



الجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية
وزارة التعليم العالي والبحث العلمي
جامعة باتنة 1 الحاج لخضر
كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير
قسم العلوم المالية والمحاسبة



محاضرات في الاقتصاد النقدي وأسواق رؤوس الأموال

مطبوعة مقدمة لطلبة السنة الثانية مالية ومحاسبة وعلوم اقتصادية
وتجارية وعلوم التسيير



{{ لَا تَهِنُوا وَلَا تَحْزَنُوا وَأَنْتُمْ الْأَعْلَوْنَ إِنْ كُنْتُمْ مُؤْمِنِينَ }}

فهرس المحتويات
وقائمة الجداول والأشكال

فهرس المحتويات

تقديم

أ - ب

26-01

المحور الأول: تعريف النقود، وظائفها وأشكالها

02 أولاً: نشأة النقود وتعريفها

07 ثانياً: خصائص ووظائف النقود

15 ثالثاً: أنواع النقود

55-27

المحور الثاني: الأنظمة النقدية والعرض النقدي

28 أولاً: تعريف الأنظمة النقدية وأنواعها

40 ثانياً: بنية الكتلة النقدية ومقالاتها

48 ثالثاً: قياس العرض النقدي ومحدداته

82-56

المحور الثالث: النظريات النقدية

57 أولاً: النظرية الكمية للنقود

66 ثانياً: نظرية تفضيل السيولة لكينز

74 ثالثاً: النظرية الكمية الحديثة "تحليل ملتون فريدمان"

106-83

المحور الرابع: السياسة النقدية

84 أولاً: ماهية السياسة النقدية ومراحل تطورها

87 ثانياً: أهداف السياسة النقدية ومستويات فعاليتها

97 ثالثاً: أدوات السياسة النقدية وقنوات إبلاغها

127-107

المحور الخامس: النظام المالي "الأنظمة المصرفية والأسواق المالية"

108 أولاً: تعريف النظام المالي وأهم وظائفه

113 ثانياً: تعريف النظام المصرفي ومؤسساته

124 ثالثاً: تعريف السوق المالية وتقسيماتها

137-128

المحور السادس: قنوات التمويل في الاقتصاد

129 أولاً: التمويل المباشر

131 ثانياً: التمويل غير المباشر

134 ثالثاً: أشكال الأنظمة المالية

158-138

المحور السابع: سوق رأس المال

- 139 أولا: تعريف سوق رأس المال وتقسيماتها
- 147 ثانيا: خصائص سوق رأس المال والأطراف المتدخلة فيها
- 149 ثالثا: الأدوات المتداولة في سوق رأس المال وإجراءات التعامل

175-159

المحور الثامن: السوق النقدية

- 160 أولا: تعريف السوق النقدية وتقسيماتها
- 163 ثانيا: خصائص السوق النقدية وأهم المتدخلين فيها
- 167 ثالثا: أدوات السوق النقدية

183-176

قائمة المراجع

قائمة الجداول

الرقم	العنوان	الصفحة
1	نقاط التشابه والاختلاف بين النقود وبطاقات الدفع الالكتروني	26
2	نقاط التشابه والاختلاف بين الشيكات وبطاقات الدفع الالكتروني	26
3	ميزانتي البنك المركزي والقطاع المصرفي	43
4	الميزانية الموحدة للنظام المصرفي	44
5	مقابل الذهب والعملات الأجنبية	45
6	مقابل قروض الخزينة العامة	47
7	عملية خلق النقود	52
8	أهم الفروق بين العقود المستقبلية والعقود الآجلة	155

قائمة الأشكال

الرقم	العنوان	الصفحة
1	وظائف النقود ووظائف النقود	10
2	أنواع النقود	16
3	أنواع الأنظمة النقدية	30
4	توزيع الدخل الشهري	72
5	منحنى الطلب على النقد	72
6	استراتيجية السياسة النقدية الحديثة	88
7	الأهداف النهائية للسياسة النقدية	93
8	آلية انتقال آثار السياسة النقدية للاقتصاد الحقيقي من خلال أسعار الفائدة	104
9	أقسام السوق المالية	126
10	التمويل المباشر في النظام المالي	130
11	التمويل شبه المباشر في النظام المالي	131
12	تمويل الاقتصاد عبر قناتي التمويل المباشر والتمويل غير المباشر	133
13	التمويل في نظام اقتصاديات الاستدانة	135
14	التمويل في نظام اقتصاديات الأسواق المالية	137

تقديم للمحاضرات



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

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

إلى ذلك، يعد النظام المصرفي والمالي الذي تمثل النقود موضوع نشاط مؤسساته على اختلافها، جزءاً أساسياً من البناء الاقتصادي السائد في أي دولة ويلعب دوراً مهماً في ظل أي من النظم الاقتصادية والاجتماعية، هذا الدور وتلك الأهمية يأخذها من خلال سعي المجتمعات لتحقيق التنمية والرفاه، إذ يمثل النظام المالي في الواقع جزءاً هاماً من مكونات النظام الاقتصادي، وأحد المؤثرات الرئيسية في مستوى النشاط، ليس فقط نتيجة تأثيره على مختلف القطاعات الاقتصادية الأخرى ولكن لأن له تأثيرات اجتماعية تمتد إلى مختلف شرائح المجتمع بشكل مباشر وغير مباشر من خلال الوظائف التي تؤديها المؤسسات والأسواق المالية في الاقتصاد وما يترتب عليها من نتائج اقتصادية واجتماعية.

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

وعليه فقد جرى تقسيم هذه المطبوعة إلى ثماني محاور، أربع منها خصصت لمسائل النظم النقدية والنظريات والسياسات النقدية، في حين تضمنت المحاور الأربعة الأخرى أساسيات الاقتصاد المصرفي والمالي، وهذا حسب ما يلي:

- تعريف النقود، وظائفها وأشكالها
- الأنظمة النقدية والعرض النقدي
- النظريات النقدية
- السياسة النقدية
- النظام المالي "الأنظمة المصرفية والأسواق المالية"
- قنوات التمويل في الاقتصاد
- سوق رأس المال
- السوق النقدية

جاءت محاور المحاضرات وفقا للترتيب السابق متبعة تسلسلا منهجيا في طرح المواضيع المعنية بالدراسة، إذ تنطلق من نشأة النقود مروراً بالمفاهيم الحديثة لها وأهم أنواعها وصولاً إلى النظم النقدية المترتبة على هذه الأنواع وأبرز النظريات والسياسات النقدية في هذا الشأن، ليتم الانتقال في الجزء الثاني إلى المفاهيم المرتبطة بالأنظمة المالية وقنوات تمويل الاقتصاد المباشرة وغير المباشرة، مع التركيز على دور سوقي رأس المال والسوق النقدي من خلال التطرق بالشرح لتقسيمات هذه الأسواق وأدواتها وأهم المتدخلين فيها.

المحور الأول: تعريف النقود، وظائفها وأشكالها

أولاً: نشأة النقود وتعريفها

ثانياً: خصائص ووظائف النقود

ثالثاً: أنواع النقود

تمهيد

يوجد اهتمام متزايد بدراسة النقود بين الاقتصاديين منذ سنوات طويلة، لأن مجرد تعريف النقود كانت وما زالت مثار جدل بين الاقتصاديين، ناهيك عن مكونات كمية النقود وعرض النقود في الاقتصاد، وتتبع أسباب تطور النقود والتوسع في تحديد مكوناتها، وصولاً إلى أشكالها المعاصرة وأدوات التعامل عليها، علاوة على وجود مبررات للخلط المتعمد بين أدوات التعامل على النقود والنقود ذاتها، سواء في بيئة نظام اقتصادي متقدم أو متخلف.

وبناء على ذلك سوف يركز هذا المحور بشيء من التفصيل على دراسة نشأة النقود وتطورها ووظائفها وأنواعها ضمن ثلاث عناصر رئيسية نتناولها فيما يلي.

أولاً: نشأة النقود وتعريفها

لا يعرف على وجه التحديد متى استخدم الإنسان النقود لأول مرة ولكن المتفق عليه بين المهتمين بالشؤون النقدية من الاقتصاديين بصفة عامة هو أن الحاجة إلى استعمال النقود نشأت عندما عجز نظام المقايضة عن القيام بمهمة تسهيل التبادل أمام تزايد درجات التخصص، واتساع تقسيم العمل وبالتالي تعقيد عمليتي الإنتاج والتوزيع، ومن هنا ظهرت النقود للتغلب على هذه الصعوبات.

1- نظام المقايضة (Barter System)

في ظل النظام الاقتصادي البدائي، كانت الصورة الغالبة للمجتمعات تقوم على شكل من أشكال الاقتصاد المعيشي البدائي. فما تحصل عليه الجماعة، من الصيد مثلاً، يوزع على الأفراد، بصرف النظر عن مدى مساهمة كل فرد في الإنتاج. ولقد اعتبر الإنتاج في ذلك الوقت كافيًا نسبيًا لإشباع حاجة الأفراد والجماعة، ولم تكن هناك ضرورة ملحة لقيام التبادل مع جماعات أخرى. ولكن يتضح من التجارب أن صفة الجمود تنتفي عن عقلية الإنسان وصفة الثبات لاحتياجاته، ومع نشأة التخصص Specialization، وتقسيم العمل Labour – Division بين الأفراد والجماعات بدأ اقتصاد التبادل يفرض وجوده، واتسع نطاق المقايضة ليتعدى حدوداً ضيقة ترتبط بسوق محدد، واتسع تدريجياً ليشمل كافة القطاعات الاقتصادية، وازداد بذلك اعتماد الناس بعضهم على بعض في إشباع حاجاتهم. ذلك أن الإنسان يعتمد في إشباع حاجاته على ما ينتجه بنفسه، وما ينتجه غيره من أفراد المجتمع.¹

¹ بسام الحجار، الاقتصاد النقدي والمصرفي، دار المنهل اللبناني، بيروت، لبنان، 2006، ص: 17.

فالتخصّص من ناحية، يؤدي إلى إنتاج كمية من السلعة تفوق حاجة الفرد المتخصّص في إنتاجه، ومن ناحية ثانية يفتقر الفرد إلى سائر السلع الأخرى التي ينتجها غيره من أفراد المجتمع. فالتخصّص في إنتاج القمح مثلاً، يفتقر إلى الملابس وأدوات الزراعة وغيرها. وهكذا يمكننا القول أن الآثار الكاملة للتبادل لم تظهر إلا مع ظهور التخصّص ونشأة السوق، والتخصّص يؤدي، غالباً إلى وجود فائض إنتاج، ولنرمز لفائض السلعة A مثلاً: بـ A وفائض السلعة B بـ B، فالتبادل يتم على أساس، A مقابل B، ومن الواضح، أن المقايضة بهذا الشكل تعود بالفوائد، طالما أن إعداد السلع وأنواعها محدودة، وطالما أن رغبة الإنسان في إشباع حاجاته بسيطة وغير معقّدة، فالمقصود بالمقايضة مبادلة السلع والخدمات بعضها ببعض دون استخدام النقود، وهي كأساس للمقايضة، تفترض وجود السوق مكان المقايضة. (الحيّز الجغرافي الذي يلتقي فيه عارض السلعة مع طالبها)، ووجود الزمان، (أن يتواجد عارض السلعة وطالبها في نفس الوقت)، والسلعة موضوع المقايضة، وأن يكون لهذه السلعة مقياس تعبّر عن قيمتها من خلاله.¹

2- صعوبات نظام المقايضة

للمقايضة صعوبات عديدة، وقد ازدادت بازدياد درجة التخصّص وتقسيم العمل، واعتماد الناس على بعضهم البعض، ونعدّد صعوبات المقايضة فيما يلي:

1. صعوبة تحقيق التوافق المزدوج (أو التام) لرغبات المتعاملين.
2. صعوبة تقدير نسب المقايضة.
3. عدم قابلية بعض السلع للتجزئة.
4. الخلاف حول كيفية تقويم السلع والخدمات.
5. صعوبة إيجاد وسيلة للادخار والقيام بعمليات الدفع المؤجل.

2-1- صعوبة توافق حاجات ورغبات الأفراد: فالقيام بعملية المبادلة يتوجب على المبادل بذل الجهد والوقت للعثور على الطرف المكمل لهذه العملية²، حيث تفترض المقايضة توافق رغبات الأفراد، وأن يكون هذا التوافق في نفس الوقت ونفس الكمية، وكان هذا ممكناً ضمن حدود، حين كان السوق مكوناً من عدد قليل من العارضين والطلبين وعدد قليل من السلع. ومع تعدّد السلع وتنوعها، بات من الصعوبة بمكان تحقيق التوافق المزدوج لرغبات المتعاملين، وظهرت تناقضات نظام المقايضة أكثر فأكثر، ولبرهان ذلك، نفرض وجود ثلاثة عارضين وثلاث مجموعات من السلع A، B، C. ولنفرض أن صاحب السلعة A، يحتاج إلى السلعة C، ولكن هذا الأخير قد لا يرغب في شراء السلعة A. وإنما يطلب السلعة

¹ بسام الحجار، مرجع سابق، ص: 18.

² طاهر فاضل البياتي، ميرال روي سمارة، النقود والبنوك والمتغيرات الاقتصادية المعاصرة، دار وائل للنشر، الأردن، 2013، ص: 22.

B، الذي بدوره يحتاج إلى السلعة A، وهكذا يضل عارض السلعة A، مستمراً في البحث عن شخص يعرض السلعة C ويرغب بمقايضتها بالسلعة A تحديداً. ولهذا نقول أن المقايضة لا يمكن أن تتم إلا إذا توافر شرط التوافق المزدوج لرغبات المتعاملين.¹

2-2- صعوبة تحديد نسب المقايضة: مع ازدياد عدد العارضين وكميات السلع المعروضة في السوق يصبح من الصعوبة بمكان، كما أشرنا أعلاه، تحقيق التوافق المزدوج لرغبات المتعاملين، ويمكن استخراج عدد الأسعار في ظل نظام المقايضة لعدد معين من السلع من المعادلة الآتية:²

$$س = \frac{ع(1-ع)}{2} \quad \text{حيث: س: عدد الأسعار} \quad \text{ع: عدد السلع}$$

فإذا افترضنا أن عدد السلع في اقتصاد ما (50) سلعة، فإن عدد الأسعار في ظل نظام المقايضة

$$المستخدم في هذا الاقتصاد هو: س = \frac{50(1-50)}{2} = 1225$$

من مثالنا السابق ندرك أن ذلك يتطلب من المتعاملين قدراً كبيراً من المعلومات عن السلع والأسعار المختلفة (1225 سعر)، كي يمكنهم القيام بعمليات المبادلة بصورة كفؤة، وبالتالي تعظيم مردودهم، وهذا ما يفوق القدرات الانسانية بشكل عام.

2-3- عدم قابلية بعض السلع للتجزئة: واجه نظام المقايضة صعوبة تجزئة بعض السلع. فكما يوجد عدد من أنواع السلع يمكن تجزئتها إلى كميات صغيرة دون إهلاكها، مثل القمح والفاكهة والزيوت كان هناك عدد آخر من السلع التي يصعب بل يستحيل تجزئتها مثل الحيوانات والمنازل.³

2-4- الخلاف حول كيفية تقويم السلع والخدمات: لنفرض أن التوافق بين الرغبات قد تم، فما هي الكمية التي يمكن التخلي عنها من السلعة A، مقابل الكمية من السلعة B، وكيف يتم قياس السلع موضوع المقايضة، ومع تعدد السلع وتنوعها لابد أن تتعقد الأمور أكثر.⁴

2-5- صعوبة إيجاد وسيلة للادخار والقيام بعمليات الدفع المؤجل: فنظام المقايضة يعجز عن تقديم وسيلة صالحة لاختزان القيم، لأنه إذا زاد انتاج الفرد سيضطر إلى تخزينه في شكل سلعة، وإذا كانت هذه السلعة قابلة للتلف فإنه لن يستطيع ذلك.⁵

¹ بسام الحجار، مرجع سابق، ص: 19.

² أكرم حداد، مشهور هذلول، النقود والمصارف: مدخل تحليلي ونظري، دار وائل للنشر والتوزيع، الأردن، 2005، ص: 16-17.

³ السيد محمد أحمد السريتي، محمد عزت محمد غزلان، اقتصاديات النقود والبنوك والأسواق المالية، مؤسسة رؤية، مصر، 2010، ص: 10.

⁴ بسام الحجار، مرجع سابق، ص: 20.

⁵ حسين محمد سمحان، إسماعيل يونس يامن، اقتصاديات النقود والمصارف، دار صفاء للنشر والتوزيع، الأردن 2011، ص: 18.

ولكن كيف جابه الناس هذه الصعوبات؟ وكيف كانت الحلول؟ مع اتّساع نظام المقايضة، وتعدّد السلع وأنواعها في السّوق أصبحت الحاجة ماسّة إلى الاتفاق على مقياس للقيمة مقبول من جميع المتعاملين، تنسب إليه قيم السلع المختلفة، أي اختيار سلعة معينة ذات قبول عام من أفراد المجتمع في المبادلة بغيرها من السلع والخدمات للقيام بدور النقود، ويصبح الدافع الأساسي الذي يدفع الناس إلى الطلب عليها هو ما تتمتع به من قوة شرائية عامة على غيرها من السلع والخدمات.

مع إدخال النقود، يتحوّل نظام التبادل القائم على مقايضة سلعة بسلعة أخرى مباشرة، دون التمييز بين عمليتي البيع والشراء، إلى نظام قائم على استخدام النقود، وأصبحت عملية المقايضة تمر بمرحلتين، عملية بيع، أي مبادلة السلعة بالسلعة التي توافق أفراد المجتمع عليها (النقود)، ومن ثم استخدام هذه النقود كلياً أو جزئياً في شراء السلعة الأخرى، وهذا ما حدث فعلاً وكانت بداية استخدام النقود، فتخلص المتعاملون بذلك من صعوبات نظام المقايضة، وإذا بحثنا في تاريخ المجتمعات القديمة سنجد أن هناك العديد من السلع أدّت وظائف النقود، كالماشية والفراء، الجلود والزيت، أدوات الصيد. ولكن بمرور الزمن اتّضح للناس من خلال التجربة أن بعض السلع أصلح من غيرها للقيام بهذه الوظائف، من حيث سهولة حملها وخفة وزنها وسهولة التّعرف عليها، وإمكانية تجزئتها إلى أقسام وكميات صغيرة لإجراء المبادلات ذات القيم الكبيرة والصغيرة، وعدم قابليتها للتلف، وارتفاع قيمتها بالنسبة للسلع الأخرى، وكلّها صفات الهدف منها أن تؤدي النقود وظائفها بكفاءة عالية.¹

3- تعريف النقود

تفيد معاجم اللغة العربية أن كلمة نقود، مشتقة من الجذر نقد والنقد ما يعطي من الثمن معجلاً وهو خلاف النسيئة، والنقد والت نقد أيضاً تمييزاً للدراهم وإخراج الزيف منها، كما تطلق كلمة نقد على المسكوك من الذهب والفضة.²

أما مفهوم النقود في الفكر الاقتصادي المعاصر، فليس هناك حتى الآن تحديد نهائي وقاطع لما تعنيه النقود أو ما يمكن تعريفه بالنقود ويرجع ذلك إلى انقسام الآراء حول دورها وأهميتها في النشاط الاقتصادي خلال تاريخها الطويل، وعلى الرغم من صعوبة إيجاد تعريف موحد فإن الأدب الاقتصادي يشير إلى وجود اتفاق يقرب الإجماع بين الاقتصاديين، لتعريف النقود بحدود الصفات والوظائف التي تؤدّيها داخل النظام الاقتصادي.

¹ بسام الحجار، مرجع سابق، ص: 21.

² حسين بني هاني، اقتصاديات النقود والبنوك - المبادئ والأساسيات، دار ومكتبة الكندي للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2014، ص:

فقد عرفها (walke) في عبارته الشهيرة "النقود هي أي شيء تفعله النقود (money is what money dose)" وهذا تعريف واسع للنقود، بمعنى أننا نستطيع ان نضيف للنقد أي شيء يؤدي وظيفتها مثل الشيكات، او وصولات الصرف وغيرها، أما (keynes) فيمكن القول ان تعريفه كان الاقرب للتعريف العام للنقود حيث عرفها بأنها "كل شيء يستخدم لتسوية المدفوعات باعتباره ذو قبول عام كوسيط للمبادلة ويستخدم لحفظ القوة الشرائية".¹

كذلك يعرفها الاقتصادي (John klein) بأنها: أي شيء يلقي قبولا عاما كوسيلة لتسديد الديون، بينما يعرفها (Edward Shappiro) بأنها (أي شيء مقبول عموما)، كوسيلة دفع مقابل السلع والخدمات وتسديد الديون، أما الاقتصادي (Emile James) فقد عرف النقود على أنها: كل سلعة تسمح بحكم القانون أو العرف لكل مشتري أو مدين بالدفع مقابل سلعة أو تسديد دين دون رفضها أو مناقشة قيمتها من قبل البائع أو الدائن.²

إن النقود هي المقابل المادي لجميع الأنشطة الاقتصادية وهي الوسيلة أو الأداة التي تمنح لصاحبها (طبقاً للمفهوم الاقتصادي) القوة الشرائية التي تمكنه من إشباع احتياجاته كما أنها من الناحية القانونية تمثل له الأداة التي تمكنه من سداد التزاماته. ومن هذا المنطلق فهي الأصل النقدي الوحيد الذي يملك قوة إجبار ومقبول قبولاََ عاماً في جميع الاقتصاديات سواء المتقدمة أو المتخلفة. فضلاً عن كونها أصلاً كاملاً السيولة يتمتع بقوة اقتصادية تسمح له بأن يكون وسيط للتبادل وأداة – لسداد الالتزامات الآجلة، وهذا ينبع من كونها مستودع للقيمة وأخيراً يمكن للوحدات الاقتصادية أن تستخدمها كمقياس للقيمة، والنقود أيضاً تعتبر إحدى المتغيرات الاقتصادية الهامة التي تستخدمها السلطات النقدية كأداة للتأثير على الأنشطة الاقتصادية بغرض تحقيق السياسة الاقتصادية وفي النهاية فإن النقود تمثل دين في ذمة السلطات النقدية قبل الوحدات الاقتصادية الأخرى (Monnaie Endogène)، ومن هذا التعريف يتضح لنا الأهمية الاقتصادية لوظائف النقود وهذا ما سوف يقودنا إلى تحليلها بغرض معرفة الدور الذي يمكن أن تلعبه النقود على مستوى الاقتصاد القومي. وهذا ما سنتعرض له فيما يلي:³

❖ **تعريف النقود بالمعنى الضيق:** يرجع الاختلاف في تعريف النقود سواء بالمعنى الضيق أو بالمعنى الواسع إلى اختلاف وجهات النظر بخصوص الطلب على النقود، بمعنى أصل الطلب على النقود طلب

¹ أكرم حداد، مشهور هذلول، مرجع سابق، ص: 20.

² طاهر فاضل البياتي، ميرال روي سمارة، مرجع سابق، ص: 24.

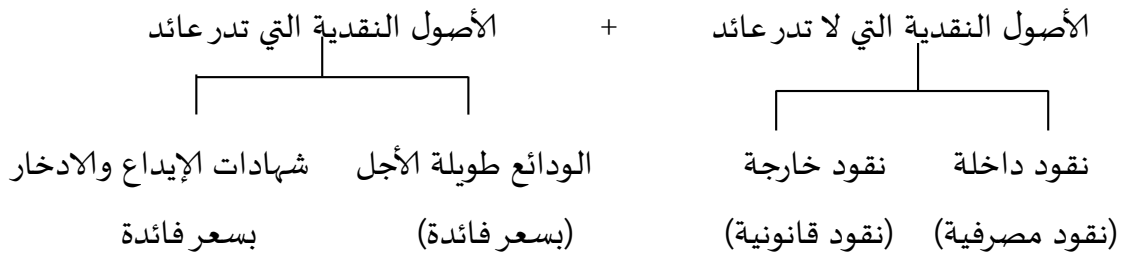
³ أحمد فريد مصطفى، محمد عبد المنع عفر، الاقتصاد النقدي والمصرفي بين النظرية والتطبيق، مؤسسة شباب الجامعة، مصر، 2000، ص: 49-51.

مباشر أي تطلب النقود لذاتها أو طلب مشتق بمعنى الطلب على النقود باعتبارها وسيط تبادل، وقد جاء تعريف النقود بالمعنى الضيق، كون النقود هي وسيط للتبادل ومن ثم فإن أي أصل نقدي يدر دخل (مثل الودائع المصرفية والتي تحصل على سعر فائدة ثابتة) لا يمكن اعتباره من قبيل النقود.

ومن هنا نجد أن النقود بالمعنى الضيق تشمل على:

النقود الداخلة + النقود الخارجية
(القانونية) (المصرفية)

❖ تعريف النقود بالمعنى الواسع: يعتبر هذا التعريف أكثر أهمية من التعريف السابق نظرًا لأنه يعكس لنا الطلب على النقود سواء كان طلب مباشر أو مشتق وبذلك يتسع نطاق هذا التعريف ليشمل الآتي:



وقد ترجع أهمية هذا التعريف من أنه يتمشى مع روح التحليل الكينزي الذي يأخذ في الاعتبار أثر سعر الفائدة إلى جانب العوامل الأخرى كمحدد للطلب الكلي على النقود.

ثانيا: خصائص ووظائف النقود

1- خصائص النقود

لكي تؤدي النقود وظائفها بكفاءة وفعالية عالية ينبغي أن يتوافر فيها بعض الخصائص التي نلخصها كما يلي:¹

- دوام البقاء (Durability): ونعني بذلك أن وجود فترة زمنية فاصلة بين استلام النقود واستعمالها في المدفوعات المستقبلية يستدعي الاحتفاظ بها لفترة من الزمن والاحتفاظ بها انتظارا لإنفاقها في المستقبل ويجب ألا يعرضها للتلف أو فقدان قوتها الشرائية أي قدرتها في الحصول على السلع والخدمات، وبصيغة أخرى فإن الشراء الذي يتخذ شكل نقد في دائرة المبادلات وعمليات التبادل التجاري ينبغي أن يتصف بخاصية البقاء المستمر طالما أنه يمثل حقا عاما على السلع والخدمات المتوفرة في السوق حاضرا أو مستقبلا.

¹ طاهر فاضل البياتي، ميرال روجي سمارة، مرجع سابق، ص ص: 30-31.

- التجانس (Homogeneity): يقصد بالتجانس أن كل وحدة نقدية (كالدينار) ينبغي أن تكون متماثلة مع الوحدات النقدية الأخرى في نفس الفئة وهو ما يعني عدم وجود فروق في النوعية أو في قوة الإبراء الذي تمنحه وحدات نفس الفئة إلى مالكيها. أي يوجد استقرار في عملة التبادل.
- قابلية الانقسام (Divisibility): أي أن تكون الوحدة النقدية الواحدة قابلة للتقسيم إلى أجزاء صغيرة بحيث يمكن شراء مختلف القيم الاقتصادية (سلع وخدمات) مهما كبرت أو صغرت قيمتها.
- سهولة الحمل (Portability): أي أن يكون الشيء الذي يتخذ كنقود ملائماً في حجمه ووزنه بحيث يسهل حمله عند أدائه لوظائفه المختلفة.
- أنها لا تنسم بالوفرة (Abundance): لأجل الوصول إلى حالة التوازن الاقتصادي فإن كمية النقود المعروضة يجب أن تعادل من حيث القيمة الناتج القومي خلال فترة زمنية معينة، فإذا كانت كمية النقود المعروضة أكبر من قيمة الناتج القومي، فإن ذلك يعرض قيمتها التبادلية إلى الانخفاض، وفي نفس الوقت يجب أن لا تكون كميتها المعروضة أقل من قيمة الناتج القومي لأن ذلك يعيق تطور النشاط الاقتصادي. لذا فإنه من الضروري أن تكون كمية النقود المعروضة بالكمية التي تتلائم مع حجم المبادلات واحتياجات الاقتصاد القومي.
- أن تكون نافعة (Useful): تختلف منفعة النقود عن أي سلعة اقتصادية فالنقود مفيدة لأنها قادرة على إشباع الحاجات البشرية من خلال الحصول على السلع والخدمات مقابل التخلي عن عدد من الوحدات النقدية، أي أنها تستطيع أن تشبع الحاجات بصورة غير مباشرة من خلال ما تمنحه لحائزها من قوة اختيار غير محدد وغير مخصص. وتتحد هذه القوة الاقتصادية في حرية اختيار حائز النقود للأشخاص الذين يرغبون التعامل معهم وما يحتاج إليه من مختلف السلع المعروضة. في أي مكان وأي زمان وهي بهذا المعنى تعتبر أداة حاملة أو ناقلة لخياراته من حيث كمية السلع المطلوبة، نوعها، شكلها، وقت شرائها وهو بذلك يبقى في إطار الشمولية واللاتخصيصية، لهذا يكون أي فرد من أفراد المجتمع على استعداد لقبولها لشعوره بأنها مقبولة قبولاً عاماً.

وبهذا فإن النقود تتميز بما يلي:¹

- أداة إجبارية: إن النقود كأداة للدفع وتسوية الالتزامات وسداد للديون تعتبر أداة إجبارية ملزمة، أي أن الدائن أو البائع لا يستطيع رفضها في مقابل الدين أو في تقييمه للسلعة المعروضة وفي نفس

¹ - أحمد فريد مصطفى، محمد عبد المنع عفر، مرجع سابق، ص: 47-49.

- حسين بني هاني، مرجع سابق، ص: 18-19.

الوقت فهو لا يطلب أي أداة أخرى بدلاً منها، كما أن القانون يحدد قيمة هذه الأداة الإجبارية للسداد والتعامل. فعلى سبيل المثال نجد أنه في الاقتصاديات المختلفة يمكن للمتعاملين قبول أو رفض الشيك كسداد للالتزامات أما النقود فلا يمكن رفضها حيث أنها بصفقتها الرسمية تعتبر ملزمة.

- أداة شاملة وغير محددة: وهذه الصفة تميز النقود عن غيرها من القطع المعدنية غير النقدية وعن التذاكر وبونات الشراء (Bons D'achats) فلو كان الشخص يمتلك تذكرة قطار أو سينما فهي تمثل بالنسبة له حق وقوة شرائية داخل القطار أو السينما فقط ولكنها لا تعتبر نقود حيث أن هذه التذاكر أو البونات لا تمنح صاحبها الحق إلا في الحصول على نوع معين ومحدد من السلع والخدمات. أما النقود فهي أداة شاملة وغير محددة لأنها تسمح لحاملها بالحصول على أي نوع من السلع والخدمات المتاحة. وبذلك نجد أن البونات أو التذاكر إن كانت تلعب دور النقود إنما يكون ذلك في داخل نطاق واحد فقط سواء كان وسيلة مواصلات أو صالة عرض أو شيء آخر غيرها، أما النقود فإن دورها يمتد ليشمل جميع قطاعات الاقتصاد القومي.

- أداة متعلقة بمكان محدد: إن شمول النقود وعموميتها ليس مطلق بل نسبي أي أن النقود تعتبر أداة شاملة ومقبولة قبولاً عاماً ولكن داخل حدود الدولة التي تصدرها بمعنى شمولية وعمومية النقود تنتهي عند حدود الدولة. أي أن الشخص الذي يريد أن يسافر للخارج أو يريد سداد قيمة معاملاته مع العالم الخارجي لا يستطيع تحقيق ذلك بواسطة العملة الوطنية لدولته بل يتعين عليه أن يقوم بتغييرها لدى السلطات النقدية ويحصل في مقابل ذلك على العملات الأجنبية التي يحتاج إليها. وبذلك يمكن القول أن القوة الملزمة للنقود والصفة العامة والشاملة لها تتعلق بمحلية المعاملات والمدفوعات. والوضع يختلف -طبعاً- بالنسبة للعملات الحرة الداخلة في نطاق النظام النقدي العالمي.

- أداة للأعمال المباشرة والفورية: الصفة الأخيرة للنقود كونها أداة لإتمام الأعمال المباشرة والفورية بمعنى أن المدين يعطي قيمة الدين في شكل نقود إلى الدائن تسوى التزاماته فوراً، بدون أن ينتظر أي شيء آخر. فهنا تعتبر عملية الوفاء بالالتزامات عملية فورية بدون إبطاء أو تأجيل. فالنقود تضمن هذا التوازن الفوري في اللحظة التي تستخدم فيها بعكس الشيك مثلاً فلا بد للدائن أن ينتظر تحصيله حتى يستطيع منح المدين الإيصال الدال على إبراء ذمته.

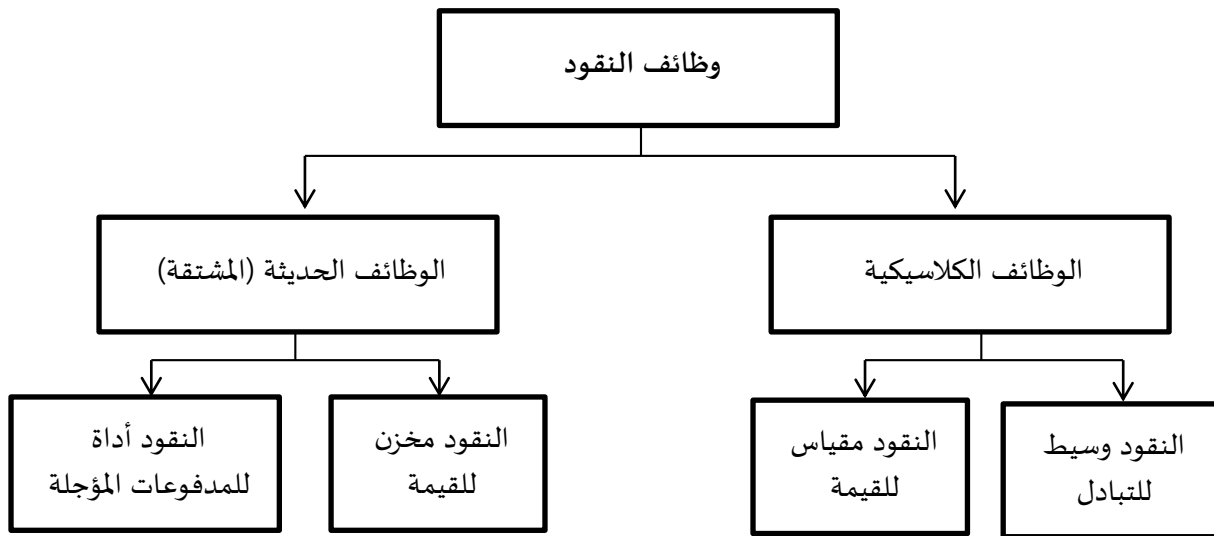
2- وظائف النقود (Functions of Money)

تؤدي النقود وظائف عديدة في اقتصاد المبادلة. ولورجعنا إلى الاكتشافات الأولى لوظائف النقود لاستطعنا أن نرد بدايتها إلى كتاب الفيلسوف اليوناني أرسطو 384-322 قبل الميلاد، فقد أوضح أرسطو

في مؤلفه "الأخلاق" قيام النقود بوظيفتي وحدة الحساب ومخزن للقيمة. كما أشار في كتابه "السياسة" إلى دور النقود في تسهيل المبادلة. ومع مرور الوقت واستمرار التطورات واضحة أن النقود تشكل إحدى الأدوات الأساسية للسياسة الاقتصادية الممكن استخدامها للتأثير على مختلف المتغيرات الاقتصادية الكلية مثل مستوى الأسعار، الاستهلاك، الادخار، الاستثمار، الاستخدام، الانتاج.... الخ. وبذلك تعددت وتنوعت وظائف النقود.¹

في ضوء ما سبق ذكره، يمكن تقسيم أهم الوظائف التي يمكن للنقود تأديتها في سبيل خدمة النظام الاقتصادي في المجتمع إلى وظائف أساسية ووظائف مشتقة كما هو موضح بالمخطط أدناه:

الشكل رقم (01): وظائف النقود



المصدر: عبد المطلب عبد الحميد، اقتصاديات النقود والبنوك: الأساسيات والمستحدثات، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2007، ص: 52.

1-2- الوظائف الكلاسيكية للنقود: وتعرف أيضا هذه الوظائف بالوظائف التقليدية أي الوظائف التسهيلية للنقود لارتباطهما الشديد بالتحليل الاقتصادي الكلاسيكي، بل وتفسر لنا هذه النظرية، السبب الرئيسي في عدم اهتمام النظرية الاقتصادية الكلاسيكية بالدراسات النقدية مع تركيز اهتمامها على دراسات التجارة الدولية، فهذه النظرية كانت تؤمن بفكرة حياد النقود، وأن تدخل السياسة النقدية في النشاط الاقتصادي من شأنه أن يعوق حدوث التوازن التلقائي ويوقف عمل اليد الخفية (Invisible Hand) الكفيلة بوصول النشاط الاقتصادي إلى مستوى التوظيف الكامل²، وتنحصر بالتالي الوظائف الكلاسيكية للنقود في وظيفتين هما:

¹ طاهر فاضل البياتي، ميرال روجي سمارة، مرجع سابق، ص: 25-26.

² عبد المطلب عبد الحميد، اقتصاديات النقود والبنوك: الأساسيات والمستحدثات، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2007، ص: 52.

1-1-2- النقود كوسيط للتبادل (Money as medium of Exchange): وهذه الوظيفة تعتبر أقدم وظيفة للنقود، كما أنها الوظيفة المباشرة التي تميز النقود عن غيرها من الأصول النقدية والمالية والطبيعية¹، ومعنى ذلك أن النقود لا تطلب لذاتها، وإنما لما تؤديه لتسهيل عمليات التبادل، فلولا النقود وبدونها يستحيل أن يمضي النظام الاقتصادي والنشاط الاقتصادي قدما في تعميق منظومة التخصيص وتقسيم العمل التي تمثل أساس النهضة والرفاهة الاقتصادية في وقتنا الحاضر، وقد أخذت هذه الوظيفة مركز الاهتمام والصدارة في الفكر الاقتصادي الكلاسيكي الذي يدعو إلى فكرة "حياد النقود" و"حياد السياسة النقدية" وكذا الدعوة إلى عدم تدخل الدولة في النشاط الاقتصادي الذي يجب أن يصل تلقائيا عند مستوى التوظيف الكامل، بل رأى هذا الفكر أن تدخل الدولة ما يعوق تحقيق هذا التوازن التلقائي وهو الأمر الذي يفضي إلى ظهور البطالة الجبرية، ولا ننسى التأكيد على أن وظيفة النقود كوسيط للتبادل قضت على إحدى الصعوبات الرئيسية في نظام المقايضة وهي توافق الرغبات بين المتعاملين، ولذلك اعتبرت هذه الوظيفة أقدم وظائف النقود حتى أن البعض يرى أن باقي وظائف النقود قد اشتقت من هذه الوظيفة، حيث يسرت قيام التبادل المباشر بين طرفين دون البحث عن طرف ثالث على أساس أن أداة التبادل هنا تحظى بالقبول العام من طرفي التبادل.²

ونجاح النقود بالقيام بهذه الوظيفة يتوقف على توافر ما يلي:³

- خاصية القبول العام من جميع أفراد المجتمع.
- تمتع هذه النقود بقوة شرائية عامة على كافة السلع والخدمات، وتمكّن حائزها من الحصول على ما يعادل قيمتها من أي سلعة تعرض للبيع في السوق.

هذه الوظيفة قد برزت كنتيجة لعدم كفاية وظيفة النقود كمقياس للقيمة. فالمقايضة، كما رأينا، تعني مبادلة سلعة بسلعة أخرى مباشرة، وبموجبها لا يكون أي انفصال بين عمليتي البيع والشراء، وكأنهما دمجتا في عملية واحدة، بينما استخدام النقود كوسيط للتبادل، يفكّك عملية المقايضة تلقائياً إلى شقين، بيع منفرد (استبدال السلعة بالنقود)، وشراء منفرد (استخدام النقود لشراء سلعة أخرى).

2-1-2- النقود كوحدة حساب أو مقياس للقيمة (Money is Unit of account (Standard of Value):

باستعمال النقود وقبولها قبولا عاما كوسيط للتبادل كان من الطبيعي أن يعبر عنها كقيم للسلع والخدمات وأبرام العقود ومسك الحسابات في صورة نقدية ومقياس للقيم (Measure The Value) أو

¹ حسين بني هاني، مرجع سابق، ص: 32.

² عبد المطلب عبد الحميد، مرجع سابق، ص: 53-54.

³ بسام الحجار، مرجع سابق، ص: 23-24.

كوحدة للحساب (Unit of Account) حيث تغلبت النقود على مشكلات تعدد نسب التبادل والحساب الاقتصادي في ظل العمل بنظام المقايضة إذ أصبح الآن يعبر عن قيمة وحدة واحدة في كل سلعة أو خدمة بوحدات نقدية أي بالثمن النقدي، ومن ثم أصبح لكل سلعة أو خدمة قيمة نقدية واحدة بدلا من آلاف القيم.¹

يضاف إلى ذلك أن استخدام النقود من خلال جهاز الثمن يمكن الاقتصاد من تحقيق كفاءة كبيرة في الإنتاج والاستهلاك عن طريق التخصيص وتقسيم العمل، فمن المعروف أن العملية الاقتصادية تكون أكثر كفاءة كلما استطاع المستهلك أو المنتج أن يعادل المنافع الحدية للسلع (أو البدائل الحدية للإنتاج) في كل وحدة إنفاقية (أو إنتاجية).²

كما أن نسب التبادل تتم على أساس قيمة منفصلة مقدرة بوحدات كل سلعة أو خدمة من آلاف السلع والخدمات التي يمكن أن تتقايس معها في السوق، مما ساعد على ترشيد القرارات الاقتصادية في الإنتاج والتوزيع والاستهلاك. وأدى إلى رفع درجة كفاءة النظام الاقتصادي ورفع مستوى معيشة أفراد المجتمع نسبيا، وتزداد أهمية وظيفة مقياس القيمة تبعا لما يلي:³

- كلما كان هذا المقياس المشترك مقبولا بوجه عام من جميع أفراد المجتمع، أي له صفة العمومية والإلزامية. سواء أكان هذا القبول العام اختياريا والذي يؤسس على ثقة الأفراد في قيمة وحدات النقد ذاتها، أو كان إجباريا عندما تتدخل الدولة وتفرض الصفة القانونية على نوع معين من النقود يصبح ملزما ومبرئا للذمة، بل ويتعرض كل من يرفضها في تسديد الديون إلى عقوبات يحددها القانون.
- كلما تمتع هذا المقياس بثبات نسبي على الأقل في قيمته، وهذا الثبات ضروري لربط الحاضر بالمستقبل، ومعنى هذا الثبات أن الوحدة النقدية يمكن أن تشتري دائما نفس المجموعة من السلع والخدمات، ويؤدي عدم الثبات إلى فقدان الثقة بالعملة مما يترتب عليه اضطرابات في المعاملات.
- أن تكون النقود قابلة للدوام، أي أن لا تكون معرضة للتلف، فإذا كانت قيمة السلع يعبر عنها من خلال الأسعار بالنقود، فإن قيمة النقود تتوقف على مبادلتها بالسلع، وتظهر التجارب تقلبات في قيمة النقود، لا بل، في حالة التضخم وارتفاع الأسعار، تنخفض القوة الشرائية للنقود، وهذا ما يؤدي إلى فقدان هذا المقياس لقدرته على القيام بهذه الوظيفة.

¹ طاهر فاضل البياتي، ميرال روجي سمارة، مرجع سابق، ص: 26-27.

² محمود يونس، عبد النعيم مبارك، مقدمة في النقود وأعمال البنوك والأسواق المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2003، ص: 27-26.

³ بسام الحجار، مرجع سابق، ص: 23-22.

2-2- الوظائف المشتقة للنقود (Secondary functions of money): لقد امتازت هذه الوظائف بهذه الصفة كونها مشتقة من الوظائف الأساسية للنقود، ولأن تأثيرها لا يظهر بصورة مباشرة للأفراد ويختلف هذا التأثير باختلاف شكل الحياة الاقتصادية السائدة في المجتمع أو باختلاف مستويات دخول الأفراد وغيرها¹، وتضم الوظائف المشتقة الوظيفتين الفرعيتين التاليتين:

1-2-2- النقود كمستودع للقيمة (Store of Value): ترتبط هذه الوظيفة بخاصية الدوام والثبات وتعتبر أكثر وظائف النقود أهمية في الاقتصاديات الحديثة²، فباستعمال النقود كوسيلة للتبادل أمكن فصل عملية التفاضل المباشر إلى عمليتي بيع وشراء كما أمكن تبعاً لذلك تأجيل عملية الشراء بالاحتفاظ بالنقود ولفترة معينة. إذ يستطيع المرء أن يبيع منتجاته الاقتصادية الآن ثم يحتفظ بالنقود لاستخدامها عند الحاجة في المستقبل وهنا قامت النقود كقوة شرائية عامة وعلى المستوى الفردي بدور هام في اختزان القيم، وبهذه الصفة بالمقارنة بالتخزين السلعي تعد النقود أكثر الوسائل تخزيناً للقيم سهولة وأقلها تكلفة وأفضلها ملائمة وذلك للأسباب التالية³:

- النقود لا تكلف شيئاً في صورة نفقات تخزين.
- لا تتعرض لتلف مادي يذكر من جراء تخزينها كما أنها كأصل مالي كامل السيولة.
- تعطي لحائزها الحرية في الانفاق على ما يريد عندما يستخدمها في المستقبل.

ويتوقف مدى كفاءة النقود في القيام بهذه الوظيفة على ما يلي⁴:

- مدى تمتّع النقود بالقبول العام ليس فقط في الحاضر وإنما أيضاً في المستقبل.
- كون هذه النقود ثابتة في قيمتها في الحاضر في المستقبل.

ولا تستخدم النقود وحدها لأداء هذه الوظيفة، فبالإمكان استخدام أدوات أخرى أيضاً، مثل الأسهم والسندات وشهادات الاستثمار، والودائع الآجلة وودائع التوفير. هذه العناصر التي تحتفظ بقيمتها عبر الزمن، واستخدام هذه الأدوات كمستودع للقيمة يمتاز عن النقود من ناحيتين⁵:

- إن هذه الأدوات تدر على صاحبها دخلاً على شاكلة فائدة أرباح.
- قد يرتفع سعر هذه الأدوات بالنسبة للنقود إذا ارتفعت الأسعار، وبذلك يحقق صاحبها ربحاً.

¹ أكرم حداد، مشهور هذلول، مرجع سابق، ص: 25.

² أسامة كامل، عبد الغني حامد، النقود والبنوك، مؤسسة لورد العالمية، البحرين، 2006، ص: 24.

³ طاهر فاضل البياتي، ميرال روي سمارة، مرجع سابق، ص: 28-29.

⁴ بسام الحجار، مرجع سابق، ص: 25.

⁵ المرجع السابق، ص: 25.

وبمقابل هذه الميزات، هناك مساوئ لا بد من تعدادها:

- إن صاحب هذه الأدوات قد يتحمل نفقات تخزين.
- بالعكس من الحالة الأولى، قد تنخفض أسعار هذه الأدوات إذا انخفضت الأسعار فتلحق بصاحبها خسارة.
- إن النقود هي التي تمثل قمة السيولة، وتمثل قوة شرائية حالياً يمكن استبدالها في الحال بسلع وخدمات، أما هذه الأدوات فلا تتمتع بصفة القبول العام من أفراد المجتمع، ولا يمكن تحويلها إلى نقود وبدون خسارة. على سبيل المثال، يتقاضى البنك المركزي فائدة لقاء إعادة خصم الأوراق المالية بمعدل يسمى سعر الخصم.

أضف إلى ذلك أن توزيع ثروات الأفراد بين السيولة والأصول الأخرى لا تبقى على حال واحدة. فإذا توقع الناس ارتفاعاً في المستوى العام للأسعار مستقبلاً يزداد لديهم الميل لتفضيل السيولة وعلى العكس من ذلك، فارتفاع الأسعار يخفف من ميل الأفراد إلى تفضيل السيولة، خشية ما يترتب على ذلك من انخفاض القوة الشرائية لنقودهم.

2-2-2- النقود كمقياس للمدفوعات الآجلة (Standard of deferred Payment): يؤخذ من مجموع الآراء المكتوبة لعلماء الاقتصاد أن هذه الوظيفة ماهي إلا امتداد للوظيفة الأولى (وسيطاً للتبادل)، والوظيفة الثانية (مقياساً للقيم)، ذلك لأن النظم الاقتصادية في الوقت الحاضر تتطلب وجود عقود كبيرة الحجم، ينص معظمها على الدفع في المستقبل¹، حيث برزت أهمية هذه الوظيفة مع اتجاه الاقتصادات الحديثة إلى تعميق التخصص وتقسيم العمل وهي ظاهرة تزداد وضوحاً وعمقاً مع تعاقب الثورات العلمية والتكنولوجية والصناعية التي يشهدها العالم منذ الحرب العالمية الثانية وحتى عصر العولمة الاقتصادية التي أدخلت هذا العالم إلى ما يسمى بالثورة الثالثة.²

وبفضل هذه الوظيفة أمكن إيجاد سوق لرأس المال أو للائتمان موضوع التعامل فيها هو القرض، وبأداء هذه الوظيفة فإن النقود تلعب دوراً كبيراً في الادخار وتراكم رؤوس الأموال والاستثمار والإنتاج³، أين يقوم الاقتصاد الحديث على أساس توافر عدد كبير من العقود التي ينص فيها على سداد أصول وفوائد الديون المتعاقد عليها بوحدات نقدية.⁴

¹ حسين بني هاني، مرجع سابق، ص: 37.

² عبد المطلب عبد الحميد، مرجع سابق، ص: 58.

³ أسامة كامل، عبد الغني حامد، مرجع سابق، ص: 26.

⁴ محمود يونس، عبد النعيم مبارك، مرجع سابق، ص: 27.

ولا ننسى أن نشير إلى أن الشرط الضروري والمنطقي لنجاح النقود في القيام بوظيفتها كأداة للمدفوعات المؤجلة. إنما يتلخص في ضرورة احتفاظ النقود بقيمتها النسبية لفترة طويلة، وهذا ينصرف بدوره إلى ضرورة الثبات النسبي لكل من العرض والطلب حتى يظل المستوى العام للأسعار مستقرا على الأقل خلال فترة سداد القروض فإذا كانت قيمة النقود عرضة للتقلبات الحادة والمتلاحقة، فإن ذلك يؤثر سلبا على عمليات الائتمان. ففي حالة التضخم يحصل المقرض على مبالغ تقل قيمتها الفعلية عن التي منحت من قبل المقترضين أما في حالة الانكماش فإن المقترض يدفع مبالغ تزيد قيمتها الفعلية عن قيمة القرض الذي حصل عليه من المقترض.¹

يميل بعض الاقتصاديون إلى التوسع في عرض وظائف مشتقة أخرى للنقود وكذا وظائف ديناميكية للنقود، ذلك أن هذه الوظائف كما أسلفنا في تعريفها يعتمد ظهورها أحيانا على شكل الحياة الاقتصادية السائد وبالتالي ومع تطور هذه الأشكال فستظهر وظائف جديدة للنقود لم تكن ذات أهمية سابقا أو لم تلق الاهتمام الكافي لتسليط الضوء عليها، وهذه الوظائف هي:²

- الوسيلة التي تؤدي بها السوق الرأسمالي عملها (money facilitate capital market mechanisim)
- حلقة الوصل ما بين اقتصاد بلد وآخر (connect countries economics)
- إعادة توزيع الدخل (redistribution of income)
- النقود كأداة للهيمنة الاقتصادية (money as advice of economic domination)
- موازنة المنافع الحدية (equalisation of marginal utility)
- النقود كأساس للائتمان (money as the basic of credit)
- النقود كمعيار للسيولة ولتوحيد الثروة (imparts liquidity of uniformity of wealth)

ثالثا: أنواع النقود (Kinds Of Money)

ظهرت النقود خلال عمليات التبادل الذي ارتبط بظهور الإنتاج السلعي، أي بظهور التخصص وتقسيم العمل والإنتاج من أجل السوق، ولقد استخدم الإنسان النقود منذ القدم، والتي لم تبق على حال واحدة بل تطورت مع تطوّر النشاط الاقتصادي عبر التاريخ، من النقود السلعية في العصور القديمة، إلى أنواع النقود المعروفة في هذا العصر، والجدير بالذكر أن الانتقال من نوع إلى نوع آخر من النقود، ارتبط بما يلي:³

¹ عبد المطلب عبد الحميد، مرجع سابق، ص: 59.

² أكرم حداد، مشهور هذلول، مرجع سابق، ص: 28-31.

³ بسام الحجار، مرجع سابق، ص: 29.

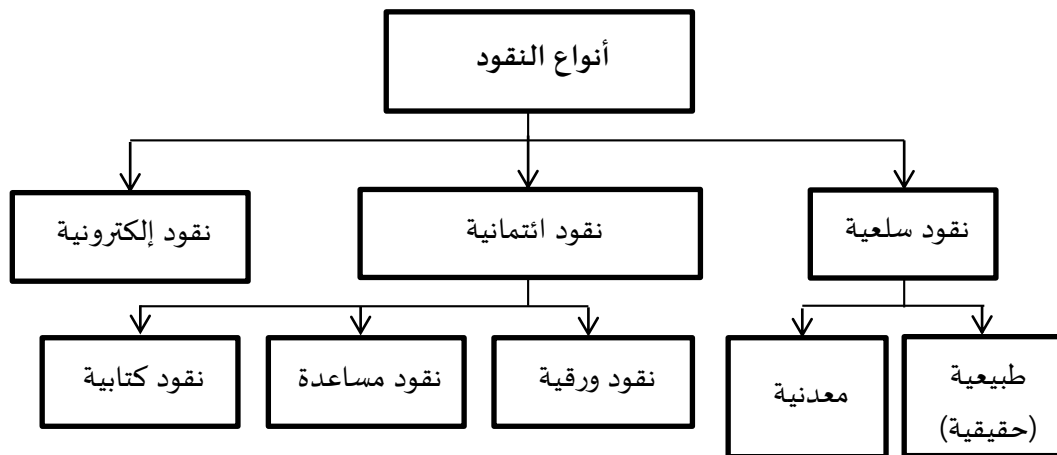
- ❖ مستوى النشاط الاقتصادي ونمو حجم المعاملات، مما دفع بالمجتمعات إلى البحث في تطوير أنواع من النقود يمكن أن ينمو المعروض منها بصورة متناسقة مع النمو في النشاط الاقتصادي، وهذا ما تطلب من النقود أن تتمتع بالمرونة الكاملة.
- ❖ عجز النقود المستعملة عن أداء وظائفها الأساسية.

ويمكن تقسيم النقود انطلاقاً من مجموعة اعتبارات أهمها ما يلي:

- الجهة التي تصدرها: حيث تقسم إلى نقود حكومية تصدرها وزارة المالية ونقود (بنكنوت) يصدرها البنك المركزي ونقود ودائع تخلقها المصارف التجارية.
- نوع المادة المصنوعة منها: ويمكن تقسيمها إلى نقود ورقية وأخرى معدنية.
- درجة قبولها العام: وتقسّم إلى نقود قابلة للتحويل ونقود نهائية.
- الاعتماد على نوع العلاقة التي تربط بين النقود وبين الأساس الذي تقام عليه: وتقسّم إلى نقود سلعية وأخرى ائتمانية.

وبشكل عام يمكن تلخيص أهم أنواع النقود الرئيسية كما هو موضح بالشكل التالي:

شكل رقم (02): أنواع النقود



المصدر: من إعداد المؤلف.

1- النقود السلعية (Commodity money)

ظهر أول شكل من أشكال النقود في شكل سلع مقبولة تعارف الإنسان على استخدامها كوسيط في عملية التبادل. ولقد استخدم الإنسان أنواعاً لا حصر لها من سلع كوسيط للقيمة ومقياس لها، فاستخدم الإغريق الماشية كالنقود، وتعارف أهل سيلان على استخدام الأفيال كنقود، واستخدم الهنود

الحرير التبغ، بينما كانت نقود أهل الصين السكاكين، واستخدم المصريون القمح كسلعة نقدية¹، وكان معيار اختيار السلعة التي ستؤدي وظائف النقود أن تتمتع بصفة القبول العام من المتعاملين، نظرًا لرغبة الأغلبية منهم في حيازتها. وتمتاز النقود السلعية بأنه لها قيمة ذاتية، وهي تستمدّها من صفاتها الذاتية أو من الرغبة من حيازتها كسلعة، وليس فقط من مجرد إمكانية مقايضتها بسلع أو خدمات أخرى.²

ولم تكن تلك السلع الطبيعية تستخدم في مناطق متعددة أو تؤدي وظائف محل النقود أو تستخدم لفترة طويلة وفي النهاية خرجت النقود السلعية من التداول لعدم استطاعتها تلبية احتياجات التبادل المتزايد ومن أسباب ذلك:³

- عدم قبول بعض السلع في مناطق أخرى.
 - تكاليف النقل ومشاكله.
 - عدم قابليتها للتجزئة.
 - عدم قابليتها للتخزين لفترات طويلة وارتفاع تكاليف التخزين.
 - عدم تجانس وحداتها.
 - تقلب قيمتها حسب ظروف الإنتاج.
- لذلك كان المعدن النفيس أكثر تميزًا وأكثر كفاءة كنقود، وانتقلت المنتجات إلى مرحلة أكثر تطورًا في تاريخ النقود وهي مرحلة النقود المعدنية.

2- النقود المعدنية (Mettallic money)

استخدمت معادن كثيرة كنقود مثل الحديد والنيكل والرصاص والنحاس والبرونز لقابليتها للتجزئة وتجانسها، غير أن تدهور قيمتها على إثر زيادة المعروض منها نتيجة اكتشاف العديد من مناجمها جعلها تفقد أهم خاصية تميز النقود وهي استقرار قيمتها⁴، لذلك شاع استخدام المعادن النفيسة (الذهب والفضة) كنقود معدنية رئيسية باعتبارها أفضل النقود. ومن أهم مزايا هذه النقود:⁵

¹ السيد محمد أحمد السريتي، محمد عزت محمد غزلان، مرجع سابق، ص: 15.

² بسام الحجار، مرجع سابق، ص: 30.

³ طاهر فاضل البياتي، ميرال روي سمارة، مرجع سابق، ص: 33-34.

⁴ عادل أحمد حشيش، أساسيات الاقتصاد النقدي والمصرفي، دار الجامعة الجديدة، مصر 2004، ص: 35.

⁵ حسين بني هاني، مرجع سابق، ص: 23-24.

- أن للذهب والفضة من الصفات الذاتية، ما يجعلهما يشبعان رغبة من أشد الرغبات وأهمها في الانسان وهي الشغف بالزينة، ولذلك كانا مقبولين لدى جميع الناس نظرا لما يتمتعان به من جمال الرونق وسهولة التعرف عليهما.
- قابليتهما للتجزئة من غير أن تنقص قيمة أجزائهما وهي منفصلة عنها وهي متصلة.
- يكاد المعدنان الذهب والفضة أن يكونا غير قابلين للتلف، حيث يقدر علماء المعادن أن المسكوك الذهبي لا يعتريه البلى في أقل من ثمانية آلاف سنة.
- ثبات قيمة المعدنين نسبيا بالقياس إلى غيرهما من السلع، وذلك لضالة الانتاج الجاري منهما، بالقياس إلى القدر المتراكم منهما على مر الزمن.
- التماثل التام في جوهر المعدنين النفيسين (الذهب والفضة)، وهو ما يجعل بالإمكان قياس عيار هذين المعدنين والتحكم فيه، بالإضافة إلى امكانية تحويل هذين المعدنين من سبائك إلى مسكوكات ومن مسكوكات إلى سبائك، دون أن تفقد قدرا محسوسا من وزنها بالسك.
- لما كان معدنا الذهب والفضة نادرين نسبيا فإن قيمتهما مرتفعة بحيث يتم تبادل غرام صغير من كل منهما بكمية كبيرة من السلع الأخرى، مما يسهل نقلهما من مكان إلى آخر، ويحبب إلى الناس استعمالهما كأداة جيدة لاختزان القيمة.

3- النقود الائتمانية (Credit money)

- تعتبر النقود الائتمانية الصورة الأكثر انتشارًا في النظم النقدية الحديثة وتتميز أيضًا بانفصال الصلة بين قيمتها النقدية (الاسمية) وقيمتها التجارية كسلعة، فقيمتها النقدية تتجاوز بكثير قيمة المعدن أو المادة التي صُنعت منها. والنقود الائتمانية، قد تكون:¹
- نقودًا ورقية، كأوراق النقد الحكومية وأوراق البنكنوت.
 - نقودًا معدنية أو نقود مساعدة مصنوعة من النيكل أو النحاس مثلاً.
 - نقودًا مصرفية، مجرد قيد كتابي على دفاتر مصرف تجاري، ويتمثل في الودائع الجارية لدى البنوك التجارية.
- وتمثل النقود الائتمانية دينًا لصاحبها في ذمة الجهة التي أصدرتها، وتستمد قيمتها بما تتمتع به من قبول عام في المعاملات ومن ثقة حاملها في قابليتها للصرف بوحدة نقد سلعية، والجدير بالذكر أن الانتقال إلى استخدام النقود الائتمانية قد حرّر النقود من كيانها السلعي فتحوّلت إلى نقود قانونية.

¹ بسام الحجار، مرجع سابق، ص ص: 32-33.

3-1- النقود الورقية (Fiduciary money): لقد جاءت النقود الورقية وليدة الحاجة إلى أداة نقدية أكثر مرونة ويسر في التداول، وكانت الصين أول دولة عرفت أوراق النقد، وكان ذلك في أوائل القرن التاسع الميلادي، وقبل أن يعرفها أي بلد آخر في العالم، ومع ذلك فإنه لم يظهر للنقود الورقية الحكومية أي أثر في التداول في العصر الحديث حتى عرف الناس "البنكنوت" في القرن السادس عشر، وتمتعت أوراقه بالقبول العام في التداول، وبالفاء بالالتزامات خلال القرن الذي تلاه، سواء كان ذلك سدا لحاجات التعامل بين الناس، أم وسيلة للاقتراض من الأفراد جبراً عنهم دون احتساب فائدة على تلك القروض، وفي عام 1609 م بدأت بنوك أمستردام في هولندا بإصدار أوراق نقدية، تمثل شهادات إيداع للعملة المعدنية، وابتداء من عام 1619 م بدأت بنوك عدد من الدول الأوروبية باتباع ذلك الأسلوب¹

ومن الممكن أن نتصور الأنواع الرئيسية التالية من النقود الورقية حسب تطورها التاريخي:

3-1-1- النقود النائية: وهي تنوب عن الذهب وتمثله تمثيلاً كاملاً (الغطاء الذهبي لهذه النقود = 100%)، ولكي تمثل هذه الأوراق الذهب تمثيلاً كاملاً، ينبغي توافر كفالة الحرية التامة في تحويل هذه الأوراق إلى ذهب وبالعكس دون قيد أو شرط²، حيث تستمد هذه النقود الورقية قيمتها من إمكانية استبدالها بمجرد الطلب بالنقود الذهبية التي تكون الاحتياطي الذهبي لبنك الإصدار³.

ظهرت النقود الورقية على أيدي الصاغة والذين كانوا يحتفظون بمعادهم النفيسة في خزائن حديدية متينة ومأمونة وانطلاقاً من الثقة بين الأفراد وهؤلاء الصاغة بدأ الأفراد بإيداع ما لديهم من معادن نفيسة لدى الصاغة والتي يمكن استرجاعها عند الحاجة ويحصل المودع بموجب ذلك على صك أو مذكرة وهو ايصال يثبت حقه فيما أودعه من معادن ويتعهد الخازن بتسليمه إياه أو جزء منه عند الطلب، وهنا بدأ يتحول خزنة المعادن إلى صيارفة وظهر بالتالي شكل من أشكال البنوك*، لقد أخذ المودعون يتداولون صكوك الصيارفة في معاملتهم وذلك لثقة الأفراد بأن الصيارفة لديهم القدرة والاستعداد الدائم لدفع ما تمثله من معادن عند الطلب ثم بدأ يظهر شكل من أشكال أوراق البنكنوت (Banknote)** وقد شاع بمرور الوقت استخدامها كبديل عن النقود المعدنية⁴.

¹ حسين بني هاني، مرجع سابق، ص: 25-26.

² بسام الحجار، مرجع سابق، ص: 33.

³ محمود يونس، عبد النعيم مبارك، مرجع سابق، ص: 38.

* يعتبر السويدي "بالمستراخ" الذي أسس بنك استكهولم في القرن 16 هو أول من أصدر هذه الشهادات ومن ثم فهو يعتبر المؤسس الحقيقي للنقود الورقية.

** هو تعهد مصرفي بدفع مبلغ معين من وحدات النقد القانونية لحامل الورقة عند الطلب.

⁴ طاهر فاضل البياتي، ميرال روجي سمارة، مرجع سابق، ص: 36.

3-1-2- النقود الورقية القابلة للصرف (إصدار العملة المغطاة جزئياً): في ظل هذا النظام بقي شرط التحويل قائماً، ولكن نسبة الغطاء الذهبي بدأت تقل، الأمر الذي جعل من الممكن زيادة عرض النقود من غير الحاجة إلى زيادة احتياطي الذهب لدى السلطات النقدية. وهنا أصبحت كمية البنكنوت المصدر أكبر من قيمة الذهب الموجود في الغطاء، ويختلف الاحتياطي الذهبي باختلاف البلدان، فبعضها يحتفظ بما يعادل 50% من قيمة البنكنوت المصدرة، والبعض كان يحتفظ بنسبة أعلى أو أقل، وتستمد هذه الأوراق قيمتها، أساساً، من إمكانية استبدالها بنقود ذهبية (سلعية) لدى الطلب.¹

3-1-3- النقود الورقية غير القابلة للصرف (النقود الإلزامية) (Inconvertible paper money): بإيقاف شرط التحويل إلى ذهب ظهرت النقود غير المغطاة (Fiat money)، والتي تعتمد فقط على ثقة الجمهور، فأصبحت النقود الورقية إلزامية. وبالتالي تحولت إلى نقود انتهائية غير قابلة للصرف بالذهب. وسميت "بالنقود القانونية" لأنها تستمد قوتها من قوة القانون وقبول الأفراد لها قبولاً عاماً ونظراً لاحتكار البنك المركزي حق إصدارها.²

وتمثل النقود الإلزامية الصورة العامة للنقود (النقود القانونية) في الاقتصاد المعاصر، لأن القانون يكرّسها ويصوغ عليها صفة الشرعية والقدرة على إبراء الديون وتسوية المعاملات، ويعاقب من يرفضها في التعامل. وتمثل النقود القانونية قمة السيولة حيث يمكن أن تتحول إلى سلع وخدمات في الحال، وهي نقود انتهائية، بمعنى إنه لا يمكن تحويلها إلى نقود أخرى، وبالذات إلى ذهب من الاحتياطي الرسمي الموجود لدى السلطات النقدية، ويتمثل الشكل الرئيسي لهذه النقود "بأوراق البنكنوت" التي يصدرها البنك المركزي وكونها قسم من النقود الائتمانية، فهي تتميز بانفصال الصلة بين قيمتها النقدية وقيمتها التجارية، ولكنها تستمد قيمتها من إرادة المشرّع، أي أنه يصبح لها قيمة قانونية على الرغم من انعدام قيمتها الذاتية. وهي تمثل ديناً لحاملها على البنك المركزي الذي أصدرها، وفي حالات إصدار النقود الورقية غير القابلة للصرف، يخضع الإصدار لرقابة البنك المركزي وتلعب الحكومة دوراً أساسياً في تحديد كمية النقود طبقاً للسياسة النقدية المتبعة، سياسة نقدية توسعية أو سياسة نقدية انكماشية.³

❖ الفرق بين النقود القانونية والنقود المعدنية: النقود الورقية أفضل من النقود المعدنية في سد حاجات المتعاملين نظراً لما تنسم به من الخصائص والتي من أهمها ما يلي:⁴

¹ بسام الحجار، مرجع سابق، ص: 33-34.

² السيد محمد أحمد السريتي، محمد عزت محمد غزلان، مرجع سابق، ص: 20.

³ بسام الحجار، مرجع سابق، ص: 34.

⁴ حسين بني هاني، مرجع سابق، ص: 27.

- النقود الورقية أخف وزناً من النقود المعدنية، بالإضافة إلى إمكانية إصدارها في فئات متفاوتة تتلائم مع حاجات كل نوع من أنواع التعامل، كما أنها أسهل في النقل من مكان إلى آخر. وأقل تعرضاً لمخاطر الطريق.
 - النقود الورقية أقل كلفة في الإصدار من النقود المعدنية بالنسبة للدولة لأن قبولها وضع حداً لما تتكبده الدولة في سبيل الحصول على الذهب اللازم للوفاء بحاجات التعامل في الداخل، هذا بالإضافة إلى أن نفقات الاحتفاظ بالنقود الورقية أقل بكثير من نفقات الاحتفاظ بالنقود المعدنية، كما أن تكاليف طبع الأوراق النقدية أقل بكثير من تكاليف سك النقود.
 - النقود الورقية أكثر مرونة في الإصدار من المعدنية، إذا يمكن التحكم في عرضها على نحو يكفل مواجهة كافة التغيرات المتوقعة في الطلب على النقود، سواء كانت تغيرات موسمية أو دورية.
 - النقود الورقية وسيلة ميسرة لمواجهة احتياجات التمويل الحكومي عند الضرورة، ذلك أنه لما كانت الدولة هي السلطة القوامية على إصدار النقود الورقية بمالها من سيادة كاملة على نظامها النقدي، فإن باستطاعتها تمويل أي عجز يطرأ على الميزانية العمومية لها عن طريق زيادة الإصدار.
- 2-3- النقود المساعدة: تتميز هذه النقود بأن قيمتها القانونية تكون أعلى من القيمة السوقية لكمية المعدن الذي صنعت منه¹، وهي "قطع (وحدات) نقود ذات قيمة بسيطة وتصدرها عادة الخزنة العامة (وزارة المالية)، وتقوم بمساعدة النقود في تسهيل المبادلات ذات القيمة الصغيرة". ولا تتمتع إلا بقوة ابراء محدودة أي لا يمكن استخدامها في تسوية الديون وبراء الذمم إلا في حدود مبلغ معين يحدده القانون ولذلك يستطيع أي شخص أن يرفض قبولها في تسوية ديونه إذا تجاوزت هذا المبلغ المحدد.²
- 3-3- النقود الكتابية (نقود الودائع): النقود المصرفية، شأنها شأن النقود الورقية؛ تمثل ديناً لصالح مالكيها 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.³

فمع تزايد مستوى النشاط الاقتصادي، وازدياد حجم الدخل النقدي، وانتشار وتقدم العادات المصرفية، أخذ الأفراد يودعون أموالهم لدى البنوك التجارية التي استطاعت استخدام هذه الودائع في إتمام العمليات التجارية التي تعقد بين الأفراد، وفي تطور لاحق وجد الأفراد أنه من الأسهل للفرد الذي

¹ محمود يونس، عبد النعيم مبارك، مرجع سابق، ص: 36.

² السيد محمد أحمد السريتي، محمد عزت محمد غزلان، مرجع سابق، ص: 21.

³ بسام الحجار، مرجع سابق، ص: 35.

لديه حساب في البنك أي يأمر البنك بتحويل مبلغ من النقود من حسابه، إلى حساب الطرف الآخر، الذي قد يكون لديه حساب في البنك نفسه. دون أن تخرج النقود الورقية من البنك، ودون أن يؤثر ذلك في مديونية البنك، كما يستخدم الأفراد الذين لديهم حسابات لدى البنك الشيكات في تحويل المبالغ، فالشيك هو الوسيلة أو الأداة، التي بموجبها يطلب الفرد، الذي له حساب في البنك (الساحب)، من البنك (المسحوب عليه)، أن يدفع مبلغا من المال، إلى شخص محدد، أو لحامل الشيك (المستفيد)، سدادا لدين ووفاء لالتزام، وقد يكون الشخص المستفيد هو الساحب نفسه عندما يقوم الفرد الذي يملك وديعة لدى المصرف، بسحب جميع أو بعض أمواله لحسابه الشخصي.¹

وقد شعرت البنوك التجارية من خلال تعاملها مع الأفراد، أن غالبية المودعين لأموالهم، لا يقومون بسحب جميع أو جزء كبير من نقودهم المودعة، وفي وقت واحد، إضافة إلى أن هناك ايداعات جديدة، لمبالغ نقدية تودع لدى المصارف في شكل ودائع جديدة. 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 الطلب، تزيد في قيمتها عن قيمة ما لديها من نقود فعلية في خزائنها. بحيث لا تتجاوز تلك الوعود الحذ 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 لديها 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.²

وتعد النقود الكتابية اليوم أحدث أشكال النقود، لأنها تمثل وسيلة مهمة للدفع، وتشكل نسبة مرتفعة من إجمالي النقود المتداولة والعرض النقدي في الدول المتقدمة ذات الأنظمة المصرفية الحديثة³، فهذا النوع الحالي من النقود يمثل أعلى درجات التطور النقدي بسبب استخدام وحدة مجردة من المديونية للقيام بوظائف النقود⁴، حيث نجدها في أمريكا تمثل حوالي 90% من العرض النقدي.⁵

¹ طاهر فاضل البياتي، ميرال روجي سمارة، مرجع سابق، ص: 37-38.

² المرجع السابق، ص: 38.

³ المرجع السابق، ص: 37.

⁴ أسامة كامل، عبد الغني حامد، مرجع سابق، ص: 38.

⁵ السيد محمد أحمد السريتي، محمد عزت محمد غزلان، مرجع سابق، ص: 22.

- ❖ الفرق بين نقود الودائع والنقود القانونية: مما تقدم يتضح أن نقود الودائع تشترك مع النقود القانونية في كونها ديوناً لمالكها أو حاملها على الجهة التي أصدرتها، وتتميز عنها، من ناحية:¹
- 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 اختيارية.
- قد تفقد النقود المصرفية جزء من قيمتها عند رفضها من قبل الأفراد.
- تمثل النقود القانونية أدوات نقدية ملموسة في حين تمثل النقود المصرفية قيود في دفاتر البنوك التجارية.

4- النقود الالكترونية (Electronic Money)

نظرا للدور الكبير الذي لعبه التطور التكنولوجي في حياة البشر على مختلف الأصعدة، ونتيجة للثورة الحضارية والتقنية التي أفرزتها مراحل التقدم التكنولوجي والعملة، كل ذلك أدى إلى ظهور شكل جديد للنقود يسمى بالنقود الالكترونية (Electronic Money) والتي تعرف على أنها قيمة نقدية تتخذ شكل وحدات ائتمانية مخزونة على شكل إلكتروني أو أداة إلكترونية يمتلكها المستخدم، ومن أهم ما يميز النقود الالكترونية ما يلي:²

- لا تتطلب وجود زمن معين أو خضوعها لحدود معينة للقيام باستخدامها، حيث يتم التعامل بها في أي وقت ومكان لاعتمادها على الشبكات الالكترونية أو الانترنت.
- سرعة إتمام المعاملات من خلالها إذ يتم إتمام المعاملة المالية فور إصدار الأمر بذلك.
- انخفاض تكلفة تداولها مقارنة باستخدام الأنظمة البنكية التقليدية.

وتتمثل النقود الالكترونية في صورتين:³

- البطاقات مسبقة الدفع المعدة للاستخدام في أغراض متعددة، وتسمى بطاقات مخزنة القيمة أو محفظة النقود الالكترونية وهو الشكل المعروف والأكثر انتشارا.

¹ محمد إبراهيم عبد الرحيم، اقتصاديات النقود والبنوك، دار التعليم الجامعي، مصر، 2014، ص: 26.

² طاهر فاضل البياتي، ميرال روي سمارة، مرجع سابق، ص: 39.

³ سوزي عدلي ناشد، مقدمة في الاقتصاد النقدي والمصرفي، منشورات الحلبي القانونية، بيروت، لبنان، 2005، ص: 28.

- آليات الدفع مختزنة القيمة أو مسبقة الدفع التي تمكن من إجراء مدفوعات من خلال استخدام شبكات الحاسب الآلي المفتوحة خاصة الأنترنت، ويطلق عليها نقود الشبكة أو النقود السائلة الرقمية.

4-1- أهم انواع بطاقات الدفع الالكتروني: من بين أهم بطاقات الدفع الالكتروني الأنواع التالية:¹

- (1) بطاقات الائتمان (Credit cards)
- (2) بطاقات الدفع الفوري (Debit cards)
- (3) بطاقات التحويل الالكتروني (EFT-POS cards)
- (4) بطاقات الصراف الآلي (ATM cards)

هذا وتصدر بطاقات الدفع الالكتروني عن منظمات أو بنوك ذات ثقة تضمن تعاملات العميل في شبكة التعامل بالبطاقة وبموجبها تمكنه من الشراء والدفع وسحب الاموال والحصول على الخدمات، وفي معظم هذه البطاقات -خاصة بطاقات سحب الأموال- يقترن اصدار البطاقة لحاملها بمنحه رقما سريا يعمل حال استخدام البطاقة في وسط الكتروني و التوقيع عليه بتوقيعه.²

4-2- أنواع بطاقات الدفع الالكتروني من الناحية الفنية: يمكن تمييز الأنواع الثلاث التالية:³

- ✓ البطاقة الممغنطة (magnetic stripe): وفيها تتضمن البطاقة البلاستيكية شريطا ممغنطا يتم من خلاله إدخال وتأمين البيانات المشفرة عليه ويتحقق الدفع بهذه البطاقة من خلال قراءة المعلومات المخزنة على الشريط.
- ✓ البطاقات الرقائقية (chip cards): وهذه البطاقات تحتوي على شريحة ذاكرة (سيليكون) ومن خلال هذه الشريحة يتم تسجيل قيمة النقود في الحساب المصرفي لحامل البطاقة وتقوم بعمليات الخصم والاضافة في حسابه بقيمة معاملاته.
- ✓ البطاقات البصرية (optical cards): وهي بطاقات توضع بها المعلومات الخاصة بقسم الدفع والمعلومات المتغيرة وعناصر الدفع بشكل بصري ومثالها الهولوجرام أو الصورة المجسمة ثلاثية الأبعاد ومنها بطاقات الفيزا كارد والماستر كارد المستخدمة حاليا.

4-3- أهم الجهات المصدرة لبطاقات الدفع الالكتروني: من أهم المؤسسات العالمية التي تقوم باصدار بطاقات الدفع البلاستيكية الالكترونية ما يلي:⁴

¹ محمد إبراهيم عبد الرحيم، مرجع سابق، ص: 13.

² مصطفى كمال السيد طایل، الصناعة المصرفية في ظل العولمة، اتحاد المصارف العربية، الأردن، 2009، ص ص: 84-85.

³ المرجع السابق، ص ص: 85-86.

⁴ المرجع السابق، ص: 87.

✓ مؤسسة الفيزا العالمية (visa international services association): ومركزها مدينة لوس انجلوس بولاية كاليفورنيا الأمريكية وتصدر أنواعاً من البطاقات هي الفيزا الذهبية وبطاقة رجال الأعمال وبطاقة الفيزا العادية.

✓ مؤسسة ماستر كارد الذهبية (master cards international organization): ومركزها مدينة سانت لويس في الولايات المتحدة الأمريكية تصدر بطاقة ماستر كارد الذهبية وبطاقة ماستر كارد رجال الأعمال وبطاقة ماستر كارد العادية.

✓ مؤسسة أمريكان اكسبريس (american express): ومركزها الولايات المتحدة الأمريكية وتصدر بطاقات الضمان تحمل اسمها وذلك من بنوك أمريكان اكسبريس على مستوى العالم.

4-4- طبيعة بطاقات الدفع الإلكتروني والفرق بينها وبين كل من النقود والشيكات: يثار تساؤل عن طبيعة بطاقات الدفع الإلكتروني هل هي بمثابة نقود أو أنها تعتبر مثل الشيكات أداة وفاء وإداة ائتمان، وللإجابة على هذا التساؤل يلزم المقارنة بين بطاقات الدفع الإلكتروني والنقود من ناحية وبين هذه البطاقات والشيكات من ناحية أخرى.

جدول رقم (01): نقاط التشابه والاختلاف بين النقود وبطاقات الدفع الإلكتروني

النقود	بطاقات الدفع الإلكتروني
1-تستخدم النقود كوسيط للمبادلات عن طريق تخلي الشخص عن كمية من النقود مقابل حصوله على السلعة أو الخدمة التي يقدمها للطرف الآخر "البائع".	1-تستخدم كوسيط في المبادلات حيث يقدمها حاملها الى البائع مقابل حصوله على السلعة أو الخدمة محل المبادلة.
2-يتخلى الشخص نهائياً للبائع عن النقود مقابل السلعة ومن ثم فان النقود لها قيمة ذاتية.	2-المشتري (حامل البطاقة) لا يتخلى عنها بصفة نهائية للبائع وليست لها قيمة ذاتية.
3-تعتبر النقود أداة لتخزين القيمة (مخزن للقيم) بمعنى إمكانية ادخالها للحصول بها على السلع والخدمات وقت الحاجة اليها.	3-لا يمكن قيام بطاقة الدفع الإلكتروني بهذه الوظيفة من منطلق انها أداة نائبة عن النقود الورقية أو نقود الودائع.
4-تتمتع النقود بالقبول العام من جانب الافراد ووسيلة لإبراء الذمة وتستمد هذه الصفة بمقتضى القانون.	4-هذه البطاقة لا تتمتع بالقبول العام ومن ثم لا تعتبر نقوداً إلا أنها تتمتع بالقبول الاختياري بين المتعاملين (البائعين والمشتريين).

المصدر: مصطفى كمال السيد طایل، الصناعة المصرفية في ظل العولمة، اتحاد المصارف العربية، الأردن، 2009،

ص: 88.

جدول رقم (02): نقاط التشابه والاختلاف بين الشيكات وبطاقات الدفع الالكتروني

الشيكات	بطاقات الدفع الالكتروني
1-تشابه الشيكات مع بطاقات الدفع الالكتروني لأن كليهما يستخدم في تداول النقود والودائع ونقل ملكيتها من شخص لآخر وهي بذلك تعتبر أداة تداول للنقود ونقل ملكيتها.	1-تشابه بطاقات الدفع الالكتروني مع الشيكات لأن كليهما يستخدم في تداول النقود والودائع ونقل ملكيتها من شخص لآخر وهي بذلك تعتبر أداة تداول للنقود ونقل ملكيتها.
2- صاحب الشيك يتخلى عنه للمستفيد الذي يقدمه بدوره الى المصرف للحصول على قيمته نقداً أو اضافته الى حسابه داخل البنك أو أي بنك آخر خاص به.	2- حامل البطاقة لا يتخلى عن البطاقة بصفة نهائية ولكنه يقدمها لبائع السلعة أو الخدمة بغرض تحويل المبالغ والحصول على قيمة المعاملة من حساب العميل (حامل البطاقة) الى حساب التاجر (البائع) ثم يقوم البائع برد البطاقة اليه بعد اتمام المعاملة.
3-لا يتوافر للشيك شرط القبول العام ويستعمل في عملية واحدة ينتهي بعدها دوره كما أنه محدد بكمية من النقود وبتاريخ معين.	3-بطاقات الدفع الالكتروني (البلاستيكية) تكون مضمونة من بنك الاصدار ولذلك يكون التعامل بها أكثر قبولاً من الشيكات وهي في هذه الخاصية تقارب النقود لتتمتع بشرط القبول العام كما أنها تستعمل في عمليات متعددة طالما كان الرصيد يسمح وتاريخ صلاحيتها مازال سارياً.
4-الشيكات تشبه النقود كوسيط في المبادلات من منطلق أنها وسيلة أو وسيط لمبادلة النقود بالسلع والخدمات.	4-بطاقات الدفع الالكتروني تعتبر ايضاً وسيطاً أو وسيلة لنقل النقود من المشتري الى البائع ومن ثم تعتبر بطاقات الدفع الالكتروني بمثابة نقود نائبة أي أنها تنوب عن النقود الحقيقية في القيام بوظيفة النقود كوسيط للمبادلات.

المصدر: مصطفى كمال السيد طایل، الصناعة المصرفية في ظل العولمة، اتحاد المصارف العربية، الأردن، 2009،

ص: 89.

المحور الثاني: الأنظمة النقدية والعرض النقدي

أولاً: تعريف الأنظمة النقدية وأنواعها

ثانياً: بنية الكتلة النقدية ومقابلاتها

ثالثاً: قياس العرض النقدي ومحدداته

تمهيد

إن قياس العرض النقدي، وتحديد التغير في عرض النقود، مع ثبات ظروف الطلب عليها، عادة ما يترتب عليه، سواء بطريق مباشر أو غير مباشر، تغيرات في العديد من المتغيرات الاقتصادية الكلية مثل مستوى الناتج القومي، ومستوى العمالة، والمستوى العام للأسعار، وسعر صرف العملة المحلية مقابل العملات الأجنبية، وغيرها من المتغيرات التي تمثل الأهداف الاقتصادية العامة التي تحتل اهتمام الاقتصاديين في أي مجتمع من المجتمعات.

وعليه فقد تزايد اهتمام السلطات النقدية بقياس حجم النقود المعروضة في المجتمع وتعديلها بما يتلاءم مع تحقيق هذه الأهداف القومية. ويتحدد العرض النقدي بداية بما يصدره البنك المركزي من وحدات العملة المحلية القانونية، وما تصدره الحكومة من النقود المساعدة، كما يتحدد العرض النقدي بحجم الودائع الجارية لدى المصارف التجارية بشكل خاص وكذلك الودائع الشيكية الأخرى لدى المؤسسات المالي من غير البنوك التجارية.

وقبل التطرق إلى مفاهيم العرض النقدي وطرق قياسه والتي سيتضمنها العنصران الثاني والثالث، يتعين في البداية استعراض مفهوم النظام النقدي وأهم مكوناته وهو ما سيتطرق له العنصر الأول من هذا المحور.

أولاً: تعريف الأنظمة النقدية وأنواعها

1- تعريف النظام النقدي (Monetary System)

يمكن القول أن النظام النقدي في أي اقتصاد قومي لا يعدو عن كونه مجموعة من القواعد والجراءات والتدابير التي تحكم خلق النقود واقتنائها في المجتمع، وحيث أن نوع النقود المستخدمة هي المحور الأساسي في دراسة النظم النقدية فقد سميت هذه النظم بالنظم النقدية نسبة إلى نوع النقود المستخدمة وذلك في تقسيمها الأساسي، فإذا كانت وحدة النقود المصدرة أساس إصدارها هي كمية معينة من الذهب الخالص، قيل أن النظام النقدي هو نظام الذهب، وإذا كان الذهب والفضة قيل أن أساسه نظام المعدنين، وإذا لم تكن هناك علاقة ثابتة بين معدن من المعادن والوحدة النقدية قيل أن القاعدة هي قاعدة النقود الورقية الإلزامية وهكذا.¹

ويمكن تعريف النظام النقدي على نحو من التبسيط على أنه الكيان التنظيمي الذي يضم في إطاره أنواع معينة من النقود المتداولة في مجتمع معين خلال فترة معينة، والقواعد الحاكمة لكيفية

¹ عبد المطلب عبد الحميد، مرجع سابق، ص: 89.

وشروط إصدار كل نوع منها ومدى قابلية بعضها للتحويل إلى الأنواع الأخرى المتداولة، ومدى الالتزام بقبولها في الوفاء بالالتزامات.¹

ويمكن بوجه عام، تعريف النظام النقدي بأنه مجموعة القواعد التنظيمية والإجراءات التي تضبط إصدار وسحب (تدمير) النقود من التداول، والذي يتميز بثلاث خصائص أساسية:²

- خاصية التركيب، فالنظام النقدي كأى نظام اقتصادي يتمتع بخاصية التركيب، بمعنى أنه يتكون من مجموعة من العناصر، منها ما هو أساسي ومحدّد ومنها ما هو ثانوي. والعنصر الأساسي في النظام النقدي هو "القاعدة النقدية" أو قاعدة القيم، والغاية منها المحافظة على القيمة الاقتصادية للنقود في الداخل والخارج.
- النظام النقدي في أي دولة هو جزء لا يتجزأ عن النظام الاقتصادي الاجتماعي السائد، والروابط النقدية هي أساساً روابط اجتماعية.
- النظام النقدي هو نظام تاريخي، أي أنه لا يتصف بالثبات، بل يتطوّر ويتغيّر مع تطور وتغيّر النظام الاقتصادي والاجتماعي الذي ينتهي إليه.

ومن الضروري الإشارة إلى أن النظام النقدي لدولة ما يتكون من ثلاثة عناصر رئيسية هي على النحو التالي:³

- العنصر الأول: والذي يشير إلى مجموعة المؤسسات النقدية الوطنية التي تختص قانوناً بإصدار وخلق النقود وما يرتبط بها من متغيرات بالزيادة أو النقصان وتحدد قوانين الدولة وحدة النقد الوطنية والأجزاء التي تتكون منها.
- العنصر الثاني: وهو العنصر الذي يختص بالنقود وأنواعها المختلفة التي تستخدم في التداول داخل إطار الدولة وحدودها.
- العنصر الثالث: وهو العنصر الذي يتضمن مجموعة القوانين واللوائح والإجراءات التي تحكم كمية النقود والتغيرات المرتبطة بها.

2- أنواع النظم النقدية

بالرجوع إلى المراحل الاقتصادية الماضية عرف العالم أنواعاً مختلفة من النقد، ونظراً للدور الكبير الذي تقوم به النقود على المستوى الاقتصادي والاجتماعي دعت الحاجة إلى إدارة وتنظيم عملية تداولها

¹ عادل أحمد حشيش، مرجع سابق، ص: 55.

² بسام الحجار، مرجع سابق، ص: 37-38.

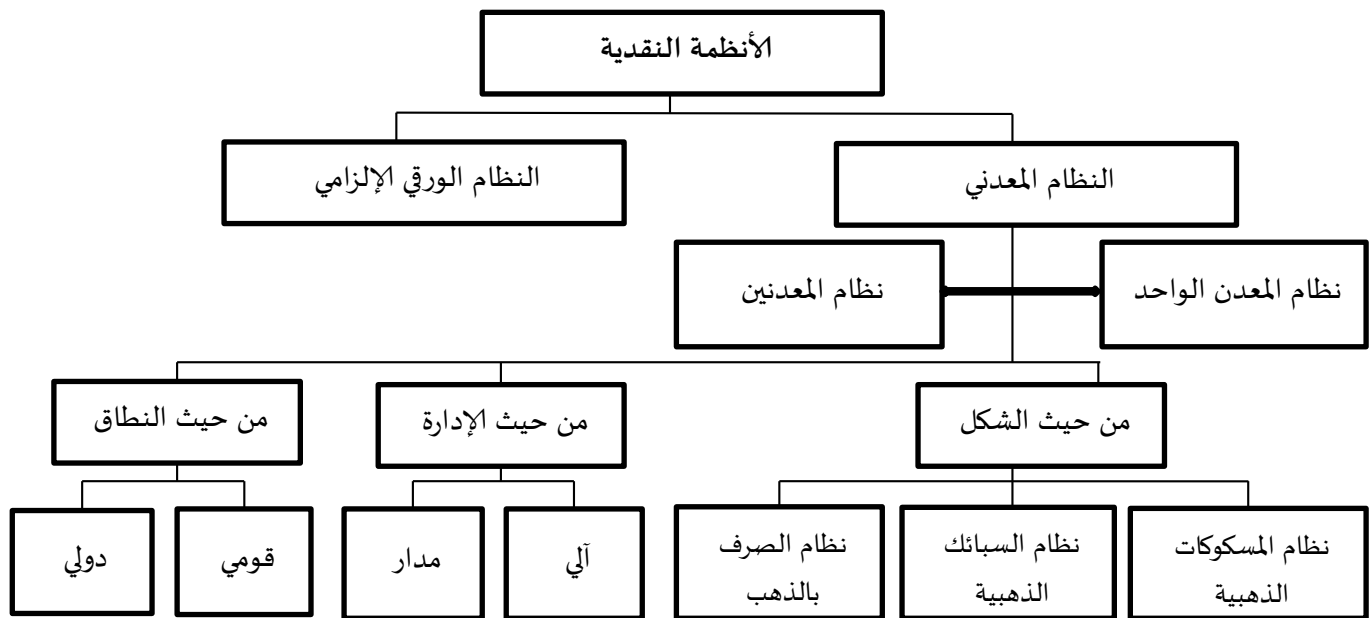
³ عبد المطلب عبد الحميد، مرجع سابق، ص: 89.

في المجتمع مما أدى إلى ظهور القواعد النقدية المختلفة لتطبيق فعال للأنظمة النقدية التي تخص كل دولة، إذ تقوم عملية تحديد نوع القاعدة النقدية المتبعة بناء على¹:

- نوع النقود المعيارية التي تعتبر الأساس في تحديد نوع النقود والتي من خلالها يمكن لهذه النقود أن ترد إليها.

- تحديد كمية المعدن النفيس الذي تحتويه كل وحدة من وحدات النقد، فإذا كان ذهباً فإن هذا المجتمع يكون قد أخذ بقاعدة الذهب كنظام نقدي، أما إذا كان فضة فإنه يكون قد أخذ بقاعدة الفضة كنظام نقدي، وقد يجمع المجتمع ما بين هذين المعدنين فيكون النظام النقدي قد أخذ بقاعدة المعدنين، أما إذا اعتبر المجتمع النقود الورقية (النقود المعيارية) فيكون قد أخذ بقاعدة النقود الورقية غير القابلة للتحويل إلى ذهب.

شكل رقم (03): أنواع الأنظمة النقدية



المصدر: عبد المطلب عبد الحميد، اقتصاديات النقود والبنوك: الأساسيات والمستحدثات، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2007، ص: 40.

1-2- النظام المعدني: بعد اكتشاف المعادن تحول الإنسان إلى استخدامها في الأغراض النقدية، ثم رأينا، كيف أنه انطلق من استخدام المعادن الرخيصة الثمن، كالنيكل والبرونز، إلى استخدام المعادن النفيسة كالذهب والفضة للقيام بشتى وظائف النقود. واستيفاءً لأغراض البحث سوف نقتصر، في دراستنا للقواعد النقدية، على شكلين من أشكال قاعدة المعدن، هما نظام المعدن الواحد ونظام المعدنين.²

¹ طاهر فاضل البياتي، ميرال روجي سمارة، مرجع سابق، ص: 45.

² بسام الحجار، مرجع سابق، ص: 38-39.

2-1-1- نظام المعدن الواحد: يركز هذا النظام على معدن واحد، ذهبًا كان أو فضة، وفي كلتا الحالتين يعتمد المشرّع إلى إنشاء علاقة ثابتة بين وحدة النقد ووزن معين من المعدن المتخذ أساسًا للقاعدة النقدية. وأهم القواعد المعدنية، قاعدة الذهب (Gold Standard)¹، أما قاعدة الفضة* فهي لا تختلف عن قاعدة الذهب وتسمى أيضًا بقاعدة المعدن الواحد كقاعدة الذهب إلا أن هناك فروق في التطبيق، حيث أن الدول التي أخذت بقاعدة الفضة قليلة العدد ومحدودة من حيث التأثير ولم تلعب دورا مهما في التأثير على النشاط الاقتصادي العالمي.²

ويعد نظام قاعدة الذهب من أقدم النظم النقدية المعروفة والتي تعتبر المثال التقليدي عند دراسة نظام المعدن الواحد، ويتميز نظام قاعدة الذهب بأن قيمة وحدة النقد الأساسية فيه سواء الجنيه الاسترليني أو الدولار الأمريكي مثلا كانت ترتبط ارتباطا ثابتا بالنسبة إلى الذهب، أي أن العلاقة ثابتة بين وحدة النقود الأساسية ووزن معين من الذهب محدد العيار (ذو نقاوة معينة)، وبذلك تتعادل القدرة الشرائية لوحدة النقود مع القدرة الشرائية بكميات معينة من الذهب، ويقوم نظام قاعدة الذهب على الأسس التالية:³

- تحدد السلطة النقدية الممثلة في البنك المركزي، المصدرة لوحدة النقود سعرا ثابتا لوحدة النقود بالنسبة إلى الذهب، أي أن وحدة النقود كالدولارتساوي مقدارا معيناً من الذهب الخالص المحدد العيار بدرجة نقاوة معينة ووزن معين.
- يجب أن تتساوى القيمة السوقية للذهب مع قيمته كنقود أي أن الوحدة النقدية إذا بيعت كمعدن لأغراض صناعية أي غير نقدية، يجب أن تتساوى قيمتها كقوة شرائية كوحدة نقدية وحتى يتحقق هذا، على الدولة ترك حرية السك والصهر للأفراد، أي أن لهم حرية تحويل السبائك الذهبية إلى نقود وصهر النقود وتحويلها إلى سبائك أو أي مصنوعات ذهبية أخرى.
- يجب أن تضمن الدولة للأفراد إمكانية تحويل قيمة أي نقود مساعدة سواء كانت من النحاس أو البرونز أو غيرها أو حتى ولو كانت أوراق إلى نقود ذهبية.

¹ بسام الحجار، مرجع سابق، ص: 39.

* يقصد بقاعدة الفضة، النظام الذي كانت تستخدم فيه الفضة لصنع النقود الرئيسية والذي كانت قيمة وحدة النقد فيه تحدد عن طريق ربطها بوزن معين من الفضة، وقد كانت هذه القاعدة منتشرة في كثير من البلاد في نهاية القرن الثامن عشر وبداية القرن التاسع عشر مثل فرنسا وهولندا والنمسا وألمانيا وقد نجحت قاعدة الفضة في وقت كان التداول الذهبي فيه محدودا نظرا لضالة المستخرج في العالم من الذهب.

² طاهر فاضل البياتي، ميرال روجي سمارة، مرجع سابق، ص: 51.

³ عبد المطلب عبد الحميد، مرجع سابق، ص: 91-92.

○ يجب على الدولة ألا تضع أي قيود على تصدير واستيراد الذهب أي أن هناك حرية كاملة في تصدير واستيراد الذهب ونقله من وإلى الدولة حتى تضمن تحقيق معدل ثابت لصرف عملتها على المستوى الدولي.

○ يجب أن تحافظ الدولة على العلاقة بين كمية النقود في داخل الدولة وبين كمية الذهب التي تملكه أي ما يعرف بالغطاء الذهبي حيث يكون بمقدورها تحويل أي مبلغ من وحدات النقود إلى ذهب عند الطلب.

ويتميز نظام الذهب بوجود ثلاثة أشكال هي: نظام المسكوكات الذهبية، نظام السبائك الذهبية، نظام الصرف بالذهب.

1-1-1-2- نظام المسكوكات الذهبية (Gold Coins Standard) (1816-1914): هي أول الصيغ* التي تم التعامل بها من خلال قاعدة الذهب إذ تسك النقود من معدن الذهب بحيث تمثل قيمة الوحدة الواحدة ما تحتويه من ذهب¹، وقد شكّلت المسكوكات الذهبية القسم الغالب من النقد المتداول، وإلى جانبها أوراق نقدية نائبة، ولكن في جميع الأحوال كانت المسكوكات هي النقد الأساسي والانتهازي، وللعمل بقاعدة الذهب، على الصعيد المحلي والخارجي وفي علاقته بالنظم النقدية الأجنبية التي تسير على نظام الذهب، يجب توافر شروط معينة نذكر منها:²

- تحديد قيمة ثابتة لوحدة النقد بوزن معين من الذهب الخالص، وهذا بالطبع لا يشترط أن تكون النقود الذهبية متداولة فعلاً، ولكن يكفي أن تكون النقود الورقية المتداولة، قابلة للتحوّل فعلاً إلى ذهب بلا قيد أو شرط.
- يجب توافر حرية سك الذهب، وبأية كميات دون مقابل لمنع زيادة القيمة الإسمية عن القيمة الحقيقية.
- وجوب توافر حرية كاملة لصهر المسكوكات الذهبية، أي تحويلها إلى سبائك، بدون مقابل لمنع ارتفاع السعر السوقي عن السعر القانوني للذهب.
- قابلية أنواع النقود الأخرى للصرف بالذهب وعند حد التعادل. ومن البديهي، أنه إذا كانت عملتان أو أكثر تسيران على نظام الذهب، فإن سعر الصرف بينهما يتحدّد على أساس قسمة الوزن المعدني الصافي للجنيه الإسترليني مثلاً على الوزن المعدني للدولار الأمريكي. ولنفرض أن المشرّع الإنكليزي

* وهي أول صور قاعدة الذهب وأكثرها كمالات على الإطلاق ولذا فهي التي تقصد عادة عند الكلام عن قاعدة الذهب بصفة مجردة دون وصف آخر.

¹ عبد المطلب عبد الحميد، مرجع سابق، ص: 92.

² بسام الحجار، مرجع سابق، ص: 40-42.

يعرفه على أنه يساوي 7.32 غراماً من الذهب، ولنفرض أن المشرع الأمريكي يعرف الدولار على أنه يساوي 1.5 غرام، سعر صرف الجنيه الإسترليني بالدولار الأمريكي: $\frac{7.32}{1.5} = 4.87$ دولارات

- ضمان حرية تصدير واستيراد الذهب (خروج ودخول الذهب) للمحافظة على التعادل بين القيمة الداخلية والقيمة الخارجية للذهب. وكان من شأن هذا التدبير أن حافظت أسعار الصرف على ثباتها واستقرارها.

الشرط الأول هو الذي أعطى للذهب قيمته القانونية، أما توافر حرية سك وصهر الذهب فهي ضرورية للمحافظة على سعر التعادل بين السعر السوقي (في شكل سبائك) والسعر القانوني (في شكل مسكوكات) للذهب، أما شرط توافر حرية تصدير واستيراد الذهب (خروج ودخول الذهب) فهو الذي حقق التعادل بين سعر الذهب محلياً وعالمياً، مع الأخذ بالاعتبار نفقات نقل وتأمين الذهب، وهذا النظام ظل معمولاً به حتى الحرب العالمية الأولى، حيث أخذت البلدان بالتخلي عنه تدريجياً، نظراً لحاجتها لاستخدام الذهب كغطاء للإصدار النقدي ولشراء العتاد الحربي.

2-1-1-2- نظام السبائك الذهبية (Gold Bullions Standard): ويعني أن الأوراق النقدية لم تعد قابلة للتحويل إلى ذهب في شكل قطع عملة ذهبية وإنما فقط في شكل سبائك ذهبية*، لا تقل وزن السبيكة منها عن قدر معين يحدده القانون¹، تميّزت 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 انهياراً تاماً. كما اتسمت هذه الفترة بالتقلبات الشديدة في أسعار صرف العملات والاختلالات الخطيرة في موازين المدفوعات، حيث لم تعد إلى التوازن تلقائياً. لذلك كان الهم الأساسي الذي شغل أذهان الاقتصاديين ورجال الحكم، هو مسألة الإصلاح النقدي. وتعالّت الصيحات والدعوات للعودة إلى نظام الذهب، لأنه كما افترض من مناصري هذا النظام، أن الاضطرابات والفوضى النقدية التي حصلت لا ترجع إلى عيوب كامنة في نظام الذهب، وإنما بسبب الخروج عن قواعد اللعبة، وأهمها قاعدة الحرية الاقتصادية، وعدم تدخّل الدولة في النشاط الاقتصادي والامتناع عن فرض القيود على التجارة الخارجية وربط الإصدار النقدي بكمية الذهب، وحرية تصدير الذهب واستيراده.²

* يقتصر التداول الداخلي على النقود الورقية المضمونة بالذهب ويستخدم الذهب بطريقة مباشرة "عن طريق العملات القابلة للتحويل إلى ذهب" في المدفوعات الدولية.

¹ زينب عوض الله، أسامة محمد الفولي، أساسيات الاقتصاد النقدي والمصرفي، منشورات الحلبي الحقوقية، بيروت، 2003، ص: 63.

² بسام الحجار، مرجع سابق، ص: 42.

ولقد اتبعت الدول بعد انتهاء الحرب العالمية الاولى قاعدة الذهب في صورة السبائك الذهبية، فاتبعتها انجلترا في عام 1925 عندما عادت الى قاعدة الذهب بعد وقف العمل بها اثناء الحرب العالمية الاولى* كما اتبعتها فرنسا عند عودتها الى قاعدة الذهب في يونيو 1928.¹

ولعل من الضروري الاشارة إلى أن تحول الدول إلى نظام السبائك الذهبية من نظام المسكوكات الذهبية يرجع إلى الأسباب التالية:²

❖ خوف الدول من عدم توفر رصيد من الذهب يكفي لحاجة المعاملات التجارية والاقتصادية في الداخل والخارج في ظل الاتجاه المتزايد نحو المزيد من النمو الاقتصادي في النشاط الاقتصادي في الداخل والخارج وخاصة مع قصور الموارد من معدن الذهب في العديد من الدول.

❖ اكتشاف أن الفكرة الخاصة بحرية تحويل النقود الورقية وغيرها من الوحدات النقدية إلى مسكوكات ذهبية وبالعكس هي في الواقع أمر لا يبرره رأي شديد، فواقع المعاملات أظهر أن الأفراد لا يلجؤون إلى استعمال حقوقهم في تحويل البنكنوت النقدي إلى ذهب إلا في حالتين:

- الحالة الأولى: حالة المضاربة على أسعار الذهب ومحاولة الاستفادة من فروق الأسعار.

- الحالة الثانية: حالة وجود أزمات نقدية يهرع عندها الأفراد إلى طلب الذهب والاحتفاظ به.

وليس من المعقول أن يشجع المجتمع عمليات المضاربة ويحقق أغراض المضاربة الشخصية في تحقيق أرباح على حساب النشاط الاقتصادي للاقتصاد القومي أو يشجعهم على ذلك بالسماح بشرط حرية تحويل النقود إلى ذهب دون قيد أو شرط.

❖ اتضح أنه في أوقات الأزمات النقدية حينما يزداد الطلب فجأة على اكتناز الذهب، يصبح من الصعب إيجاد الكميات المطلوبة فوراً التي تلي كل رغبات الأفراد في التحويل إلى ذهب.

وعموماً فإن من أهم الشروط التي ارتآها هؤلاء الاقتصاديون للعودة إلى نظام الذهب ما يلي:³

✓ تحديد قيمة ثابتة لوحدة النقد بوزن معين من الذهب.

✓ قابلية صرف النقود الورقية بالذهب وبالعكس وبلا قيد أو شرط.

* يعتبر ريكاردو هو مبتدع قاعدة السبائك الذهبية إذ اقترح في أوائل القرن التاسع عشر هذا التنظيم الجديد لقاعدة الذهب وإن لم يجد رواجاً في العمل حتى القرن العشرين عندما أخذت به بعض الدول عند الرجوع لقاعدة الذهب، ذلك أنه ورغم نص القانون الانجليزي الصادر عام 1819 على الأخذ بهذه الطريقة بصورة مؤقتة فإنها لم تصادف تطبيقاً عملياً حتى استؤنف الصرف بمسكوكات الذهب عام 1821.

¹ زينب عوض الله، أسامة محمد الفولي، مرجع سابق، ص: 64-65.

² عبد المطلب عبد الحميد، مرجع سابق، ص: 94-95.

³ بسام الحجار، مرجع سابق، ص: 42-43.

- ✓ الكف عن سياسة التمويل التضخمي للموازنة العامة.
 - ✓ الحفاظ على أسعار الصرف الثابتة، من خلال العمل على التوازن الخارجي (التوازن التلقائي في موازين المدفوعات).
 - ✓ أن تتوازن القوة الشرائية للنقود داخليًا وخارجيًا.
 - ✓ توفير ثقة الأفراد بالعملة من خلال ثبات قوتها الشرائية.
- غير أن الدول، إنكلترا مثلاً، عندما عادت إلى قاعدة الذهب، اشترطت أن لا تقل كمية البنكنوت المراد تحويلها إلى ذهب عن قيمة معينة، وكان البنك المركزي الإنكليزي على استعداد لأن يبيع الذهب للأفراد في شكل سبائك ذهبية بوزن لا يقل عن 400 أوقية من الذهب، أو ما يعادل 1700 جنيه إسترليني أو 7575 دولارًا أمريكيًا. وبذلك تكون السلطات النقدية قد عملت على تحقيق هدفين:
- أبقت على شرط تحويل الأوراق النقدية إلى ذهب وبالعكس، وبدون قيد أو شرط.
 - خفضت من نطاق التعامل بالذهب، حيث أصبحت النقود المتداولة في الداخل هي النقود الورقية، ومنع اكتنازه للاحتفاظ به لخدمة المدفوعات الدولية.
- 3-1-1-2- نظام الصرف بالذهب (Gold Exchange Standard):** وهي آخر صور لقاعدة الذهب وأقلها كمالاً، إذ أنها تعني اتباع قاعدة الذهب بطريقة غير مباشرة ذات طابع دولي وليس بطريقة مباشرة وذات طابع وطني أو قومي بحث* كما هو الحال في الصورتين السابقتين¹، يتميز هذا النظام بأن وحدة النقد الأساسية فيه تكون مرتبطة بالذهب بطريقة غير مباشرة وعن طريق وحدة النقد الأساسية لدولة أجنبية تسير على قاعدة الذهب، وفي هذا النظام كما هو واضح لا تتحدد قيمة الوحدة النقدية للبلد على أساس الذهب مباشرة، وإنما ترتبط بنسبة ثابتة لعملة بلد آخر يسير على نظام السبائك الذهبية، أي أن عملة الدولة تكون قابلة للصرف بالذهب ولكن عن طريق عمله وسيطة لدولة أخرى².
- إذن قامت هذه القاعدة على ربط العملة المحلية بعملة أخرى قابلة للتحويل إلى ذهب بدلاً من قابلية تحويل وحدة النقد المحلية بشكل مباشر، كما ساد خلال فترة التعامل بصورة الصرف بالسبائك الذهبية، وقد تم التعامل بهذه الصورة من خلال مؤتمر جنوة عام 1922م، إذ كانت بريطانيا من أهم

* وهنا يكمن الفرق بين نظام السبائك الذهبية وبين قاعدة الحوالات الذهبية ففي الأولى يتداول الذهب في التعامل الخارجي أما في الثانية فلا يتم أي تعامل بالذهب لا في الداخل ولا في الخارج وإنما تتم التسوية فقط على أساسه بالنسبة للخارج.

¹ زينب عوض الله، أسامة محمد الفولي، مرجع سابق، ص: 65-66.

² عبد المطلب عبد الحميد، مرجع سابق، ص: 95-96.

الدول المشجعة للتعامل بهذه الصورة وذلك من خلال قدرتها على سحب سندات على خزيتها لصالح الدول التي تخضع لسيطرتها دون اللجوء إلى استخدام أو هدر مواردها التي تمتلكها من ذهب.¹

وقد انتشر استعمال هذا النظام في العالم خلال القرن التاسع عشر، حيث اتبعته الهند في سنة 1892 والارجنتين في سنة 1898، وأصبح نظام الصرف بالذهب نظاما دوليا في الفترة ما بين الحربين العالميتين الأولى والثانية حيث طبق في الكثير من الدول، ويحقق هذا النظام عدة مزايا هي:²

- ✓ أنه يحقق مزايا السير على قاعدة الذهب من خلال الاحتفاظ بعملة دولة أخرى فقط.
- ✓ أن احتفاظ الدولة بعملات أجنبية في بنوك الدولة المتبوعة يؤدي إلى تحقيق فائدة مالية على أرصدها من العملة الأجنبية بحيث يعتبر ذلك موردا ماليا إضافيا للدولة التي تسير على قاعدة الصرف بالذهب.

إلا أنه وبعد اندلاع الحرب العالمية الأولى وتدايعات أزمة الكساد الكبيرة للفترة (1929-1933)، واجهت اقتصاديات العديد من الدول صعوبات عديدة لمواجهة الآثار الاقتصادية لذلك، مما أدى للتخلي عن اتباع قاعدة الذهب وعدم الالتزام بأحكامها من قبل العديد من البلدان*، ما أدى إلى انهيار قاعدة الذهب والتي يمكن حصر أهم الصعوبات والأسباب التي أدت إلى انهيارها بما يلي:³

- قصور الكميات المتوفرة لدى البلدان من الذهب وعدم كفاية انتاجه لمواكبة الطلب عليه ولمعالجة آثار الحرب العالمية الأولى ومواجهة نفقاتها الاصلاحية.
- عدم تكافؤ توزيع الاحتياطات الذهبية بين البلدان إذ تركزت في بعض البلدان المتمثلة بالولايات المتحدة الأمريكية وفرنسا مقارنة ببلدان أوروبا الشرقية، وبالرجوع إلى الاحصائيات الدولية احتوت كل من فرنسا والولايات المتحدة الأمريكية بعد نشوب الحرب على ثلاثة أخماس الذهب المتوفرة في العالم.
- فرض بعض القيود على حرية استيراد وتصدير الذهب لإجراء التبادلات التجارية الدولية وفرض القيود الجمركية والضريبية من قبل بعض البلدان بهدف تعزيز المركز الاقتصادي لها وتحسين أوضاعها المحلية، ومثال ذلك فرض بعض القيود الجمركية من قبل الولايات المتحدة الأمريكية لدعم مركزها الاقتصادي المحلي وتجارتها الخارجية.

¹ طاهر فاضل البياتي، ميرال روجي سمارة، مرجع سابق، ص: 47.

² عبد المطلب عبد الحميد، مرجع سابق، ص: 96.

* بعد الحرب العالمية الأولى عجزت الدول عن العودة الى قاعدة الذهب سواء في صورة المسكوكات او حتى السبائك الذهبية بسبب استنزاف النفقات الحربية الجزء الأكبر من احتياطها من الذهب.

³ طاهر فاضل البياتي، ميرال روجي سمارة، مرجع سابق، ص: 49.

- تعارض بعض السياسات التي اتبعتها بعض الدول لشروط وأحكام قاعدة الذهب إذ قامت بعمليات التوسع في إصدار النقد دون أن يقابله قدر مناسب من الاحتياطات الذهبية الواجب توفرها كغطاء نقدي، وذلك بهدف التوسع بالاستثمار وتنشيط الاقتصاد لتجنب آثار الكساد الكبير.

2-1-2 نظام المعدنين: بموجب هذه القاعدة تحدد الدولة نوعان من النقود المعيارية كل منهما من معدن مختلف ولكل منهما قوة إبراء غير محدودة لذلك ترتبط قيمة النقود الورقية المصدرة بكميات معينة من كلا المعدنين، فمثلا الوحدة الواحدة من النقود تعادل 1 غرام ذهب أو 5 غرامات من الفضة.¹ وحجة المدافعين عن نظام المعدنين تتمثل في اعتبارين أساسيين:²

- الأول: أن التغيرات التي يمكنك أن تحدث في كمية أحد المعدنين كافية لان تعوض أو توازن بالتغيرات المعاكسة في كمية المعدن الآخر. وهذا وحده كفيلا بتحقيق الاستقرار في العرض الكلي للنقود.
- الثاني: أن هذا النظام يتفق مع العادات السائدة بين الأفراد في المعاملات فاستخدام معدن واحد لا يمكنه الوفاء تماما بحاجة المعاملات.*

غير أن زيادة انتاج الفضة أدت إلى انخفاض قيمتها وهذا ما دفع الأفراد الابتعاد عن التعامل بها والتعامل فقط بالنقود الذهبية³، إذ أن ميزات هذا النظام التي جرى توضيحها تصطدم بقانون جريشام والذي ينص على أن النقود الرديئة تطرد النقود الجيدة** من التداول، وقد أدى عدم التوافق بين القيم النسبية للمعدنين في السوق وبين القيم النسبية التي تحددها الحكومة بينهما*** إلى فشل هذا النظام وخروج كل الدول التي كانت تأخذ به.⁴

¹ طاهر فاضل البياتي، ميرال روجي سمارة، مرجع سابق، ص: 51.

² زينب عوض الله، أسامة محمد الفولي، مرجع سابق، ص: 68-69.

* فلو كان المعدن المختار كبير القيمة نسبيا كالذهب فإن الوحدات النقدية المصنوعة منه ستكون خفيفة للغاية بالنسبة إلى المعاملات ضئيلة القيمة، ولو كان معدنا قليل القيمة نسبيا كالفضة فإن الوحدات النقدية المصنوعة منه ستكون قليلة جدا بالنسبة إلى المعاملات كبيرة القيمة.

³ طاهر فاضل البياتي، ميرال روجي سمارة، مرجع سابق، ص: 51.

** والنقود الجيدة أو القوية هي التي تكون قيمتها التجارية أي قيمة ما بها من معدن في السوق أكبر من قيمتها القانونية أي التي يكون معدل تبادلها التجاري بالنقود الأخرى أكبر من معدل تبادلها القانوني بها، وقد تكون رداءة النقود نتيجة لعوامل طبيعية أو نتيجة لعوامل مصطنعة كإصدار كميات من النقود أكثر مما تقتضيه الحاجة.

*** ويكون ذلك نتيجة لتغير ظروف العرض والطلب بالنسبة إلى كل من الذهب والفضة سواء تعلق هذا التغير بوجوده استعمالها في أغراض أخرى غير الغرض النقدي أو تعلق وهذا هو المهم باكتشاف مناجم جديدة لأي من المعدنين.

⁴ حسين محمد سمحان، إسماعيل يونس يامن، مرجع سابق، ص: 60.

2-1-3- نظام قاعدة الذهب من حيث الإدارة: ومن هذا المدخل فإن نظام قاعدة الذهب ينقسم إلى:¹

2-1-3-1- نظام الذهب الآلي: ويقصد بنظام الذهب الآلي بأنه ذلك النظام الذي تسبب فيه تغيرات كمية الذهب في الدولة آثارا على كمية النقود ومستوى الأسعار والنشاط الاقتصادي دون أي تدخل من جانب الدولة أو السلطات النقدية، ويحقق نظام الذهب الآلي المزايا التالية:²

- ثبات نسبي في أسعار الصرف بين عملات الدول المختلفة، ذلك لأنه في ظل اتباع نظام قاعدة الذهب فإن أسعار الصرف بين عملات الدول المتبعة لهذه القاعدة لا تتقلب إلا في حدود معينة وطفيفة.

- ثبات في مستويات الدخل والعمالة أو التوظيف بين الدول المختلفة، حيث من شأن الثبات النسبي في مستويات الدخل والعمالة والتوظيف بين الدول المختلفة أن يحقق التوازن التلقائي بفعل اليد الخفية في مجال التجارة الدولية دون تدخل من الدولة وهنا كان التأثير واضح بالنظرية الكلاسيكية.

2-3-1-2- نظام الذهب المدار: يقصد بنظام الذهب المدار بأنه النظام الذي تسبب فيه تغيرات كمية الذهب في الدولة آثارا على كمية النقود ومستوى الأسعار والنشاط الاقتصادي من خلال تدخل الدولة أو السلطات النقدية، وهو نظام تتدخل فيه السلطات النقدية بعزل الآثار الاقتصادية التي تترتب على زيادة كمية النقود أو نقصها.

إذ يأتي لتجنب المخاطر التي كان يؤدي إليها خروج الذهب واضطرار البنوك إلى رفع سعر الفائدة في ظل النظام السابق (الآلي) الأمر الذي ينتج عنه ضعف النشاط الاقتصادي وانعدام الثقة وتشجيع الاكتناز وانخفاض الأسعار ومن ثم انخفاض الأجور الذي يؤدي إلى الانكماش، ومن هنا تطلب الدولة من البنك المركزي أن يزيد الائتمان بقدر ما تفقده البلاد من ذهب، وبالنسبة للدولة التي يزيد فيها الذهب تقلل السلطات النقدية الائتمان بقدر ما حصلت عليه من ذهب، وفي هذا النظام بدلا من أن ترتبط الوحدة النقدية بقيمة الذهب كما كان في نظام الذهب الآلي أصبح الذهب مرتبطا بالوحدة النقدية ذات القوة الشرائية الثابتة نسبيا، ومن هنا يتضح أن عملية إعادة التوازن لا تحدث تلقائيا دون تدخل الدولة والسلطات النقدية بل تحدث من خلال تدخل الدولة والسلطات النقدية لإعادة هذا التوازن وكان هنا التأثير واضح بالنظرية الكينزية.

¹ عبد المطلب عبد الحميد، مرجع سابق، ص: 97.

² المرجع السابق، ص: 97-98.

2-2- قاعدة النقود الورقية الإلزامية (الائتمانية): ويعرف هذا النظام أيضا بنظام النقود الائتمانية، وأساس هذه القاعدة هو أن النقود الورقية أصبحت تتمتع بقوة إبراء قانونية مطلقة نابعة من القانون، وهنا لا يحق تحويلها إلى ما يساويها من ذهب أو معدن آخر.¹

إذا أخذنا بالاعتبار أن الهدف النهائي لأي نشاط اقتصادي هو تحقيق الرفاهية الاقتصادية للمجتمع وبالتالي تحقيق الاستقرار الداخلي لذلك، يكون من الأفضل لحكومات الدول أو السلطات النقدية أن تتبع سياسة تؤدي إلى تحقيق الاستقرار الداخلي للاقتصاد القومي حتى لو أدى ذلك إلى تقلبات في أسعار الصرف، ففي أثناء الأزمات والحروب التي حصلت وجدت الدولة أنه لا يمكن تحويل نقودها إلى ذهب لذلك خرجت الدول من قاعدة الذهب إلى قاعدة النقود غير القابلة للتحويل إلى ذهب، وبموجب هذه القاعدة تنقطع العلاقة بين كمية النقود الورقية المصدرة وبين كمية الذهب الموجود لدى الجهاز المصرفي، وتقوم الدولة بموجب هذه القاعدة بوضع مجموعة من المعايير التي تحدد على أساسها كمية النقود المصدرة والتي من خلالها تحقق الدولة مجموعة من الأهداف القومية، ومن هذه الأهداف:²

- تحقيق الاستقرار في مستوى الأسعار أي أن تكون الكمية المصدرة من النقود بالمستوى الذي تحقق فيه ثباتا في مستوى الأسعار أو الحفاظ عليه.
- تحقيق الاستقرار في مستوى التشغيل ومحاربة البطالة ويأتي ذلك من خلال زيادة كمية النقود أثناء الكساد وإنقاصها أثناء التضخم (التحكم في عرض النقد).
- معالجة العجز المزمّن الذي يعاني منه ميزان المدفوعات للدولة والحد من خروج الذهب وذلك من خلال: اتباع سياسة اقتصادية لتشجيع الصادرات، وضع سياسة جمركية مناسبة للحد من الواردات، استخدام نظام الحصص في التجارة الدولية.
- تمويل عملية التنمية الاقتصادية: وهذا الهدف ظهر بعد الحرب العالمية الثانية وانتشار حركة الاستقلال السياسي، ويمكن أن يكون تمويل التنمية جزئيا عن طريق التضخم أي عن طريق زيادة الإصدار النقدي.

وكما في الأنظمة النقدية السابقة فإن هذه القاعدة قد تعرضت إلى عدد من الانتقادات يمكن تلخيصها في انتقادين رئيسيين هما:³

¹ سامر بطرس جلدة، النقود والبنوك، دار البداية ناشرون وموزعون، الأردن، 2009، ص: 48.

² طاهر فاضل البياتي، ميرال روي سمارة، مرجع سابق، ص: 49-50.

³ سامر بطرس جلدة، مرجع سابق، ص: 49.

- خطر الفوضى وعدم الاستقرار في المعاملات المالية الدولية.
 - خطر الإفراط في الإصدار النقدي وما يترتب عليه من تضخم نقدي.
- لذا فإن الأخذ بهذه القاعدة يتطلب أن يحتفظ البنك المركزي بغطاء من الذهب أو العملات الأجنبية القابلة للتحويل إلى ذهب، وهذا يعتبر ضروريا لتأمين عمليات التبادل التجاري الخارجية أو لمواجهة أي عجز قد ينشأ في ميزان المدفوعات لذلك تحدد الدول هذا الاحتياطي بنسبة مئوية معينة.¹

ثانيا: بنية الكتلة النقدية ومقابلاتها

1- بنية الكتلة النقدية

تمثل الكتلة النقدية بصفة عامة كمية النقد المتداولة في اقتصاد معين وفي وقت معين أي أنها تمثل المعروض النقدي للدولة في زمن معين، وهي بهذا تشمل جميع وسائل التداول والقرض الموجودة في وقت معين لدى الأفراد والمنشآت الاقتصادية والبنوك، كما تعتبر التزاما أو ديناً على عاتق المؤسسات التي تصدره وهذا تجاه حائزيه من الأفراد والمنشآت، وبالمقابل فهو حق لهؤلاء على الدولة يمكنهم من الحصول على السلع والخدمات المتاحة.

إن العناصر المكونة للكتلة النقدية الأكثر شيوعا واستعمالا في التحاليل الاقتصادية هي التي تنشرها السلطات النقدية، أو بالأحرى البنوك المركزية، والتي تتمثل فيما يسمى المجمعات النقدية²، والمجمعات النقدية هي عبارة عن مؤشرات إحصائية لكمية النقود المتداولة، تعكس قدرة الأعوان الماليين المقيمين على الانفاق، 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.³

وفيما يلي سيتم عرض المجمعات مرتبة وفق درجة سيولتها، وكذا تبعا لمعايير تتعلق بخصائص النقد وسلوك الوحدات الاقتصادية:

1-1- القاعدة النقدية (B): تدعى كذلك "الأساس النقدي" وتتصف بالسيولة التامة، وتشمل القاعدة النقدية على النقدية المتداولة خارج الجهاز المصرفي والتي تتكون من النقود الورقية الإلزامية التي يختص

¹ طاهر فاضل البياتي، ميرال روجي سمارة، مرجع سابق، ص: 51.

² إلمان محمد الشريف، محاضرات في النظرية الاقتصادية الكلية، الجزء الثالث، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2003، ص 45.

³ عبد المجيد قدي، المدخل إلى السياسات الاقتصادية الكلية، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2003، ص 64.

البنك المركزي بإصدارها، والنقود المساعدة المعدنية والورقية التي في أيدي الأفراد ومنشآت الأعمال والتي تستخدم كوسائل دفع، التي تختص دار السك أو وزارة الخزانة بإصدارها¹، بالإضافة إلى الاحتياطات النقدية لدى البنوك في صناديقها وحساباتها لدى البنك المركزي.

وعلى هذا الأساس تكون القاعدة النقدية: $MB = C + R$ حيث C ترمز إلى النقدية المتداولة خارج الجهاز المصرفي و R ترمز إلى إجمالي الاحتياطات المصرفية.²

2-1- المجمع النقدي (M1): يشمل وسائل الدفع الكاملة السيولة (مثل الأوراق النقدية التي يصدرها البنك المركزي والتي تتداول بين الأعوان غير الماليين، ونقود التجزئة الصادرة عن الخزينة العمومية، والمدمجة في التداول من قبل البنك المركزي) والودائع تحت الطلب بالعملة الوطنية والتي تتداول بالشيكات الموجودة لدى مؤسسات الإقراض والخزينة وكل المؤسسات التي يسمح لها القانون بذلك، والتي تكون حسب قانون كل بلد.³

ويرمز لهذا المفهوم في الإحصاءات النقدية الدولية بالرمز (M1) ويتوافق هذا المفهوم الضيق للكتلة النقدية مع وظيفة النقود كوسيط للتبادل، وذلك أن المدفوعات تتم إما باستخدام أوراق البنكنوت أو النقود المساعدة وغالبًا ما تتم بواسطة الشيكات.⁴

إن تعريف المجمع (M1) كمجموع وسائل الدفع، يقتضي من جهة عدم الأخذ في الحساب لاحتياطات البنوك نظراً لأنها غير معدة لشراء السلع والخدمات، ومن جهة أخرى عدم الأخذ في الحساب للأرصدة النقدية في حيازة الدولة، لأن قرارات إنفاقها لا تتعلق بشكل وثيق برصيداها النقدي، كما يمكنها أن تغطي احتياجاتها للنقد السائل بالتسبيقات التي يقدمها لها البنك المركزي.⁵

3-1- المجمع النقدي (M2): يشمل (M1) بالإضافة إلى التوظيفات تحت الطلب بالعملة الوطنية التي يستحق عليها فوائد دائنة، هذه التوظيفات تودع لدى مؤسسات الإقراض والخزينة، وهي غير قابلة للتحريك بواسطة الشيك ولكن يتم تحريكها عن طريق تقديم الدفتر (دفاتر الادخار المصرفية العادية) وهي سائر دفاتر الادخار لدى كافة المؤسسات المصرفية، حسابات التنمية الصناعية (CODEVI) حسب النظام الفرنسي، وحسابات الإدخار السكاني... إلخ.⁶

¹ السيد محمد أحمد السريتي، محمد عزت محمد غزلان، مرجع سابق، ص: 75.

² بسام الحجار، مرجع سابق، ص: 76.

³ مفتاح صالح، النقود والسياسة النقدية: المفهوم، الأهداف، الأدوات، دار الفجر للنشر والتوزيع، مصر، 2005، ص 55.

⁴ بسام الحجار، مرجع سابق، ص: 70.

⁵ المان محمد الشريف، مرجع سابق، ص 53.

⁶ مفتاح صالح، مرجع سابق، ص 55.

وتعود اسباب التوسع في عرض النقد هنا الى ان القطاع المالي في الدول المتقدمة قد وفر جزءا كبيرا من الموجودات المالية التي يمكن تحويلها لوسائل دفع بسهولة وسرعة وفي نفس الوقت تدر عائدا وهذه الموجودات تعتبر وسائل قريبة من النقود بحيث تستطيع أن تحل محل النقود كمخزن للقيم ويمكن استخدامها كقوة شرائية.¹

ويعتمد هذا المفهوم في قياس العرض النقدي على استخدام النقود كمستودع للقيمة، حيث يتم الاحتفاظ بالأصول المالية خلال الفجوة الزمنية التي تفصل بين الحصول على هذه الأصول وبين استخدامها في الدفع. وطبقا لهذا المفهوم فإن تعريف النقود لا يجب أن يقتصر فقط على النقود السائلة، أو عالية السيولة، كما هو محدد في التعريف السابق (M1)، بل يجب أن يشتمل أيضا على تلك الأصول ذات السيولة العالية نسبيا مثل الودائع الادخارية بالبنوك التجارية التي تسمي أشباه النقود، وبالتالي فإن تعريف العرض النقدي وفقا لمفهوم السيولة يرمز له بالرمز (M2)، ويتحدد في المكونات التالية:²

1. عرض النقود على أساس وسائل الدفع (M1).
2. الودائع الادخارية وبأخطار لدى البنوك التجارية بالعملة المحلية والعملة الأجنبية.
3. الودائع الادخارية بصناديق التوفير.
4. شهادات الايداع الادخارية ذات الدخل الثابت التي تصدرها البنوك التجارية.
5. شهادات الايداع ذات القيمة المتضاعفة التي تصدرها البنوك التجارية.
6. الودائع الجارية بالعملة الأجنبية لدى البنك المركزي والبنوك التجارية وبنوك الاستثمار والأعمال وفروع البنوك الأجنبية.

4-1- المجمع النقدي (M3): يذهب البعض إلى أبعد من مفهوم (M2) الواسع فيدرجون في قياسهم للنقد عناصر مثل الودائع الآجلة الكبيرة³، فمن الملاحظ أن تعريف النقود بالمفهوم السابق لا يتضمن الودائع الآجلة والادخارية في المؤسسات المالية الأخرى غير البنوك التجارية، حيث أن هذه الأصول مماثلة تماما للودائع الادخارية والآجلة لدى البنوك التجارية، وبالتالي فإن استبعادها من تعريف النقود لا يعكس القياس الفعلي لكمية العرض النقدي في المجتمع. كذلك فإن الودائع الحكومية لا تدخل ضمن عرض النقود في المفهوم السابق، في حين أن هذه الودائع آجلا أو عاجلا سوف تصب في تيار الانفاق

¹ أكرم حداد، مشهور هذلول، مرجع سابق، ص: 89.

² السيد محمد أحمد السريتي، محمد عزت محمد غزلان، مرجع سابق، ص: 79-80.

³ بسام الحجار، مرجع سابق، ص: 70.

العام، وتتحول بالتالي إلى وسائل دفع في يد الأفراد والمنشآت، الأمر الذي يتطلب إدخالها ضمن العرض النقدي في المجتمع.¹

مما تقدم نجد أنه يمكن الحصول على تعريف أوسع للنقود بحيث يشتمل على مكونات كل من (M1، M2) وتلك الأصول المالية الأخرى التي تتصف بدرجة عالية نسبياً من السيولة مثل الودائع الحكومية، والودائع الآجلة والادخارية لدى المؤسسات المالية في المجتمع بخلاف البنوك التجارية. وهذا التعريف الواسع للنقود يرمز له بالرمز (M3)، وهو يحدد العرض النقدي في المجتمع في صورته الرسمية، ويعرف بمصطلح إجمالي السيولة المحلية، ويتحدد العرض النقدي بمفهومه الواسع (M3) بالمكونات التالية:²

- 1- عرض النقود على أساس مفهوم السيولة (M2).
- 2- الودائع الحكومية لدى البنوك التجارية.
- 3- الودائع الادخارية لدى مختلف المؤسسات المالية في المجتمع غير البنوك التجارية.
- 4- بوالص التأمين لدى شركات التأمين المختلفة.

2- مقابلات الكتلة النقدية

إن العناصر المقابلة للكتلة النقدية تمثل مجموع الديون العائدة لمصدري النقد وشبه النقد والتي تكون سبب أو مصدر الكتلة النقدية وهذا يعني أن للنقود أجزاء مقابلة تفسر سبب إصدارها ولتوضيح ذلك نلجأ إلى تحليل ميزانية كل من البنك المركزي والقطاع المصرفي على النحو المبسط التالي:

جدول رقم (03): ميزانتي البنك المركزي والقطاع المصرفي

ميزانية البنك المركزي

الموجودات	الالتزامات
الموجودات ذهب و عملات أجنبية OD قروض للخرينة العامة CTP إعادة تمويل الاقتصاد Ref	الأوراق النقدية B الاحتياطات الإجبارية RO

ميزانية القطاع المصرفي

الموجودات	الالتزامات
الاحتياطات الاجبارية RO قروض C	الودائع بأنواعها D إعادة تمويل الاقتصاد Ref

المصدر: مفتاح صالح، النقود والسياسة النقدية: المفهوم، الأهداف، الأدوات، دار الفجر للنشر والتوزيع، مصر، 2005، ص: 61.

¹ السيد محمد أحمد السريتي، محمد عزت محمد غزلان، مرجع سابق، ص: 80-81.

² المرجع السابق، ص: 81.

وبدمج هاتين الميزانيتين تظهر لنا كل من الكتلة النقدية ومقابلاتها، ونحصل على الميزانية الموحدة للنظام المصرفي (الذي يشمل البنك المركزي والقطاع المصرفي).

مجموع الموجودات (الأصول) = مجموع الإلتزامات (الخصوم)

إجمالي الموجودات المتضمن في الميزانيتين = $OD+CTP+Ref+RO+C$

إجمالي الإلتزامات المتضمن في الميزانيتين = $B+RO+D+Ref$

وبمقابلة الطرفين بما أنها متطابقة ينتج لدينا: الإلتزامات = الموجودات

$OD+CTP+Ref+RO+C = B+RO+D+Ref$

نجد: $OD+CTP+C = B+D$ أي أن: الكتلة النقدية = المقابل للكتلة النقدية

جدول رقم (04): الميزانية الموحدة للنظام المصرفي

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

المصدر: مفتاح صالح، النقود والسياسة النقدية: المفهوم، الأهداف، الأدوات، دار الفجر للنشر والتوزيع، مصر، 2005، ص: 62.

نلاحظ من خلال الميزانية الموحدة للنظام المصرفي أنه تم استبعاد الموجودات والإلتزامات المتبادلة بين أجزاء النظام المصرفي وهي النقدية الجاهزة لدى كل من القطاع المصرفي والبنك المركزي، أرصدة القطاع المصرفي لدى البنك المركزي، القروض التي يقدمها البنك المركزي للبنوك التجارية، وأرصدة البنوك المحلية.¹

إن كمية النقد المتداولة تعتبر إلتزاما للمؤسسات المصدرة لها: البنك المركزي والبنوك التجارية (وكذلك الخزينة العامة) اتجاه الوحدات الاقتصادية: مشروعات وعائلات، ولكن وضع هذه الأرصدة النقدية تحت تصرف هذه الوحدات (خلق النقد) لا يتم إلا بمقابل، هذا المقابل لا يكون مصدره إلا العمليات الاقتصادية الحقيقية، فمن في حيازته مبلغ نقدي (قانوني أو كتابي) يكون له حق على الاقتصاد. وحتى تتمكن المؤسسات المصدرة المعنية من خلق النقد (أو تدميره) فلا بد أن تترجم هذه العمليات الاقتصادية الحقيقية على مستوى ميزانيتها، أي أن تسجل في جانب الأصول كل العمليات التي تمكنها من تحويل هذه الإلتزامات إلى النقد، أو ما يسمى بعمليات "التنقيد"، أو العمليات العكسية مما يؤدي إلى تدمير النقد.²

¹ مفتاح صالح، مرجع سابق، ص 62.

² إلمان محمد الشريف، مرجع سابق، ص 64.

أما العناصر التي تجري عليها عمليات خلق النقد أو تدميره فهي ثلاثة:

1-2- ذهب و عملات أجنبية (الذمم على الخارج): إن التبادل التجاري بين دول العالم ينتج من عمليات استيراد وتصدير السلع والخدمات المحلية إلى العالم الخارجي، وتتم المدفوعات الدولية إما بالذهب أو رصيد العملات الأجنبية المقبولة في التداول الدولي.

في حالة قيام الدولة بعمليات تصدير أو اجتذاب أموال خارجية إما للإستثمار أو للتوظيف فإنها تحصل على عملات أجنبية، حيث يحصل عليها البنك المركزي مقابل تقديم السلع المصدرة أو السندات أو الديون المترتبة، وبما أن العملات الأجنبية لا يمكن تداولها محليا، فإن البنك المركزي يتكفل بحفظها وإصدار ما يقابل ذلك بالعملة الوطنية، ومن ثم نلاحظ أن الصادرات تكون سببا في إصدار عملة وطنية جديدة، وفي حالة حدوث العكس فإنه إذا قام البلد بعملية استيراد سلع وخدمات أو تم خروج أموال خارج الوطن، فإنه يجب على المستورد أن يدفع ديونه بواسطة عملة أجنبية، فيقوم بتقديم مقابل ذلك مبالغ نقدية بالعملة الوطنية إلى البنك المركزي الذي يعطي مقابل ذلك عملة أجنبية لتسييد قيمة الواردات، وهكذا نلاحظ أن احتياطي العملات الأجنبية ينخفض لدى البنك المركزي وتنخفض معها كمية النقود المحلية المتداولة في الداخل.¹

وعليه فإن رصيد ميزان المدفوعات يؤثر في كمية النقود المتداولة، فإذا كان موجبا (الصادرات تكون أكبر من قيمة الواردات أو أن الداخل من رؤوس الأموال يفوق الخارج منها) فإن كمية النقود المتداولة ترتفع، والعكس صحيح.²

هذا المقابل يتحدد بالفارق بين أبواب الموجودات والالتزامات للبنك المركزي الذي يتضمن العناصر الواردة في الجدول التالي:

جدول رقم (05): مقابل الذهب والعملات الأجنبية

المبلغ	الالتزامات	المبلغ	الموجودات
xx	- حسابات للخارج دائنة	xx	- ذهب
xx	- احتياطات إعادة تقييم	xx	- أموال جاهزة تحت الطلب على الخارج
	الموجودات بالذهب	xx	- سلف إلى صندوق تثبيت استقرار الصرف
xx	مجموع الالتزامات	xx	مجموع الموجودات

المصدر: مفتاح صالح، النقود والسياسة النقدية: المفهوم، الأهداف، الأدوات، دار الفجر للنشر والتوزيع، مصر، 2005، ص: 63.

¹ مفتاح صالح، مرجع سابق، ص ص 62-63.

² عادل أحمد حشيش، مرجع سابق، ص ص: 53-54.

2-2- القروض المقدمة إلى الإقتصاد: يعتبر الائتمان المقدم للإقتصاد من العناصر المهمة التي تفسر سبب الإصدار النقدي لأنه هو العنصر الذي يمكن أن تتحكم فيه السلطات النقدية أكثر من غيره، ذلك أن هذا الائتمان المقدم هو عبارة عن قروض تقدم من طرف البنوك التجارية لتمويل العمليات الإقتصادية للمؤسسات ورجال الأعمال من استثمار وإنتاج وتسويق، وخاصة عندما يكون المنتجون في حاجة إلى أموال فيتقدمون إلى البنوك التجارية طالبين منحهم قروضا لتمويل نشاطاتهم، فتمنحهم البنوك التجارية قروضا سواء كان ذلك بصفة مباشرة أو بخصم أوراق تجارية، أوفتح اعتمادات، وفي جميع هذه الصور تكون هناك عملية خلق لنقود الودائع* مقابل تقديم هذا الائتمان مما يزيد في حجم الكتلة النقدية، كما أن هذا يدفع البنوك التجارية إلى إعادة خصم أوراقها التجارية لدى البنك المركزي أو تطلب قروضا منه باعتباره المقرض الأخير، فيقوم البنك المركزي بإصدار نقود قانونية لتغطية احتياجات البنوك التجارية وبالتالي فإن حجم الكتلة النقدية سيتأثر كلما طرأ تغير في الائتمان المقدم للإقتصاد.¹

بقي أن نطرح مشكل مدة القرض، فالبعض يعتبر أن القروض التي يجب اعتبارها في حساب وسائل الدفع هي القروض قصيرة الأجل فقط، نظرا لما لها من علاقة بالودائع تحت الطلب، وهناك من يدخل القروض المتوسطة والقروض طويلة الأجل²، يمكن أن نضيف إلى ذلك أن تطور الجهاز المالي والتمويلي في الوقت الراهن يميل إلى إعطاء الحق لدعاة إدخال القروض المتوسطة وطويلة الأجل، لأن جزءا هاما من ودائع تحت الطلب يستعمل في تمويل هذه القروض، نظرا لعدم كفاية الودائع لأجل والودائع الادخارية لتغطية الحاجة إلى التمويل المتوسط وطويل الأجل.³

2-3- الذمم على للخرينة العامة: تمثل الخزينة العامة الكيان المالي للدولة، وكثيرا ما تطلب الخزينة قروضا من البنك المركزي والبنوك الأخرى لمواجهة نفقاتها العامة مقابل سندات تصدرها على نفسها، وتمثل هذه السندات أحد الأجزاء المقابلة للكتلة النقدية لأن ارتفاعها يؤدي إلى زيادة كمية النقود المتداولة والعكس صحيح.⁴

وتقوم 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 تسييرها، ولكن

* سيتم التطرق بالشرح والأمثلة لمفهوم إنشاء النقود في العنصر الموالي.

¹ مفتاح صالح، مرجع سابق، ص: 64.

² المان محمد الشريف، مرجع سابق، ص: 68.

³ المرجع السابق، ص: 69.

⁴ عادل أحمد حشيش، مرجع سابق، ص: 54.

مع تطور وظائف الدولة الحديثة وتعاضل دورها وزيادات التكاليف عنها كثيرا، أخذت الدولة على عاتقها القيام بوظائف أخرى وليس الإبقاء على توازن الميزانية مهما كانت ظروف معيشة الأفراد فلهذا عندما يحدث اختلال في توازن ميزانيتها تلجأ الدولة إلى البنك المركزي لمنحها الإئتمان اللازم لسد هذا العجز ومواجهة هذا الإختلال، فتقدم له الخزينة مقابل ذلك سندات تعترف فيها 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 الإقتصادية والإجتماعية فأصبحت موارد الدولة غير كافية لها في تمويل عملياتها، وبالتالي فهي تتقدم إلى السوق النقدية وإلى الجمهور لجلب الموارد النقدية اللازمة، وتحصل هذه المؤسسات المصرفية والمالية والجمهور على السندات الحكومية وأذون الخزينة مقابل حصول الخزينة على النقود، 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 وهوما يؤدي إلى التأثير على حجم الكتلة النقدية بالزيادة، وقد يكون التأثير بالنقصان عند إتباع سياسة تقشفية (انكماشية).¹

ويتضمن هذا المقابل تسبيقات البنك المركزي وتسليفات البنوك والمؤسسات المالية الأخرى وقروض الأعوان غير الماليين (الأسر والمؤسسات).

جدول رقم (06): مقابل قروض الخزينة العامة

xx	1 - قروض قبل البنك المركزي:
xx	1 - قروض مباشرة للخزينة العامة (صافية)
xx	أ - قروض مباشرة
xx	ب - مخصص منها: حساب الخزينة الجاري لدى البنك المركزي
xx	2 - نقود التجزئة الموجودة لدى البنك المركزي
xx	3 - سندات خزينة في محفظة السندات لدى البنك المركزي
xx	II - قروض المصارف وسائر المؤسسات المالية
xx	1 - أصول في الحسابات الجارية البريدية
xx	2 - سندات خزينة في محفظة سندات المصارف
xx	III - قروض الأعوان الإقتصاديين غير الماليين
xx	1 - نقود التجزئة عند التداول
xx	2 - ودائع في الحسابات الجارية البريدية
xx	3 - ودائع لدى الخزينة
xx	المجموع

المصدر: مفتاح صالح، النقود والسياسة النقدية: المفهوم، الأهداف، الأدوات، دار الفجر للنشر والتوزيع، مصر، 2005، ص: 65.

¹ مفتاح صالح، مرجع سابق، ص: 64-65.

ثالثاً: قياس العرض النقدي ومحدداته

تعتبر النقود وحدة للحساب ووسيلة للتبادل ومستودعاً للقيمة ومقياساً للدفع الآجل، وتلعب النقود دوراً هاماً في تحديد مستوى الأسعار، ومستوى الإنتاج، وتؤثر في ميزان المدفوعات، ومن الضروري بمكان والحالة هذه، أن نعرف التغيرات في عرض النقود، بصرف النظر عن التعريف الذي نعتمده للكتلة النقدية، ومصادر هذه التغيرات، لنستطيع اتخاذ الإجراءات والسياسات الملائمة في الوقت المناسب، ولتكون معدلات النمو متناسقة مع الحاجة الفعلية للنشاط الاقتصادي من وسائل الدفع.¹

1- مفهوم العرض النقدي

كما أشرنا سابقاً فإن العرض النقدي هو كمية النقد المتداولة في الاقتصاد، وهي الكمية التي نجدها في حوزة الأعوان الاقتصاديين المكونة من الأفراد أو العائلات والمؤسسات، أي كل الوحدات الاقتصادية باستثناء القطاع المصرفي.²

ويقصد بالنقود المتداولة هنا هي كافة أشكال النقود التي يحوزها الافراد أو المؤسسات والتي تختلف اشكالها بمدى التطور الاقتصادي والاجتماعي وتطور العادات المصرفية في المجتمعات.³ ويصدر النقد عن الجهاز المصرفي المكون أساساً من البنك المركزي والبنوك الابتدائية أو التجارية (والى حد ما الخزينة العمومية)، أما كمية النقد المتداولة فإنها تتكون من النقد القانوني أو الائتماني الذي يصدره البنك المركزي (الأوراق النقدية والقطع الجزئية التي تصدر في بعض البلدان من طرف الخزينة العمومية)، والنقد الكتابي أو نقد الودائع الذي تصدره البنوك الابتدائية.

فالمعروض النقدي (كمية النقود) يتم تحديدها من جانب السلطات النقدية وفقاً لعدة عوامل منها أثر الكمية النقدية على مستوى الأسعار (معدل التضخم)، ومرحلة الدورة الاقتصادية (حالة النشاط الاقتصادي)، ومعدل النمو ومستوى الرفاهية الاقتصادية. وعليه يعمل البنك المركزي بشكل مباشر في التأثير على حجم النقود الورقية، كما يؤثر في حجم النقود الكتابية التي تصدرها البنوك التجارية من خلال عدة أدوات، أهمها تغير معدل الاحتياطي النقدي القانوني، سياسة السوق المفتوحة...إلخ، وذلك للتأثير على مضاعف الائتمان.⁴

¹ بسام الحجار، مرجع سابق، ص: 69.

² إلمان محمد الشريف، محاضرات في النظرية الاقتصادية الكلية، الجزء الأول، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2003، ص 222.

³ أكرم حداد، مشهور هذلول، مرجع سابق، ص: 89.

⁴ بلعزوز بن علي، مرجع سابق، ص: 49-50.

يمثل العرض النقدي تلك الكمية من النقود المتوافرة في فترة زمنية معينة والذي يلعب دورا مهما في التأثير على النشاط الاقتصادي للدولة بصفة عامة، ورغم كون المجمع النقدي (M3) يمثل أوسع مفهوم للعرض النقدي إلا أننا وفي تحليلنا لهذا العنصر وشرح محدداته سنلجأ إلى التعريف البسيط له بمعنى (M1)، أي أن: عرض النقود $Ms =$ النقود الورقية وكسور النقود $C +$ الودائع الجارية D .

كون المفهوم السابق أقل تعقيدا ويزودنا بالأساس المطلوب لفهم عملية عرض النقود، فضلا عن كون نتائج التحليلات التي تستخدم التعريف (M1) هي نفسها إلى حد كبير عند استخدام التعريفات الأخرى للعرض، وإن كانت هذه الأخيرة تثير بعض التعقيدات عند استخدامها.¹

ووفقا للمفهوم السابق فإن عرض النقود يتشكل من النقود التي يصدرها البنك المركزي: النقود الورقية وكسور النقود، وكذا الودائع تحت الطلب والتي هي بحوزة البنوك التجارية، وبما أن الودائع تمثل العنصر الأكبر من هذا العرض فإن فهم كيفية خلقها يعد أمرا ضروريا لفهم عملية عرض النقود. ونشير هنا إلى أن البنوك تحتفظ بنسبة معينة من إجمالي ودائعها على شكل احتياطات (TR)، وتنقسم هذه الاحتياطات إلى قسمين: احتياطات قانونية (إجبارية) (rr) حيث يلزم البنك المركزي البنوك أن تحتفظ بنسبة معينة من مجموع ودائعها لديه دون أن تتقاضى مقابل لذلك وهذه النسبة تدعى معدل الاحتياطي القانوني (t)، احتياطات اختيارية (زائدة) (Er) تكونها البنوك حسب رغبتها لمواجهة ما قد يطرأ من ظروف أو صعوبات في المستقبل، أي أن:

$$\checkmark \text{ الإجمالية بالبنوك } TR = \text{الاحتياطات القانونية } rr + \text{الاحتياطات الإضافية } Er$$

$$\checkmark \text{ والاحتياطات القانونية } rr = \text{إجمالي الودائع } D \times \text{معدل الاحتياطي القانوني } t$$

كما نذكر بمفهوم القاعدة النقدية حيث القاعدة النقدية: $MB =$ النقود الورقية وكسور النقود

$$C + \text{الاحتياطات الإجمالية بالبنوك } TR$$

بالإضافة إلى ما سبق تناوله فإن البنك المركزي والبنوك التجارية ليسا المؤثرين الوحيدين في عملية عرض النقود بل تلعب أيضا قرارات كل من المودعين والمقترضين دورا مهما في هذه العملية وهو ما سيتبين في العناصر الموالية.

والآن سنعمل على فهم آلية تحديد العرض النقدي من خلال فهم كيفية خلق نقود الودائع، وهذا على نحو من التدرج، حيث سنتناول بداية النموذج المبسط لها ثم ننتقل إلى النموذج الموسع لمضاعف النقود.

¹ محمود يونس، عبد النعيم مبارك، كمال أمين الوصال، اقتصاديات: نقود وبنوك وأسواق مالية، الدار الجامعية 2003، ص: 290.

2- النموذج المبسط لعملية خلق نقود الودائع

ينشأ عن قيام البنك بوظيفة قبول الودائع ومنح الائتمان عملية هامة تتمثل في خلق نقود الودائع، حيث تعتمد هذه العملية على القاعدة الإنجليزية التقليدية القائلة "القروض تخلق الودائع"¹، فعملية خلق النقود أو خلق الودائع الجارية تحدث عندما يقوم مصرف ما بإقراض جزء من موارده المالية المتاحة، ثم يقوم المقترض أو المستفيد بإعادة القرض في إحدى المصارف التي يتكون منها الجهاز المصرفي، ويطلق على هذه الودائع بالودائع المشتقة تميزا لها عن الودائع الأصلية، التي تتمثل في قيام أحدهم بإيداع نقود أو شيكات حصل عليها من غير طريق الاقتراض من وحدات الجهاز المصرفي.² وعليه فإن عملية خلق النقود تعني "قدرة المصرف التجاري على تقديم أموال للجمهور ومنح قروض من ودائع ليس لها وجود لدى المصرف، بل من الأموال التي تودع لدى المصرف على شكل حسابات جارية وودائع تحت الطلب".³

وتستند عملية خلق الودائع على توافر ظاهرتين ضروريتين هما:⁴

1- توافر الثقة من جانب جمهور المتعاملين في مقدرة البنوك التجارية على الوفاء بالتزاماتها عند الطلب.

2- قبول فكرة قانون الأعداد الكبيرة أي توقع وجود تدفق مستمر من إيداعات العملاء يزيد عن مسحوبات الودائع في كل لحظة زمنية.

كما نشير بهذا الصدد أن هناك فرقا بين ما يستطيع أن يخلقه بنك مفرد من نقود الودائع وما يخلقه مجموع البنوك، بحيث تتحدد مقدرة مجموع المصارف على خلق النقود بالعوامل التالية:⁵

- حجم الوديعة الأولية.
 - نسبة الاحتياطي القانوني المعمول بها.
 - مدى احتفاظ المصارف مجتمعة بالزيادة في الودائع في خزينتها.
 - مدى رغبة المصارف مجتمعة في الإقراض.
 - مدى تمكن المصارف مجتمعة من الإقراض.
- وإجمالا فإن الودائع التي خلقتها البنوك التجارية تشكل وسائل دفع جديدة.

¹ Ammour Benhalima, **Monnaie et régulation monétaire**, Edition Dahleb, Alger, 1997, P: 17.

² أنس البكري، وليد صافي، النقود والبنوك بين النظرية والتطبيق، دار المستقبل للنشر والتوزيع، عمان، 2012، ص: 136.

³ المرجع السابق، ص: 136.

⁴ محمد عزت غزلان، إقتصاديات النقود والمصارف، دار النهضة العربية، بيروت، لبنان، 2002، ص: 112.

⁵ محمد عبد العزيز عجمية، صبيح تادريس قريصة، النقود والبنوك والتجارة الخارجية، دار النهضة العربية، بيروت، لبنان، 1986،

ومن أجل الوصول إلى فهم هذه العملية فإنه يتعين حساب "المضاعف" والذي يعرف على أنه مؤشر كمي يقيس لنا الزيادة المضاعفة في حجم الودائع الناجمة عن زيادة أولية في هذه الودائع أو احتياطات البنوك، أي أن حصول البنوك على دينار واحد كاحتياطي إضافي أو وديعة جديدة سيعمل على زيادة حجم الودائع الكلي (على مستوى الاقتصاد) بأضعاف هذه القيمة وهي العملية التي تسمى إنشاء (خلق) الودائع.

❖ خلق الودائع (النقود): في حالة المصارف مجتمعة (كبنك واحد له عدة فروع): لاحظت الدراسات لعمليات الائتمان سواء كانت بقبول الودائع بمختلف أنواعها أو منح القروض أن العملاء لا يسحبون الودائع من البنك التجاري في وقت واحد، بل ويمكن تغطية قيمة المسحوبات من خلال الودائع لدى هذه البنوك.

وبالتالي يلاحظ تجمع كمية كبيرة من الودائع ومبالغ طائلة لدى البنك التجاري يستطيع أن يقرض منها جزءاً كبيراً ويحتفظ بنسبة معينة تتراوح من 10%-30% منها لمواجهة متطلبات الساحبين، وفي هذه الحالة يمكن لنا أن نفترض بعض الفرضيات التي تساعدنا في فهم عملية خلق الودائع بشكل أفضل:¹

- أن جميع البنوك التجارية اندمجت في بنك واحد فقط له عدة فروع منتشرة.
- البنك التجاري يحتفظ بنسبة (25%) كاحتياطي قانوني ويقوم باستثمار 75% على شكل قروض ممنوحة للمتعاملين. (أي لا تحتفظ باحتياطات إضافية (Er=0))
- أن جميع الناس يتعاملون مع المصارف التجارية ولا يبقون أموالاً في بيوتهم بل يحتفظون بكل ما يملكون لدى البنك التجاري على شكل ودائع.

في هذه الحالة فإن:

$$\text{إجمالي الودائع (مقدار التوسع في الودائع-التغير في عرض النقود)} (\sum D) = \text{مضاعف الودائع } (m) \times \text{الوديعة الأولية (الأصلية)} (D_p)$$

حيث أن مضاعف خلق الودائع (m) هو مقلوب معدل الاحتياطي القانوني (t) أي (m=1/t)

$$D = 1/t \times D_p \sum$$

أما مقدار الودائع التي تم خلقها أي الودائع المشتقة (Di) = إجمالي الودائع (D∑) - الوديعة الأولية (Dp):

$$D_i = \sum D - D_p$$

ولفهم ما تقدم ذكره نورد المثال العددي التالي: بافتراض إيداع وديعة أولية لدى أحد المصارف التجارية مقدارها 20000 دينار حصل عليها من أحد الأشخاص لقاء قيامه ببيع سندات للبنك المركزي

¹ أنس البكري، وليد صافي، مرجع سابق، ص: 164.

لدى المصرف التجاري، وأن معدل الاحتياطي القانوني المحدد من قبل البنك المركزي هو 25%، نحصل على ما يلي:¹

❖ خطوات خلق الودائع (النقود):

- يقوم البنك التجاري بالاحتفاظ بـ 25% كاحتياطي نقدي تحت الطلب لدى البنك المركزي (5000 دينار).
 - أقرض المبلغ المتبقي وهو 15000 دينار إلى أحد الأشخاص ولنفرض أنه (علي).
 - افترض أن علي قام بشراء بضاعة بالمبلغ وهو 15000 دينار من شخص آخر اسمه (أحمد).
 - افترض أن أحمد قام بإيداع المبلغ بحسابه لدى بنك تجاري حيث يقوم البنك التجاري باحتفاظ بما قيمته 25% من المبلغ (الوديعة الجديدة) 25% من 15000.
 - يقوم البنك بإقراض المبلغ المتبقي لشخص يفرض أن اسمه طارق والذي بدوره يقوم بإيداع المبلغ في المصرف أو أحد فروع وتستمر العملية باقتطاع 25% كاحتياطي نقدي و75% مبلغ يقرض من جديد، ونلاحظ أن المبلغ المشتق هو أربعة أضعاف المبلغ الحقيقي 80000 دينار.
- ويمكن تلخيص هذه العمليات السابقة من خلال جدول يوضح ذلك

جدول رقم (07): عملية خلق النقود

رقم الوديعة	الوديعة	الاحتياطي النقدي	المبلغ المستثمر
1	20000	5000	150000
2	15000	3750	11252
3	11252	2810.5	8437.5
4	8437.5	2109.38	6328.12
5			
6			
7			
8			
9			
	80000	20000	60000

المصدر: أنس البكري، وليد صافي، النقود والبنوك بين النظرية والتطبيق، دار المستقبل للنشر والتوزيع، عمان،

2012، ص: 166.

$$\sum D = 20000 \times 1/0.25 = 80000$$

¹ أنس البكري، وليد صافي، مرجع سابق، ص: 164-165.

أي أن البنوك قد ضاعف الودائع بمقدار 4 مرات عن الوديعة الأولى، كما نلاحظ من خلال نتائج الجدول أن ما شكله المبلغ المستثمر (المقرض) إضافة إلى المبلغ المودع كاحتياطي نقدي يساوي مجموع الوديعة لدى المصرف.

$$\text{مجموع الوديعة} = \text{الاحتياطي (25\%)} + \text{الوديعة المستثمرة (75\%)}$$

$$80000 = 20000 + 60000$$

3- مضاعف النقود الموسع

يسمح لنا المضاعف الموسع بتحليل العرض النقدي بصورة أكثر عمقا حيث يقيس هذا المضاعف التغير المضاعف الحاصل في العرض النقدي (M_s) نتيجة لتغير معين في القاعدة النقدية (M_B)، فبالتحلي عن الافتراضات السابقة والأخذ بعين الاعتبار قرارات كل من المودعين وكذا البنوك فإن لدينا ما يلي:¹

- الأفراد لا يودعون كل أموالهم في البنوك بل هناك جزء منها على شكل سيولة نقدية C كما نفترض أن نسبة النقود في التداول إلى الودائع الجارية ثابتة ($\frac{C}{D}$ ثابتة).
- البنوك تحتفظ باحتياطات إضافية زائدة عن الإحتياطات القانونية كما نفترض أن نسبة هذه الإحتياطات الإضافية إلى الودائع الجارية ثابتة ($\frac{Er}{D}$ ثابتة).

ننتقل من المعادلة السابقة:

$$M_B = rr + Er + C$$

$$M_B = (t \times D) + \left(\frac{Er}{D} \times D\right) + \left(\frac{C}{D} \times D\right)$$

$$M_B = D \left(t + \frac{Er}{D} + \frac{C}{D}\right)$$

وبقسمة طرفي المعادلة على القيمة بين القوسين نجد:

$$D = \frac{1}{t + \frac{Er}{D} + \frac{C}{D}} \times M_B \dots\dots\dots 1$$

وباستخدام تعريف العرض النقدي على أنه $M_s = \text{النقود الورقية وكسور النقود } C + \text{الودائع}$

الجارية D ، فإن:

$$M_s = C + D = \frac{C}{D} \times D + D = \left(1 + \frac{C}{D}\right) \times D$$

وبالتعويض عن (D) بقيمتها في المعادلة 1 نحصل على:

¹ محمود يونس، عبد النعيم مبارك، كمال أمين الوصال، مرجع سابق، ص: 291.

$$Ms = \frac{1 + \frac{C}{D}}{t + \frac{Er}{D} + \frac{C}{D}} \times MB$$

العرض النقدي (Ms) = مضاعف النقود (m) × القاعدة النقدية (MB)

فإذا افترضنا أن النقود في التداول هي: 400 مليون دج وأن الودائع الجارية 800 مليون دج وأن معدل الإحتياطي القانوني هو 10%، كما تشكل هذه البنوك إحتياطات إختيارية قدرها 0.1% فإن:

$$rr = 0.1 \times 800 = 80 \text{ M.DA}$$

$$Er = 0.001 \times 800 = 0.8 \text{ M.DA}$$

$$MB = 400 + 80 + 0.8 = 480.8 \text{ M.DA}$$

$$m = \frac{1 + \frac{400}{800}}{0.1 + \frac{0.8}{800} + \frac{400}{800}} = 2.5$$

أي أن زيادة دينار واحد في القاعدة النقدية ستؤدي إلى زيادة مضاعفة في العرض النقدي بمقدار مرتين ونصف.

4- محددات عرض النقود

تتمثل العوامل الأساسية المحددة لعرض النقود فيما يلي:¹

✓ التغير في نسبة الإحتياطات القانونية (t): حيث يرتبط مضاعف النقود وعرض النقود عكسيا بنسبة الإحتياطات الإجبارية، فإذا زادت نسبة الإحتياطي المطلوب على الودائع الشيكية مع بقاء العوامل الأخرى كما هي، فإن مستوى الإحتياطات لا يمكنه دعم نفس كمية الودائع الشيكية لأن الإحتياطات المطلوبة لهذه الكمية من الودائع أصبحت أكبر من ذي قبل.

✓ التغير في نسبة العملة المتداولة ($\frac{C}{D}$): حيث يرتبط مضاعف النقود وعرض النقود عكسيا بنسبة العملة في التداول ($\frac{C}{D}$)، فزيادة هذه النسبة يعني أن المودعين يحولون ودائعهم الشيكية إلى عملة، وهذه الأخير على عكس الودائع الشيكية لا تولد توسعا مضاعفا في الودائع وبالتالي سينخفض المستوى الكلي للتوسع المضاعف في الودائع وستنخفض بالتالي قيمة المضاعف.

¹ محمود يونس، عبد النعيم مبارك، كمال أمين الوصال، مرجع سابق، ص: 298-303.

✓ التغير في نسبة الاحتياطات الإضافية ($\frac{Er}{D}$): حيث يرتبط مضاعف النقود وعرض النقود عكسيا بنسبة الاحتياطات الإضافية ($\frac{Er}{D}$)، فعندما تحتفظ البنوك باحتياطات زائدة من الودائع الشيكية فإن البنوك ستقلص القروض التي تمنحها وسيتسبب ذلك في انخفاض مستوى الودائع الشيكية وانخفاض عرض النقود وبالتالي انخفاض مضاعف النقود.

✓ أسعار الفائدة السوقية (i): ترتبط الاحتياطات الإضافية ارتباطا عكسيا مع سعر الفائدة (تكلفة الفرصة البديلة) وهو ما يعني أن انخفاض سعر الفائدة سيؤدي إلى رفع النسبة ($\frac{Er}{D}$) والتي ترتبط عكسيا مع العرض النقدي ومضاعف النقود، وبالرجوع إلى نظرية اختيار المحفظة فإن ارتفاع العوائد المتوقعة على الأصول البديلة بالنسبة إلى العوائد المتوقعة على أصل ما فإن الطلب على هذا الأصل سينخفض، وعليه فكلما زاد معدل الفائدة السوقي فإن العائد المتوقع على القروض والأوراق المالية سيرتفع بالنسبة إلى العائد الصفري على الاحتياطات الزائدة وستنخفض نسبة هذه الاحتياطات.

✓ التدفق المتوقع لخروج الودائع من البنك: ترتبط الاحتياطات الإضافية ارتباطا طرديا مع التدفق المتوقع لخروج الودائع من البنك، حيث ستلجأ البنوك إلى زيادة الاحتياطات الزائدة (Er) إذا زاد التدفق المتوقع للودائع خارج البنك لتشكيل تأمين أو احتياط ضده.

فضلا عن وجود محددات أخرى كنتيجة لممارسة البنك المركزي تشمل: أدوات السياسة النقدية أهمها التغيرات في القاعدة النقدية غير المقترضة، التغيرات في القروض المخصصة من البنك المركزي، أسعار الفائدة السوقية وسعر الخصم.¹

¹ محمود يونس، عبد النعيم مبارك، كمال أمين الوصال، مرجع سابق، ص: 305-309.

المحور الثالث: النظريات النقدية

أولاً: النظرية الكمية للنقود

ثانياً: نظرية تفضيل السيولة لكينز

ثالثاً: النظرية الكمية الحديثة "تحليل مالتون فريدمان"

تمهيد

عنيت النظرية النقدية بصفة أساسية حتى مطلع العقد الثالث من القرن العشرين بتفسير العوامل أو القوى التي تتداخل في تحديد قيمة النقود، وبالتالي في تحديد مستوى الأسعار، وقد سادت في هذا المجال نظرية كمية النقود، ومع أزمة الكساد العالمي نقلت الأفكار الجديدة لكينز الاهتمام في هذا الصدد من كمية النقود إلى الانفاق الكلي أو الطلب الكلي الفعلي، واتجه الفكر الاقتصادي من البحث في أسباب تغير قيمة النقود إلى دراسة معالم سلوك النقود، وأثر ذلك على مستوى النشاط الاقتصادي وعلى حجم العمالة والدخل والإنتاج، وبظهور الارتفاع في الأسعار والتضخم كمشكلة كبرى منذ بداية النصف الثاني من القرن العشرين في الدول الرأسمالية المتقدمة عاد الاهتمام من جديد إلى تحليل مستوى الأسعار والربط بينه وبين كمية النقود، ولكن في ظل مبادئ أكثر واقعية من تلك التي سادت حتى الثلاثينيات من ذلك القرن.¹

أولاً: النظرية الكمية للنقود (Quantity Theory Of Money)

من أهم الكتابات التي ركزت على قيمة النقود، ما كتبه "أرفينج فيشر Irving Fisher" في مقاله عام 1911 عن القوة الشرائية للنقود: محدداتها وعلاقتها بالائتمان والفائدة والأزمات. لتفسير حالة الكساد التي مرت بها أوروبا أثناء الحرب العالمية الأولى، والتقلبات التي حدثت في قيمة النقود بانجلترا قبل الحرب خلال فترات ثلاث متميزة: الفترة بين عامي 1849، 1820، عندما مالت الأسعار نحو الهبوط مع زيادة كل من حجم المبادلات وزيادة كمية الذهب المنتجة، والفترة من 1849 حتى 1873 عندما مالت الأسعار نحو الارتفاع مع زيادة كمية النقود وزيادة حجم المبادلات، والفترة بين عامي 1896 و1914 عندما زادت كمية النقود مع اكتشاف مناجم جديدة للذهب وزيادة حجم المبادلات في هذه الفترات الممتدة إلى حوالي قرن من الزمن.²

1- معادلة التبادل

جاء أوضح عرض لنظرية كمية النقود على يد الاقتصادي الأمريكي "أرفنج فيشر" في عام 1917م، حيث قام بشرح العلاقة بين الكمية الكلية للنقود (العرض النقدي M)، والإنفاق الكلي على السلع والخدمات (PY)، واستخدم في تحليله معادلة تسمى معادلة التبادل لإثبات العلاقة الارتباطية السببية

¹ سوزي عدلي ناشد، مرجع سابق، ص: 97.

² السيد محمد أحمد السريتي، محمد عزت محمد غزلان، مرجع سابق، ص: 311.

بين التغير في كمية النقود، والتغير في المستوى العام للأسعار، فلو افترضنا أن أحد الأفراد يرغب في الحصول على عشر وحدات من سلعة معينة، وأن ثمن الوحدة من هذه السلعة 200 وحدة نقدية، في هذه الحالة على الفرد أن يدفع 2000 وحدة نقدية (200×10) أي عدد الوحدات × ثمن الوحدة، أما بالنسبة إلى المنتج، فإنه سوف لا يتنازل عن الوحدات العشرة من إنتاجه إلا إذا حصل على 2000 وحدة نقدية (هذا على مستوى الوحدة الاقتصادية) أما على مستوى الاقتصاد القومي، فنجد أن مجموع قيم المبادلات التي تمت على مستوى الاقتصاد القومي في خلال نفس الفترة (PY)، يساوي كمية النقود المتداولة × سرعة دورانها أي أن كمية النقود × سرعة دورانها = كمية المبادلات × المستوى العام للأسعار.¹

$$P.T = MV \dots\dots\dots (1)$$

حيث أن:

M ترمز إلى كمية النقود المعروضة في لحظة زمنية معينة.

V ترمز إلى سرعة دوران النقود (متوسط عدد المرات التي تستخدم فيها وحدة النقد في شراء السلع والخدمات المنتجة من قبل الاقتصاد القومي في فترة زمنية معينة هي عادة السنة).

P ترمز إلى المستوى العام للأسعار.

T ترمز إلى كمية المبادلات من السلع والخدمات في نفس اللحظة الزمنية من المعادلة.

❖ **فرضيات النظرية:** تستند نظرية كمية النقود (النظرية الكلاسيكية) على مجموعة من الفرضيات كما يلي:²

1. ثبات الحجم الحقيقي للإنتاج عند مستوى التشغيل الكامل للموارد الاقتصادية: ينطلق الفكر الكلاسيكي في تحليله للنشاط الاقتصادي، من أن النقود لا تؤدي سوى وظيفة واحدة ألا وهي وسيلة للتبادل (Medium of Exchange) لذلك فإن دور النقود هو محايد في الاقتصاد، ويستند هذا التحليل إلى قانون (Say) للأسواق الذي ينص على أن العرض يخلق الطلب الخاص به (Supply Creates its Own Demand) أي أن الطلب الكلي لا بد أن يتعادل مع العرض الكلي عند مستوى التشغيل الكامل، بحيث تختفي البطالة في المجتمع، لأن التغيرات في كل من جانبي العرض والطلب سرعان ما تختفي بفضل فاعلية آلية السوق وجهاز الثمن.

¹ حسين بني هاني، مرجع سابق، ص ص: 81-82.

² طاهر فاضل البياتي، ميرال روجي سمارة، مرجع سابق، ص ص: 129-130.

2. سرعة دوران النقود: أكدت النظرية على أن سرعة دوران النقود ثابتة انطلاقاً من أن وظيفة النقود تقتصر على كونها وسيطاً للمبادلات، أما وظائفها الأخرى كأداة للاحتياطي أو مخزن للقيمة فهو ليس في حساباتها، انطلاقاً من أن المجتمع يحتفظ بالنقود لتسوية المدفوعات وتوفير التسهيلات المصرفية وأشكال الائتمان السائدة وهيكل الصناعة القائم التي تعتبر ثابتة في المدى القصير، إلا أنها تميل إلى التغير في المدى الطويل.

3. العلاقة المباشرة بين تغير المستوى العام للأسعار وكمية النقود المعروضة: تنطلق النظرية الكمية في هذا الافتراض من تأكيدها على الفصل بين العوامل النقدية والعوامل الحقيقية (غير النقدية) حيث استبعدت خضوع حجم الناتج القومي (T) وسرعة دوران النقود (v) لتأثير العوامل النقدية، لأن حجم الإنتاج (T) يتوقف على عوامل حقيقية ترتبط بالطاقة الانتاجية للاقتصاد، كما أن (v) تتوقف على عوامل غير نقدية (عادات الأفراد في تسوية التزاماتهم) مما يجعل تأثير التغير في كمية النقود المعروضة مباشراً على المستوى العام للأسعار.

وتقرر المعادلة رقم (1) $(P.T = MV)$ ، أن كمية النقود المعروضة مضروبة في سرعة دورانها يجب أن تعادل الدخل القومي النقدي (كمية السلع والخدمات $\times$ المستوى العام للأسعار). ويجب أن تعادل الإنفاق القومي. وعليه فإن المعادلة رقم (1) ليست أكثر من متطابقة رياضية، كما أنها لا تقرر أية علاقة بين أي متغيرين من متغيراتها، ولتحويل معادلة التبادل إلى نظرية تفسر كيفية تحديد الدخل القومي النقدي، يتطلب هذا التحويل فهم العوامل التي تحدد سرعة دوران النقود، حيث اعتقد "فيشر" أن سرعة دوران النقود تتحدد عن طريق العوامل المؤسسية في الاقتصاد*، والتي تؤثر على الطريقة التي ينجز بها الأفراد معاملاتهم، وقد رأى "أرفنج فيشر" أن العوامل المؤسسية في أي اقتصاد، والتي تؤثر على سرعة دوران النقود ثابتة تقريباً في الأجل القصير، كما افترض الكلاسيك أن الأجور والأسعار مرنة مرونة كاملة ارتفاعاً وانخفاضاً، كما افترضوا أيضاً أن الاقتصاد القومي يعمل دائماً عند مستوى التشغيل الكامل، لهذا فإن مستوى الإنتاج الذي سيتم إنتاجه في الاقتصاد القومي، سيكون دائماً عند مستوى إنتاج العمالة الكاملة، أي يمكن اعتبار (T) ثابتاً في الأجل القصير في معادلة التبادل. وبناء على الافتراضات سالفة الذكر، فإن نظرية كمية النقود تجعل سرعة دوران النقود، ومستوى الإنتاج الحقيقي الكلي ثابتين، وبهذا فإنه لن يبقى من المتغيرات في معادلة التبادل، سوى متغيرين فقط يسمح لهما بالتغير، وهذان المتغيران هما كمية النقود المعروضة (M)، والمستوى العام للأسعار (P) وعلى هذا

* كالعادات المصرفية والاقتصاد في الانفاق وكثافة السكان وسرعة المواصلات، وقد أكد فيشر أن هذه العوامل تؤثر على سرعة دوران النقود في الأجل الطويل فقط، أنظر: حمدي عبد العظيم، السياسات المالية والنقدية: دراسة مقارنة بين الفكر الوضعي والفكر الإسلامي، الدار الجامعية، مصر، 2007، ص: 30.

تصل نظرية كمية النقود إلى العلاقة السببية بين M و P والتي يمكن صياغتها في صورة الفرض الأساسي التالي:¹

بافتراض أن حجم الإنتاج الحقيقي الكلي ثابت عند مستوى التشغيل الكامل وثبات سرعة دوران النقود في الفترة القصيرة، فإن مضاعفة كمية النقود سيؤدي إلى مضاعفة المستوى العام للأسعار. فإذا أدت الزيادة في كمية النقود إلى ارتفاع المستوى العام للأسعار بنفس النسبة، فإن الدخل

القومي النقدي (y والذي هو PT) سيزيد بنفس نسبة الزيادة في كمية النقود. وتفسير ذلك كما يلي:

لو افترضنا أن الإنتاج الحقيقي الكلي يساوي 20 مليون وحدة إنتاج، وسرعة دوران الدينار الواحد هي 10 مرات في المتوسط خلال السنة، وأن العرض النقدي (M) = 2 مليون دينار، من المعادلة رقم (1) ينتج أن $P(20) = 2$ وبالتالي: $P = \frac{20}{20} = 1$ ، أي أن المستوى العام للأسعار p يساوي 1.

وعلى فرض أن حجم الإنتاج الحقيقي الكلي عند مستوى التشغيل الكامل بقي ثابتاً 20 مليون وحدة إنتاج، وأن سرعة دوران النقود للدينار الواحدة بقيت ثابتة عند مستوى 10 مرات في المتوسط خلال السنة، وأن العرض النقدي قد ارتفع من 2 مليون دينار إلى 4 مليون دينار، فإن المستوى العام للأسعار الجديد يصبح: $PT = MV$ أي: $P(20) = 4$ وبالتالي: $P = \frac{40}{20} = 2$

وهذا يعني أن المستوى العام للأسعار قد ارتفع إلى الضعف مع زيادة كمية النقود إلى الضعف. ويرى الاقتصاديون الكلاسيك، أن نظرية كمية النقود تقدم تفسيراً لتغير المستوى العام للأسعار، وبالتالي التغير في الدخل القومي النقدي، عن طريق التغيرات التي تحدث في كمية النقود في ظل افتراض ثبات الإنتاج الحقيقي الكلي عند مستوى التشغيل الكامل (العمالة الكاملة)، وثبات سرعة دوران النقود في الفترة القصيرة.

وتخبرنا نظرية كمية النقود عن مقدار كمية النقود التي يتم حيازتها عند كل مستوى من مستويات الدخل القومي النقدي، ولهذا اعتبرت نظرية للطلب على النقود، وفيما يلي بيان لذلك:²

بالرجوع إلى معادلة التبادل: $MV = PT$ ، وبقسمة طرفي المعادلة على (V) $\frac{MV}{V} = \frac{PT}{V}$ ، ينتج أن:

$$M = \frac{PT}{V} \dots\dots\dots (4)$$

فإذا اعتبرنا أن (M) في المعادلة رقم (4) هي العرض النقدي، وكتبناها بالصورة M_s ، وافترضنا أن السوق النقدي في حالة توازن فإن: العرض النقدي = الطلب على النقود، وبالرموز فإن: $M_d = M_s$ ، وعليه فإنه يمكن كتابة المعادلة رقم (4) على الصورة التالية:

¹ حسين بني هاني، مرجع سابق، ص ص: 83-86.

² المرجع السابق، ص: 86-87.

$$Md = \frac{1}{V} (PT) \dots \dots \dots (5)$$

وتفيد المعادلة رقم (5)، أنه مع ثبات (V) سرعة دوران النقود، فإن كمية النقود التي يطلبها الأفراد (Md) تحدد بمستوى المعاملات المتولدة من مستوى الدخل النقدي (PT) وبناء عليه فقد قام أنصار النظرية الكمية للنقود بصياغة الفرضية الأساسية التالية:

إن الطلب على النقود هو دالة للدخل القومي النقدي فقط، وهذا الطلب غير حساس للتغير في سعر الفائدة، بمعنى أن سعر الفائدة ليس له أي أثر على الطلب على النقود.

وقد توصل "آرفنج فيشر" إلى نفس الفرضية سالفة الذكر لاعتقاده أن الأفراد يطلبون النقود لإنجاز المعاملات فقط، وكان يرى أن الطلب على النقود يتحدد بعاملين هما:¹

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

❖ وعلى الرغم من ذلك فإن نظرية كمية النقود قد وجهت لها عدة انتقادات: إذ تتوقف صحة أية نظرية على صحة الفروض التي تقوم عليها لذا ركزت الانتقادات على فروض النظرية وفيما يلي أهم الانتقادات:²

1- لم توضح معادلة فيشر العوامل التي تحدد قيمة النقود لأنها متطابقة حسابية (MV=PT) توضح أن النقود المدفوعة تساوي النقود المستلمة وهذه حقيقة واضحة، كما أنها لا تذكر شيئاً عن العلاقة بين كمية النقود والأسعار أي أنها لا توضح أيهما السبب وأيهما هو النتيجة، وبالتالي فإنها ليست ذي فائدة للتحليل الاقتصادي، لأن العلاقة بين كمية النقود والأسعار علاقة معقدة إضافة إلى كونها علاقة غير مباشرة.

2- تعتبر نظرية كمية النقود نظرية ساكنة (Static) وليست نظرية ديناميكية (Dynamic) فهي تنطبق على حالة الاقتصاد الساكن والذي تكون فيه المتغيرات الاقتصادية مستقرة أو ساكنة، إلا أن الواقع أثبت أن المتغيرات الاقتصادية تتغير وبالتالي فلا يمكن استخدام هذه النظرية في دراسة التقلبات الاقتصادية في ظل الاقتصاد الحركي.

3- إن افتراض النظرية ثبات عناصر معادلة التبادل الأخرى غير (M.P) هو افتراض غير حقيقي، لأنها تؤثر بدورها وتتأثر بالعناصر الأخرى، أما كونها ساكنة فهو منافي لمنطق عمل الاقتصاد الرأسمالي وهذا ما

¹ حسين بني هاني، مرجع سابق، ص: 87.

² طاهر فاضل البياتي، ميرال روجي سمارة، مرجع سابق، ص ص: 130-131.

- افرزته ظاهرة الكساد العالمي حيث لم تستطيع زيادة كمية النقود المعروضة زيادة الأسعار، لأن الأسعار قد ترتفع نتيجة زيادة في معدل تفضيل السيولة.
- 4- لم تعط النظرية الاهتمام اللازم لوظائف النقود الأخرى (كمخزن للقيمة) وتسديد المدفوعات الآجلة، لأن معادلة التبادل إنما تنظر إلى النقود فقط كوسيط في عمليات التبادل وهذا ما يتعارض مع واقع الطلب محل النقد ومن قبل المجتمع.
- 5- لم تأخذ نظرية كمية النقود بالاعتبار سعر الفائدة ودوره في الاقتصاد وهذا ما أكده جون روبنسن (Joon Robinson) حيث أشار إلى أن التغيرات في كمية النقود تعود إلى تأثير سعر الفائدة، لأن أية نظرية لا تشير إلى تأثير سعر الفائدة لا تعتبر نظرية للنقود، لأن العلاقة بين كمية النقود المعروضة والأسعار علاقة غير مباشرة، وأن الوسيط بين هذه العلاقة هو سعر الفائدة الذي في حالة انخفاضه فإنه يشجع رجال الأعمال على القيام بالاستثمارات ومن ثم يتوسع الإنفاق الاستهلاكي وأن الاثنين يحددان المستوى العام للأسعار.
- 6- لقد وجه كينز انتقاداً مهماً لهذه النظرية ينطلق من أن معادلة المبادلة الكلاسيكية ($MV=TP$) تفصل بين النقود والنظرية العامة للقيمة، وهذا ما دفعه إلى جعل كل من النظرية النقدية ونظرية الأسعار متكاملتان وذلك عندما طرح نظريته العامة في التفضيل النقدي.

2- نظرية الأرصدة "معادلة كامبردج" (The Cambridge Equation)

ظهرت هذه الصيغة من خلال مناقشات فكرية تمت في جامعة كامبردج بين "الفريد مارشال وبيجو وروبرتسون وهايك وهوتري"، وتتميز صيغة كامبردج عن صيغة المبادلات في إدخالها فكرة الطلب على النقود صراحة من خلال حجم الأرصدة النقدية (الحقيقية) التي يرغب الأفراد في الاحتفاظ بها لغرض المعاملات، كما تم استبدال المبادلات الكلية ليحل محلها الناتج النهائي، (حيث تضم المبادلات الكلية، الناتج الكلي، كل من المبادلات والناتج النهائي والمبادلات والناتج الوسيط)¹

ومعادلة كامبردج أو معادلة الأرصدة النقدية (Cash Balance Equation) معادلة رياضية 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 كنقود سائلة يحتفظ بها الأفراد لأغراض الإنفاق على شراء السلع والخدمات الاستهلاكية، كما أن هناك نسبة أخرى من الدخل يحتفظ بها الأفراد في أصول مالية.²

¹ السيد محمد أحمد السريتي، محمد عزت محمد غزلان، مرجع سابق، ص: 314.

² حسين بني هاني، مرجع سابق، ص: 88.

فإذا افترضنا أن الفرد له نمط انفاق للدخل منتظم بحيث يكون رصيده المتبقي من الدخل في نهاية الشهر مساويا للصفر، فإن متوسط ما يحتفظ به من دخل (الطلب على النقود) شهريا هو $\frac{1}{2}$ دخله، وسنوياً هو $\frac{1}{24}$ من دخله، وإذا تماثل الأفراد في تصرفاتهم الإنفاقية فإن الطلب على النقود (الغرض هو المعاملات) سيمثل نسبة (k) من إجمالي الدخل النقدي وتعرف هذه النسبة باسم نسبة التفضيل النقدي في الاقتصاد، أي أن:¹

$$MD = KP \dots\dots\dots(7)$$

حيث Md: الطلب على النقود K: نسبة التفضيل النقدي،

P = متوسط أسعار السلع النهائية Y: الدخل الحقيقي.

وبمقارنة الصيغة السابقة بصيغة المبادلات الكلية يمكن معاملة نسبة التفضيل النقدي باعتبارها مقلوب سرعة الدوران النقدية، على اعتبار أن كل من النسبتين تعبر عن علاقة ميكانيكية بين التغير في كمية النقود والتغير في مستوى الأسعار، ومن ناحية أخرى يمكن النظر إلى الصيغة الداخلية على اعتبار أن نسبة التفضيل النقدي تعكس عنصراً اختياري في الطلب على النقود في مقابل الأصول الأخرى، وبذلك تكون نسبة التفضيل النقدي دالة في مجموعة من العوامل التي تحدد السلوك الاقتصادي.

وعلى افتراض أن (K) هي نسبة من الدخل يحتفظ بها الأفراد لغايات الاحتياط، فإنها تتوقف على

العوامل التالية:²

- ثروة الفرد التي لها علاقة مباشرة بـ (K) فكلما زادت قلت (K).
- توقعات الأفراد التي ترتبط بنسبة (K) فكلما كانت متشائمة زادت (K) والعكس في حالة التفاؤل.
- مستويات الأسعار فكلما ارتفعت الأسعار انخفضت القيمة الحقيقية للأرصدة النقدية وهذا ما يدفع الأفراد إلى زيادة نسبة (K) ومن ثم زيادة الأرصدة النقدية لدى الأفراد وذلك لأجل إعادة التوازن نتيجة ارتفاع الأسعار.

ومعادلة كل من كمبردج والتبادل تتفقان في أن العلاقة بين الطلب على النقود، والمعروض منها، يحددان التوازن الاقتصادي، هذا التماثل بين معادلة التبادل عند "فيشر" وعند اقتصاديي "كمبردج" لا يعني التطابق العام بينهما، إذ أن اقتصاديي "كمبردج" عندما قاموا بدراسة الطلب على النقود، لم ينظروا فقط إلى مستوى المبادلات والمؤسسات التي تؤثر على الطريقة التي يؤدي بها الأفراد المدفوعات كمحددات أساسية لهذا الطلب كما فعل "فيشر"، ولكنهم سألوا عن مقدار النقود التي يرغب الأفراد

¹ السيد محمد أحمد السريتي، محمد عزت محمد غزلان، مرجع سابق، ص: 315.

² طاهر فاضل البياتي، ميرال روجي سمارة، مرجع سابق، ص: 133.

في حياتها في ظل ظروف معينة، بحيث أن الأفراد أصبح لديهم مرونة أكثر- في ظل مدخل "كمبردج" عن مدخل "فيشر"- في قرارهم الخاص بحيازة النقود، فالأفراد في مدخل "كمبردج" ليسوا مقيدين بقيود مؤسسة -مرتبطة بتطور المؤسسات، وظهور أدوات جديدة تقلل كمية النقود المستخدمة في التداول، هذا مع العلم بأن مدخل كمبردج لم يشمل تحليل أثر التغير في سعر الفائدة على الطلب على النقود.¹ في هذه الصيغة الداخلية لنظرية كمية النقود تطلب النقود لغرض أداء المعاملات ولغرض التحوط والأمان في مقابلة السيولة المطلوبة الطارئة، هو ما يشير ضمناً إلى الطلب على النقود كمستودع مؤقت للقوة الشرائية²، إذ تنطلق فرضية هذه النظرية من أن للنقود وظيفة أخرى إضافة لكونها وسيلة للمبادلة هي مخزن للقيمة، ووفقاً لهذه النظرية فإن قيمة النقود تتحدد بعرض النقود والطلب عليها، وأن التغير في قيمة النقود يكون ناجماً عن الاختلال في طرفي المعادلة والذي يتحدد في لحظة زمنية معينة وليس عبر فترة من الزمن كما هو الحال في طريقة المعاملات³، ولهذا وصلوا إلى النتيجة التالية:⁴

إن الطلب على النقود كجزء من الثروة (أصل من الأصول) يتناسب طردياً مع حجم الدخل النقدي

يستخلص مما سبق، أن الطلب على النقود في ظل مدخل "كمبردج" (سواء لغرض مبادلة السلع والخدمات أو لغرض حيازة النقود كأصل من الأصول)، يتناسب طردياً مع الدخل النقدي.

ورغم تماثل مدخل "كمبردج". ومدخل "فيشر" إلا أن هناك اختلافاً بين المدخلين، فمعادلة "كمبردج" تركز على التغيرات التي تطرأ على المستوى العام للأسعار، من خلال تحليلها لجانب الطلب على النقود، ومعرفة التغيرات في مكونات الطلب على النقود، أما معادلة التبادل (معادلة فيشر) فإنها تركز في تحليلها لتلك التغيرات التي تطرأ على المستوى العام للأسعار من خلال تحليلها لجانب العرض النقدي والتعرف على العوامل التي تؤثر عليه، وبوجه عام فإن التحليل الكلاسيكي للطلب على النقود يشمل مدخل "فيشر" ومدخل "كمبردج"، وقد حاول التحليل الكلاسيكي أن يجيب على السؤالين التاليين:⁵

- ما مقدار كمية النقود التي يرغب الأفراد في حيازتها؟

- ما هي محددات طلب الأفراد على النقود؟

¹ حسين بني هاني، مرجع سابق، ص: 89-90.

² السيد محمد أحمد السريتي، محمد عزت محمد غزلان، مرجع سابق، ص: 315-316.

³ طاهر فاضل البياتي، ميرال روجي سمارة، مرجع سابق، ص: 132.

⁴ حسين بني هاني، مرجع سابق، ص: 90.

⁵ المرجع السابق، ص: 91.

كما ذهب التحليل الكلاسيكي إلى القول بأن الطلب على النقود دالة طردية للدخل النقدي، كما افترض ثبات سرعة دوران النقود في الأجل القصير، وأن سعر الفائدة لا يؤثر على الطلب على النقود.

❖ أوجه الاختلاف بين نظرية الأرصدة النقدية ونظرية كمية النقود: بالرغم من وجود تشابه بين النظريتين وذلك من خلال تركيزهما على التغيرات النقدية وتأثيرها على مستوى الأسعار والذي كان مباشرًا في ظل نظرية كمية النقود وغير مباشر من خلال مستوى الدخل النقدي الذي يؤثر على مستوى الأسعار في نظرية الأرصدة، إلا أن هناك مجموعة من نقاط الاختلاف وهي كما يلي:¹

- افترضت نظرية كمية النقود ثبات حجم الانتاج عند مستوى التشغيل الكامل وبالتالي فإن التغيرات تنعكس على المستوى العام للأسعار، في حين تركز نظرية الأرصدة النقدية على تحليل أثر التغيرات النقدية على حجم الانتاج والمستوى العام للأسعار.
- لقد استعرض فيشر نظرية كمية النقود من وجهة نظر انفاق النقود بينما عرضت نظرية الأرصدة النقدية من وجهة نظر الاحتفاظ بالنقود على شكل أرصدة نقدية، ورغم هذا الاختلاف إلا أن الواقع أظهر أنهما يؤديان نفس الغرض لأن النقود التي يحتفظ بها الأفراد ستنفق في النهاية.
- أكدت نظرية الأرصدة النقدية، أن التفضيل النقدي هو العامل المؤثر والمحدد لمستوى الدخل النقدي وأن التغير في نسبته ينعكس على مستويات الإنتاج والأسعار حتى لو بقيت كمية النقود المعروضة ثابتة، أما نظرية كمية النقود فإنها تستبعد إمكان تغيير مستويات الأسعار إذا ظل عرض النقد ثابتًا دون تغير.

❖ نقد نظرية الأرصدة النقدية: بالرغم من محاولة نظرية الأرصدة النقدية تفادي أخطاء نظرية كمية النقود سيما ثبات سرعة تداول النقود والعلاقة التناسبية المباشرة بين كمية النقود والمستوى العام للأسعار، وبالرغم من كون النظرية تمثل خطوة إيجابية في مجال التحليل النقدي، إلا أنها تعرضت لعدة انتقادات أهمها:²

- أغفلت النظرية دافع المضاربة كحافز للاحتفاظ بالنقود وبالتالي فقد أخفقت النظرية في تفسير إمكانية حصول تغير في كمية النقود المعروضة دون تغيير مقابل مستوى الدخل لأسباب أخرى غير التفضيل النقدي لغرض المعاملات.
- إن إغفال النظر للطلب على النقود لغرض المضاربة قد أدى إلى فشل النظرية في الربط بين نظرية الفائدة ونظريات الدخل القومي من خلال تحليلها للطلب على النقود.

¹ طاهر فاضل البياتي، ميرال روجي سمارة، مرجع سابق، ص: 134-135.

² المرجع السابق، ص: 135-136.

- عجز النظرية عن التمييز الدقيق بين تغيرات الأسعار وتغيرات الإنتاج الناجمة عن تغيرات الدخل.
- أغفلت النظرية تأثير العوامل المرتبطة بالادخار والاستثمار على مستوى الطلب الفعال وتأثير ذلك على مستوى النشاط الاقتصادي.

ثانياً: نظرية تفضيل السيولة لكينز (Keyen's liquidity preference theory)

1- نظرية كينز في الطلب على النقود

يعتبر كثير من علماء الاقتصاد نظرية "كينز" بمثابة ثورة حقيقية في الفكر الاقتصادي النقدي لأنها قامت على فروض تخالف الفروض التي قامت عليها نظرية الاقتصاديين الكلاسيك التي سادت لفترة من الزمن، ففي الوقت الذي قررت فيه نظرية الاقتصاديين الكلاسيك حيادية النقود، قامت نظرية "كينز" على أساس أهمية الدور الذي يمكن أن تلعبه النقود على مستوى الاقتصاد القومي، بمعنى أن التغير في كمية النقود يؤثر بالتبعية على جميع المتغيرات الاقتصادية سواء كانت انتاجاً استهلاكاً، ادخاراً، استثماراً، عمالة... الخ.¹

لقد وضع كينز معادلة عرفت بمعادلة كمية الأرصدة الحقيقية (The Equation of real quantity funds)²، يمثل فيها كل من باعثا المعاملات والتحوط وظيفه الوسيط في التبادل ودافع الأمان كمستودع مؤقت للقوة الشرائية عند "فيشر" ومدرسة كامبردج. وبذلك عالج "كينز" الطلب على النقود من خلال الدوافع المسببة لهذا الطلب³، حيث قرر "كينز" أن التغير في المستوى العام للأسعار الناتج عن تغير كمية النقود هو مجرد انعكاس لمستوى العمالة، والدخل القومي ولذلك بدأ كينز بتحليل الطلب الكلي الفعال الذي اعتبره المحور الأساسي للدخل، وبالتالي التوازن الاقتصادي.⁴

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

(1) دافع المعاملات (Transactions motive): يستمد باعث المبادلات وجوده من وظيفة النقود كوسيلة للتبادل، وهو أكثر الدوافع الثلاثة شيوعاً للطلب على النقود⁵، وقد أرجع "كينز" هذا الدافع إلى سببين (دافعين) هما:⁶

¹ حسين بني هاني، مرجع سابق، ص: 92.

² طاهر فاضل البياتي، ميرال روجي سمارة، مرجع سابق، ص: 136.

³ السيد محمد أحمد السريتي، محمد عزت محمد غزلان، مرجع سابق، ص: 316.

⁴ حسين بني هاني، مرجع سابق، ص: 92.

⁵ ضياء مجيد، الاقتصاد النقدي: المؤسسات النقدية، البنوك التجارية، البنوك المركزية، مؤسسة شباب الجامعة، مصر، 2000، ص: 104.

⁶ حسين بني هاني، مرجع سابق، ص: 92-93.

أ- دافع الدخل: فمن المعلوم أن الأفراد يحصلون على دخولهم في نهاية كل فترة زمنية معينة، لهذا لا بد وأن تنقضي فترة زمنية ما بين تسلم الأفراد لدخولهم، وبين اشباعهم لحاجاتهم ورغباتهم، وبعبارة أخرى أنه يوجد فاصل زمني ما بين استلام الدخل، وانفاقه في صورة إنفاق جارٍ وخلال هذا الفاصل الزمني، لا بد للأفراد أن يحتفظوا بمقدار معين من النقود في صورة سائلة لتحقيق طلباتهم العاجلة.

ب- دافع المشروع: من المتفق عليه بين علماء الاستثمار أن هناك حداً أدنى من السيولة لا بد وأن يحتفظ به المشروع، لكي يستطيع مواجهة النفقات الطارئة والعاجلة وإلا فقد المشروع سيولته، وبعبارة أخرى، فإن جميع المشروعات لا بد وأن تحتفظ بجزء من أموالها في صورة سائلة كهامش أمان تستطيع أن تحقق عن طريقه توازن هياكلها المالية.

2) دافع الاحتياط (percautionary motive) (دافع الحيلة والحذر): يعود هذا الدافع إلى حالة اللايقين من ظروف المستقبل التي يمكن أن يتعرض لها الأفراد أو المؤسسات، وعلى ذلك فهم يحتفظون بجزء من دخلهم النقدي لهذا الغرض¹، فلو افترضنا أن شخصاً يفكر في شراء جهاز كمبيوتر، وفي أحد الأيام زار معرضاً لبيع أجهزة الكمبيوتر. الذي أعلن عن منح خصم مقداره 20% من الثمن المكتوب على نوع الجهاز الذي يرغبه ويريده ذلك الشخص، فإذا كان ذلك الشخص يملك نقداً جاهزاً كاحتياط عند حدوث هذا الخصم عندها يمكنه شراء جهاز الكمبيوتر فوراً، أما إذا لم يكن لديه رصيد نقدي جاهز للاحتياط، فلن يستطيع اغتنام فرصة الخصم وبالتالي شراء الجهاز الذي يريده، بالإضافة إلى ذلك فإن الأرصدة النقدية للاحتياط لازمة أيضاً للوفاء بقيمة الفواتير التي تأتي إلى الفرد في وقت غير متوقع، مثل تصليح سيارة، أو سداد فاتورة علاج في مستشفى... الخ.

ولقد اعتقد كينز أن كمية النقود المطلوبة للاحتياط تتحدد مبدئياً بمستوى المعاملات التي يتوقعها الأفراد في المستقبل. حيث كان يرى أن هذه المعاملات تتناسب مع الدخل، ولهذا السبب افترض "كينز" أن الطلب على الأرصدة النقدية لغرض الاحتياط، يرتبط طردياً بالدخل النقدي².

3) دافع المضاربة (speculative motive): يقصد بالمضاربة عملية بيع وشراء الأوراق المالية من أسهم وسندات في أسواق المال بغية الحصول على الربح، الذي يمثل الفرق بين ثمن شراء الورقة المالية وثمان بيعها، حيث يعتمد مقدار الربح على مقدرة المضارب على التنبؤ بأحوال السوق³.

¹ ضياء مجيد، مرجع سابق، ص: 119.

² حسين بني هاني، مرجع سابق، ص: 94.

³ ضياء مجيد، مرجع سابق، ص: 121.

فقد اعتقد "كينز" أن سعر الفائدة يلعب دورا هاما في التأثير على الطلب على النقود كمكون للثروة، ولهذا قام بتقسيم الأصول التي يمكن أن تستخدم كمخزن للثروة إلى نوعين: "النقود والسندات"، وحيث أن النقود كأصل سائل كامل السيولة لا يدر عائدا ماديا، في حين أن السندات تعطي عائدا ماديا يتكون من الفائدة النقدية على السند بالإضافة إلى المكسب الرأسمالي المحتمل من السند المتمثل في ارتفاع سعر السند في السوق عن السعر المكتوب على السند (أي الفرق بين سعر السند السوقى وسعر السند الاسمي)، وكان السؤال الذي سعى "كينز" للإجابة عليه هو:¹

لماذا يقرر الأفراد الاحتفاظ بثرواتهم في شكل نقود بدلا من السندات؟

لقد افترض "كينز" أن العائد المتوقع على النقود يساوي صفرا، وكينز يقصد بالنقود التي لا تعطي عائدا نقديا أو ماديا تلك النقود التي يكتزها الفرد، كما أن نقود الودائع تحت الطلب لا تعطي فائدة، ولا سيما في الزمن الذي عاش فيه "كينز" أما العائد على السندات فيتكون من مدفوعات الفائدة، بالإضافة إلى المكسب الرأسمالي المتوقع.

من هنا فإنه إذا توقع الأفراد ارتفاع سعر السند السوقى، فإنهم سيقومون بشراء سندات اليوم بسعر سوقى منخفض، على أمل في بيعها في المستقبل بسعر سوقى مرتفع، ولما كان شراء السندات سيتم بالنقود، وحيث أن الفرد سيدفع نقودا لشراء السندات، فإن حيازته للنقود اليوم ستخفض، أي أن طلبه على النقود اليوم سينخفض.

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

"يرتبط الطلب على النقود ارتباطا عكسيا مع سعر الفائدة فمع ارتفاع سعر الفائدة ينخفض

الطلب على النقود، ومع انخفاض سعر الفائدة يزيد طلب الأفراد على النقود مع ثبات العوامل

الأخرى"

ولكن لماذا يسمى الطلب على النقود المرتبط بسعر الفائدة بالطلب على النقود لأغراض المضاربة؟ الجواب هو أن السبب في تسمية هذا الطلب " بطلب المضاربة " يرجع إلى أن الأفراد يحتفظون بجزء من ثرواتهم في شكل نقود سائلة لكي يضاربوا على أسعار السندات أي لكي يستفيدوا من المتغير المتوقع

¹ حسين بني هاني، مرجع سابق، ص: 94-95.

في سعر السند السوقي عن سعر السند الاسمي. وهذا التغير الذي ينتج بدوره عن تغير سعر الفائدة السوقي المتوقع عن سعر الفائدة الاسمي، فالمضارب الذي يتحقق توقعه سيحقق ربحاً، والمضارب الذي يخطئ توقعه سيحقق خسائر، وفي كلتا الحالتين فإن المضارب لا بد وأن يحتفظ بنقد سائل لإتمام عملية المضاربة لمحاولة الاستفادة من تقلبات سعر الفائدة السوقي، من هنا فقد ارتبط الطلب على النقود لغرض المضاربة بعلاقة عكسية مع سعر الفائدة.¹

والمثال التالي يوضح المفهوم السابق:²

الحالة الأساسية: عند إصدار السند

سعر السند 100 وحدة نقدية، سعر الفائدة الاسمي 10% سنوياً،

مقدار الفائدة السنوية = 10 وحدات نقدية.

الحالة الأولى:

إذا انخفض سعر السند في السوق إلى 50 وحدة نقدية، في هذه الحالة يكون سعر السند قد انخفض إلى النصف، كما أن مقدار عائد الفائدة على السند لن يتغير ويساوي 10 وحدات نقدية.

$$\text{السعر السوقي للفائدة} = \frac{\text{الفائدة مقدار السنوية}}{\text{سعر السند السوقي}} = \frac{10}{50} = 20\%$$

وفي هذه الحالة يصبح سعر الفائدة في السوق ضعف معدل الفائدة الاسمي.

الحالة الثانية:

إذا ارتفع السعر السوقي للسند للضعف أي إلى 200 وحدة نقدية مع بقاء حصول السند على عائد الفائدة ثابت مقداره 10 وحدات نقدية فإن:

$$\text{السعر السوقي للفائدة} = \frac{\text{الفائدة مقدار السنوية}}{\text{سعر السند السوقي}} = \frac{10}{200} = 5\%$$

في هذا النموذج يلاحظ في الحالة الأولى أن السعر السوقي للسند قد انخفض إلى النصف وبالتالي ارتفع المعدل السنوي للفائدة إلى الضعف، وفي الحالة الثانية عندما ارتفع السعر السوقي للسند إلى الضعف، انخفض المعدل السوقي للفائدة إلى النصف، إذن توجد علاقة عكسية بين السعر السوقي للسند وسعر الفائدة السوقي.

في ضوء ما تقدم، يمكن القول أن تفضيل الأفراد للسيولة من أجل المضاربة، إنما يرتبط أساساً بعامل عدم التأكد، وتوقع حدوث تغيرات في أسعار الأوراق المالية ذات سعر الفائدة الثابت، وسعر

¹ حسين بني هاني، مرجع سابق، ص ص: 95-96.

² السيد محمد أحمد السريتي، محمد عزت محمد غزلان، مرجع سابق، ص ص: 319-321.

الفائدة السوقية السائد، وإن التحليل الكينزي يقرر أن سعر الفائدة يتحدد بعامل واحد فقط، يتمثل في الطلب على النقود لأغراض السيولة النقدية، على الرغم من وجود عوامل أخرى لا تقل أهمية عن الطلب على النقود لأغراض السيولة النقدية في تحديد سعر الفائدة، في مقدمتها الدخل.¹

الجديد الذي قدمه كينز هو وجود منطقة من منحى طلب النقود لا ينخفض سعر الفائدة بعدها مهما زاد البنك المركزي من كمية النقود المعروضة، وأطلق عليها كينز اسم "منطقة مصيدة" أو "فخ السيولة" ولكن المتابعة العملية لم ترصد وجود هذه الظاهرة، فأصبحت عبارة عن تصور نظري لحالة متطرفة من الطلب على النقود.²

❖ غير أن نظرية "كينز" لم تخل من الانتقادات التي وجهت إليها من قبل عدد من الباحثين وعلماء الاقتصاد، يمكن إيجاز أهمها بما يلي:³

1- لم يشر "كينز" إلى التغيرات في مستوى الدخل التي تؤثر على سعر الفائدة لأنه اعتقد أن سعر الفائدة يتحدد بتلاقي منحى عرض النقود مع منحى الطلب على النقود لأغراض السيولة، لهذا اعتبر سعر الفائدة ظاهرة نقدية في التحليل الكينزي، هذا بالإضافة إلى أن من الصعب تحديد الطلب على النقود لأغراض السيولة، دون معرفة مستوى الدخل الذي يؤثر على الطلب على النقود للأغراض المختلفة.

2- من المعلوم أن طلب الأفراد على النقود بدافع المضاربة يتأثر بسعر الفائدة فيحتفظ الأفراد بأرصدة نقدية سائلة عندما تكون أسعار الفائدة منخفضة جداً، ذلك أن تضحية الأفراد نتيجة لاحتفاظهم بأرصدتهم النقدية في شكل نقدي تكون ضئيلة، نظراً لانخفاض سعر الفائدة السوقية، هذا بالإضافة إلى أنه عندما تكون أسعار الفائدة منخفضة، فإنه من المتوقع أن تتجه أسعار الفائدة هذه نحو الارتفاع، فلا يتعرض الأفراد لخسارة رأسمالية بسبب احتفاظهم بالسندات، والعكس صحيح، فإذا كان سعر الفائدة مرتفعاً، فإن الأفراد يحتفظون بقدر صغير من ثروتهم في صورة نقدية سائلة، ذلك لأن التضحية التي تترتب على احتفاظ الأفراد بنقود سائلة تكون كبيرة. خاصة إذا كان سعر الفائدة مرتفعاً، هذا بالإضافة إلى أنه عندما تكون أسعار الفائدة مرتفعة، فإنه من المتوقع أن تتجه هذه الأسعار نحو الانخفاض، فيحقق الأفراد ربحاً رأسمالياً من احتفاظهم بالسندات في الوقت الحاضر. هذه التقلبات في أسعار الفائدة تعود إلى عدة عوامل أهمها؛ الإجراءات التي تتخذها السلطة النقدية حسب ما تقتضيه الظروف الاقتصادية.

¹ حسين بني هاني، مرجع سابق، ص: 96.

² السيد محمد أحمد السريتي، محمد عزت محمد غزلان، مرجع سابق، ص: 323.

³ حسين بني هاني، مرجع سابق، ص: 96-97.

- 3- لم توضح نظرية "كينز" مستوى سعر الفائدة في الأجل الطويل، وإنما اكتفت بإيضاح العوامل المحددة لسعر الفائدة في الأجل القصير، وهذا إهمال لأثر الزمن في تحديد سعر الفائدة، وخاصة في أسواق الائتمان المصرفي، (أي إنها أهملت التفصيل الزمني (Time Preference)).
- 4- إن التحليل الكينزي يقرر أن سعر الفائدة يتحدد بعامل واحد فقط، يتمثل في الطلب على النقود لأغراض السيولة، في حين توجد عوامل أخرى لا تقل أهمية في تحديد سعر الفائدة، وفي مقدمة هذه العوامل "الدخل".

2- منهج الكينزيين الجدد "التجديدات" (Post-Keynesin development)

رغم نجاح النظرية الكينزية وسيادتها لفترة من الوقت في تفسير دوافع الطلب على النقود عند الأفراد والعوامل المحددة لهذا الطلب، إلا أن مجموعة من المفكرين الاقتصاديين وعلى رأسهم بومول وتوبن قدموا إضافات جوهرية على النظرية الكينزية من خلال توصيلهم كل على حدا إلى دالة للطلب على النقود تبين أن احتفاظ الأفراد بالارصدة النقدية ولغايات المبادلات والاحتياط تتأثر بسعر الفائدة أيضا وليس كما افترض كينز بالدخل فقط.¹

1-2- تجديد بومول (Walium J.Baumol): توصل بومول إلى دالته حول الطلب على النقود من نظرية المخزون (Inventory Theory) والتي تفترض أن الأفراد يحتفظون بجزء من أرصدتهم على شكل نقود سائلة والجزء الآخر على شكل ودائع جارية، وأن هذين الشكلين يعبران عن الدوافع التقليدية للطلب على النقود وأن الأفراد قد ينتقلون من هذين الشكلين للمخزون النقدي إلى أشكال أخرى اعتمادا على تغير سعر الفائدة أو على ارتفاع الدخل، والذي ليس بالضرورة حسب رأي بومول أن يرتفع معه حجم المبادلات التي يجريها الأفراد أو نسبة الارصدة التي يحتفظون بها لغايات الاحتياط، وهذا يعني أن بومول قد توصل إلى أن الطلب على النقد لأغراض المعاملات والاحتياط يمكن أن يكون حساسا بالنسبة لسعر الفائدة فإذا كان سعر الفائدة مرتفع بشكل جيد وكان دخل الفرد مرتفع أيضا عندها سيقوم الأفراد بالاحتفاظ بجزء من دخلهم لإجراء المبادلات وللاحتياط والجزء المتبقي سيتوجه إلى الاستثمار، وأن فترة الاستثمار تتحدد بالنظر إلى الطريقة التي يستلم بها هؤلاء الأفراد دخلهم.²

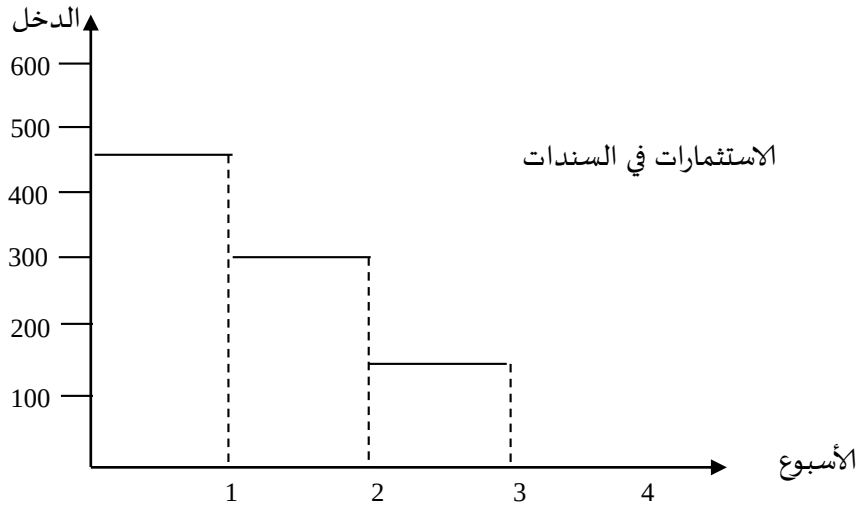
فعلى سبيل المثال إذا كان فرد يستلم راتب مقداره 600 دينار في الشهر فهو سيوزع هذا المبلغ على عدد أسابيع الشهر أي 150 اسبوعيا والمبلغ المتبقي 450 سيستثمره بالسندات وفي نهاية الأسبوع الأول

¹ أكرم حداد، مشهور هذلول، مرجع سابق، ص: 117.

² المرجع السابق، ص: 117-118.

وبداية الأسبوع الثاني سيبيع السندات و يأخذ 150 دينار اخرى لمصروفه و يبقى 300 دينار مستثمرة وهكذا لبقية الشهر، ويوضح الشكل التالي الآلية التي يتم بها ذلك:

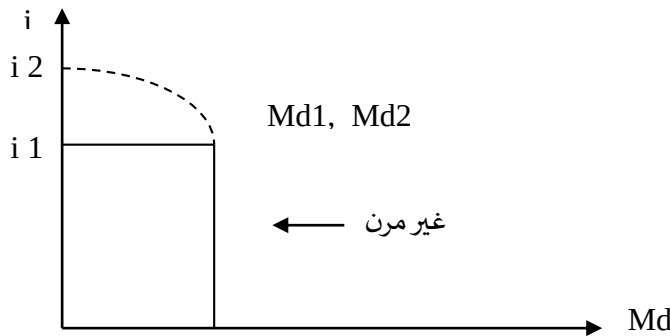
شكل رقم (04): توزيع الدخل الشهري



المصدر: أكرم حداد، مشهور هذلول، النقود والمصارف: مدخل تحليلي ونظري، دار وائل للنشر والتوزيع، الأردن، 2005، ص: 118.

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

شكل رقم (05): منحنى الطلب على النقد



المصدر: أكرم حداد، مشهور هذلول، النقود والمصارف: مدخل تحليلي ونظري، دار وائل للنشر والتوزيع، الأردن، 2005، ص: 119.

ويوضح الشكل منحنى الطلب على النقود لأغراض المعاملات والاحتياط كما يراه بومول حيث يوضح الشكل مرونة هذا الطلب لسعر الفائدة إذا ارتفعت من i_1 إلى i_2 .

وبناء على التحليل السابق يمكن تلخيص العوامل المؤثرة في العدد الأمثل للمعاملات في سوق الأوراق المالية، مع بقاء العوامل الأخرى ثابتة، كالتالي:¹

¹ السيد محمد أحمد السريتي، محمد عزت محمد غزلان، مرجع سابق، ص: 333.

- ارتفاع سعر الفائدة: ينقل منحني العائد الحدي لأعلى مما يزيد من العدد الأمثل للمعاملات على الأوراق المالية.
- زيادة عمولة تنفيذ المعاملة في سوق الأوراق المالية: يؤدي إلى رفع التكاليف الحدية وخفض العدد الأمثل للمعاملات على الأوراق المالية.

2-2- تجديد توبن (James Tobin): لقد كانت مساهمة توبن في النظرية الكينزية محاولة منه في ربط الاقتصاد النقدي بالاقتصاد الحقيقي وفي محاولة منه لسد بعض ثغرات الطلب على النقود في النظرية الكينزية، فحاول تفسير هذا الطلب على أساس اختلاف الموازنة بين العوائد و المخاطر بين المضاربين وتسمى نظريته بنظرية التوازن العام للمحفظة الاستثمارية (the general equilibrium portfolio theory).¹

حيث يتكون الطلب على النقود لغرض التحوط نتيجة لظهور عنصر عدم التأكد في شأن تمويل المعاملات الطارئة خلال فترة الدخل (الشهر في مثالنا) بالإضافة إلى ظهور عنصر المخاطرة في عائد وقيمة الأصول المالية، مع مخاطر تدهور القوة الشرائية للنقود عند استخدامها كمستودع مؤقت للقوة الشرائية، وعادة ما يميل سلوك الفرد إلى مساواة دخله مع انفاقه في السنة وليس الشهر، ففي بعض شهور السنة يظهر فائض رصيد نقدي عنده نتيجة لتجاوز دخله لإنفاقه الشهري، وفي شهور أخرى يظهر عجز في الرصيد النقدي نتيجة لتجاوز الانفاق للدخل الشهري ولكن عادة ما يتساوى دخل الفرد السنوي مع انفاقه السنوي.²

وقد جاءت اضافته ردا على افتراض كينز أن الافراد إما أن يحتفظوا بنقد أو سندات فقط وبدلا من ذلك أوضح أن الافراد قد يحتفظون بنقد أو سندات في آن معا كما أنهم قد يحتفظون بالسلع، وأن الفرد لا يهتم بالعائد فقط وإنما عليه أيضا أن يهتم بالمخاطر فهم يريدون العائد بالإضافة إلى تقليل المخاطر من خلال التنوع بين النقد والسندات والسلع، فإذا كانت التضحية بالعوائد مقابل تخفيض المخاطر أكبر مما يرغب به الأفراد فسيزيد في هذه الحالة طلبه على السندات ويقل على النقود والعكس صحيح.³

إلا أن نظريته لم تسلم هي الأخرى من الانتقاد والذي تجسد في السؤال الذي لم يجب عنه توبن وهو: لماذا يحتفظ الافراد بالنقد ولا يحتفظون مثلا بأذونات الخزينة علما بأن عليها عائدا ومخاطرها منخفضة؟

¹ أكرم حداد، مشهور هذلول، مرجع سابق، ص: 119

² السيد محمد أحمد السريتي، محمد عزت محمد غزلان، مرجع سابق، ص: 335.

³ أكرم حداد، مشهور هذلول، مرجع سابق، ص: 119-120.

ثالثاً: النظرية الكمية الحديثة "تحليل ملتون فريدمان" (Modern Quantity Theory Of Money):

تسمى أحياناً أخرى بنظرية مدرسة شيكاغو (Chicago School) ويتزعمها الاقتصادي الأمريكي المعاصر (Milton Friedman) والذي نشر نظريته هذه في مقالته المشهورة (the quantity theory of money)، حيث تبني فريدمان التحليل الكلاسيكي في نظريته للطلب على النقود ولكن بتمعن وشمولية أكثر فرضتها التطورات الاقتصادية والاجتماعية منذ عهد الكلاسيك كما أنه لم يهمل التحليل الكينزي بل أخذ ببعض جوانبه¹، وظهرت هذه النظرية بعد عشرين عاماً من ظهور النظرية العامة "لكينز" وكانت تهدف أساساً إلى وضع الحلول الكفيلة للتخفيف من حدة التضخم بعدما فشلت نظرية "كينز" في علاج هذه الظاهرة.²

لقد أشار فريدمان إلى أن هنالك خمس أشكال مختلفة يمكن أن يحتفظ من خلالها الأفراد بالثروة، كما يلي:³

1. النقود (Money).
2. الأذونات أو سندات الخزينة (Bonds).
3. سندات الملكية (Equities).
4. السلع المادية غير البشرية (Physical non – human goods).
5. رأس المال البشري (Human capital).

وقد تناول فريدمان الطلب على النقود كأصل في حافظة الثروة الفردية لدى أفراد القطاع العائلي باعتبارهم الحائزين النهائيين لهذه الثروة، وكأصل في حافظة رأس المال لدى أفراد ومؤسسات القطاع الانتاجي. ومهد فريدمان لطرح نظريته في الطلب على النقود بالتساؤل عن سبب احتفاظ الأفراد والمؤسسات بالنقود، وكانت إجابته أن احتفاظ الأفراد بالنقود يعود لاعتبارها أصل السيولة الذي يؤدي الوظائف التقليدية للنقود، واحتفاظ مؤسسات الانتاج بالنقود كونه أحد أشكال رأس المال المستخدم في العملية الانتاجية. وشملت دالة الطلب على النقود أهم العوامل المفسرة لسلوك الطلب على النقود كأصل في حافظة الثروة وفي حافظة رأس المال.⁴

¹ أكرم حداد، مشهور هذلول، مرجع سابق، ص: 120.

² حسين بني هاني، مرجع سابق، ص: 98.

³ طاهر فاضل البياتي، ميرال روي سمارة، مرجع سابق، ص: 140.

⁴ السيد محمد أحمد السريتي، محمد عزت محمد غزلان، مرجع سابق، ص: 338-339.

1- الطلب على النقود عند حائزي الثروة النهائيين

يرى "ملتون فريدمان" أن الطلب على النقود عند حائزي الثروة النهائيين، يعتمد على أربع متغيرات

هي:¹

1-1- الثروة الكلية: فقد رأى "فريدمان" أن طلب حائزي الثروة النهائيين على الأرصدة النقدية الحقيقية، يعتمد على مقدار الثروة الكلية المتاحة لهم. وأن مقدار الثروة الكلية، هو مقدار معين ثابت في نقطة زمنية معينة، ومن ثم فإن ذلك المقدار يمثل قيداً مفروضاً على حائزي الثروة عند توزيع هذه الثروة بين عناصرها المختلفة، وبالتالي اعتقد "فريدمان" أن الثروة الكلية قيد يناظر قيد الميزانية، وقد عرّف "فريدمان" الثروة الكلية بأنها المقدار الكلي الذي يقسم بين أشكال مختلفة للأصول التي يقبل حائزي الثروة على حيازتها، إلا أنه من المعلوم أن تقديرات الثروة الكلية نادراً ما تكون متاحة، ولهذا ما هو الدخل الذي يمكن أن يستخدم كمؤشر للثروة؟، ميّز "فريدمان" بين الدخل الدائم (Permanent Income) والدخل الجاري (Current Income). إلا أن الدخل الجاري كما يقيمه الإحصائيون، ينطوي على عيب كمقياس للثروة، لأن الدخل الجاري معرض لتقلبات شاذة وغريبة من سنة إلى أخرى، فضلاً عن أنه دخل يقاس للأجل القصير، ومن ثم يتطلب استخدام الدخل الجاري كمؤشر أو بديل للثروة فكرة طويلة الأجل لهذا الدخل وهذا بالفعل ما فعله "فريدمان". أما الدخل الدائم، فهو القيمة المتوقعة الحصول عليه من وراء الثروة في الأجل الطويل، ومن ثم فإن الدخل الدائم، هو دخل متوسط يحسب اعتماداً على الدخول الجارية التي تأتي من عناصر الثروة المختلفة، وهو لا يتقلب من عام إلى آخر. وإذا تقلب، فإن معدل تغيره (ارتفاعاً أو انخفاضاً) يكون أقل من معدل تغير الدخل الجاري. وبهذا يكون الدخل الدائم دخلاً يتميز بالاستقرار. وهذا الاستقرار، هو ما يجعله صالحاً لاستخدامه مؤشراً للثروة، وعلى هذا فإن طلب حائزي الثروة النهائيين على الأرصدة النقدية الحقيقية يتوقف على مستوى الدخل الدائم الذي يحصلون عليه من وراء هذا الثروة.

1-2- تقسيم الثروة بين بشرية وغير بشرية: فقد رأى "فريدمان" أن حائزي الأصول (الثروة) يمتلكون أصلاً أساسياً رئيسياً، يتمثل في قدراتهم الشخصية في الحصول على دخل وهذا ما يعبر عنه بالمقدرة الشخصية على اكتساب الدخل، وهذه المقدرة هي ثروة بشرية تختلف عن عناصر الثروة غير البشرية، مثل الأراضي والمباني والآلات. ويمكن استخدام القدرة الشخصية على اكتساب الدخل كمؤشر للثروة البشرية وهذا الدخل هو الذي يمكن الفرد من حيازة مقدار معين من النقود كأصل سائل كامل السيولة، يعطي إشباعاً كبقية السلع التي يكتنئها الفرد. وكلما كانت القدرة الشخصية (مقدار الثروة البشرية) على

¹ حسين بني هاني، مرجع سابق، ص ص: 99-104.

اكتساب الدخل مرتفعة زاد الطلب على النقود كأصل ضمن عناصر الثروة، أو ضمن عناصر محفظة أصول الفرد، ولهذا كانت الثروة البشرية التي يكتننها حائزو الثروة النهائيين هي إحدى محددات الطلب على النقود، إلا أن تحويل الثروة البشرية إلى ثروة غير بشرية أو العكس قد يتم في حدود ضيقة نظرًا لوجود قيود تحد من هذا التحويل. ومن أوضح الأمثلة على تحويل الثروة البشرية إلى ثروة غير بشرية (مادية)، قيام الفرد باستخدام قدرته على الكسب في الحصول على دخل يستخدم في شراء ثروة غير بشرية (الأراضي، المباني، الآلات، ... الخ)، في هذه الحالة يتم تحويل الثروة البشرية إلى ثروة غير بشرية (مادية)، إلا أن هذا التحويل لم يتم بلا حدود لوجود قيود مؤسسية تمنع الأفراد من اقتناء سلع معينة، أو شراء عقارات في أماكن معينة (كالموانئ البحرية مثلاً)، أو شراء طائرات مقاتلة ويمكن للفرد أن يستخدم الثروة غير البشرية لتمويل اكتساب المهارة والمقدرة الشخصية العالية. فلو قام فرد ببيع جزء من الأرض التي يملكها لتمويل عملية تعليمه الجامعي أو تدريبه في الخارج، (نتوقع من الفرد أن يبقى على جزء من أرضه لاستمرار عملية التدريب أو التعليم). وبهذا سنجد أن لدى الفرد جزءًا من ثروته في شكل بشري، متمثلًا في قدرته الشخصية على الكسب، وجزءًا آخر في شكل غير بشري (الأراضي والمباني)، هذا الخليط من الثروة لدى حائزي الثروة النهائيين، يحدد طلب الفرد على الأرصة النقدية الحقيقية، إلا أنه نظرًا لانخفاض قابلية الثروة البشرية، للبيع في السوق، فإن ارتفاع نسبة الثروة البشرية إلى الثروة غير البشرية في محفظة أصول الفرد، يصاحبه زيادة في الطلب على النقود.

3-1- العوائد المتوقعة على النقود والأصول الأخرى: فالمعدل الإسمي للعائد على العملة التي نحملها في جيوبنا أو العائد على الودائع تحت الطلب، (حيث يتم دفع تكاليف خدمات البنك) يكون سالبًا، وقد يكون المعدل الإسمي للعائد على النقود الموجودة في حساب الودائع تحت الطلب موجبًا إذا كان البنك يدفع فائدة على الودائع تحت الطلب. ومعدل العائد الإسمي هو مقدار ما يحصل عليه الشخص من دخل (فائدة) من وراء النقود، مقسومًا على القيمة الإسمية للأصل (مقومًا بالنقود) أما معدل العائد الإسمي على الأصول الأخرى، فيمكن تقسيمه إلى قسمين:

- عائد أو تكلفة تدفع حاليًا مثل الفائدة على السند أو الربح الموزع على السهم وتكاليف تخزين الأصول الطبيعية.

- التغيرات في الأسعار الإسمية للسلع، وهذا الجزء له أهمية خاصة في ظل ظروف التضخم.

ومجموع العائد الإسمي على الأصل + التغير في سعر الأصل الإسمي مقسومًا على السعر الإسمي للأصل يسمى "معدل العائد".

أما بالنسبة إلى النقود، فإن معدل العائد عليها يساوي: معدل الفائدة على النقود + معدل التغير في القوة الشرائية للنقود.

فإذا كان المقصود بالنقود، وحدات العملة، فإن معدل الفائدة يساوي صفرًا، بالإضافة إلى أن معدل التغير في القوة الشرائية للنقود يكون سالبًا في حالة التضخم، وموجبًا في حالة ميل الأسعار للانخفاض، وبهذا يمكن القول أن: معدل العائد على وحدات العملة = صفر + مقدار سالب = مقدار سالب، وهذا يكون في حالة التضخم.

أما في حالة ميل الأسعار للانخفاض فإن: معدل العائد على وحدات العملة = صفر + مقدار موجب = مقدار موجب

وبما أن معدل العائد على وحدات العملة يكون سالبًا في حالة التضخم فإن الذي يتبادر إلى الذهن أن هذا سيؤدي إلى انخفاض الطلب على النقود كأصل، وكجزء من الثروة في محفظة الأصول. ولكن هذا ليس صحيحًا بالتأكيد لماذا؟

الجواب هو أنه لو أخذنا مثالاً السندات كأصل بديل للنقود، فإنه حالة التضخم سيميل سعر الفائدة إلى الارتفاع، فينخفض بالتالي السعر السوقي للسندات، الأمر الذي يسبب خسارة رأسمالية لحائز السند إذا أقدم على بيعه، وقد تفوق الخسارة الرأسمالية الفائدة الإسمية التي حصل عليها حامل السند. مما يجعل معدل العائد على السند سالبًا بمقدار يفوق معدل العائد السالب على النقود، ومن هنا فإن الطلب على النقود يفضل الطلب على السندات، كما أن السهم قد لا يعطي حامله أي ربح، ومن ثم يصبح مقدار العائد الإسمي على السهم يساوي صفرًا، فإذا كانت قيمة السهم السوقية تميل إلى الارتفاع، فإن السهم يحقق لحامله عند بيعه ربحًا رأسماليًا موجبًا، ويصبح بالتالي معدل العائد على السهم موجبًا، وفي هذه الحالة يفضل الأفراد حيازة الأسهم على حيازة النقود لأن معدل العائد على السهم موجب، وأكثر من معدل العائد على النقود (الذي يكون سالبًا في حالة التضخم، والعكس صحيح).

وعلى الرغم من أن منهج التحليل سالف الذكر واضح ويؤدي إلى نتيجة مفادها أن ارتفاع معدل الفائدة على السندات، ومعدل الربح الموزع على الأسهم، سيؤدي إلى انخفاض الطلب على النقود. إلا أن "فريدمان" لم يرغب في الوصول إلى هذه النتيجة، لأنه كان يريد التوصل إلى نفس النتيجة التي انتهى إليها "أرفنج فيشر" وهي أن سعر الفائدة لا يؤثر على الطلب على النقود، وبعبارة أخرى أن الطلب على النقود غير حساس للتغير في سعر الفائدة، ولكي يصل "فريدمان" إلى نفس النتيجة التي انتهى إليها "أرفنج فيشر" فإنه وضع الافتراض التالي:

تعتبر النقود بديلاً قريباً للقيمة الحالية للثروة البشرية والقيمة الحالية لثروة أفراد القطاع المنزلي (السلع الاستهلاكية المعمرة)، لكنها ليست بديلاً قريباً للأصول الأخرى كالسندات.

وعليه فإن الفائدة على السندات ذات تأثير ضئيل جداً على الطلب على النقود، وحيث أن سعر الفائدة أو معدل العائد على رأس مال قطاع الأعمال والأصول المالية غير النقدية، (وهي الأصول التي اعتبرت أكثر أهمية عند "كينز")، هي متغيرات غير مشاهدة، فإن الدخل النقدي الدائم، أو الدخل الحقيقي الدائم، ومستوى الأسعار، هي المتغيرات الرئيسية التي تشرح الطلب على النقود، وأن مستوى الأسعار، ومعدل التغير فيه، يعكس العائد على اقتناء السلع الطبيعية التي تتغير أسعارها مع التضخم.

4-1- متغيرات أخرى محددة للمنفعة المرتبطة بالخدمات التي تؤدها النقود بالنسبة للمنافع التي تؤدها الأصول الأخرى: وهذه المتغيرات مرتبطة بخاصية السيولة التي أشار إليها "كينز" وأهم هذه المتغيرات ما يلي:

■ الخدمات التي تؤدها النقود: فهل الخدمات التي تؤدها النقود تعدّ دخلاً حقيقياً أو ثروة حقيقية، طالما أن تلك الخدمات تعتبر من حيث المبدأ ضرورية لحائز الأصول مثلها، مثل الخبز، وفي هذه الحالة تكون مرونة الطلب الداخلية على النقود أقل من الواحد الصحيح (طلب غير مرّن)، حيث يزيد الطلب على خدمات النقود بنسبة أقل من نسبة الزيادة في الدخل، وإذا اعتبرت الخدمات التي تؤدها النقود خدمات كمالية مثلها مثل سلع الترفيه كالعطورات فإنه في هذه الحالة يزيد الطلب عليها بنسبة أكبر من نسبة الزيادة في الدخل.

■ يرى بعض الاقتصاديين أن هناك متغيراً آخر يحتمل أن يكون هاماً من الناحية التجريبية: وهو درجة الاستقرار المتوقع أن تسود مستقبلاً، فقد يعطي الفرد اهتماماً كبيراً لعامل السيولة، أي يعطي اهتماماً لقدرته على بيع مكونات محفظة أصوله في السوق بسرعة وبدون خسائر (أي يعطي اهتماماً لقدرته على بيع مكونات محفظة أصوله مقابل النقود)، وهذا الاهتمام يزداد إذا توقع الفرد سيادة عدم الاستقرار الاقتصادي، إلا أن هذا المتغير من الصعب التعبير عنه كمياً، حتى ولو كان اتجاه تغير النشاط الاقتصادي واضحاً، فمثلاً إن نشوب حرب ينجم عنه توقع استقرار الأسعار بعد أن تضع الحرب أوزارها، الأمر الذي يفسر لنا لماذا يترتب على الحرب زيادة ملحوظة في الطلب على الأرصدة النقدية الحقيقية للاحتفاظ بها، ومن ثم انخفاض سرعة دوران النقود.

■ حجم التحويلات الرأسمالية الموجودة في حوزة حائزي الثروة النهائيين: فكلما ارتفع معدل دوران السلع الرأسمالية (أي قصرت فترة مبادلتها بالنقود أو بسلع أخرى) ارتفعت نسبة النقود في

محفوظة الأصول (أي زاد الطلب على النقود)، وهذا المتغير من المتغيرات التي أهملت في نظرية كمية النقود التي تمت صياغتها على يد "فيشر".

2- الطلب على النقود من قبل مؤسسات الأعمال

يقصد بمؤسسات الأعمال، كافة أشكال المنشآت التي تقوم بإنتاج سلعة، أو تقديم خدمة، ويكون هدفها تحقيق أقصى ربح ممكن، وعندما بحث "ملتون فريدمان" طلب مؤسسات الأعمال على النقود قرر أن مؤسسات الأعمال لا تخضع لقيد الثروة الكلية الذي يخضع له حائزي الأصول النهائيين، لأن الكمية الكلية من رأس المال المتجسد في الأصول الإنتاجية وبما فيها النقود هي متغيرات يمكن أن تحصل عليها المؤسسة لتعظيم عوائدها طالما أن بإمكانها أن تحصل على رأس المال، ولذلك رأى "ملتون فريدمان" أنه لا يوجد مبرر أو سبب لاعتبار الثروة الكلية أو الدخل الدائم مقياساً أو مؤشراً للثروة الكلية وكمتهغير في دالة الطلب على النقود بواسطة مؤسسات الأعمال.¹

وقد اعتبر "كينز" أنه قد يكون من المرغوب فيه إدخال متغير مماثل لقيد الثروة الكلية (والذي يتم التعبير عنه بالدخل الدائم) في دالة الطلب على النقود بواسطة مؤسسات الأعمال وهذا التعبير هو حجم المنشأة، والذي يتحدد على أسس مختلفة، وبالتحديد كمؤشر لقيمة إنتاجية وحدة النقود، عند مختلف كميات النقود المتاحة للمؤسسة، وبهذا يكون المتغير المناسب في هذه الحالة هو المعاملات الكلية والقيمة المضافة الصافية والدخل الصافي ورأس المال الكلي في صورة غير نقدية (صافي حقوق الملكية)، إلا أن قصور البيانات قد يفسر قلة التقديرات التي أجريت بالنسبة لدالة طلب مؤسسات الأعمال وحائزي الثروة النهائيين، وبهذا يصبح هناك عدم وضوح بالنسبة لأفضل المتغيرات الواجب إدخالها في دالة الطلب على النقود لمؤسسات الأعمال، ومن الجدير بالذكر أن تقسيم الثروة إلى ثروة بشرية وغير بشرية ليس مناسباً لمؤسسات الأعمال، لأن مؤسسات الأعمال تستطيع شراء خدمات الثروة البشرية، وخدمات الثروة غير البشرية من السوق.²

أما مقارنة معدل العائد على النقود بمعدل العائد على الأصول البديلة فهو ملائم غاية الملاءمة كمتغير يحدد المقدار الذي يجب على مؤسسات الأعمال أن تحوزه من النقود (أي المقدار الذي تطلبه من النقود)، فمعدلات العائد على الأصول البديلة للنقود تحدد التكلفة الصافية التي تتحملها مؤسسات الأعمال نتيجة حيازة مقدار معين من النقود، إلا أن معدلات العائد على الأصول البديلة، والتي تعتبر

¹ أحمد عبد الفتوح علي الناقا، نظرية النقود والأسواق المالية: مدخل حديث للنظرية النقدية والأسواق المالية، مكتبة الإشعاع، مصر، 2001، ص ص: 285-286.

² حسين بني هاني، مرجع سابق، ص: 105.

ملائمة بالنسبة لحائزي الثروة النهائيين تختلف عن تلك الملائمة بالنسبة لمؤسسات الأعمال، فمثلاً تعتبر معدلات الفائدة على القروض التي تتقاضاها البنوك من مؤسسات الأعمال متغيراً ذا أهمية ضئيلة بالنسبة لحائزي الثروة النهائيين إلا أن معدلات الفائدة على القروض غاية في الأهمية بالنسبة لمؤسسات الأعمال، لأن قروض البنوك تمثل إحدى الطرق التي تستخدمها مؤسسات الأعمال لحيازة رأس المال المتجسد في شكل أرصدة نقدية.¹

3- معادلة الطلب على النقود

عبر "فريدمان" عن الطلب على النقود كأرصدة حقيقية بالصيغة التالية:²

$$\frac{Md}{P} = f(y_p, r_b - r_m, r_e - r_m, h - r_m)$$

+ - - - -

حيث أن $\frac{Md}{P}$ = الطلب على النقود كأرصدة حقيقية.

y_p = الثروة (يعبر عنها بالدخل الدائم وهو التعبير عن الثروة الفردية التي تتغير بالتغيرات التي تحصل في الدخل وهو متوسط الدخل المتوقع في الأمد الطويل).

r_m = العوائد المتوقعة من النقود. r_b = العوائد المتوقعة من السندات.

r_e = العوائد المتوقعة من الأسهم. π^e = معدل التضخم المتوقع.

h = الثروة البشرية.

وتدل الإشارة الموجبة الى العلاقة الطردية كما تدل الإشارة السالبة الى العلاقة السلبية.

ومن المعادلة السابقة يتضح أن الطلب على الأرصدة النقدية الحقيقية يعتمد على العائد المتوقع من السندات والأسهم مقارنة بالعائد على النقود، وأن الطلب على النقود يرتبط بعلاقة عكسية مع العائدين على الطلب، فإذا ارتفع العائد على الأسهم والسندات مقارنة بالعائد على النقود، ارتفعت تكلفة الفرصة البديلة للاحتفاظ بالأرصدة النقدية فينخفض الطلب عليها، كما يؤثر (π) الذي يمثل معدل التضخم المتوقع مقارنة بالعائد على النقود (r_m) تأثيراً عكسياً في الطلب على النقود، فعندما يرتفع معدل التضخم المتوقع فهذا يعني انخفاض القوة الشرائية للنقود مما يؤدي إلى انخفاض الطلب عليها ويزداد الطلب على السلع الأخرى.³

¹ أحمد عبد الفتوح علي الناقة، مرجع سابق، ص: 286-287.

² أكرم حداد، مشهور هذلول، مرجع سابق، ص: 120-121.

³ طاهر فاضل البياتي، ميرال روجي سمارة، مرجع سابق، ص: 143.

ومع ذلك يعود فريدمان ليقرر أن السندات والأسهم ليست بدائل قريبة للنقود وبالتالي فإن العائد على السندات والأسهم ليس له تأثير كبير على الطلب على النقود، وبالتالي يخلص إلى النتيجة التي مفادها أن الطلب على النقود غير حساس للتغير في أسعار الفائدة.¹

4- الاختلافات بين النظرية الكينزية والنظرية الكمية الحديثة

هناك عدة اختلافات بين النظرية الكينزية ونظرية فريدمان يمكن تلخيصها كالتالي:²

- أضاف فريدمان حزمة الأصول المالية شاملة السندات والأسهم والأصول الحقيقية والثروة البشرية كأصول بديلة أو مكملية في دالة الطلب على الأرصة النقدية الحقيقية في شكل عائد كل أصل بالنسبة إلى عائد النقود، واقتصرت دالة الطلب على النقود عند كينز على سعر الفائدة على السندات باعتباره ممثل جيد لأسعار الفائدة على الأصول البديلة للنقود.
- افترض كينز ثبات سعر الفائدة على السندات، بينما افترض فريدمان تغير العائد المتوقع من النقود بسبب ارتباط حركة أسعار الفائدة على أشكال الائتمان المصرفي بربحية المصارف في نفس الاتجاه، وذلك نظرا لوجود درجة عالية من التنافس بين الوحدات المصرفية سواء في عملية جذب الودائع أو في عملية تقديم القروض والسلفيات والتسهيلات الائتمانية. إن وجود سقف قانوني لأسعار الفائدة في هذه الصناعة لا يؤدي إلى الحد من شدة المنافسة، نظرا لالتفاف البنوك حول هذا القيد بالتميز في تقديم الخدمات المصرفية لعملائها سواء بتأدية خدمات مصرفية جديدة أو بتوفير مستوى أعلى من الخدمة المصرفية القائمة.
- يتعامل فريدمان مع النقود والسلع باعتبارهما بدائل، حيث يفاضل الأفراد بين الاحتفاظ بالنقود والاحتفاظ بالسلع، وهذا يعني أن التغيرات في كمية النقود لها بالضرورة تأثير مباشر على الانفاق الكلي.
- تعتبر نظرية كينز أن أسعار الفائدة محدد هام للطلب على النقود، بينما تفترض نظرية فريدمان أن التغيرات في أسعار الفائدة لها تأثير ضئيل على طلب النقود، وبناء على ذلك اختصر فريدمان العوامل المؤثرة في طلب النقود لتقتصر على الدخل الدائم.
- يتسم طلب النقود عند كينز بكونه دالة غير مستقرة بسبب مكون الطلب على النقود لغرض المضاربة الذي يعتمد على عنصر التوقعات لأسعار الأوراق المالية (السندات) التي تتقلب بشكل

¹ أحمد عبد الفتوح علي الناقية، مرجع سابق، ص: 291.

² السيد محمد أحمد السريتي، محمد عزت محمد غزلان، مرجع سابق، ص: 340-341.

غير منتظم يؤدي إلى وجود تغير غير محسوب لقيمة الحد المطلق في معادلة منحى الطلب على النقود، وهو ما يؤدي إلى تغير وضع المنحنى، وبالتالي لا يمكن التنبؤ بدقة بنتيجة تطبيق سياسة نقدية، وهو ما أدى إلى تهميش كينز للسياسة النقدية كأسلوب تدخل من جانب أحد فعاليات النظام الاقتصادي وهو البنك المركزي والتركيز على استخدام أدوات السياسة المالية لتصحيح الانحراف في أداء الوحدات الاقتصادية سواء العامة أو الخاصة، أما بالنسبة لفريدمان فدالة الطلب على النقود مستقرة في علاقتها بمتغير تفسيرها الرئيسي وهو الدخل الدائم، وبالتالي يمكن تطبيق سياسة نقدية والحصول على نتائج محددة وموثوق في دقتها.

5- نقد نظرية كمية النقود الحديثة:

تعرضت نظرية كمية النقود الحديثة إلى عدة انتقادات أهمها:¹

- لقد أكد فريدمان في دالة الطلب على النقود على متغيرين فقط وهما الدخل الدائم والتوقعات التضخمية، اللذان اعتبرهما المحددين الأساسيين في تحديد الطلب على النقود والتغيرات التي تطرأ عليها، وبذلك أهمل العوامل الأخرى.
- افترض فريدمان أن الدخل الدائم (Y) واتجاهات التضخم (n) يتسمان بدرجة عالية من الاستقرار، بحيث يمكن التنبؤ بتأثيرها على الطلب على الأرصدة الحقيقية وبذلك يكون قد أضفى مزيداً من الاستقرار على دالة الطلب مقارنة بدالة العرض، أما أنصار التحليل الكينزي فيرون أن دالة الطلب لا تتسم بالاستمرارية وذلك لكثرة العوامل المؤثرة في محددات الطلب إضافة إلى صعوبة قياس التغير في الطلب الناجم عن هذه العوامل.
- أغفل فريدمان الطلب على النقود لغرض المضاربة كدافع رئيس للاحتفاظ بالنقود وهذا ما دفعه إلى افتراض ضعف استجابة الطلب على الأرصدة النقدية للتغيرات في أسعار الفائدة، وهذا عكس التحليل الكينزي الذي أعطى أهمية كبيرة لدور أسعار الفائدة في تحديد الطلب على النقود.
- بالرغم من اعتراف النظرية الحديثة بعدم ثبات سرعة تداول النقود وامكانية تغيرها مع زيادة كمية النقود المعروضة وتوقعات ارتفاع الأسعار، إلا أنها ركزت بشكل أكبر على تأثير تغير عرض النقد على حجم الانفاق مقارنة بتأثيرها على سرعة التداول، معنى ذلك أن السياسة النقدية تكون أكثر فعالية في تحقيق التوازن الاقتصادي.

¹ طاهر فاضل البياتي، ميرال روجي سمارة، مرجع سابق، ص: 143-144.

المحور الرابع: السياسة النقدية

أولاً: ماهية السياسة النقدية ومراحل تطورها

ثانياً: أهداف السياسة النقدية ومستويات فعاليتها

ثالثاً: أدوات السياسة النقدية وقنوات إبلاغها

تمهيد

بعد أن تم التطرق في المحاور الثلاث السابقة لمفاهيم النقد والعرض النقدي وكذا أهم النظريات التي سعت لتحليل وتبيان دور النقود في الاقتصاد، تبرز جليا ضرورة فهم الطريقة التي من خلالها يتم توظيف النقد في تحقيق الأهداف الاقتصادية العامة على غرار النمو والتشغيل واستقرار الأسعار، وهو ما يصطلح عليه بالسياسة النقدية.

إذ تعد السياسة النقدية من بين أهم السياسات الاقتصادية التي يعتمد عليها في تحقيق مختلف الأهداف الاقتصادية إلى جانب بقية السياسات الأخرى كالسياسة المالية، وقد مرت هذه السياسة بالعديد من المراحل أملاها تطور الفكر الاقتصادي والمالي حيث أثر بشأن دورها وفعاليتها الكثير من النقاش والتحليل، كما تطورت في المقابل الأدوات والوسائل التي توظفها هذه السياسة النقدية من أجل استهداف المتغيرات الاقتصادية التي بإمكانها تحقيق التغير المرجو.

وباعتبار البنك المركزي الجهة التي يناط بها تحديد أهداف السياسة النقدية وتنفيذها، فإنه يأخذ في الاعتبار الظروف الاقتصادية السائدة ويسعى إلى وضع توليفة مثلى من الأهداف من بين مجموعة قد تعتبر متناقضة إلى حد ما، مع ضرورة التنسيق بين مجموع السياسات الاقتصادية.

أولاً: ماهية السياسة النقدية ومراحل تطورها

تعتبر السياسة النقدية أحد أهم الركائز الأساسية التي تقوم عليها السياسة الاقتصادية العامة إلى جانب السياسات الأخرى كالسياسة المالية والتجارية للتأثير على مستوى النشاط الاقتصادي من خلال تأثيرها على المتغيرات المكونة له كالأستثمار، الدخل، الأسعار. ويرجع ظهور السياسة النقدية إلى أواخر القرن التاسع عشر، عندما انحصر دورها في الحفاظ على استقرار المعروض النقدي بهدف الحفاظ على استقرار الأسعار داخل الاقتصاد، وأخذ الاهتمام بها يتزايد خاصة أثناء الأزمات وحالات عدم الاستقرار، لتأخذ منعطفا جديدا في كل مرة وذلك حسب الظروف السائدة ووجهة نظر المفكرين لذا أصبحت تمثل جزء لا يتجزأ من عناصر السياسة الاقتصادية العامة.

1- مفهوم السياسة النقدية

تعددت واختلفت تعاريف السياسة النقدية باختلاف وجهات نظر الباحثين والمدارس الاقتصادية، غير أنها تلتقي عموما حول العناصر الرئيسية المكونة لهذه السياسة، وفيما يلي أهم التعاريف المقدمة للسياسة النقدية:

يعرفها بول سامويلسون بأنها "أهداف البنك المركزي في ممارسة سلطته للتحكم في النقود، أسعار الفائدة وشروط الائتمان، وتتمثل الأدوات الرئيسية لها في عمليات السوق المفتوحة ومتطلبات الاحتياطي وسعر الخصم".¹

كما تعرف بأنها "مجموعة الإجراءات التي تتخذها السلطة النقدية في المجتمع بغرض الرقابة على الائتمان والتأثير عليه بما يتفق وتحقيق الأهداف التي تصبو إليها الحكومات، فالنقود لا تدير نفسها بنفسها بل يجب أن تتدخل السلطة النقدية في الدولة لإدارة النقود وتوجيهها لبلوغ الأهداف المرجوة، وقد تكون السياسة النقدية أداة لتحقيق الغاية التي ترنو إليها الحكومة".²

أيضا تعتبر السياسة النقدية "مجموعة من القواعد والأساليب والوسائل والإجراءات والتدابير التي تقوم بها السلطة النقدية للتأثير والتحكم في عرض النقود بما يتلاءم مع النشاط الاقتصادي لتحقيق أهداف معينة، خلال فترة زمنية معينة".

وتجدر الإشارة أن للسياسة النقدية معنيين، الأول يسمى المعنى الضيق ويقصد به "الإجراءات التي تستخدمها السلطات النقدية لمراقبة عرض النقد وتحقيق أهداف اقتصادية معينة"، أما المعنى الواسع فيعني "جميع الإجراءات النقدية والمصرفية التي تستهدف مراقبة حجم النقد والائتمان، وكذلك الاقتراض الحكومي أي حجم وتركيب الدين الحكومي".³

إذن يمكن تقديم تعريف شامل للسياسة النقدية على أنها مجموع الإجراءات والتدابير التي تتخذها السلطة النقدية من أجل التحكم في كمية النقد والائتمان في الاقتصاد وتحديد الكمية المثلى التي تسمح بتحقيق الأهداف النهائية لهذه السياسة (نمو اقتصادي، تشغيل كامل، استقرار الأسعار، استقرار ميزان المدفوعات)، والتي تمثل في الوقت نفسه الأهداف العامة للسياسة الاقتصادية.

2- مراحل تطور السياسة النقدية

تطور مضمون السياسة النقدية بتطور مراحل الفكر الاقتصادي، حيث تباينت وجهات نظر المدارس الاقتصادية حول جدوى هذه السياسة ومدى فعاليتها في تحقيق الأهداف الاقتصادية، وفيما يلي رأي لأهم هذه المدارس:

¹ لجلو موسى بوخاري، سياسة الصرف الأجنبي وعلاقتها بالسياسة النقدية، مكتبة حسين العصرية، بيروت، لبنان، 2010، ص: 59.

² محمود سحنون، الاقتصاد النقدي والمصرفي، دار بهاء الدين للنشر والتوزيع، قسنطينة، الجزائر، 2003، ص: 114.

³ عباس كاظم الدعي، السياسات النقدية والمالية وأداء سوق الأوراق المالية، (تحليل كلي)، مجموعة النيل العربية، القاهرة، مصر، 2003، ص: 90.

2-1- السياسة النقدية في التحليل الكلاسيكي: يتضح موقف الاقتصاديين الكلاسيك قبل حدوث أزمة الكساد العظيم سنة 1929 بالنسبة للسياسة النقدية من خلال نظرتهم إلى النقود ووظائفها، إذ جاءت النظرة الكلاسيكية للنقود على أنها مجرد وسيط للتبادل وقاموا بنفي ووظيفتها بوصفها أداة للإدخار أو الاكتناز، فالتحليل النقدي الكلاسيكي قائم على أساس الفصل بين العوامل الحقيقية والعوامل النقدية، حيث تتحدد العوامل الحقيقية في القطاع الحقيقي كالدخل والاستخدام والإنتاج بمعزل عن العوامل النقدية، أما القطاع النقدي فتتحدد فيه كمية النقود، وترى نظرية كمية النقود أن أي تغيير في عرض النقود يؤدي إلى تغييرات متناسبة طردياً في المستوى العام للأسعار ومن ثم تغييرات متناسبة عكسياً في قيمة النقود، ومن هنا يتضح أن السياسة النقدية عند الكلاسيك هي سياسة محايدة يتمثل دورها في خلق نقود بقصد تنفيذ المعاملات أي أن حجم المعاملات هو الذي يحدد كمية النقود الواجب توفيرها.¹

2-2- السياسة النقدية في التحليل الكينزي: تميزت هذه المرحلة بظهور الفكر الكينزي على يد الاقتصادي البريطاني "جون ميرنارد كينز" الذي كان ينظر إلى النقود نظرة حركية وليست ستاتيكية، ولكن بسبب عجز السياسة النقدية على إعطاء حلول للخروج من أزمة الكساد سنة 1929 بدأ كينز يدعو للاهتمام بالسياسة المالية في معالجة المشاكل الاقتصادية، حيث أن الاختلال و عدم التوازن الاقتصادي حسب الكينزيين يعود إلى عدم التعادل بين معدلات التغير في الإنفاق الحكومي بواسطة السياسة المالية، ففي حالة الانكماش لابد للحكومة أن تزيد من الطلب الفعال على السلع والخدمات في السوق من خلال زيادة حجم الإنفاق الجاري أو الاستثماري، بواسطة تخفيض الضرائب على الاستهلاك وعلى الأرباح بالنسبة للمستثمرين، أما عجز الميزانية فيتم تمويله عن طريق القروض العامة والإصدار النقدي الجديد من قبل البنك المركزي، بينما تتم معالجة التضخم من خلال تخفيض حجم الإنفاق الحكومي بما يؤدي إلى تخفيض المستوى العام للأسعار.

كما أكد الكينزيون على دور السياسة النقدية في معالجة الآثار غير المرغوبة الناتجة عن تطبيق السياسة المالية بوصفها سياسة تابعة لهذه الأخيرة وتساهم في تحقيق الاستقرار الاقتصادي وتخفيض حدة التقلبات، حيث يقرر التحليل الكينزي أن لهذه الأخيرة تأثير مباشر على مستوى سعر الفائدة ثم على قرارات ومستويات الاستثمار وعلى حجم التشغيل والإنتاج والدخل الوطني ويعتمد هذا التأثير على سعر الفائدة، حيث تؤدي زيادة العرض النقدي إلى انخفاض سعر الفائدة بنسبة تعتمد على مرونة

¹ عباس كاظم الدعي، مرجع سابق، ص ص: 25-29.

التفضيل النقدي (السيولة) وكلما كان الطلب على السيولة تام المرونة تكون فعالية السياسة النقدية معدومة في التأثير على سعر الفائدة لأن تفضيل السيولة لدى الأفراد يكون غير محدود.¹

3-2- السياسة النقدية في التحليل النقدي: يرى فريدمان أن النقود هي أحد وسائل الاحتفاظ بالثروة التي يمكن أن تتجسد في صور أخرى مثل السندات والأسهم العادية والسلع العينية ورأس المال البشري، وبناء على هذا التحليل فإن الطلب على النقود يعتمد على المقدار الإجمالي للثروة المحتفظ بها بأشكالها المختلفة وتكلفة كل نوع من هذه الأشكال وعائداتها والأذواق بالإضافة إلى تفصيلات مالكي الثروة²، ويتوقف المقدار الحقيقي للنقود على سعر الفائدة والمعدل المتوقع للتضخم و الثروة، أما فيما يخص عرض النقود يرى فريدمان بأن له أهمية كبيرة في تحقيق الاستقرار الاقتصادي فأية تقلبات في عرض النقود ستؤدي إلى تقلبات في النشاط الاقتصادي.

لذا يقرر فريدمان أنه من أجل المحافظة على التشغيل الكامل دون التضخم يستوجب أن ينمو الناتج الوطني الصافي بنفس المقدار من الزيادة في العرض النقدي، ففي المدى القصير تؤدي زيادة العرض النقدي إلى الزيادة في الناتج والأسعار أما في المدى الطويل فتؤدي إلى زيادة المستوى العام للأسعار، وبالتالي اعتبر فريدمان أن معدل النمو طويل الأجل بالنسبة إلى الناتج يتحدد بعوامل حقيقية من معدل الادخار، وهيكلة الصناعة وأن الزيادة في المعروض النقدي في المدى الطويل الأجل تسبب ارتفاعاً في معدل التضخم وليس ارتفاعاً في معدل النمو، لذلك من الضروري ضبط التغير في عرض النقود بنسبة ثابتة ومستقرة تبعاً لمعدل النمو الاقتصادي والذي بدوره يحقق استقراراً نقدياً وهذا هو دور السياسة النقدية.³

ثانياً: أهداف السياسة النقدية ومستويات فعاليتها

تسعى السياسة النقدية إلى تحقيق مجموعة من الأهداف المختلفة التي تنقسم إلى أهداف أولية ووسيلة ونهائية وتحقيق هذه الأخيرة يتم بواسطة الاستراتيجية الحديثة للبنك المركزي التي تعتمد على الأهداف الأولية والوسيلة للوصول إلى الأهداف النهائية وذلك باستخدام أدوات ملائمة.

تقوم هذه الاستراتيجية بوضع هدف يتمثل في معدل سنوي لنمو الكتلة النقدية، وبناء على اتجاه ودرجة الفرق بين الأهداف والتقديرات يرفع البنك أو يخفض معدل المجاميع النقدية وبالتالي التحكم

¹ سعيد سامي الحلاق، محمد محمود العجلوني، النقود والبنوك والمصارف المركزية، دار اليازوري للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2010، ص ص: 242-244.

² عباس كاظم الدعي، مرجع سابق، ص: 39.

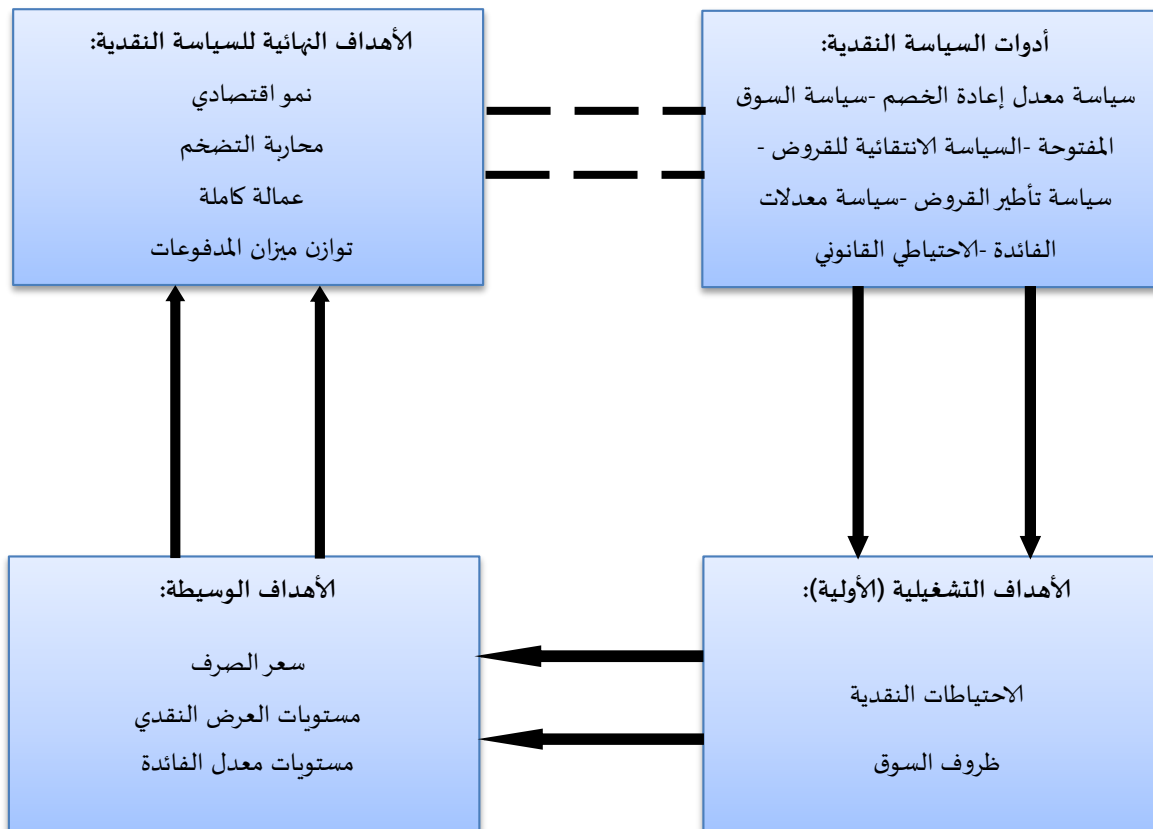
³ المرجع السابق، ص ص: 40-41.

في عرض النقود بالإضافة إلى التحكم في الفائدة على الأرصدة النقدية لدى البنوك، ونظرا لصعوبة التحكم في أسعار الفائدة والعرض النقدي تم تزويد الإجراءات السابقة بإجراءات جديدة منها:¹

- توسيع الهامش الذي يسمح فيه لمعدل الفائدة بالتقلبات ضمنه.
- استخدام مجموع احتياطات البنوك كهدف أولي لضبط كمية النقود، ولذلك فقد تم التركيز على احتياطات البنوك غير المقترضة كوسيلة لضبط مجموع الاحتياطات.

إذا يعمل البنك المركزي على التأثير في الأهداف الأولية التي يمكن الوصول إليها مباشرة من خلال الأدوات المباشرة وغير المباشرة للسياسة النقدية، والتي تؤثر بدورها على الأهداف الوسيطة وصولاً إلى للأهداف النهائية التي يمثلها مربع كالدور والشكل الموالي يوضح ذلك.

شكل رقم (06): استراتيجية السياسة النقدية الحديثة



المصدر: لخلو موسى بوخاري، سياسة الصرف الأجنبي وعلاقتها بالسياسة النقدية، مكتبة حسين العصرية، بيروت، لبنان، 2010، ص: 61.

¹ لخلو موسى بوخاري، مرجع سابق، ص: 60-61.

1- الأهداف الأولية للسياسة النقدية

تعد الأهداف الأولية متغيرات يحاول البنك المركزي من خلالها التأثير على الأهداف الوسيطة وتتمثل فيما يلي:

1-1- مجتمعات الاحتياطات النقدية: تعرف القاعدة النقدية بأنها تلك الأصول التي يمكن استخدامها في المعاملات وتتكون القاعدة النقدية من جانب استخداماتها من العملة في التداول والاحتياطي ولكل نوع من مجاميع الاحتياطي مؤيدون و معارضون، حيث دافعت البنوك المركزية في أمريكا عن القاعدة النقدية بالإضافة إلى مجلس المحافظين الذين دافعوا عن مختلف أنواع مجاميع الاحتياطي كهدف أولي للسياسة النقدية، لينتقل النقاش إلى الاقتصاديين حول كل مجمع وأي هذه المجاميع أكثر مراقبة من قبل السلطات النقدية وأياها أكثر ارتباطا بنمو مجمل النقود التي تشكل الأهداف الوسيطة.¹

1-2- ظروف السوق: وهي المجموعة الثانية من الأهداف الأولية التي تسمى ظروف السوق، والتي تحتوي على الاحتياطات الحرة، ومعدل الأرصد البنكية وأسعار الفائدة الأخرى في سوق النقد التي يمارس عليها البنك المركزي رقابة قوية²

وتعني أيضا قدرة المقترضين ومواقفهم السريعة أو البطيئة في معدل نمو الائتمان ومدى ارتفاع وانخفاض أسعار الفائدة وشروط الإقراض الأخرى وسعر فائدة الأرصد النقدية لمدة قصيرة يوم أو اثنين بين البنوك، حيث تم استخدام أنواع مختلفة من الأرقام القياسية منها ما كان مستخدما في الفترات الماضية كالاحتياطات الحرة التي تشمل الاحتياطات الفائضة لدى البنك المركزي مطروحا منها الاحتياطات التي اقترضتها هذه البنوك من المصرف المركزي وتسمى صافي الاقتراض، تكون الاحتياطات الحرة موجبة إذا كانت الاحتياطات الفائضة أكبر من المقترضة وتكون سالبة في حالة العكس، أما ثاني الأرقام القياسية فهو أسعار الفائدة على أذونات الخزينة والأوراق التجارية وسعر الفائدة الذي تفرضه البنوك على أفضل عملائها وسعر الفائدة ما بين البنوك.³

تعد الأهداف الأولية حلقة ربط قوية التأثير بالأدوات النقدية والتأثير على الأهداف الوسيطة، ولذلك فالهدف الأولي الأفضل هو ذلك الهدف الذي يتصف بالتأثير والتجاوب بسرعة مع تغيير الأدوات النقدية المستخدمة ويسهل قيادة الاتجاه المرغوب تحقيقه للأهداف الوسيطة المستعملة.

¹ لعلو موسى بوخاري، مرجع سابق، ص: 61-62.

² إكن لونيس، السياسة النقدية ودورها في ضبط العرض النقدي في الجزائر خلال الفترة 2000-2009، مذكرة لنيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية، تخصص نقود وبنوك كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير قسم العلوم الاقتصادية، جامعة الجزائر 2010-2011، ص: 39.

³ لعلو موسى بوخاري، مرجع سابق، ص: 62-63.

2- الأهداف الوسيطة للسياسة النقدية

الأهداف الوسيطة هي المتغيرات النقدية التي تقوم السلطة النقدية بضبطها للوصول إلى الأهداف النهائية، وتتمثل الأهداف الوسيطة بمتغيرات نقدية كلية مثل المجمعات النقدية وسعر الفائدة وسعر الصرف، ولهذه الأهداف مجموعة من الشروط الواجب توافرها والمتمثلة فيما يلي:¹

- القابلية للقياس: يعتبر قياس الهدف بدقة وفي الوقت المناسب أمراً أساسياً للحكم على مدى فعالية السياسة النقدية ونعني بالقياس أن البيانات متاحة في الوقت المناسب ودقيقة.
- القدرة على التحكم والسيطرة في الهدف الوسيط: للتأكد من بناء الاستراتيجية بشكل جيد وجني ثمارها، يجب على البنك المركزي أن تكون لديه قدرة على التحكم في الهدف الوسيط بهدف إعادة ذلك المتغير إلى المسار المستهدف في حالة خروجه عن الطريق المرسوم له لتحقيق الهدف النهائي.
- إمكانية التنبؤ بالأثر على الهدف النهائي: بمعنى مدى توافر إمكانية التنبؤ بالأثر على الهدف النهائي حتى يقوم الهدف الوسيط بدوره بشكل جيد، حيث لا يزال النقاش قائماً حول أفضلية سعر الفائدة والعرض النقدي كأهداف وسيطة مرتبطة بالأهداف النهائية.

2-1- مستوى معدل الفائدة: يرتبط تحديد معدلات الفائدة بنمو الكتلة النقدية ويعتبر من أبرز محددات سلوك العائلات والمستثمرين فيما يخص الادخار والاستثمار، لذا يجب على السلطات العامة الاهتمام بتقلبات معدلات الفائدة، والإشكالية المطروحة هنا هو كيفية تحديد المستوى الأمثل لهذه المعدلات خاصة وأنها تتأثر بمعدلات الفائدة السائدة في الخارج في ظل اقتصاد السوق إلى جانب طلب وعرض رؤوس الأموال، بالإضافة إلى ارتباطها بالسياسة النقدية للدولة التي يجب أن تعمل على إبقاء تغيرات معدلات الفائدة ضمن هوامش غير واسعة نسبياً تحقق التوازن في الأسواق وتجنب وقوع ضغوط تضخمية أو كساد.

2-2- سعر صرف النقد مقابل العملات الأخرى: يعتبر سعر صرف النقد مؤشراً هاماً على الأوضاع الاقتصادية لبلد ما حيث يعد كهدف وسيط للسلطة النقدية، ويعمل انخفاض سعر الصرف على تحسين وضع ميزان المدفوعات لكنه في المقابل يشجع الضغوط التضخمية، ففي حالة المحافظة على مستوى منخفض أكثر من العملة يشجع ذلك الضغوط التضخمية ويؤدي إلى اتباع سياسة سهلة في الأجل القصير تدفع في المقابل في الأجل الطويل إلى إضعاف القدرة الصناعية للدولة والانخفاض النسبي

¹ لعلو موسى بوخاري، نفس المرجع، ص: 63-64.

لمستوى معيشة الأفراد، أما في حالة الحفاظ على مستوى مرتفع أكثر، يفرض ذلك على الأعوان الاقتصاديين ضغطاً انكماشياً وهو ما يؤدي إلى خروج بعض المؤسسات غير القادرة على التأقلم وبالتالي تنخفض مستويات النمو، لذا تعمل السلطات النقدية للحفاظ على استقرار سعر الصرف لضمان استقرار وضعيّة البلاد تجاه الخارج عن طريق ربط عملتها بعملات قوية قابلة للتحويل والحرص على دعم استقرار سعر صرف عملتها.¹

2-3- العرض النقدي لاستخدام هذا المتغير كهدف وسيط لبلوغ الأهداف النهائية للسياسة النقدية لابد أن تكون هناك قدرة على تحديده إحصائياً أو بمعنى آخر أن يستطيع القائمون على السياسة النقدية تحديد الأصول المالية التي نسميها العملة أو النقود باعتبار أن تحديد العرض النقدي أصبح مسألة صعبة للغاية بسبب تغير سرعة تداول النقود، نتيجة لحركات رؤوس الأموال الرسمية وغير الرسمية وظهور المشتقات المالية الحديثة، لذا يبقى الإشكال المطروح حول نوع العرض النقدي الذي يمكن ضبطه بسهولة، وهل يتم اللجوء إلى العرض النقدي بالمعنى الضيق (M1) أم العرض النقدي بالمعنى الواسع (M2) أم العرض النقدي (M3) خاصة في ظل وجود المشتقات المالية.²

3- الأهداف النهائية للسياسة النقدية

تعتبر الأهداف الأولية والوسيط في الاستراتيجية الحديثة للسياسة النقدية أدوات مساعدة لتحقيق الأهداف النهائية لهذه الأخيرة والتي تتمثل في:

3-1- العمالة الكاملة: يقصد بالعمالة توفر فرصة العمل لكل شخص قادر على العمل و باحث عنه، فارتفاع معدلات البطالة يؤدي إلى زيادة عرض العمل وبالتالي انخفاض الأجور الحقيقية للعاملين، لذا تسعى السياسة النقدية إلى التأثير في عرض النقود بما يؤدي إلى ارتفاع الأسعار فيسبب ذلك انخفاض الأجر الحقيقي مما يدفع أصحاب العمل إلى تشغيل المزيد من الأيدي العاملة لزيادة حجم مشروعاتهم، ويرجع اهتمام الحكومات بحل مشكلة البطالة إلى ما تمثله من خطورة على المستوى الاجتماعي حيث يحس العاطلون بفشلهم وتهميشهم في المجتمع، كما أن القضاء على البطالة يعمل على تعظيم هدف النمو الاقتصادي.³

¹ بنابي فتحة، السياسة النقدية والنمو الاقتصادي، مذكرة لنيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية، تخصص اقتصاديات المالية والبنوك، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة أمحمد بوقرة بومرداس، الجزائر، 2008-2009، ص: 104-105.

² لحلو موسى بوخاري، مرجع سابق، ص: 65-66.

³ محمد ضيف الله القطايري، دور السياسة النقدية في الاستقرار والتنمية الاقتصادية (نظرية-تحليلية-قياسية)، دار غيداء للنشر والتوزيع، الأردن، عمان، 2009، ص: 21.

3-2- تحقيق استقرار الأسعار: يجمع الاقتصاديون في الوقت الحاضر على أن الهدف الرئيسي للسياسة النقدية ينبغي أن يكون هو الحفاظ على استقرار الأسعار وعلى القدرة الشرائية للعملة المحلية، ويعني هذا أن يكون معدل التضخم منخفضاً كأن يتراوح مثلاً بين 1% و4% سنوياً، وأن تلتزم السلطة النقدية بعدم تطبيق سياسات تمويل العجز عن طريق زيادة المعروض النقدي.

يرى كل من الكثرين والنقديين أن التضخم المرتفع يحدث فقط عندما يكون معدل نمو العرض النقدي مرتفعاً، وحسب فريدمان فإنه لا يمكن القضاء على التضخم المستمر لمدة طويلة إلا بسياسة نقدية انكماشية بواسطة تخفيض معدلات العرض النقدي مع معرفة أسباب التوسع النقدي والوضع الاقتصادي.¹

3-3- تحقيق التوازن الخارجي: عن طريق تحقيق التوازن في ميزان المدفوعات بحيث يكون لصالح الدولة من خلال تشجيع الصادرات وتقليل الواردات باستخدام المعروض النقدي أو سعر الفائدة أو سياسات سعر الصرف، ففي حالة حدوث عجز في ميزان المدفوعات يمكن للبنك المركزي معالجته من خلال قيامه برفع سعر إعادة الخصم ما يدفع بالبنوك التجارية إلى رفع أسعار الفائدة على القروض، وبالتالي التقليل من الائتمان والطلب المحلي على السلع والخدمات، مما يؤدي إلى انخفاض المستوى العام للأسعار داخل الدولة ومن ثم تشجيع الصادرات المحلية وتقليل الطلب على السلع الأجنبية، كما أن ارتفاع أسعار الفائدة المحلية يجلب المزيد من رؤوس الأموال مما يساعد على تخفيض العجز في ميزان المدفوعات.²

3-4- رفع معد النمو الاقتصادي يعد تحقيق معدل مرتفع للنمو الاقتصادي من الأهداف طويلة الأجل، في حين يعتبر استقرار الأسعار والنقد من الأهداف قصيرة الأجل، والتوفيق بين هذين الهدفين أمر في غاية الصعوبة خصوصاً في الدول النامية التي تعاني الكثير من العقبات فيما يخص السياسات الإنتاجية والتجارية وموازن المدفوعات، لذا تسعى السياسة النقدية إلى المساهمة في رفع معدلات النمو في هذه البلدان من خلال تحقيق معدل مرتفع للمدخرات والتأثير على معدل الاستثمار في السلع الرأسمالية من خلال التوسع الائتماني حتى يمكنها الوصول إلى معدلات النمو المطلوبة، بالإضافة إلى توجيه الائتمان المصرفي والمدخرات نحو الأهداف التنموية أو ما يسمى بالمرجع السحري.³

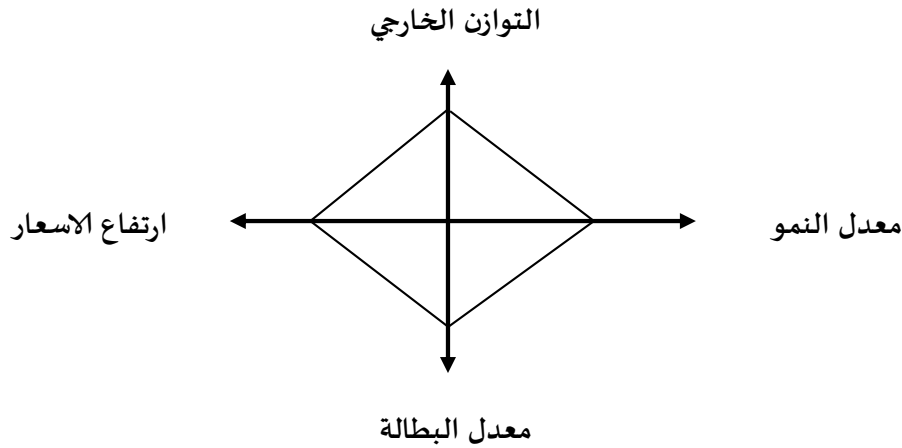
من خلال ما تقدم يمكن تلخيص الأهداف النهائية للسياسة النقدية فيما يعرف بمربع كال دور أو بالمربع السحري، في الشكل البياني التالي:

¹ لحلو موسى بوخاري، مرجع سابق، ص: 66-67.

² السيد متولي عبد القادر، اقتصاديات النقود والبنوك، دار الفكر، عمان، الأردن، 2010، ص: 195-196.

³ محمد ضيف الله القطابري، مرجع سابق، ص: 22-23.

شكل رقم (07): الأهداف النهائية للسياسة النقدية



المصدر: عبد المجيد قدي، المدخل إلى السياسات الاقتصادية الكلية (دراسة تحليلية تقييمية)، ديون المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2003، ص: 34.

من خلال الشكل أعلاه يتضح أن كل اقتراب من أحد الأهداف يمثل في الوقت نفسه ابتعادا عن الأهداف الأخرى نتيجة تعارض بعض أهداف السياسة النقدية، وهذا يطرح مسألة الأولوية في طرح هذه الأهداف من طرف واضعي السياسة الاقتصادية مع مراعاة الأوضاع الاقتصادية التي تمر بها الدولة، بالإضافة إلى درجة التقدم الاقتصادي وطبيعة النظام الاقتصادي.

4- مفهوم ومستويات فعالية السياسة النقدية

سيتم في هذا العنصر التطرق بداية إلى تعريف فعالية السياسة النقدية وتطورها، ومن ثم مستويات فعاليتها.

4-1- تعريف فعالية السياسة النقدية وتطور مضمونها:

4-1-1- تعريف فعالية السياسة النقدية: يقصد بفعالية السياسة النقدية "مدى قدرة السياسة النقدية على التأثير في مجمل النشاط الاقتصادي بغية تحقيق الأهداف التي تسعى إليها السياسة النقدية، ومن تلك الأهداف تحقيق معدلات نمو عالية في الاقتصاد الوطني وقدر مناسب من الاستقرار الاقتصادي واستقرار مناسب أيضا في قيمة العملة وتسريع عملية التنمية الاقتصادية والاجتماعية خاصة في البلدان النامية، ولأجل ذلك لابد من وجود أدوات ملازمة للسياسة النقدية بغية تحقيق تلك الأهداف".¹

¹ سعيد سامي الحلاق، مرجع سابق، ص. 239.

ويمكن تعريفها أيضا "بأنها حجم التأثير الذي يترتب على تغير معين في العرض النقدي الحقيقي على الإنتاج الكلي".¹

إن فعالية السياسة النقدية لا ترتبط بقوة تأثيرها فقط، بل أيضا بالسرعة التي يتم فيها بلوغ الهدف المنشود، وتتميز الفترات الفاصلة بين تطبيق الإجراءات وبروز آثارها بأنها طويلة نسبيا وهذا ما قاد العديد من المختصين إلى الشك في فعالية الإجراءات النقدية، لذلك من الضروري تحديد هذه الفترات التي تعتبر عملية بالغة الدقة وتشمل هذه الفترات ما يلي:²

أ- الفترة السياسية: تمثل الفترة الضرورية لاتخاذ القرارات التي تفرضها الأوضاع الاقتصادية التي تنقسم إلى فترة الملاحظة وفترة التقرير:

- فترة الملاحظة: وتتكون من الوقت الذي تشترطه المؤسسة الإحصائية. ففي الدول المتقدمة تعد المؤشرات الظرفية شهريا والإحصائيات المتعلقة بها تعرف في النصف الثاني من الشهر اللاحق.
- فترة التقرير: تمثل الوقت الضروري للتأكد من أن الحركة الملاحظة ليست عرضية والتي تختلف تبعا للظروف الاقتصادية، وتكون هذه الفترة طويلة كلما كانت السلطات النقدية غير أكيدة من الأثر المترتب على عملها.

ب- الفترة المالية: التي تمثل الوقت المطلوب للمصرف المركزي لكي يجعل من قرارات السلطات قرارات فعلية، وللمصارف حتى تتكيف مع الواقع وتتضمن هذه الإجراءات تغيير معدلات الفائدة و شروط الإقراض والتدخلات المخصصة للإحداث تغيير في الكتلة النقدية.

ج- الفترة الاقتصادية: وهي الفترة التي يتم من خلالها تعديل المتغيرات الاقتصادية بدورها على حسب القيم الجديدة للمتغيرات النقدية.

1-2-4- تطور مضمون فعالية السياسة النقدية: تستند السياسة النقدية في أي وقت إلى النظريات والأفكار النقدية السائدة في ذلك الوقت، وتعتبر انعكاسا لها وتتحدد من خلالها الأهداف المرجوة من السياسة النقدية والطريقة المستخدمة لبلوغ تلك الأهداف.

فقبل أزمة الكساد العظيم كانت السياسة النقدية تهدف إلى حماية قيمة العملة من التقلبات التي تؤثر في مستوى الأسعار بواسطة التحكم في كمية النقود (وسائل الدفع)، ثم تطور الأمر ليصبح

¹ بركان زهية، فعالية السياسة النقدية في مكافحة التضخم في ظل العولمة (دراسة حالة الجزائر)، رسالة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية، تخصص نقود ومالية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة دالي ابراهيم الجزائر، 2009-2010، ص: 101.

² وسام ملاك، النقود والسياسات النقدية الداخلية (قضايا نقدية ومالية)، دار المنهل اللبناني للطباعة والنشر، بيروت، لبنان، 2000، ص ص: 432-433.

الهدف منها مساندة السياسة الاقتصادية في تحقيق أهدافها، وهي المرحلة التي ظهرت فيها الأفكار الكينزية إثر الأزمة العالمية، وانتقل الاهتمام من فعالية السياسة النقدية في تحقيق الاستقرار الاقتصادي إلى السياسة المالية التي تعمل في القطاع الحقيقي مباشرة، إلا أن أهمية هذه الأخيرة تراجعت بعد الحرب العالمية الثانية نتيجة فشل أدواتها المتمثلة في زيادة الضرائب وتخفيض الإنفاق في محاربة التضخم، لذلك عاد الاهتمام بالسياسة النقدية باعتبارها السياسة الأكثر فعالية في تحقيق أهداف السياسة الاقتصادية من خلال التحكم في العرض النقدي، وهي المرحلة التي ثار فيها النقاش بين أنصار السياسة المالية (الكينزيين) وأنصار السياسة النقدية على يد الاقتصادي الأمريكي (ملتون فريدمان)، الذي يرى ومن معه من منظرين أن السياسة النقدية وحدها كفيلة بتحقيق الاستقرار الاقتصادي، وعلى العكس من ذلك يرى أنصار السياسة المالية أن هذه الأخيرة لديها التأثير الأقوى في إعادة الاقتصاد إلى مستوى التوازن وتحقيق الأهداف المنشودة وتوالت الدراسات التي تؤيد الفريقين إلى أن جاء الاقتصادي الأمريكي (لوالتر هيلر) الذي يؤمن بأهمية السياستين المالية والنقدية في تحقيق الاستقرار الاقتصادي من خلال المزج بينهما.¹

ومما لا شك فيه أن اتجاهات السياسة النقدية تختلف في الاقتصاديات المتقدمة عنها في الاقتصاديات المتخلفة تبعاً لاختلاف مطالب وأهداف المجتمعات التي تخدمها والأهمية النسبية لهذه المطالب، ففي الاقتصاديات الرأسمالية المتقدمة نجد السياسة النقدية في المقام الأول تهدف إلى تثبيت النشاط الاقتصادي عند مستوى التشغيل الكامل للموارد المتاحة وذلك لمواجهة التقلبات المتعاقبة، وأدى الاهتمام بمستوى التشغيل والإنتاج إلى زيادة الاهتمام بالسياسة المالية باعتبارها أداة فعالة لها تأثيرها على مستوى النشاط الاقتصادي ليصبح دور السياسة النقدية في هذه الحالة دور مساعد للسياسة المالية.

أما في الاقتصاديات المتخلفة التي تطلع للتنمية الاقتصادية نجد أن السياسة النقدية تهدف أو تتجه نحو تعبئة أكبر قدر ممكن من الموارد لخدمة التنمية السريعة والمتوازنة للاقتصاد الوطني، وذلك بواسطة تطوير النظم النقدية والائتمانية السائدة بالإضافة إلى الرقابة على عرض النقود واستخدامات الائتمان المصرفي.²

¹ محمد ضيف الله القطايري، مرجع سابق، ص ص: 19-20.

² محب خله توفيق، الاقتصاد النقدي والمصرفي دراسة تحليلية للمؤسسات والنظريات، دار الفكر الجامعي الاسكندرية، مصر، 2011، ص: 349.

2-4- مستويات فعالية السياسة: هناك أربع مستويات من الفعالية وهي:¹

1-2-4- المستوى الأول: فعالية السياسة النقدية: يعني مدى قدرة السياسة النقدية على التأثير في مجمل النشاط الاقتصادي بغية تحقيق الأهداف التي تسعى إليها السلطة النقدية، ودرجة هذا التأثير فمثلا إذا كان هدف السياسة النقدية هو الحد من التضخم فإن الفعالية تنصب على الكيفية التي تمكن البنك المركزي من تحقيق هذا الهدف.

2-2-4- المستوى الثاني: فعالية وسائل انتقال السياسة النقدية: يقصد بوسائل انتقال السياسة النقدية الأدوات والمتغيرات التي تقع بين يدي البنك المركزي ويمكنه التأثير عليها لتحقيق الهدف المبتغى، أما فعالية وسائل انتقال السياسة النقدية فتعني مدى إمكانية استخدام أدوات السياسة النقدية الكفيلة بتحقيق الأهداف المرجوة من استعمال هذه الأدوات في معالجة الأوضاع الاقتصادية والنقدية غير المرغوب فيها، وترتبط أيضا بمدى إمكانية تحقيق النتائج المتوقعة من هذا الاستخدام.

3-2-4- المستوى الثالث: فعالية السياسة النقدية في إطار السياسات الاقتصادية الأخرى: يدل مفهوم فعالية السياسة النقدية في هذا المستوى على مدى التنسيق والملائمة بين استخدام وسائل انتقال السياسة النقدية من جهة وبين استخدام أدوات ووسائل السياسات الاقتصادية الأخرى من جهة ثانية بهدف تجنب الآثار الناتجة عن عدم التنسيق بين السياسات فيما بينها، فتعارض الأهداف من شأنه أن يؤدي إلى تعارض الوصول إلى تلك الأهداف، وتعتبر السياسة المالية أهم السياسات التي يمكن إجراء التنسيق بينها وبين السياسة النقدية باعتبارهما تهدفان إلى تحقيق أهداف قد تتعارض أحيانا : هدف استقرار الأسعار وهدف التشغيل التام للموارد الاقتصادية.

4-2-4- المستوى الرابع: فعالية السياسة النقدية في إطار البيئة التي تعمل فيها السلطة النقدية: ونقصد بها مدى تجاوب المؤسسات المالية، خاصة البنوك التجارية مع البنك المركزي في تحقيق هدف استقرار الأسعار إلى جانب مدى استقلالية البنك المركزي واثارها على فعالية السياسة النقدية وتدل أيضا على توفر المعلومات الكافية عن الوحدات الاقتصادية و النقدية الرئيسية (القطاع الإنتاجي، القطاع المالي، القطاع الخارجي) حتى تتمكن السلطة النقدية من اتخاذ قرارات سليمة تؤدي إلى بلوغ الأهداف المسطرة بالإضافة إلى مدى تواجد أسواق نقدية ومالية وجهاز مصرفي قوي و متكامل .

¹ طيبة عبد العزيز، سياسة استهداف التضخم كإطار حديث لإدارة السياسة النقدية (دراسة حالة الجزائر للفترة 1994-2003)، مذكرة لنيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية، تخصص نقود ومالية، كلية العلوم الإنسانية والعلوم الاجتماعية، قسم العلوم الاقتصادية، جامعة حسينة بن بوعلي، الشلف، 2004-2005، ص ص: 55-57.

ثالثاً: أدوات السياسة النقدية وقنوات إبلاغها

يستخدم البنك المركزي باعتباره القائم على السلطة النقدية والمسؤول المباشر على إعداد وتنفيذ السياسة النقدية مجموعة من الأدوات ليتحكم في كمية النقود المتداولة من خلال التأثير على حجم ونوع الائتمان المصرفي، من أجل تحقيق الأهداف المسطرة في السياسة النقدية سواء كانت أولية أو وسيطة أو نهائية، وهذا حسب الظروف الاقتصادية في البلد. ويمكن تصنيف أدوات السياسة النقدية إلى أدوات كمية ونوعية وأخرى حديثة وهذا ما سيتم تناوله في العنصر الأول، وإلى جانب هذه الأدوات يستخدم البنك المركزي مجموعة من الآليات الأخرى التي تعرف بقنوات إبلاغ السياسة النقدية، من خلالها تحدث قرارات السياسة النقدية أثراً على سلوك الأعوان الاقتصاديين، ومنه على هدف النمو واستقرار الأسعار ويمكن تقسيمها إلى قنوات الإبلاغ السعري والائتمانية، وهذا ما سنتطرق إليه في العنصر الثاني.

1- أدوات السياسة النقدية

تقوم استراتيجية السياسة النقدية على مجموعة من الأهداف التي تسعى إلى تحقيقها ولكي يتم ذلك لابد من استخدام الأدوات المناسبة لذلك باختلاف أنواعها، حيث يمكن تصنيفها إلى أدوات مباشرة وغير مباشرة بالإضافة إلى الأدوات الحديثة.

1-1- الأدوات الكمية (غير المباشرة) للسياسة النقدية:

هي مجموعة من الأدوات التي تهدف بشكل غير مباشر إلى التأثير على مستوى الائتمان في اقتصاد ما بهدف التأثير على تكلفة القروض ومستوى السيولة البنكية، من أجل إحداث تغيير في كمية النقود المتداولة الإجمالية.¹

1-1-1- سياسة معدل إعادة الخصم: سعر إعادة الخصم هو عبارة عن سعر الفائدة الذي يتقاضاه البنك المركزي من البنوك التجارية نظير إعادة خصم ما لديها من أوراق تجارية وأذونات الخزينة أو لقاء ما يقدمه إليها من سلف وقروض²، ويعتبر سعر إعادة الخصم من أقدم الأدوات المستخدمة من طرف البنك المركزي، ففي حالة التضخم يقوم البنك المركزي برفع معدل إعادة الخصم ليحد من قدرة البنوك التجارية على التوسع في الائتمان بهدف الحد من الأوضاع التضخمية، فارتفاع تكلفة الائتمان المتمثلة في سعر الفائدة تؤدي إلى ارتفاع تكلفة التمويل، ويقرر المستثمرون عدم الاقتراض، وقد يلجؤون إلى

¹ خبابة عبد الله، الاقتصاد المصرفي (النقود-البنوك التجارية-البنوك الإسلامية-السياسة النقدية)، دار الجامعة الجديدة الإسكندرية، مصر، 2013، ص: 299.

² محب خله توفيق، مرجع سابق، ص: 321.

استثمار أموالهم في الأسواق المالية بشراء الأسهم والسندات، وبالتالي تخرج الأموال من فح السيولة ويتقلص حجم الكتلة النقدية، أما في حالة إتباع البنك المركزي لسياسة توسعية، فإنه يقوم بتخفيض معدل إعادة الخصم حتى يسمح للبنوك بخصم ما لديها من أوراق تجارية أو الاقتراض للتوسع في منح الائتمان، فيقدم المستثمرون على البنوك التجارية للحصول على التمويل بتكلفة منخفضة عندما يكون سعر الخصم أقل بكثير من سعر الفائدة السوقي، فهناك حافز كبير للبنوك للحصول على القروض المخصصة بسعر خصم منخفض وإعادة استخدام حصيلة القروض في شراء سندات بسعر أعلى، لذلك يقوم البنك المركزي بوضع قواعد للحد من عدد المرات التي تلجأ فيها البنوك التجارية إلى البنك المركزي للحصول على القروض المخصصة.¹

تعد سياسة إعادة الخصم أداة غير فعالة في حالة الكساد منه في حالة التضخم حيث يؤدي الكساد إلى زعزعة ثقة رجال الأعمال في الاستثمار حتى وإن أصبح سعر الفائدة صفراً لم يتوفر الدافع إلى الاستثمار أي الربح، لذا غدت هذه الأداة مؤشراً أمام البنوك اتجاه السلطات النقدية فيما يتعلق بسياسة الائتمان²، خاصة في ظل تدهور أهمية الكمبيالات كوسيلة لتمويل التجارة لزيادة سلطة الدولة على السوق النقدية من خلال الإفراط في إصدار أذونات الخزينة مما أدى إلى إضعاف دور البنوك المركزية، بالإضافة إلى استخدام وسائل حديثة وأكثر فعالية كالسياسة السوق المفتوحة والاحتياطي الإلزامي.³

2-1-1- سياسة السوق المفتوحة: تتمثل هذه الأداة في قيام البنك المركزي بشراء (طلب) أو بيع (عرض) بعض الأصول التي يملكها مثل أذونات الخزينة أو السندات الحكومية والأوراق المالية والتجارية بهدف تحويلها إلى أصول نقدية وامتصاص السيولة أو ضخها، وبالتالي زيادة المعروض النقدي أو تقليصه بهدف التأثير في سوق النقد مباشرة ومن ثم التأثير على قدرة البنوك التجارية في التأثير بكمية وسائل الدفع.⁴ حيث تحدث هذه السياسة أثراً مباشراً على كمية الاحتياطيات النقدية الموجودة لدى البنوك التجارية وسعر الفائدة من خلال ما يلي:⁵

في حالة الركود يقوم البنك المركزي بشراء كمية من الأوراق المالية، ويدفع مقابلها نقداً للبنوك التجارية فترتفع الاحتياطيات النقدية لها وبالتالي تستطيع أن تقوم بعمليات الإقراض مما يؤدي إلى

¹ بلعوز بن علي، محاضرات في النظرات والسياسات النقدية، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2004، ص: 123.

² المرجع السابق، ص: 124-125.

³ لحلو موسى بوخاري، مرجع سابق، ص: 71.

⁴ السيد متولي عبد القادر، مرجع سابق، ص: 193.

⁵ صالح مفتاح، مرجع سابق، ص: 151.

انخفاض سعر الفائدة نتيجة زيادة الطلب على الأوراق المالية، كما أن زيادة العرض النقدي تؤدي إلى انخفاض أسعار الفائدة مما يرفع من حجم الاستثمار والدخل والعمالة. أما في حالة التضخم فإن البنك المركزي يعمل على الحد من الائتمان وامتصاص العرض النقدي الفائض، وذلك بإتباع سياسة انكماشية ويدخل هذا الأخير إلى السوق بائعاً للأوراق المالية للبنوك التجارية التي تدفع ثمنها نقدا فتقل الاحتياطات النقدية لديها وتنخفض قدرتها على منح الائتمان مما يقلل في الأخير من حجم الاستثمار والدخل والعمالة، فتنخفض أسعار السندات ويرتفع سعر الفائدة، وتعتبر سياسة السوق المفتوحة فعالة مقارنة بسياسة سعر الخصم نظرا لما تتمتع به من خصائص منها:

- أن عمليات السوق المفتوحة تكون بيد البنك المركزي للسيطرة على الائتمان كما أن المبادرة للدخول في السوق المفتوحة بيعا أو شراء تعود للبنك المركزي.
- يستطيع البنك المركزي القيام بعملة شراء الأوراق المالية ويتبعها بعملية البيع خلال فترة قصيرة بالإضافة إلى القيام بعملية إعادة الشراء وهذا ما يجعله يتمتع بمرونة كبيرة للتحكم في الائتمان، وبالتالي التحكم في المعروض النقدي في فترة قصيرة.

إلا أن نجاح سياسة السوق المفتوحة يتوقف على مدى وجود أوراق مالية كافية في السوق تسمح للبنك المركزي بالتأثير على السوق في حالة البيع أو الشراء، وفي حالة الانكماش قد لا يتحقق الهدف من ذلك عندما يدخل البنك المركزي مشتريا للسندات وترتفع الاحتياطات النقدية للبنوك التجارية وتزداد مقدرتها الإقراضية، ومع ذلك فإن الطلب على القروض قد لا يكون كبيرا للخروج من ظروف الانكماش بسبب حالة التشاؤم التي تسود بين رجال الأعمال، كما أن انخفاض أسعار الفائدة لا يعتبر عاملا محفزا على الاستثمار عندما تكون معدلات الأرباح منخفضة بالإضافة إلى أن تطبيق هذه الأداة يتطلب توفر أسواق مالية واسعة ومنظمة خاصة في الدول التي تسعى إلى التنمية.¹

1-1-3- سياسة تعديل نسبة الاحتياطي الإجباري: هي إلزام أو إجبار البنوك بالاحتفاظ بنسبة معينة من التزاماتها الحاضرة على شكل رصيد دائن لدى البنك المركزي، ويمكن للبنك المركزي أن يقوم بتغيير هذه النسبة بقرار منه عند اللزوم²، وفي الواقع فإن قدرة البنك المركزي على التأثير في المصارف التجارية تعتمد على حاجة هذه الأخيرة للتزود بالسيولة (إعادة التمويل) فكلما كانت حاجتها إلى إعادة التمويل كبيرة كلما زادت تبعيتها والعكس صحيح، ولهذا وجدت البنوك المركزية أنه من الضروري لإحكام سيطرتها على حجم الائتمان الذي تمنحه البنوك التجارية أن تحد من استقلاليتها عن طريق خلق تسرب

¹ صالح مفتاح، مرجع سابق، ص: 152.

² المرجع السابق، ص: 152.

في احتياطاتها النقدية يسمى أو يعرف بمتطلبات الاحتياطي النقدي القانوني وتستخدم البنوك المركزية هذه الأداة بغرض تحقيق أهداف السياسة النقدية من جهة ولحماية البنوك التجارية من جهة أخرى، وذلك بوضع نسبة من الودائع كاحتياطي لديها حتى لا تتوسع بدرجة كبيرة في الائتمان مما يؤثر على حجم السيولة لديها كما يقوم البنك المركزي بتوظيف وتعديل معدل الاحتياطي الإلزامي لعلاج المشاكل الاقتصادية.

في حالة الكساد يقوم البنك المركزي بتخفيض معدل الاحتياطي الإلزامي فتزداد الاحتياطات المتوفرة لدى البنوك التجارية ومن ثم تزداد إمكانياتها على منح الائتمان، أما في حالة التضخم فإنه يقوم برفع معدل الاحتياطي الإلزامي وتنخفض الاحتياطات التي بحوزة البنوك التجارية مما يعني انخفاض قدرتها على منح الائتمان، ويقل حجم الائتمان ومعدل التوظيف، والطلب فتنخفض الأسعار.¹ تعتبر هذه الأداة من السياسات الناجحة في فترات التضخم باعتبار أن البنوك التجارية لا تجد وسيلة للاستجابة لتعليمات البنك المركزي في المهلة المحددة لرفع الاحتياطي النقدي إلا عن طريق خفض القروض وحجم الاستثمار، والودائع، وعلى العكس في حالة الكساد لأن قدرة البنوك على خلق ائتمان وزيادة حجم القروض لا يقابله طلب على هذه القروض من طرف الأفراد والمؤسسات نظرا لانتشار الكساد. وفي المقابل لا تعتبر هذه الأداة مرنة لأنها تعامل البنوك الصغيرة والكبيرة على حد سواء وكذا البنوك التي لديها احتياطات، ورغم ذلك تبقى هذه الأداة أكثر فعالية وأقل تكلفة مقارنة بالأداتين السابقتين للسياسة النقدية (سعر الخصم والسوق المفتوحة) خاصة في الدول النامية التي لا تتوفر على أسواق مالية ونقدية واسعة.²

1-2- الأدوات الكيفية (المباشرة) للسياسة النقدية:

يقصد بالأدوات النوعية الأساليب المباشرة التي يستخدمها المصرف المركزي بهدف التأثير على نوعية الائتمان وتوجيهه لتحقيق أغراض اقتصادية معينة، وعادة ما تستخدم الأدوات النوعية في الدول النامية بشكل أكبر مقارنة بالدول المتقدمة لغياب فعالية آلية السوق في تلك الدول ولعجز بعض القطاعات الاقتصادية فيها بشكل كامل.³

¹ زكريا الدوري، يسرى السامرائي، البنوك المركزية والسياسة النقدية، دار البيازوري العلمية للنشر والتوزيع، عمان، الاردن، 2006، ص: 211.

² صالح مفتاح، مرجع سابق، ص ص: 154-155.

³ أكرم حداد، مشهور هذلول، مرجع سابق، ص: 190.

1-2-1- سياسة تأطير القروض: تسعى هذه الأداة إلى تحديد أو الحد من نمو المصدر الأساسي لخلق النقود بشكل قانوني وهو القروض الممنوحة من طرف البنوك والمؤسسات المالية، كما تعني أيضا تخصيص الائتمان.

ففي حالة التضخم يقوم البنك المركزي بوضع سياسة تأطير القروض بهدف منح الائتمان حسب القطاعات ذات الأولوية التي لم تكن سببا في إحداث التضخم، بالإضافة إلى تقييد الائتمان تجاه البعض الآخر الذي يكون سببا في التضخم، ويمكن أن تكون هذه السياسة مرتبطة بمعايير أجل القروض فيقوم البنك المركزي بتقييد بعض القروض القصيرة أو المتوسطة أو طويلة الأجل، أما عندما ينتشر التضخم بحدة يقوم هذا الأخير بصياغة سياسة تأطير قروض إجبارية بتحديد الحد الأقصى للقروض الممنوحة من طرف البنوك التجارية أو تحديد معدل نمو القروض، واستخدم هذا الأسلوب كأداة للسياسة النقدية باعتباره إجراء مضادا للتضخم لأول مرة سنة 1948 في فرنسا، وعادة ما تكون هذه السياسة مرفقة ببرامج استقرار للكتلة النقدية كالتقليل من النفقات العمومية وتشجيع الادخار وإصدار السندات والقيام بكل الوسائل الكفيلة بتخفيض الكتلة النقدية الفائضة.¹

1-2-2- السياسة الانتقائية للقروض: للقيام بهذه السياسة يعتمد البنك المركزي على استخدام أدوات انتقائية للسيطرة على القروض الموزعة من طرف البنوك وتمثل أدوات هذه السياسة فيما يلي:²

- تسديد خزينة الدولة لجزء من الفوائد المتعلقة ببعض أنواع التمويلات المرتبطة بالتصدير، السكن، الزراعة، حيث أن الجزء الذي تأخذه الخزينة على عاتقها يغطي الفارق بين معدل الفائدة على القروض وتكلفة الموارد التي تمول القروض والذي قد يأخذ شكل الإعانة المباشرة.
- إعادة خصم الأوراق فوق مستوى السقف، عندما يشجع البنك المركزي بعض الأنشطة فإنه يقوم بإعادة خصم الكمبيالات الخاصة بهذه القروض.
- فرض أسعار فائدة تفاضلية لإعادة الخصم بهدف التأثير على القروض الممنوحة لبعض الأنشطة التي ترغب الدولة في تشجيعها وهذا تبعا للظروف الاقتصادية السائدة انكماشية أو تضخمية.
- سياسة التمييز في أسعار الفائدة، حيث تعمل السلطات النقدية على تخفيض أسعار الفائدة على التمويلات المقدمة في المجالات التي تشجعها الدولة بهدف تقليل تكاليف إنتاج معين.
- وضع قيود على الائتمان الاستهلاكي بهدف كبح الطلب على السلع ويستخدم هذا القيد لتقليل التضخم في الاقتصاد.

¹ صالح مفتاح، مرجع سابق، ص ص: 156-157.

² المرجع السابق، ص ص: 157-158.

- تغيير الهامش الحدي على قروض الأوراق المالية وذلك من خلال تعيين الهامش الذي على المشتري دفعه للبنوك التجارية عندما يرغب في شراء الأوراق المالية.
- اشتراط البنك المركزي الحصول على موافقة في منح القروض عندما تتجاوز القروض حدا معينا.
- متطلبات الإيداع المسبق مقابل الاستيراد، حيث يشترط البنك المركزي الحصول على ترخيص مسبق للاستيراد أو التحويل الأجنبي، بوضع إيداعات مسبقة من قبل المستوردين لديه وهي طريقة لتقييد الاستيراد خلال فترة العجز في ميزان المدفوعات للبلد.

3-2-1- سياسة معدلات الفائدة: تهدف البنوك التجارية لأن تكون استثماراتها مربحة ولكي يتحقق ذلك يجب عليها أن تأخذ بعين الاعتبار معدلات الفوائد المدفوعة من قبل الزبائن (المدينة) على القروض الممنوحة بواسطة البنوك ومعدلات الفوائد الدائنة المدفوعة من قبل المصارف على الودائع لأجل، بالإضافة إلى معدلات الفوائد على إعادة التمويل التي يفرضها البنك المركزي من خلال تدخلاته المباشرة أو غير المباشرة، أو بمعنى آخر حتى تكون استثمارات البنوك التجارية مربحة يجب أن تتجاوز الفوائد والعمولات المقبوضة الفوائد المدفوعة وتكلفة إعادة التمويل ومجموع التكاليف الأخرى، نجد أنه في العديد من البلدان المتقدمة والنامية قد يتدخل البنك المركزي بفرض معدلات فوائد على القطاع المصرفي وإذا كانت تترك الحرية في الغالب للمصارف لكي تحدد بنفسها معدلات الفائدة المدينة فإن التأثير على هذه المعدلات لا يجري إلا بشكل غير مباشر من خلال معدل الفائدة المصرفي الأساسي.¹

تقوم المصارف في الدول المتقدمة بتحديد سعر فائدة منخفض من أجل تنشيط الاستثمارات، لكن هذه السياسة تعد في بعض الأحيان سببا في ظهور ضغوط تضخمية تؤدي إلى جمود اقتصادي مثلما حصل في بداية الثمانينيات من القرن العشرين، الأمر الذي استدعى اتخاذ إجراءات أخرى لمواجهة التضخم عن طريق إقرار زيادات متتالية لمعدلات الفائدة الدائنة إلا أن هناك صعوبة في التوفيق بين معدلات فائدة تحقق التوازن بين النمو الاستثماري من ناحية وتفادي التضخم والكساد من ناحية أخرى، وهنا تكمن فعالية هذه السياسة التي يجب أن تراعي معطيات أخرى من بينها التعويض العادل للمدخرين خاصة على المدى الطويل بالإضافة إلى ممارسة التأثير على الإقراض بهدف كبح التضخم.²

3-1- الأدوات الحديثة للسياسة النقدية:

هي مجموعة من الإجراءات المباشرة التي تسعى بأدوات الرقابة المباشرة، وتنوع هذه الإجراءات كالتدخل المباشر في أعمال البنوك التجارية والإقناع الأدبي ومن أهم هذه الأدوات المستخدمة ما يلي:

¹ وسام ملاك، مرجع سابق، ص: 257.

² بنابي فتيحة، مرجع سابق، ص: 116.

- ✓ الإقناع الأدبي: ويشير إلى قيام البنك المركزي بإقناع البنوك وتوجيه النصائح لها فيما يتعلق بتوجهاتها الائتمانية من أجل الالتزام بالسياسة التي يرسمها، خاصة فيما يتعلق بطريقة تصرف البنوك باحتياطاتها وودائعها النقدية والتقليل من القروض الممنوحة للأفراد في أوقات الكساد لزيادة حجم الإنتاج الكلي وتحقيق العمالة وتضييق الائتمان في حالة التضخم.¹
- ✓ التوجيهات والأوامر: يقوم البنك المركزي بإصدار تعليمات مباشرة موجهة إلى البنوك التجارية والمؤسسات المالية لتوجيهها إلى السياسات المرغوبة من خلال حجم الائتمان وطبيعته، مثل قيام البنك المركزي باستخدام جزء من الأصول المالية للبنوك التجارية في شراء السندات الحكومية أو إقراضها لأصحاب المشاريع الاستثمارية طويلة الأجل، كما يقوم البنك المركزي بتحديد النسبة التي يتعين على البنوك مراعاتها بين رأس المال والاحتياطي وجملة أصولها، أو فرض حد أقصى لإجمالي قروض البنوك واستثماراتها بالنسبة لأنواع معينة.²
- ✓ قيام البنك المركزي بعمليات التفتيش على عمليات البنوك التجارية بشكل دوري (شهري أو سنوي أو نصف سنوي): بهدف معرفة مدى تطبيق البنوك التجارية للتعليمات والأوامر الموجهة إليها من طرف البنك المركزي، بالإضافة إلى تلقي البنك المركزي لتقارير عن أنشطة البنوك السنوية التي تبين حالة البنوك وسيولتها وحجم الودائع والقروض لديها.³
- ✓ قيام البنك المركزي بالتشاور مع البنوك التجارية: خصوصا عند صياغة السياسة الإقراضية أو الائتمانية للجهاز المصرفي وذلك بالتشاور مع مسؤولي البنوك وحضورهم اجتماعات البنك المركزي التي يعقدها دوريا أو كلما دعت الحاجة للاجتماع.⁴

2- قنوات إبلاغ السياسة النقدية

تمثل قنوات إبلاغ السياسة النقدية المتغيرات التي تسمح بنقل أثر السياسة النقدية من الأهداف الوسيطة إلى الأهداف النهائية، حيث يمر أثر السياسة النقدية إلى الاقتصاد ويؤثر على سلوك الأعوان الاقتصاديين ومنه الأهداف المتصلة بالاستقرار الاقتصادي والنمو الاقتصادي عبر ثلاث قنوات رئيسية هي:

¹ بنابي فتيحة مرجع سابق، ص: 117.

² جمال بن دعاس، السياسة النقدية في النظامين الإسلامي والوطني (دراسة مقارنة)، دار الخلدونية للنشر والتوزيع، الجزائر، 2007، ص ص: 184-185.

³ صالح مفتاح، مرجع سابق، ص: 160.

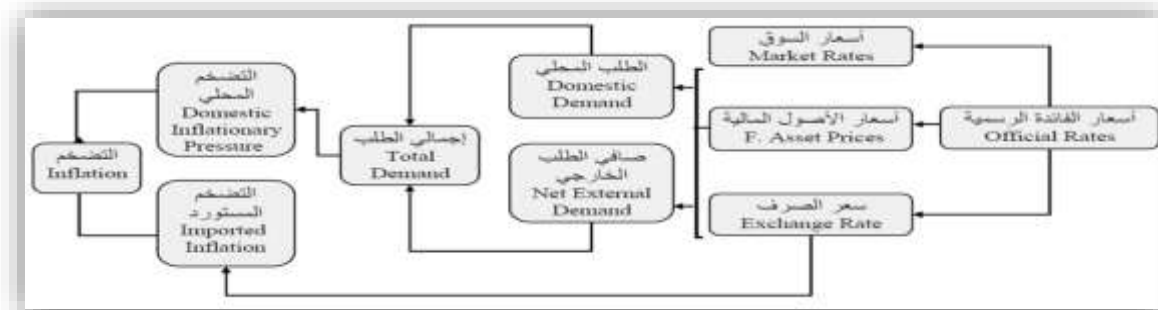
⁴ المرجع السابق، ص: 160.

2-1- قناة معدلات الفائدة: حسب النظرية الكينزية فإن قناة معدل الفائدة تعتبر القناة الرئيسية التي ينتقل عبرها أثر السياسة النقدية إلى النمو، حيث يؤدي انتهاج سياسة نقدية توسعية إلى خفض معدلات الفائدة الحقيقية وهو ما يعمل على تحفيز الاستثمار الذي يدفع باتجاه نمو الناتج والتشغيل، ويطبق عمل السلطات النقدية مباشرة على المعدلات القصيرة وعلى سيولة البنوك والمؤسسات المالية، وتكون الاستثمارات مشروطة أكثر بالمعدلات الطويلة، ولكن هذا يخص الحد من ارتفاع الأسعار الذي يتعلق أكثر بالسياسة النقدية.¹

2-2- قناة معدلات الأسعار: القناة الأخرى لتبليغ أثر السياسة النقدية تتعلق بمعدلات الصرف وأسعار الأصول المالية، فبالنسبة لمعدلات الصرف فإنه من شأن تبني سياسة نقدية توسعية أن يؤثر على سعر الصرف باتجاه الانخفاض وهو ما يؤدي إلى تشجيع الصادرات وتخفيض الواردات وبالتالي سيؤثر إيجابيا على ميزان المدفوعات وبدرجة أقل على النشاط الاقتصادي.²

وتؤثر السياسة النقدية على الطلب الكلي في الاقتصاد من خلال قدرتها في المدى المتوسط والطويل على تحديد القيمة الاسمية أو النقدية للسلع والخدمات، حيث تؤثر على سبيل المثال أسعار الفائدة الرسمية على أسعار الأصول المالية من خلال تأثير التغير في سعر الخصم أو إعادة الشراء على أسعار الأوراق المالية الحكومية كالأذون والسندات وخاصة تلك المرتبطة بأسعار فائدة طويلة الأجل، حيث تنخفض القيمة السوقية للورقة المالية طويلة الأجل نتيجة ارتفاع أسعار الفائدة الرسمية والعكس صحيح³، ويوضح المخطط التالي آلية انتقال آثار هذه السياسة إلى القطاع الحقيقي عبر قناة أسعار الفائدة.

شكل رقم (08): آلية انتقال آثار السياسة النقدية للاقتصاد الحقيقي من خلال أسعار الفائدة



المصدر: صندوق النقد العربي، التقرير الاقتصادي العربي الموحد 2011، أبو ظبي، الإمارات العربية المتحدة، ص: 128.

128.

¹ صالح مفتاح، مرجع سابق، ص: 164.

² المرجع السابق، ص: 165.

³ صندوق النقد العربي، التقرير الاقتصادي العربي الموحد 2011، أبو ظبي، الإمارات العربية المتحدة، ص: 128.

مع هذا، تتميز الاقتصاديات المتقدمة بالتأثير المباشر في المدى القصير للتغيرات في أسعار الفائدة الرسمية على أسعار الأصول المتمثلة أساساً في الأوراق المالية غير أن طبيعة أسواق المالية العربية وهيكلا اقتصاداتها تحد من سرعة انتقال أثر استخدام أدوات السياسة النقدية على أسعار الأصول، كما أن التغيرات في أسعار الفائدة الرسمية لم تسجل أثراً ملموساً على أسعار الصرف في الدول العربية نظراً لانتهاج العديد منها سياسة تثبيت عملتها مقابل الدولار وقيام مجموعة أخرى بالتدخل في أسواق الصرف للحفاظ عليه عند مستوى يحول دون حدوث خلل في ميزان المدفوعات.¹

استكمالاً للتحليل السابق وفيما يخص قناة الاستثمار فإنها تستند إلى مؤشر (Tobin) للاستثمار أو ما يعرف بنظرية (Q) وهي نظرية حركية في الاستثمار مبنية على أن الاستثمار يتوقف على نسبة القيمة السوقية للأصل الرأسمالي إلى تكلفة الإحلال، وهي النسبة التي تسمى نسبة أو معامل (Q) فإذا رمزنا إلى القيمة السوقية للأصل الرأسمالي بـ (M) وإلى تكلفة الإحلال بـ (R) فإن: $Q = \frac{M}{R}$

حيث أشار توبان (Tobin) إلى أن المؤسسات يجب أن تستثمر لما تكون $Q > 1$ ، فعندما تكون (Q) مرتفعة فإن الاستثمار يكون قوياً وبالعكس عندما تكون (Q) منخفضة فالمستثمرون لهم أفضلية لشراء المؤسسات في السوق، هذا يجعل الاستثمار يميل إلى الركود ويضعف النمو أو يكون سالباً، والسياسة النقدية تؤثر على المعامل (Q) فعندما تكون هذه السياسة توسعية فإنها تسرع للأفراد التخلص من النقود ومبادلتها بسلع ويكون عندها المعامل (Q) مرتفعاً، أما السياسة النقدية التضيقية فهي تنتج بالطبع أثراً معاكساً حيث يبيع الأعوان الاقتصاديون الأصول الحقيقية سعياً منهم للحصول أكثر على النقود ويكون عندها المعامل (Q) منخفضاً.²

كما أن هناك مساهمة متميزة في هذا الإطار للاقتصادي (Franco Modigliani) تخص أثر السياسة النقدية من خلال أثر زيادة الثروة على الاستهلاك، حيث يرتبط المستوى الاستهلاكي بحجم الادخار الذي يتحدد بالدخل الحالي والموارد المتحصل عليها مدى الحياة والتي تتكون أساساً من الأسهم هذه الأخيرة يزداد الطلب عليها عند اتباع سياسة نقدية توسعية مما يرفع من أسعارها ويؤدي إلى زيادة ثروات الأفراد والذين يرفعون من استهلاكهم وبالتالي سيرتفع الطلب الكلي ويزداد الإنتاج.

2-3- قناة القرض: إن عدم الاتفاق الذي واجه القناة التقليدية لسعر الفائدة دفع نحو التركيز على قناة الائتمان عبر آليتين هما:

¹ صندوق النقد العربي، المرجع السابق، ص: 128.

² صالح مفتاح، مرجع سابق، ص ص: 165-166.

2-3-1- قناة الإقراض المصرفي: حيث يرتبط حجم الائتمان الذي توزعه البنوك باتجاه السياسة النقدية المطبقة فمن شأن زيادة العرض النقدي من خلال إتباع سياسة نقدية توسعية أن يشجع البنوك على الإقراض ويدفع إلى زيادة احتياطياتها مما يدفعها إلى الإقراض أكثر بتأثير مضاعف القرض، ومن جانب آخر فإن انخفاض معدلات الفائدة يقلل مشاكل الخطر المعنوي والانتقاء الموجه إلى تحريك وترشيد القرض حسب المفهوم الذي قدمه كل من الاقتصاديين (Weyss & Stiglitz) والذي يشير إلى أن البنوك توزع قروضها قليلة عندما لا ترغب المؤسسات والعائلات في الحصول عليها بالشروط المطبقة.¹

2-3-2- قناة ميزانيات منشآت الأعمال: يرجع أصل وجود هذه القناة إلى مشكل عدم تماثل المعلومات في أسواق الائتمان، حيث يؤدي انخفاض عرض النقود إلى خفض صافي قيمة المؤسسات وضماناتها إضافة إلى أن ارتفاع أسعار الفائدة سيخفض التدفق النقدي لتلك الشركات، مما يرفع من مخاطر إقراضها وهو ما لا يحفز البنوك على منحها قروضاً وخاصة الصغيرة منها الأمر الذي يحد من الاستثمار ونمو الناتج.²

¹ صالح مفتاح، مرجع سابق، ص: 166.

² علي توفيق الصادق، معبد علي الجارحي، نبيل عبد الوهاب لطيفة، السياسات النقدية في الدول العربية، معهد السياسات الاقتصادية، صندوق النقد العربي، أبو ظبي، 1996، ص: 62-63.

المحور الخامس: النظام المالي "الأنظمة المصرفية والأسواق المالية"

أولاً: تعريف النظام المالي وأهم ووظائفه

ثانياً: تعريف النظام المصرفي ومؤسساته

ثالثاً: تعريف السوق المالية وتنظيماتها

تمهيد

يعد النظام المصرفي والمالي جزءاً أساسياً من البناء الاقتصادي السائد في أي دولة ويلعب دوراً مهماً في ظل أي من النظم الاقتصادية والاجتماعية، هذا الدور وتلك الأهمية يأخذها من خلال سعي المجتمعات لتحقيق التنمية والرفاه، فالوظيفة الأساسية لأي نظام مالي هي إتاحة أكبر قدر من المرونة وتوفير أنسب حجم من وسائل الدفع لإتمام مختلف الصفقات والعقود ودعم فرص الابتكار والتطوير والتحديث.

نتناول في هذا المحور المفاهيم الأساسية للنظام المالي ومكوناته، وإجمالاً فإن الأنظمة المالية تقسم إلى قسمين رئيسيين يضم كل منهما مجموعة من المؤسسات التي تؤدي أدواراً مختلفة في الربط بين وحدات الفائض المالي ووحدات العجز المالي وهما النظام المصرفي من جهة والأسواق المالية من جهة أخرى، وتبعاً لهذا التقسيم تتعدد أنواع النظم المالية المترتبة على ذلك، وهو ما سيتم التطرق له لاحقاً بالتفصيل في المحور الموالي.

أولاً: تعريف النظام المالي وأهم وظائفه

يمثل النظام المالي في الواقع جزءاً هاماً من مكونات النظام الاقتصادي، وأحد المؤثرات الرئيسية في مستوى النشاط، ليس فقط نتيجة تأثيره على مختلف القطاعات الاقتصادية الأخرى ولكن لأن له تأثيرات اجتماعية تمتد إلى مختلف شرائح المجتمع بشكل مباشر وغير مباشر من خلال الوظائف التي تؤديها المؤسسات والأسواق المالية في الاقتصاد وما يترتب عليها من نتائج اقتصادية واجتماعية.

1- تعريف النظام المالي

يعرف النظام المالي على أنه مجموع الهيئات والآليات التي تسمح لبعض الأعوان خلال فترة زمنية معينة بالحصول على موارد للتمويل ولآخرين باستخدام وتوظيف مدخراتهم¹، فهو يسمح للوحدات الاقتصادية ذات العجز بالإنفاق أكثر مما تملك خلال فترة زمنية معينة وفي المقابل نجده يتيح للوحدات ذات الفائض توظيف فوائضها².

ويتكون هذا النظام من شبكة من المؤسسات المالية والأسواق والتي تتوفر على كافة الظروف والآليات التي تتحكم في إنتاج حيازة وتبادل الأصول والأدوات المالية المختلفة³.

¹ عبد المجيد قدي، مرجع سابق، ص: 260.

² Robert Ferrandier, Vincent Koen, **Marchés de Capitaux et Techniques Financières**, 4 édition, Economica, Paris, 1997, P: 9.

³ سعيد عبد الحميد مطاوع، الأسواق المالية المعاصرة، مكتبة أم القرى، مصر، 2001، ص: 2.

إذن بالإمكان تعريف النظام المالي على أنه مجموع الترتيبات المؤسسية والقانونية التي تتحكم وتؤثر في تدفق الأموال في الاقتصاد بواسطة مختلف الأدوات المالية التي تحوزها مؤسساته وأسواقه، وهي الأركان الثلاث الرئيسية في أي تعريف لهذا النظام.

2- وظائف النظام المالي

إن الأنظمة المالية تهدف في المقام الأول لخدمة مقاصد النمو الاقتصادي والتنمية في البلدان على اختلاف نماذج هياكلها الاقتصادية، وبشيء من التفصيل فإن النظام المالي سواء تعلق الأمر بالبنوك أو الأسواق المالية ومن خلال الوظائف التالية يعمل على تعبئة أكبر قدر من الموارد المالية المتاحة ومن ثم تخصيصها لمختلف أنواع النشاط الاقتصادي كما يسمح بضمان تخصيص أكفأ للموارد المالية المتاحة في الاقتصاد والتقليل من مشاكل عدم تماثل المعلومات:

2-1- تعبئة المدخرات: تعد وظيفة تعبئة المدخرات من أولى الوظائف التي ارتبطت بظهور المؤسسات المالية منذ نشوئها، حيث تسعى مؤسسات الوساطة المالية إلى جذب أكبر قدر ممكن من المدخرات والأموال والتي على ضوئها تبنى سياسات الإقراض والاستثمار لهذه المؤسسات، وهذا من خلال إتاحة مجموع متنوعة من الوسائط والأوعية الادخارية التي تلائم متطلبات شرائح واسعة من وحدات الفئات وتتلأَم وتفضيلاهم فيما يتعلق بالسيولة المخاطرة والعائد، وكذا إدخال تجديدات مستمرة عليها يدعمها في ذلك التطور الهائل في نظم المعلومات والاتصال، وعليه فإن تطور وظائف النظام المالي وزيادة كفاءة أدائه يتناسب إيجابيا مع قدرة الوسطاء الماليين على حشد حجم متزايد من الموارد المالية ويرفع مقدرتهم على تقديم التمويل المناسب للمشروعات الاقتصادية وبالمحصلة تعزيز النمو الاقتصادي.

في المقابل فإن وجود نظام مالي متخلف سيعمل على زيادة الاكتناز السائل وتفضيل الأصول غير المنتجة كبديل لحفظ الثروة ودفع الأفراد إلى التعامل مع القطاع غير الرسمي، مما يزيد من نسبة التسرب ويؤدي إلى انخفاض كفاءة النظام المالي في جمع الموارد المالية وتخصيصها مما ينعكس سلبا على معدلات الاستثمار الحقيقي والنمو.

وتذهب أغلب نماذج التنمية إلى اعتبار أن ارتفاع حجم الادخار يؤدي إلى تراكم كبير لرأس المال ويسرع من النمو الاقتصادي، وعلى الرغم من وجود من يرى أن العلاقة تسير بالعكس من النمو إلى الادخار فإن وجهتي النظر تؤكدان على أهمية وإيجابية العلاقة بين الادخار والنمو والتي قد تسير فعليا في كلا الاتجاهين باختلاف مرحلة التطور الاقتصادي للمجتمع، وهو ما تؤكدته التجارب التنموية الناجحة

لعدد من دول آسيا والتي سبقتها معدلات ادخار عالية بلغت في الصين على سبيل المثال أكثر من 40% من حجم الناتج المحلي الإجمالي للفترة 1999-2003.¹

2-2- تشجيع الاستثمار: يعد الاستثمار المحرك الرئيسي للفعاليات الاقتصادية وللنمو الاقتصادي فقد عده الكلاسيك الأساس في رفع معدل تراكم رأس المال والمحور الأساسي للنمو الاقتصادي، كما يعد من وجهة النظر الكينزية مؤثرا رئيسيا في تحديد الطلب الكلي الفعال ومن ثم معدل النمو الاقتصادي، في حين اعتبره كل من (Harrod) و (Domar) السبب الرئيسي للنمو في الأجل الطويل، ويعتبر توفير التمويل اللازم للمشاريع الاستثمارية من بين الوظائف الرئيسية التي تقدمها مؤسسات النظام المالي المختلفة سواء تم ذلك من خلال مؤسسات الوساطة المالية عبر ما يعرف بالتمويل غير المباشر أو من خلال الأسواق المالية عبر قناة التمويل المباشر، وتعمل هذه المؤسسات على تقديم أنواع متعددة من التمويل من حيث الطبيعة والغرض وفترات الاستحقاق تراعي الخصوصية المالية والاقتصادية للمشاريع الممولة، وبهذا فإن الائتمان المقدم للوحدات الاقتصادية يساهم في رفع حجم الاستثمار الإجمالي مما ينعكس إيجابا على النمو الاقتصادي.

2-3- جمع ونقل المعلومات: تستفيد المؤسسات المالية من مزايا اقتصاديات الحجم فيما يخص تخفيض تكاليف الحصول على المعلومات المتعلقة بالمشاريع الاستثمارية المختلفة، كما تتمتع هذه المؤسسات المالية بمقدرتها الكبيرة على تجميع وتحليل هذه المعلومات والحكم على المراكز المالية لوحدات العجز وهو ما لا يتوفر لغيرها في هذا المجال²، أو من خلال لجوئها إلى المختصين في ميدان التحليل المالي حيث تكون تكلفة استخدامهم منخفضة جدا لأنها تتوزع على عدد كبير من العمليات³، والبنوك بجمعها للمعلومات فإنها ترجح كفة المشاريع الأجدى اقتصاديا الأمر الذي يحد من حجم المخاطر ويشجع الابتكار التقني⁴، كما يساعد ذلك على اتخاذ القرار المالي الأمثل لطالبي الأموال ولعارضها وكذا الابتعاد عن التوظيفات ضعيفة المردود وعالية المخاطر مما يساعد على انسياب الموارد المالية بكفاءة أكبر نحو أفضل الفرص الاستثمارية، وهو ما من شأنه أن يؤدي إلى تحسين حجم ونوعية الاستثمارات وتطوير توزيع رأس المال ويدفع إلى رفع معدلات النمو الاقتصادي.

¹ عبد الرحمان بن سانية، الانطلاق الاقتصادي بالدول النامية في ظل التجربة الصينية، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، تخصص اقتصاد التنمية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة أبي بكر بلقايد تلمسان، 2012/2013، ص: 264.

² سعيد عبد الحميد مطاوع، مرجع سابق، ص: 19.

³ صبح محمود، الابتكارات المالية: المؤسسات والأوراق المالية الغائبة عن السوق المالي المصري، دار النهضة العربية، القاهرة، مصر، 1999، ص ص: 10-13.

⁴ وليد عبد موله، دور القطاع التمويلي في التنمية، جسر التنمية، المعهد العربي للتخطيط، الكويت، العدد 85، السنة الثامنة، يوليو 2009، ص: 3.

أيضا فإن وجود سوق مالية متطورة سيعمل على توفير وسائل أفضل للمعلومات والرصد مما يزيد من ثقة المستثمرين ويقلل من التكلفة الرأسمالية.¹

وبالإضافة إلى الدور السابق في تجميع المعلومات فإن الدور الثاني الذي يقوم به النظام المالي هو نقل المعلومات وهي الوظيفة التي تضطلع بها الأسواق المالية على وجه الخصوص وهذا بإدخال هذه المعلومات في أسعار أسهم وسندات وباقي الأصول المالية للمؤسسات، حيث يستفيد المدخرون والمستثمرون من المعلومات من خلال النظر إلى عوائد الأصل محل الاهتمام، ويمثل إدخال المعلومات المتاحة في عوائد الأصول أو الاستثمارات المالية الظاهرة المميزة للأسواق المالية التي تؤدي عملها بكفاءة.²

4-2- إدارة وتوزيع المخاطر: كما ينقل النظام المالي الأموال فإنه يقوم أيضا بنقل المخاطر، فشرركات التأمين على سبيل المثال هي وسيط مالي متخصص في تحويل المخاطر، وفي غالب الأحيان فإن الأموال والمخاطر يتصلان ببعضهما البعض وهما عنصران متلازمان ينتقلان في نفس الوقت في النظام المالي.³

وللنظام المالي المتطور دور مهم في التقليل من مخاطر النشاط الاقتصادي ليس من خلال نشاط قطاع التأمين فحسب ولكن كذلك من خلال توفير المعلومات والمعرفة المتخصصة وتقليل كلفة البحث وتقييم المنشآت والمدراء وظروف السوق إلى جانب تقليل المخاطر من خلال المقدرة على تنوع الاستثمارات.⁴

إن عوائد الاستثمار تنطوي على نوعين من المخاطر، ينجم الأول عن نقص المعلومات التقنية والثاني يرتبط بالمخاطر المستقبلية للطلب على الإنتاج، حيث لهذه المخاطر تأثير واضح على كفاءة تخصيص الموارد، ويعمل الوسطاء الماليون على تنوع حافضاتهم المالية وفقا لاعتبارات العائد والسيولة والمخاطرة بما يخفض من قيمة المخاطر المجمعة قياسا إلى ما تمثله مخاطر مشروع منفرد على مدخر أو مستثمر واحد⁵، فتنوع هذه المحفظة يجعل من التقلبات الحادة في قيمتها تنخفض، على اعتبار أن عوائد الاستثمار داخل المحفظة لا تتغير بنفس الطريقة.⁶

¹ روبرتو زاهلر، التطور المالي في شيلي، الندوة الثالثة حول تطور القطاع المالي والنمو الاقتصادي، معهد السياسات الاقتصادية، صندوق النقد العربي، أبوظبي، 7-8 ديسمبر 2003، ص: 146.

² صبح محمود، مرجع سابق، ص: 10-13.

³ المرجع السابق، ص: 10-13.

⁴ زياد فريز، التطور المالي والنمو الاقتصادي: حالة الأردن، الندوة الثالثة حول تطور القطاع المالي والنمو الاقتصادي، مرجع سابق، ص: 249.

⁵ شذا جمال الخطيب، العولمة المالية ومستقبل الأسواق العربية لرأس المال، مؤسسة طابا، مصر، 2002، ص: 33.

⁶ صبح محمود، مرجع سابق، ص: 10-13.

ومن جانب آخر يوفر السوق المالي المتطور مزيدا من السيولة ومن عرض الأموال المتاحة للاستثمار ومزيدا من خيارات التنوع أمام المستثمرين الذين يكون باستطاعتهم تنوع عنصر المجازفة مع زيادة توفر الأدوات المالية المختلفة.¹

2-5- تعزيز الرقابة والحوكمة: من خلال وظائف القطاع المالي في جمع المعلومات وإدارة المخاطر وتنويعها فإنه يتيح رقابة فعالة على المقترضين والشركات²، فالتقييم شبه المتواصل للشركات استنادا إلى كل المعلومات المتوفرة يساند كفاءة تخصيص رأس المال، كما أن البورصات السائلة تتيح شراء الشركات غير الكفؤة من قبل شركات أخرى الأمر الذي يدعم الكفاءة من خلال فرض الانضباط على المديرين.³ كما تستطيع البورصات تحسين إدارة وضبط الشركات من خلال تمكين أصحابها من ربط رواتب المديرين بقيمة الشركة مما يخفف من مشاكل الوكالة (Agency Problem) ♦، وهذا من خلال إدخال التوازن بين حوافز ومصالح المديرين.⁴

2-6- توفير السيولة وخفض تكاليف المعاملات: يهتم المستثمرون بشكل كبير بسيولة استثماراتهم المالية التي تعني قدرة الأصل على التحول بسرعة وبأقل تكلفة إلى نقد وهذا من أجل الاستجابة بسرعة إلى الفرص الجديدة أو الأحداث غير المتوقعة، حيث يوفر النظام المالي من خلال مؤسساته وأسواقه المالية نظاما للمتناجرة يجعل من الأصول المالية أكثر سيولة، فالقدرة على تحويل الأصول المالية منخفضة السيولة إلى حقوق سائلة على النحو الذي يلائم رغبات المدخر يعد أحد معايير الكفاءة للنظام المالي⁵، وفي هذا السياق فإن سيولة سوق الأوراق المالية توفر فرصا مميزة تقابل رغبات مختلف الأطراف المتعاملة في هذه السوق، وتوفق بين متطلبات التمويل طويل الأجل للاستثمارات وعدم رغبة المستثمرين أو تخوفهم من التخلي عن مدخراتهم لفترة طويلة الأمر الذي يجعل الاستثمار أقل مخاطرة وأكثر جاذبية. كما أن وجود أسواق مالية متطورة بأدائها وأدواتها قادرة على الاستجابة السريعة لمتطلبات الاقتصاد من السيولة بالحجم والوقت الملائمين بات ضرورة حتمية لمواجهة المتغيرات المحلية والدولية، كما أن اللجوء إليها بدلا عن الجهاز المصرفي لن يؤدي إلى زيادة الكتلة النقدية (بما قد يؤدي إلى تضخم

¹ روبرتو زاهلر، مرجع سابق، ص: 147.

² وليد عبد مولا، مرجع سابق، ص: 3.

³ بيتر ج مونتييل، التمويل والرفاهية والنمو، الندوة الثالثة حول تطور القطاع المالي والنمو الاقتصادي، مرجع سابق، ص: 47.

♦ تتمثل في معرفة كيف يمكن للمالك (المقرض) التأكد - في غياب التعهد المسبق - من أن الوكيل سيتخذ قرارات في إدارة الموارد من شأنها خدمة مصلحة المالك.

⁴ المرجع السابق، ص: 47.

⁵ صبح محمود، مرجع سابق، ص ص: 10-13.

غير مرغوب أو ضغط على ميزان المدفوعات) وإنما إلى إعادة توزيعها، كما يحافظ على الطاقة الاقتراضية للمنشأة التجارية عند الحاجة.¹

من جهة أخرى يؤدي تطور القطاع المالي إلى تقليل تكاليف معاملات الادخار والاستثمار وتكاليف الاختيار المعاكس والأخطار المعنوية للشركات وهو ما يخفف التكلفة الرأسمالية الكلية للشركات والتكلفة النسبية لرأس المال الخارجي مما يزيد من إمكانية إقامتها لمشاريع مربحة²، كما يؤدي خفض تكاليف المعاملات وتسهيل تعبئة المدخرات إلى تشجيع التخصص والابتكار التقني الأمر الذي يقود إلى زيادة الإنتاجية وتحسين استخدام الموارد وبالنتيجة يسمح بتعزيز النمو الاقتصادي، ومن شأن دور النظام المالي في خفض تكلفة المعاملات أن يساهم في تشجيع التبادل كون التخصص والتبادل التجاري يتطلبان معاملات اقتصادية أكثر مما تتطلبه نفس العمليات في إطار بيئة الاكتفاء الذاتي.³

المصارف بدورها تستطيع التوسط بكلفة أقل من خلال تجميع كافة مطلوباتها وكافة أصولها واستغلال وفورات الحجم والنطاق، فمن شأن تجميع موارد المقرضين أن يسمح للمصارف بتمويل المشاريع ذات العائد المرتفع بالجملة وبالتالي تجاوز مشكل عدم قابلية التجزئة، بالإضافة إلى حماية المصارف من مخاطر السيولة والسماح لها بتوفير الأصول ذات الأجل القصيرة وكذا الاستفادة من مبدأ الأعداد الكبيرة لإصدار خصومات سائلة، وفي الوقت نفسه الاحتفاظ بنسبة قليلة من هذه الموارد في صورة أصول سائلة واستثمار الباقي في المشاريع المنتجة، أما تجميع الأصول فإنه يوفر للبنوك مزايا التنوع التي توفر للمصارف حماية من المخاطر الخصوصية وينحصر انكشافها في تعرضها فقط للمخاطر النظامية، وعليه فإن من شأن ما سبق أن يخفف تكاليف المتابعة المتوجبة على مقرضي تلك المصارف وأن يسمح لها باستقطاب الأرصدة بأسعار فائدة أدنى.⁴

ثانياً: تعريف النظام المصرفي ومؤسساته

تعد المصارف والأسواق المالية من أهم مكونات النظام المالي كما تمت الإشارة إليه سابقاً، وفيما يلي سيتم استعراض مفهوم النظام المصرفي الذي يمثل الشق الأهم للنظام المالي في العديد من البلدان خصوصاً النامية منها، فضلاً عن التطرق بشيء من التفصيل لأهم مؤسساته.

¹ عبد الحق بوعتروس، إدارة وتنظيم بورصة القيم المنقولة، مؤتمر الأسواق المالية ودورها في جذب الاستثمارات، كلية الاقتصاد، جامعة تشرين، سوريا، 2003، ص: 5.

² روبرتو زاهلر، مرجع سابق، ص: 146.

³ وليد عبد مولا، مرجع سابق، ص: 3.

⁴ بيتر ج مونتيل، مرجع سابق، ص: 43.

1- تعريف النظام المصرفي

يشكل مجموع المصارف ومؤسسات الائتمان الأخرى النظام المصرفي والذي يعرف على أنه مجموع المؤسسات التي تتعامل بالائتمان وتسعى إلى توفير التمويل المطلوب على الصعيدين القومي والفردى¹. إذ يعد النظام المصرفي أحد المكونات الرئيسية للنظام المالي ويضم إلى جانب المكون الأهم له وهي المصارف بشقي أنواعها مختلف الوسطاء الماليين الآخرين، بينما يقف البنك المركزي على قمة هرم هذا النظام بوصفه بنك البنوك والملجأ الأخير للإقراض.

كما يقصد بالجهاز المصرفي "مجموع المصارف العاملة في بلد ما، وهو يضم مجمل النشاطات التي تمارس بها العمليات المصرفية وخاصة تلك المتعلقة بمنح الائتمان، وهو يشمل السلطات المسؤولة عن السياسة النقدية والمتمثلة في البنك المركزي والخزينة العامة والمؤسسات المالية المتخصصة"². وهو كذلك "مجموع المؤسسات التي تتخذ التعامل بالنقد بأشكالها المختلفة الوظيفة الرئيسية لها، وتشكل هذه المؤسسات مع القواعد والقوانين والنظم والأعراف التي تحكم نشاطها الجهاز المصرفي للدولة"³

ويأخذ الجهاز المصرفي شكل هرم يقف في قمته البنك المركزي، وفي طرفيه قاعدته البنوك التجارية والمؤسسات المصرفية الوسيطة، ويعبر هذا الجهاز عن مؤسسات الجهاز المصرفي والقوانين والأنظمة التي تعمل في ظلها هذه المؤسسات من أجل أداء وظائفها⁴.

2- مؤسسات النظام المصرفي

تتعدد وتنوع أشكال المؤسسات النقدية والمالية التي تعرفها الأنظمة المصرفية في مختلف الدول، إذ يعد النظام المصرفي مُمثلاً في هذه المؤسسات وكذا مختلف الأنظمة والقوانين التي تعمل في ظلها، من أساسيات اقتصاد كل دولة، الأمر الذي يحتم وجود صور مختلفة لأداء هذه البنوك والمؤسسات لأعمالها ومستويات متدرجة في علاقتها ببعضها.

ويتضمن هذا العنصر الأشكال الرئيسية الثلاث للبنوك وهي: البنك المركزي، البنوك التجارية، البنوك المتخصصة.

¹ أسامة محمد الفولي، مجدي محمود شهاب، مبادئ النقود والبنوك، دار الجامعة الجديدة للنشر، مصر، 1999، ص: 158.

² خياطة عبد الله، الاقتصاد المصرفي: البنوك الإلكترونية-البنوك التجارية-السياسة النقدية، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية، مصر، 2008، ص: 179.

³ خالد علي الدليعي، النقود والمصارف والنظرية النقدية، دار الأنيس طباعة ونشر وتوزيع، مصراته، الجماهيرية الليبية، 1998، ص: 59.

⁴ نعمة الله نجيب، محمود يونس، عبد النعيم مبارك، مقدمة اقتصاديات النقود والصيرفة والسياسات النقدية، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2001، ص: 146.

2-1- البنك المركزي: يمثل المصرف المركزي أهم مؤسسة تشرف على شؤون النقد والائتمان في العصر الحاضر، فهو يأتي على رأس النظام المصرفي وهو يتمتع بالسيادة والاستقلالية وتعتبر نشاطاته ذات أهمية بالغة، وتعتبر المصارف المركزية أحدث صورة لتطور الجهاز المصرفي، فقد نشأت هذه المصارف كمرحلة أخيرة من مراحل تطور الفن المصرفي ولهذا فقد ظهرت متأخرة نسبياً مقارنة بظهور المصارف التجارية.

ويلاحظ عند تتبع مراحل نشأة البنوك المركزية أنها غالباً ما تنشأ كبنك تجاري هام تمنحه الحكومات سلطات الإصدار، ورغم أن مصرف السويد الذي تأسس عام 1656 يعد أول المصارف المركزية وجوداً، فإن مصرف إنجلترا الذي تأسس عام 1694 يعتبر أول مصرف إصدار يقوم بدور المصرف المركزي.¹

وخلال النصف الثاني من القرن التاسع عشر أخذت البنوك المركزية تنتشر في الدول الأوروبية، وبدأت تدريجياً تباشر وظيفتها الرئيسية في الرقابة على الائتمان من حيث كميته ونوعه وسعره، ومع القرن العشرين استقرت الأوضاع تقريباً بالنسبة للبنوك المركزية حيث امتنع أغلبها تدريجياً عن القيام بالأعمال التجارية، كما اقتصر حق إصدار البنكنوت على البنوك المركزية وحدها.²

أما فيما يخص مفهوم البنك المركزي فقد تعددت المفاهيم التي يقدمها الاقتصاديون للبنك المركزي كون أي تعريف له يرتبط بوظائفه المتطورة، وإجمالاً يمكن استخلاص المفاهيم التالية: "البنك المركزي هو تلك المؤسسة التي تشغل مكاناً رئيسياً في سوق النقد وهو الذي يقف على قمة النظام المصرفي، ويهدف أساساً إلى خدمة الصالح الاقتصادي العام في ظل مختلف النظم النقدية والمصرفية"³، و"البنك المركزي يتمتع بشخصية اعتبارية مستقلة ويستمد وجوده كمؤسسة عامة ويقوم بجميع أعماله وفقاً لأحكام القانون وله الحق في أن يمتلك ويتصرف في ممتلكاته وأن يتعاقد وأن يقيم الدعاوي، وتقام عليه باسمه ويكون له ختم خاص به ويعفى من كافة الضرائب والرسوم، وأهداف البنك المركزي هي الحفاظ على الاستقرار النقدي."⁴

❖ **خصائص البنك المركزي:** للبنك المركزي مجموعة من الخصائص التي تعكس دوره وأهميته وهي كالآتي:

¹ حسين بني هاني، مرجع سابق، ص: 188.

² إسماعيل محمد هاشم، مذكرات في النقود والبنوك، دار النهضة العربية، بيروت، 1996، ص: 44.

³ صبيح تادريس قريصة-مدحت محمد العقاد، النقود والبنوك والعلاقات الاقتصادية الدولية، دار النهضة العربية، بيروت، لبنان، 1983، ص: 124.

⁴ فائق شقير-عاطف الأخرس-عبد الرحمان سالم، محاسبة البنوك، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة، عمان، الأردن، 2000، ص: 18-17.

- 1- يقوم البنك المركزي بإصدار ما يعرف بالنقود القانونية "أي تحويل الأصول الحقيقية إلى أصول نقدية وتحويل الأصول النقدية إلى أصول حقيقية"¹، وهكذا يتركز الإصدار في يد بنك واحد تدعمه الدولة فيضفي على هذه الهيئة قدرا كبيرا من الثقة.
- 2- النقود القانونية التي يصدرها البنك المركزي تختلف عن أنواع النقود الأخرى (نقود الودائع)، فهي تتميز بخصائص معينة كونها نقود مقبولة عامة ولها قوة إبراء غير محدودة وتتميز بسيولتها التامة عكس نقود الودائع التي تصدرها البنوك التجارية وبشكل متعدد.
- 3- لا توجد مصادر متعددة ومستقلة مصدرة للنقود بل هناك وحدة مركزية واحدة تشرف على الإصدار، مع إمكان وجود فروع للبنك المركزي لتسهيل مهامه ولكي تكون أكثر دقة وتنظيما.
- 4- لا يتعامل البنك المركزي مباشرة مع الأفراد، ويتم ذلك بشكل غير مباشر من خلال تعامله مع البنوك التجارية والسوق النقدية والمالية، فالبنك المركزي لا يقبل ودائع الأفراد في حين أن وظيفة قبول الودائع تعد من أهم وظائف البنوك التجارية.
- 5- يختلف هدف البنك المركزي عن هدف البنوك التجارية أو المشروعات الخاصة من حيث تحقيق الربح، فيجب أن يكون هدفه تحقيق مصلحة الاقتصاد القومي من خلال تنظيم سير الائتمان وكذلك إتباع السياسات النقدية، وبالتالي فهو لا يضع ضمن أولوياته تحقيق الربح في تعاملاته.
- 6- يمثل البنك المركزي مركز الصدارة وقمة الجهاز المصرفي، وذلك لقدرته على إصدار النقود والرقابة على أحوال الائتمان في البلاد من خلال الرقابة على البنوك التجارية والتأثير في قدرتها على خلق النقود، وهناك علاقة وثيقة بين البنك المركزي والحكومة من حيث أنه الموجه العام للاقتصاد وهو ما يعني ضرورة ملكية الدولة لهذا البنك، كما يعد البنك المركزي مستشارها المالي ويطلق عليه اسم بنك الدولة.

❖ **وظائف البنك المركزي:** رغم أن النشاط الذي تقوم به البنوك المركزية يختلف باختلاف طبيعة الهيكل الائتماني لكل دولة وخصائص البنية الاقتصادية التي يزاوئ البنك نشاطه فيها، فقد وجد أن هناك قدرا من التماثل بين الوظائف الأساسية التي تؤديها في مختلف الدول²، وتتمثل الوظائف الأساسية للبنك المركزي فيما يلي:

¹ مصطفى رشدي شيحة، الاقتصاد النقدي والمصرفي، الدار الجامعية، مصر، 1985، ط5، ص: 178.

² عبد النعيم مبارك، مبادئ علم الاقتصاد، الدار الجامعية، مصر، 1997، ص: 441.

البنك المركزي بنك إصدار: "إن عملية إصدار النقد الورقي هي إحدى الوظائف الأساسية والهامة للمصارف المركزية، وتأتي أهمية هذه الوظيفة من الدور الذي تحتله النقود الورقية في حياة المجتمعات في الوقت الحاضر".¹

ويوفر تركيز هذه الوظيفة في يد بنك واحد عاملي الثقة والاستقرار للنقود المصدرة، غير أن سلطة الإصدار ليست مطلقة بل يجب توفر غطاء لها "أي الحصول على رصيد احتياطي للعملة قبل القيام بعملية الإصدار"²، حيث ظهر عدد من نظم الإصدار المختلفة والتي يمكن أن نميزها على النحو الآتي: *
- نظام الغطاء الذهبي الكامل - نظام الإصدار الجزئي الوثيق - نظام غطاء الذهب النسبي. - نظام الحد الأقصى للإصدار - نظام الإصدار الحر.

البنك المركزي بنك البنوك: يعتبر البنك المركزي ذو أهمية خاصة بالنسبة للبنوك التجارية فهو المقرض الأخير للنظام الائتماني ككل، وفي إطار وظيفته كبنك للبنوك فهو يقوم بـ

- الاحتفاظ بالاحتياطيات النقدية: "بمعنى أن البنوك الأخرى تتعامل مع البنك المركزي بالضبط كما يتعامل العملاء مع بنوكهم، وعلى ذلك فهو يتلقى ودائع فوائض البنوك سواء تم ذلك بصفة اختيارية أو إلزامية، كما يقوم بإقراض البنوك حين تعوزها السيولة لمقابلة احتياجات العملاء للسحب أو لأغراض الائتمان".³

- الإشراف على عمليات المقاصة: يلجأ بعض العملاء إلى تقديم شيكات مسحوبة على حسابات جارية لدى بنوك أخرى وهذا لتحصيلها لدى بنوكهم، ويتم ذلك عن طريق قسم المقاصة بالبنك المركزي، حيث يقوم البنك المركزي بتسوية الفروقات بين المصارف المختلفة، وبما أن البنوك التجارية لديها احتياطيات نقدية لدى البنك المركزي فهذا يسهل تسوية الحسابات في دفاتر البنك المركزي وتكون الصورة واضحة على المبالغ المستحقة لكل بنك.

البنك المركزي بنك الحكومة ومستشارها المالي: تربط البنك المركزي بالحكومة في مختلف دول العالم روابط وثيقة فهو مصرفها ومستشارها المالي، بحيث يقدم لها خبرته فيما يتعلق بالأمور النقدية والمالية، كما تحتفظ الدولة بودائعها لدى البنك المركزي، "ويتولى القيام بالأعمال المصرفية الخاصة بالقطاع الحكومي والقطاع العام، كما أنه الجهة التي تودع لديها الأرصدة العامة والضرائب -الإيرادات العامة- وغير ذلك، كما أنه يمثل جهة الإقراض التي يمكن للدولة أن تلجأ إليها للحصول على قروض وتسهيلات

¹ أحمد زهير شامية، النقود والمصارف، دار زهران للنشر، الأردن، 1993، ص: 308.

² ضياء مجيد الموسوي، مرجع سابق، ص: 250

* للتعرف أكثر على هذه الأنظمة أنظر: إسماعيل محمد هاشم، مرجع سابق، ص: 77-80.

³ أحمد صلاح عطية، محاسبة الاستثمار والتمويل في البنوك التجارية، الدار الجامعية، مصر، 2002/2003، ص: 11.

ائتمانية لمقابلة عجز الموازنة العامة"¹، "وكذلك يتولى البنك إضافة إلى وظيفة مصرف الحكومة مهمة تقديم المشورة إلى الحكومة في الشؤون النقدية والائتمانية نظرا لعلاقته الوثيقة مع البنوك التجارية من ناحية ومن ناحية أخرى يستند إلى خبرته الطويلة في الأمور النقدية والائتمانية."²

البنك المركزي رقيباً على الائتمان: "إن وظيفة المصرف المركزي في الرقابة على الائتمان تعتبر من الوظائف المهمة جداً وذلك في مختلف البلدان الرأسمالية والبلدان ذات الاقتصاد المختلط، وأهمية هذه الرقابة تأتي للصلة الوثيقة بسن حجم الائتمان، حيث يرتبط بهذا الحجم وسائل الدفع، وأثر هذا على مستويات الأسعار"³، وهي وظيفة ترتبط بتحقيق الاستقرار في أسواق المال والنقد، وهو السبيل لتحقيق الاستقرار النسبي للاقتصاد القومي، وتصنف وسائل البنك المركزي في الرقابة على الائتمان إلى ثلاثة أنواع هي:

- الرقابة الكمية: هذا النوع من الرقابة يهدف إلى التأثير في حجم الائتمان (كميته) ولا شأن لهذه الرقابة بنوعية الائتمان، وسبل تنفيذ هذا التأثير سبل غير مباشرة.
 - الرقابة الكيفية: تهدف الرقابة الكيفية إلى توجيه الائتمان إلى وجوه الاستعمال المرغوب فيها وذلك بالتمييز في السعر أو في مدى توافر الائتمان.
 - الرقابة المباشرة: "تنصب هذه الرقابة على الجانب الكمي والكيفي لعملية الائتمان، ويقصد بذلك ما يباشره البنك المركزي تجاه البنوك التجارية من إقناع أدبي لكي تتصرف بالاتجاه الذي يرغبه."⁴
- 2-2- البنوك التجارية:** تعد البنوك التجارية أحد أهم ركائز التقدم الاقتصادي، فهي تساهم في تمويل المشاريع الاستثمارية واشباع الحاجات المتعددة للعملاء سواء أفراد أو مؤسسات، كما تساهم في توسيع حجم السوق من خلال تيسير وتنشيط المعاملات المالية والتجارية.
- ❖ **تعريف البنوك التجارية:** يعرف البنك التجاري على أنه "مؤسسة تعمل في السوق النقدية وتطلع أساساً بتلقي الودائع القابلة للسحب لدى الاطلاع أو بعد أجل"⁵، وقبول البنوك التجارية للودائع أدى إلى تسميتها أحياناً ببنوك الودائع لما تتميز به عن المصارف الأخرى من قبول الودائع تحت الطلب

¹ أحمد فريد مصطفى، سهير محمد السيد حسن، النقود والتوازن النقدي، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية، مصر، 2000، ص: 299.

² محمد مروان السمان، محمد ظافر محبك، أحمد زهير شامية، مبادئ التحليل الاقتصادي، دار الثقافة للنشر والتوزيع، الأردن، 1998، ص ص: 252-253.

³ خالد علي الدليعي، مرجع سابق، ص: 103.

⁴ محمد أحمد الراز، محاضرات في النقود والبنوك، مكتبة القاهرة الحديثة، مصر، 1974، ص: 45.

⁵ مروان عطون، المؤسسات النقدية، المطبوعات الجامعية، جامعة قسنطينة، الجزائر، 1982، ص: 56.

والحسابات الجارية وينتج عنه ما يسمى خلق النقود¹، كما يمكن النظر إلى الجانب الآخر لهذه البنوك والذي يتمثل في استخداماتها، حيث أنها تعرف كذلك بعبارة بنوك قرض بما أن وظيفتها هي تعبئة ادخار المودعين تحت صيغة الودائع تحت النظر وإعادة تدويرها عن طريق القرض لأجل قصير.²

ويمكن القول بصفة عامة أن النظم المصرفية في البلاد الأوروبية قد تأثرت في وظائفها إلى حد ما باختلاف مراحل تطورها الاقتصادي، إلا أن هذا الاختلاف بدأ بالزوال مع ظهور مفهوم البنوك الشاملة. ❖ **خصائص البنوك التجارية:** للبنوك التجارية مجموعة من الخصائص التي تميزها عن بقية البنوك والمؤسسات المالية الأخرى، ونورد أهم العناصر التي تصنع هذا الفرق فيما يلي:

- مبدأ التدرج: حيث تتواجد البنوك التجارية في الدرجة الثانية من الترتيب الرأسي للجهاز المصرفي، وهذا بعد البنك المركزي الذي يعتبر في قمة هذا الترتيب ويباشر رقابته عليها بوسائل مختلفة.
- رأينا فيما سبق أن لكل دولة بنك مركزي واحد وهو ما يمثل التطبيق الصحيح لمبدأ "وحدة بنك"، غير أن البنوك التجارية تتعدد وتتنوع وتنتشر عبر العديد من المناطق وحتى خارج الدولة الأم ولا يحدها في ذلك غير حجم السوق وفرص الربح المتوقعة.
- "تميز المصارف التجارية بخاصية توليد ودائع جارية (تحت الطلب) جديدة من خلال عمليات الإقراض والاستثمار في الأوراق المالية المختلفة، والودائع الجارية الجديدة (المشتقة) تشكل نقود لم تكن موجودة أصلاً وتستمد صفة النقود من كونها قابلة للسحب بصكوك"³، وتتعدد المصادر بالنسبة لهذه النقود باختلاف البنك التجاري كما تتباين أشكالها، أما النقود القانونية التي يصدرها البنك المركزي فهي ذات مصدر وحيد وشكل محدد لجميع وحداتها، كما أنها متماثلة في قيمتها "المطلقة" بصرف النظر عن اختلاف الزمان والمكان.
- تعد البنوك التجارية مشروعات رأسمالية هدفها الأول هو تحقيق الربح، وهي تسعى للتوسع وانتهاز الفرص المتاحة أمامها لزيادة توظيفاتها بعكس ما يهدف إليه البنك المركزي من تحقيق للتوازن ودعم للاستقرار المالي والاقتصادي.

2-3- البنوك المتخصصة: تعد البنوك المتخصصة من المؤسسات التي تضطلع بدور تنموي هام وأساسي في مجالات متعددة، وهي في ذلك تمارس نوعاً من التخصص باتجاه قطاع اقتصادي معين تركز فيه

¹ زياد سليم رمضان، إدارة الأعمال المصرفية، دار الصفاء للنشر والتوزيع، الأردن، 1997، ط6، ص: 21.

² Pascal Gouchon, *Vocabulaire d'actualité économique*, Edition ellipses, Paris, 1994, P : 30.

³ رضا صاحب أبو حمد آل علي، إدارة المصارف "مدخل تحليلي كمي معاصر"، دار الفكر للطباعة والنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2002، ص: 2.

نشاطها التمويلي والخدمي بشكل احترافي يمكنها من دعم عملياته وأنشطته المختلفة، في مسعى متكامل للهيوز بمختلف القطاعات الاقتصادية والاستراتيجية منها خاصة.

❖ تعريف البنوك المتخصصة: يعرف الباحثون والعاملون في المجال المالي والمصرفي البنوك المتخصصة بأنها البنوك التي تقوم بالعمليات المصرفية التي تخدم نوعا معينا من النشاط الاقتصادي، وفقا للقرارات الصادرة بتأسيسها، والتي لا يكون قبول الودائع تحت الطلب من أوجه أنشطتها الأساسية.¹

يتضح مما سبق أن البنوك المتخصصة هي مؤسسات بنكية تتوجه لخدمة وتمويل قطاع معين، والتخصص المشار إليه مقصود بذاته بغرض حصر أنشطة هذه البنوك في مجال محدد دون غيره من المجالات.

وتأسيسا على المفهوم السابق أيضا، تختلف طبيعة وأجال القروض والتسهيلات التي تمنحها البنوك المتخصصة حسب النوع النشاط الذي يتم التعامل معه، على سبيل المثال في بنوك التجارة الخارجية قد يصل أجل القروض إلى ستة أشهر، بينما يصل في البنك العقاري إلى ما يقرب من 30 سنة، من ناحية ثانية تنحصر موارد البنوك المتخصصة في مصادر أخرى بخلاف الودائع تشمل رأس المال، والاحتياطيات، والسندات، والقروض المستثمرة من قبل البنوك التجارية، ونتيجة لذلك لا تستطيع تلك البنوك أن تنطلق بلا حدود في أنشطتها، حيث ترتبط في المقام الأول بقدر الموارد المتاحة لديها بعكس الحال بالنسبة للبنوك التجارية التي تتوافر لديها موارد طائلة نتيجة تلقيها الودائع، ومن ثمة يمكنها الانطلاق في أنشطتها إلى أبعد مدى.²

بيد أن المتغيرات الراهنة في المجال المالي والمصرفي فتحت آفاقا واسعة أمام هذه المؤسسات المتخصصة، في مجال إتاحة الموارد المالية وإقراضها، حيث أصبح بإمكانها الحصول على الودائع بشروط معينة كما سمح توريق الديون والقروض لها أن تتوسع في أنشطتها وأعمالها.

❖ خصائص البنوك المتخصصة: تتميز البنوك المتخصصة بمجموعة من الخصائص التي من خلالها يتضح الفرق بينها وبين غيرها من المؤسسات المالية والمصرفية الأخرى، ورغم تعدد أنواع وأشكال هذه البنوك وتباين مجالات عملها فإنها تشترك بصفة عامة في الخصائص الآتية:³

¹ حسين بني هاني، مرجع سابق، ص: 231.

² أحمد صلاح عطية، مرجع سابق، ص: 16-17.

³ عبد الغفار حنفي، إدارة المنشآت المتخصصة "إدارة البنوك"، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 1997، ص: 97.

- لا تتلقى الودائع من الأفراد وإنما تعتمد على رؤوس أموالها وما تصدره من سندات تستحق الدفع بعد آجال طويلة، وما تعقده من قروض طويلة الأجل تحصل عليها من البنك المركزي والبنوك التجارية.
 - قد يكون جانب من أهداف هذه البنوك قومياً اجتماعياً، لذلك قد تساعد الدولة وتمنحها القروض بسعر فائدة مميز.
 - لا يقتصر نشاط هذه البنوك على عمليات الإقراض فقط، بل قد تقوم بالاستثمار المباشر إما عن طريق إنشاء مشروعات جديدة، أو المساهمة في رؤوس أموال المشروعات وتقديم الخبرات الفنية والمشورة في مجال تخصص البنك.
- ويمكن ملاحظة هذه الخصائص والفروق من خلال دراسة ميزانية هذه البنوك ومقارنتها بميزانيات البنوك الأخرى كالبنوك التجارية مثلاً، وهذا من جانب الأصول والخصوم، فالبنوك المتخصصة تتميز بعدم تلقىها لودائع الأفراد إلا أشكال محددة ومعينة ويكون اعتمادها بشكل رئيسي على رؤوس أموالها ومساهماتها وما تصدره من سندات والإعانات التي تقدمها جهات أخرى كالدولة، فيما نجد أن البنوك التجارية تتلقى ودائع الأفراد والتي تشكل النسبة الأكبر من مواردها فيما يشكل رأس مالها بالنسبة لمجموع أصولها نسبة ضئيلة، أيضاً وفيما يخص الاستخدامات نجد أن البنوك المتخصصة تدعم وتمول المشاريع التي تتسم بطول آجالها فيما تعتمد البنوك التجارية على ودائعها في تمويل النشاطات التي تتميز بقصر آجال استحقاقها وهي عموماً أنشطة تجارية بعكس البنوك المتخصصة والتي تتوجه لدعم النشاطات التنموية بمختلف القطاعات.
- ❖ أشكال البنوك المتخصصة ووظائفها: يتوقف نوع البنك وتخصصه على العلاقة بين الودائع التي تودع لديه وطريقة استثمارها، وتختلف طريقة الاستخدام للموارد المالية للبنك في العمليات المصرفية التجارية قصيرة الأجل ومنح قروض متوسطة أو طويلة الأجل، واستثمارها في إنشاء المشروعات الصناعية أو التجارية أو الاشتراك في إنشاءها، ولهذا نرى أنواعاً متعددة من البنوك.¹
- حيث تتعدد وتنوع وظائف البنوك المتخصصة حسب المجال والنشاط الذي تخدمه، كما يتعدد ما تضعه من إمكانيات وأدوات لصالح عملائها بهذه الأنشطة، وفيما يلي استعراض لأهم أشكال هذه البنوك ووظائف كل شكل منها:

¹ أحمد نور، محاسبة المنشأة المالية-البنوك وشركات التأمين، دار النهضة العربية للطباعة والنشر، بيروت، لبنان، 1984، ص ص: 11-

بنوك الاستثمار: من الصعب وضع تعريف محدد لبنوك الاستثمار وذلك بسبب تعدد الأنشطة التي تضطلع بها في الوقت الحاضر، فهي تسمى بنوك تجارة في إنجلترا "Merchant Banks"، وفي الولايات المتحدة الأمريكية بنوك استثمار "Investment Banks"، وفي فرنسا بنوك أعمال "Banques d'Affaires".¹

على أنه مهما اختلفت التسميات فإن الدور الأساسي لهذه البنوك هو الإسهام في تمويل وإدارة الاستثمارات لتحقيق التنمية، وعموماً يمكن حصر أهم الوظائف التي تقوم بها تلك البنوك في الآتي:²

- التعرف على فرص الاستثمار ودراسة جدواها الاقتصادية، ثم الإشراف والمشاركة في تأسيس المشروعات الجديدة، واتخاذ السبل الكافية للترويج لها، وتدير أوجه التمويل وكذا الكوادر الإدارية اللازمة لإدارتها.

- تقديم المشورة الفنية لمشروعات الاستثمار القائمة، وإصدار الاستشارات المالية في عمليات الاندماج والسيطرة وإعادة تنظيم الشركات وإنشاء الشركات التابعة، فضلاً عن تقديمها للاستشارات القانونية في مجالات الإصدارات الجديدة وعمليات البورصة.

- تيسير عمليات التجارة الدولية من خلال تقديم بعض الخدمات الهامة في هذا المجال مثل قبول الأوراق التجارية اللازمة لتمويل عمليات التجارة الخارجية، وممارسة عمليات التعزيز المصرفي، وقبول ودفع قيمة السلع المستوردة للمشروعات الاستثمارية، ومنح كفالات الإفراج عن السفن.

- تقديم مجموعة من الخدمات الهامة في مجال سوق الصرف الأجنبي، مثل توفير العملات الأجنبية بالكميات المطلوبة للعملاء.

وقد أدى الدور الهام الذي تلعبه بنوك الاستثمار إلى تحول بعضها لبنوك قابضة لعدد كبير من الشركات التابعة والتي فضلت بدورها التعامل مصرفياً مع البنك الأم، الأمر الذي أوجد نوعاً من التداخل في وظائف بنوك الاستثمار مع البنوك التجارية.

البنوك الصناعية: تعرف هذه البنوك على أنها "بنوك تهدف بصفة خاصة إلى تقديم العديد من التسهيلات المباشرة وغير المباشرة إلى المنشآت الصناعية لفترات متوسطة وطويلة الأجل، كما تسهم في إنشاء الشركات الصناعية، وبذلك تخرج من مفهوم البنوك التجارية التي تعتمد على الإقراض قصير الأجل".³

¹ عبد النعيم مبارك، مرجع سابق، ص: 438-473.

² أحمد صلاح عطية، مرجع سابق، ص: 15-16.

³ خالد أمين عبد الله، العمليات المصرفية 'الطرق المحاسبية الحديثة'، دار وائل للنشر، عمان، الأردن، 2000، ط2، ص: 19.

بالتالي فمجال عمل هذه البنوك هو المجال الصناعي وبذلك تنحصر وظائفها في:¹

- تأمين الموارد اللازمة للعمليات الجارية في المشروعات الصناعية بما تنطوي عليه من مواد خام وأجور وخلافه.
- تأمين الموارد اللازمة للعمليات الرأسمالية في المشروعات الصناعية كما في حالة التوسعات، والتجديدات، وإضافة خطوط إنتاجية جديدة.
- تأمين الموارد اللازمة لتأسيس وإنشاء المشروعات الصناعية الجديدة بما ينطوي عليه ذلك من دراسات جدوى ومباني وآلات وتجهيزات وخلافه.

البنوك الزراعية: هي البنوك التي تقدم خدماتها إلى القطاع الزراعي عن طريق تمويل شراء البذور والتقايي والأسمدة والمبيدات، واستئجار الآلات الزراعية والمساهمة في تنمية الثروة الحيوانية، وبما أن هذه الخدمات الزراعية تعتمد على دورات موسمية، لذلك تكون فترات التمويل متوسطة الأجل ومرتبطة بالمواسم الزراعية²، وتمتد وظائف هذه البنوك لتشمل:³

- تمويل العمليات الجارية للمشروعات الزراعية القائمة عن طريق منح السلف النقدية والعينية للمزارعين لتولي أعباء إعداد وتمهيد الأرض للزراعة والتسميد والحصاد وتربية المواشي والدواجن والمناحل وغيرها.
- تمويل العمليات الرأسمالية للمشروعات الزراعية التي تقوم بزيادة طاقتها الإنتاجية عن طريق إضافة مساحات جديدة أو شراء آلات زراعية جديدة أو إنشاء مناحل أو خطوط إنتاج وتسمين دواجن وحيوانات.
- تمويل عمليات استصلاح الأراضي الجديدة بما يحقق هدف التوسع الأفقي.

- تمويل عمليات التوسع الرأسي لتحسين نوعية وإنتاجية المحاصيل الزراعية والمناحل وغيرها.

البنوك العقارية: هي البنوك التي تتعامل مع قطاع معين هو قطاع الإسكان والمرافق والذي يحتاج إلى توافر أموال كبيرة ومستعدة للتوظيف لأجل طويلة وبأسعار مناسبة تقابل طول مدة القرض والمخاطر التي يتعرض لها الادخار.⁴

¹ أحمد صلاح عطية، مرجع سابق، ص: 17.

² خالد أمين عبد الله، مرجع سابق، ص: 19.

³ أحمد صلاح عطية، مرجع سابق، ص: 18.

⁴ زينب عوض الله، أسامة محمد الفولي، مرجع سابق، ص: 177.

ويتحقق مردودان مصاحبان لنشاط هذا النوع من البنوك، أحدهما مردود اقتصادي والآخر مردود اجتماعي للدولة.

يتمثل المردود الاقتصادي في الدخل العائد على البنك المتمثل في الفرق بين أسعار بيع الوحدات المبنية وتكاليف تشييدها، ويتمثل المردود الاجتماعي في إسهام البنك في توفير عدد كبير من الوحدات المبنية سواء لأغراض السكن أو لأغراض أخرى، مما يلبي احتياجات قطاعات عديدة من الأفراد ذوي المستويات الاقتصادية المتفاوتة، ويتوفر لدى هذا النوع من البنوك المتخصصة أطعم من الخبراء والمتخصصين في مجالات الأنشطة العقارية بأنواعها بما فيها إعداد دراسات الجدوى الاقتصادية والفنية، من ناحية ثانية تعد المخاطر التي تتعرض لها البنوك العقارية أقل بكثير من مخاطر البنوك الزراعية نتيجة حصول الأولى على ضمانات عقارية كافية.¹

ثالثاً: تعريف السوق المالية وتقسيماتها

تزايدت الأهمية التي حظيت بها الأسواق المالية خلال العقود الأخيرة من القرن العشرين، وأضحت هذه الأسواق في القرن الحالي سمة مميزة للاقتصاديات الرأسمالية المتقدمة والقناة الأهم التي يتم من خلالها تمويل الاقتصاد والتقدم التكنولوجي السريع، ورغم ما قد يرتبط بعمل هذه الأسواق من اضطرابات تتحول في بعضها إلى أزمات مالية شديدة فإن دورها أخذ في التنامي في الدول ذات الاقتصاديات الناشئة وحتى تلك النامية.

1- تعريف السوق المالية

تعرف السوق المالية بأنها: أحد قنوات جمع المدخرات المالية وتوجيهها لتمويل مختلف المشاريع الاستثمارية بهدف إحداث دفع في عجلة التنمية الاقتصادية²، كما تعرف أنها بمثابة آلية يتم من خلالها تحويل الموارد المالية من الوحدات الاقتصادية المدخرة، والتي يتوافر لديها فوائض مالية وتمثل عرض الأموال، إلى الوحدات الاقتصادية التي تعاني من عجز في الموارد المالية وتعكس الطلب على الأموال.³ أي أن السوق المالي حلقة وصل بين القطاعات التي تقوم بالادخار وتأخذ الأشكال (الأفراد، الحكومة، منشآت الأعمال) وبحاجة إلى توظيف مدخراتها في مشروعات أكثر فائدة، والقطاعات المنتجة

¹ أحمد صلاح عطية، المرجع السابق، ص: 19.

² صالح محمد الحناوي، جلال إبراهيم العبد، بورصة الأوراق المالية: بين النظرية والتطبيق، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2005، ص: 21.

³ وليم عاطف اندراوس، سوق الأوراق المالية بين ضرورات التحول الاقتصادي التحرير المالي ومتطلبات تطويرها، دار الفكر الجامعي الإسكندرية، مصر، 2006، ص: 15.

التي هي بحاجة إلى المصادر المالية التي تساعد على الاستمرار في تأدية وظيفتها الاقتصادية وتعد منشآت الأعمال الأوسع طلباً للأموال بسبب طبيعتها الاستثمارية.¹

كما تعرف على أنها ذلك الإطار الذي يجمع بائعي الأوراق المالية بمشتريها بغض النظر عن الوسيلة التي يتحقق بها أو المكان الذي يتم فيه، ولكن بشرط توفر قنوات اتصال فعالة فيما بين المتعاملين في السوق تجعل الأثمان السائدة في أي لحظة واحدة بالنسبة لأية ورقة مالية متداولة فيها.²

2- أقسام السوق المالية

تعاظم الدور الذي تؤديه هذه الأسواق في النظم الاقتصادية المعاصرة وأضحت في الدول المتقدمة قناة رئيسية في التوسط بين المقرضين والمستثمرين، وتنقسم هذه الأسواق إلى قسمين رئيسيين وهما:

1-2 سوق رأس المال: وهي السوق التي تهتم بالاستثمارات طويلة الأجل والتي تنفذ إما في صورة قروض مباشرة طويلة الأجل أو في صورة إصدارات لأوراق مالية طويلة الأجل حيث تمتاز بالتنظيم ووجود وكلاء متخصصين في الصفقات المالية الكبيرة³، وتنقسم هذه السوق بدورها إلى أسواق آجلة يتم تنفيذ عقودها في وقت لاحق وأسواق حاضرة يطلق عليها أحياناً تسمية أسواق الأوراق المالية حيث تنتقل ملكية الورقة إلى حائزها فور إتمام الصفقة وتضم سوق أولية للإصدار وأخرى ثانوية يتم فيها تداول الإصدارات التي تمت في السوق الأولى.⁴

كما تنقسم السوق الثانوية إلى أسواق منظمة وأسواق غير منظمة تتمثل الأولى فيما يعرف بالبورصة في حين يشمل النوع الثاني السوق الثالث الذي يضم السماسرة غير الأعضاء في البورصة والسوق الرابع الذي يتكون من بيوت السمسرة والأفراد الأغنياء الذين يعملون فيما بينهم في شراء وبيع الأوراق المالية بأحجام كبيرة.⁵

2-2 السوق النقدية: تمثل هذه السوق الإطار الذي يتم من خلاله انتقال رؤوس الأموال قصيرة الأجل بين عارضي هذه الأموال ومن يحتاج إلى تغطية احتياجاته التمويلية القصيرة غالباً، وتنقسم السوق النقدية إلى سوق أولي يتم فيه طرح الإصدارات النقدية بأسعار فائدة تتحدد حسب مصدر الأموال

¹ عبد النافع عبد الله الزراري، غازي فرح، الأسواق المالية، دار وائل للنشر عمان، 2000، ص: 19.

² أنس البكري، وليد الصافي، الأسواق المالية والدولية، دار المستقبل للنشر والتوزيع، عمان، 2009، ص: 16.

³ حسين بني هاني، الأسواق المالية: طبيعتها، تنظيمها، أدواتها المشتقة، دار الكندي، عمان، 2002، ص: 15.

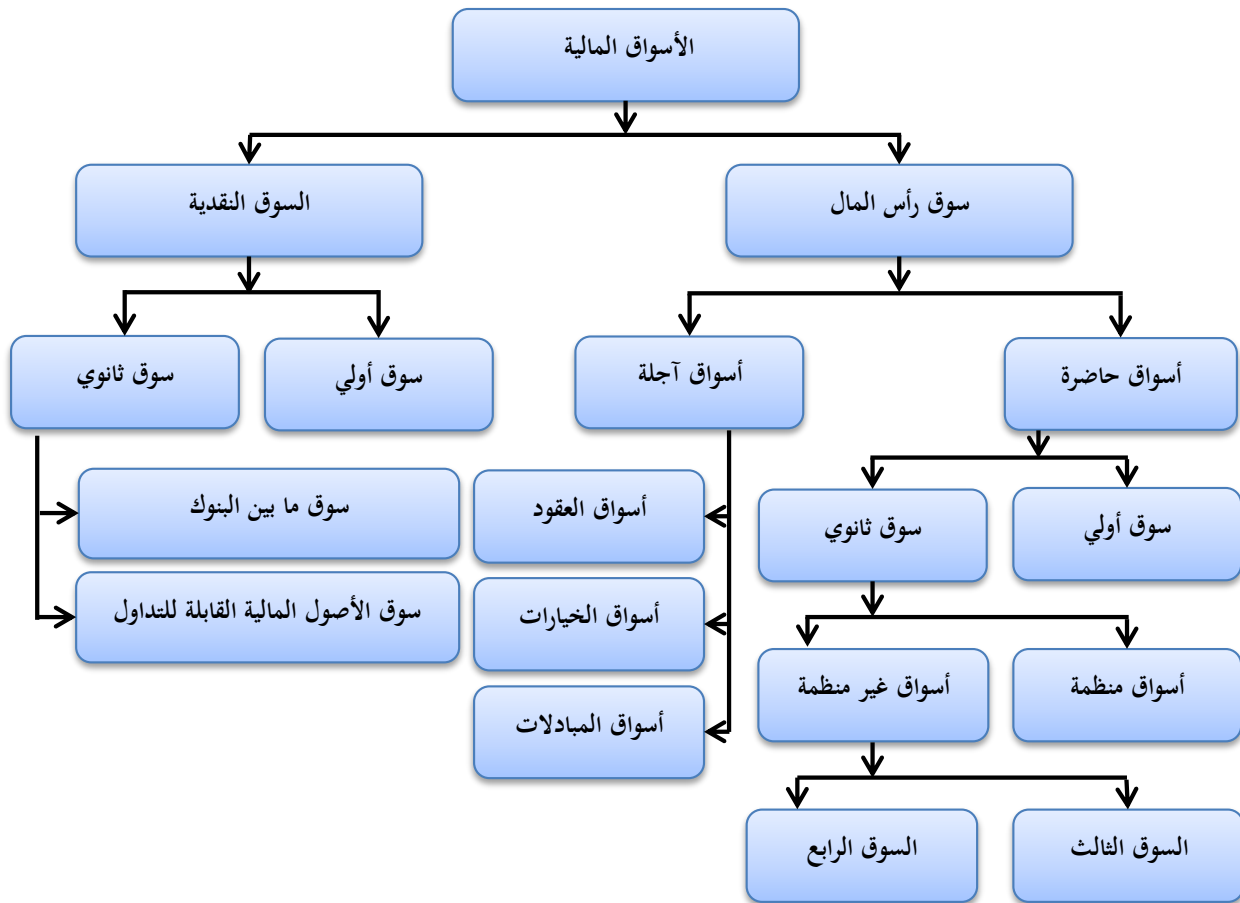
⁴ عبد الغفار حنفي، رسمية زكي قرياقص، الأسواق والمؤسسات المالية، الدار الجامعية، مصر، 2004، ص: 243-244.

⁵ منير إبراهيم هندي، الأوراق المالية وأسواق رأس المال، منشأة المعارف، الإسكندرية، 2006، ص: 109-111.

وسمعة المقترض والسوق الثانوية التي يتم فيها تداول الإصدارات السابقة بأسعار يحددها الطلب والعرض.¹

بدوره السوق الثانوي يمكن تقسيمه إلى: سوق ما بين البنوك (Marché Interbancaire) والذي يتدخل فيه بشكل حصري البنك المركزي، البنوك، الخزينة العمومية، ويمثل المفهوم الضيق للسوق النقدي، وسوق الأصول المالية القابلة للتداول الذي يتم فيه تداول أوراق مالية قصيرة الأجل وهو مفتوح أمام كافة الوحدات (أفراد، مؤسسات اقتصادية، هيئات حكومية) ويمثل المفهوم الواسع لسوق النقد، والشكل الموالي يوضح أقسام السوق المالية:

شكل رقم (09): أقسام السوق المالية



المصدر: عباس كاظم الدعي، السياسات النقدية والمالية وأداء سوق الأوراق المالية، دار صفاء للنشر والتوزيع عمان، 2010، ص: 145.

عموما فإن المؤسسات المالية تقسم وفقا لدليل الإحصاءات النقدية والمالية الصادر عن صندوق النقد الدولي إلى وسطاء ماليين ومؤسسات مالية مساعدة حسب ما يلي:²

¹ السيد متولي عبد القادر، الأسواق المالية والنقدية في عالم متغير، دار الفكر للنشر والتوزيع، عمان، 2010، ص: 93-94.

² صندوق النقد الدولي، دليل الإحصاءات النقدية والمالية، 2000، ص: 16-20.

الوسطاء الماليون: يشمل الوسطاء الماليون المؤسسات المالية التي تمارس نشاطا إنتاجيا من خلال الحصول على أموال لحسابها الخاص ومن ثم إعادة توجيهها إلى المؤسسات التي هي بحاجة لهذه الأموال مقابل امتلاك أصول مالية، وتختلف هذه المؤسسات من حيث طبيعة تركيب أصولها وخصومها والأدوات والخدمات المالية التي تقدمها، كما تختلف من دولة إلى أخرى باختلاف خصائصها وتعريفها للنقود بمعناها الواسع، ويشمل هذا التصنيف الأنواع التالية:

- مؤسسات الإيداع: تضم البنك المركزي ومؤسسات الإيداع الأخرى وأهمها: البنوك التجارية، بنوك الاستثمار، بنوك الادخار، اتحادات الائتمان وجمعيات التسليف العقاري، البنوك الريفية والزراعية.

- مؤسسات مالية أخرى: تشمل المؤسسات التي تعنى بصورة رئيسية بتقديم الخدمات المالية ومن أهمها: وسطاء التعاقد: يتمثلون أساسا في شركات التأمين وصناديق التقاعد، وسطاء ماليون آخرون: شركات التمويل، مجمعات الاستثمار المشترك، ضامنو الاكتتاب في الأوراق المالية وتجار الأوراق المالية، وسطاء المشتقات المالية، الوسطاء الماليون المتخصصون.

المؤسسات المالية المساعدة: لا تعمل هذه المؤسسات على الحصول الأموال أو منحها لحسابها الخاص فهي لا تقوم بإصدار أوراق مالية خاصة بها وإنما يتمثل دورها في المساعدة على تمرير وتداول الأوراق المالية التي أصدرتها مؤسسات أخرى، ضمن هذا التصنيف نجد: بورصات الأوراق المالية، السماسرة والوكلاء، شركات الصرافة، شركات التأمين وصناديق التقاعد المساعدة، ...إلخ.

المحور السادس: قنوات التمويل في الاقتصاد

أولاً: التمويل المباشر

ثانياً: التمويل غير المباشر

ثالثاً: أشكال الأنظمة المالية

تمهيد

يعتمد تمويل النشاط الاقتصادي على مدى مناسبة وكفاءة توزيع وتخصيص الموارد المالية في الاقتصاد، وهو ما يتطلب وجود شبكة متطورة من المؤسسات والأسواق المالية فضلاً عن بقية الشروط الموضوعية والمؤسسية التي تسمح لمجموع وحدات النظام المالي بأداء وظائفها على أحسن وجه، ورغم كون هذه الأخيرة تترك في هدفها المتمثل في ضمان تمويل الأنشطة الاقتصادية فإنها تختلف في طريقة تحقيق هذا الهدف وبالضرورة ستختلف النتائج المترتبة على ذلك.

ويأخذ تدفق الأموال في الاقتصاد بشكل عام حسب المفهوم الذي طرحه الاقتصاديان (J. Gurley & E. Shaw, 1960) أحد الشكلين إما تمويلًا مباشرًا وإما تمويلًا غير مباشر، وتترتب على سيادة أحد هذين الشكلين ظهور نمط تمويلي يتجه إما للبنوك أو يتجه نحو الأسواق المالية وفق ما يغرف باقتصاديات المديونية أو اقتصاديات الأسواق المالية.

وسيتيم في هذا المحور استعراض قناتي انتقال الأموال في الاقتصاد ضمن العنصرين الأول والثاني في حين سيخص العنصر الثالث لتوضيح أشكال النظم المالية المترتبة على ذلك مع تدعيم الشرح بأشكال بيانية مساعدة.

أولاً: التمويل المباشر

1- أسلوب التمويل المباشر

يشير إلى العلاقة المباشرة بين أصحاب الفائض وأصحاب العجز دون تدخل أي وسيط آخر سواء بنكي أو غير بنكي، حيث يقوم أصحاب العجز بإصدار أوراق مالية لأصحاب الفائض وتمثل هذه الأوراق في سندات الدين على الدخول المستقبلية أو سندات الدين على الأصول، وتعتبر أصول جديدة بالنسبة للأعوان الذين يتحصلون عليها بينما تعتبر ديون أو التزامات لمن يقومون بإصدارها.¹

إذن يمثل هذا الأسلوب القناة التي يتم من خلالها تلبية احتياجات وحدات العجز بشكل مباشر (من دون تدخل أي وسيط) من قبل وحدات الفائض (Surplus Units)، من خلال إصدار وحدات العجز (Deficit Units) أوراقاً مالية تعرف بالأوراق الأولية يتم تحصيلها مباشرة من قبل وحدات الفائض.²

¹ Frédéric Mishkin, **Monnaie, banques et marchés financiers**, 8 ème édition, Pearson éducation, France, 2004, p: 28.

² Xavier Bradley, Christian Descamps, **Monnaie, Banque, Financement**, Paris, Dalloz, 2005, p: 5.

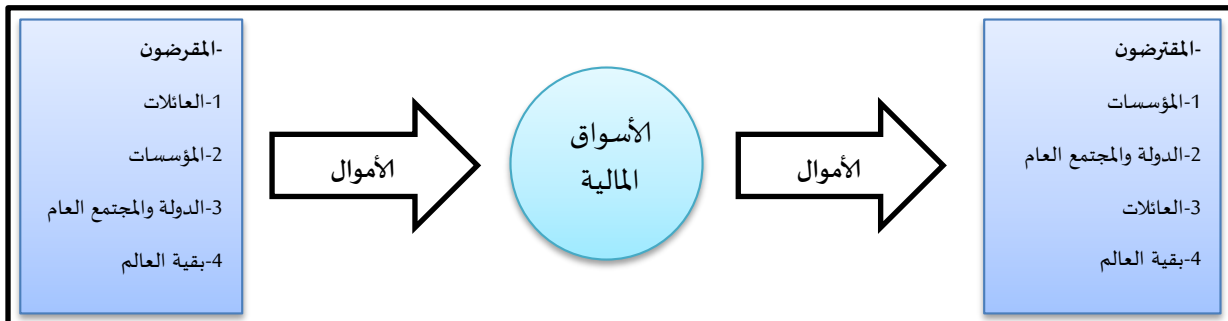
حيث يعرف (Gurley & Shaw) الأوراق المالية الأولية أو المباشرة (Direct Securities) كما تدعى أيضا، على أنها "مجموع كل الديون وكل الأسهم المصدرة من قبل الأعوان غير الماليين"¹ والتي تأخذ شكل أسهم وسندات وغيرها من الأصول المالية الأخرى.

ويوفر التمويل المباشر من خلال الأسواق المالية عددا من الخصائص أهمها القدرة على تخصيص موارد مالية ضخمة لصالح المؤسسات والمستثمرين والحكومات، وكذا تدفقا مهما للمعلومات المتصلة بهذه الأموال والمراكز المالية لمختلف أطراف العملية بالإضافة إلى السرعة الكبيرة في التنفيذ والتكاليف المنخفضة المصاحبة لإتمام الصفقات.

ومن الصعوبات التي تنطوي على هذا النوع من التمويل ما يلي:²

- صعوبة تعارف طرفي العلاقة من حيث الزمان والمكان، خصوصا إذا كان كل منهما في منطقة أخرى بالإضافة إلى تعذر معرفة ما إذا كان ذلك الفرد له فائض مالي إلا إذا كانت هناك معرفة شخصية بينهما.
- صعوبة توافق رغبات الأفراد من حيث المبلغ فقد يكون طرف ما بحاجة إلى أموال أكبر مما يملكه صاحب الفائض المالي.
- عدم قدرة المقرض على تقدير الأخطار التي يمكن أن يتعرض لها، كعدم قدرة المقرض على الوفاء بالتزاماته مما يحد من إمكانية المقرض على إقراض أمواله وتوظيفها.
- عدم قدرة أصحاب الفائض المالي على استرجاع أموالهم لأن التمويل المباشر يتميز بتجميد الأموال إلى غاية تاريخ التسديد.

شكل رقم (10): التمويل المباشر في النظام المالي



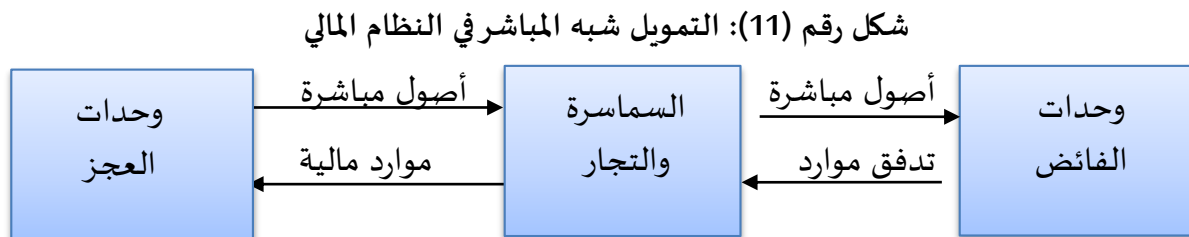
Source : Frédéric Mishkin, **Monnaie, banques et marchés financiers**, 8^{ème} édition, Pearson éducation, France, 2004, p: 28.

¹ Robert Ferrandier, Vincent Koen, **Op. Cit**, P: 21.

² عبد الغفار حنفي، رسمية قرياقص، مرجع سابق، ص 17.

2- أسلوب التمويل شبه المباشر

بالنظر لعدم كفاية الشكل المباشر لإنجاز نموذج لتدفق الأرصدة بين وحدات العجز ووحدات الفائض، ظهر نوع آخر يدعى بالتمويل شبه المباشر، إذ ينشأ هذا النوع من خلال بروز بعض الوحدات (طبيعية، معنوية) لممارسة دور السماسرة والتجار للأصول المالية، والذين يؤثرون بشكل واضح في عملية التقاء أصحاب العجز وأصحاب الفائض، وعلى الرغم من اختلاف دور السماسرة عن دور التجار في إطار تحمل التجار لمخاطر لا يواجهها السماسرة إلا أن كلاهما يمارس دوراً وسيطاً في عملية التقاء تيار الطلب وتيار العرض في الأسواق المالية، ويمكن توضيح كيفية أداء السوق عبر شكل التمويل المباشر والموضح من خلال الشكل التالي:¹



المصدر: محمود محمد الداغر، الأسواق المالية: مؤسسات، أوراق، بورصات، دار الشروق، الأردن، 2005، ص: 41.

من خلال هذا الشكل يمكن ملاحظة توسط السماسرة وتجار الأوراق المالية في انتقال الموارد المالية من وحدات الفائض وما يقابلها من أصول مباشرة (المقترض)، ويتميز السوق المالي شبه المباشر عن سابقه في وجود جهة وسيطة تشارك في انخفاض تكلفة المعلومات أو البحث عن التمويل للعارضين والطالبين على حد سواء، كذلك تساعد هذه الطريقة في تقليل أثر عدم التطابق بين رغبات وحدات العجز وإمكانات وحدات الفائض، فضلاً عن دور الوسيط (السمسار والتاجر) في استيعاب الأعداد المتناثرة من المدخرين.²

ثانياً: التمويل غير المباشر

يتم انتقال الأموال عبر هذه القناة من خلال وسطاء ماليين (بنكيين وغير بنكيين) يتدخلون في عملية التحويل بالشكل الذي يفصل تماماً بين وحدات الفائض ووحدات العجز، حيث يركز التمويل غير المباشر على مفهوم الوساطة المالية والتي يعد (Gurley & Shaw) أول من أعطى تعريفاً لها على أنها

¹ محمود محمد الداغر، مرجع سابق، ص: 40.

² المرجع السابق، ص: 41.

عملية شراء أصول مالية أولية من المقترضين النهائيين مقابل إصدار أصول مالية ثانوية لصالح المقترضين (المدخرين).¹

وفقا لهذا الأسلوب في التمويل فإن مؤسسات الوساطة المالية تقوم بتقديم التمويل اللازم لوحدة العجز مقابل حصولها على الأصول المالية الأولية (المباشرة) التي تصدرها هذه الوحدات، ومن ثم تقوم بإصدار أصول مالية جديدة خاصة بها تدعى بالأصول المالية غير المباشرة أو الأصول الثانوية بمواصفات مختلفة يتم تحديدها تبعا لرغبات وحدات الفائض التي تقوم بشراء هذه الأصول، دون أن يشترط تزامن أو تساوي مبالغ العمليتين، وبما أن الأصول المالية التي تحصل عليها وحدات الفائض تمثل التزاما على المؤسسة الوسيطة التي أصدرتها ولا تمثل التزاما على وحدات العجز فقد سمي هذا النوع من التمويل بالمباشر، حيث تشمل الأصول المالية غير المباشرة المطروحة من قبل المؤسسات الوسيطة أدوات تمويل شائعة مثل الصكوك، شهادات الإيداع لأجل، حسابات الادخار، وغيرها، والتي تتميز بسيولة مرتفعة وقابلية تداولها، وما يتيح ذلك من مرونة لوحدة الفائض بالإضافة إلى انخفاض مخاطرها قياسا بالأصول المالية المباشرة.²

وما يميز هذا النوع من التمويل هو المقدرة الكبيرة للوسطاء الماليين في تعبئة المدخرات الصغيرة وتسويق الأصول المالية المباشرة لصالح وحدات العجز، وكذا كونه منخفض التكلفة للمعلومات نظرا لوجود مؤسسات متخصصة في الوساطة، وما يوفره من مرونة للمقرض والمقترض في تجنب مخاطر الأصل المالي من خلال التداول والتسييل.

إن عمل المؤسسات المالية تجاوز المفهوم التقليدي للوساطة المالية بوصفها تحويلا للمدخرات بين وحدات الفائض ووحدات العجز إلى تحويل المخاطر والآجال ومعدلات السيولة والعائد وهو ما يعكسه إلى حد بعيد تحويل خصائص الأصول المالية غير المباشرة التي تطرحها هذه المؤسسات لقاء ما تحصل عليه من أصول مالية مباشرة.

حيث تتميز الأصول المالية الثانوية بشكل عام بأنها أقل آجالا وأكثر سيولة وأمانا من الأصول الأولية كما أن جزءا مهما من هذه الأصول غير المباشرة له قيمة إسمية يقينية ومؤمنة كالإيداعات الجارية أو لأجل، حسابات الادخار، وغيرها³، وفي المقابل تتميز الأصول الأولية غالبا بطول آجالها وضخامة حجمها بالإضافة إلى ارتفاع مخاطرتها، وعموما يمكن التمييز بين نوعين من الوساطة:

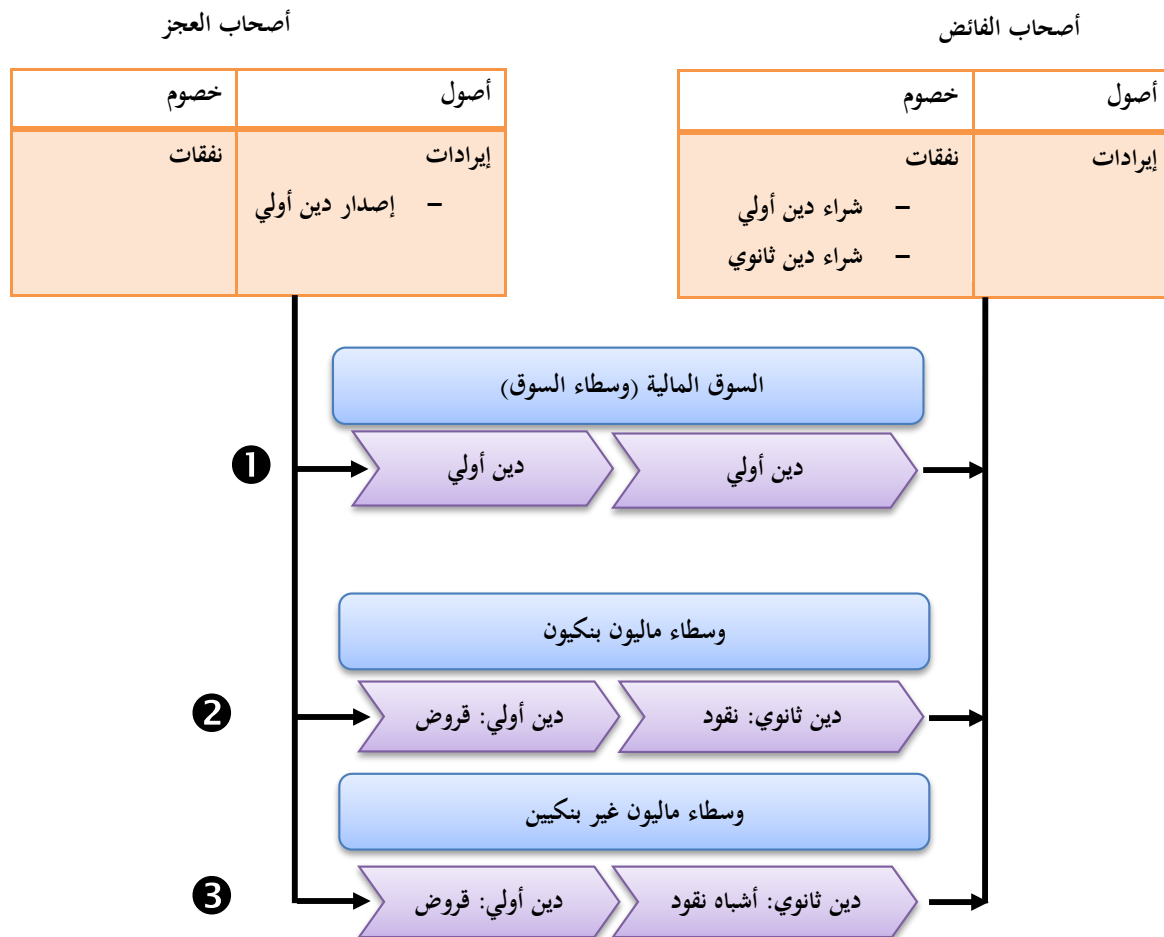
¹ Jean-Louis Besson, **Marchés, Banques et Politique Monétaire en Europe**, Presses Universitaires de Grenoble, France, 2003, P: 10.

² محمود محمد الداغر، مرجع سابق، ص: 42.

³ Robert Ferrandier, Vincent Koen, **Op. Cit**, PP: 31-32

- ✓ وساطة سوقية: وفيها يتدخل الوسيط لمجرد تمرير الأصل المالي دون تغيير على خصائصه وتتم أساسا من خلال وسطاء السوق المالية كما قد تتدخل فيها أحيانا مؤسسات الوساطة المالية.
- ✓ وساطة ميزانية: تختص بالوسطاء الماليين البنكيين وغير البنكيين حيث يظهر أثر هذه العملية على ميزانية الوسيط المالي في جانبي الأصول والخصوم، فهو يحصل على الأصول الأولية والتي تسجل ضمن أصوله في مقابل إصدار أصول ثانوية متنوعة خاصة به تمثل محاسبا جزءا من خصومه والتزاماته، وهو ما يتضمن تحويلا لخصائص الأصل المالي من ناحية المخاطر والآجال.
- ويمكن تلخيص عملية تدفق الأموال في الاقتصاد عبر قناتي التمويل المباشر وغير المباشر وفق الشكل التالي:

شكل رقم (12): تمويل الاقتصاد عبر قناتي التمويل المباشر والتمويل غير المباشر



Source: Jean-François Goux, **Economie Monétaire et Financière: Théories, Institutions, Politiques**, Economica, Paris, 3ème Édition, 1998, P: 122.

تعكس العملية الأولى شكل التمويل المباشر حيث يتدخل وسيط السوق المالي فقط لتمرير الأصول المالية الأولية من وحدات العجز إلى وحدات الفائض، أما العمليتان الثانية والثالثة فتمثلان الشكل

الذي يأخذه التمويل غير المباشر من خلال الحصول على أصول أولية يحتفظ بها ومن ثم تحويلها إلى أصول ثانوية لصالح وحدات الفائض، مع وجود اختلاف أساسي بين العمليتين الأخيرتين حيث ينتج عن العملية الثانية أصل نقدي غير مباشر يعتبر نقدا جديدا في الاقتصاد يمكن استعماله في التسويات وهو ما يعرف بالنقد الكتابي (نظير عملية خلق النقود من قبل البنوك التجارية تحديدا)، بينما ينتج عن العملية الثالثة دين ثانوي لا يمكن اعتباره كوسيلة دفع لإتمام الصفقات وعليه فهو يمثل شبه نقد.

ثالثا: أشكال الأنظمة المالية

يرجع الفضل في التمييز بين مفهومي اقتصاد المديونية واقتصاد الأسواق المالية إلى دراسات الباحث البريطاني (John Richard Hicks) في كتابه الذي قدمه سنة 1974 بعنوان (The Crisis In Keynesian Economics)، حيث يمثل أسلوب التمويل المباشر وغير المباشر آليتين متكاملتين تنتقل عبرهما الأموال بين مختلف الأعوان الاقتصاديين، غير أن أثر أحد هذين الأسلوبين قد يطغى على الآخر وهو ما يؤدي إلى ظهور أنظمة مالية مركزة على المصارف والتي تعرف كذلك باقتصاديات المديونية (Économie d'Endettement) وأخرى تعتمد بشكل أساسي على الأسواق المالية وتعرف أيضا باقتصاديات الأسواق المالية (Économie de Marchés Financiers).

1- اقتصاديات المديونية

تمثل نظاما ماليا يسيطر فيه أساسا التمويل غير المباشر (البنكي وغير البنكي) من خلال التمويل بالقروض، حيث يسند فيه للنظام البنكي المسؤولية الأولى في تمويل الاقتصاد¹، كما يدعى هذا النظام أيضا باقتصاد السحب الزائد (Overdraft Economy)²، نظرا لكون البنوك تلعب الدور الرئيسي في تمويل النشاطات الاقتصادية المختلفة، وعادة ما تتجه لإعادة التمويل لدى البنك المركزي الذي يعتبر المقرض الأخير، لهذا قد يتواجد هذا النوع من الاقتصاد في وضع تضخمي وسيولة زائدة³.

ويمكن إجمال أهم الخصائص التي يتميز بها اقتصاد الاستدانة فيما يلي⁴:

- تعد القروض الطريقة الرئيسية في تمويل النشاط الاقتصادي بسبب ضعف معدل التمويل الذاتي وضيق السوق المالي، ويعد تأطير هذه القروض طريقة التنظيم الرئيسية للنشاط النقدي للبنوك.

¹ Gilbert Koenig, **Analyse Monétaire et Financière**, Edition Economica, Paris, 2000, P: 34.

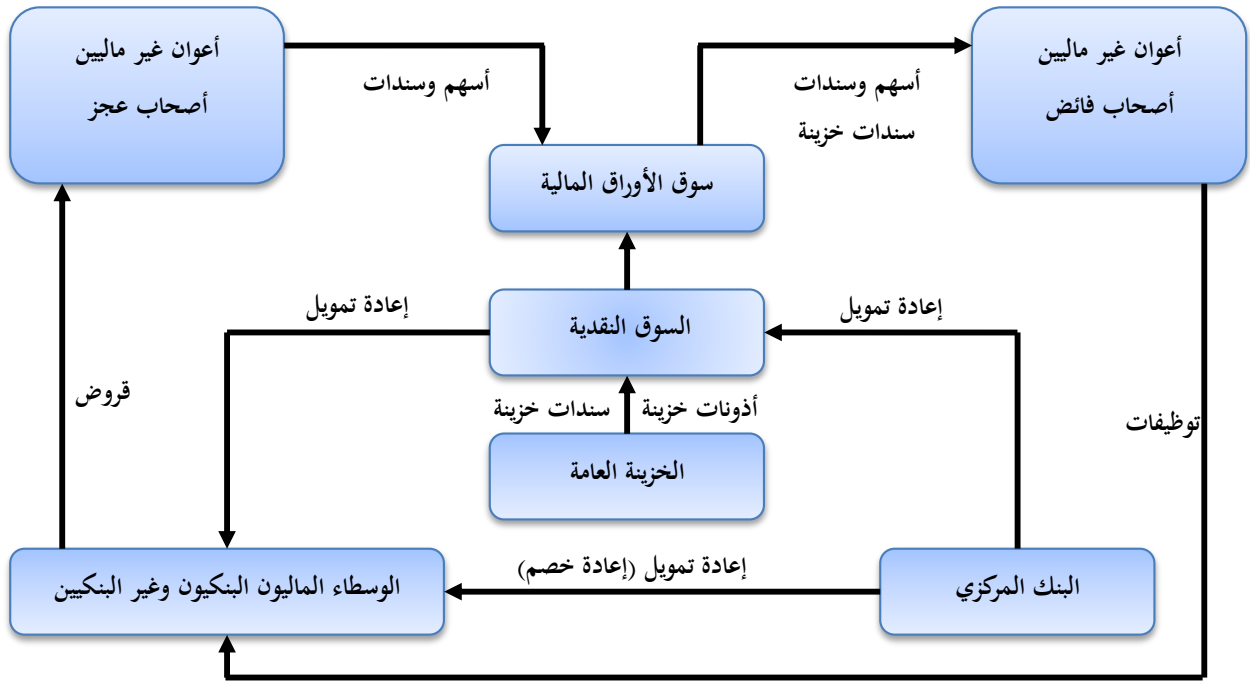
² إمان محمد الشريف، محاضرات في النظرية الاقتصادية الكلية، الجزء الثالث، مرجع سابق، ص: 124.

³ Xavier Bradley, Christian Descamps, **Op. Cit**, P: 9.

⁴ Ammour Benhalima, **Op. Cit**, P: 72-73.

- يتعدى دور الوساطة المالية الشكل التقليدي في تحويل الموارد التي تم جمعها إلى إنشاء وسائل تمويل جديدة.
- تعد إعادة التمويل في السوق النقدي غير كافية لذا تلجأ البنوك بصفة مستمرة إلى البنك المركزي الذي يلعب دور المقرض الأخير، إذ لا يمكنه تجنب التدخل للمحافظة على مستوى النشاط الاقتصادي.
- هناك مستويين من المديونية: مديونية المؤسسات تجاه البنوك ومديونية هذه الأخيرة تجاه البنك المركزي.
- تتحدد أسعار الفائدة بشكل إداري ولا تعبر عن التوازن التلقائي بين الطلب والعرض على النقود.
- عملية إنشاء النقود هي عملية داخلية ♦ بمعنى أن المقابل الأساسي للإصدار النقدي يتمثل في القروض التي يطلبها الأعوان الاقتصاديون.

شكل رقم (13): التمويل في نظام اقتصاديات الاستدانة



Source: Jean-François Goux, **Economie Monétaire et Financière, Théories: Institutions, Politiques**, Economica, Paris, 3ème Édition, 1998, P: 127.

♦ الكتلة النقدية هي التي تحدد القاعدة النقدية وليس العكس، فالبنوك تقوم بمنح القروض للأفراد والمؤسسات ومن ثم تقوم بإعادة التمويل لدى البنك المركزي.

2- اقتصاديات الأسواق المالية

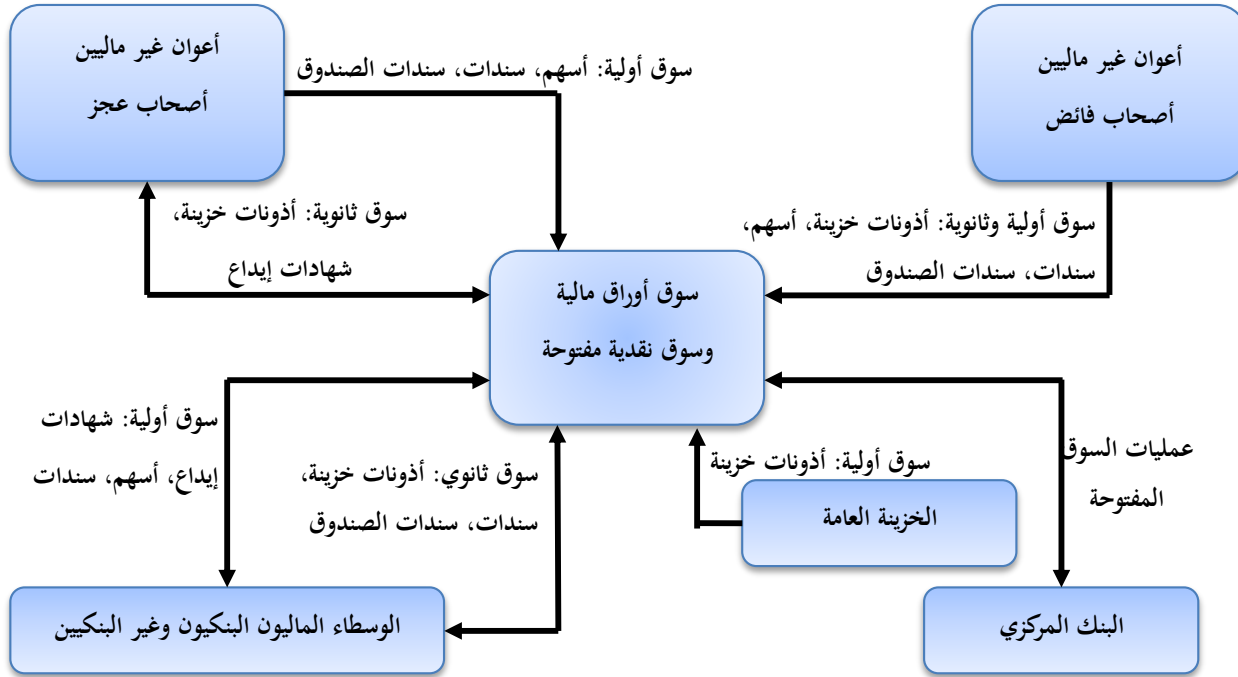
تتميز اقتصاديات الأسواق المالية بالدور المهم الذي يلعبه السوق المالي في تمويل النشاط الاقتصادي قياسا بما هو عليه في اقتصاديات الاستدانة¹، وعليه فإن هذا النوع من الأنظمة يتسم بوجود أسواق مالية ونقدية واسعة ومتطورة ومرنة يتم من خلالها توفير الجانب الأكبر من حاجة الأعوان الاقتصاديين للتمويل والسيولة، في حين يكون لمؤسسات الوساطة المالية دور ثانوي أقل أهمية، ويتميز هذا النظام أساسا بالخصائص التالية:

- دور الوسطاء الماليين في هذا النظام يتمثل بشكل رئيسي في تحويل آجال الاستحقاق وتقديم الخدمات المالية وليس إنشاء وسائل الدفع.
- يلعب القرض دورا تكميليا في تمويل المؤسسات نظرا لارتفاع طاقة التمويل الذاتي فيها.
- تلجأ الدولة في تمويل العجز في ميزانيتها بصورة كبيرة إلى هذه الأسواق من خلال الأوراق المالية التي تصدرها الخزينة العمومية، بعكس اقتصاد الاستدانة الذي يتم تمويل الدين العمومي فيه من خلال إنشاء النقود.
- تعد السوق النقدية المكان المفضل لإعادة تشكيل سيولة البنوك، كما أن اللجوء إلى البنك المركزي يمثل حالات قليلة ونادرة.
- بإمكان الوسطاء الماليين الحصول على التمويل من خلال التدخل في السوق المالي وإصدار الأصول المالية.
- تتحد أسعار الفائدة بشكل مرن من خلال قوى السوق وتعبّر عن الطلب والعرض على رؤوس الأموال وتكلفة الموارد في نفس الوقت.
- عملية الإصدار النقدي عملية خارجية[♦]، حيث تلعب القاعدة النقدية ومعدل الفائدة دورا حاسما في تحديد التوازن النقدي.
- إذن تتميز اقتصاديات الأسواق المالية بهيمنة التمويل المقدم من قبل الأسواق المالية والنقدية، وفي حين تكون السوق النقدية متسعة ومفتوحة لمختلف الأعوان الماليين وغير الماليين فإن السياسة الرئيسية في ضبط الكتلة النقدية تتمثل في سياسة السوق المفتوحة فضلا عن استقلالية أكبر للبنوك والمؤسسات المالية، وإجمالا يأخذ التمويل في نظام اقتصاديات الأسواق المالية الشكل التالي:

¹ Gilbert Koenig, Op. Cit, P: 38.

♦ اتجاه العلاقة يكون من القاعدة النقدية إلى الكتلة النقدية.

شكل رقم (14): التمويل في نظام اقتصاديات الأسواق المالية



Source: Jean-François Goux, **Economie Monétaire et Financière, Théories: Institutions, Politiques**, Economica, Paris, 3ème Édition, 1998, P: 126.

على الرغم مما تقدم فإن التطورات العميقة التي تشهدها الصناعة المالية والاقتصاد العالمي على حد سواء أدت إلى تراجع الفواصل بين أسلوب التمويل المباشر وغير المباشر وبالتبعية الحدود الفاصلة بين اقتصاديات المديونية واقتصاديات الأسواق المالية فالمصارف اليوم لم تعد تكتفي بالمفاهيم التقليدية للوساطة وقد تطورت أعمالها على نحو لافت بل وأصبحت من بين أهم المتدخلين في أسواق الأوراق المالية نفسها كما طورت وظائف ومنتجات مالية أكثر ارتباطا بنشاط هذه الأخيرة، وربما نجد أن الأنظمة المالية المتطورة اليوم هي مزيج بين نظام مصرفي متطور وحديث وأسواق نشطة ومتطورة.

المحور السابع: سوق رأس المال

أولاً: تعريف سوق رأس المال وتقسيماتها

ثانياً: خصائص سوق رأس المال والأطراف المتدخلة فيها

ثالثاً: الأدوات المتداولة في سوق رأس المال وإجراءات التعامل

تمهيد

وضحنا في المحور الخامس أن السوق المالية أو سوق رؤوس الأموال تتضمن قسمين رئيسيين هما سوق رأس المال والسوق النقدية، ويفرق الاقتصاديون بين هذين القسمين بشكل أساسي تبعاً لأجل استحقاق أدوات كل منهما، إذ تتميز سوق رأس المال بطول آجال أدواتها في حين لا تتعدى آجال الصفقات المنجزة في السوق النقدية غالباً السنة الواحدة.

تحوز سوق رأس المال أهمية كبيرة جداً ضمن هيكل السوق المالية وترتبط بشكل وثيق بتدفقات رأس المال الموجهة لتمويل الاستثمارات طويلة الأجل وإنشاء أو تملك الأصول الثابتة، حيث نمت أهمية هذه السوق بشكل كبير خلال العقود الأخيرة وأضحت قناة رئيسية في تمويل النشاط الاقتصادي، كما ازداد تطورها خصوصاً في الدول المتقدمة خصوصاً مع الاعتماد المتزايد على توظيف المنتجات التي تتيحها تقنيات الابتكار والهندسة المالية.

في هذا القسم الذي يتألف من ثلاث عناصر سيم استعراض المفاهيم الرئيسية لسوق رأس المال وتقسيماتها، وكذا خصائصها وأهم الأطراف المتدخلة فيها، فضلاً عن التفصيل في أهم الأدوات التي يجري التداول بها في هذه السوق.

أولاً: تعريف سوق رأس المال وتقسيماتها

تتفق معظم التعاريف المقدمة لسوق رأس المال حول الخصائص الرئيسية لهذا الصنف من الأسواق خصوصاً ما يتعلق بآجال عملياتها، كما يتفرع عن سوق رس المال أسواق ثانوية تتحدد تبعاً لشكل وطبيعة العلاقة التي تربط بين عارضي رؤوس الأموال وطالبيها.

1- تعريف سوق رأس المال

تمثل أسواق رأس المال (Capital Markets) أسواقاً يتم فيها تداول أدوات تمويل ذات استحقاقات طويلة الأمد أي التي تتجاوز مدتها العام وأهم هذه الأدوات السندات، الأسهم، والأوراق المالية الأخرى، سواء كانت هذه الأدوات تعود إلى شركات خاصة أو مؤسسات حكومية أو خزانة مركزية.¹

وهي أيضاً أسواق متخصصة في الاستثمارات طويلة المدى والتي تتجاوز فترات سدادها السنة الواحدة وتتعامل بشكل رئيسي بالأسهم (العادية والممتازة) والسندات، سواء أكانت هذه الأدوات تعود إلى شركات خاصة أو مؤسسات حكومية أو خزانة مركزية أو مصالح إقليمية ... فسوق رأس المال تمثل

¹ محمد صالح الحناوي، أساسيات الاستثمار في بورصة الأدوات المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 1997، ص.7.

محور العملية الاستثمارية في الأسواق المالية وذلك بتحويل السيولة النقدية إلى أدوات تستمر لفترات طويلة نسبياً وتحمل عوائد مستقرة ومنظمة غالباً، فهي تعكس مستوى الركود أو الانتعاش أو الرخاء في هذا الاقتصاد¹.

وعادة ما تسمى هذه الأسواق بسوق رؤوس الأموال طويلة الأجل وهي "سوق يتم فيها التعامل بالأدوات المالية طويلة الأجل كالأسهم والسندات، وتؤدي هذه السوق دوراً كبيراً في تمويل الاحتياجات المالية للمؤسسات والمشاريع الاقتصادية مقابل التخلي عن جزء أو كل ملكيتها بطرح الأسهم على غرار شركات المساهمة أو بإصدار سندات دين، ونفس الشيء يمكن أن يقال عن الحكومات في حال رغبتها في الحصول على الأموال اللازمة لتغطية العجز المالي أو لتمويل المشاريع الجديدة"².

وتعرف كذلك أسواق رأس المال على أنها الأسواق التي ينصب التعامل فيها على الأدوات المالية المتوسطة وطويلة الأجل أي التي تغطي فترة تزيد عن السنة الواحدة، وتتعامل هذه الأسواق بشكل رئيسي بالأسهم والسندات بالإضافة إلى المنتجات المبتكرة³، ويتم من خلال هذه السوق تعبئة المدخرات من أصحاب الفوائض المالية وتحويلها إلى استثمارات منتجة من طرف أصحاب العجز المالي، ولتحقيق هذه الغاية تقوم الحكومات والمؤسسات العمومية والخاصة بإصدار الأوراق المالية لتغطية العجز في موازينها وتمويل المشاريع الضخمة بالنسبة للحكومات، والتوسع في المشاريع القائمة أو تمويل المشاريع الجديدة بالنسبة للمؤسسات⁴.

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

2- أقسام سوق رأس المال

يمكن تقسيم أسواق رأس المال إلى أسواق حاضرة أو فورية وأسواق العقود الآجلة، بحيث يقصد بالأسواق الفورية تلك الأسواق التي يتم فيها تداول الأوراق المالية طويلة الأجل (الأسهم والسندات) حيث يتم تسليمها فور إتمام الصفقة⁵، أما عن أسواق العقود الآجلة فهي أسواق تتعامل بالأسهم

¹ هوشيار معروف، الاستثمارات والأسواق المالية، دار صفاء للنشر والتوزيع، عمان، 2003، ص: 68.

² محفوظ جبار، البورصة وموقعها من أسواق العمليات المالية، الجزء الأول، دار الهومة، الجزائر، 2002، ص: 72.

³ عبد المنعم السيد علي، نزار سعد الدين العيسى، النقود والمصارف والأسواق المالية، الطبعة الأولى، دار الحامد للنشر، عمان، 2003، ص: 119.

⁴ عبد النافع عبد الله الزراري، غازي فرح، مرجع سابق، ص: 44.

⁵ حسين هاني، الأسواق المالية: طبيعتها، تنظيمها، أدواتها المشتقة، مرجع سابق، ص: 24.

والسندات من خلال عقود واتفاقيات تبرم بين المتعاملين يتم تنفيذها في تاريخ لاحق والغرض من وجود تلك الأسواق، هو التغطية من مخاطر تغير أسعار الأصول.¹

1-2- الأسواق الحاضرة أو الفورية (the Spot Market): وتعرف هذه الأسواق بالسوق الحاضرة أو الفورية لإمكانية انتقال حقوق الملكية فوراً من البائع للورقة المالية إلى المشتري لها بعد دفع قيمتها واستلامها من البائع بعد أن تم الاتفاق على شراءها (الأسهم والسندات والأوراق التجارية طويلة الأجل)، وتنقسم الأسواق الحاضرة من حيث العلاقة بين المصدرين والمستثمرين إلى:²

1-1-2- الأسواق الأولية (أسواق الإصدار) (Priming Market): وهي سوق الإصدارات أي أنها السوق التي تباع فيها الأوراق المالية والمكاتب بها، إذ يتم فيها بيع الأسهم والسندات الجديدة، أما البائع لها فهو الشركة المصدرة لهذه الأوراق، بمعنى آخر تنشأ هذه السوق عن علاقة بين المقرض والمقترض نتيجة مبادلة السائل (النقد) بالموجودات المالية، وتنقسم السوق الأولية من حيث طبيعة التمويل إلى نوعين: ✓ سوق التمويل المباشر (Direct Market): السوق التي تتعامل بجميع أنواع الأوراق المالية الأولية التي تصدرها الشركة المقترضة وتسوقها مباشرة أو من خلال خبراء التسويق (السماسرة والمتاجرين) ومن دون تدخل الوسطاء، وتستخدم الشركة المقترضة أي أداة من الأوراق المالية سواء كانت الأسهم أو السندات للقروض طويلة الأجل، ويأخذ تحديد أسعار الأوراق المالية أسلوب المزايدة وبخاصة بالنسبة إلى الأوراق المالية الحكومية.

✓ أسواق التمويل غير المباشر (Indirect Market): ويقصد بها تلك السوق التي تتضمن جميع المعاملات التي تتم من خلال الوسطاء الماليين الذين يقومون بشراء الأوراق المالية من السوق الأولية من المقترضين ويبيعون أوراق مالية ثانوية في الأسواق الثانوية من طرف آخر.

إذن يختص هذا السوق بالتعامل في الإصدارات الجديدة سواء لتمويل مشروعات جديدة أو التوسع في مشروع قائم، وذلك من خلال الزيادة في رأس مال هذه المشروعات.³

ويتم تصريف وبيع هذه الأوراق المالية من خلال ما يسمى "بنك الإستثمار" فهو وسيط بين جمهور المستثمرين المحتملين لورقة مالية معينة وبين الجهة التي قررت إصدارها، حيث يقدم المساعدة للجهة المعنية لكي يتم إصدار الورقة، كما قد يقوم بتمويل شراء الإصدار بغية إعادة بيعه للجمهور.⁴

¹ عبد الغفار حنفي، رسمية قرياقص، أسواق المال: بورصات، مصارف، شركات تأمين، شركات استثمار، دار الجامعة الجديدة، الإسكندرية، 2000، ص: 12.

² منير إبراهيم هندي، إدارة الأسواق والمنشآت المالية، المعارف للطباعة والنشر، الإسكندرية، 2002، ص: 481.

³ عبد الغفار حنفي، رسمية زكي قرياقص، الأسواق والمؤسسات المالية، مرجع سابق، ص: 281.

⁴ منير إبراهيم هندي، مرجع سابق، ص: 84.

ولا يعد بنك الاستثمار السبيل الوحيد لإصدار الأوراق المالية فهناك طريقتين أخرتين: الأسلوب المباشر والمزاد، ويقصد بالأسلوب المباشر قيام الجهة المصدرة للورقة بالاتصال بعدد من كبار المستثمرين مثل مؤسسات المالية الضخمة لكي تباع لها الأسهم والسندات التي أصدرتها، أما المزاد فهو أسلوب يتم بمقتضاه دعوة المستثمرين المحتملين لتقديم عطاءات تتضمن الكميات المراد شرائها وسعر بيعها، ويتم قبول العطاءات ذات السعر الأعلى ثم العطاءات ذات السعر الأقل فالأقل إلى أن يتم التصريف الكامل للإصدار.¹

وجدير بالذكر أن هناك نوعين من الاكتتاب أثناء طرح الأوراق المالية في السوق الأولي اكتتاب عام حيث يتم طرح الأوراق المالية للبيع لصالح جميع المستثمرين في السوق، والآخر الاكتتاب الخاص حيث يتم طرح الأوراق المالية للبيع لعدد محدود من المستثمرين.

2-1-2- الأسواق الثانوية (أسواق التداول) (Secondary Market): ويسمى أيضا بسوق التداول، ويقصد به ذلك السوق الذي بواسطته يتم التداول بيعا وشراء على الأوراق المالية التي سبق وأن تم إصدارها والتعامل بها في السوق الأولي²، فالسوق الثانوية تقوم بدور لا يمكن الاستغناء عنه إذ تجعل من وجود السوق الأولية أمرا ممكنا بمعنى أنه بدون السوق الثانوية قد لا تنشأ أصلا سوق أولية للأوراق المالية، ففي السوق الثانوية يمكن تسهيل الأوراق المالية، أي تحويلها بسهولة إلى نقود عن طريق البيع ولا شك أن إمكانية تسهيل الأوراق المالية تجعلها أكثر قبولا وجاذبية حيث يكون من السهل بيعها وتحويلها إلى نقود بسرعة وبدون خسائر.³

وتقوم الأسواق الثانوية بوظيفتين هامتين وهما:

- تسهيل عملية بيع الأوراق المالية من أجل زيادة النقدية حيث تجعل الأدوات المالية أكثر سيولة، وهذا يساعد ويرغب الشركات المساهمة لإصدار الأوراق المالية وبيعها بالأسواق الأساسية.
- تحدد الأسواق الثانوية أسعار الأوراق المالية التي أصدرتها الشركات المساهمة لبيعها في الأسواق الأساسية.

إن سوق التداول يلعب دورا هاما بالنسبة للوحدات الاقتصادية التي ترغب في إصدار أوراق مالية جديدة، حيث أن الأسعار السائدة في سوق التداول تعتبر مرشدا لهذه الوحدات عند تسعيرها لأوراقها المالية⁴، ولن تدفع المنشآت التي تشتري الأوراق المالية من الأسواق الأساسية للشركات المساهمة التي

¹ منير إبراهيم هندي، مرجع سابق، ص. 84.

² مصطفى يوسف كافي، بورصة الأوراق المالية، دار مؤسسة رسلان للنشر والتوزيع، سوريا، 2009، ص: 73.

³ وليم عاطف أندراوس، مرجع سابق، ص. 27.

⁴ محمد صالح الحناوي، جلال إبراهيم العبد، مرجع سابق، ص: 26.

أصدرت هذه الأوراق المالية أكثر من السعر الذي تعتقد أن الأسواق الثانوية سوف تحدده لهذه الأوراق المالية، الأمر الذي يوضح مدى أهمية الأسواق الثانوية للشركات المساهمة عند إصدارها للأوراق المالية، ويجعل التركيز والتحليل ينصب غالبا على سلوك الأسواق الثانوية أكثر من الأسواق الأساسية.¹

وتنقسم الأسواق الثانوية لسوق رأس المال هي الأخرى إلى قسمين هما:

1-2-1-2- الأسواق المنظمة (the Organized Market): تمثل هذه السوق اجتماع بصفة دورية، في مكان محدد بين وسطاء سوق الأوراق المالية (السماسرة) لتنفيذ أوامر عملائهم الملقاة قبل أو أثناء فترة العمل أو هي التقاء العرض والطلب بأية وسيلة من وسائل الاتصال المعروفة للتعامل في أوراق مالية معينة، تتوفر فيها شروط محددة وفقا لقواعد ونظم معينة بهدف وضع هذا التعامل على أسس سليمة.² وتدعى هذه الأسواق بالبورصات وهي تخضع للقوانين والقواعد التي تضعها الجهات الرقابية وتداول فيها عادة الأوراق المالية المسجلة والتي تتحدد أسعارها من خلال المزاد لأن التعامل يجري في مكان مادي محدد، هذا مع ملاحظة أن هناك 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.³

كما تعرف البورصة بأنها: "المكان الذي يسهل فيه تدفق الأموال من حوزة المدخرين وانسيابها إلى المستثمرين مقابل حصول الطرف الأول على ورقة مالية (أسهم وسندات) والطرف الثاني على المدخرات النقدية، الأمر الذي يترتب عليه تحويل المدخرات النقدية إلى أوراق مالية"⁴، وهي أيضا: "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".⁵

¹ غالب عوض الرفاعي، عبد الحفيظ بلعربي، اقتصاديات النقود والبنوك، الجزء الأول الأساسيات، دار وائل للنشر والتوزيع، عمان، 2002، ص: 40-41.

² زينب حسن عوض الله، اقتصاديات النقود والمال، الدار الجامعية للنشر، بيروت، لبنان، 1994، ص: 191.

³ صلاح السيد جودة، بورصة الأوراق المالية، مكتبة ومطبعة الإشعاع الفنية، الإسكندرية، مصر، 2000، ص: 23.

⁴ فيصل محمود الشواورة، الاستثمار في بورصة الأوراق المالية: الأسس النظرية والعلمية، دار وائل للنشر، عمان، 2008، ص: 45.

⁵ محمد الصيرفي، البورصات، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، مصر، 2006، ص: 51.

وقد ظهرت أول بورصة للأوراق المالية في فرنسا بموجب أمر ملكي عام 1808، وفي إنجلترا استقرت بورصة الأوراق المالية في لندن عام 1806 في مبنى أطلق عليه (Royal Exchange)، في حين تم إنشاء أول بورصة في أمريكا عام 1892 وفي نفس الشارع الذي تتم فيه المعاملات والتي أطلق عليها Wall Street¹.

1-2-1-2- الأسواق غير المنظمة (the Unorganized Market over the Counter): وفيها تتداول عادة الأوراق المالية غير المسجلة بالبورصة من خلال تجار وهي أسواق عرفية وليس لها إطار مؤسسي أو هيكل تنظيمي محدد، وتمثل بيوت السمسرة والوسطاء والمؤسسات المالية المنتشرة جغرافيا ويتم تحديد أسعار التعامل بالتفاوض بين البائع والمشتري².

كما يطلق اصطلاح الأسواق غير المنظمة على المعاملات التي تجرى خارج البورصات، والتي يطلق عليها المعاملات على المنضدة (Over The- Counter OTC) والتي تتولاها بيوت السمسرة المنتشرة في جميع أنحاء العالم، تتميز هذه الأسواق بعدم وجود مكان محدد لإجراء المعاملات إذ تتم من خلال شبكة اتصالات قوية باستخدام الهاتف والحاسب الآلي وغيرها للربط بين السماسرة والتجار والمستثمرين، تتعامل هذه الأسواق بالأوراق المالية غير المسجلة في السوق المنظمة كما يمكن التعامل أيضا بالأوراق المسجلة في السوق المنظمة، ووفقا لهذه السوق يتم تحديد سعر الورقة المالية بالتفاوض³.

ويتضمن هذا السوق أسواق فرعية أخرى هي السوق الثالث والسوق الرابع:

✓ **السوق الثالث:** يمثل السوق الثالث قطاع من السوق غير المنظم والذي يتكون من بيوت السمسرة من غير أعضاء الأسواق المنظمة، لكن لهم حق التعامل في الأوراق المالية المسجلة في تلك الأسواق، والسبب في انتشار هذا النوع من الأسواق هو أن التعامل فيها لا يقتصر على ساعات محددة من اليوم، حتى أنه يمكن التعامل في الأوراق المالية حتى بعد التوقف في السوق المنظمة، ومن خلال هذه السوق يقدم السماسرة خدمات التعامل في الأصول المالية للمؤسسات الاستثمارية الكبيرة وصناديق الاستثمار إضافة إلى الأموال التي تديرها البنوك نيابة عن عملائها، بحيث تتميز معاملات هذه السوق بانخفاض تكلفتها وكذا سرعة تنفيذها⁴.

✓ **السوق الرابع:** تعرف هذه السوق بسوق الأغنياء حيث يتم التعامل فيها بالأوراق المالية بين شركات الاستثمار الكبرى المصدرة لها والمستثمرين الأغنياء دون الحاجة إلى سمسرة أو تجار الأوراق

¹ زكريا سلامة عيسى شطناوي، الآثار الاقتصادية لأسواق الأوراق المالية من منظور الاقتصاد الإسلامي، دار النفائس، 2009، ص: 36.

² صلاح السيد جودة، مرجع سابق، ص: 23.

³ منير إبراهيم هندي، مرجع سابق، ص: 106-107.

⁴ المرجع السابق، ص: 109-110.

المالية، بحيث تتم العمليات فيه عن طريق الاتصالات المباشرة ليتم بعدها البيع والشراء بأسعار مرضية لطرفي المعاملة وبتكلفة أقل.¹

2-2- الأسواق الآجلة (the Futures Markets): مع التطور الذي شهدته أسواق 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 التعليمات 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 شراؤه في وقت لاحق مقابل سعر معين.²

وتنقسم الأسواق المالية الآجلة إلى الأقسام الثلاث التالية:

1-2-2- سوق العقود المستقبلية (Future Contract Market): وهو سوق لبيع الأوراق المالية وشراؤها في المستقبل، حيث يستعمل المستثمرون هذه العقود للحماية ضد مخاطر التغير مستقبلا خصوصا فيما يتعلق بأسعار الفائدة والصرف، كما يلجأ إليها بعض المضاربين لغرض تحقيق المكاسب السريعة. وتعرف العقود المستقبلية بأنها اتفاق ما بين طرفين لتسليم موجودات مالية أو حقيقية معينة أو استلامها بسعر معين وفي وقت لاحق، وبهذا التعريف يتضح أن هناك طرفا بائعا وآخر مشتريا له، أما بالنسبة للأصول المتداولة أو التي يسري عليها التعامل فإنها تتنوع ما بين الأصول الحقيقية كالسلع الزراعية والمعادن والعملات بأنواعها أو الأصول المالية كالأسهم والسندات وغيرها، وتتميز العقود المستقبلية بالآتي:³

- العقود المستقبلية يتم تداولها في أسواق منظمة.
- العقود المستقبلية ذات شروط وبنود نمطية لا تختلف من عقد لآخر.
- وهكذا يمكن وصف العقود المستقبلية بأنها سلسلة من العقود الآجلة اليومية، إذ تجري تسوية عقود الأمس وتحرير عقود اليوم مرة أخرى وهكذا يوميا، لذلك فإن غرفة المقاصة (التسوية) تمارس دور المركز قصير الأجل مقابل المستثمر ذي المركز طويل الأجل وعلى العكس من ذلك تأخذ مركزا طويلا

¹ محمد صالح الحناوي، جلال إبراهيم العبد، مرجع سابق، ص: 76.

² عباس كاظم الدعبي، مرجع سابق، ص: 149-150.

³ المرجع السابق، ص: 151.

الأجل مقابل أصحاب المراكز القصيرة الأجل، لذا فإن المستثمر لا تساوره المخاوف إزاء الطرف الآخر المقابل له بالعقد.¹

2-2-2- سوق عقود الخيارات (Option Contracts Market): بدأ التعامل بالخيارات يتخذ أهمية خاصة منذ أن بدأت بورصة خاصة بهذا النوع من التجارة عام 1973 في مدينة شيكاغو، وقد اقتصر التعامل في بداية الأمر على أسهم 17 شركة فقط تتداول أسهمها في بورصة نيويورك، أما اليوم فقد انتشر التعامل بالخيارات بالعديد من الولايات المتحدة الأمريكية، وعقود الخيارات هي اتفاق ما بين طرفين من السوق المالية للتعامل بسعر محدد لأصل مالي في تاريخ لاحق دون الالتزام بالتنفيذ للطرف الثاني الذي تحمل تكلفة قيام العقد، بمعنى آخر فإن عقود الخيارات هي حق وليس التزام في بيع وشراء ورقة مالية أو أصل معين، لذلك فإن الخيار عقد يقوم بموجبه محرر العقد أو بائع الخيار بمنح مشتري العقد الحق في أن يشتري منه أو يبيع له أو بالاثنتين معا أصلا معيناً وبكمية معينة خلال مدة زمنية أو بتاريخ محدد، وعلى هذا الأساس فإن العقد يتضمن منح حق الشراء الذي يدعى خيار الشراء (Call Option) أو خيار الطلب بينما يدعى العقد المتضمن حق البيع خيار البيع (Put Option) أو خيار العرض ويدعى السعر المحدد لأغراض تنفيذ العقد بسعر التنفيذ (Exercise Option).²

2-2-3- سوق عقود المبادلات (Swaps Contacts Market): عقد المبادلة هو اتفاق ما بين طرفين أو أكثر لتبادل سلسلة من التدفقات النقدية خلال مدة لاحقة، لذلك فهي سلسلة من عقود لاحقة التنفيذ، إذ تتم تسوية عقد المبادلة على فترات دورية، وعقد المبادلة ملزم لطرفي العقد على عكس ما هو معروف في عقود الاختيار، ثم إن المتحصلات أو المدفوعات (الأرباح والخسائر) لا تتم تسويتها يوميا مثلما هو معروف في العقود المستقبلية، يضاف إلى ذلك أن عقد المبادلة لا يتم تسويته مرة واحدة مثلما هو الحال في العقود اللاحقة وعلى هذا الأساس عرفت عقود المبادلة بأنها سلسلة من عقود لاحقة التنفيذ، وتستخدم هذه العقود في الغالب لتغطية المخاطر وخاصة مخاطر تغيير أسعار الفائدة والصرف، وعلى الرغم من توسع عقود المبادلات لتشمل أنواع عديدة من الأصول إلا أنها غالبا ما تركز على أوراق الدين.³

¹ محمود محمد الداغر، مرجع سابق، ص: 136.

² عباس كاظم الدعبي، مرجع سابق، ص: 153.

³ المرجع السابق، ص: 153.

ثانياً: خصائص سوق رأس المال والأطراف المتدخلة فيها

1- 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 الإنتاجية طويلة الأجل.
- سوق رأس المال أكثر تنظيماً من الأسواق الأخرى لأن المتعاملين به من الوكلاء المتخصصين.
- الاستثمار في سوق رأس المال أكثر مخاطرة من السوق النقدي وأقل سيولة أيضاً.
- العدائد مرتفعة نسبياً 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.

2- أهمية سوق رأس المال:

تؤدي أسواق رأس المال أدواراً اقتصادية مهمة أبرزها:²

- تعد الوسيلة الأساسية التي تمكن المدخرين من توجيه مدخراتهم إلى الاستثمار في القطاعات الاقتصادية المختلفة.
- يساعد وجود سوق رأس المال على تلافي الآثار التضخمية من خلال تمويل المشروعات دون الإفراط في خلق النقد.
- تلعب دوراً حيوياً في تطوير منشآت الأعمال ونموها كونها تمثل قناة تدفق الأموال التي تمثل الأسهم بأنواعها وأدوات المديونية طويلة الأجل في هذه السوق.

3- الأطراف المتدخلة في سوق الأوراق المالية:

ينشط في العمليات التي تتم في أسواق الأوراق المالية عدد من الأعوان الاقتصاديين، منهم من يطلب مصادر التمويل ومنهم من يوفرها أو يساعد على توفيرها، يمثلون عادة أطراف رئيسية وهي المصدرين، المستثمرين والوسطاء أو السماسرة. وسنعمل من خلال هذا العنصر استعراض أبرز المتدخلين على مستوى البورصة.

¹ أنس بكري، وليد الصافي، الأسواق المالية والدولية، مرجع سابق، ص: 32.

² محمد إبراهيم الشلي، طارق إبراهيم الشلي، مقدمة في الأسواق المالية والنقدية، دار النشر، عمان، 2000، ص: 32.

3-1- 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 مالية¹، ونظرا لاستقرار وثبات قدرتها الادخارية والاستثمارية تعتبر هذه الهيئات من أكبر المالكين للسيولة، ومن أهم مزودي البورصة برؤوس الأموال وذلك على الأمد الطويل.

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 المالي، بحيث تلعب دورا كبيرا في تمويل تلك الاقتصاديات، وتقديم أرباح معتبرة للمدخرين الأفراد مما يجعلها تجمع مدخرات ضخمة تضخمها في الدورات الاقتصادية مرة أخرى وبالتالي تحقيق التنمية الشاملة².

3-2- الشركات الصناعية والتجارية: تعتبر هذه الفئة من بين المتدخلين الرئيسيين في البورصة والأسواق المالية بصفة عامة، فهي تلجأ لتلك الأسواق للحصول على رؤوس الأموال اللازمة لتمويل استثماراتها وتوسعاتها، وذلك من خلال إصدارها للأسهم والسندات، ولتيسر 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، ولم يعد يقتصر تدخل هذه الشركات فقط على إصدار الأوراق المالية بمختلف أنواعها، وإنما أصبحت توظف كافة إمكانياتها وفوائدها المالية في أي مجال يمكنها من تحقيق أرباح قد تفوق أرباح نشاطاتها العادية³.

3-3- الحكومات: تعتبر الحكومات أيضا من المتدخلين الرئيسيين في البورصة خاصة في أسواق السندات، وذلك بإصدارها لصكوك مديونية بحيث تتمتع هذه الإصدارات بجاذبية أكبر لتمييزها 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 التضخم⁴.

3-4- الوسطاء الماليون: يعد الوسطاء أو السماسرة من أهم الفاعلين الرئيسيين في أسواق الأوراق المالية لما يقدمونه من خدمات للمتعاملين في هذه الأسواق، فالسمسار يقوم بدور حلقة الوصل بين المستثمرين في الأوراق المالية والجهة المصدرة لها، وذلك مقابل عمولة يتقاضاها من الطرفين، كذلك

¹ محمد براق، السوق المالية ودورها في تمويل التنمية في الوطن العربي، الندوة العلمية الدولية حول التكامل الاقتصادي العربي كآلية لتحسين وتفعيل الشراكة العربية-الأوروبية، جامعة فرحات عباس، سطيف، 8-9 ماي 2004، ص: 5.

² محفوظ جبار، تنظيم وإدارة البورصة، الجزء الثالث، دارهومة، الجزائر، 2002، ص: 19-23.

³ المرجع السابق، ص: 24-28.

⁴ المرجع السابق، ص: 29.

ينحصر عمل الوسيط في التكفل بتقديم النصائح والمشورة للعملاء بشأن قرارات الاستثمار وما قد ينطوي عليه من عمليات البيع والشراء للقيم المنقولة¹، وعموماً يمكن تصنيف الوسطاء الماليين إلى:²

- **السماسرة الوكلاء:** يتمتع هؤلاء السماسرة بالعضوية في البورصة، ويعملون لحساب بيوت السمسرة أو لحسابهم الخاص بحيث يقوم هؤلاء السماسرة بتنفيذ أوامر العملاء الخاصة بالشراء أو البيع بالبورصة مقابل عمولة محددة.
- **سماسرة الصالة:** يعملون لدى السماسرة الوكلاء خاصة عندما يعرف السوق زيادة كبيرة في حجم المعاملات، ويتعذر على السمسار الوكيل تنفيذها لوحده فيستعين بسماسرة الصالة بحيث يحصلون على جزء من العمولة التي يحصل عليها السماسرة الوكلاء لقاء الخدمات التي يقدمونها.
- **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.
- **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.
- **تجار الطلبات الصغيرة:** ينحصر نشاط الطلبات الصغيرة في شراء الأوراق المالية في طلبات 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.

ثالثاً: الأدوات المتداولة في سوق رأس المال وإجراءات التعامل

تمثل سوق الأوراق المالية مجالا واسعا لتداول مختلف الأوراق المالية، بحيث يتم التعامل فيها من قبل جمهور المستثمرين عبر آليات البيع والشراء وتحديد الأسعار من خلال مجموعة من الأعضاء يمارسون دور الوساطة لإتمام تعاملاتهم، وتتباين أهداف المستثمرين الماليين من وراء استثماراتهم في الأوراق المالية إلا أن الهدف الأكثر شيوعاً هو تعظيم المكاسب من وراء ذلك، ويتحقق ذلك من خلال توفر أدوات منهجية تساعد المستثمر في اتخاذ القرار المرتبط بالاستثمار.

¹ مصطفى يوسف كافي، مرجع سابق، ص: 122.

² محمد منير إبراهيم، إدارة الأسواق والمنشآت المالية، منشأة المعارف، الإسكندرية، مصر، 2002، ص: 502-504.

تعتبر الأوراق المالية من أدوات الاستثمار المالي وهي أصول مالية من وجهة نظر المستثمرين فيها، وتعتبر محرك أسواق الأوراق المالية باعتبارها السلعة الأساسية المتداولة فيها، ويمكن تصنيف هذه الأوراق المالية حسب ماهيتها إلى أوراق مالية تمثل ملكية وأخرى تعبر عن مديونية، فضلا عن أنواع أخرى حديثة ومتجددة.

1- أدوات الملكية

يمثل السهم الحصة التي يقدمها الشريك في رأس مال الشركة كما يطلق لفظ السهم على الصك المثبت لهذا الحق، والحكمة في تساوي قيمة الأسهم وعدم قابلية السهم للتجزئة وهو تسهيل عملية توزيع الأرباح على المساهمين وتقديم الأغلبية في الجمعيات العامة للشركة، ويترتب على مبدأ تساوي قيمة الأسهم المساواة في الحقوق التي يمنحها السهم وهي الحق في الأرباح والتصويت ونتائج التصفية وكذلك المساواة في الالتزامات.¹

1-1- الأسهم العادية (Common Stocks): يعرف السهم العادي على أنه وثيقة مالية تصدر من شركة مساهمة بقيمة اسمية ثابتة، تضمن حقوقا متساوية لمالكها وتطرح على الجمهور عن طريق الاكتتاب العام في الأسواق الأولية ويسمح لها بالتداول في الأسواق الثانوية وهكذا فإن الأسهم العادية هي الأداة الأولى التي تصدرها الشركة، وفي حالة تصفية ممتلكات الشركة فإنها آخر ما يجري تسديده ولحامليها حصة الملكية في الشركة ولهم الأولوية في طلب الأرباح حيث يسبقهم في هذا الطلب أصحاب الأسهم الممتازة.²

❖ خصائص الأسهم العادية: من أهمها ما يلي:³

- حق الملكية، حيث يكون المساهم مالكا جزئيا لموجودات الشركة وذلك بقدر نسبة مساهمته.
- أصحاب الأسهم العادية يمتلكون حق الأولوية في الأسهم الجديدة التي يجري عرضها للاكتتاب العام.
- يحق للمساهمين بيع جزء أو كل الأسهم التي يمتلكونها في الأسواق المالية الثانوية غير أنهم في المقابل لا يحق لهم مطالبة الشركة بقيمة هذه الأسهم قبل تصفيتها.
- للسهم العادي قيمة اسمية تمثل القيمة المثبتة على صك السهم وقيمة دفترية تمثل قيمة حقوق الملكية مقسومة على عدد الأسهم العادية المصدرة، وأخيرا قيمة سوقية تعكس القيمة التي يباع

¹ صلاح السيد جودة، مرجع سابق، ص: 158.

² المرجع السابق، ص: 158.

³ هوشيار معروف، مرجع سابق، ص: 94.

بها السهم في سوق الأوراق المالية وهذه القيمة تتوقف على: معدلات الأرباح، ظروف العرض والطلب ونمط تداول الأوراق المالية في البورصة وغيرها.¹

❖ بجانب الأسهم العادية التقليدية ظهرت حديثاً أنواع جديدة من الأسهم العادية وهي كالتالي:

- الأسهم العادية للأقسام الإنتاجية: وهي الأسهم التي ربطت فيها التوزيعات التي يحصل عليها حاملها بالأرباح التي يحققها قسم معين من الأقسام الإنتاجية بالشركة.²
- الأسهم العادية ذات التوزيعات المخصصة: وهي الأسهم العادية التي يجري فيها خصم التوزيعات من الإيرادات قبل حساب الضريبة.³
- 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.⁴

2-1- الأسهم الممتازة (Preferred Shares): يمثل السهم الممتاز سند ملكية وإن كانت ملكيته تختلف عن الملكية التي تنشأ عن الأسهم العادية ولهذا السهم قيمة اسمية ودفترية وأخرى سوقية وليس له تاريخ استحقاق، إذ تجمع الأسهم الممتازة بين سمات الأسهم العادية والسندات فهي تتفق مع الأسهم العادية من حيث أنها مستند ملكية ليس له تاريخ استحقاق محدد، وأن مسؤولية حملة هذه الأسهم محدودة بمقدار مساهمتهم في رأس المال كما لا يحق لحملة هذه الأسهم المطالبة بنصيبهم من الأرباح، إلا إذا قررت الإدارة إجراء التوزيعات.⁵

❖ مميزات الأسهم الممتازة: من أهمها ما يلي:⁶

- حق تراكم العوائد وذلك بتجميعها لفترات متتالية ثم استلامها بعد عدة سنوات، ضمن الفترة المحددة لهذا السهم وإن هذا الحق كثيراً ما يحرم منه أصحاب الأسهم العادية.
- حق تحويل السهم الممتازة إلى أسهم عادية وذلك عندما يجد أصحاب الأسهم الممتازة أن حصص السهم العادية من الأرباح الموزعة عالي نسبياً مقارنة بعوائد الأسهم التي يمتلكونها.

¹ وليم اندراوس، مرجع سابق، ص: 66-67.

² عبد الغفار حنفي، رسمية قرياقص، أسواق المال: بورصات، مصارف، شركات تأمين، شركات استثمار، مرجع سابق، ص: 279.

³ فيصل محمود الشاورة، مرجع سابق، ص: 82.

⁴ منير إبراهيم هندي، الأوراق المالية وأسواق رأس المال، مرجع سابق، ص: 19.

⁵ مروان عطون، الأسواق النقدية والمالية: البورصات ومشكلاتها في عالم النقد والمال، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2003، ص: 85.

⁶ هوشيار معروف، مرجع سابق، ص: 102.

- هناك التزام هام اتجاه الشركة والذي هو قابلية الاستدعاء وقد يكون ذلك وفق شروط معينة مثلا بعد فترة محددة من تاريخ الإصدار بعوائد يتخذ القرار بشأنها آنذاك.

2- أدوات المديونية

يعتبر السند ورقة متداولة تمثل ديننا طويل الأجل على الشركة المصدرة أو أي هيئة أخرى وهو جزء من الدين الكلي لها، وعليه فإن السندات هي تلك الأوراق المالية التي تمثل وسيلة تستعملها الشركات للحصول على رؤوس الأموال في شكل ديون طويلة الأجل عندما لا تكفي الأموال الخاصة التي يقدمها المساهمون لتمويل المشاريع، وبذلك فإن حملة السندات ما هم في حقيقة الأمر إلا دائنين بالنسبة للشركات كما أن لحملة السندات الأسبقية في حالة التصنيف والحصول على فوائد¹.

1-2- الخصائص الرئيسية للسندات: تتمثل خصائص السندات فيما يلي:²

- السند أداة استثمارية ثابتة الدخل: يعتبر السند من أدوات الاستثمار ثابتة الدخل لأن حامله يتقاضى فائدة سنوية ثابتة، بينما يتغير الدخل السنوي لحامل السهم العادي تبعا لتغير الأرباح السنوية التي تحققها الشركة المصدرة وتبعا لتغير نسب توزيع الأرباح، ويشبه السند في ثبات دخله السنوي السهم الممتاز.
- محدودية الأجل: يصدر السند بأجل محدد يستحق بحلوله وينص على هذا الأجل صراحة في عقد الإصدار، وهذا على عكس السهم الذي لا يحدد بأجل بل يبقى قائما مادامت الشركة المصدرة قائمة، ويعتبر أجل السند عنصرا هاما في تحديد معدل فائدة السند وكذلك سعره السوقي.
- القابلية للتداول: يشبه السند السهم في هذه الخاصية وتسري بخصوص تداول السند نفس الأحكام المطبقة بشأن تداول السهم وخاصية التداول تساهم في توفير سيولة إضافية للسندات طويلة الأجل في السوق الثانوي.

أيضا تتميز السندات ب:³

¹ عبد الغفار حنفي، استراتيجيات الاستثمار في بورصة الأوراق المالية: أسهم، سندات، وثائق الاستثمار، الخيارات، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2007، ص: 274.

² محمد مطر، إدارة الاستثمارات، الإطار النظري والتطبيقات العملية، دار وائل للنشر، عمان، 2004، ص: 221.

³ هوشيار معروف، مرجع سابق، ص: 110.

- أنها أدوات تعاقدية تقوم على التزامات مالية بين المصدر والمستثمر، تحدد فيها العوائد الدورية وحتى نهاية فترة التسديد بمعدلات ثابتة، وذلك مهما تقلبت الأسعار السوقية ومهما كانت ربحية الجهات المصدرة وظروفها المالية.
- تتحرك عوائد السندات في اتجاه معاكس لأسعارها وذلك لأن مستثمري السندات يخصصون التدفقات النقدية المستقبلية الثابتة عند الأسعار المرتفعة للعوائد، وهنا فإن المعدلات الأعلى للخصم تعطي قيمة أدنى للسندات.
- يتميز السند بالأمان في استرداد المبلغ المستثمر والعوائد المترتبة عليه عند الاستحقاق.
- 2-2- أنواع السندات: تقسم السندات إلى أنواع عدة حسب معيار التقسيم، وفيما يلي أهم هذه التقسيمات:

تقسيم السندات على أساس جهة الإصدار¹

- السندات الحكومية: تمثل السندات الحكومية أداة دين طويل الأجل شأنها في ذلك شأن السندات التي تصدرها شركات الأعمال، وهي عبارة عن أوراق مالية تصدرها الحكومات لتمويل احتياجاتها الجارية والاستثمارية ومنها موازنة العجز في الموازنة أو مواجهة التضخم وامتصاص السيولة الفائضة لدى الأفراد، وممارسة التأثير في السوق النقدية من خلال بيع السندات كأحد عمليات السوق المفتوحة.
- السندات الأهلية: تصدر عن المؤسسات المالية والشركات المساهمة العاملة في القطاع الخاص، ومن أمثلتها ما يعرف بالسندات العادية والسندات المضمونة بعقار.

تقسيم السندات على أساس شكل الإصدار²

- سند لحامله: يكون السند لحامله عندما يصدر خالياً من اسم المستثمر كما يوجد في هذه الحالة سجل ملكية لدى جهة الإصدار وتنتقل ملكية السند بمجرد الاستلام.
- سندات اسمية أو مسجلة: يكون السند اسمياً متى حمل اسم مالكه كما يوجد سجل خاص بملكية السند لدى الجهة المصدرة.

تقسيم السندات على أساس الأجل:

- سندات قصيرة الأجل: وهي السندات التي لا يتجاوز أجلها عاماً واحداً ويعتبر هذا النوع أداة تمويل قصيرة الأجل.

¹ محمود محمد، الداغر، مرجع سابق، ص: 112.

² محمد مطر، مرجع سابق، ص: 223.

- سندات طويلة الأجل: وهي السندات التي يزيد أجلها عن 7 أعوام وتعتبر أداة تمويل طويلة الأجل لذا تتداول في سوق رأس المال وتصدر بمعدلات فائدة أعلى من التي على السندات قصيرة الأجل.

تقسيم السندات على أساس الضمان:¹

- السندات المضمونة: تكفل لحاملها الحق في وضع يده على الأصل محل الضمان والذي يكون في العادة أصلاً حقيقياً 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 مضموناً فقط بالديون العامة للمدين.

تقسيم السندات حسب القابلية للاستدعاء أو الإطفاء:²

- سندات غير قابلة للاستدعاء: وهي السندات التي يكون لحاملها الحق في الاحتفاظ بها لحين انتهاء أجلها ولا يجوز للجهة المصدرة استدعاءها للإطفاء لأي سبب من الأسباب، والأصل أن تكون السندات غير قابلة للاستدعاء إلا إذا نصت على قابلية استدعاءها بصراحة في عقد الإصدار.

- السندات القابلة للاستدعاء: وهي السندات المشمولة بشرط الاستدعاء وتصدر عادة بعلاوة استدعاء يقصد بها تشجيع المستثمر على شراءها.

3 المشتقات المالية

تعرف المشتقات المالية بأنها أدوات استثمارية تشتق قيمتها من أصول مالية أو مادية، تستعمل في التحوط من مخاطر تقلبات أسعار الأصول المالية، ويمكن أن نوجز أهم أشكالها في العقود التالية: عقود الخيارات، العقود الآجلة، العقود المستقبلية وعقود المبادلات.³

3-1- العقود المستقبلية (Futures Contracts): تعرف العقود المستقبلية على أنها عقود ملزمة نمطية بين البائع والمشتري لشراء أو بيع أصل معين على أن يتم التسليم والاستلام في فترة قادمة متفق عليها في تاريخ استحقاق العقد، عادة ما يفرض على طرفي العقد إيداع هامش ضمان في صورة نقدية أو أوراق مالية لدى السمسار، هذه العقود يتم تداولها في أسواق منظمة وبمساعدة غرفة المقاصة أو بيوت التسوية. تستخدم هذه العقود في التحوط من المخاطر وكذا الاستثمار حيث يتم إعادة بيع العقد قبل تاريخ الاستحقاق.

¹ محمد مطر، مرجع سابق، ص: 224.

² المرجع السابق، ص: 225.

³ جبار محفوظ، أسواق رؤوس الأموال: الهياكل، الأدوات والاستراتيجيات، دار الهدى، الجزائر، 2010، ص ص: 246-248.

3-2- العقود الآجلة (Forwards Contracts): العقود الآجلة هي عقود غير نمطية تبرم بين طرفين لشراء أو بيع كمية معينة من الأصول وبسعر محدد وقت إتمام العقد، على أن يكون التسليم والاستلام في فترة لاحقة متفق عليها بمجرد إبرام العقد، تستعمل هذه العقود في التحوط من المخاطر.

جدول رقم (08): أهم الفروق بين العقود المستقبلية والعقود الآجلة

وجه المقارنة	العقود الآجلة	العقود المستقبلية
نوع العقود	شخصية ويتم التوصل إليها بالتفاوض بين أطراف العقد.	نمطية وتداول في سوق منظمة هي البورصة.
ثبات السعر المحدد في العقد	يظل السعر ثابتا خلال فترة العقد ويتم دفع المبلغ الإجمالي في نهاية مدة العقد.	تتم مراقبة الأسعار بصفة يومية مما يعني تعديل سعر العقد بصفة مستمرة بحسب تغيرات سعر الأصل محل العقد.
تسليم الأصل	يتم إنهاء العقد بالتسليم عادة.	لا يتم إنهاء العقد بتسليم الأصل، وفي حقيقة الأمر فإن العقود التي يتم إنهاؤها بالتسليم لا تتجاوز نسبتها 2% من العقود المتداولة
تسوية المكاسب والخسائر لأطراف العقد	لا توجد متطلبات للهامش المبدئي نظرا لعدم مراقبة التحركات السوقية بصورة دورية	مع كل تغير في السعر يحقق أحد طرفي 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	- نوابا أطراف العقد والملاءة التي يتمتعون بها. - عادة ما تبرم هذه العقود بين مؤسستين ماليتين أو مؤسسة مالية وأحد عملائها. - لا يمكن تصفية العقد قبل استحقاقه إلا لدى طرفيه وبموافقتهما.	- غرفة المقاصة أو التسوية تكون هي الطرف الآخر من أي عقد مستقبلي، فكل مشتري في أي عقد مستقبلي تكون غرفة المقاصة هي البائع له، وكل بائع تكون هي المشتري منه.
المزايا	- مرونة في التفاوض على أي شروط مرغوبة من طرفي العقد. - سهولة الاستخدام.	- تنطوي على مخاطر ائتمان قليلة بالمقارنة مع العقود الآجلة. - تكون أكثر سهولة من العقود الآجلة فأى طرف إذا رغب في تصفية موقفه يستطيع أن يدخل في مركز معاكس لمركزه الأول.
العيوب	- يتعرض أطراف العقد الآجل إلى مخاطر الائتمان والتي تنتج عن عدم قدرة أحد أطراف العقد على الوفاء بالتزاماته. - أقل سيولة، حيث لا يتمكن أي طرف من الخروج من العقد إلا بإيجاد طرف آخر يحل محله ويقبله الطرف الآخر.	- لا يمكن تطويعها لتلبية رغبات أطراف العقد، كونها عقود نمطية ومحددة الشروط بواسطة البورصة.

المصدر: طارق عبد العال حماد، المشتقات المالية (مفاهيم-إدارة المخاطر-المحاسبة)، الإسكندرية، الدار الجامعية، 2001، ص ص: 112-114.

3-3- عقود الخيار (Option Contracts): الخيار عقد يعطي الحق لحامله (المشتري) في أن يشتري أو يبيع أصلا من الأصول مقابل عمولة غير قابلة للاسترداد، على أن يتم تسليم الأصل المعني وتسديد قيمته في تاريخ لاحق (تاريخ التنفيذ)، ويكون الطرف الثاني أو بائع الخيار ملزم بتسليم أو استلام الأصل إذا ما مارس المشتري حق التنفيذ. ووفقا لمعيار توقيت التنفيذ تصنف الخيارات إلى خيار أمريكي بموجبه يسمح

للمشتري التنفيذ في أي وقت خلال فترة العقد، أما الخيار الأوروبي لا يسمح للمشتري بالتنفيذ إلا في تاريخ انتهاء العقد.

3-4 عقود المبادلات (Swap Contracts): تعرف أيضا ب (swaps) وهي عقد بين طرفين يتم من خلاله استبدال تدفقات مالية محددة ناتجة عن القروض أو صفقات العملات أو غيرها مقابل تركيبة أو تدفقات أخرى بغرض تخفيض تكاليف تلك الصفقات، ومن أمثلة عقود المبادلة نجد عقود مبادلة أسعار الفائدة، عقود مبادلة العملات وتستعمل هذه العقود في التحوط من تقلبات أسعار الفائدة وأسعار الصرف وغيرها من المخاطر.

4- إجراءات التعامل في سوق الأوراق المالية

يتم التعامل في سوق الأوراق المالية من قبل جمهور المستثمرين على أساس الأوامر التي يصدرها العملاء للسماسة والتي تختلف باختلاف أهدافهم وتوقعاتهم لتنفيذ هذه المعاملات، ومع إصدار الأوامر وإدخالها حيز التنفيذ في البورصة تليها مجموعة الخطوات التي تنتهي بتسوية المعاملات، ويترتب عن هذه العمليات تكلفة تتمثل في العمولة التي يتقاضاها السماسر حسب الاتفاق.

4-1- الأوامر: يعتبر الأمر بمثابة تفويض يمنحه المستثمر للوسيط المالي الذي يتعامل معه بغرض بيع أو شراء المنتجات المالية المتداولة، وتختلف أوامر البيع والشراء للأوراق المالية باختلاف سعر ووقت التنفيذ أو كليهما معا، بالإضافة إلى الخصوصيات التي قد يشترطها المستثمر، وعليه يمكن تقسيم الأوامر إلى:

4-1-1- الأوامر المحددة لسعر التنفيذ: يقصد بالأوامر المحددة لسعر التنفيذ تلك الأوامر التي من خلالها يحدد المستثمر سعرا معينا لتنفيذ الصفقة. وفي هذا الصدد يوجد نوعين من الأوامر:

○ **أوامر السوق:** وطبقا لهذا الأمر يفوض المستثمر السماسر تنفيذ العملية المطلوبة على وجه السرعة وبأفضل سعر يجري على أساسه التعامل في السوق وقت استلام الأمر، ومن أهم مزايا هذا النوع من الأوامر، السرعة وضمان التنفيذ، أما أهم عيوبه فهي عدم التأكد من سعر التنفيذ نظرا للتذبذبات المستمرة صعودا أو هبوطا في الأسعار بشكل قد يلحق الخسائر بالمستثمر الذي يستخدم هذا النوع من الأوامر.¹

○ **أوامر محددة:** يضع المستثمر للسماسر سعرا محددًا لتنفيذ الصفقة، فإذا كان الأمر المحدد خاص بالشراء فإن السماسر سينفذ على أساس سعر أقل من السعر المحدد أو يتساوى معه، أما إذا كان الأمر خاص بالبيع فإنه يتم التنفيذ عند سعر أكبر من السعر المحدد أو يتساوى معه.

¹ منير إبراهيم هندي، الأوراق المالية وأسواق رأس المال، مرجع سابق، ص: 125.

ومن أهم ما يميز هذا النوع من الأوامر أن المستثمر متيقن من القيمة التي سيدفعها إذا كان أمر شراء، والقيمة التي سيتحصل عليها في حالة أمر بيع، أما من أهم عيوبه فهو عدم التأكد من أن سعر السوق قد يصل إلى السعر المحدد ومنه لا تنفذ الصفقة، حتى وإن كان سعر السوق مساوي لسعر التنفيذ فان قاعدة "الوارد أولاً ينفذ أولاً" قد لا يسمح بتنفيذ الأمر بالسعر المحدد إذا كان ترتيبه متأخراً.¹

4-1-2- الأوامر المحددة لوقت التنفيذ: يقصد بها الأوامر التي يكون فيها الزمن هو الحد الفاصل في تنفيذها، وقد يكون الأمر مفتوحاً أي لأجل غير محدد حيث يبقى ساري المفعول حتى يتم تنفيذه أو إلغاؤه، وما يميز هذا النوع من الأوامر أن الظروف المحددة لسعر الورقة المالية تتغير من لحظة لأخرى وبالتالي على العميل أن يغير أوامره من فترة لأخرى حتى تتناسب مع الأوضاع المتجددة.

4-1-3- الأوامر التي تجمع بين سعر ووقت التنفيذ: تتحدد بتعدد الحالات ويمكن أن نذكر منها:²

- الأوامر المحددة للسعر خلال فترة معينة: في هذه الحالة يحدد المستثمر للسهم سعر معيناً للتنفيذ مع اشتراط فترة زمنية محددة لإتمام الصفقة، وبالتالي فهي تجمع بين مزايا الأوامر المحددة للسعر والأوامر المحددة للزمن.
- أوامر مفتوحة لوقت ومحددة بسعر: هي تلك الأوامر التي يشترط لإتمام الصفقة أن يصل سعر السوق إلى السعر الذي يحدده المستثمر أو أفضل منه على أن لا يتم تحديد فترة معينة لتنفيذه، فإذا كان السعر السوقي أعلى قليلاً (حالة أمر شراء) أو أقل قليلاً (حالة أمر بيع) عن السعر المحدد فان الأمر لن ينفذ على الإطلاق.
- الأوامر الخاصة: زيادة على الأوامر السابقة ثمة أنواع خاصة من الأوامر أهمها:

- أوامر الإيقاف: بمقتضى هذا الأمر يحدد المستثمر سعر إيقاف، فإذا كان الأمر يتعلق بالبيع فان سعر الإيقاف يجب أن يكون أقل من السعر السوقي في وقت إصدار الأمر. وبالعكس إذا كان الأمر يتعلق بالشراء فان سعر الإيقاف يكون أكبر من السعر السوقي في وقت إصدار الأمر.³
- أوامر الإيقاف المحددة: تعالج أوامر الإيقاف المحددة عدم التأكد بشأن السعر الذي تنفذ به الصفقة في حالة استخدام أوامر الإيقاف، ففي هذا النوع من الأوامر يضع المستثمر حد أدنى لسعر البيع وحد أقصى لسعر الشراء ولا يتم التعامل إلا بذلك السعر أو بسعر أفضل منه،

¹ محمد صالح الحناوي، تقييم وتحليل الأسهم والسندات، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2005، ص: 23-24

² منير إبراهيم هندي، الأوراق المالية وأسواق رأس المال، مرجع سابق، ص: 130.

³ محفوظ جبار، تنظيم وإدارة البورصة، مرجع سابق، ص: 90.

ومن عيوب هذا النوع أن أسعار السوق قد تتغير بسرعة وبالتالي لن يتمكن السمسار من تنفيذ الصفقة بالسعر المحدد.¹

4-2- تسوية الصفقات: بالنسبة لتسوية الصفقات تكون بعد تنفيذ 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 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.²

4-3- تكاليف التنفيذ: ينطوي تنفيذ الأوامر على نوعين من التكاليف، تكاليف مباشرة وغير مباشرة.³

4-3-1- التكاليف المباشرة: تشتمل على تكاليف المعاملات بالإضافة إلى تكاليف أخرى، بالنسبة لتكاليف المعاملات تحسب في شكل نسبة مئوية من المبلغ الكلي للصفقة وتشتمل هذه التكلفة على عدد من العناصر أهمها: عمولة السمسرة والتي تمثل ما يدفع للسمسار وتتحدد بالتفاوض، الخصم على السعر والذي يمنحه المشتري للبائع، بالإضافة إلى الضرائب والرسوم المستحقة لإدارة البورصة عند نقل وتحويل ملكية الأوراق المالية.

إلى جانب تكاليف المعاملات هناك مصاريف يدفعها المستثمر عن الأوامر الكسرية إلى جانب الفوائد على الأموال المقترضة بغرض الاستثمار في الأوراق المالية، الفوائد التي يدفعها المستثمر على عمليات الشراء غير النقدي والضريبة على التوزيعات والفوائد، وأخيرا الضريبة على الأرباح الرأسمالية التي يحققها المستثمر.

4-3-2- التكاليف غير المباشرة: تتمثل أهم عناصرها في:

- تكلفة الفرصة البديلة والتي تتمثل في العائد الذي كان يمكن الحصول عليه لو تم توظيف تلك الأموال في مجالات استثمار أخرى.
- تكلفة الوقت والجهد المبذول من قبل المستثمر في تقييم وتحليل الأوراق المالية محل الاستثمار.
- التكلفة النفسية وهي تلك الحالة من القلق التي تنتاب المتعامل حول الاستثمار واحتمال تدهور قيمته.

¹ منير إبراهيم هندي، الأوراق المالية وأسواق رأس المال، مرجع سابق، ص: 133-134

² مصطفى يوسف كافي، مرجع سابق، ص: 130-131

³ أحمد بوراس، أسواق رؤوس الأموال، مطبوعات جامعة منتوري، قسنطينة، 2002-2003، ص: 115-116

المحور الثامن: السوق النقدية

أولاً: تعريف السوق النقدية وتقسيماتها

ثانياً: خصائص السوق النقدية وأهم المتدخلين فيها

ثالثاً: أدوات السوق النقدية

تمهيد

تشكل السوق النقدية المكان المفضل لإعادة تشكيل السيولة البنكية وتوفير أدوات الدفع للبنوك، وهو ما يجعل من السوق النقدية المتطورة والمنظمة إجراء هاماً في طريق تدعيم الإجراءات التنافسية وتسهيل دور السلطات النقدية في ممارسة رقابة فعالة على الائتمان والنقود داخل الاقتصاد.

ضمن السوق النقدية وإلى جانب سوق ما بين البنوك "Marché Interbancaire" التي يعتمد عليها البنك المركزي بشكل أساسي لتدخلاته في إطار سياسة الضبط، تتواجد كذلك سوق لسندات الدين القابلة للتداول "Marché des titres de créances négociables" والتي من شأنها أن تشكل مع سوق ما بين البنوك سوق نقدية جديدة وموسعة، إذ تعد هذه السوق بمثابة نقطة التقاء ما بين سوق رؤوس الأموال قصيرة الأمد وطويلة الأمد أين تعرض مجموع السندات قصيرة وطويلة الأجل من سندات عمومية وأذونات خزينة وشهادات الإيداع للأعوان ذوي القدرة المالية.

وعلى غرار المحور السابق تم تخصيص هذا الجزء لاستعراض المفاهيم الرئيسية المتعلقة بالسوق النقدية وخصائصها بالإضافة إلى مكوناتها وأدواتها وأهم المتدخلين على مستواها.

أولاً: تعريف السوق النقدية وتقسيماتها

كما ذكرنا سابقاً فإن السوق المالية تتكون من سوق نقدية وسوق رأس المال، ويكمن الاختلاف أساساً في آجال استحقاق الأدوات المالية التي يجرى التعامل بها أو تداولها، إضافة إلى طبيعة المؤسسات المالية العاملة في كل من السوقين، الأمر الذي تحدده أهم خصائص هذه السوق مقارنة بسوق رأس المال، وبشكل عام فإن أغلب آجال الصفقات التي تتم في هذه السوق لا تتعدى السنة، وفيما يلي بعض التعاريف المقدمة للسوق النقدية بالإضافة إلى أقسام هذه السوق.

1- تعريف السوق النقدية

تعرف أسواق النقد (Money Markets) على أنها ذلك الجزء من سوق المال الذي يتم فيه تداول الأوراق قصيرة الأجل مثل أذونات الخزينة والأوراق التجارية وشهادات الإيداع، والتي لا تتجاوز فترة سدادها عاماً واحداً، ويلجأ إلى أسواق النقد عادة المقترضون الذين يعانون من شح طارئ في السيولة وبالتالي يقومون ببيع أوراق مالية قصيرة الأجل.¹

¹ محمود حامد عبد الرزاق، اقتصاديات النقود والبنوك والأسواق المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2013، ص: 340.

وتتمثل الجهات المتعاملة في هذه السوق في السماسرة والبنوك التجارية والجهات الحكومية وذلك بالنسبة للأوراق المالية التي تصدرها الحكومة وهيئاتها المحلية¹، حيث تقاس أوضاع أسواق النقد بمستوى معدلات الفائدة قصيرة الأجل، أو ما يسمى بمعدلات سوق النقد وينطوي تحتها عدد كبير من المعدلات أبرزها معدل الخصم، معدل الفائدة على الاقتراض ما بين البنوك، ومعدل الفائدة على شهادات الإيداع.

أيضا فإن أسواق النقد عبارة عن "الأسواق التي يتم من خلالها الإقراض والاقتراض بين البنوك بشكل أساسي، وترتكز على عامل أساسي مهم هو سعر الفائدة والذي يتحدد بناء على العرض والطلب على رؤوس الأموال قصيرة الأجل في السوق، ويعتبر سوق النقد رافدا هاما للتمويل قصير الأجل إذ أنه يوفر الفرصة للمقترضين بالحصول على الأموال اللازمة بالأجل القصيرة، ومن مزاياه المرونة والسيولة العالية وانخفاض درجة المخاطرة"².

ويعتبر السوق النقدي "أقدم أسواق رأس المال، حيث ارتبطت نشأته بظهور الأوراق النقدية، وهو سوق للتمويل قصير الأجل يتم فيه تداول الأدوات المالية قصيرة الأجل، وتقوم البنوك المركزية لكل بلد بمهمة تنظيم العمليات المدرجة في السوق النقدي، وتتعامل في هذه السوق البنوك التجارية التي تقوم باستثمار فوائضها وتحصيل احتياجاتها من السوق النقدي اعتمادا على احتياطياتها لدى البنك المركزي³.

2- أقسام السوق النقدية

على شاكلة سوق رأس المال فإن السوق النقدية تتشكل بدورها من سوقين هما السوق الأولي والسوق الثانوي، هذا الأخير ينقسم كذلك إلى سوقين فرعيين، وهو ما يمكن توضيحه فيما يلي:

1-2 السوق الأولي: وهي السوق التي يتم فيها الحصول على الأموال المراد توظيفها لأول مرة لأجل قصيرة، بأسعار فائدة تتحدد حسب مصدر هذه الأموال ومتانة المركز المالي للمقرض وسمعته المالية⁴.

2-2 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 يجر التعامل معها في

¹ منير إبراهيم هندي، الأوراق المالية وأسواق رأس المال، مرجع سابق، ص: 6.

² جمال جويدان الجمل، دراسات في الأسواق المالية والنقدية، دارالصفاء للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2002، ص: 30.

³ مروان عطون، مرجع سابق، ص: 16.

⁴ عادل أحمد حشيش، مرجع سابق، ص: 150-152.

السوق الأولي، ويتكون سوق النقد الثانوي بصفة عامة من سوقين فرعيين على حسب نوع العمليات التي تتم في كل منهما وهما: سوق الخصم وسوق القروض قصيرة الأجل.¹

حيث تختلف تقسيمات أسواق النقد من بلد إلى آخر وذلك تبعاً لدرجة تطور هذه الأسواق ومدى قدرة السلطات النقدية على تنظيمها ورقابتها. ففي الولايات المتحدة الأمريكية التي تمثل نموذجاً من حيث التنظيم والرقابة تتكون سوقها النقدية الثانوية من سوقين فرعيتين، تتمثل الأولى في سوق الخصم (the Discount Market) وفيها تخصص الأوراق التجارية من كمالات وأدوات الخزينة، وتؤدي البنوك التجارية والبنوك المركزية دوراً كبيراً في هذه السوق.²

وتتمثل السوق الفرعية الثانية للسوق النقدية في سوق القروض قصيرة الأجل إذ توفر فرص جيدة للمستثمرين للدخول والاستثمار في أصول مالية ذات مرونة وسيولة مرتفعة، وعلاوة على هذا تتميز هذه السوق بانخفاض تكاليف الصفقات نظراً لإجراءاتها المرنة وتدني درجة مخاطرها لسببين وجيهين هما:³

- تدني درجة المخاطرة النقدية: تتميز أسعار الأوراق المالية بتذبذبها من حين لآخر وحيث أن الأوراق المالية المتداولة في سوق النقد تتميز بقصر آجال استحقاقها فإن التغيرات الحاصلة في أسعار الفائدة السوقية عادة ما تكون لها آثار محدودة على الأسعار السوقية لهذه الأوراق على نحو يجعل هامش التغير ما بين القيمة الاسمية والقيمة الحقيقية للورقة المالية ضيقاً جداً إلى الحد الذي لا يؤدي إلى تكبيد حاملها خسائر كبيرة فيما لو أقدم على بيعها أو خصمها قبل تاريخ استحقاقها.
- تدني درجة مخاطرة الدين: تتمثل مخاطرة الدين في عدم قدرة المقترض على تسديد ما عليه من التزامات اتجاه دائنيه، وطالما أن الأوراق المالية المتداولة في سوق النقد تصدر عن مراكز مالية ذات ملاءة مالية قوية كالبنوك التجارية والبنوك المركزية فإن احتمالات عدم القدرة على الوفاء بالدين ستكون جد ضئيلة إن لم تكن منعدمة تماماً.

وفيما يلي وصف موجز لكل من هذين السوقين⁴

2-1- سوق الخصم: في هذه السوق يتم خصم أدوات الائتمان قصيرة الأجل والتي من أهمها:

¹ زكريا الدوري، يسري السامرائي، مرجع سابق، ص: 84.

² محفوظ جبار، البورصة وموقعها من أسواق العمليات المالية، مرجع سابق، ص: 66.

³ نوزاد الهيبي، مقدمة في الأسواق المالية، أكاديمية الدراسات العليا والبحوث التطبيقية، طرابلس، 1998، ص: 31.

⁴ عادل أحمد حشيش، مرجع سابق، ص: 150-152.

- الأوراق التجارية العادية: (الكمبيالات، السندات الاذنية) وهي أوراق تصدرها عادة الشركات ذات السمعة التجارية الحسنة، وشركات التأمين وبعض الشركات غير المصرفية حيث أن أجل استحقاق هذه الإصدارات يكون قصيرا، ففي العادة يفضل معظم حائزيها من المستثمرين أن يحتفظوا بها حتى أجل السداد على أن يقوموا ببيعها ولذلك يكون سوق تداول هذه الأوراق ضعيف نسبيا، الأمر الذي ينعكس على تعرض أسعارها في العادة لتقلبات كبيرة.
 - القبولات المصرفية: وهي سندات مسحوبة على المصرف من قبل عميل يطلب فيها من البنك أن يدفع لأمره أو لأمر شخص ثالث مبلغا محددًا من المال في المستقبل وفي موعد محدد سلفا، وتظهر الحاجة إليها بصفة خاصة في ميدان تمويل التجارة الخارجية والداخلية.
 - أذونات الخزنة: وهي سندات دين تصدرها الحكومة لأجل تتراوح بين 3 و 6 أشهر، تقوم بطرحها في السوق عادة عن طريق المصرف المركزي، وعادة ما يتم إصدار هذه الأذونات كل شهر.
- 2-2-2- سوق القروض قصيرة الأجل: وتشمل هذه السوق جميع أنواع القروض التي تعقد لأجل قصيرة تتراوح بين أسبوع واحد وسنة كاملة، ويكون قوامها من المشروعات والأفراد من ناحية، والمصارف التجارية وبعض مؤسسات الإقراض المتخصصة في منح الائتمان قصير الأجل من ناحية أخرى.

ثانيا: خصائص السوق النقدية وأهم المتدخلين فيها

1- أهمية السوق النقدية

تعد السوق النقدية جزءا من مجموع واسع هو سوق رؤوس الأموال أين يتم تبادل حقوق طويلة، متوسطة وقصيرة الأجل، فالسوق النقدية كأية سوق أخرى لها أهميتها وخصائصها تميزها عن غيرها من الأسواق، وتتمثل أهمية السوق النقدية فيما يلي:¹

- تأمين السيولة النقدية وأدوات الدفع الأخرى حسب حاجات التمويل الاقتصادي.
 - توظيف الموارد النقدية المتوفرة لدى البنوك التجارية ومختلف المؤسسات النقدية.
 - سد عجز الوحدات الاقتصادية في الأجل القصير المدى.
 - توفير حاجات الأفراد من السيولة والإنفاق الاستهلاكي.
 - توفير الزيادات الطارئة من النفقات العامة للخزينة العمومية بإصدار أذون الخزينة.
- ومن خلال العمليات السالفة الذكر تجد البنوك التجارية مجالا واسعا لتوظيف فوائضها النقدية والمتمثلة في الأرصدة الدائنة للبنك التجاري لدى البنك المركزي عن طريق عرضها في السوق النقدية.

¹ محمود سحنون، مرجع سابق، ص: 131-132.

2- خصائص السوق النقدي

يمكن تلخيص خصائص السوق النقدي كما يلي:¹

- يختلف السوق النقدي عن الأسواق التي تتعامل بالأدوات المالية الطويلة الأجل، في أن السوق النقدي ليس له مكان رسمي ليتم فيه تحويل النقود من المقرضين إلى المقترضين.
- يصنف السوق النقدي على أنه سوق جملة لأن التعامل فيه يتم عادة بين تجار (Dealers)، حيث قد تتم به صفقات بملايين الدولارات للصفقة الواحدة.
- عادة ما تكون العملات على العمليات فيه قليلة جدًا، حيث تعتمد بشكل كبير على أنظمة الاتصالات المعاصرة بين المقرض والمقترض الذين يتقابلون من خلال بعض أجهزة الاتصال الإلكترونية كالتليفون والكمبيوتر.
- يتمتع السوق النقدي بكفاءة عالية حيث يتم تمكين المقرضون والمقترضون من تحويل مبالغ بكميات كبيرة بسرعة فائقة وبتكاليف قليلة للعملية الواحدة، حيث قد يتم تحويل ملايين الدولارات في ليلة واحدة مقابل عمولة قليلة جدا قد تصل إلى دولار واحد عن كل مليون من الدولارات.
- يتمتع السوق النقدي بخاصية غير عادية، حيث يتم التعامل في السوق بدرجة عالية من الثقة بين المتعاملين، خاصة وأن التعامل يتم دائمًا بسرعة فائقة، مما لا يجعل هناك فرصة للاحتفاظ بسجلات وقيود بصورة دائمة، وعليه ولما كان التعامل في هذا السوق يتم على أساس شخصي، فهناك مجال للشك في تفسير بعض المعاني في بعض الحالات. إلا أن كافة المعاملات يجب أن تحترم حتى لو تسببت في بعض الصعوبات للمستقبل.
- يفترض التعامل في السوق أن الأخطاء التي تحدث أخطاء غير مقصودة، وبالتالي يتم معالجتها بسرعة بين الأطراف.

3- أهم المتدخلين

يشارك في أعمال السوق النقدي العديد من المؤسسات والأفراد، وأما المؤسسات الرئيسية العاملة فيه فهي: البنوك التجارية، والشركات، والبنك المركزي، والمتعاملون بالأوراق المالية، سماسرة الأوراق المالية، والمستثمرون من الأفراد، وبعض المؤسسات المالية كصناديق الاستثمار وصناديق

¹ شقيري نوري موسى وآخرون، المؤسسات المالية المحلية والدولية، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة، عمان، 2009، ص ص: 28-

التقاعد وشركات التأمين وغيرها. إلا أن البنوك التجارية تلعب الدور الرئيسي في عمليات السوق النقدي¹. وفيما يلي شرح لأهم المؤسسات العاملة في السوق النقدي.

3-1- البنوك التجارية: وهي من أهم وسطاء النقد، كما تعمل هذه البنوك أيضا في سوق رأس المال، وهي مؤسسات تقوم بتعبئة الموارد المالية عن طريق إصدار التزامات على نفسها تتخذ شكل الودائع الجارية، والتي تتداول باستخدام الشيكات والودائع الادخارية، والتي تدفع عند الطلب من قبل مالكيها، وتسحب عادة عن طريق السحب النقدي المباشر من هذه الودائع، وكذلك الودائع الآجلة لفترة محدودة من الزمن، وتقوم البنوك التجارية باستخدام الموارد المالية لهذه الودائع في تقديم القروض للتجار، المستهلكين، قروض بضمان عقارات وكذلك في شراء أوراق مالية حكومية.²

3-2- الخزينة العمومية: تعد الخزينة العمومية وحدة مالية وليست مؤسسة مالية، وظيفتها المالية نجدها في ميزانية العمليات المالية للخزينة العمومية.³

وتعتبر الخزينة العمومية المقترض الرئيسي في الأسواق النقدية نظرا لما تمثله حوالات الخزينة والسندات الحكومية قصيرة الأجل من أهمية في الأدوات التي يتم التعامل بها في هذه الأسواق حيث تمثل الجزء المهم من أدوات التعامل هذه.⁴

3-3- المؤسسات الأخرى والأفراد: تشارك مؤسسات وشركات أخرى في أعمال السوق النقدي كشركات التأمين وصناديق التقاعد وصناديق الادخار وغيرها عن طريق الاستثمار في أدوات السوق النقدي حيث توفر لها عوائد مجزية وبدرجة عالية من السيولة. فتستثمر في أدوات الخزينة والسندات قصيرة الأجل التي تدر عليها عائداً وتتمتع بدرجة عالية من السيولة لتؤمن لها احتياجاتها اللازمة للوفاء بالتزاماتها. كذلك فإن الأفراد يتعاملون في السوق النقدي بشكل كبير من خلال الودائع التي يحتفظون بها لدى البنوك، ومن خلال أدوات الاستثمار قصيرة الأجل المتداولة فيها. فالسوق النقدي توفر للأفراد عوائد من استثماراتهم فيها وتعمل على تسهيل مدفوعاتهم.⁵

3-4- البنك المركزي: يمارس البنك المركزي في هذا الإطار دوره لتحقيق الاستقرار النقدي والاقتصادي وتمويل عملية التنمية، من خلال عدة وظائف والمتمثلة في منح القروض للبنوك، إعادة خصم الأوراق التجارية والمالية، الاحتفاظ بجزء من الاحتياطات النقدية للبنوك، التسيير والمحافظة على احتياطات

¹ شقيري نوري موسى وآخرون، مرجع سابق، ص: 29.

² محمود يونس، مرجع سابق، ص.ص. 148.

³ بخزاز يعدل فريدة، تقنيات وسياسات التسيير المصرفي، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2000، ص: 770.

⁴ فليح حسن خلف، الأسواق المالية والنقدية، جدارا للكتاب العالمي، الأردن، 2006، ص: 102.

⁵ شقيري نوري موسى وآخرون، مرجع سابق، ص: 30.

الذهب والعملات الأجنبية، مقاصة الحسابات بين البنوك والمؤسسات المالية، إصدار النقود الائتمانية والرقابة على الائتمان.¹

وعليه فالبنوك المركزية تعمل بشكل مباشر وغير مباشر في السوق النقدي من خلال إدارتها للسياسة النقدية للبلد، كما يعمل البنك المركزي في السوق النقدي من خلال قيامه بأعمال المراقبة والتوجيه للبنوك التجارية التي تعتبر من المشاركين الرئيسيين في السوق النقدي.²

5-3- وسطاء السوق النقدية:

- السماسرة: وهم الوسطاء بالمعنى البسيط الذين لا يشترون ولا يبيعون لحسابهم أي أوراق في السوق النقدية، ويتلقون عمولة فقط على جمعهم المؤسسات العارضة للنقود المركزية مع المؤسسات الطالبة لها دون أن يظهروا على أنهم أجزاء مقابلة في العملية، وفي الجزائر دور السمسار في السوق النقدية يُمارَس من طرف البنك المركزي.
- بيوت إعادة الخصم: وتأخذ شكل بنوك أو مؤسسات مالية يعتمد نشاطها على شراء وإعادة بيع الأوراق المتداولة في السوق النقدية مقابل النقود المركزية، ولا تستطيع قبول ودائع الجمهور إلا في حدود ضيقة، كما تؤدي وظيفة مهمة وهي الوساطة بين البنوك والبنك المركزي في أغلب تدخلات هذا الأخير.
- بيوت القبول: هي مؤسسات خاصة بعمليات الاستيراد والتصدير تقوم بقبول الأوراق التجارية بالتوقيع على هذه الأوراق المسحوبة على عملائها، هذا ما يؤكد تعهدا بدفع قيمة الأوراق عند حلول تاريخ الاستحقاق الذي هو عادة لأجل قصير وهذا ما يساعد على زيادة تداول الأوراق داخل السوق النقدية، "وتوجد بيوت القبول أساسا في إنجلترا، حيث كانت تتركز أغلب تجارة العالم".³
- بيوت التوفير: يقصد بها المؤسسات التي تتلقى الأموال قصيرة الأجل من أجل توظيفها في استثمارات طويلة الأجل، فمهمتها تتمثل في تجميع ما يوفره الأفراد من نقود وتوظيفه في استثمارات هامة، على الرغم من ضآلتها، في شراء أسهم وسندات المشروعات، وهي تتمكن من ذلك بسبب وفرة المبالغ التي تجمعها، كما أنها ودائع شخصية لا يسمح بسحبها من غير صاحبها.⁴

¹ خبايا عبد الله، مرجع سابق، ص: 140-141.

² شقيري نوري موسى وآخرون، مرجع سابق، ص: 30-31.

³ عادل أحمد حشيش، مرجع سابق، ص: 153.

⁴ سوزي عدلي ناشد، مرجع سابق، ص: 198.

ثالثاً: أدوات السوق النقدية

تتوفر سوق النقد على مجموعة أدوات الاستثمار التالية: شهادات الإيداع القابلة للتداول، الكمبيالات المصرفية، الأوراق التجارية، أذونات الخزنة، القبولات المصرفية، قرض فائض الاحتياطي الإلزامي، قرض الدولار الأوروبي واتفاقيات إعادة الشراء.

تتميز الأدوات المالية المستخدمة في السوق النقدي بما يلي:¹

- أنها تستحق في مدة تقل عن السنة، ويستحق معظمها في مدة تقل عن الثلاثة أشهر.
- تتمتع بدرجة عالية من الضمان.
- أسعارها ثابتة نسبياً، حيث أن التذبذب في أسعارها قليل جداً.
- تتمتع بدرجة عالية من السيولة نتيجة وجود سوق ثانوي دائم ونشط لها.
- مخاطرها قليلة بالنسبة للمستثمر فيها.

1- أذونات الخزينة (Treasury Bills)

هي أدوات دين قصيرة الأجل وتستحق كل 3 أو 6 أو 12 شهراً ويتم تداولها بمعدل خصم من القيمة الاسمية لها، ويتم إصدارها لتمويل عجز الحكومات.² إذ تمثل التزامات حكومية قصيرة الأجل تصدرها الحكومة بصورة منتظمة لتغطية الاحتياجات النقدية للحكومة الناتجة عن عدم انتظام تدفق واردات الحكومة من الضرائب التي تجبى من الأفراد والمنشآت. ويعتبر الاستثمار في هذه الأذونات من الاستثمارات عديمة المخاطرة، كما وتعتبر أكثر أدوات السوق النقدي من حيث تسويقها.

وتباع أذونات الخزينة بخصم³، أي تباع بسعر أقل من السعر الرسمي الذي تصدره، وقيمة هذا الخصم تمثل الفائدة التي يحصل عليها صاحبها، حيث تدفع قيمتها الاسمية كاملة عند الاستحقاق، وتكون صالحة أيضاً لإعادة الخصم لدى البنك المركزي في كل وقت.⁴

ويمكن تقدير نسبة العائد المخصوم على الإذن كما يلي:⁵

$$\frac{\text{القيمة الاسمية} - \text{القيمة السوقية}}{\text{القيمة الاسمية}} \times \frac{360}{\text{عدد الأيام حتى الأجل}} \times 100$$

¹ شقيري نوري موسى وآخرون، مرجع سابق، ص: 31.

² غالب عوض الرفاعي، عبد الحفيظ بلعربي، مرجع سابق، ص: 43.

³ شقيري نوري موسى وآخرون، مرجع سابق، ص: 32.

⁴ زكريا الدوري، يسري السامرائي، مرجع سابق، ص: 85.

⁵ محمد إبراهيم عبد الرحيم، مرجع سابق، ص: 97.

وتباع بالمزاد العلني على أساس تنافسي أو غير تنافسي، في حالة المزاد التنافسي يقوم المستثمرون بالإعلان عن الكمية من أذونات الخزينة التي يرغبون في شرائها والسعر الذي يستعدون لدفعه ثمنها لها، فكلما كان السعر المعروض مرتفعاً كلما قل العائد عليها، وتقوم عادة العديد من المؤسسات التي ترغب في الاستثمار في أذونات الخزينة بالتنافس على شرائها، ويتم نشر المعلومات عن المزادات بالنسبة لأذونات الخزينة أسبوعياً في العديد من المنشورات.

وتتميز أذونات الخزينة عن غيرها من أدوات السوق النقدي بالخصائص التالية:¹

- خلوها من المخاطر: لأنها صادرة عن الحكومة، حيث تتميز بالثقة والأمان.
- السيولة العالية: تعتبر بديلاً عن النقدية، وعلى درجة عالية من السيولة، ويتضح ذلك من الفرق بين السعر الذي يستعد المستثمرون لدفعه ثمنها لها والسعر الذي يبيعونها به، وهذا الفرق يتراوح في العادة ما بين 2 إلى 4 نقاط وهو أقل من أي مثيل له لأية أداة مالية أخرى.
- المعاملة الضريبية: عادة ما يكون العائد عليها معفى من الضريبة.
- تصدر في العادة بفئات قليلة مما يجعلها أكثر جاذبية من غيرها للاستثمار خاصة بالنسبة لصغار المستثمرين.
- تنوع المستثمرون فيها، فيستثمر فيها الأفراد، وصناديق الاستثمار المشتركة، والبنوك، والبنك المركزي، والمستثمرون الأجانب.

2- اتفاقيات إعادة الشراء (Repurchase Agreements):

هي قروض قصيرة الأجل باستحقاق عادة لا يتجاوز أسبوعين²، وقد تتم في حالات ليست بالقليلة ليوم واحد أو لعدة أيام وبعضها قد يمتد لشهر فأكثر، ويتم استخدامها من قبل الجهات المتخصصة في بيع وشراء الأوراق المالية التي هي البنوك التجارية والتجار والسماسرة والمستثمرون والشركات.³ ويمكن تقدير العائد السنوي لاتفاقية إعادة الشراء كما يلي:⁴

$$\frac{\text{سعر إعادة الشراء} - \text{سعر البيع}}{\text{سعر البيع}} \times \frac{360}{\text{أجل الاستحقاق}}$$

¹ شقيري نوري موسى وآخرون، مرجع سابق، ص: 32-33.

² محمد إبراهيم عبد الرحيم، مرجع سابق، ص: 99.

³ فليح حسن خلف، مرجع سابق، ص: 290.

⁴ نهال فريد مصطفى، السيدة عبد الفتاح إسماعيل، الأسواق والمؤسسات المالية، دار الفكر الجامعي، مصر، 2007، ص: 60.

أي أن العملية في حد ذاتها وكأنها عملية اقتراض برهن الأوراق المالية لدى الطرف المقرض، لأن الأوراق المالية ستعود ثانية لصاحبها عند دفع القيمة مع عوائدها المتمثلة في فرق السعيرين (البيع وإعادة الشراء)، وعمولة ضئيلة متعارف عليها في السوق تسمى عمولة قص الشعر (Hair cut)، والتي تتغير حسب المدة ودرجة سيولة الأوراق المالية وحجم العملية، والمركز الائتماني للمشاركين في العملية، ونشاط المتعامل (بائع الورقة والراغب في إعادة شرائها)، أي أن العمولة تعكس درجة المخاطرة في العملية، وهناك أنواع مختلفة من عمليات إعادة الشراء لتناسب الاحتياجات المختلفة أي أن هذه العمليات تتميز بالمرونة، ومن أنواعها:¹

- إعادة شراء أوراق مماثلة: ويطلق عليها اسم (dollar repo) وفي هذه الحالة يسمح للبائع بإعادة شراء أوراق مالية مشابهة للأوراق المالية الأصلية.
- إعادة شراء أوراق مالية تحمل نفس عائد الورقة الأصلية: (fixed coupon repo) وبموجبها يوافق البائع على إعادة شراء أوراق مالية تحمل نفس عائد الورقة الأصلية.
- ضمان عائد مشابه للعائد الأصلية (yield maintenance) ويعني إعادة شراء أوراق مالية تعطي عائداً مشابهاً لعائد الأوراق المالية الأصلية، وليس بالضرورة أن يكون نفس العائد للورقة الأصلية.

3- القبولات البنكية (Bankers acceptances)

تستخدم القبولات البنكية لتشجيع التجارة الخارجية²، وهي عبارة عن حوالة مصرفية أو أمر بالدفع قصير الأجل منخفض المخاطر تصدرها في العادة شركة استيراد قابلة للدفع في موعد محدد في المستقبل ومضمونة من قبل المصرف الذي يتعامل معه المستورد مقابل رسم أو عمولة، مضمونة من قبل المصرف بختمه بعبارة مقبول³.

وهي سندات مسحوبة على بنك من قبل عميل يطلب فيه من البنك أن يدفع لأمره أو لأمر شخص ثالث مبلغاً محدداً من المال في المستقبل في موعد محدد سلفاً، وهذه السندات تكون لها قوة و ضمان باعتبارها ورقة من الدرجة الأولى، وذلك لتعهد المصرف بدفع قيمتها عند الاستحقاق في حالة عدم قدرة العميل على السداد.⁴

¹ شقيري نوري موسى وآخرون، مرجع سابق، ص: 33.

² غالب عوض الرفاعي، مرجع سابق، ص: 44.

³ محمد إبراهيم عبد الرحيم، مرجع سابق، ص: 98.

⁴ زكريا الدوري، يسري السامرائي، مرجع سابق، ص: 84.

وتعتبر القبولات البنكية من أقدم أدوات السوق النقدي استخداماً، حيث كانت من الأدوات المالية الأولى التي استخدمها التجار والبنوك في العصور الوسطى حيث كان البنك يضمن الورقة التي يوقعها أحد عملائه، وتسمى هذه العملية في الوقت الحاضر بالقبول البنكي، واستمر التعامل بها كوسيلة لتمويل التجارة الخارجية.¹

وتتمثل عملية القبول البنكي اليوم بأن توقع الشركة المستوردة على تعهد بدقة على ضمان الدفع بختم التعهد بعبارة "مقبول" (Accepted) في مكان معين على التعهد. ولهذا الاجراء هدفين: تعزيز قوة التعهد بأن تضاف قوة البنك المالية إلى القوة المالية للشركة المتعهد، والثاني أنها تجعل من هذا التعهد، أداة مالية قابلة للتداول في سوق النقد الثانوي، أي تكسب الورقة المالية (التعهد) سيولة عالية. وتتميز القبولات البنكية بالخصائص التالية:²

- يتم خلق هذا النوع من الأوراق المالية بإحدى طرق ثلاثة: عن طريق الاستيراد المحلي، التصدير المحلي، تخزين البضاعة في بلد أجنبي أو شحن البضاعة بين بلدين أجنبيين.
- تتميز بأنها عالية السيولة، مضمونة، وتتمتع بعائد يتماشى مع العوائد على الأدوات الأخرى العاملة في السوق النقدي. خاصة شهادات الايداع القابلة للتداول.

4- الأوراق التجارية (commercial papers)

هي أدوات دين قصيرة الأجل يتم إصدارها عن طريق الشركات المساهمة المعروفة، وفي حالة تعرض الشركات المساهمة لنقص في السيولة فإنها تقوم ببيع الأوراق التجارية لبعض الوسطاء الماليين أو للمنشآت بدلاً من الاقتراض من البنوك، ويعتبر بيع الأوراق التجارية من قبل هذه الشركات المساهمة العملاقة نوعاً من التمويل المباشر³، كما أنها تتسم بقابليتها للتداول في السوق الثانوي.⁴

وهي عبارة عن سندات أذنية قصيرة الأجل تصدرها الشركة من أجل الاقتراض بموجبها قرضاً قصير الأجل. وتباع من خلال تجار متخصصين في تجارة الأوراق التجارية. وقد تم التعامل بها منذ بداية القرن الثاني عشر ولكن بأشكال مختلفة، وحتى تكون هذه الأوراق التجارية ذات نوعية عالية يجب أن تكون الشركة المصدرة لها ذات مركز ائتماني جيد، مدعمة بوجود سقف ائتماني عالٍ ممنوح لها من

¹ شقيري نوري موسى وآخرون، مرجع سابق، ص: 33-34.

² المرجع السابق، ص: 34.

³ غالب عوض الرفاعي، عبد الحفيظ بلعربي، مرجع سابق، ص: 44.

⁴ محمد إبراهيم عبد الرحيم، مرجع سابق، ص: 98.

قبل أحد البنوك، كما تصدر هذه الأوراق لفترة استحقاق تتراوح ما بين شهرين إلى خمسة أشهر وبفائدة قليلة، ويتم تداولها في السوق النقدي.¹

ومن أهم الأوراق التجارية الكمبيالات والسند الاذني: وهي بمثابة تعهد ورقي تصدرها في العادة شركات ذات سمعة تجارية حسنة وشركات غير مصرفية، يلتزم به المدين إلى الدائن في تاريخ محدد، والفرق بين الكمبيالة والسند الاذني يتمثل في أن الأولى تعد ورقة تجارية ناشئة عن نشاط تجاري داخلي أو خارجي ويمكن خصمها لدى المؤسسات المالية والمصرفية بينما لا يتمتع السند الاذني بهذه المزايا.²

5- شهادات الإيداع القابلة للتداول ((CDs) Deposits Negotiable Certificates of

صدرت شهادات الإيداع لأول مرة في نيويورك عام 1961، ثم امتد التعامل بها إلى سوق اليورو دولار نتيجة للنجاح الذي حققته في نيويورك، حيث تم إصدار أول إصدار من هذه الشهادات في لندن عام 1966. وتطور سوق هذه الشهادات بسرعة. وهي عبارة عن شهادات تصدر عن البنك كدليل بأنه قد تم إيداع مبلغ معين لديه لمدة معينة تبدأ من تاريخ إصدار الشهادة (الإيداع) وتنتهي بتاريخ معين (تاريخ استحقاق الشهادة: أي تاريخ انتهاء مدة الإيداع)، وتبين الشهادة سعر الفائدة، وطريقة احتسابها ودفعها عند الاستحقاق وشروط الإيداع وشروط تداول الشهادة.³

وبالنسبة لمعدل الفائدة المعادل لشهادات الإيداع فيحسب كالتالي:⁴ معدل الفائدة $\times \frac{365}{360}$

وتتميز شهادات الإيداع القابلة للتداول بالخصائص التالية:⁵

- تختلف عن بقية أدوات السوق النقدي بأنها تستحق في مدة تزيد عن السنة، وأن الفائدة يتعدل كل ثلاثة أو ستة أشهر.
- يتم تداولها في الأسواق المحلية والأجنبية.
- هناك سوق أولي نشيط لها في مدينة نيويورك للإصدارات المحلية الأمريكية منها، وسوق آخر نشيط لها في مدينة لندن لشهادات الإيداع الأوروبية. وهي سوق تعامل بين بنك وتاجر.
- كما أن هناك سوق ثانوي نشيط يتيح لحملة شهادات الإيداع القابلة للتحويل لبيعها قبل موعد استحقاقها، حيث يقوم المستثمر فيها بالاتصال بأحد الوسطاء أو التجار للقيام ببيع ما يريد بيعه

¹ شقيري نوري موسى وآخرون، مرجع سابق، ص: 34.

² زكريا الدوري، يسري السامرائي، مرجع سابق، ص: 84.

³ شقيري نوري موسى وآخرون، مرجع سابق، ص: 34-35.

⁴ نهال فريد مصطفى، السيدة عبد الفتاح إسماعيل، مرجع سابق، ص: 65.

⁵ شقيري نوري موسى وآخرون، مرجع سابق، ص: 35.

من هذه الشهادات أو شراء شهادات لحسابه. أي أن هذه السوق الثانوية التي يتم التعامل فيها هي سوق غير منظمة (Over the counter).

- تتميز بسيولتها حيث يمكن بيعها قبل استحقاقها في السوق الثانوي وبسعر الفائدة السائد عند البيع الذي تحدده أوضاع السوق النقدي. وتعتمد درجة سيولتها على البنك المصدر لها، ومدتها.
- الضمان: تعتبر شهادات الايداع التزاما على البنك المصدر لها. حيث يكون البنك ملزما بدفع قيمتها الاسمية والفائدة المستحقة عليها.
- المرونة: تصدر شهادات الايداع بتواريخ مختلفة حسب رغبة البنك المودع، كما تتسم الفائدة عليها بالمرونة أيضا حيث ترتبط بأسعار الفائدة السائدة في السوق على الودائع لأجل مشابهة عند الإصدار، كما يمكن للمودع بيعها قبل استحقاق مدتها والحصول على الفائدة عن المدة التي احتفظ فيها بشهادة الايداع.
- يمكن اصدار شهادات ايداع لأجل مختلفة، فمنها قصيرة الأجل ومنها طويلة الأجل التي تصل مدتها إلى خمسة سنوات.
- يتم إضافة الفائدة إلى أصل المبلغ المودع في نهاية الفترة المحسوب عنها الفائدة أي يتم احتساب الفائدة على أساس الفائدة المركبة. وتسمى كل فترة زمنية تحسب عنها الفائدة (Leg) وهي الكلمة المتعارف عليها في السوق، فلو فرضنا أن بنك أصدر شهادة ايداع لمدة ثلاث سنوات، على أن يتم دفع الفائدة كل ثلاثة شهور، فيتم إضافة الفائدة إلى أصل الوديعة في نهاية كل ثلاثة شهور.
- تحمل شهادات الايداع فائدة أعلى قليلا من الفائدة على أذونات الخزينة لأنها صادرة عن بنك، وليس عن الحكومة كما هو الحال في أذونات الخزينة، وبالتالي فالمخاطر أكبر.
- شهادات الايداع نوعان: شهادات ايداع تصدرها بنوك أجنبية في الولايات المتحدة تسمى شهادات ايداع أمريكية (Yankee Cds)، والنوع الثاني شهادات ايداع تصدرها البنوك الأمريكية في أسواق أجنبية تسمى شهادات ايداع أوروبية (Euro CDs)، وكلا النوعين يمكن أن تكون الفائدة عليه على أساس الفائدة الثابتة، أو على أساس سعر الفائدة المتغير الذي يتغير طبقا للتغير في أسعار الفوائد في السوق.

تقوم البنوك التجارية الكبرى في كثير من الدول الصناعية بإصدار شهادات الإيداع وتعتبرها مصدرا هاما لزيادة السيولة¹، فهي من أهم مصادر التمويل لهذه المصارف الذي تحصل عليه من قبل الشركات والصناديق المشتركة في السوق النقدية والوكالات الحكومية².

6- الحساب الجاري والحساب المدين

تلعب الحسابات الجارية والحسابات المدينة أدوارا حيوية في عمليات السوق النقدي. فالحساب الجاري الذي تقوم بفتحه لدى البنوك المؤسسات والشركات والحكومات والأفراد يتم من خلال السحب عليه دفع أثمان الأوراق المالية القصيرة الأجل التي هي الأدوات الرئيسية للاستثمار في السوق النقدي، كما يتم ايداع حصيلة بيع أثمان هذه الأوراق في هذه الحسابات التي تحقق هدفين: تسهيل دفع أثمان الأوراق المالية التي يتم الاستثمار بها، وتحقيق عائد من خلال الفوائد التي تدفع على بعض أنواعها من قبل البنك للمودعين فيها.

كما يعتبر الحساب المدين من الأدوات التي تسهل عمليات الاقتراض قصيرة الأجل من قبل البنوك. فهو يشكل أحد الأدوات الاستثمارية في السوق النقدي بالنسبة للبنوك، ويشكل مصدرا تمويليا لأصحابه يستطيعون من خلاله استخدام المبالغ المخصصة لهم في هذه الحسابات الممنوحة من قبل البنوك في عمليات استثمارية قصيرة الأجل³.

7- حسابات الايداع القصيرة الأجل

تعتمدها البنوك كمصدر تمويل لسوق النقد فالبنوك متاح لها اجتذاب أنواع مختلفة من الودائع ولما كانت كافة أنواع الودائع لدى البنوك تعتبر ودايع قصيرة الأجل. حتى لو تم ايداعها لفترة طويلة حيث يستطيع المودع سحب الوديعة لذلك فإن هذه الودائع تمثل المصدر الرئيسي لتمويل عمليات البنوك التي تعتبر المحرك الرئيسي لعمليات السوق النقدي، وأهم المؤسسات العاملة فيه، حيث تعتمد على الودائع المودعة لديها لتمويل عملياتها في هذا السوق⁴.

¹ غالب عوض الرفاعي، عبد الحفيظ بلعربي، مرجع سابق، ص: 44

² محمد إبراهيم عبد الرحيم، مرجع سابق، ص: 98.

³ شقيري نوري موسى وآخرون، مرجع سابق، ص: 37.

⁴ المرجع السابق، ص: 37.

8- القروض تحت الطلب

تشكل القروض تحت الطلب التي تمنحها البنوك لعملائها أداة استثمارية في سوق النقد، كما تعتمد البنوك وغيرها من المؤسسات المالية على نافذة الخصم التي يتيحها البنك المركزي لها كمصدر تمويل يساعدها في عمليات السوق النقدي، و نافذة الخصم عبارة عن دائرة لدى البنك المركزي تلجأ إليها البنوك والمؤسسات المالية للاقتراض لمدة قصيرة، تصل في معظمها إلى مدة أقصاها خمسة عشرة يوما، مع أنه يمكن عمل الترتيبات للاقتراض لمدة أطول مقابل ضمانات وأسباب مقبولة، ومثلا يقوم بنك الاحتياط الفيدرالي الأمريكي حاليا بمنح ثلاثة أنواع من هذه القروض هي: ¹

- قروض لتعديل أوضاع الاحتياطي النقدي: أي لتمكين البنوك من تغطية النقص في متطلبات الاحتياطي النقدي لدى البنك المركزي.
 - قروض موسمية: لمساعدة المؤسسات المالية التي تعاني من التذبذب الموسمي في عمليات الإقراض والودائع.
 - قروض أخرى لمساعدة المؤسسات المالية التي تعاني من مشاكل مالية ذات طبيعة طويلة الأجل.
- وعادة ما تكون القروض الممنوحة من قبل البنك المركزي أقل تكلفة من القروض التي يمكن الحصول عليها من خلال السوق النقدي، فتلجأ البنوك للاقتراض من البنك المركزي في حالات كثيرة للاستفادة من ميزة انخفاض سعر الفائدة في نافذة الخصم عنها في السوق النقدي.

وبالنسبة لمعدل العائد لقرض الاحتياطي الإلزامي فإنه يحسب كالتالي: ² $\text{معدل الفائدة} \times \frac{365}{360}$

9- اليورو دولار (Eurodollar)

ازدادت ودائع الشركات الأمريكية بالدولار في بنوك غير أمريكية نتيجة زيادة المعاملات التجارية العالمية التي تقوم بها الشركات الأمريكية بالدولار خارج الولايات المتحدة الأمريكية وخاصة في أوروبا، وأطلق على هذا النوع من الودائع شهادات الإيداع باليورو دولار، كما كان للقيود على الحد الأعلى لأسعار الفوائد في أمريكا أثر في زيادة الودائع بالدولار الأمريكي خارج الولايات المتحدة الأمريكية طمعا في الحصول على أسعار فوائد أعلى. ³

كما ساعد على تطوير عمليات سوق اليورو دولار العديد من العوامل من بينها: ⁴

¹ شقيري نوري موسى وآخرون، مرجع سابق، ص: 37-38.

² نهال فريد مصطفى، السيدة عبد الفتاح إسماعيل، مرجع سابق، ص: 58.

³ شقيري نوري موسى وآخرون، مرجع سابق، ص: 38.

⁴ فليح حسن خلف، مرجع سابق، ص: 297.

- 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 الاحتياطات القانونية التي يتم فرضها على ودائع المصارف التجارية بالعملة المحلية.
- كما أن بعض الشركات الأوروبية وغيرها من الشركات غير الأمريكية التي تحصل على أثمان صادراتها بالدولار. فبدلاً من قيامها بتحويل حصيلة صادراتها من الدولارات إلى عملتها المحلية، تقوم باستثمار هذه الدولارات في شهادات إيداع باليورو دولار، لاستخدامها عند الحاجة لتسديد أثمان مستورداتها في المستقبل.
- وفيما يسمى بسوق اليورو دولار، تقوم البنوك بإقراض الدولارات المتجمعة لديها إلى من يحتاجها على شكل قروض اليورو دولار، والإيداع أو الإقراض بالدولار في بلد غير أمريكا (باليورو دولار) يتم عادة بقيمة لا تقل عن المليون دولار للصفقة الواحدة.¹

¹ شقيري نوري موسى وآخرون، مرجع سابق، ص: 38.

قائمة المراجع

أولاً: المراجع باللغة العربية

I- الكتب:

1. أحمد بوراس، أسواق رؤوس الأموال، مطبوعات جامعة منتوري، قسنطينة، 2002-2003.
2. أحمد زهير شامية، النقود والمصارف، دار زهران للنشر، الأردن، 1993.
3. أحمد نور، محاسبة المنشأة المالية-البنوك وشركات التأمين، دار النهضة العربية للطباعة والنشر، بيروت، لبنان، 1984.
4. أحمد عبد الفتوح علي الناقبة، نظرية النقود والأسواق المالية: مدخل حديث للنظرية النقدية والأسواق المالية، مكتبة الإشعاع، مصر، 2001.
5. أحمد فريد مصطفى، محمد عبد المنع عفر، الاقتصاد النقدي والمصرفي بين النظرية والتطبيق، مؤسسة شباب الجامعة، مصر، 2000.
6. أحمد فريد مصطفى، سهير محمد السيد حسن، النقود والتوازن النقدي، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية، مصر، 2000.
7. أحمد صلاح عطية، محاسبة الاستثمار والتمويل في البنوك التجارية، الدار الجامعية، مصر، 2002/2003.
8. أكرم حداد، مشهور هذلول، النقود والمصارف: مدخل تحليلي ونظري، دار وائل للنشر والتوزيع، الأردن، 2005.
9. إلمان محمد الشريف، محاضرات في النظرية الاقتصادية الكلية، الجزء الثالث، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2003.
10. إلمان محمد الشريف، محاضرات في النظرية الاقتصادية الكلية، الجزء الأول، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2003.
11. أنس البكري، وليد صافي، النقود والبنوك بين النظرية والتطبيق، دار المستقبل للنشر والتوزيع، عمان، 2012.
12. أنس البكري، وليد الصافي، الأسواق المالية والدولية، دار المستقبل للنشر والتوزيع، عمان، 2009.
13. أسامة كامل، عبد الغني حامد، النقود والبنوك، مؤسسة لورد العالمية، البحرين، 2006.
14. أسامة محمد الفولي، مجدي محمود شهاب، مبادئ النقود والبنوك، دار الجامعة الجديدة للنشر، مصر، 1999.
15. إسماعيل محمد هاشم، مذكرات في النقود والبنوك، دار النهضة العربية، بيروت، 1996.
16. بلعوز بن علي، محاضرات في النظرات والسياسات النقدية، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2004.
17. بسام الحجار، الاقتصاد النقدي والمصرفي، دار المنهل اللبناني، بيروت، لبنان، 2006.
18. بخازي عدل فريدة، تقنيات وسياسات التسيير المصرفي، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2000.
19. جمال بن دعاس، السياسة النقدية في النظامين الإسلامي والوضعي (دراسة مقارنة)، دار الخلدونية للنشر والتوزيع، الجزائر، 2007.

20. جمال جويدان الجمل، دراسات في الأسواق المالية والنقدية، دار الصفاء للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2002.
21. هوشيار معروف، الاستثمارات والأسواق المالية، دار صفاء للنشر والتوزيع، عمان، 2003.
22. وليم عاطف اندراوس، سوق الأوراق المالية بين ضرورات التحول الاقتصادي التحرير المالي ومتطلبات تطويرها، دار الفكر الجامعي الإسكندرية، مصر، 2006.
23. وسام ملاك، النقود والسياسات النقدية الداخلية (قضايا نقدية ومالية)، دار المنهل اللبناني للطباعة والنشر، بيروت، لبنان، 2000.
24. زياد سليم رمضان، إدارة الأعمال المصرفية، دار الصفاء للنشر والتوزيع، الأردن، 1997، ط6.
25. زينب حسن عوض الله، اقتصاديات النقود والمال، الدار الجامعية للنشر، بيروت، لبنان، 1994.
26. زينب عوض الله، أسامة محمد الفولي، أساسيات الاقتصاد النقدي والمصرفي، منشورات الحلبي الحقوقية، بيروت، 2003.
27. زكريا الدوري، يسرى السامرائي، البنوك المركزية والسياسة النقدية، دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2006.
28. زكريا سلامة عيسى شطناوي، الآثار الاقتصادية لأسواق الأوراق المالية من منظور الاقتصاد الإسلامي، دار النفائس، 2009.
29. حمدي عبد العظيم، السياسات المالية والنقدية: دراسة مقارنة بين الفكر الوضعي والفكر الإسلامي، الدار الجامعية، مصر، 2007.
30. حسين بني هاني، اقتصاديات النقود والبنوك - المبادئ والأساسيات -، دار ومكتبة الكندي للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2014.
31. حسين بني هاني، الأسواق المالية: طبيعتها، تنظيمها، أدواتها المشتقة، دار الكندي، عمان، 2002.
32. حسين محمد سمحان، إسماعيل يونس يامن، اقتصاديات النقود والمصارف، دار صفاء للنشر والتوزيع، الأردن 2011.
33. طاهر فاضل البياتي، ميرال روجي سمارة، النقود والبنوك والمتغيرات الاقتصادية المعاصرة، دار وائل للنشر، الأردن، 2013.
34. طارق عبد العال حماد، المشتقات المالية (مفاهيم-إدارة المخاطر-المحاسبة)، الإسكندرية، الدار الجامعية، 2001.
35. لعلو موسى بوخاري، سياسة الصرف الأجنبي وعلاقتها بالسياسة النقدية، مكتبة حسين العصرية، بيروت، لبنان، 2010.
36. محب خله توفيق، الاقتصاد النقدي والمصرفي دراسة تحليلية للمؤسسات والنظريات، دار الفكر الجامعي الإسكندرية، مصر، 2011.
37. محمد إبراهيم الشلبي، طارق إبراهيم الشلبي، مقدمة في الأسواق المالية والنقدية، دار النشر، عمان، 2000.

38. محمد إبراهيم عبد الرحيم، اقتصاديات النقود والبنوك، دار التعليم الجامعي، مصر، 2014.
39. محمد أحمد الراز، محاضرات في النقود والبنوك، مكتبة القاهرة الحديثة، مصر، 1974.
40. محمد الصيرفي، البورصات، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، مصر، 2006.
41. محمد مطر، إدارة الاستثمارات، الإطار النظري والتطبيقات العملية، دار وائل للنشر، عمان، 2004.
42. محمد منير إبراهيم، إدارة الأسواق والمنشآت المالية، منشأة المعارف، الإسكندرية، مصر، 2002.
43. محمد مروان السمان، محمد ظافر محبك، أحمد زهير شامية، مبادئ التحليل الاقتصادي، دار الثقافة للنشر والتوزيع، الأردن، 1998.
44. محمد عبد العزيز عجمية، صبيح تادريس قريصة، النقود والبنوك والتجارة الخارجية، دار النهضة العربية، بيروت، لبنان، 1986.
45. محمد عزت غزلان، اقتصاديات النقود والمصارف، دار النهضة العربية، بيروت، لبنان، 2002.
46. محمد صالح الحناوي، أساسيات الاستثمار في بورصة الأدوات المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 1997.
47. محمد صالح الحناوي، تقييم وتحليل الأسهم والسندات، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2005.
48. محمد صالح الحناوي، جلال إبراهيم العبد، بورصة الأوراق المالية: بين النظرية والتطبيق، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2005.
49. محمد ضيف الله القطابري، دور السياسة النقدية في الاستقرار والتنمية الاقتصادية (نظرية-تحليلية-قياسية)، دار غيداء للنشر والتوزيع، الأردن، عمان، 2009.
50. محمود حامد عبد الرزاق، اقتصاديات النقود والبنوك والأسواق المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2013.
51. محمود يونس، عبد النعيم مبارك، مقدمة في النقود وأعمال البنوك والأسواق المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2003.
52. محمود يونس، عبد النعيم مبارك، كمال أمين الوصال، اقتصاديات: نقود وبنوك وأسواق مالية، الدار الجامعية، 2003.
53. محمود محمد الداغر، الأسواق المالية: مؤسسات، أوراق، بورصات، دار الشروق، الأردن، 2005.
54. محمود سحنون، الاقتصاد النقدي والمصرفي، دار بهاء الدين للنشر والتوزيع، قسنطينة، الجزائر، 2003.
55. محفوظ جبار، الأوراق المالية المتداولة في بورصة الأسواق المالية، الجزء الثاني، دار هومة الجزائر، 2002.
56. محفوظ جبار، البورصة وموقعها من أسواق العمليات المالية، الجزء الأول، دار هومة، الجزائر، 2002.
57. محفوظ جبار، أسواق رؤوس الأموال: الهياكل، الأدوات والاستراتيجيات، دار الهدى، الجزائر، 2010.
58. محفوظ جبار، تنظيم وإدارة البورصة، الجزء الثالث، دار هومة، الجزائر، 2002.
59. منير إبراهيم هندي، إدارة الأسواق والمنشآت المالية، المعارف للطباعة والنشر، الإسكندرية، 2002.
60. منير إبراهيم هندي، الأوراق المالية وأسواق رأس المال، منشأة المعارف، الإسكندرية، 2006.

61. مفتاح صالح، النقود والسياسة النقدية: المفهوم، الأهداف، الأدوات، دار الفجر للنشر والتوزيع، مصر، 2005.
62. مصطفى يوسف كافي، بورصة الأوراق المالية، دار مؤسسة رسلان للنشر والتوزيع، سوريا، 2009.
63. مصطفى كمال السيد طایل، الصناعة المصرفية في ظل العولمة، اتحاد المصارف العربية، الأردن، 2009.
64. مصطفى رشدي شيحة، الإقتصاد النقدي والمصرفي، الدار الجامعية، مصر، 1985، ط5.
65. مروان عطون، الأسواق النقدية والمالية: البورصات ومشكلاتها في عالم النقد والمال، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2003.
66. مروان عطون، المؤسسات النقدية، المطبوعات الجامعية، جامعة قسنطينة، الجزائر، 1982.
67. نوزاد الهيتي، مقدمة في الأسواق المالية، أكاديمية الدراسات العليا والبحوث التطبيقية، طرابلس، 1998.
68. نعمة الله نجيب، محمود يونس، عبد النعيم مبارك، مقدمة اقتصاديات النقود والصيرفة والسياسات النقدية، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2001.
69. نهال فريد مصطفى، السيدة عبد الفتاح إسماعيل، الأسواق والمؤسسات المالية، دار الفكر الجامعي، مصر، 2007.
70. سامر بطرس جلدة، النقود والبنوك، دار البداية ناشرون وموزعون، الأردن، 2009.
71. سوزي عدلي ناشد، مقدمة في الاقتصاد النقدي والمصرفي، منشورات الحلبي القانونية، بيروت، لبنان، 2005.
72. السيد محمد أحمد السريتي، محمد عزت محمد غزلان، اقتصاديات النقود والبنوك والأسواق المالية، مؤسسة رؤية، مصر، 2010.
73. السيد متولي عبد القادر، الأسواق المالية والنقدية في عالم متغير، دار الفكر للنشر والتوزيع، عمان، 2010.
74. السيد متولي عبد القادر، اقتصاديات النقود والبنوك، دار الفكر، عمان، الأردن، 2010.
75. سعيد سامي الحلاق، محمد محمود العجلوني، النقود والبنوك والمصارف المركزية، دار اليازوري للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2010.
76. سعيد عبد الحميد مطاوع، الأسواق المالية المعاصرة، مكتبة أم القرى، مصر، 2001.
77. عادل أحمد حشيش، أساسيات الاقتصاد النقدي والمصرفي، دار الجامعة الجديدة، مصر، 2004.
78. عباس كاظم الدعي، السياسات النقدية والمالية وأداء سوق الأوراق المالية، (تحليل كلي)، مجموعة النيل العربية، القاهرة، مصر، 2003.
79. عبد المجيد قدي، المدخل إلى السياسات الاقتصادية الكلية، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2003.
80. عبد المطلب عبد الحميد، اقتصاديات النقود والبنوك: الأساسيات والمستحدثات، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2007.
81. عبد المنعم السيد علي، نزار سعد الدين العيسى، النقود والمصارف والأسواق المالية، الطبعة الأولى، دار الحامد للنشر، عمان، 2003.

82. عبد النافع عبد الله الزراري، غازي فرح، الأسواق المالية، دار وائل للنشر عمان، 2000.
83. عبد النعيم مبارك، مبادئ علم الاقتصاد، الدار الجامعية، مصر، 1997.
84. عبد الغفار حنفي، إدارة المنشآت المتخصصة "إدارة البنوك"، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 1997.
85. عبد الغفار حنفي، استراتيجيات الاستثمار في بورصة الأوراق المالية: أسهم، سندات، وثائق الاستثمار، الخيارات، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2007.
86. عبد الغفار حنفي، رسمية قرياقص، أسواق المال: بورصات، مصارف، شركات تأمين، شركات استثمار، دار الجامعة الجديدة، الإسكندرية، 2000.
87. عبد الغفار حنفي، رسمية زكي قرياقص، الأسواق والمؤسسات المالية، الدار الجامعية، مصر، 2004.
88. علي توفيق الصادق، معبد علي الجارحي، نبيل عبد الوهاب لطيفة، السياسات النقدية في الدول العربية، معهد السياسات الاقتصادية، صندوق النقد العربي، أبوظبي، 1996.
89. فائق شقير-عاطف الأخرس-عبد الرحمان سالم، محاسبة البنوك، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة، عمان، الأردن، 2000.
90. فيصل محمود الشواورة، الاستثمار في بورصة الأوراق المالية: الأسس النظرية والعلمية، دار وائل للنشر، عمان، 2008.
91. فليح حسن خلف، الأسواق المالية والنقدية، جدارا للكتاب العالمي، الأردن، 2006.
92. صبيح تادريس قريصة-مدحت محمد العقاد، النقود والبنوك والعلاقات الاقتصادية الدولية، دار النهضة العربية، بيروت، لبنان، 1983.
93. صبح محمود، الابتكارات المالية: المؤسسات والأوراق المالية الغائبة عن السوق المالي المصري، دار النهضة العربية، القاهرة، مصر، 1999.
94. صلاح السيد جودة، بورصة الأوراق المالية، مكتبة ومطبعة الإشعاع الفنية، الإسكندرية، مصر، 2000.
95. رضا صاحب أبو حمد آل علي، إدارة المصارف "مدخل تحليلي كمي معاصر"، دار الفكر للطباعة والنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2002.
96. شقيري نوري موسى وآخرون، المؤسسات المالية المحلية والدولية، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة، عمان، 2009.
97. شذا جمال الخطيب، العولمة المالية ومستقبل الأسواق العربية لرأس المال، مؤسسة طابا، مصر، 2002.
98. خالد أمين عبد الله، العمليات المصرفية 'الطرق المحاسبية الحديثة'، دار وائل للنشر، عمان، الأردن، 2000، ط2.
99. خالد علي الدليبي، النقود والمصارف والنظرية النقدية، دار الأنيس طباعة ونشر وتوزيع، مصراته، الجماهيرية الليبية، 1998.
100. خبابة عبد الله، الاقتصاد المصرفي: البنوك الإلكترونية-البنوك التجارية-السياسة النقدية، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية، مصر، 2008.

101. خبابة عبد الله، الاقتصاد المصرفي (النقود-البنوك التجارية-البنوك الإسلامية-السياسة النقدية)، دار الجامعة الجديدة الإسكندرية، مصر، 2013.
102. ضياء مجيد، الاقتصاد النقدي: المؤسسات النقدية، البنوك التجارية، البنوك المركزية، مؤسسة شباب الجامعة، مصر، 2000.
103. غالب عوض الرفاعي، عبد الحفيظ بلعربي، اقتصاديات النقود والبنوك، الجزء الأول الأساسيات، دار وائل للنشر والتوزيع، عمان، 2002.

II- المقالات:

104. وليد عبد موله، دور القطاع التمويلي في التنمية، جسر التنمية، المعهد العربي للتخطيط، الكويت، العدد 85، السنة الثامنة، يوليو 2009.

III- الندوات والتقارير:

105. بيجر مونتييل، التمويل والرفاهية والنمو، الندوة الثالثة حول تطور القطاع المالي والنمو الاقتصادي، معهد السياسات الاقتصادية، صندوق النقد العربي، أبوظبي، 7-8 ديسمبر 2003.
106. زياد فريز، التطور المالي والنمو الاقتصادي: حالة الأردن، الندوة الثالثة حول تطور القطاع المالي والنمو الاقتصادي، معهد السياسات الاقتصادية، صندوق النقد العربي، أبوظبي، 7-8 ديسمبر 2003.
107. عبد الحق بوعتروس، إدارة وتنظيم بورصة القيم المنقولة، مؤتمر الأسواق المالية ودورها في جذب الاستثمارات، كلية الاقتصاد، جامعة تشرين، سوريا، 2003.
108. محمد براق، السوق المالية ودورها في تمويل التنمية في الوطن العربي، الندوة العلمية الدولية حول التكامل الاقتصادي العربي كآلية لتحسين وتفعيل الشراكة العربية-الأوروبية، جامعة فرحات عباس، سطيف، 8-9 ماي 2004.
109. صندوق النقد العربي، التقرير الاقتصادي العربي الموحد 2011، أبوظبي، الإمارات العربية المتحدة.
110. صندوق النقد الدولي، دليل الإحصاءات النقدية والمالية، 2000.
111. روبرتو زاهلر، التطور المالي في شيلي، الندوة الثالثة حول تطور القطاع المالي والنمو الاقتصادي، معهد السياسات الاقتصادية، صندوق النقد العربي، أبوظبي، 7-8 ديسمبر 2003.

IV- الأطروحات والمذكرات:

112. إكن لونيس، السياسة النقدية ودورها في ضبط العرض النقدي في الجزائر خلال الفترة 2000-2009، مذكرة لنيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية، تخصص نقود وبنوك كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير قسم العلوم الاقتصادية، جامعة الجزائر 2010-2011.

113. بنابي فتيحة، السياسة النقدية والنمو الاقتصادي، مذكرة لنيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية، تخصص اقتصاديات المالية والبنوك، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة أمحمد بوقرة بومرداس، الجزائر، 2008-2009.
114. بركان زهية، فعالية السياسة النقدية في مكافحة التضخم في ظل العوامة (دراسة حالة الجزائر)، رسالة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية، تخصص نقود ومالية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة دالي ابراهيم الجزائر، 2009-2010.
115. طيبة عبد العزيز، سياسة استهداف التضخم كإطار حديث لإدارة السياسة النقدية (دراسة حالة الجزائر للفترة 1994-2003)، مذكرة لنيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية، تخصص نقود ومالية، كلية العلوم الإنسانية والعلوم الاجتماعية، قسم العلوم الاقتصادية، جامعة حسيبة بن بوعلي، الشلف، 2004-2005.
116. عبد الرحمان بن سانية، الانطلاق الاقتصادي بالدول النامية في ظل التجربة الصينية، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، تخصص اقتصاد التنمية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة أبي بكر بلقايد تلمسان، 2012/2013.

ثانيا: المراجع باللغة الأجنبية

1. Ammour Benhalima, **Monnaie et régulation monétaire**, Edition Dahleb, Alger, 1997.
2. Frédéric Mishkin, **Monnaie, banques et marchés financiers**, 8 ème édition, Pearson éducation, France, 2004.
3. Gilbert Koenig, **Analyse Monétaire et Financière**, Edition Economica, Paris, 2000
4. Jean-François Goux, **Economie Monétaire et Financière: Théories, Institutions, Politiques**, Economica, Paris, 3ème Édition, 1998.
5. Pascal Gouchon, **Vocabulaire d'actualité économique**, Edition ellipses, Paris, 1994
6. Robert Ferrandier, Vincent Koen, **Marchés de Capitaux et Techniques Financières**, 4 édition, Economica, Paris, 1997.
7. Xavier Bradley, Christian Descamps, **Monnaie, Banque, Financement**, Paris, Dalloz, 2005.