق خيار الشراء يصبح في النقد إذا أصبح سعر السوق أكبر من سعر التنفيذ، ويصبح خارج النقد إذا أصبح سعر السوق أقل من سعر التنفيذ، وعلى العكس من ذلك تكون حالة خيار البيع فإنه يصبح في النقد إذا أصبح سعر السوق أقل من سعر التنفيذ، وخارج النقد إذا أصبح سعر السوق أكبر من سعر التنفيذ. وفيما يلي جدول يظهر موقف بائع ومشتري حق الخيار.

جدول رقم (9): موقف بائع ومشتري حق الخيار

الحالة	خيار بيع	خيار شراء
السعر السوقي أكبر من سعر التنفيذ	المشتري: يقرر عدم تنفيذ الحق وخسائره محددة بقيمة المكافأة	المشتري: ينفذ الحق وتكون أرباحه غير محدودة
	البائع: يحقق أرباحا تتمثل في قيمة المكافأة	البائع: يحقق خسائر غير محدودة
السعر السوقي أقل من سعر التنفيذ	المشتري: ينفذ الخيار وأرباحه غير محدودة	المشتري: لا ينفذ وخسائره محدودة بقيمة المكافأة
	البائع: يتكبد خسائر غير محدودة	البائع: يحقق أرباحا تتمثل في قيمة المكافأة

المصدر: عبد الكريم أحمد القندوز، **المشتقات المالية**، مؤسسة الوراق للنشر والتوزيع، الأردن، 2011، ص. 134.

2– العقود الآجلة: تعتبر العقود الآجلة أقدم عقود المشتقات المالية، وتعرف بأنها اتفاق بين طرفين لشراء أو بيع أصل ما في تاريخ مستقبلي بسعر متفق عليه يتحدد عند التعاقد، ولا يتم تداول العقد الآجل في البورصة[1].

[1] عبد الكريم أحمد قندوز، مرجع سابق، ص. 213.

كما تعرف أيضا بأنها عقود غير قابلة للتداول، تعطي لحاملها الحق والالتزام الكامل معا لترتيب مبادلة على أصل معين في وقت مستقبلي يحدد مسبقا وبسعر يحدد مسبقا أيضا. ويظهر هنا سعران أحدهما يعرف بسعر التسليم الذي هو السعر السائد والآخر بالسعر الآجل، يتساوى السعران وقت التعاقد، إلا أن السعر الأول يكون ثابتا والسعر الثاني يكون قابلا للتغيير[1].

ويعرف أيضا بأنه اتفاق رسمي ملزم غير قابل للفسخ يتم بين طرفين، الأول بائع والآخر مشتري لأصل من الأصول، على أن تتم هذه الصفقة بسعر محدد مسبقا هو سعر التسليم، ويكون التسليم والتسديد في فترة قادمة متفق عليها وقت إمضاء العقد (تاريخ محدد في العقد هو تاريخ الاستحقاق)، وقد يتفق الطرفان على الكثير من الخصوصيات الأخرى المتعلقة بالأصل والعقد بصفة عامة، تفاديا للخلافات والنزاعات في هذه الصفقات، والتي عادة ما تميز سوق العقود الآجلة[2].

بصفة عامة، إن العقود الآجلة ليست أدوات استثمارية بمفهومها التقليدي، بل إنها نوع من الاتفاقيات التجارية تعقد بين طرفين لتبادل معين سيتم تنفيذه في وقت لاحق في المستقبل. فمثلا إن تم التعاقد على بيع سند ما ينفذ مستقبلا يتحدد بموجبه نوع السند وقيمته وتاريخه وموقع تنفيذه، فإذا كان سعر وقت التعاقد مساويا لـ10000 دج وأصبح السعر في نهاية الفترة المقررة 10200 دج، فإن المشتري الأخير سيستلم السند بالمبلغ الأول ويبيعه بالمبلغ الثاني فيربح من وراء ذلك 200 دج، بينما في المقابل يخسر البائع النهائي هذا المبلغ الأخير[3].

أ- مميزات العقود الآجلة: تتميز العقود الآجلة بالخصائص التالية[4]:

- المرونة:حيث لا تكون العقود الآجلة بصفة عامة نمطية، وهذا يعني أن كلا من البائع والمشتري يتفاوضان على شروط العقد، لذلك فهما يمتلكان حرية التصرف؛

- لا تتمتع بالسيولة مقارنة بالمشتقات الأخرى: فإذا رغب البائع أو المشتري الخروج من الاتفاق الآجل فإنه يحتاج إلى أن يجد شخصا آخر يحل محله ويقبل أن يتم بيع العقد له؛

- تتضمن مشكلة محتملة وهي المتعلقة بمخاطر الائتمان أو مخاطر العجز عن السداد، وهي مخاطر ناشئة عن عدم قدرة أحد أطراف العقد الآجل على الوفاء بالتزاماته؛

---

[1] هوشيار معروف، مرجع سابق، ص. ص. 154-155.

[2] محفوظ جبار، **أسواق رؤوس الأموال: الهياكل، الأدوات والاستراتيجيات**، مرجع سابق، ص. 779.

[3] هوشيار معروف، مرجع سابق، ص. 155.

[4] عبد الكريم أحمد قندوز، مرجع سابق، ص. ص. 214-215.

– يتحدد الربح والخسارة من العقد الآجل مباشرة من خلال العلاقة بين سعر السوق الفعلي للأصل محل التعاقد، وسعر التنفيذ الذي تم تصميمه في العقد من خلال الاتفاق بين طرفين؛

– تتحقق قيمة العقد الآجل في تاريخ انتهاء صلاحية العقد ولا توجد مدفوعات عند بداية العقد.

ب– مخاطر التعامل بالعقود الآجلة: ككل المشتقات المالية تتعرض العقود الآجلة إلى مجموعة من المخاطر أهمها:

– مخاطر عدم القدرة على الوفاء بالتزامات العقد: نظرا لكون العقود الآجلة لا تتداول في الأسواق المنظمة، فهي لا تتمتع بالحماية التي توفرها شركة التسوية (دار المقاصة) بشأن الوفاء بالتزامات العقد.

– مخاطر عدم القدرة على التخلص من التزامات العقد: لا يمكن في العقود الآجلة التخلص من التزاماته بأخذ مركز مضاد في عقد مماثل، فالانسحاب من التعاقد يتطلب إعادة التفاوض مع الطرف الآخر أو التفاوض مع طرف ثالث بشأن عقد آخر يأخذ فيه مركزا عكسيا، الأمر الذي قد يصاحبه بعض التنازلات يطلق عليها مخاطر تسويق العقد.

– تكلفة مرتفعة للمعاملات: تنطوي العقود الآجلة على تكلفة أعلى للمعاملات مقارنة بالمستقبليات، تتمثل في التكلفة النقدية المصاحبة للعقد وتكلفة البحث عن أطراف التعاقد.

3– المستقبليات: تعد سوق المستقبليات أحد الأسواق المالية التي نشأت في نهاية السبعينيات، للتحوط من المخاطر المالية التي واجهت المستثمرين والمتعاملين بالأوراق المالية بسبب البيئة المالية غير المستقرة والمضطربة التي سادتها آنذاك، لذا نشأت عقود المستقبليات وترافق معها سوق التداول بتلك العقود.

أ– تعريف عقود المستقبليات: يعرف العقد المستقبلي بأنه التزام متبادل بين طرفين، يفرض على أحدهما أن يسلم الآخر أو يستلم منه وبواسطة طرف ثالث (الوسيط) كمية محددة من أصل أو سلعة معينة في مكان وزمان محددين وبسعر محدد[1].

ويعرف أيضا بأنها عقود تعطي الحق في شراء أو بيع كمية من أصل معين بسعر محدد مسبقا على أن يتم التسليم في تاريخ لاحق في المستقبل، ويلتزم كل من الطرفين (البائع والمشتري) بإيداع نسبة من قيمة العقد لدى السمسار الذي يتعامل معه، وذلك إما في صورة نقدية أو في صورة أوراق مالية بغرض حماية كل طرف من المشكلات التي قد تترتب على عدم مقدرة الطرف الآخر على الوفاء بالتزاماته[2].

---

[1] محمد مطر، مرجع سابق، ص. 272.

[2] منير ابراهيم هندي، **الأسواق الحاضرة والمستقبلية: أسواق الأوراق المالية وأسواق الاختيار وأسواق العقود المستقبلية**، سلسلة الأسواق المالية (2)، الأكاديمية العربية للعلوم المالية والمصرفية، الأردن، 1995، ص. 323.

وتعرف أيضا بأنها عقود معيارية منظمة بواسطة البورصة بين طرفين، يفرض على أحدهما أن يسلم الآخر كمية محددة من أصل معين في تاريخ لاحق في مكان محدد وبسعر يحدد آنيا. وبذلك فإن هذا العقد ينشأ بين طرفين يكون أحدهما مشتري للعقد والآخر بائعا له، أما الأصل الذي يسري عليه التعامل بموجب العقد فيمكن أن يكون أصلا حقيقيا أو أصلا ماليا[1].

ب– خصائص عقود المستقبليات: تتميز بالخصائص التالية[2]:

– النمطية: فالعناصر الأساسية المكونة للعقد المستقبلي وهي المبالغ والكميات المتعلقة بالأصل المعني وتواريخ الاستحقاق وغيرها من العناصر معيارية، 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 بطريقة المزاد العلني المفتوح، وهي أسواق العقود المستقبلية حيث تتبع هذه الأخيرة بأنظمة للتسوية والمقاصة ولا يسمح بالتعامل فيها إلا للأعضاء المرخصين؛

– 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 الصفقات قبل تاريخ استحقاقها على عكس العقود الآجلة التي عادة ما يتم تنفيذها في التاريخ المتفق عليه.

ج– أهداف العقود المستقبلية: للعقود المستقبلية العديد من الأهداف منها[3]:

[1] سالم صلال راهي الحسناوي، مرجع سابق، ص. 112.

[2] محفوظ جبار، **أسواق رؤوس الأموال: الهياكل، الأدوات والاستراتيجيات**، مرجع سابق، ص. ص. 783–784.

[3] عبد الكريم أحمد قندوز، مرجع سابق، ص. 228.

– اكتشاف السعر: يعرف بأنه عكس المعلومات الخاصة بأسعار السوق النقدية (الحاضرة) المستقبلية من خلال أسواق المستقبليات، ويتحقق ذلك من خلال ثلاثة عوامل هي الحاجة إلى المعلومات الخاصة بالسعر الحاضر في المستقبل، ودقة التنبؤ بالأسعار المستقبلية من قبل أسواق المستقبليات، وأداء التنبؤ بالأسواق المستقبلية بباقي أساليب التنبؤ الأخرى؛

– نقل خطر تغير الأسعار إلى طرف آخر مقابل أجر؛

– إمكانية استخدامها في المضاربة؛

– تغطية الخطر الناتج عن تقلبات أسعار الفائدة.

للإشارة، يوجد العديد من الأسواق المستقبلية: عقود المستقبليات المالية، عقود مستقبليات المحاصيل الزراعية، عقود مستقبليات المعادن الثمينة والمواد الخام، عقود مستقبليات أسعار الفائدة وعقود مستقبليات العملات الأجنبية.

د– عناصر العقود المستقبلية: تتمثل فيما يلي[1]:

– وحدة التعامل: يقصد بها الكمية والوحدة التي تقاس بها مكونات العقد التي تختلف باختلاف الأصل محل التعاقد، مثل أن يتضمن العقد الواحد للتعامل في القمح على 5000 بوشل وفي أذونات الخزانة الأمريكية ما قيمته مليون دولار وهكذا.

– شروط التسليم: وتتضمن الشروط التي سيتم التعامل فيما على العقد والفترة الزمنية التي ينبغي أن يتم فيها التسليم، والوسيلة الفعلية التي يمكن بها للبائع تسليم الأصل ودرجة جودة الأصل محل التعاقد، مثلا في عقود أذونات الخزانة يكون التسليم واجبا خلال الثلاثة أيام التالية لثالث يوم اثنين في الشهر المحدد للتسليم.

هذا وتحدد شروط التسليم بواسطة إدارة البورصة، وشروط التسليم في العقود المستقبلية على الأصول المالية ليست جامدة، فالورقة المالية محل التعاقد قد تحل محلها ورقة مالية أخرى بل وقد تمتد المرونة إلى تاريخ التسليم أيضا. وتختلف الفترة الزمنية التي يمكن أن يغطيها العقد من أصل إلى آخر، ففي السلع الزراعية عادة ما يغطي العقد فترة لا تزيد عن ثلاثة شهور.

– حدود تقلب الأسعار: حيث تفرض أسواق العقود حدا أدنى للتغيرات السعرية يتفاوت حسب الأصل محل التعاقد، وحدا أقصى للتغيرات السعرية التي تحدث خلال يوم واحد، وإن كانت بعض العقود مثل العقود على مؤشرات السوق لا تخضع أسعارها لقاعدة الحد الأقصى.

[1] المرجع السابق، ص. ص. 226-227.

– **حدود المعاملات أو المراكز**: ويقصد بها الحد الأقصى لعدد عقود المضاربة التي يمكن أن تكون بيد مستثمر واحد.

– **الهامش المبدئي**: يرجع إلى أن الاستثمار في العقود المستقبلية أي التعاقد على الشراء والبيع لا يترتب عليه حصول البائع على الثمن أو جزء منه، ولكي لا يتعرض أي طرف للضرر نتيجة عدم تنفيذ الطرف الآخر لالتزامه فقد تقرر فرض هامش مبدئي يدفعه كل من الطرفين لبيت السمسرة الذي يتعامل معه، وتختلف قيمة الهامش المبدئي باختلاف الأصل محل التعاقد، ولا يمثل هذا الهامش سوى نسبة ضئيلة تتراوح ما بين 5-15% من قيمة العقد.

انطلاقا مما سبق، فيما يلي جدول يظهر الاختلافات بين العقود الآجلة والعقود المستقبلية.

جدول رقم (10): الاختلافات بين العقود الآجلة والعقود المستقبلية

وجه المقارنة	العقود الآجلة	العقود المستقبلية
نوع العقد	شخصية ويتم التوصل إليها بالتفاوض بين أطراف العقد.	نمطية وتتداول في سوق منظمة وهي البورصة.

ثبات السعر المحدد في العقد	يظل السعر ثابتا خلال فترة العقد، ويتم دفع المبلغ الإجمالي من المشتري إلى البائع في نهاية مدة العقد.	يتم مراقبة الأسعار بصفة يومية، وهذا يعني أن سعر العقد سوف يعدل كل يوم حسب السعر المستقبلي لتغيرات الشيء محل العقد.
تسليم الأصل محل التعاقد	يتم انتهاء العقد بالتسليم عادة.	لا يتم عادة إنهاء العقد بتسليم الأصل موضوع العقد.
تسوية المكاسب والخسائر لأطراف العقد	لا يتم مراقبة التحركات السعرية بصورة يومية، ولذلك لا توجد تدفقات نقدية قصيرة، كما لا توجد متطلبات لهامش مبدئي.	تتم مراقبة التحركات السوقية في نهاية كل يوم تعامل، ولذلك فالعقود المستقبلية يترتب عنها تدفقات نقدية قصيرة، حيث يتطلب الأمر إيداع هامش (مبلغ من المال) لكل من المشتري والبائع، وهذا الهامش سوف يعكس التحركات السعرية للأصل موضوع العقد، فمع كل تغير في السعر يحقق أحد أطراف العقد مكسبا يضاف للهامش ويجوز سحبه، ويحقق الطرف الآخر خسارة يجب إيداعها مرة أخرى ليصل الهامش إلى الحد المطلوب.
ضمانات تنفيذ الالتزامات الواردة في العقد	– نوايا أطراف العقد والملاءة التي يتمتعون بها. – عادة ما تبرم هذه العقود بين مؤسستين ماليتين أو مؤسسة مالية وأحد عملائها. – لا يمكن تصفية العقد إلا لدى طرفيه وبموافقتهما.	غرفة المقاصة تكون هي الطرف الآخر في أي عقد مستقبلي (تعتبر البائعة لكل مشتري والمشترية لكل بائع).
المزايا	– مرونة في التفاوض (حول أي شروط في العقد). – سهولة الاستخدام.	تنطوي على مخاطرة إئتمان قليلة مقارنة بالعقود الآجلة. – أكثر سيولة من العقود الآجلة بسبب إمكانية تصفية العقد عند الرغبة في ذلك.
العيوب	– تعرض أطراف العقد لمخاطر الائتمان نتيجة عدم قدرة أحد الطرفين على الوفاء بالتزاماته. – أقل سيولة، حيث لا يمكن لأي طرف الخروج من العقد إلا بوجود من يحل محله.	– لأن العقود المستقبلية نمطية ومحددة الشروط بواسطة البورصة، فإنه لا يمكن تطويعها لتلبية رغبة أطراف العقد.

المصدر: عبد الكريم أحمد القندوز، **المشتقات المالية**، مؤسسة الوراق للنشر والتوزيع، الأردن، 2011،، ص.ص. 232-233.

4- عقود المبادلات: شاع استخدام هذه الأسواق في السبعينيات من القرن العشرين بالنسبة للعملات الأجنبية، وفي بداية الثمانينات بالنسبة لأسعار الفائدة، ومن ثم دخلت مبادلات السلع والرهون والضرائب.

أ- تعريف عقود المبادلة: هو اتفاق تعاقدي يتم بواسطة وسيط بين طرفين أو أكثر لتبادل الالتزامات أو الحقوق، ويتعهد الطرفان بموجبه: إما على مقايضة الدفعات التي تترتب على التزامات كان قد قطعها كل منهما للطرف

الآخر، وذلك دون إخلال بالتزام أي منهما تجاه الطرف الثالث غير المشمول بالعقد، أو بمقايضة المقبوضات التي تترتب لكل منهما على أصول يملكها وذلك دون إخلال بحق كل منهما لتلك الأصول[1].

ويعرف أيضا بأنها عقود مشتقة تمارس في أسواق غير منظمة، يتفق فيها طرفان على تبادل دوري لتدفقات نقدية وذلك لفترة محددة، وبالاعتماد على مبلغ أساس غالبا ما يتخيله الطرفان[2].

كما يعرف بأنه عقود بين طرفين لتبادل تدفق نقدي مقابل تدفق نقدي آخر، ويتم تحديد ميعاد تسليم التدفق وطريقة الحساب، ويتم استخدام المبادلات للتحوط ضد المخاطر، ولا تخضع هذه العقود لشروط نمطية محددة فقد يملي كل طرف شروطه، ولذا يتم تداولها في الأسواق غير المنظمة فقط[3].

ب– أسباب استخدام عقود المبادلات: تتمثل فيما يلي[4]:

– الحصول على الفرق بين معدلات الإقراض في الأسواق المعومة وتلك الثابتة لمنشأتين؛

– أنها أداة لإدارة المخاطر والتحوط؛

– أنها منخفضة التكلفة؛

– أنها تتمتع بمرونة مالية.

ج– أنواع عقود المبادلات: من بين أهم هذه العقود نجد:

– عقود مبادلة أسعار الفائدة: يتم التعامل بهذا النوع من العقود في أسواق المال بسبب اختلاف ملاءة المقترضين من جهة، واختلاف توقعات المتعاملين في هذه الأسواق من مقرضين ومستثمرين حول تقلب أسعار الفائدة السوقية والمخاطر الناجمة عن ذلك والتي قد تؤدي إلى الإفلاس من جهة أخرى. وعقد مبادلة أسعار الفائدة هو عبارة عن اتفاق بين طرفين لمبادلة مدفوعات الفوائد بموجب فترات منتظمة، وتتمثل في[5]:

* **عقود مبادلة أسعار الفائدة الثابتة بالمتغيرة:** وهو النوع الأكثر انتشارا في هذه المبادلات ويسمى Plain vanilla (الوجبة السهلة أو الفانيلا السادة)، وفيه يوافق أحد الأطراف الداخل في المبادلة على أن يدفع سلسلة معدلات الفائدة الثابتة وفي نفس الوقت يتسلم سلسلة من التدفقات النقدية التي تعتمد على معدلات الفائدة العائمة، ويتحدد هذا المعدل في كثير من الأحيان وفقا لمعدل فائدة التعاملات بين البنوك في لندن (معدل

[1] سالم صلال راهي الحسناوي، مرجع سابق، ص. 129.

[2] هوشيار معروف، مرجع سابق، ص. 167.

[3] السيد متولي عبد القادر، **الأسواق المالية والنقدية في عالم متغير**، مرجع سابق، ص. 261.

[4] المرجع السابق.

[5] سالم صلال راهي الحسناوي، مرجع سابق، ص. ص. 130-132.

الليبور). تغطي اتفاقية المبادلة فترة معينة وهي التي تحدد لسداد الفوائد التي تمثل فحوى عقد المبادلة، ويتحدد مقدار المدفوعات الدورية على أساس مبلغ وهمي أو اعتباري، وهذا الأصل الوهمي يمثل كمية نظرية أو اسمية تستخدم كمقياس لتحديد مقدار التدفقات النقدية التي تسدد وفقا لاتفاقية المبادلة.

تتم تسوية عقود المبادلة على أساس دوري متفق عليه (كل ثلاثة أشهر، كل ستة أشهر،...)، وبالتالي فهي لا تتم بصفة يومية لذلك تسمى الأرباح والخسائر المتولدة عن عقد المبادلة بالأرباح والخسائر الورقية.

* **عقود مبادلة الأوراق المالية ذات معدل الفائدة المتغير وغير المقيد:** هي عبارة عن عقود مبادلة تتم على أوراق مالية ذات معدل فائدة متغير وفي نفس الوقت غير مقيد بحدود دنيا أو عليا.

* **عقود مبادلة أوراق مالية ذات معدل فائدة متغير ومقيد:** هي عقود مبادلات تتم على أوراق مالية ذات معدل فائدة متغير ولكنها في نفس الوقت محددة بحد معين.

– **عقود مبادلة العملات:** تتمثل عملية المبادلة بين عملتين معينتين في شراء إحداهما ولتكن العملة س مثلا وبيع الأخرى ولتكن العملة ص على أساس السعر الآني أو الفوري لكل منهما، وفي الوقت نفسه إعادة بيع الأولى وشراء الثانية بموجب سعر المبادلة (السعر الآجل)، والذي يتم تحديده وفق الفرق القائم بين أسعار الفائدة السائدة حينئذ على الإيداع والإقراض بالنسبة لكل من العملتين. وتتخذ عقود العملات شكلين[1]:

* **عقود مقايضة متوسطة أو طويلة الأجل:** تحدث في أسواق رأس المال يطلق عليها مصطلح مقايضات رأسمالية، ويغلب على أغراضها الطابع التحوطي أكثر من أغراض المضاربة، وتلجأ إليها المؤسسات المالية التي تلجأ إلى الاقتراض طويل الأجل من أسواق رأس المال.

* **عقود المقايضة قصيرة الأجل:** والتي تحدث عادة في أسواق النقد، ويتعامل فيها المضاربون لأغراض تحقيق الأرباح من جراء تقلب أسعار صرف العملات وأسعار الفائدة على تلك العملات.

– **مبادلات عوائد الأسهم:** وهو العقد الذي يتم فيه الاتفاق بين طرفين على أن يدفع أحدهما للآخر معدل العائد لسهم ما، في مقابل أن يدفع له الطرف الآخر معدل العائد على سهم آخر.

[1] مصطفى يوسف كافي، مرجع سابق، ص. 176.

الفصل الحادي عشر:
الأسواق المالية

الأهداف التعليمية:

- يتمكّن الطالب من التحديد الدقيق لمفهوم الأسواق المالية الدولية.
- التعرّف على أسباب ظهور الأسواق المالية الدولية.
- يتمكّن الطالب من التعرّف على الخصائص الأساسية المميّزة وأهداف الأسواق المالية الدولية.
- يتمكّن الطالب من التعرّف على أهم الوظائف التي تؤدّيها الأسواق المالية الدولية.
- يتمكّن الطالب من التعرّف على شروط قيام الأسواق المالية الدولية.
- معرفة التقسيمات الأساسية للأسواق المالية الدولية.
- يتمكّن الطالب من معرفة مفهوم المراكز المالية الدولية ودورها وأهم تصنيفاتها.

محتوى الفصل:

أولا: تعريف الأسواق المالية الدولية

ثانيا: أسباب ظهور الأسواق المالية الدولية

ثالثا: خصائص وأهداف الأسواق المالية الدولية

رابعا: وظائف الأسواق المالية الدولية

خامسا: شروط قيام السوق المالية الدولية

سادسا: أقسام الأسواق المالية الدولية

سابعا: المراكز المالية الدولية

تمهيد:

تعتبر الأسواق المالية الدولية مصدرا من مصادر التمويل بالنسبة للمؤسسات العمومية والخاصة وكذا الحكومات لتمويل العجز والمشاريع المختلفة، هذه المصادر قد تكون قصيرة، متوسطة أو طويلة الأجل، حيث يتم جمعها من طرف البنوك والمؤسسات المرخصة، والتي تقوم هي الأخرى بإعادة استثمارها أو إقراضها للمؤسسات والحكومات الطالبة لرؤوس الأموال[1].

أولا: تعريف الأسواق المالية الدولية

يمكن تعريف الأسواق المالية الدولية بأنها تلك السوق التي يسمح فيها لأي مستثمر مهما كانت جنسيته أن يتعامل شراء وبيعا في الأوراق المالية التي تصدرها منشآت وهيئات محلية[2].

كما يمكن تعريفها أيضا بأنها تلك السوق التي تعتبر 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 والمتدخلون في هذا السوق، ويتم التعامل فيه بمختلف الأدوات المالية والنقدية بقيم مالية أكبر، ومقيمة بعدة عملات أجنبية قابلة للتداول عالميا[3].

وتعرف أيضا بأنها تلك الأسواق التي تضطلع بتمويل العمليات الدولية كالصادرات والواردات من سلع وخدمات ونحوها، بالاضافة إلى العمليات الداخلية كقروض الشركات الوطنية[4].

انطلاقا مما سبق، تعتبر السوق المالية الدولية مصدرا مهما من مصادر التمويل بالنسبة للمؤسسات سواء العمومية أو الخاصة، وكذا بالنسبة للحكومات وذلك من أجل تمويل العجز أو المشاريع المختلفة، وهذه المصادر أو الودائع قد تكون قصيرة أو متوسطة أو طويلة الأجل، والتي يتم تجميعها من الأفراد والمؤسسات المالية المختصة من طرف البنوك والمؤسسات المالية المرخصة، والتي تقوم هي الأخرى بإعادة استثمارها أو إقراضها للمؤسسات

---

[1] جبار محفوظ وعمر عبده سامية، **أسواق رأس المال الدولية: الهياكل والأدوات**، مجلة أبحاث اقتصادية وإدارية، العدد الثالث، جامعة محمد خيضر بسكرة، جوان 2008، ص. 75.

[2] منير ابراهيم هندي، مرجع سابق، ص. 689.

[3] بن ابراهيم الغالي وبن ضيف محمد عدنان، مرجع سابق، ص. 33.

[4] جبار محفوظ، **أسواق رؤوس الأموال: الهياكل، الأدوات والاستراتيجيات**، مرجع سابق، ص. 571.

والحكومات التي هي بحاجة للتمويل، ويتم التعامل في هذه السوق بمختلف الأدوات المالية والنقدية بقيم مالية كبيرة ومقيمة بعدة عملات أجنبية قابلة للتداول عالميا.

ثانيا: 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 لديها، وتتمثل أهم الأسباب التي أدت إلى ظهور الأسواق المالية الدولية ما يلي[1]:

1- ظهور المعاملات المصرفية في أواخر القرون الوسطى (1175) خاصة في إيطاليا، ودخول أدوات نقدية جديدة حيز التنفيذ كالكمبيالة والسندات الأذنية؛

2- ظهور البنوك كمؤسسات مالية وفق قوانين وأسس تحكمها سنة 1401، وهو تاريخ نشأة بنك برشلونة في إسبانيا، والذي كان يقبل الودائع ويخصم الكمبيالات، ثم تلاه أقدم بنك حكومي تأسس في البندقية فنيسيا سنة 1587، وجاء بعده بنك أمستردام في هولندا سنة 1609 الذي أنشأته بلدية أمستردام، وبعدها ازدهرت أعمال البنوك بأشكالها المختلفة وانتشارها في العالم؛

3- ازدهار التعاملات المالية بظهور البورصات في العالم، وكان أولها في أنفر 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؛

4- ظهور الثورة الصناعية والنهضة التكنولوجية التي أدت إلى توسع المشاريع الاستثمارية ونطاق المعاملات التجارية خارج الحدود المحلية للدول؛

5- دفعت الحاجة للتمويل إلى ظهور شركات المساهمة الضخمة التي أتاحت للأفراد المشاركة في رأس مال الشركات، بما يكفل لها التمويل اللازم للنشاطات الاستثمارية؛

[1] بن ابراهيم الغالي وبن ضيف محمد عدنان، مرجع سابق، ص. ص. 34-35.

6- هيمنة النظام الاقتصادي الرأسمالي الذي يدعو إلى الملكية الفردية لوسائل الإنتاج وللتوسع في النشاط الاقتصادي، من خلال زيادة الاهتمام بالاستثمارات التي تتطلب موارد مالية كبيرة تفوق قدرات وإمكانيات الأفراد، والتي تستدعي البحث عنها من مصادر إقليمية وجغرافية متعددة عبر العالم؛

7- توسع الحكومات والشركات الكبرى في الاقتراض الخارجي لأجل تغطية العجز في التمويل الذاتي الموجه لتمويل التنمية الاقتصادية والمحلية، مما ساهم في ظهور مؤسسات دولية متخصصة في تمويل الدول؛

8- 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؛

9- تطور الأدوات المالية والنقدية المصدرة على المستوى الدولي لغرض جلب إما مساهمين جدد في المؤسسة أو تنويع مصادر الإقراض لديها، وكذا إصدار الحكومات لأوراق الدين لغرض تمويل خطط التنمية لديها؛

10- بروز دور اليورو دولار الذي ساهم في دخول الأسواق المالية الدولية مرحلة النمو المتزايد والتوسع غير المحدود؛

11- تميز المحيط الدولي بتحولات عميقة ساهمت في النمو المتسارع والكبير للسوق المالية الدولية وهي:

- زوال القيود التنظيمية، من خلال إزالة (مرونة) الرقابة على الصرف، ممّا سمح بزيادة تدفقات رؤوس الأموال الدولية بحرية وسهولة أكبر؛
- تقلّص دور الوساطة المالية في التمويل، وبروز أساليب التمويل المباشر، والذي يرتكز على إصدار وتبادل الأوراق المالية من خلال اللّجوء إلى الأسواق المالية؛
- انفتاح الأسواق على المنافسة الدولية، وأمام كل متعامل مهما كانت جنسيته؛
- ظهور الإبداعات المالية.

ثالثا: خصائص وأهداف الأسواق المالية الدولية

1- خصائص الأسواق المالية الدولية: تتميز بسمات متعددة نذكر أهمها[1]:

- ارتفاع حجم المعاملات الخاصّة بالأدوات الاستثمارية الأجنبية في سوق مالية وطنية معيّنة، بحيث يشكل نسبة عالية من التبادلات الجارية بشكل اعتيادي كسوق لندن بالنسبة للأورو دولار؛

- ارتفاع نسبة مساهمة بلد معيّن بشكل عام وأسواق معينة بشكل خاص في القيمة الإجمالية للتبادلات الدولية؛

[1] هوشيار معروف، مرجع سابق، ص. ص. 184-185.

– اعتماد شبكات الاتصالات الدولية في التعاقدات على التبادلات الدولية ومتابعة إجراءات تنفيذها؛

– تزايد دور التعاملات غير النظامية سواء بشكل مباشر أو غير مباشر بين أطراف العقود من خلال الوساطة المالية أو الاتصالات السلكية واللاسلكية، وقد صارت هذه التعاملات سمة بارزة للأسواق المالية الدولية بسبب تعاظم نسبتها في القيمة الكلية لهذه الأسواق؛

– قيام المؤسسات غير الوطنية (متعدّدة الجنسيات) بممارسة وظائف المشاركة أو الضمان أو الإدارة للتبادلات المالية الجارية بشكل مباشر أو من خلال أسواق مالية معيّنة؛

– أغلب الأسواق تسودها المضاربة وبالتالي تعاني من تقلبات وحساسية عالية للشائعات.

2– أهداف السوق المالية الدولية: تكمن أهداف الأسواق المالية الدولية فيما يلي[1]:

– 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 والاشراف والتوجيه؛

– تبني الاجراءات العملية والعلمية في معالجة القضايا المالية والنقدية العالمية المستجدة (الأزمات المالية)؛

– تنظيم الأسواق المالية والنقدية الدولية وإمدادها بالسيولة على المستوى الدولي ضمن إجراءات اقتصادية دولية فعالة.

رابعًا: وظائف الأسواق المالية الدولية

تؤدّي السوق المالية الدولية وظائف عديدة يمكن تلخيص أهمّها فيما يلي[2]:

- حشد المدخرات المالية الدولية الموجهة لخدمة الكيانات الاقتصادية ودعم الائتمان الداخلي والخارجي؛
- تسهيل عملية تحويل الأموال وفق قنوات رسمية وقانونية؛

[1] بن ابراهيم الغالي وبن ضيف محمد عدنان، مرجع سابق، ص. 35.

[2] المرجع السابق، ص: 36.

- المساهمة في تمويل خطط التنمية الدولية والمحلية خاصة للدول النامية؛
- تحديد السعر العادل للأدوات المالية والنقدية المتداولة في السوق المالي من خلال مفهوم الكفاءة المالية للسوق؛
- تطوير الأساليب والإجراءات الكفيلة بالحد من المخاطر المرتبطة بالمعاملات المالية والنقدية؛
- تنظيم إصدار الأدوات المالية ومراقبتها والتعامل بها؛
- توفير قواعد وإجراءات سليمة وسريعة ذات كفاءة للتسوية والمقاصة من خلال مراكز مالية دولية؛
- توفير المعلومات التي يجب على المشاركين في السوق الإفصاح عنها لحاملي الأدوات المالية ليشمل الأوراق المالية المتداولة في البورصات العالمية؛
- المساهمة في تحقيق كفاءة عالية في توجيه الموارد إلى المجالات الأكثر ربحية؛ وهو ما يصاحبه نمو وازدهار اقتصادي؛
- يمكن من خلال الأسواق المالية الدولية توفير مجموعة متنوّعة من المحافظ الاستثمارية للمستثمرين؛
- تساهم السوق المالية الدولية في زيادة وعي المستثمرين وتعريفهم بواقع الشركات والمشروعات.

خامسا: شروط قيام السوق المالية الدولية

لقيام السوق المالية على مستوى دولي لا بد من توفر مجموعة من الشروط الأساسية، والمتمثلة فيما يلي[1]:

- 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 جهاز مصرفي قوي ومتكامل تقوده بنوك مركزية كفأة لضمان توفير السيولة اللازمة للسوق المالي في ظل مستويات مقبولة من المخاطرة، وتساعد على زيادة المدخرات وتشجيع عمليات الاستثمار وتنميتها؛

[1] المرجع السابق، ص. ص. 37-38.

– وجود عدد كاف وقوي من أسواق رأس المال كالبورصات المحلية والاقليمية 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 الأسوق المالية الدولية بالأسوق المالية محلية ببعضها البعض 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؛

– توفر السوق المالي على أدوات مالية متنوعة من حيث الجودة والآجال وكذا الجهات المصدرة، وتشمل مختلف القطاعات الاقتصادية والمالية والتجارية، واتسامها بالمرونة الكافية لسهولة تداولها؛

– 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؛

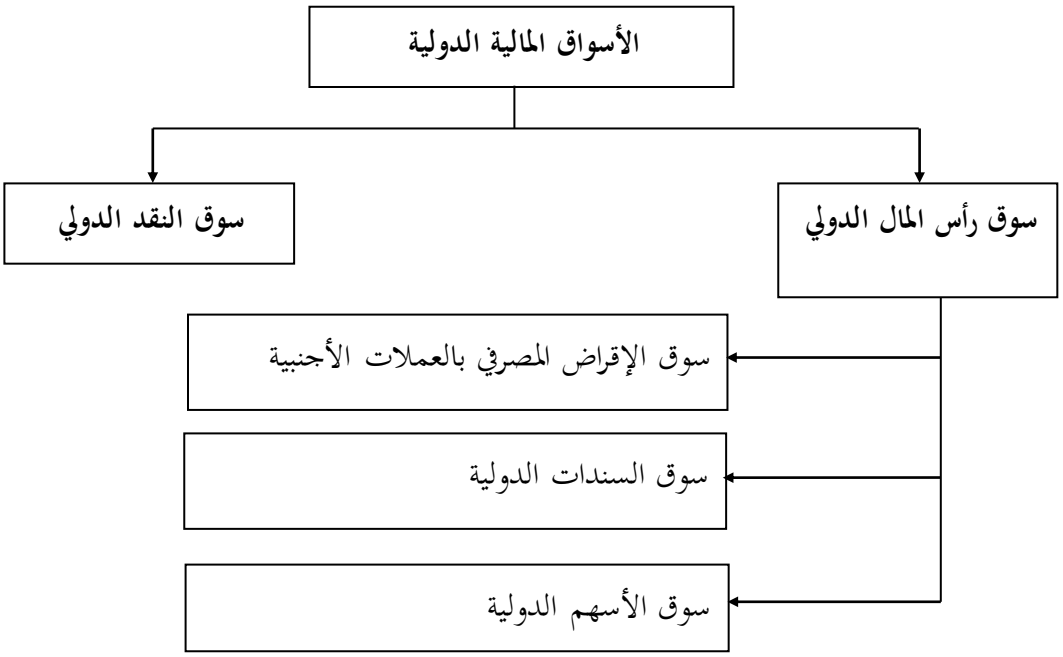
– إمكانية التعامل بمختلف العملات الأجنبية خاصة العملات القيادية منها (الدولار الأمريكي، الجنيه الإسترليني، الأورو، الين الياباني، الدولار الكندي والفرنك السويسري)، وكذا استقرار العملة في الدولة أو المنطقة المراد فيها إيجاد سوق مال دولية؛

– ضرورة وجود نظام اقتصادي متطور، وكذا عدد هائل من المؤسسات الاقتصادية والمالية والتجارية.

سادسا: أقسام الأسواق المالية الدولية

كما هو الشأن بالنسبة للأسواق المحلية فان الأسواق المالية الدولية تنقسم إلى سوق رأس المال الدولي وسوق النقد الدولي، وفيما يلي شكل بياني يظهر ذلك.

شكل رقم (8): تقسيمات السوق المالية الدولية



1- السوق النقدية الدولية: يرجع وجود هذه السوق إلى قيام البنوك التجارية بالاحتفاظ بودائع بالدولار أو الأورو لدى بنوك تجارية في الخارج، ومن أشهر أسواق النقد الدولية سوق الأورو دولار، ولا يقتصر الإيداع بالدولار على البنوك التجارية، إنما تقوم البنوك المركزية أيضا بإيداع ما بحوزتها من دولارات أو أورو في حسابات بالدولار أو الأورو في بنوك خارجية بغرض الاستثمار أو تسوية المعاملات مع البنوك الأجنبية[1].

وتشبَّه هذه السوق بالخزان الذي يحتوي على رؤوس الأموال السائلة قصيرة الأجل من العملات الصعبة، ويرجع السبب في تطور هذه السوق إلى أن المدخرين استطاعوا تحقيق عائد أكبر مما لو ادخروا في السوق المحلية، كما أن المستثمرين أو المقترضين من هذه السوق تمكنوا من الحصول على رؤوس أموال قصيرة الأجل بسعر فائدة أقل مما لو كانت قروضهم من السوق المحلية. وقد توسعت هذه السوق أكثر منذ منتصف الستينات من القرن الماضي، كما تعتبر بمثابة مجموعة من الصفقات التجارية والمالية التي تتم بواسطة العملات الصعبة خارج بلدانها،

[1] محمد أحمد الأفندي، **النقود والبنوك**، دار الكتاب الجامعي، اليمن، 2009، ص. 115.

أي خارج بلدان إصدارها كأن نتكلم عن الدولارات الأوربية 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[1].

من أهم المتعاملين الاقتصاديين والماليين في هذه السوق نجد البنوك المركزية، البنوك التجارية، الشركات متعددة 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 والناتجة بالإضافة إلى أغراض التمويل عن المبادلات التجارية الدولية، أي تسديدها، وكذلك عن السياسات المالية والنقدية لمختلف الدول وتدخلات بنوكها المركزية وسلطاتها المالية، وبالخصوص باستعمال الأداتين المتمثلتين في أسعار الفائدة وأسعار الصرف[2].

2- سوق رأس المال الدولي: هي تلك السوق التي 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 مصادر التمويل من النوعين متوسط وطويل الأجل.

إذن، 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.

لقد نشطت هذه السوق مع بداية الستينات من القرن الماضي وتطورت كثيرا منذ ذلك الوقت. لقد تجلى هذا التطور في انقسامها إلى عدة فروع وفقا لنوع الأوراق والمنتجات المالية من جهة، ولإجراءات الإصدار من جهة أخرى، وفيما يلي أهم تلك الفروع.

أ- سوق الإقراض المصرفي بالعملات الأجنبية: تتمثل تلك القروض في القروض الممنوحة من طرف البنوك باستعمال عملة أجنبية، أي خارج البلدان التي أصدرتها. وبذلك فسوق الإقراض المصرفي بالعملات الأجنبية هي سوق منح القروض متوسطة وطويلة الأجل على المستوى العالمي، والتي عادة ما تكون بمبالغ معتبرة، بالإضافة إلى

[1] جبار محفوظ، **أسواق رؤوس الأموال: الهياكل، الأدوات والاستراتيجيات**، مرجع سابق، ص. 574.
[2] المرجع السابق، ص. 575.

ذلك فالبنوك العالمية المتخصصة في منح مثل هذه القروض لا تخضع في معظم الأحيان لتشريعات وحماية دولة معينة، الأمر الذي جعل تلك القروض تتميز بمخاطر عادة ما تكون عالية نسبيا. وعليه، فالقروض الدولية تغطى من طرف مجموعات من البنوك لتقسيم وتخفيض المخاطر من جهة، ولتغطية القروض التي يعجز بنك واحد عن توفيرها بمفرده من جهة أخرى. لهذه الأسباب وغيرها تجمعت البنوك والمؤسسات المالية العالمية في شكل تكتلات بنكية لتمنح قروضا متوسطة وطويلة الأجل بكثير من العملات الأجنبية خاصة بالدولار الأمريكي[1].

ينقسم سوق الإقراض المصرفي إلى سوق اليورو دولار وسوق العملات الأجنبية الدولية.

- **سوق اليورو دولار:**

يتم استخدام مصطلح الدولار الأوروبي للإشارة إلى الدولارات الأمريكية التي تحتفظ بها البنوك خارج الولايات المتحدة الأمريكية وخصوصًا البنوك الأوروبية، فهو عبارة عن سوق الدولارات الأمريكية الموجودة خارج حدود الولايات المتحدة الأمريكية والمتواجدة في أغلب الأحيان في الدول الأوروبية وحتى غير الأوروبية، ويتكوّن سوق الدولار الأوروبي من عدد من البنوك الكبيرة في لندن وبعض الدول الأوروبية التي يقتصر تعاملها على الدولار فقط أي تقبل الودائع وتمنح القروض بالدولار الأمريكي فقط، ثم توسّع ليشمل أية دولارات مودعة لدى البنوك العاملة خارج الولايات المتحدة الأمريكية، ومع تطور سوق الأورو دولار تطوّرت أسواق مماثلة مثل سوق الإسترليني الأوروبي، ويقصد به سوق الإسترليني المتعامل به خارج بريطانيا، ويطلق على هذه الأسواق في كثير من الأحيان أسواق العملات الحرة، وليس لسوق الأورو دولار حدود وطنية معينة فهو لا يخضع لرقابة أية دولة[2].

أمّا فيما يخص أسعار الفائدة على قروض الأورو دولار فيمكن أن تكون ثابتة طيلة مدة القرض، كما يمكن أن تكون متغيّرة أو متحرّكة، وتحدّد حسب أسعار الفائدة المطبقة في سوق لندن على ودائع البنوك فيما بينها أو كما يُعرف باللايبور، وعادةً ما يتم إضافة هامش محدّد على هذا المعدل حسب القرض، وذلك تبعًا لمستوى المخاطر التي تميّز البلد المقترض، حيث يتم تصنيف البلدان المدينة حسب مستوى المخاطر إلى[3]:

-بالنسبة للدول الصناعية: تدفع ½% أقل من LIBOR؛

[1] جبار محفوظ وعمر عبده سامية، مرجع سابق، ص. 76.

[2] بن ابراهيم الغالي وبن ضيف محمد عدنان، مرجع سابق، ص. 71.

[3] جبار محفوظ، **أسواق رؤوس الأموال: الهياكل، الأدوات والاستراتيجيات**، مرجع سابق، ص. 578.

-بالنسبة للدول الأفريقية: تدفع أسعار فائدة أعلى تتراوح ما بين 1% و2% أعلى من LIBOR، بحجة ارتفاع نسبة المخاطر والقدرة على عدم السداد.

ومن أهم المتعاملين في هذه السوق: البنوك المركزية، البنوك التجارية، السماسرة، الشركات، الحكومة، صناديق الاستثمار، الأفراد.

- **سوق العملات الأجنبية الدولية:**

يمكن تداول العملات الدولية في سوق العملات الدولية والمعروف باسم **For**eign **Ex**change أو اختصارًا **FOREX** وذلك عن طريق السوق الفورية، وهو عبارة عن سوق يلتقي من خلاله البائعين والمشترين للعملات المختلفة، بغض النظر عن الزمان والمكان، فهو سوق ليس له مكان محدّد، إذ يتم التعامل من خلال شبكة اتصالات عالمية، فيمكن للمتداول الذي يرغب التعامل في هذه السوق فتح حساب لدى وسيط محلّي أو بنك والتداول إمّا في مقرّه أو عن طريق الهاتف، ويتم فيه التداول الفوري للعملات، فهو سوق للتعامل الفوري حيث تسمح هذه السوق بالتداول مباشرة في الوقت الذي يشاء فيه المتداول وبالسعر الذي يعتقد أنّه أفضل للبيع أو الشراء،كما يمكن أيضًا أن تبرم في هذا السوق المعاملات الآجلة عن طريق عقود مستقبلية لشراء وبيع العملات الأجنبية بسعر محدّد في تاريخ مستقبلي[1].

ويتميّز سوق العملات الأجنبية بعدم وجود غرف للمقاصة، عمولات، أو رسوم بيع أو شراء عند التداول في السوق، وبالتالي بانخفاض تكاليف المعاملات المالية، وعدم وجود رسوم حكومية للمعاملات الخاصة بالمقاصة والصرف، كما لا يوجد وسطاء بداخله، حيث يتم التعامل مباشرة مع القوى المؤثرة على تحرّكات العملات.

ويتمثّل المتدخلون الأساسيون في سوق الفوركس في كل من البنوك التجارية الذين يعتبرون أصحاب المصلحة الكبرى في هذه السوق وتمثل معاملاتهم حوالي43 % من إجمالي المعاملات، والبنوك المركزية، والمستثمرون من المؤسسات وهم في الغالب صناديق المعاشات وصناديق التحوط أو شركات التأمين، والشركات المتعدّدة الجنسيات بالإضافة إلى الأفراد.

2- سوق السندات الدولية: تعتبر سوق السندات الدولية فرعا من فروع السوق المالية الدولية، إذ يتم فيها تداول السندات الدولية التي تمثل دينا على المصدر، وتصدر بعملة مخالفة لعملة الدول التي تتداول فيها. من الأمثلة على ذلك السندات المصدرة باستعمال الدولار الأمريكي والمباعة في الأسواق الأوربية، وتتكلف هيئة دولية

[1] بن ابراهيم الغالي وبن ضيف محمد عدنان، مرجع سابق، ص. 68.

بإصدار وتسويق تلك السندات عبر أقطار العالم، كما تقوم بشراء السندات التي لم يتم بيعها في السوق حتى توفر السيولة لها، وتمثل هذه السندات الدولية وسيلة هامة لجلب رؤوس الأموال من دول أخرى بغرض تمويل المشروعات، إذ تتراوح مدة استحقاقها من 10 إلى 15 سنة. وعليه فهي وسيلة تمويل طويل الأجل[1].

تنقسم أسواق السندات الدولية إلى نوعين رئيسيين هما[2]:

– السندات الأوروبية: يُقصد بها السندات التي يصدرها المقترضون من دولة معينة خارج حدود دولتهم وفي أسواق رأس المال لدول أخرى وبعملة غير عملة الدولة التي تمّ فيها طرح هذه السندات، كأن تقوم مؤسسة جزائرية بإصدار سندات مقوّمة بالدولار الأمريكي وبيعها في سوق لندن المالي، ويُطلق على هذه السندات أورو سندات.

– السندات الأجنبية: يُقصد بها السندات التي يصدرها المقترضون من دولة معيّنة خارج حدود دولتهم، وفي أسواق رأس المال لدولة أخرى وبنفس عملة الدولة التي تمّ طرح السندات بها، كأن تقوم مؤسسة جزائرية بإصدار سندات مقوّمة بالدولار الأمريكي وبيعها في أسواق رأس المال في نيويورك، ويُطلق على هذه السندات سندات أجنبية.

وتتميّز السندات الأجنبية بانخفاض تكاليف عملية الإصدار خاصّةً إذا ما قورنت هذه التكاليف بتكاليف إصدار سندات الأورو، وذلك بسبب صعوبة ارتياد أسواق السندات الأجنبية نظرًا للقيود التي قد تضعها السلطات المحلّية على هذه الإصدارات.

ويُشارك في إصدار السندات الدولية بنوعيها الأوروبية والأجنبية كل من التجمّعات المصرفية الدولية والمؤسّسات أو الحكومات أو الوكالات الدولية المقترضة، والمستثمرون بمختلف أنواعهم.

3– سوق الأسهم الدولية: يمثل جزءا من سوق رأس المال الدولية، وهو مكان أو هيئة أو آلية لإصدار وتداول الأسهم بين مختلف المتعاملين، إذ تعتبر الأسهم 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 ومقترنة بمدة حياة المؤسسة لمصدرة[3].

يتم إصدار الأسهم الدولية من قبل شركات دولية في غير بلدها الأصلي، لغرض تلبية احتياجاتها المالية اللازمة لاستثماراتها التوسعية وتعزيز مركزها المالي دوليا، وتتم عملية توزيع الأسهم الدولية للاكتتاب من طرف هيئة

[1] جبار محفوظ وعمر عبده سامية، مرجع سابق، ص. 77.

[2] صالح مفتاح، **مطبوعة في مقياس المالية الدولية**، جامعة بسكرة، الجزائر، 2006/2005، ص. 148.

[3] بن ابراهيم الغالي وبن ضيف محمد عدنان، مرجع سابق، ص. 68.

دولية متخصصة مكونة من بنوك ومؤسسات مالية، وبذلك يصبح جزء من رأس مال الشركة المصدرة للأسهم الدولية ملكا لأطراف أجنبية.

ويتم التعامل في سوق الأسهم الدولية من خلال المؤسسات المالية المتخصصة، البنوك والسماسرة وبيوت المقاصة، والشركات الدولية إضافة للأفراد الراغبين في توظيف جزء من أموالهم لتعظيم مكاسبهم المادية.

إن إصدار الأسهم الدولية يكون من خلال استعمال العديد من الشرائح هي[1]:

-شريحة محلية؛

-شريحة أوروبية توجه للأسواق الأجنبية وتصدر بعملة مختلفة عن عملة تلك الأسواق؛

-شريحة أجنبية توجه للأسواق الأجنبية.

إذا كان الإصدار يضم الشرائح الثلاثة السابقة تعرف الأسهم في هذه الحالة بالأسهم العالمية، أمّا إذا ضم الإصدار كل من الشريحة الأوروبية والشريحة الأجنبية فقط فتعرف بالأسهم الدولية.

سابعا: المراكز المالية الدولية

1- تعريف المراكز المالية الدولية: تعرف بأنها 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. ومن الفرضيات الأساسية للمركز المالي أن تكون المعاملات المالية بكافة أنواعها (عقود، تحويلات، عمليات بورصة...) قابلة للتداول وبكافة العملات، وذلك عبر المؤسسات المالية المختصة التي تعمل ضمن هذه السوق (محلية أو أجنبية)، إضافة إلى البورصات العاملة في هذا المركز المالي[2].

كما يعرف بأنه مكان عالمي في دولة أو إقليم أو مدينة التقاء التدفقات النقدية والمالية الداخلة والخارجة من سيولة نقدية بمختلف العملات الأجنبية، وكذا الأوراق المالية بمختلف آجالها والمعادن النفيسة، والتي يعاد توزيعها على العالم بواسطة المؤسسات المالية المحلية والأجنبية من بنوك، أسواق العملات الأجنبية، أسواق رأس

[1] جبار محفوظ وعمر عبده سامية، مرجع سابق، ص. 97.

[2] المرجع السابق، ص. 79.

المال، شركات التأمين ومختلف الوسطاء الماليون. وإعادة توزيع التدفقات النقدية والمالية يتم من خلال العقود والعمليات المالية والتحويلات مع الخارج بقيم متداولة وبكافة العملات الأجنبية[1].

كما تعرف بأنها الأماكن المالية الدولية، وهي كذلك المراكز المصرفية الدولية، وهي في وظيفتها الأماكن التي تحدث فيها مختلف الصفقات المالية الدولية[2].

2- تصنيف المراكز المالية: يتم تصنيف المراكز المالية وفقًا لتوليفة أو مجموعة من المعايير، فمن حيث المدى أو الحيّز الجغرافي تصنّف المراكز المالية إلى ثلاثة أنواع: عالمي، إقليمي، محلّي، ومن حيث نطاق الأعمال فتصنّف إلى الخدمات المصرفية الخاصة، الخدمات المالية عبر الحدود، تبادل العملات الأجنبية، الإعفاءات الضريبية، وأغلب الكتابات صنّفت المراكز المالية إلى ثلاثة أنواع من المراكز المالية التقليدية، التي يمكن التمييز بينها اعتمادًا على الحجم والعمق ونطاق التغطية وطبيعة العمليات التي يتم تأديتها في كل من هذه المراكز، ويمكن توضيح ذلك كما يلي[3]:

أ- المراكز المالية الدولية:تعتبر المراكز المالية الدولية أكبر المراكز المالية على الإطلاق، وتتعدّد مصادر وسبل استخدام الأموال بشكل كبير في المراكز المالية الدولية، وتخدم هذه المراكز اقتصاديات ضخمة كالمملكة المتحدة، الولايات المتحدة، اليابان..، وبالتالي يتطلّب المركز المالي الدولي توافر اقتصاد ضخم يخدمه ماليًا، ومنه تمتد معاملاته إلى بقية دول العالم.

ب- المراكز المالية الإقليمية: تتولّى هذه المراكز خدمة إقليم جغرافي محدّد، ومثل هذه المراكز تخدم اقتصاديات أقل حجم نسبيًا من تلك التي تخدمها المراكز المالية الدولية، بالإضافة إلى قيامها بتقديم الخدمات المالية للإقليم المحيط بدولة المركز.

ويتم في الغالب إعفاء المؤسسات المالية في كلا هذين النوعين من الأسواق إمّا كليًا أو جزئيًا من بعض القيود المفروضة على المؤسسات المالية المحلّية، كنسب الاحتياطي القانوني أو الضرائب على المعاملات المالية، أو تكون محرّرة من قيود معدلات الفائدة أو قيود الرقابة على النقد الأجنبي.

---

[1] بن ابراهيم الغالي وبن ضيف محمد عدنان، مرجع سابق، ص. 77.

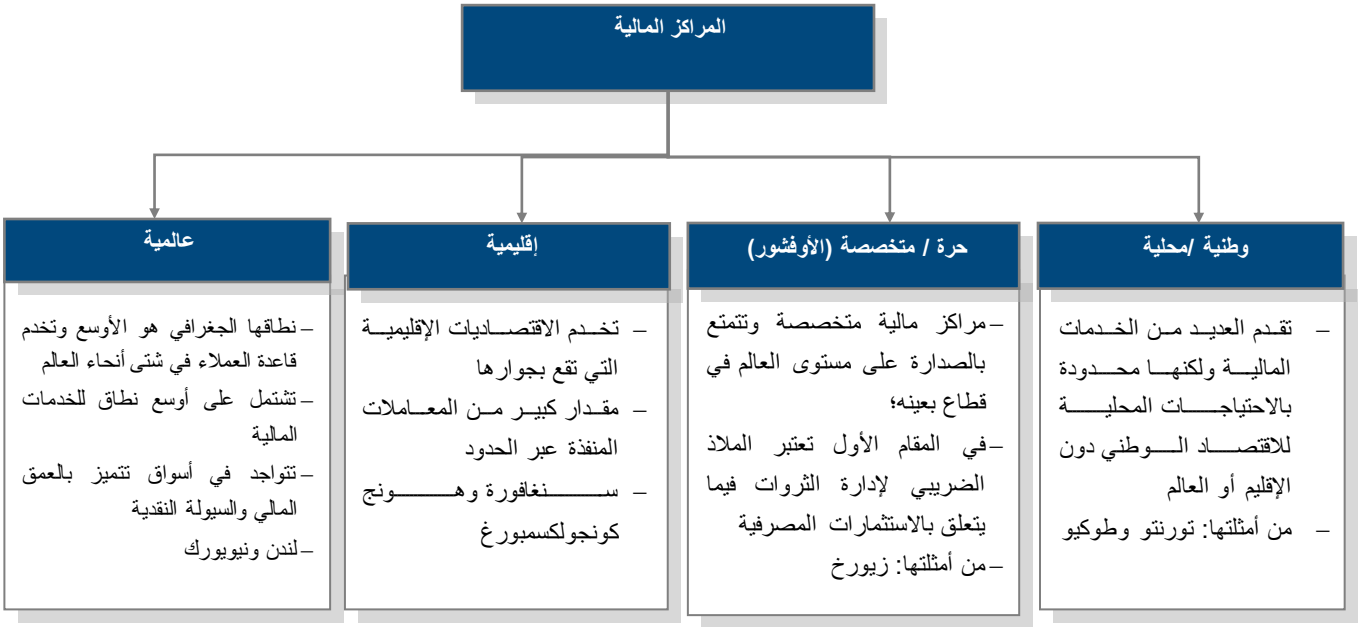
[2] ياحى عيسى، **أداء المراكز المالية الدولية في تسويق الخدمات المالية**، مجلة العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، العدد 05،جامعة سطيف، 2005، ص.37.

[3] محمد إبراهيم السقا، **الكويت مركز مالي، أم مركز مالي إسلامي؟**،كلية العلوم الإدارية، جامعة الكويت، 2005، ص: 04.

ج– مراكز الأوفشور المالية (جنة الضرائب): عرّف صندوق النقد الدولي مراكز الأوفشور بأنّها مراكز تقدم الخدمات المالية المختلفة بواسطة الوحدات المصرفية وغير المصرفية التي تتواجد بها، خاصة إلى غير المقيمين بتلك المراكز، بما في ذلك عمليات الاقتراض والإقراض من وإلى غير المقيمين، وقد توجّه تلك القروض للشركات والمؤسسات المالية، من خلال التزامات البنوك في فروع أخرى، أو إلى المتعاملين في المركز.

ويمكن توضيح تصنيف المراكز المالية كما يلي:

شكل رقم (9): تصنيف المراكز المالية



المصدر: بدر السميط، **تقييم الكويت كمركز مالي**، اتحاد الشركات الاستثمارية، الكويت، 2010، ص. 03.

3– أنواع المراكز المالية الدولية: تنقسم المراكز المالية الدولية من حيث نوع وحجم العمليات المالية المصرفية إلى أربعة أصناف، وهي[1]:

أ– مركز رئيسي: وهو مركز عالمي، ومصدر أمواله عالمي واستخدامات أمواله عالمية مثل لندن ونيويورك.

ب– مركز حجر: هو مركز صوري (شكلي)، يتكون من مجرد مكتب تستخدمه البنوك للاستفادة من التشريعات المرنة كالتسهيلات الضريبية، مثل شركات الأوفشور، وتكون مصادر الأموال خارجية للمركز وكذا استخداماتها خارجية.

ج– مركز تمويل: وهو مركز تكون مصادر أمواله خارجية واستخداماتها داخلية مثل سنغفورة وبنما.

[1] بن ابراهيم الغالي وبن ضيف محمد عدنان، مرجع سابق، ص. 78.

د- مركز تجميع: مصادر أمواله داخلية واستخداماتها خارجية مثل البحرين.

4- دور المراكز المالية الدولية: على اعتبار أن المركز المالي الدولي عبارة عن 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 تبعا للوجهة التي يتخصص بها، والمحددة بتوجيهات عامة استراتيجية للمؤسسات المالية الكبيرة العاملة في هذا المركز. وتتمثل هذه الأدوار في[1]:

أ- 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.

ب- 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 البنوك وغير البنوك لتمويل نشاطات إنتاجية وغير إنتاجية وتجارية.

ج- الدور التسجيلي: يتمثل هذا الدور لبعض المراكز المالية 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.

5- خصائص ومميزات المراكز المالية الدولية: تتميز المراكز المالية العالمية بالخصائص التالية[2]:

- السماح للشركات المرخص لها بالعمل بالعملات المحلية والأجنبية؛
- البيئة الضريبية الجاذبة حيث تصل نسبة الضرائب في الغالب إلى 10%، والاعفاء من الضرائب أو تخفيضها؛
- يسمح المركز بملكية 100% من قبل الشركات الأجنبية، وتحويل جميع الأرباح إلى الخارج؛

[1] جبار محفوظ وعمر عبده سامية، مرجع سابق، ص. 82.

[2] بن ابراهيم الغالي وبن ضيف محمد عدنان، مرجع سابق، ص. 79.

- 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 المالي الدولي:

- يساهم المركز المالي في تنويع الاقتصاد، وتطوير قطاع الخدمات المالية، والارتقاء ببيئة الأعمال إلى المستويات العالمية عبر توفير منصة داعمة للنمو المحلي والاقليمي 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 الإجمالي؛

- تمكين المؤسسات المالية الإقليمية والعالمية من الازدهار في بيئة مواتية للنمو؛

- تعزيز المكانة الدبلوماسية للدولة على المستويين الإقليمي والدولي.

المـــراجـــع

❖ المراجع باللغة العربية:

I. الكتب:

1- إبراهيم بن صالح العمر، **النقود الائتمانية**، دار العاصمة، السعودية، 1414.

2- أبو القاسم عمر الطبولي، **مبادئ الاقتصاد التحليلي الكلي**، الطبعة الثانية، منشورات الجامعة المفتوحة، طرابلس، 1997.

3- أحمد أبو الفتوح الناقة، **نظرية النقود والبنوك والأسواق المالية: مدخل حديث للنظرية النقدية والأسواق المالية**، مكتبة ومطبعة الإشعاع الفنية، الإسكندرية، 2002.

4- أحمد زكريا صيام، **مبادئ الاستثمار**، دار المناهج، الأردن، 1997.

5- أحمد زهير شامية، **النقود والمصارف**، دار زهران، عمان، 2002.

6- أحمد فوزي ملوخية، **مبادئ الاقتصاد**، مركز الإسكندرية للكتاب، مصر، 2009.

7- ارشد فؤاد التميمي وأسامة عزمي سلام، **الاستثمار بالأوراق المالية: تحليل وإدارة**، دار المسيرة، الأردن، 2004.

8- ارشد فؤاد التميمي، **الأسواق المالية: إطار في التنظيم وتقييم الأدوات**، دار اليازوري، الأردن، 2010.

9- أسامة بشير الدباغ وأثيل عبد الجبار الجومرد، **المقدمة في الاقتصاد الكلي**، دار المنهاج للنشر والتوزيع، عمان، 2002.

10- أسامة محمد الفولي ومجدي محمود شهب، **مبادئ النقود والبنوك**، دار الجامعة الجديدة، مصر، 1999.

11- اسماعيل أحمد الشناوي وعبد المنعم مبارك، **اقتصاديات النقود والبنوك والأسواق المالية**، الدار الجامعية، مصر، 2002.

12- السيد متولي عبد القادر، **اقتصاديات النقود والبنوك**، دار الفكر، الأردن، 2010.

13- السيد متولي عبد القادر، **الأسواق المالية والنقدية في عالم متغير**، دار الفكر، الأردن، 2010.

14- أنس بكري ووليد الصافي، **الأسواق المالية والدولية**، دار المستقبل، الأردن، 2009.

15- بدر السميط، **تقييم الكويت كمركز مالي**، اتحاد الشركات الاستثمارية، الكويت، 2010.

16- بسام الحجار، **الاقتصاد النقدي والمصرفي**، دار المنهل اللبناني، لبنان، 2006.

17- بلحزاز يعدل فريدة، **تقنيات وسياسات التسيير المصرفي**، ديوان المطبوعات الجامعية، 2009.

18- بلعزوز بن علي، محاضرات في النظريات والسياسات النقدية، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2004.

19- بن ابراهيم الغالي وبن ضيف محمد عدنان، **الأسواق المالية الدولية: تقييم الأسهم والسندات**، دار علي بن زيد، الجزائر، 2019.

20- بن الضيف محمد عدنان، **مقومات الاستثمار في سوق الأوراق المالية الإسلامية**، دار النفائس، الأردن، 2013.

21- جمال بن دعاس، **السياسة النقدية في النظامين الاسلامي والوضعي: دراسة مقارنة**، دار الخلدونية للنشر والتوزيع، الجزائر، 2006.

22- جمال خريس وآخرون، **النقود والبنوك**، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة، عمان، 2002.

23- جيمس جوارتيني و ريجارد استروب، **الاقتصاد الكلي: الاختيار العام والخاص**، ترجمة عبد الفتاح عبد الرحمان وعبد العظيم محمد، دار المريخ، الرياض، 1999.

24- حسني خربوش وعبد المعطي ارشيد ومحفوظ جودة، **الأسواق المالية: مفاهيم وتطبيقات**، دار زهران، الأردن، 1998.

25- حسين بني هني، **اقتصاديات النقود والبنوك: المبادئ والأساسيات**، دار الكندي للنشر والتوزيع، الأردن، 2014.

26- حسين كمال فهمي، **أدوات السياسة النقدية التي تستخدمها البنوك المركزية في اقتصاد إسلامي**، البنك الإسلامي للتنمية، بحث رقم 63، المملكة العربية السعودية، 2006.

27- خالد علي الدليمي، **النقود والمصارف والنظرية النقدية**، دار الأنيس، ليبيا، 1998.

28- خالد واصف الوزني وأحمد حسين الرفاعي، **مبادئ الاقتصاد الكلي**، الطبعة الخامسة، دار وائل للنشر، عمان، 2002.

29- دريد كامل آل شبيب، **الأسواق المالية والنقدية**، دار المسيرة للنشر والتوزيع، الأردن، 2012.

30- زكريا الدوري ويسرى السامرائي، **البنوك المركزية والسياسات النقدية**، دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع، الأردن، 2006.
31- زياد رمضان، **مبادئ الاستثمار**، دار وائل، الطبعة الرابعة، الأردن، 2007.
32- زينب حسين عوض الله، **اقتصاديات النقود والمال**، دار الجامعة، 1994.
33- زينب عوض الله و أسامة محمد الفولي، **أساسات الاقتصاد النقدي والمصرفي**، منشورات الحلبي الحقوقية، بيروت، 2003.
34- سالم صلال راهي الحسناوي، **الاستثمار والتمويل في الأسواق المالية**، مؤسسة دار الصادق الثقافية، مصر، 2017.
35- سرمد كوكب الجميل، **المدخل إلى الأسواق المالية**، دار الأكاديميون للنشر، الأردن، 2018.
36- سعد عبد الحميد مطاوع، **الأسواق المالية المعاصرة**، مكتبة أم القرى للنشر، مصر، 2001.
37- سمير حسون، **الاقتصاد السياسي في النقود والبنوك**، ط2، المؤسسة الجامعية، 2004.
38- سوزي عدلي ناشد، **مقدمة في الاقتصاد النقدي والمصرفي**، منشورات الحلبي الحقوقية، بيروت، 2005.
39- شاكر القزويني، **محاضرات في اقتصاد البنوك**، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2000.
40- شعبان محمد إسلام البرواري، **بورصة الأوراق المالية من منظور إسلامي**، دار الفكر، سوريا، 2002.
41- صالح صالحي، **السياسة النقدية والمالية في ظل اقتصاد المشاركة**، دار الوفاء، المنصورة، 2001.
42- صالح مفتاح، **النقود والسياسات النقدية**، دار الفجر للنشر للتوزيع، القاهرة، 2005.
43- صبحي تادرس قريصة، **النقود والبنوك**، دار النهضة العربية، بيروت، د.ط.
44- صبحي تادرس قريصة ومدحت محمد العقاد، **النقود والبنوك والعلاقات الاقتصادية الدولية**، دار النهضة العربية، بيروت، 1983.
45- صلاح السيد جودة، **بورصة الأوراق المالية**، مكتبة ومطبعة الإشعاع الفنية، مصر، 2000.
46- ضياء مجيد موسوي، **البورصات: أسواق المال وأدواتها**، مؤسسة شباب الجامعة، مصر، 2005.
47- ضياء مجيد، **الاقتصاد النقدي**، مؤسسة شباب الجامعة للنشر، الإسكندرية، 2000.
48- طاهر فاضل البياتي وميرال روحي سمارة، **النقود والبنوك والمتغيرات الاقتصادية المعاصرة**، دار وائل للنشر، الأردن، 2013.
49- طاهر لطرش، **تقنيات البنوك**، ط6، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2005.
50- عادل أحمد حشيش، **اقتصاديات النقود والبنوك**، الدار الجامعية، لبنان، 1993.
51- عارف حمو وآخرون، **مبادئ الاقتصاد**، مطابع النشر، عمان، 1993.
52- عباس كاظم الدعمي، **السياسات النقدية والمالية وأداء سوق الأوراق المالية: تحليل كلي**، مجموعة النيل العربية، مصر، 2003.
53- عبد العال حماد، **المشتقات المالية: المفاهيم، إدارة المخاطر، المحاسبة**، الدار الجامعية، مصر، 2001.
54- عبد الكريم أحمد قندوز، **المشتقات المالية**، الوراق للنشر والتوزيع، الأردن، 2014.
55- عبد المجيد قدي، **المدخل إلى السياسات الاقتصادية الكلية**، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2003.
56- عبد المطلب عبد الحميد، **السياسات الاقتصادية على مستوى الاقتصاد القومي: تحليل كلي**، مجموعة النيل العربية، القاهرة، 2003.
57- عبد المنعم السيد علي، **اقتصاديات النقود والمصارف**، الأكاديمية للنشر، الأردن، 1998.
58- عبد المنعم السيد علي ونزار سعد الدين العيسى، **النقود والمصارف والأسواق المالية**، دار الحامد، الأردن، 2004.
59- عبد النعيم مبارك وأحمد الناقة، **النقود والصيرفة والنظرية النقدية**، الدار الجامعية، الإسكندرية، 1997.
60- عمر صخري، **التحليل الاقتصادي الكلي**، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2000.
61- غازي عناية، **التضخم المالي**، الطبعة الثانية، دار الشهاب، باتنة، 1986.
62- غازي فرح وعبد النافع الزرري، **الأسواق المالية**، دار وائل للنشر، الأردن، 2001.
63- فليح حسن خلف، **الأسواق المالية والنقدية**، جدارا للكتاب العالمي، الأردن، 2006.
64- كامل بكر وآخرون، **مبادئ الاقتصاد الكلي**، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2003.

65- لحلو موسى بوخاري، **سياسة الصرف الأجنبي وعلاقتها بالسياسة النقدية: دراسة تحليلية للآثار الاقتصادية لسياسة سعر الصرف الأجنبي**، مكتبة حسين العصرية، لبنان، 2001.

66- مبارك عبد النعيم محمد ويونس محمود، **اقتصاديات النقود والصيرفية والتجارة الدولية**، الدار الجامعية، مصر، 1996.

67- محفوظ جبار، **تنظيم وإدارة البورصة**، الجزء الثالث، دار هومة، الجزائر، .

68- محفوظ جبار، **أسواق رؤوس الأموال: الهياكل، الأدوات والاستراتيجيات**، الجزء الثاني، دار الهدى، الجزائر، 2011.

69- محمد إبراهيم السقا، **الكويت مركز مالي، أم مركز مالي إسلامي؟**،كلية العلوم الإدارية، جامعة الكويت، 2005.

70- محمد إبراهيم عبد الرحيم، **اقتصاديات النقود والبنوك**، دار التعليم الجامعي، مصر، 2014.

71- محمد أحمد الأفندي، **النقود والبنوك**، دار الكتاب الجامعي، اليمن، 2009.

72- محمد الصيرفي، **البورصات**، دار الفكر الجامعي، مصر، 2006.

73- محمد البنا، **أسواق النقد والمال: الأسس النظرية والعلمية**، دار زهراء الشرق، مصر، 1996.

74- محمد دويدار، **مبادئ الاقتصاد النقدي**، منشورات الحلبي، بيروت، 2001.

75- محمد شريف إلمان، **محاضرات في النظرية الاقتصادية الكلية: الدوال الاقتصادية الكلية الأساسية (القطاع النقدي)**، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2003.

76- محمد صبري هارون، **أحكام الأسواق المالية الأسهم والسندات: ضوابط التعامل بها في الفقه الإسلامي**، دار النفائس، الأردن، 2009.

77- محمد ضيف الله القطابري، **دور السياسة النقدية في الاستقرار والتنمية الاقتصادية**، دار غيداء للنشر والتوزيع، الأردن، 2010.

78- محمد مطر، **إدارة الاستثمارات: الإطار النظري والتطبيقات العملية**، دار وائل، الأردن، 2004.

79- محمد مطر وفايز تيم، **إدارة المحافظ الاستثمارية**، دار وائل، الأردن، 2005.

80- محمود حميدات، **مدخل للتحليل النقدي**، ط3، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2005.

81- محمود يونس وعبد المنعم مبارك، **مقدمة في النقود وأعمال البنوك والأسواق المالية**، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2003.

82- محمود يونس وكمال أمين الوصال، **نقود وبنوك وأسواق مالية**، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2005.

83- مروان عطون، **النظريات النقدية**، دار البعث للطباعة والنشر، قسنطينة، 1989.

84- مروان عطون، **أسعار صرف العملات**، دار الهدى، الجزائر، بدون سنة نشر.

85- مروان عطون، **الأسواق النقدية والمالية: البورصات ومشكلاتها في عالم النقد والمال**، الجزء 1، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 1993.

86- مصطفى رشدي شيحة، **الاقتصاد النقدي والمصرفي**، الدار الجامعية، الإسكندرية، 1985.

87- مصطفى رشدي شيحة وزينب حسن عوض الله، **الاقتصاد والبنوك وبورصات الأوراق المالية**، المطبعة الحديثة، مصر، 1993.

88- مصطفى كافي، **النقود والبنوك الالكترونية**، دار رسلان، سوريا، 2011.

89- مصطفى يوسف كافي، **تحليل وإدارة بورصة الأوراق المالية**، دار رسلان، سوريا، 2014.

90- منير ابراهيم هندي، **الأوراق المالية وأسواق رأس المال**، منشأة المعارف، مصر، 2006.

91- ناظم محمد نوري الشمري، **النقود والمصارف والنظرية النقدية**، دار زهران للنشر والتوزيع، عمان، 1999.

92- نعمة الله نجيب، محمود يونس وعبد النعيم مبارك، **مقدمة اقتصاديات النقود والصيرفة والسياسات النقدية**، الدار الجامعية للنشر، مصر، 2001.

93- هوشيار معروف، **الاستثمارات والأسواق المالية**، دار صفاء، الأردن، 2009.

94- وسام ملاك، **النقود والسياسات النقدية الداخلية**، دار المنهل اللبناني، بيروت، 2000.

II. الرسائل والأطروحات:

1- إكن لونيس، **تقييم فعالية السياسة النقدية والمالية في تحقيق التوازنات الاقتصادية الكلية في الجزائر خلال الفترة (1990-2014)**، مذكرة دكتوراه غير منشورة، جامعة الجزائر 3، 2016-2017.

2- رحماني موسى ومسمش نجاة، **وضعية النظام المصرفي في ظل برنامج الإصلاح الهيكلي**، ملتقى المنظومة المصرفية في الألفية الثالثة: منافسة، خطر، تقنيات، جامعة جيجل، 6-7 جوان 2005.

3- كريم بوروشة، **أثر السياسة النقدية على آليات معالجة اختلال ميزان المدفوعات –دراسة حالة الجزائر (1990-2012)–** ، مذكرة ماجستير غير منشورة، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، 2014-2015.

4- ليلى اسمهان بقبق، **آلية تأثير السياسة النقدية في الجزائر ومعوقاتها الداخلية –دراسة قياسية–**، مذكرة دكتوراه غير منشورة، جامعة أبي بكر بلقايد، تلمسان، 2014-2015.

5- مختار بن عابد، **فعالية قيادة السياسة الاقتصادية الدورية المغلقة: مقاربة قياسية لحالة الجزائر**، مذكرة دكتوراه غير منشورة، جامعة أبي بكر بلقايد، تلمسان، 2014.

III. المجلات والدوريات العلمية والدراسات وسلاسل العمل والملتقيات:

1- أحمد لحساسنة وفيصل شياد، **منتجات سوق النقد بين المصارف الإسلامية: دراسة تحليلية نقدية للتجربة الماليزية مع محاولة تطوير منتجات تمويلية جديدة**، برنامج كراسي البحث، جامعة الإمام محمد بن سعود الإسلامية، 2014.

2- حدة رايس، **دور السوق النقدية في تأمين سيولة النظام المصرفي**، مجلة العلوم الإنسانية، العدد 9، جامعة محمد خيضر، بسكرة، مارس 2006.

3- صالح مفتاح، **أداء النظام المصرفي من قبل الإستقلال إلى فترة الإصلاحات**، المؤتمر العملي الدولي حول الأداء المتميز للمنظمات و الحكومات، 08-09 مارس 2005، جامعة ورقلة.

4- عبد الجبار أحمد السهيباني، **الأسهم والتسهيم: الأهداف والمجالات**، المجلة الأردنية في الدراسات الإسلامية، المجلد الخامس، العدد 2أ، 2009.

5- محفوظ جبار وعمر عبده سامية، **أسواق رأس المال الدولية: الهياكل والأدوات**، مجلة أبحاث اقتصادية وإدارية، العدد الثالث، جامعة محمد خيضر بسكرة، جوان 2008.

6- محمد الشريف إلمان، **الدينار والجهاز المصرفي في مرحلة الانتقال**، الإصلاحات الاقتصادية وسياسة الخوصصة في البلدان العربية، مركز دراسات الوحدة العربية، بيروت، فيفري 1999.

7- محمد براق، **السوق المالية ودورها في تمويل التنمية في الوطن العربي**، ملتقى دولي حول التكامل الاقتصادي العربي كآلية لتحسين وتفعيل الشراكة العربية-الأوروبية، جامعة سطيف1، الجزائر، 8-9 ماي 2004.

8- محمد منصف تطار، **النظام المصرفي الجزائري والصيرفة الالكترونية**، مجلة العلوم الإنسانية، العدد الثاني، جامعة محمد خيضر بسكرة، 2002.

9- منير ابراهيم هندي، **الأسواق الحاضرة والمستقبلية: أسواق الأوراق المالية وأسواق الاختيار وأسواق العقود المستقبلية**، سلسلة الأسواق المالية (2)، الأكاديمية العربية للعلوم المالية والمصرفية، الأردن، 1995.

10- وليد بشيشي، **أداء السياسة النقدية وأثرها على التوازن الخارجي في الجزائر للفترة (1990-2014): دراسة قياسية باستخدام نموذج Engle – Granger two step méthod**، مجلة الاستراتيجية والتنمية، العدد 11، المجلد 6، 2016.

11- ياحى عيسى، **أداء المراكز المالية الدولية في تسويق الخدمات المالية**، مجلة العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، العدد 05،2005، جامعة سطيف.

IV. المطبوعات:

صالح مفتاح، **مطبوعة في مقياس المالية الدولية**، جامعة بسكرة، الجزائر، 2006/2005.

V. التقارير:

1 المجلس الوطني الاقتصادي والاجتماعي، لجنة آفاق التنمية الاقتصادية والاجتماعية، مشروع تقرير حول: **إشكالية إصلاح المنظومة المصرفية**، الدورة السادسة عشر، نوفمبر 2000.

2- بنك الجزائر، **التقرير السنوي للتطور الاقتصادي والاجتماعي في الجزائر سنة 2010**، جويلية 2011.

3- بنك الجزائر، **التقرير السنوي للتطور الاقتصادي والاجتماعي في الجزائر سنة 2013**، نوفمبر 2014.

4- بنك الجزائر، **التطورات الاقتصادية والنقدية لسنة 2014 آخر التوجهات لسنة 2015**، تدخل محافظ بنك الجزائر أمام المجلس الشعبي الوطني، ديسمبر 2015.

5- بنك الجزائر، **النشرة الإحصائية الثلاثية**، رقم 39، سبتمبر 2017.

6- بنك الجزائر، **النشرة الإحصائية الثلاثية**، رقم 49، مارس 2020.

VI. القوانين والأوامر:

1- القانون رقم 64-111 ممضي في 10 أفريل 1964 عن رئاسة الجمهورية، جريدة رسمية عدد 13 مؤرخة في 10 أفريل والمتضمنة إنشاء العملة النقدية الوطنية 1964.

2- المواد 9-15 من القانون الأساسي للبنك المركزي رقم 62-144 لـ 13 ديسمبر 1962، جريدة رسمية عدد 10.

3- القانون رقم 02/92 المؤرخ في 22 مارس 1992 المتضمن تنظيم مركزية عوارض الدفع، جريدة رسمية عدد 08، 1993.

4- الأمر 01/01 المعدل والمتمم للقانون 10/90 المؤرخ في 2001/02/27.

5- الأمر رقم 10/17 المؤرخ في 11 أكتوبر 2017 المتمم للأمر 11/03 المتعلق بالنقد والقرض، جريدة رسمية رقم 57 الصادرة في 12 أكتوبر 2017.

❖ المراجع باللغة الأجنبية:

I- Les ouvrages:

1- Amour ben Halima, **Monnaie et régulation monétaire avec référence a l'Algérie,** Ed dahleb, Alger, 1997.

2- Amour ben Halima, **Pratique des techniques bancaire: Référence a l'Algérie,** Ed dahleb, Alger, 1997.

3- Ammour Ben halima, **le système bancaire Algérien (textes et realité),** , 2ème édition, édition Dahlab, 2001.

4- André Chaineau, **Qu'est ce que la monnaie**, 2éme édition, Economica, Paris, 1997.

5- Andrey Chouchane – verdier, **Leberalisation Financière et croissance économique: le cas de L'Afrique subsaharienne**, Harmattan, 2001, Paris.

6- Brian Jacobsen, **The law of monetary policy**, wells fargo funds management, Working paper series.

7- Bernard Bernier et Yves Simon, **Initiation a la macroéconomie**, 8éme édition, Dunod, Paris, 2001.

8- Carol sexton et Dat Vovan, **Introduction à l'économique**, Québec, Canada, 1987.

9- Jacque Henry David, **la politique monétaire**, Dunod, Paris 1974 .

10- Jacque Muller et autres, **économie**, 4eme édition, Dunod, Paris, 2004.

11- J. Bailly et autres, **Economie monétaire et financière**, Bréal, Rosny, 2000 .

12- J. Longatte et P. Vanhove, **Economie générale**, 4éme édition, Dunod, Paris, 2005.

13- Jean Louis Besson, **Monnaie et Finance**, OPU, Alger, 1993.

14- Henri Guitton et Gerard Bramoullé, **économie politique**, 13éme édition, Dalloz, Paris, 1984.

15- Henri Guitton et Gerard Bramoullé**, la monnaie**, 5 éme édition, Dalloz, Paris, 1983.

16- Latifé Ghalayni, **Monnaie et banques**, Dar el manhal el-lubnani, leban, 2006.

17- Marc Bassoni et Alain Beitone, **Monnaie: théories et politiques**, Dalloz, 1994.
18- Marie Delaplace, **Monnaie et Financement de l'économie**, Dunod, Paris, 2003 .
19- Mohamed Cherif Ilmane, **Transition de l'économie Algérienne : vue l'économie de marche**, banque d'ALGERIE, 1991.
20- Mourad Goumiri, **L'offre de monnaie en Algérie**, édition Enag, 1993.
21- Pascal Kauffmann et autres, **Economie monétaire et Financière**, 2éme édition, Dunod, Paris, 2003 .
22- Sophie Brana et Michel Cazals, **La monnaie**, Dunod, Paris, 1997.

II- Les rapports:

1- Bank for international settlements, **Implication for central banks of the development of electronic money**, Basle, 1996.
2- European commission**, Proposal for European parliament and council directives on the taking up**, The pursuit and the prudential supervision of the business of electronic money institution, Brussels, 1998.
3- European central bank, **Report on electronic money,** Frankfort, germany, 1998.
4- Office Nationale des statistique ONS, **Rétrospective statistique 1962-2011**, 13ème chapitre: Monnaie et crédit**.**
5- ONS**, l'Algérie en quelques chiffres**, résultats 2006-2008, n° 39, Edition 2009.
6- ONS, **l'Algérie en quelques chiffres**, résultats 2009-2011, n° 42, Edition 2012.
7- ONS**, l'Algérie en quelques chiffres**, résultats 2013-2015, n° 46, Edition 2016.
8- Reuters Financial Glossary, Published by PEARSON Education, Reuters Ltd, second edition, 2003.

1- فهرس الأشكال:

رقم الشكل	عنوان الشكل	الصفحة
1	منحنى الطلب على النقود لغرض المعاملات	59
2	منحنى الطلب على النقود للاحتياط	61
3	حساسية الطلب على النقود للمعاملات والاحتياط لمعدلات الفائدة	61
4	منحنى الطلب على النقود لغرض المضاربة	63
5	المربع السحري لكالدور "N. Kaldor"	74
6	إستراتيجية ممارسة السياسة النقدية	94
7	الوساطة المالية غير النقدية	101
8	تقسيمات السوق المالية الدولية	231
9	تصنيف المراكز المالية	238

2- فهرس الجداول:

رقم الجدول	عنوان الجدول	الصفحة
1	ميزانية الجهاز المصرفي	42
2	تطور المتاحات النقدية M1 والكتلة النقدية M2 ومكوناتهما خلال الفترة (2000-2019)	45
3	تطور مقابلات الكتلة النقدية في الجزائر خلال الفترة (2000-2019)	47
4	خلق النقود في حالة عدم وجود تسرب نقدي	114
5	خلق النقود في حال وجود تسرب نقدي	116
6	الفرق بين السوقين الأولية والثانوية	177
7	أوجه الاختلاف بين السهم العادي والسهم الممتاز	194
8	الفرق بين الأسهم العادية والسندات	203
9	موقف بائع ومشتري حق الخيار	213
10	الاختلافات بين العقود الآجلة والعقود المستقبلية	219