

جامعة الجزائر 03

كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير

قسم العلوم الاقتصادية

مطبوعة الدعم البيداغوجي ضمن مقياس:
الاقتصاد النقدي وأسواق رأس المال

موجهة لطلبة السنة الثانية ليسانس

تخصص: جميع التخصصات



من إعداد: د/ بوعزارة أحلام

السنة الجامعية: 2023/2022

فهرس المحتويات:

رقم الصفحة	العنوان
	المقدمة
	القسم الأول: الاقتصاد النقدي
1	المحور الأول: النقود خصائصها ووظائفها
1	أولاً: نشأة النقود وتطورها التاريخي
1	1- اقتصاد اللامبادلة
1	2- نظام المقايضة
2	3- عيوب المقايضة
3	ثانياً: ماهية النقود
3	1- تعريف النقود
4	2- خصائص النقود
5	3- وظائف النقود وأشكالها
12	المحور الثاني: الأنظمة النقدية
12	أولاً: مفهوم النظام النقدي
12	1- تعريف النظام النقدي
12	2- عناصر النظام النقدي
12	3- خصائص النظام النقدي
13	ثانياً: أنواع الأنظمة النقدية
13	1- نظام المعدن الواحد
15	2- نظام المعدنين
15	3- نظام النقد الورقي
16	ثالثاً: النظام النقدي في ظل اتفاقية بريتونوودز 1944
16	1- الأهداف العامة لنظام بريتونوودز
17	2- انهيار نظام بريتونوودز
17	3- أسباب فشل نظام بريتونوودز

18	رابعاً: نظام التعويم المدار
18	1- مزايا نظام التعويم المدار
18	2- عيوب نظام التعويم المدار
19	المحور الثالث: النظريات النقدية
19	أولاً: النظرية النقدية الكلاسيكية (التقليدية)
19	1- أسس ومبادئ التحليل الكلاسيكي
20	2- النظريات النقدية الكلاسيكية
24	3- النظريات النقدية الكلاسيكية
24	ثانياً: النظرية النقدية الكينزية
25	1- فرضيات النظرية الكينزية
25	2- نتائج النظرية النقدية الكينزية
27	3- تقييم النظرية النقدية الكينزية
28	ثالثاً: النظرية النقدية الحديثة (النقدية المعاصرة)
28	1- فرضيات النظرية النقدية الحديثة
29	2- دالة الطلب على النقود عند فريدمان
31	3- تقييم النظرية النقدية الحديثة
33	المحور الرابع: الكتلة النقدية ومقابلاتها
33	أولاً: الكتلة النقدية
33	1- مفهوم الكتلة النقدية
33	2- عناصر الكتلة النقدية
34	ثانياً: مقابلات الكتلة النقدية
35	1- الذهب والعملات الأجنبية
35	2- القرض المقدم للخزينة
35	3- القروض المقدمة للاقتصاد
35	ثالثاً: المجمعات النقدية
35	1- الكتلة النقدية بالمعنى الضيق M1

36	2- الكتلة النقدية بالمعنى الواسع M2
36	3- سيولة الاقتصاد M3 M4
37	المحور الخامس: المؤسسات النقدية والوساطة المالية
37	أولاً: البنك المركزي ودوره في إصدار النقود القانونية
37	1- تعريف البنك المركزي
38	2- ميزانية البنك المركزي
40	3- وظائف البنك المركزي
42	4- استقلالية البنوك المركزية
44	ثانياً: البنوك التجارية ودورها في توليد النقود المصرفية
44	1- مفهوم البنوك التجارية
44	2- خصائص البنوك التجارية
45	3- وظائف البنوك التجارية
45	4- أهمية البنوك التجارية
46	ثالثاً: الوساطة المالية
46	1- ماهية الوساطة المالية
46	2- التطور التاريخي للوساطة المالية
47	3- أهمية الوساطة المالية
48	4- مؤسسات الوساطة المالية
50	المحور السادس: السياسة النقدية
50	أولاً: مفهوم السياسة النقدية
50	1- تعريف السياسة النقدية
51	2- مراحل تطور السياسة النقدية

52	3- أنواع السياسة النقدية
53	ثانيا: أهداف السياسة النقدية
53	1- الأهداف الأولية للسياسة النقدية
53	2- الأهداف الوسيطة للسياسة النقدية
56	3- الأهداف النهائية للسياسة النقدية
57	ثالثا: أدوات السياسة النقدية
57	1- الأدوات المباشرة
58	2- الأدوات غير المباشرة للسياسة النقدية
59	3- عوامل نجاح السياسة النقدية
	القسم الثاني: أسواق رأس المال
62	المحور الأول: السوق النقدي وأدواته (سوق قصيرة الأجل)
62	أولا: مفهوم السوق النقدي
62	1- تعريف السوق النقدي
63	2- أهمية السوق النقدي
63	3- خصائص ومميزات السوق النقدي
64	ثانيا: أدوات السوق النقدي
64	1- شهادات الإيداع المصرفية
64	2- القبولات المصرفية
64	3- أدونات الخزينة
64	4- الأوراق التجارية
65	ثالثا: هيكل السوق النقدي والمتدخلون فيه
65	1- السوق الأولي
65	2- السوق الثانوي

65	3- المتدخلون في السوق النقدي
67	المحور الثاني: السوق المالي
67	أولاً: تعريف الأسواق المالية وتطورها
67	1- تعريف السوق المالي
68	2- نشأة الأسواق المالية ومراحل تطورها
69	3- أهمية السوق المالي
69	ثانياً: وظائف السوق المالي
69	1- تحويل المدخرات وتوفير السيولة النقدية
69	2- تسعير الأوراق المالية والمساعدة على تخفيض مخاطر الاستثمار
70	3- المساعدة على تنفيذ السياسات النقدية
70	ثالثاً: مكونات السوق المالي
70	1- السوق الأولي
71	2- السوق الثانوي
71	المحور الثالث: سوق رأس المال وأدواته (السوق طويل الأجل)
71	أولاً: مفهوم سوق رأس المال
71	1- تعريف سوق رأس المال
73	2- هيكل سوق رأس المال
77	3- وظائف سوق رأس المال
78	ثانياً: المتعاملون في سوق رأس المال
78	1- تصنيف المتعاملون حسب الهدف من التعامل
79	2- تصنيف المتعاملون إلى عارضين وطالبيين
79	ثالثاً: أدوات سوق رأس المال
79	1- أدوات تثبت حق الملكية (الأسهم)
83	2- أدوات تثبت حق الدين (السندات)

84	3- أدوات تثبت حق الملكية والدين
85	4- المشتقات المالية
94-89	قائمة المراجع

قائمة الجداول:

الصفحة	الجدول	الرقم
08	أمثلة عن بعض السلع التي استخدمت كنقود	01
24-23	الاختلاف بين معادلتني كل من فيشر وكمبريدج	02
38	ميزانية البنك المركزي	03
82	أوجه المقارنة بين الأسهم العادية والأسهم الممتازة	04
88	أوجه المقارنة بين عقود المشتقات المالية	05

قائمة الأشكال:

الصفحة	عنوان الجدول	الرقم
07	وظائف النقود	01
12	نموذج للنقود الذهبية	02
13	سبائك الذهب	03
16	نموذج للعملات الورقية القانونية	04
22	العلاقة بين كمية النقود المعروضة والمستوى العام للأسعار	05
26	تحديد سعر الفائدة في التحليل الكينزي	06
27	مصيدة السيولة في النظرية الكينزية	07
30	تحديد الطلب على النقود وفقا للنظرية النقدية الحديثة	08
34	عناصر الكتلة النقدية	09
42	حزم التحفيز المالي في الدول العربية لمواجهة جائحة كوفيد 19 حتى نهاية الربع الثاني من عام 2021 (مليار دولار)	10
46	أطراف الوساطة المالية	11
48	أهمية الوساطة المالية	12
65	مسار الأهداف النهائية للسياسة النقدية حسب " نيكولا كلدور "	13
75	آلية التعامل في السوق الأولية	14

المقدمة

يعيش عالم المال والأعمال العديد من التحولات الهامة والتي تعود لعولمة الاقتصاد والعولمة المالية وتحرير تجارة الخدمات بما فيها الخدمات المالية والمصرفية، فضلا عن تطور تكنولوجيا الاتصالات والانفجار الرقمي، ومن أجل أن يتم التأقلم مع هذه التحولات واستيعاب آثارها على المتغيرات النقدية والمالية، كان لابد من التحكم بشكل علمي ودقيق في المتغيرات المتعلقة بالاقتصاد النقدي والأسواق المالية.

إن تزايد الاهتمام بالدور الذي تلعبه كل من النقود، المؤسسات النقدية، الأسواق المالية على مستوى الاقتصاد الوطني والمنافع المترتبة من وراءها بالنسبة للأفراد والمؤسسات والقطاع الحكومي، يجعل التطرق لموضوع الاقتصاد النقدي والأسواق المالية على قدر كبير من الأهمية، لذلك ارتأيت أن أتطرق في هذه الدراسة إلى مجموعة من المحاور التي تمكن الطالب من الإلمام بأهم أسس الاقتصاد النقدي بالإضافة لأهم المظاهر العامة المتعلقة بالأسواق المالية، وكلي أمل في أن يحسن هذا من أداء طلبتنا الأعزاء في تعاملهم مع أحد متغيرات هذا الموضوع واتخاذ القرارات السليمة في حالة شغلهم لوظائف في أحد المؤسسات المالية أو المصرفية، وأن يستفيدوا من المعارف التي تحصلوا عليها من خلال دراستهم لمقياس "الاقتصاد النقدي وأسواق رأس المال" في حياتهم العملية وذلك بالتطبيق الفعلي لما تلقوه من معارف نظرية.

وقسمت هذه المطبوعة قسمين أساسيين يضمنان في طياتهما المحاور التالية:

المحور الأول: النقود خصائصها ووظائفها

المحور الثاني: الأنظمة النقدية

المحور الثالث: النظريات النقدية

المحور الرابع: الكتلة النقدية ومقابلاتها

المحور الخامس: المؤسسات المالية والوساطة النقدية

المحور السادس: السياسة النقدية

المحور السابع: السوق النقدي وأدواته

المحور الثامن: السوق المالي

المحور التاسع: سوق رأس المال وأدواته

أهداف الدراسة:

تتبع أهمية هذه الدراسة التي أضعها بين يدي طلبتنا الأعزاء - والموسومة بـ : محاضرات في مقياس اقتصاد نقدي وأسواق رأس المال- من التطورات والتغيرات التي عرفتتها البيئة النقدية والمصرفية، ولا تزال تعرفها لحد الآن، حيث نصبو من خلال تقديم هذه المطبوعة لجعل الطالب أكثر ادراكا للعلاقة الوثيقة بين المفاهيم الثلاث التالية: النقود، المؤسسات النقدية، الأسواق المالية، بالإضافة لترسيخ المامه بالمعارف المتعلقة باقتصاديات النقود والمصارف والأسواق المالية، إضافة لتحقيق جملة من الأهداف أجمالها فيما يلي:

- 1- تحديد المظاهر العامة للاقتصاد النقدي.
- 2- توضيح التسلسل التاريخي لتطور النقود والقواعد النقدية.
- 3- إيضاح الدور الفعال الذي يلعبه الثلاثي: النقود- البنوك- أسواق رأس المال، على مستوى: الأفراد والمؤسسات والحكومة.
- 4- التأكيد على حسن تطبيق المعارف النظرية المتعلقة بمقياس الاقتصاد النقدي وأسواق رأس المال على أرض الواقع.

القسم الأول:

الاقتصاد النقدي

المحور الأول: النقود خصائصها ووظائفها

تعتبر النقود عصب الحياة والمحرك الأساسي للوظائف والمهام داخل المنظمات وداخل الاقتصاد ككل، فقد ظهرت نتيجة حاجة الانسان لها لتلبية احتياجاته وعرفت تطورات باختلاف العصور، كما ساهم وجودها في بناء أسواق وبروز العديد من الهيئات التي تتعامل بها، فالنقود ليست وليدة هذا العصر بل تمخضت عن صعوبات المقايضة التي عايشتها المجتمعات البدائية لتصل إلى النقود الافتراضية التي فرضتها المستجدات الحالية.

أولاً: نشأة النقود وتطورها التاريخي:

لا يمكن لنا في أي حال من الأحوال أن نتصور بأن النقود ظهرت بسهولة وسرعة، وإنما تطلب ذلك حسب علماء الناميات (علم دراسة النقود القديمة التي بطل تداولها) فترة زمنية طويلة جداً، حيث إن أول اختراع للعملة المعدنية كان حوالي خمس مئة سنة قبل الميلاد، وفيما يلي مراحل تطور النقود.

1- **اقتصاد اللامبادلة:** ترجع هذه المرحلة إلى المراحل التاريخية الأولى للإنسان أين كان ينتج ما يحتاجه دون الحاجة إلى تبادل ما لديه مع باقي الجماعات نتيجة لتطابق الإنتاج مع الاستهلاك فيحقق بذلك صفة الاكتفاء الذاتي "Self Sufficiency Economy" ولهذا سمي باقتصاد اللامبادلة أو الاقتصاد الذاتي المغلق. ونظراً لأن الإنتاج يتحدد وفق ظروف جغرافية وطبيعية تحدها المنطقة التي يعيش فيها الانسان، ظهر التخصص في العمل الذي أدى إلى ظهور فائض في الإنتاج، مما استدعى الحاجة إلى مبادلتها مع منتج آخر غير موجود في منطقته ويكون هو بحاجة له.¹

2- **نظام المقايضة "Barter System":** هي عملية مبادلة سلعة بسلعة أخرى، أو خدمة بخدمة أخرى وبشكل مباشر بدون نقود كوسيط للمبادلة²، فالفرد الذي يعمل في الصيد مثلاً، يبادل ما يزيد عن استهلاكه الشخصي من اللحوم والجلود بما لدى الفرد الذي يعمل في الزراعة من محاصيل زراعية، حيث يرغب هذا الأخير في مبادلة ما يزيد لديه من هذه المحاصيل بعد استهلاكه الشخصي.

هذا الشكل البسيط من المبادلة، كان يلبي في وقته الحاجات البشرية، بسبب بساطتها وعدم تنوعها، واقتصار مهارات الأفراد على أساسيات معينة، كما كانت الرغبات الإنسانية لا تتجاوز الحاجات الأساسية للإنسان، وهذه الحاجات لم تتطلب آنذاك تعقد في حجم أو شكل المعاملات الاقتصادية بين الأفراد، بل إن بدائية وسائل الاتصال (اللغة، الإشارة، الكتابة) سهل من قبول الأفراد لمبادلة السلع والخدمات دون اعتبار لخسارة طرف وربح الآخر.³

¹ عديلة العلواني، الميسر في الاقتصاد النقدي، دار الخلدونية، الجزائر، 2014، ص 12.

² علي محمد شهلوب، شؤون النقود وأعمال البنوك، ط 1، شعاع للنشر والعلوم، حلب، سوريا، 2007، ص 15.

³ أكرم حداد، مشهور هذلول، النقود والمصارف، دار وائل للنشر والتوزيع، عمان، 2008، ص 16.

وبالتالي يمكن القول ان المقايضة هي استبدال سلعة أو خدمة بسلعة أو خدمة أخرى، أي كل مجموعة من أفراد المجتمع أصبحت بذلك تشبع حاجاتها من مجموعات أخرى، غير أن هذا النظام واجهته العديد من الصعوبات.

3- عيوب نظام المقايضة:

لهذا النظام عدة عيوب وتتمثل فيما يلي:

✓ **صعوبة تحقيق التوافق المزدوج لرغبات الأفراد:** فالقيام بعملية المبادلة يتوجب على المبادل بذل الجهد والوقت للعثور على الطرف المكمل لهذه العملية،¹ حيث تفترض المقايضة توافق رغبات الأفراد أو المتعاملين، وأن يكون هذا التوافق في نفس الوقت وبنفس الكمية، وكان هذا ممكنا ضمن حدود، حين كان السوق مكونا من عدد قليل من العارضين والطالبيين وعدد قليل من السلع. ومع تعدد السلع وتنوعها، بات من الصعوبة بمكان تحقيق التوافق المزدوج لرغبات الأفراد، وظهرت تناقضات نظام المقايضة أكثر فأكثر، ولبرهان ذلك، نفترض 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 B، الذي بدوره يحتاج إلى السلعة A، وهكذا يظل عارض السلعة A، مستمرا في البحث عن شخص يعرض السلعة C ويرغب بمقايضتها بالسلعة A تحديدا. ولهذا نقول أن المقايضة لا يمكن أن تتم إلا إذا توافر شرط التوافق المزدوج لرغبات المتعاملين.²

✓ **صعوبة تحديد نسب التبادل:** وهذا يعني الانتقال إلى وحدة عامة يمكن بمقتضاها قياس وتحديد قيم السلع والخدمات، ففي ظل نظام المقايضة لا يمكن لكل سلعة أن تتحدد قيمتها في السوق بشكل بسيط وسهل ككمية واحدة بل يجب أن تتحدد قيمتها في أشكال عديدة من السلع والخدمات الأخرى، ولإتمام عملية المقايضة يجب معرفة المعدل أو النسبة لكل السلع والخدمات المعروضة في السوق وهذا أمر صعب جدا وقد يصل إلى الاستحالة إذا تعددت السلع والخدمات.

• فمثلا لو كنا أمام خمس سلع هي A. B. C. D. E يصبح من الضروري تحديد معدل أو نسبة كل سلعة على حدى مع السلع الأربعة الأخرى.

وهنا نحتاج إلى 10 معدلات (نسب للتبادل)، ويزداد الأمر صعوبة بازدياد عدد السلع والخدمات، وبالتالي فإنه يصبح من الضروري معرفة معدل التبادل بين كل السلع والخدمات المتوفرة.

إن عدد ومعدلات أو نسب التبادل الواجب معرفتها يساوي عدد التوفيقات الممكن الحصول عليها من كل السلع المطروحة للتبادل، فإذا كانت كل مجموعة (توفيقية) فيها تتكون من سلعتين فقط، فإم النسبة تكون كما يلي:

$$N: \text{عدد السلع} = \frac{n!}{2!(n-2)}$$

وبعد الاختصار الرياضي نحصل على العبارة البسيطة:

حيث أنه في اقتصاد ما فيه 100 سلعة نجد أن عدد نسب المقايضة التي يكون من الضروري حسابها:

¹ طاهر فاضل البياتي، ميرال روجي سمارة، النقود والبنوك والمتغيرات الاقتصادية المعاصرة، دار وائل للنشر، الأردن، 2013، ص 20.

² بسام الحجار، الاقتصاد النقدي والمصرفي، دار المنهل اللبناني، بيروت، لبنان، 2006، ص 19.

$$C^2_{100} = \frac{100(99)}{2} = 4950$$

إذن سيكون على الشخص معرفة 4950 نسبة تبادل، وهذا أمر صعب ومستحيل.¹

✓ **صعوبة نقل وتخزين وتجزئة بعض السلع:** يحدث هذا المشكل لبعض السلع نتيجة لكبر حجمها وارتفاع قيمتها، فإذا كان مثلاً شخص يملك حديقة ويرغب في مبادلتها بحصان وخروف وسمك فإنه في هذه الحالة يقف أمام مشكلة توفير السلع الثلاث في آن واحد ومن طرف واحد، وإذا توفرت فإنه لا يمكن تجزئتها، إضافة إلى أن بعض المنتجات لا يمكن تخزينها لفترة طويلة (كالبيض، اللحم، السمك...)، وإذا أمكن ذلك فإن يحتاج لتكلفة كبيرة، كما أن نقل السلع إلى السوق من أجل مقايضتها يستدعي جهداً كبيراً، وكذلك تكلفة قد تزيد عن ثمن السلع المراد مقايضتها في حد ذاتها.²

✓ **صعوبة تقييم الخدمات:** صعوبة تقدير ثمن الخدمة مقارنة بالسلع.

✓ **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.³

وفي ظل هذه الصعوبات التي واجهت نظام المقايضة ودفعت بالعقل البشري إلى اكتشاف النقود التي تعتبر أعظم انجاز للبشرية من حيث كونه نظام يتفوق على نظام المقايضة الذي تضاءلت أهميته وفقد دوره مع مراحل التطور الاقتصادية والاجتماعية للمجتمعات الإنسانية.

ثانياً: ماهية النقود

يمكن التطرق لمفهوم النقود من خلال معرفة معناها خصائصها التي تميزها وكذا ووظائفها التي تقوم بها.

1- تعريف النقود:

تعدد تعريف النقود حسب العديد من المفكرين والباحثين الاقتصاديين وأبرزها:

التعريف اللغوي: تفيد معاجم اللغة العربية أن كلمة نقود، مشتقة من الجذر نقد والنقد ما يعطى من الثمن معجلاً وهو خلاف النسبية، والنقد والنقاد أيضاً تمييز للدراهم وإخراج الزيف منها، كما تطلق كلمة نقد على المسكوك من الذهب والفضة.⁴

التعريف الاقتصادي: أما مفهوم النقود في الفكر الاقتصادي فقد عرفها العديد من الاقتصاديين ويمكن ذكر أبرزها وفق الآتي:

فقد عرفها (walke) في عبارته الشهيرة النقود هي أي شيء تفعله النقود " money is what money dose" غير أن هذا التعريف واسع ولا يحدد المعنى الدقيق للنقود.¹

¹ عديلة العلواني، مرجع سبق ذكره، ص 14.

² أسامة محمد الفولي، اقتصاديات النقود والتمويل، دار الجامعة الجديدة، الإسكندرية، مصر، 2005، ص 8.

³ حسين محمد سمحان، إسماعيل يونس يامن، اقتصاديات النقود والمصارف، دار صفار للنشر والتوزيع، الأردن، 2011، ص 18.

⁴ حسين بني هاني، اقتصاديات النقود والبنوك - المبادئ والأساسيات، دار ومكتبة الكندي للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2014، ص 17.

كما عرفها فيشر سنة 1911 بأنها: " كل حق ملكية من شأنه أن يحظى بالقبول العام في المبادلات يمكن أن نسميه نقدا".²

عرفها الاقتصادي " هنري غيتون Henri Guitton" في كتابه " La Monnaie" بأنها: أداة أو وسيلة تعطي في النهاية لحائزها، بالمعنى الاقتصادي قوة شرائية، وبالمعنى القانوني وسيلة تحرير أو وسيلة تصفية أو تسديد الديون.³

كما يوجد التعريف الوظيفي للنقود: حيث تعرف على أنها أي شيء يؤدي وظيفة النقود ويحظى بالقبول العام، أي تستمد النقود معناها من الوظائف التي تؤديها، وحتى تؤدي النقود وظيفتها كأداة مبادلة مقبولة يجب أن تتمتع بصفة القبول العام، سهولة حملها، استحالة تأكلها، قابليتها للتجزئة، وتجانس ندرتها النسبية.⁴ وبالتالي يمكن القول أن النقود هي أي شيء يحظى بالقبول العام بحكم القانون في الوفاء بالالتزامات، ويستخدم كوسيط في التبادل، وكوحدة للحساب، ومخزن للقيم، وأداة لتسوية المدفوعات الآجلة.

2- خصائص النقود:

تتميز النقود بمجموعة من الخصائص أبرزها:

✓ **القبول العام:** تعتبر النقود وسيلة تبادل ذات قبول عام من طرف كل الأعوان الاقتصادية (دائنين ومدينين) في كل الظروف داخل إقليم الدولة، وهذا نظرا للمنفعة التي يجنونها، جراء استعمالهم لها، كونها تمثل قوة شرائية عامة وكذا لما تتميز به من سلطة على جمع السلع والخدمات المعروضة، أو المطلوبة في السوق، فجميع الأعوان الاقتصاديين على استعداد لتقبلها، وذلك لشعورهم بالقدرة على تحويلها إلى سلع وخدمات هم في حاجة لها في أي وقت أو مكان داخل إقليم الدولة.

✓ **الثبات النسبي:** حتى تؤدي النقود وظيفتها كمقياس للقيمة، يجب أن تتوفر على خاصية الثبات في القيمة، بحيث يمكن استخدامها كمقياس لتقييم مختلف السلع والخدمات داخل الاقتصاد، ذلك أن أمن أهم خواص المقاييس أيا كانت أنواعها هي الثبات، فالنقود على الرغم مما يعتريها من تغيرات في قيمتها إثر ارتفاع قيم السلع والخدمات في السوق تحت ضغوط قانون العرض والطلب، وتحت تأثيرات مختلف الأزمات الاقتصادية، من تضخم وانكماش، فهي تعتبر ثابتة نسبيا إذا ما قورنت بغيرها من السلع.

✓ **القدرة على إبراء الذمة:** تعد النقود من أهم الوسائل المستخدمة في تبرئة الذمة، فعندما يسدد المدين لدائنه القيمة المستحقة عليه فإن الدين ينطفئ حالا، ولذلك اكتسبت النقود هذه الصفة أمام أي نوع من أنواع الالتزامات المالي التي قد تنشأ بين مختلف الأعوان الاقتصادية، وهي تستمد قدرتها في تحقيق ذلك من قوة القانون، بإلزام مختلف الأطراف المتعاملة قبولها، كوسيلة للدفع والوفاء بالديون من جهة، ومن جهة أخرى من ثقة الأطراف بالجهة التي تقوم بإصدارها، كالبنك المركزي، المعزز بأجهزة السلطة التي تراقبه.

¹ أكرم حداد، مشهور هذلول، مرجع سبق ذكره، ص 20.

² محمد الشريف إلمان، محاضرات في النظرية الاقتصادية الكلية، ط2، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2010، ص 3.

³ Henri Guitton, La monnaie, Dalloz, 3^{eme} ed, 1974, p 12.

⁴ ضياء مجيد الموسمي، الاقتصاد النقدي، دار الفكر الجزائري، الجزائر، 1993، ص 23.

✓ **السيولة:** حيث يستخدم حائز النقود في الوفاء بالتزاماته أو في شراء ما يحتاج إليه من سلع وخدمات، فهي تعتبر قوة شرائية عامة تستخدم في الحصول على السلع والخدمات المختلفة أو على غيرها من الحقوق، أي يمكن أن تتحول إلى أية سلعة أو خدمة في أي وقت بسهولة ودون خسارة في قيمتها، فالسيولة هي قابلية الأصل للتحويل إلى النقود بسهولة وسرعة بدون خسارة، فالنقود هي أصل كامل السيولة أو هي السيولة ذاتها.

✓ **النقود ذات وحدات متجانسة وقابلة للتجزئة:** من خصائص النقود أن وحداتها متجانسة في كل دولة، حيث وحدة النقد من فئة معينة تكون نفسها خلال كامل التراب الوطني، كما أن هذه الوحدات قابلة للتجزئة دون أن تفقد قيمتها، وهذه الخاصية لم تكن تتميز بها مختلف أنواع السلع التي كانت تستخدم كأداة مبادلة.¹

وبالتالي يمكن إيجاز خصائص النقود فيما يلي:²

- أن تتمتع بالقبول العام من طرف أفراد المجتمع كافة؛
- سهولة التعرف على وحداتها؛
- أن تكون قابلة للدوام والاستمرار دون أن تتلف أو تهلك عند تداولها من يد إلى أخرى؛
- الثبات النسبي في قيمتها عبر الزمن، حيث أن عدم ثبات قيمتها يعني فقدان الثقة فيها مما يترتب عليه اضطراب في حقوق وواجبات الأطراف المتعاملة بها؛
- أن تكون نادرة نسبياً؛
- أن تكون قابلة للانقسام أو التجزئة إلى عدد من الوحدات الصغيرة؛
- أن تكون وحداتها متجانسة ومتماثلة، يسهل تصنيفها والتعرف عليها؛
- أن تكون صغيرة الحجم، سهلة الحمل؛ ويمكن تخزينها بدون تحمل أية نفقات.

3- وظائف النقود وأشكالها:

تؤدي النقود وظائف عديدة في اقتصاد المبادلة. فوفقاً لما أشار إليه الفيلسوف اليوناني أرسطو في مؤلفه " الأخلاق" فإن النقود تقوم بوظيفتي وحدة الحساب ومخزن للقيمة، كما أوضح في كتابه " السياسة" إلى دور النقود في تسهيل المبادلة. ومع مرور الوقت واستمرار التطور بات واضحاً أن النقود تشكل إحدى الأدوات الأساسية للسياسة الاقتصادية الممكن استخدامها للتأثير على مختلف المتغيرات الاقتصادية الكلية مثل: مستوى الأسعار، الاستهلاك، الادخار، الاستثمار، الإنتاج... الخ

3-1- وظائف النقود:

وبذلك تعددت وظائف النقود،³ ويمكن ذكر أهمها كما يلي:

➤ **النقود وسيط للتبادل "Medium of Exchange":** إن التطورات الاقتصادية المتلاحقة عبر الزمن ساعدت على اختراع النقود كوسيط للمبادلة تقلل الصعوبات التي نجمت عن اقتصاد المقايضة، وتسهل عملية

¹ محمد عبد العزيز عجمية، مصطفى رشيد شيجة، النقود والبنوك والعلاقات الاقتصادية الدولية، دار النهضة العربية، بيروت، 1980، ص: 17-19.

² فاروق بن صالح الخطيب، النقود والسياسات النقدية، ط 1، جامعة الملك عبد العزيز، جدة، 2014، ص 26.

³ طاهر فاضل البياتي، ميرال روجي سمارة، مرجع سبق ذكره، ص: 25-26.

التبادل التجاري، وتعتبر هذه الوظيفة من أهم الوظائف الأساسية للنقود ومن أقدمها، حيث ساعدت على إحداث حركية تجارية أدت إلى مزيد من التخصص، والانتقال من الإنتاج للاستهلاك الذاتي إلى الإنتاج من أجل البيع، لزيادة تراكم الثروة النقدية عبر الزمن وإعادة تدويرها في الأنشطة الاستثمارية العديدة في المجتمع.

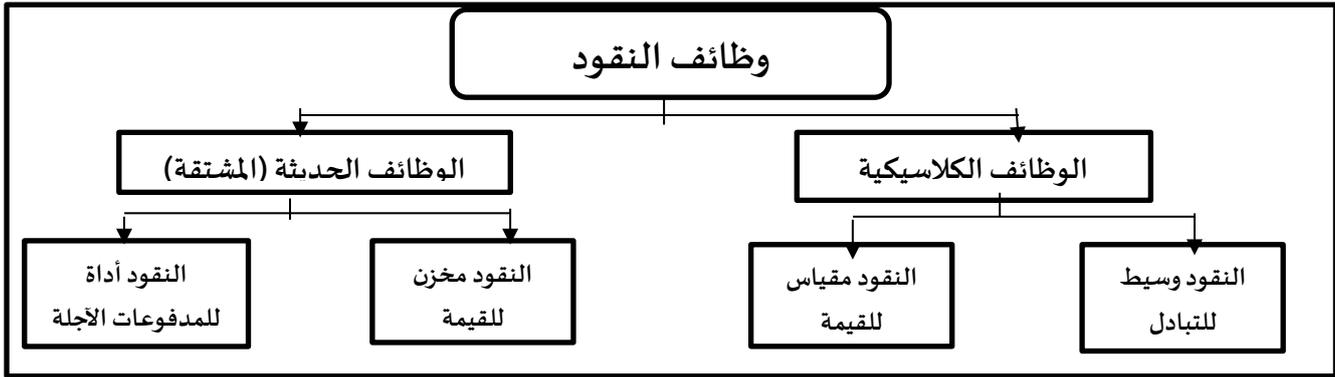
➤ **النقود مقياس للقيمة " Measure of Value "**: النقود وسيلة للتعبير عن قيم السلع والخدمات التي يتم تداولها في الاقتصاد الوطني، فهي مقياس للقيمة يسهل عملية تداول السلع والخدمات، وتمكن من الموازنة بين قيمها وحسابها وتجميع تلك القيم وتقديرها، ولكي تقوم النقود بهذه الوظيفة لابد أن تكون قيمتها ثابتة نسبياً،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

➤ **النقود مستودع للقيمة " Store of Value "**: إن النقود تمكن الإنسان والوحدة الاقتصادية بصورة عامة من الاحتفاظ بجزء من قوتها الشرائية في صورة تأجيل إنفاق المداخيل النقدية الحالية إلى المستقبل، فهذه الوظيفة الادخارية التي تطورت عبر الزمن بتطور أنواع وأشكال النقود من غير الممكن القيام بها في ظل اقتصاد المقايضة. ونميز بين الوظيفة الادخارية للنقود والسلوك الاكتنازي لها، والذي يعتبر ظاهرة سلبية تدل على عدم قدرة النظام النقدي على تعبئة الموارد وتحفيز أصحابها على ادخارها وتوظيفها، وإدارة الوظيفة الادخارية تختلف حسب طبيعة المذهب الاقتصادي المتبع والنظام الاقتصادي المطبق، إذ تصبح النقود محلاً للإتجار في ظل النظم الوضعية، بينما يختلف الأمر في المنهج البديل الذي يبقياها في حدود وظائفها الأساسية، كما له آلياته لإدارة الوظيفة الادخارية والوظيفة الاستثمارية، بحيث تنخفض درجة الاكتناز وتقل نهائياً مجالات الاستغلال الربوي المرتبطة بعملية الاتجار في النقود، والتي أدت إلى المزيد من التطور الرمزي للاقتصاد، والاتجاه إلى الاستثمارات الصورية النقدية غير الحقيقية على حساب الاستثمارات الإنتاجية والخدمية الحقيقية في المجتمع. ومن هنا تبرز أهمية النقود والدور الذي يمكن أن تؤديه في الاقتصاد الوطني، وضرورة تعظيم وظائفها في ظل سياسة نقدية تستمد مبادئها وأصولها من المنهج البديل.

➤ **النقود معيار ووسيلة لتسوية المدفوعات الآجلة " Standard for Deferred Payments "**: تؤدي النقود دوراً مهماً في تسوية المدفوعات الآجلة، وكلما كانت النقود تتميز بدرجة معتبرة من الاستقرار في قيمتها، تطورت حركية المدفوعات غير النقدية التي تزيد من سرعة دوران السلع والخدمات، ومن ثم حركية ونمو النشاط الاقتصادي وتوسعه، بينما الاضطراب في قيمتها يؤثر في الصفقات الآجلة غير النقدية، الأمر الذي ينعكس

سلبا على ضعف معدلات النمو الاقتصادي، إضافة إلى الوظائف الحركية للنقود، والتي من خلالها يتم التأثير في النشاط الاقتصادي حسباً لطبيعة الأوضاع الاقتصادية السائدة، والتأثير في قنوات توزيع الثروة والدخل.¹ يمكن كذلك تقسيم هذه الوظائف إلى كلاسيكية وحديثة، حيث أن الوظائف التقليدية أو الكلاسيكية للنقود تستمد ارتباطها الشديد بالتحليل الاقتصادي الكلاسيكي الذي يركز اهتماماته على دراسات التجارة الدولية ويؤمن بفكرة حيادية النقود وبالتالي تقتصر وظائف النقود على وظيفتين هما وسيط للتبادل، مقياس للقيمة، فيما تعد وظيفتي مستودع للقيمة، ومقياس للمدفوعات الآجلة من الوظائف الحديثة للنقود، ويمكن توضيحها وفق الشكل الآتي:

الشكل رقم 01: وظائف النقود



المصدر: عبد المطلب عبد الحميد، اقتصاديات النقود والبنوك: الأساسيات والمستحدثات، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2007، ص52.

3-2- أشكال النقود:

مرت النقود خلال تاريخها الطويل بتطور تدريجي حتى بلغت الصورة التي نعرفها اليوم متأثرة في ذلك بتطور الظروف الاقتصادية والاجتماعية التي سادت البشرية منذ العصور الأولى، ومؤثرة في الوقت نفسه في اتجاهات ذلك التطور، فقد كان للنقود دور مهم أيضا في توجيه وتنظيم الحياة الاقتصادية والاجتماعية سواء كان ذلك على مستوى الفرد في تسيير متطلباته المعاشية أو على مستوى المجتمع عموما، وخلال هذه المراحل ظهرت أنواع عديدة للنقود.

1- النقود السلعية:

تمثل هذه النقود أول مرحلة من مراحل انتقال المجتمعات الإنسانية من اقتصاديات المقايضة المباشرة إلى اقتصاديات التبادل على أساس اعتماد سلعة معينة تتميز بمواصفات محددة وتحظى بقبول عام من قبل أطراف المبادلات، إذا النقود السلعية هي وسيلة لها قيمة ذاتية، هي القيمة الاستعمالية للسلعة التي تتكون منها والتي تحتفظ بها سواء استعملت كنقود أو لم تستعمل.²

¹ عبد الحليم عمار غربي، الوجيز في الاقتصاد النقدي والمصرفي، 2018، ص: 14-16. متاح على الموقع: www.kie.university بتاريخ اطلاق: 2020/01/13.

² محمود حسين الوادي، حسين محمد سمحان، سهيل أحمد سمحان، النقود والمصارف، ط 1، دار الميسرة للنشر والتوزيع، عمان، 2010، ص17.

الجدول رقم 01: أمثلة عن بعض السلع التي استخدمت كنقود

الأواني	الخزف	الماعز	الصلصال
الصوف	الأرز	العبيد	أسنان الحوت
الجلود	الأحجار	السفن	القطيع
الذهب	الحديد	الشاي	الخنازير
الفضة	النحاس	الدخان	الحصان
البرنز	الرصاص	الملح	الأغنام

المصدر: ضياء مجيد الموسمي، أسس علم الاقتصاد، ط 2، ديوان المطبوعات الجامعية، 2014، الجزائر، ص 20.

لقد استخدمت بعض السلع كنقود مثل: استخدام الإغريق للماشية كنقود، والتبغ لدى الهنود والسكاكين والأرز لدى الصينيين، وكذلك استخدام الأقمشة الناتجة من لحاء الأشجار والحصير والأصداف في مجتمعات جزر المحيط الهادي الهندية والإبل لدى سكان الجزيرة العربية. وقد أشار المقرئزي عن السلع التي كانت تستخدم كنقود (الخبز والبقول) في مناطق مصر المختلفة في القرن الثالث عشر. وخلفت هذه المرحلة آثارا حيث سميت بعض النقود بأسماء السلع السابقة، فكلمة نقود في أغلب اللغات اللاتينية Pecus مستمدة من كلمة ثور باليونانية، وكلمة Drachma وهي وحدة النقد في اليونان وتفيد في الأصل (قبضة من مسامير الحديد).¹

2- **النقود المعدنية:** استخدمت بعض المعادن كنقود وأهم مراحلها المعادن النفيسة (الذهب والفضة)، وقد مرت النقود المعدنية بثلاث مراحل:

❖ **النقود الموزونة:** كانت النقود المعدنية توزن حسب القانون الروماني عند أي عقد أو معاملة (بيع، شراء)، وذلك بحضور شخصية بارزة تدعى حامل الميزان الذي كان يقوم بوزن المعدن النفيس (الذهب)، وذلك من أجل إثبات شرعية المعاملات ومنع الغش ويعطي الكمية اللازمة منه للدائن لتسديد الدين.

❖ **النقود المعدودة (الحسابية):** وهي عبارة عن سبائك مقسمة إلى قطع وأجزاء وكانت في البداية عبارة عن كريات معدنية وشكلها كان يتطلب معالجتها لأن تكون على شكل قريصات أو تكون بيضوية، ويكون من السهل حسابها وعدّها واستعمالها.²

❖ **النقود المسكوكة (المضروبة):** خوفا من الغش والتزوير قامت السلطات في هذه المرحلة بسك النقود، إضافة إلى صنع عملة صغيرة وهي نقود مساعدة من معادن غير نفيسة كالنيكل والبرونز، ومنحت الدولة صفة الإلزامية في التعامل بهذه النقود المعدنية، وأصبح ينقش على وجهيها صورة أو اسم أو رمز صاحب السلطة الذي يمثل الدولة، وتكون قيمتها الاسمية المسجلة عليها أعلى من قيمتها الحقيقية التبادلية.³

¹ محمد دويدار، مبادئ الاقتصاد السياسي: الجزء الثاني الاقتصاد النقدي، منشورات الحلبي الحقوقية، بيروت، لبنان، 2001، ص 84.

² عديلة العلواني، مرجع سبق ذكره، ص 17.

³ Suther Land. C.M, Monnaies Romaines, traduction française par : S de Roque feuil. Cabinet des médailles, Paris 1979, p17.

إلا أنه مع توسع النشاط التجاري بين المجتمعات، بدأت تظهر بعض الصعوبات في استعمال النقود المعدنية منها:

- ✓ تميز المعادن النفيسة بالندرة النسبية، فمثلا رصيد أي بلد محدود من الذهب والفضة مقابل احتياجات المستهلك من السلع وبالتالي كمية قليلة من النقود تطالب بكميات أكبر من السلع،
- ✓ ارتفاع مخاطر الضياع والسرقة،
- ✓ وجود القيمة الاستعمالية والتبادلية للمعادن، فمثلا القيمة الاستعمالية للذهب أكبر من قيمته التبادلية وبالتالي أدى هذا إلى اتساع الهوة بين قيمة المعدنين، وأول من لاحظ هذه الظاهرة هو جريشام*.

3- **النقود الورقية:** ظهرت النقود الورقية إلى الوجود في النصف الثاني من القرن السابع عشر في إنكلترا، وفي عدد آخر من الدول مثل هولندا والسويد، وذلك بسبب النشاط المتزايد للتجارة الخارجية في عصر الرأسمالية التجارية في هذه المرحلة.

ولقد عرفت النقود الورقية عدة أنواع أهمها:

❖ **النقود الورقية النائية:** ويرجع ظهورها إلى انتشار عادة الاحتفاظ بالنقود المعدنية كودائع لدى بعض التجار أو الصيارفة أو رجال الدين أو الصاغة، وذلك بسبب تعرض الانتقال بالنقود المعدنية لكثير من المخاطر والسرقة والضياع، وكانت هذه الجهات تعطي صاحب الوديعة سندا أو صكا يبين كمية النقود التي أودعت لديه وكان هذا الصك اسما في أول الأمر، فيكفي أن يعقد تاجر ما صفقة معينة أو يفي بأي التزام نقدي، وذلك بأن يوقع على الصك أو الوثيقة بتنازله عن قيمته لشخص آخر، ويستطيع أن يذهب هذا الأخير إلى البنك للحصول على قيمة الصك*، وعليه لم يكن هذا الصك سوى بديل عن النقود المعدنية ووعده بالدفع بها، فقد استقر العمل على أن تقبل هذه الشهادات لذاتها كوسيط للمبادلة، أي انها اكتسبت صفة النقود ودخلت في التداول وصارت كنقود بعد ان كانت مجرد سند، وسميت بالنقود الورقية النائية أو الممثلة لأنها تتوب عن او تمثل نقودا أخرى حقيقية موجودة في البنوك، وهي مغطاة أي مضمونة بقيمتها بمعادن تبلغ 100% من قيمة النقود الورقية وسميت كذلك بأوراق البنكنوت "Banknote" ثم أصبحت مغطاة جزئيا وذلك لازدياد كمية البنكنوت المصدرة التي كانت أكبر من قيمة الذهب الموجود كغطاء.¹

❖ **النقود الورقية الإلزامية (القانونية):** نتيجة لتوسع حجم المعاملات ونقص الرصيد من الذهب والفضة، وقيام الحرب العالمية وتمادي الحكومات في إصدار النقود الورقية بدون رصيد ذهبي، واضطراب الأحوال الاقتصادية، الأمر الذي أدى إلى قيام الحكومات في دول العالم بالعمل على جعل النقود الورقية إلزامية بحكم القانون كوسيلة لإبراء الدين.²

*توماس جريشام وزير مالية إنجلترا في القرن السادس عشر في عهد الملكة إليزابيث.

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

¹ كمال شرف، هاشم أبو عراج، النقود والمصارف، منشورات جامعة دمشق، 1994، ص 15.

² عزت قناوي، أساسيات في النقود والبنوك، دار العلم للنشر والتوزيع بالفيوم، القاهرة، 2005، ص 30.

الفرق بين النقود الورقية الإلزامية والنقود المعدنية: تتميز النقود الورقية بعدة خصائص تميزها عن النقود المعدنية أهمها:

✓ النقود الورقية أخف وزناً من النقود المعدنية، بالإضافة إلى إمكانية إصدارها في فئات متفاوتة تتلاءم مع حاجات كل نوع من أنواع التعامل.

✓ النقود الورقية أقل كلفة في الإصدار من النقود المعدنية بالنسبة للدولة، بالإضافة إلى أنها أقل نفقة من حيث الاحتفاظ بها كما أن تكاليف طبع الأوراق النقدية أقل بكثير من تكاليف سك النقود المعدنية.

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

✓ النقود الورقية وسيلة ميسرة لمواجهة احتياجات التمويل الحكومي عند العجز الذي يطرأ على الميزانية العمومية عن طريق زيادة الإصدار.¹

4- النقود المصرفية (نقود الودائع): تعتبر أهم أنواع النقود لأنها تمثل وسيلة دفع هامة ومتعددة الجوانب والاتجاهات وبين عدة مجموعات من المتعاملين مع المصارف، وتشكل نسبة مرتفعة من إجمالي النقود المتداولة في الدول المتقدمة ذات الأنظمة المصرفية الحديثة، ويمكن تعريفها بأنها مبالغ يودعها الأفراد في المصارف وتتحرك بواسطة الشيكات بين جمهور المودعين أو بين المودعين والآخرين استناداً لعلاقات تجارية أو تسوية المدفوعات حيث أن هذه المبالغ أو أكثرها تبقى في المصارف التي تقوم بإقراضها لأصحاب الفعاليات الاقتصادية أو المستهلكين.² وتسمى كذلك بالنقود الخطية أو الكتابية لأنها تخلق بالكتابة في دفاتر البنك.³

الفرق بين نقود الودائع والنقود القانونية: يتجسد هذا الفرق من خلال النقاط الآتية:

✓ 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

5- النقود الإلكترونية: إن النقود الآن عبارة عن أرقام يمكن عرضها على ملايين الشاشات الحاسوبية على ملايين المكاتب عبر العالم، فليس لها مكان فعلي بل هي نقود يتم تبادلها عبر شاشات تشمل العالم كله. فهي

¹ حسين بني هاني، مرجع سبق ذكره، ص 27.

² علي كنعان، مرجع سبق ذكره، ص 17.

³ محمد دويدار، مرجع سبق ذكره، ص 99.

⁴ محمد إبراهيم عبد الرحيم، اقتصاديات النقود والبنوك، دار التعليم الجامعي، مصر، 2014، ص 26.

نقود مبنية على التقنية والرياضيات والعلوم لا على الورق والمعدن.¹ فهي عبارة عن أرصدة نقدية مخزنة في وسائط إلكترونية ظهرت على اثر التطور التكنولوجي والعولمة المالية.

فبعد ظهور تكنولوجيا الانترنت في نهاية الثمانينات بدأت البنوك في عرض عملياتها باستخدامه، ففي سنة 1995 أنجزت شركة NETSCOPE الأمريكية أول برنامج يسمح بدخول مواقع الويب، أما أول بنك استفاد من هذه التقنية فهو "SFNB" وهو بنك أمريكي وتم تداول النقود الإلكترونية باستخدام الحاسب الآلي لتحويل المبالغ من جهة إلى أخرى للوفاء بالالتزامات وفق نظام إلكتروني، وتستخدم بشكل واسع لتحويل المبالغ الكبيرة من قبل البنوك والشركات وصناديق الاستثمار والوسطاء الماليين.²

6- **النقود الرقمية:** هي عبارة عن مجموعة من الرموز الرقمية غير الملموسة التي ليس لها شكل مادي، وتعمل كوسيط لقيمة التبادل وتستخدم عملية التشفير لتأمين معاملاتها والتحكم فيها، وتعتمد على تقنية سلسلة الكتل. وتتمتع النقود الرقمية أو المشفرة بالعديد من المزايا التي تسمح بالمعاملات الفورية التي تتم مباشرة بين الأطراف المتعاملة دون الحاجة لوسطاء، وتستخدم بسلاسة لتسديد المدفوعات عبر الحدود وعند الاتصال بالأجهزة والشبكات العالمية للمعلومات.

كما ظهرت وانتشرت بشكل سريع جدا نظرا لطفرة الهائلة التي تحظى بها تقنيات العصر الرقمي، مما جعلها تتخطى الحدود المكانية في التعامل والمدفوعات والتحويلات الفورية. من أبرز أشكالها:

- ✓ **البتكوين "Bitcoin":** ظهرت سنة 2009 واعتمدت على تقنية سلسلة الكتل البلوكتشين؛
- ✓ **الإيثريوم "Ethereum-ETH":** ظهرت سنة 2015 وتعرف باسم عملة الخدمات؛
- ✓ **ليتكوين "Litecoin-LTC":** تختلف عن باقي العملات الرقمية من حيث السرعة والقيمة والأكثر تعقيدا؛
- ✓ **الريبيل "Ripple":** من أشهر العملات يرمز لها "XRP" وهو نظام مدفوعات مفتوح المصدر، ومايزال في مرحلة التجربة، ويمكن وصفه أنه يمثل الجيل القادم من شبكات الدفع؛
- ✓ **بتكوين كاش "BCH":** هي توأم البيتكوين وامتداد حقيقي لها غير أنها أقل حجما وأقل تكلفة ولها عدة رموز واختصارات منها " BCH, Bcash, BCC".

تشبه العملات الرقمية * مثيلاتها الإلكترونية من حيث تخزينها على الحواسيب والوسائط الإلكترونية، كما يتم تداولها عن طريق الشبكات الإلكترونية، غير أن الاختلاف بينهما يكمن في أن النقود الإلكترونية تعكس عملات حقيقية ذات طابع قانوني، صادرة عن البنوك المركزية، تطبق عليها أحكام وقوانين العملات السيادية، وهو ما يتنافى مع الواقع الحالي للعملات الرقمية الخاصة.³

¹ جويل كرتزمن، موت النقود، ترجمة: محمد بن سعود بن محمد العصيمي، الميمان للنشر والتوزيع، القاهرة، 2012، ص 20.

² عديلة العلواني، مرجع سبق ذكره، ص 20.

³ أيمن صلاح، واقع العملات الرقمية، سلسلة كتيبات تعريفية موجهة إلى الفئة العمرية الشابة في الوطن العربي، العدد 10، صندوق النقد الدولي، 2021، ص 6.

* أعلنت رئيسة البنك المركزي الأوروبي "كريستين لاغارد" في ندوة نظمتها مجلة "ايقونوميست" أن بيتكوين وغيرها من العملات المشفرة ليست عملة، ولا تلبى المعايير الأساسية للعملة فهي غير مستقرة، وتستبعد إضافة البنوك المركزية في العالم لها ضمن سلة العملات التي يتكون منها احتياطها النقدي.

المحور الثاني: الأنظمة النقدية

إنّ التطور التاريخي للنقود وكذا تطور أشكالها كما رأينا سابقا، وكان مترامنا مع تطور النظم النقدية التي من خلالها كان يتم إصدار النقود وينظم تداولها.

أولاً: مفهوم النظام النقدي

ويعرّف هذا الأخير على مستويين، محلي ودولي

1- تعريف النظام النقدي:

1-1- على المستوى المحلي: هو مجموعة الإجراءات والقواعد التي تتضمن تعيين وحدة التحاسب النقدية، أي تلك الإجراءات التي تضبط إصدار وسحب النقد الأساسي من التداول، كما يعتبر أيضا قواعد ضابطة لخلق وإلغاء أنواع أخرى من النقد (النقد الاختياري) كالودائع.

1-2- على المستوى الدولي: هو مجموعة العلاقات النقدية الدولية المنبثقة من الاتفاقيات الدولية التي تتواجد في ظلها وسائل دفع كفيلة بتسوية الحسابات الدولية (يوفر السيولة الدولية).

2- عناصر النظام النقدي:

يتميز النظام النقدي لأي دولة بالعناصر التالية:

- المؤسسات النقدية الوطنية التي تختص قانونا بإصدار النقود وما يرتبط بها من متغيرات يترأسها البنك المركزي والذي يشرف أيضا على نشاط البنوك التجارية.
- النقود بأنواعها المختلفة التي تستخدم في التداول داخل حدود الدولة.
- مجموعة القوانين واللوائح والإجراءات التي تحكم كمية النقود المتداولة والتغيرات المرتبطة بها.

3- خصائص النظام النقدي:

تتمثل خصائص النظام النقدي فيما يلي:¹

3-1- المرونة:

يقصد بها مدى قدرة النظام النقدي على توفير السيولة النقدية في الظروف الاقتصادية المختلفة وكذلك قدرته على تحويل العملات وإتمام المبادلات وتحريك رأس المال والاستثمارات وجذبها.

* رغم أن للنقود والعملية نفس الخاصية والغاية إلا أن مصطلح النقود أشمل من مصطلح العملات، لأنه يستند إلى قاعدة نقدية مثل النقود الورقية والمعدنية والنقود السلعية على عكس العملات التي لا تكون بقيمة إلا بدعم قوة القانون، فالعملة تصبح نقودا إذا أضافت عليها الدولة صفة إبراء الذمة مما يجعلها تحظى بالقبول العام.

¹ عبد الحليم عمار غربي، الوجيز في الاقتصاد النقدي والمصرفي، مطبوعات Kie publications الإلكترونية، 2018، ص18.

3-2-الأولويات المتعددة وتحقيق العدالة الاجتماعية:

النظام النقدي المرغوب فيه هو الذي تكون أولوياته متعددة كت تحقيق النمو الاقتصادي الدائم، تحقيق الاستقرار الاقتصادي وثبات قيمة العملة، وهذه الأهداف تؤدي إلى تحقيق العدالة الاجتماعية لأنها تحافظ على أموال الافراد وتحمي حقوقهم.

3-3- الكفاءة والفعالية:

يقصد بها قدرة النظام النقدي على إدارة الجهاز المصرفي والنقدي في البلاد، ومن أهم مؤشرات الكفاءة والفعالية هو تحقيق الاستقرار في العملة الوطنية.

ثانيا: أنواع الأنظمة النقدية

أبرز النظم النقدية التي مرت عليها النقود يمكن حصرها في ثلاث نظم ألا وهي: نظام المعدن الواحد، نظام المعدنين ونظام النقد الورقي

1-نظام المعدن الواحد: وقد شمل هذا النظام كل من :

1-1- نظام المسكوكات الذهبية: ويعتبر الشكل الاول لقاعدة الذهب، حيث تم تداول النقود في هذا النظام في شكل قطع ذهبية متماثلة الوزن والعيار، وتحمل ختم السلطة النقدية، وتسمى هذه القطع "المسكوكات الذهبية"، ويتم التداول بها لوحدها، ولو انه فيما بعد تم التداول بها إلى جانب النقود الورقية القابلة للإبدال بالذهب (النقود النائبة)، وتوافرت في هذا النظام مجموعة من الشروط هي:

- تحديد الوحدة النقدية بوزن و عيار معينين من الذهب وذلك بموجب القانون.
- حرية سك العملة، أي حرية تحويل الذهب إلى شكله المعدني لإلأى مسكوكات عند مؤسسات سك النقود.
- حرية صهر المسكوكات الذهبية وتحويلها إلى معدن لدى مؤسسات الصهر المعدني.
- حرية استيراد وتصدير الذهب.
- قابلية تحويل العملة المتداولة إلى نقود ذهبية بالسعر القانوني الثابت للذهب.

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

انتشر نظام المسكوكات الذهبية في الفترة ما بين القرن 19 وبداية الحرب العالمية الأولى في سنة 1914، ومع بداية الحرب تخلت معظم الدول عن نظام السبائك الذهبية، ومن الجدير بالذكر أن الولايات الأمريكية كانت آخر الدول التي تخلت عن هذا النظام عام 1933.

الشكل رقم 2: نموذج للنقود الذهبية



1-2- نظام السبائك الذهبية: بالإضافة إلى الشروط التي يقوم عليها نظام المسكوكات الذهبية، يجب تحقيق الشروط التالية:

- أن يتم تداول الذهب في شكل سبائك ذهبية محددة الوزن والعيار بموجب القانون.
- حرية تحويل النقود النائبة إلى ذهب حسب قيمة كل سبيكة لدى السلطات النقدية.

لم يترك هذا النظام للأفراد حرية السك للجميع، وبالتالي فإن عملية إبدال النقود الورقية بالذهب تقتصر على الأفراد الذين يمتلكون مبالغ كبيرة.

ويهدف هذا النظام إلى عدم تداول المسكوكات والحفاظ على الاحتياطي الذهبي، أي يجمع الذهب وتحقيق استقرار نسبي في أسعار صرف العملات، كما يهدف إلى مكافحة اكتناز الذهب، وبشكل عام فإن هذا النظام قد نجح في تثبيت قيمة النقد بالنسبة للذهب.

الشكل رقم 03: سبائك الذهب



1-3- نظام الصرف بالذهب: يتميز هذا النظام بأن الوحدة النقدية الأساسية فيه تكون مرتبطة بالذهب بطريقة غير مباشرة، وعن طريق وحدة النقد الأساسية لدولة أجنبية تسير على قاعدة الذهب، وتعتمد هذا النظام الدول التي ليست لها احتياطي كافيا من الذهب، حيث تلجأ هذه الدول لتغطية نقدها إلى استعمال نقد أجنبي يكن مغطى بالذهب، ومن شروط هذا النظام:

- تعريف الوحدة النقدية الوطنية بالنسبة إلى نقد أجنبي مغطى بالذهب.
- تتعهد السلطة النقدية لحامل النقود الورقية بإبدالها عند الطلب (وذلك في أي وبأي كمية) بما يقابلها من نقد أجنبي بالسعر المحدد قانوناً.
- تحتفظ السلطة النقدية باحتياطي كاف لمواجهة طلبات الإبدال.

2- نظام المعدنين:

بعد اكتشاف سلعة المعدن ومعرفة الخصائص التي يميّز بها، اهتدى الفكر البشري إلى استعمالها كنقود، لكن عملية انتقاء المعدن المناسب اقتصرت في البداية على معدن الفضة والذهب، ولقد نظم التداول النقدي في النظام القائم على أساس المعدنين كما يلي:

- يتم تعريف الوحدة النقدية بوزن معين من المعدنين وذلك بموجب قانون، وهذا ما يؤدي إلى تحديد العلاقة بين قيمتي معدن الفضة ومعدن الذهب وعلى أساس هذه العلاقة نعطي صفة القبول العام للمعدنين.
- يمتلك الأفراد الحرية التامة في سك النقود لما يمتلكونه من ذهب أو فضة.
- تتساوى القيمة النقدية والتجارية للمعدنين، فإذا خالفت القيمة التجارية النسبة القانونية المعطاة للمعدنين (بسبب تفاعل قوى العرض والطلب) وجب تعديل القيمة (النسبة) القانونية للمعدنين وفقاً لمعطيات القيمة التجارية.

لقد ظلت النسبة القانونية للمعدنين ثابتة نسبياً خلال فترة زمنية طويلة لكن هذا الاستقرار تغير مع مرور الزمن، وذلك نتيجة التغيرات الحاصلة في إنتاج واستعمال كل من المعدنين أو لأحدهما (العرض والطلب عليهما)، وعليه ظهرت اختلافات كبيرة في النسبة القانونية للمعدنين من جهة والقيمة التجارية لهما من جهة أخرى، فأصبح المعدن ذو القيمة التجارية المنخفضة أكثر تداولاً كنقود، والمعدن ذو القيمة التجارية العالية أقل تداولاً كنقود، فظهرت فكرة النقود الجيدة والنقود الرديئة، والمعروفة بقانون "غريشام": (النقود الرديئة تطرد النقود الجيدة من التداول)، حيث أن الأفراد يقومون بتداول النقود الرديئة والاحتفاظ بالنقود الجيدة واستعمالها لأغراض تجارية، وبذلك فالنقود الجيدة تختفي من التداول والنقود الرديئة تسود في التداول، وكلما حدث تغير في صفة الجودة لصالح أحد المعدنين، كلما تحدث عملية إصلاح نقدي حيث تغير النسبة القانونية بينهما وهكذا إلى أن توصلت هذه الإصلاحات لاتباع النظام النقدي الذهبي.

3- نظام النقد الورقي:

وهو ذلك النظام الذي يقوم على إصدار عملات نقدية ورقية من خلال السلطة النقدية والمتمثلة في البنك المركزي دون أن يكون لها صلة بالاحتياطي من الذهب لدى الدولة، وإنما يتم الإصدار النقدي بناء على مقتضيات نمو النشاط الاقتصادي، والظروف الاقتصادية التي يمر بها المجتمع، وقيمة حجم الاحتياطي من النقد الأجنبي والعملات القابلة للتحويل ومقبولة لتسوية المعاملات الدولية.

أي أنه في هذا النظام ليس للأوراق النقدية الإلزامية قيمة في حد ذاتها (لا يوجد لها قيمة ذاتية كما كان الوضع في نظام قاعدة الذهب)، وبالتالي أصبحت تلك الأوراق غير قابلة للتحويل إلى ذهب أو حتى إلى فضة، وليس لها قوة شرائية ثابتة بالنسبة إلى الذهب، ويتطلب أن تجعل الحكومة للنقود قوة إلزامية في التداول مع وجود قدر مناسب من الاحتياطات الدولية من النقد الأجنبي في شكل عملات قابلة لتسوية المعاملات ومقبولة ضمن النظام النقدي الدولي.

الشكل رقم 04: نموذج للعملات الورقية القانونية



ثالثا: النظام النقدي في ظل اتفاقية بريتون وودز 1944

شهد الاقتصاد العالمي قبيل انتهاء الحرب العالمية الثانية هزات واضطرابات عنيفة في نظامه النقدي ومعدلات منخفضة لحركة التجارة العالمية، مما دفع بالولايات المتحدة وبريطانيا إلى التفكير في خلق نظام نقدي جديد يكون أساسا لعلاقات نقدية دولية لعالم ما بعد الحرب ولهذا الغرض نظمت مؤتمرا في مدينة بريتون وودز "Bretton Woods" بولاية نيوهامبشير "New Hampshire" بالولايات المتحدة في 1944 شاركت فيه 44 دولة وكان كل من جون مينارد كينز وهاري ديكستروايت بمثابة مهندسا المؤتمر، وقد أقر المؤتمر نظاما نقديا جديدا قائما على قاعدة صرف الدولار بالذهب، حيث التزمت الولايات المتحدة الأمريكية بتحويل الدولار الورقي إلى ذهب بسعر ثابت يبلغ 35 دولار لكل أونصة من الذهب، (الأونصة الواحدة تساوي 31.103 غرام من الذهب) ونتيجة لذلك تحول الدولار ليكون العملة الاحتياطية الدولية وبالتالي ثبات أسعار الصرف بين مختلف العملات المرتبطة به، وقد استمر العمل بهذا النظام قرابة خمس وعشرون سنة حتى انهياره في عام 1971.

1- الأهداف العامة لنظام بريتون وودز:

لقد حاول مؤتمر بريتون وودز تكريس مجموعة من الأفكار وتحقيق أهداف هامة منها:

- ضمان حرية التحويل بين عملات الدول المختلفة.
- وضع نظام لأسعار الصرف يمنع التقلبات العنيفة فيما بينها.
- تحقيق التوازن في موازين المدفوعات.
- الإدارة الدولية للنظام النقدي العالمي الجديد.

2- انهيار نظام بريتون وودز:

أدى توفر الدولار لدى دول الفائض مع الولايات المتحدة إلى فقدان الثقة في احتياطياتها الدولارية ومن ثم عمدت إلى تحويل هذا الفائض إلى ذهب مما أدى إلى هبوط مخزون الرصيد الذهبي الموجود في حوزة الولايات المتحدة حيث انخفض من 18 مليار دولار إلى 11 مليار دولار (1960-1970) وأصبحت مستحقات الدول اتجاه أمريكا تفوق ما لديها من رصيد ذهبي الشيء الذي طرح الكثير من التساؤلات فيما يخص قدرتها على تحويل الدولار إلى ذهب. وفي 9 مايو 1971 رفعت كل من سويسرا (الفرنك) والنمسا (الشلن) من قيمة عملتهما بنسبة 7.1% و 5.1% على التوالي بينما قررت ألمانيا وهولندا تعويم عملتهما في ذلك الوقت، ثم حدثت العديد من الأحداث والأزمات كان أبرزها الانتكاسة التي شهدتها الجنيه الإسترليني عامي 1965 و1966 مما دفع الولايات المتحدة لعملية إنقاذه خوفا من انعكاس ذلك على تنامي حركة المضاربة بالدولار، وأمام هذه الأوضاع المتأزمة في أسواق الصرف والحالة التي وصل إليها الدولار الأمريكي واحتياطها الذهبي قامت الولايات المتحدة الأمريكية بالتدخل لإصلاح الأوضاع وذلك بإقرار مجموعة من قرارات على لسان رئيسها ريتشارد نيكسون في 15/8/1971 (والتي تعرف بصدمة نيكسون) في خطابه للأمة تحت عنوان السياسات الاقتصادية الجديدة والتي تضمنت الآتي:

- وقف تحويل الدولار إلى ذهب أي وقف التزاماتها الدولية.
- خفض الإنفاق العمومي والمساعدات الاقتصادية الخارجية بنسبة 10%.
- فرض ضريبة على السلع التي تدخل إلى أمريكا سعيا إلى رفع تنافسية السلع الأمريكية.

ومعنى ذلك هو انهيار قاعدة الدولار التي قام عليها النظام النقدي الدولي بعد الحرب العالمية الثانية مما اضطرت بعض الدول إلى تعويم عملاتها.

3- أسباب فشل نظام بريتون وودز:

- لقد فشل نظام بريتون وودز بسبب ما احتواه من تناقضات ولما ورد على سيره وتنفيذه من قيود وحواجز أهمها:
- لم يسمح في ظل هذا النظام للدول بالقيام بإجراءات تصحيحية للعجز في ميزانيتها كما كان الحال في نظام الذهب.
 - أن هذا النظام عانى من مشكل رئيسي هو ارتكازه على عملة واحدة وهي الدولار وهذا يعني أن استقرار النظام ككل متوقف على استقرار الدولار فحدث أي هزة فيه سوف تنعكس على النظام ككل.
 - لم يأخذ النظام النقدي الجديد في الحسبان تزايد أهمية العملات الأخرى كالين الياباني والعملات الأوروبية.

- تتوقف الثقة بالدولار على الحالة التي يتحقق فيها التوازن في ميزان المدفوعات الأمريكي، لأنه يؤدي إلى تثبيت حجم السيولة الدولية، ولكن عند حصول عجز في هذا الميزان فسوف يؤدي إلى توفير سيولة دولية كافية، ولكنه يؤدي إلى إهدار الثقة في العملة الوسيطة وتحويلها إلى ذهب.¹

رابعاً: نظام التعويم المدار

اتسم النظام النقدي الدولي بعد انهيار نظام بريتون وودز بعدم الوضوح والفوضى في تحديد سعر الصرف المناسب لكل دولة، مما زرع عدم الثقة بين الدول في التعاملات التجارية، فبدأت تحركات صندوق النقد الدولي في إدخال تعديلات على اتفاقية إنشائه واعترف رسمياً بنظام التعويم المدار لأسعار الصرف بداية من سنة 1973، حيث أصبح لكل دولة حرية اختيار نظام الصرف الأجنبي الذي يناسبها شرط عدم الإضرار، إذ تتدخل السلطات النقدية في كل دولة في أسواق الصرف الأجنبي للحد من آثار التقلبات القصيرة الأجل بأسعار الصرف دون محاولة التأثير على اتجاهات أسعار الصرف في المدى الطويل، وهكذا تبنت معظم الدول أعضاء صندوق النقد الدولي نظام تعويم مدار، وأصبح ما يعادل 4/5 من حجم التجارة الدولية يتم بين الدول التي تدير أسعار صرفها المعومة.

1- مزايا نظام التعويم المدار: يتمتع هذا النظام بعدة مزايا أهمها:

- ❖ يضمن التوازن الدائم لميزان المدفوعات من خلال التقلبات المتواصلة لأسعار الصرف بما يضمن حرية البلد في إتباع سياسة نقدية مناسبة دون قيد خارجي.
- ❖ يقف في وجه المضاربة دون أن يشجعها على غرار نظام الصرف الثابت، بحيث كلما ارتفع الطلب على العملة ارتفع سعرها، وبالتالي انخفضت قدرة شرائها بهدف المضاربة.
- ❖ لا يتطلب من البنوك المركزية الاحتفاظ باحتياطيات صرف ضخمة قصد التدخل في أسواق الصرف للدفاع عن سعر العملة لأن سعر الصرف يتحدد وفق قوى العرض والطلب، ويسمح بسرعة كبيرة في التعديل لمواجهة الأزمات الخارجية لأن التعديل في هذا النظام هو مستمر.

2- عيوب نظام التعويم المدار: يستدل المعارضون في ابراز عيوب هذا النظام إلى أن:

- ❖ تذبذب أسعار الصرف يومياً يولد الشك والمخاطرة في نفوس المتعاملين فيما يخص قيم المبادلات التي تتم مستقبلاً، بالرغم من أنه يمكن من تغطية مخاطر الصرف لكن مع زيادة التكاليف يؤدي إلى الاضرار بالتجارة وعمليات الاستثمار.
- ❖ ضعف الثقة في العملة في نظام التعويم المدار مقارنة بالعملة في ظل أسعار الصرف الثابتة.
- ❖ عدم استقرار أسعار الصرف يولد التضخم وتدهور قيم العملات.
- ❖ تأثر آلية تعديل ميزان المدفوعات بالتضخم الناشئ عن تطبيق سياسة مالية توسعية حيث أن ارتفاع الدخل الاسمية وزيادة الطلب الداخلي يؤدي إلى انخفاض قيمة العملة في سوق الصرف.

¹ رانية تكواشت، مرجع سبق ذكره، ص ص: 41-42.

❖ تعرض الصرف إلى عامل الحساسية والإشاعات والتنبؤات ما يزرع عدم الثقة في بعض العملات على مستوى سوق الصرف.¹

رغم عيوب هذا النظام إلا أنه ماتزال العديد من دول العالم تتخذه كنظام نقدي لاقتصادها نتيجة المزايا التي يتصف بها

المحور الثالث: النظريات النقدية

لقد اهتم الاقتصاديون منذ زمن طويل بدراسة وتحليل أثر التغير في كمية النقود على المستوى العام للأسعار، ولكن الاهتمام ببحث أثر هذا التغير على مستوى النشاط الاقتصادي وحجم التشغيل، والإنتاج لم يتبلور في الحقيقة إلا بعد حدوث الأزمة الاقتصادية الكبرى (1929-1933)، حيث إن هذه الأزمة وما تمخض عنها من نتائج قلبت رأسا على عقب عددا من المفاهيم والفروض الاقتصادية التي كانت من الأمور المسلم بها. ولقد شهدت النظريات النقدية المهمة بتحليل وتفسير مختلف الظواهر المتعلقة بالنقود تطورا تزامنا مع تطور أفكار مختلف المدارس الاقتصادية، وعليه سيتم التطرق إلى ثلاث نظريات نقدية رئيسية والمتمثلة في: النظرية الكلاسيكية، النظرية الكينزية، والنظرية النيوكلاسيكية أو النقدية.

أولا: النظرية النقدية الكلاسيكية (التقليدية)

تعتبر النظرية النقدية الكلاسيكية والتي يطلق عليها بالنظرية الكمية للنقود بمثابة خلاصة الفكر والتحليل الكلاسيكي لظواهر النقدية في الاقتصاد، حيث توصل ريكاردو إلى أن قيمة النقود تتناسب عكسيا مع كميتها، باعتبار أن أي زيادة في كمية النقود سيترتب عنها زيادة مماثلة في الأسعار، وقد صاغ هذا التحليل رياضيا فيشر سنة 1917 م بمعادلته المعروفة بمعادلة التبادل، ثم تلتها صياغة أخرى تبنتها مدرسة كمبريدج من قبل الاقتصادي ألفريد مارشال والمعروفة بمعادلة الأرصد النقدية.

1- أسس ومبادئ التحليل الكلاسيكي:

لقد ظهرت المدرسة الكلاسيكية في أواخر القرن 18 وأوائل القرن 19، ولقد كان من أهم رواد هذه المدرسة الاقتصاديون الكلاسيك ومنهم: آدم سميث، دافيد ريكاردو، مالتوس، جون ستيوارت ميل، وساي. ثم شهدت هذه المدرسة تطورا على يد مجموعة من الاقتصاديين النيوكلاسيك وأهمهم: مانجر، بافريك، مارشال، روبنسن، بيجو الذين أضافوا للمدرسة الكلاسيكية مبادئ أكثر مرونة والتي يمكن تلخيصها فيما يلي:²

✓ الحرية الاقتصادية: وهي ترك الفرد حرا في اختيار نشاطه وحرية التملك والعمل لتحقيق مصلحته الخاصة وبالتالي المصلحة العامة.

¹ جميلة الجوزي، محاضرات في الاقتصاد النقدي وأسواق رأس المال (الأنظمة النقدية)، متاحة على الموقع: [https://elearning.univ-](https://elearning.univ-alger3.dz/moodle)

[alger3.dz/moodle](https://elearning.univ-alger3.dz/moodle) بتاريخ إطلاع: 2021/03/03.

² بلعزوز بن علي، محاضرات في النظريات والسياسات النقدية، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2004، ص ص: 8-9.

✓ **عدم تدخل الدولة:** لا يرى التقليديون أي حاجة لتدخل الدولة في النشاط الاقتصادي وبالتالي في حرية الأفراد، ولا يكون تدخلها إلا في مجالات ضيقة جدا مثل الدفاع والقضاء والقيام بالمشروعات العامة ذات النفع العام.

✓ الملكية الخاصة: فكل عوامل الإنتاج هي ملك للأفراد) وليست ملك للدولة.

✓ **مبدأ المنافسة الحرة:** وهي تلك المنافسة غير المقيدة الكفيلة بتحقيق التقدم الاقتصادي ورفع درجة الإشباع لمختلف أفراد المجتمع.

✓ **قانون السوق:** ويقوم على مبدأ أن السوق ينمو حجمه بمقدار معادل لحجم الإنتاج الجديد الذي يعرض للمبادلة، أي أن كل عرض يخلق الطلب الخاص به "قانون ساي للمنافذ".

✓ **مبدأ الربح:** يعتبر التقليديون أن الربح هو أفضل حافز على الإنتاج والتقدم الاقتصادي، وأن تعظيمه من شأنه أي يرفع من إنتاجية عوامل الإنتاج.

✓ **مبدأ حيادية النقود:** إن النقود في الحياة الاقتصادية ليست سوى أداة تبادل، فهي حيادية لأنه يمكن استبدالها بأدوات أخرى، فهي ليست إلا "عربة لنقل القيم" أو هي مجرد "حجاب لغطاء الحقيقة" والحقيقة هنا هي أن السلع تبادل بالسلع والنقود ليست إلا وسيط لذلك.

✓ **مبدأ مرونة سعر الفائدة:** يعمل سعر الفائدة على تحقيق التوازن بين الادخار والاستثمار، وهو المحدد الوحيد لهما، فهما دالتين تابعتين لسعر الفائدة $S = f(i)$ ، فالفائدة في نظر التقليديين هي جزاء الادخار أو ثمن استخدام رأس المال.

2- النظريات النقدية الكلاسيكية:

2-1- **النظرية الكمية للنقود:** تم صياغة نواة هذه النظرية على يد الاقتصادي الفرنسي جان بودان (1530/1596م)، الذي أرجع الزيادة في الأسعار التي شهدتها تلك الفترة إلى الزيادة في عرض كمية النقود المعدنية الواردة من المستعمرات الفرنسية،¹ ثم أخذ بهذا التفسير من بعده عدد من الاقتصاديين الغربيين في مقدمتهم الاقتصادي الإنجليزي "دافيد هيوم" الذي لاحظ أن حجم المبادلات وسرعة التداول لا تتأثران بتغيرات كمية النقود، والنتيجة أن كمية النقد ومستوى الأسعار يتغيران في نفس الاتجاه، وكذلك رجل الأعمال الأيرلندي "كانتتون"، الذي جاء بفكرة سرعة دوران النقد تكافئ تماما كمية النقد، أما الأسعار فتتناسب مع كمية النقد والمعاملات.²

* إيرفينغ فيشر "Irving Fisher: اقتصادي أمريكي (1867/1947) قام بصياغة معادلة التبادل سنة 1911، وتعد من أبرز أعماله إضافة إلى الأرقام القياسية.

¹ عديلة العلواني، مرجع سبق ذكره، ص 69.

² أحمد زهير شامية، النقود والمصارف، مؤسسة زهران للطباعة والنشر والتوزيع، الأردن، 1993، ص 104.

ولقد صيغت هذه النظرية رياضياً على يد الاقتصادي الأمريكي (إيرفينغ فيشر "Irving Fisher") الذي درس العلاقة بين كمية النقود والمستوى العام للأسعار. ضمن معادلة التبادل، ثم تلتها معادلة الأرصد النقدية التي تبنتها مدرسة كمبريدج، ومن أبرز فرضيات هذه النظرية:¹

- ارتباط المستوى العام للأسعار بتغير كمية النقود المعروضة.
- ثبات حجم الإنتاج السلعي عند مستوى التشغيل الكامل (العمالة الكاملة).
- ثبات سرعة تداول النقود** خلال الزمن، لأن هذا التغير يرتبط بعادات المجتمع المصرفية وتطور النظام المصرفي وهي عوامل لا تتغير عادة في الأجل القصير.
- تسود الأسواق المنافسة الكاملة فالأسعار تعكس نفقات الإنتاج.
- لا تقوم النقود بأي دور في الاقتصاد سوى دور الوسيط في التبادل.

2-2- معادلة التبادل لفيشر:

لقد أوضح الاقتصادي الأمريكي "Irving Fisher" في سنة 1911 صيغة المبادلات في كتابه "The purchasing power of money" ضمن صياغة رياضية تعرض نظرية التبادل الشهيرة، والتي تهدف إلى دراسة العلاقة بين كمية النقود والإنفاق على السلع والخدمات أو ما يسمى بالدخل الإسمي، مع افتراض أن النقود لا تطلب لذاتها وإنما لإجراء المبادلات الاقتصادية مع افتراض أن الاقتصاد يعمل عند مستوى التشغيل الكامل، أي أن قيمة الإنتاج في الاقتصاد تساوي مجموع ما ينفق على السلع والخدمات المنتجة،² وقد قام بصياغة هذه النظرية وفق المعادلة الآتية:

حيث تمثل:

$$M V = P Q$$

M: كمية النقود المتداولة

V: سرعة دوران النقود

P: المستوى العام للأسعار

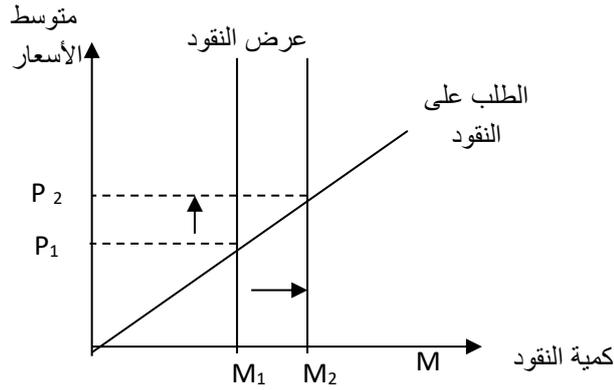
Q: كمية السلع المتبادلة خلال السنة

¹ عبد الحليم عمار غربي، مرجع سبق ذكره، ص 29.

** سرعة تداول النقود (سرعة دوران النقود): هي معدل متوسط عدد المرات التي انتقلت فيها كل وحدة من وحدات النقود من يد إلى أخرى في تسوية المعاملات التجارية والاقتصادية في فترة زمنية معينة.

² Brian Snowdon, Howard R Vane, Modern Macro economics : Its Origins, Development and Current State, Edward Publishing Limited, Cheltenham, UK, 2005, p 45.

الشكل رقم 05: العلاقة بين كمية النقود المعروضة والمستوى العام للأسعار



المصدر: ضياء مجيد الموسوي، اقتصاديات النقود والبنوك، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية، 2002، ص 82.

من الشكل يتضح وجود علاقة طردية بين كمية النقود والمستوى العام للأسعار وهو ما يفسح ظاهرة التضخم، فكل زيادة في كمية عرض النقود من M_1 إلى M_2 يترتب عليها زيادة في المستوى العام للأسعار من P_1 إلى P_2 .

من أبرز نتائج هذه النظرية:

- وجود علاقة طردية بين كمية النقود كمتغير مستقل (M) والمستوى العام للأسعار كمتغير تابع (P).
- معادلة التبادل هي أساس نظرية المستوى العام للأسعار (P) الذي يتغير باتجاه عكسي مع حجم المبادلات التي تمت بواسطة النقود.
- قيمة النقود تتغير عكسيا ونسبيا مع التغير في كميتهما.
- تتحدد سرعة دوران النقود عن طريق المؤسسات العاملة في الاقتصاد التي تؤثر في الطريقة التي ينظم بها الأفراد معاملاتهم.
- فلو كان الأفراد يستخدمون تكنولوجيا المعلومات (بطاقات الائتمان) لإتمام مبادلاتهم وبالتالي استخدام مقادير أقل من النقود عند الشراء، فإن مقدار النقود المطلوبة لإتمام المعلومات أقل.
- لو كان الدفع نقدا (أو شيكات من الحسابات الجارية) مربحا للأفراد عند قيامهم بمشترياتهم فإن كمية أكبر من النقود تستخدم في القيام بالمعاملات ومن ثم تتخفض سرعة الدوران.¹

2-2- معادلة كمبريدج (صيغة الأرصدة النقدية)

وجهت عدة انتقادات لمعادلة فيشر، وذلك نتيجة للتطور الحاصل في حجم المبادلات مما أدى إلى الاعتماد على الدخل وذلك من طرف الاقتصاديين Marshall & Pigou وأصبحت تعرف بمعادلة كمبريدج والتي تسمى كذلك بمعادلة الأرصدة النقدية، وتعني أن الأفراد يرغبون في الاحتفاظ بنسبة معينة من دخولهم النقدية في شكل أرصدة نقدية، ولهذا ارتكز تحليل كمبريدج على العوامل التي تحدد طلب الأفراد على النقود للاحتفاظ بها في

¹ عبد الحليم غربي، مرجع سبق ذكره، ص 32.

شكل أرصدة نقدية عاطلة وذلك لمقابلة ما يقومون بشراؤه من السلع والخدمات والمعاملات وهو ما يطلق عليه بالتفضيل النقدي،¹ وتم صياغته وفق المعادلة التالية:

$$M^d = K p y$$

حيث تمثل:

M^d : الطلب على النقود.

K : نسبة التفضيل النقدي (اختيار الأفراد لتخصيص جزء من دخولهم لتكون في جزء نقدي لشراء الأصول المالية يمثل مقلوب سرعة التداول $(1/V)$).

P : متوسط أسعار السلع النهائية.

y : الدخل.

ومن أهم نتائج نظرية الأرصدة النقدية:

- تستطيع النقود بأداء وظيفة مخزن للقيمة للوفاء بالمدفوعات الآجلة إلى جانب كونها وسيط للتبادل.
- معادلة كمبريدج هي دالة صريحة للطلب على الأرصدة النقدية (الحقيقية) بغرض المعاملات.
- أدخلت الناتج النهائي بدلا من كمية المبادلات.
- نسبة التفضيل النقدي "K" تمثل نسبة من الدخل المحتفظ بها من طرف الأفراد في شكل نقود سائلة.²

2-3- الاختلاف بين معادلة فيشر وكمبريدج:

إن الاختلاف بين معادلة كمبريدج ومعادلة فيشر تكمن أساسا في استبدال سرعة دوران النقود "V" بالتفضيل النقدي "K" ومنه فالأول كان يبحث عن أسباب الإنفاق والثاني كان يبحث عن أسباب الطلب على النقود، وبذلك فإن سرعة دوران النقود والتفضيل النقدي هما بدلان عن بعضهما البعض وأن التفضيل النقدي هو مقلوب سرعة دوران النقود أي أن هناك علاقة عكسية بينهم، ونفصل الاختلاف في المعادلتين في الجدول التالي:

الجدول رقم 02: الاختلاف بين معادلتين كل من فيشر وكمبريدج

معادلة كمبريدج	معادلة فيشر
- تهتم بتحليل مكونات الطلب على النقد، مع اهتمام أقل بعرض النقود.	- تهتم بتحليل التغيرات في مكونات عرض النقود، وإهمال ذلك في مكونات الطلب على النقود.
- تركز على وظيفة (التخزين، بالإضافة إلى وظيفة التبادل).	- تستند على وظيفة التبادل للنقد.
- تهتم بالاحتفاظ بالسيولة النقدية وعدم الإنفاق.	- تهتم بالإنفاق وسرعة التبادل لهذا الإنفاق، باستعمال النقود كوسيط.
- تبحث في العوامل المؤثرة في الطلب على	- تهتم بالعوامل المؤثرة في عرض النقود وتأثيرها على الكتلة النقدية.

¹ محمد الشريف إلمان، محاضرات في التحليل الاقتصادي الكلي: نظريات ونماذج التوازن واللاتوازن، منشورات برني، الجزائر، 1994، ص132.

² كمال سي محمد، أوقفوا هذا اللص: التضخم ما بين النظرية والواقع، النشر الجامعي الجديد، تلمسان، الجزائر، 2021، ص 181.

<p>النقود، من طرف الأشخاص وأصحاب الأعمال والمؤسسات.</p> <p>- تبحث في أسباب الاحتفاظ بالنقد سائلا من قبل الأفراد وغيرهم، وعلاقته ببعض المتغيرات الأخرى.</p>	<p>- تبحث في ظروف التبادل وسياسة الإصدار، وتدخل الدولة في السياسة النقدية.</p>
--	--

المصدر: عبد القادر خليل، مبادئ الاقتصاد النقدي والمصرفي، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2010، ص 245.

3- تقييم النظرية الكمية للنقود:

من خلال التطرق لمضمون هذه النظرية اتضح أن بعض افتراضاتها غير واقعية رغم موضوعية البعض منها في الفترة القصيرة، وقد تعرضت النظرية الكمية للنقود للعديد من الانتقادات ويمكن ذكر ذلك وفق ما يلي:

مزايا النظرية: تركز أبرز مزايا هذه النظرية في النقاط الآتية:

- إن هذه النظرية يمكنها أن تفسر الارتفاع التضخمي في الأسعار في ظل ظروف معينة (خاصة في الدول النامية أين يوجد جمود في الجهاز الإنتاجي وبالتالي افتراض ثبات الناتج الوطني).
- لهذه النظرية فضل في التنبيه إلى خطورة الدور الذي يلعبه الإفراط النقدي في توليد ظاهرة التضخم.

عيوب النظرية: يمكن إيضاح أهم الانتقادات التي وجهت للنظرية الكمية للنقود من خلال ما يلي:

- النقود حيادية في تأثيرها في النشاط الاقتصادي فهي لا تطلب لذاتها وإنما كوسيط للتبادل.
- عدم واقعية العلاقة الآلية بين كمية النقود ومستوى الأسعار فقد تتغير الأسعار نتيجة عوامل غير نقدية (ويمكن أن تكون الأسعار متغير مستقل يترتب عليه حدوث تغير في كمية النقود كمتغير تابع).
- عدم واقعية افتراض ثبات الحجم الحقيقي للإنتاج والتشغيل بصفة دائمة وبالتالي لا يتحقق التناسب الطردي بين كمية النقود ومستوى الأسعار.
- عدم واقعية افتراض ثبات سرعة دوران النقود، فهي تتغير بتغير حجم المعاملات أو ظروف السوق، وهي تختلف في فترات الكساد والرواج.¹

ثانيا: النظرية النقدية الكينزية

جاءت هذه النظرية على إثر فشل النظرية التقليدية في تفسير ظاهرة الكساد العالمي سنة 1929، وتعود هذه النظرية للاقتصادي الإنجليزي "جون ماينارد كينز John Maynard Keynes" * تهتم بدراسة الطلب على النقود وسميت بنظرية تفضيل السيولة، هدفها البحث في العلاقة بين مستوى الإنفاق الوطني والدخل الوطني، وأوضحت تفضيل الأفراد الاحتفاظ بالنقود السائلة.

¹ عبد الحليم عمار غربي، مرجع سبق ذكره، ص ص: 33-34.

1- فرضيات النظرية الكينزية:

- يمكن تلخيص أهم فرضيات وركائز التحليل الكينزي من خلال النقاط التالية:¹
- اعتبر كينز بأن النقود ليست وسيلة للتبادل فقط وإنما تعتبر كذلك كمخزن للقيمة، وهذا ما أدى بكينز إلى دراسة دوافع الطلب على النقود.
 - اعتبر النقود عاملاً مؤثراً في النشاط الاقتصادي الحقيقي، ليست حيادية.
 - انتقد الآلية الميكانيكية بين حجم الكتلة النقدية والمستوى العام للأسعار، فهو يرى بأنه حتى ولو كان هناك أثر لزيادة الكتلة النقدية على المستوى العام للأسعار فلا يكون بنفس النسبة، وإنما بنسبة أقل والتأثير الآخر يكون على حجم الإنتاج إذا كان الاقتصاد في حالة التشغيل الناقص.
 - اعتبر كينز سعر الفائدة ظاهرة نقدية وليست ظاهرة حقيقية، حيث يتحدد سعر الفائدة في السوق النقدي بتساوي الطلب على النقود مع عرض النقود.
 - عالج كينز الطلب على النقود من خلال نظرية تفضيل السيولة.
 - الاهتمام بتحليل الطلب الكلي الفعال** لتفسير أسباب عدم التوازن التي وقع فيها النظام الرأسمالي (أزمة الكساد 1929).

- حجم الدخل المتوقع (متغير تابع) يتوقف بالدرجة الأولى على حجم الطلب الكلي الفعال (متغير مستقل).

- لتحقيق التوازن العام يجب توفر شرطين:

➤ التوازن في الأجل القصير: طلب النقود = عرض النقود.

➤ التوازن في الأجل الطويل: الادخار = الاستثمار.²

2- نتائج النظرية النقدية الكينزية:

ركز كينز في هذه النظرية على تحديد مفهوم عرض النقود وتصنيفه إلى مجموعات نقدية. وذكر دوافع الطلب على النقود وكذا شرح مفهوم مصيدة السيولة وآلية حلها.

2-1- عرض النقود:

يقصد به كمية النقد المتداولة في الاقتصاد، وهي تمثل وسائل الدفع المتاحة في المجتمع الاقتصادي وتلقى قبولاً عاماً من كافة أفرادها، وتتكون من النقد القانوني أو الائتماني الذي يصدره البنك المركزي (الأوراق النقدية الإلزامية والنقود المعدنية المساعدة) والنقد الكتابي أو نقد الودائع الذي تصدره البنوك التجارية. وبما أن كينز

* جون ماينارد كينز "John Maynard Keynes" (1883/1946): أستاذ رياضيات بجامعة كامبريدج، قدم رسالة في نظرية الاحتمالات، من أبرز مؤلفاته: محاولة الإصلاح النقدي (1923)، النتائج الاقتصادية للسيد ونستون تشرشل (1925)، رسالة في النقد (1930)، النظرية العامة في التشغيل والفائدة والنقود (1936).

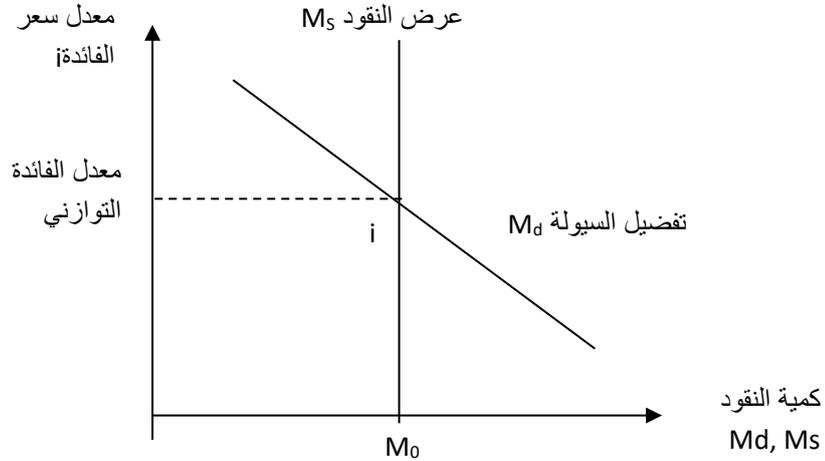
¹ بلعزوز بن علي، مرجع سبق ذكره، ص 33-38.

** الطلب الكلي الفعال هو الطلب على السلع الاستهلاكية والاستثمارية المدعوم بالقوة الشرائية ولا يقتصر على الرغبة في الشراء فقط.

² عبد الحليم عمار غربي، مرجع سبق ذكره، ص 37.

يؤمن بتدخل الدولة في الاقتصاد فإنه يرى أن كمية النقود المعروضة بمثابة متغير مستقل يتحدد خارج النموذج، وبيانها يمكن التعبير عنه بخط رأسي موازي للمحور العمودي الذي يمثل سعر الفائدة.

الشكل رقم 06: تحديد سعر الفائدة في التحليل الكينزي



المصدر: عبد الحليم عمار غربي، مرجع سبق ذكره، ص 40.

من الشكل يتضح أن عرض النقود عديم المرونة بالنسبة لتغيرات سعر الفائدة، فمهما تغيرت أسعار الفائدة يبقى ثابتا في الأجل القصير، ومن ثم فإن عرض النقود هو متغير خارجي.

2-2- الطلب على النقود:

حدد كينز ثلاث دوافع للطلب على النقود وهي بغرض المعاملات، الاحتياط، والمضاربة حيث يتعلق الطلب بغرض المعاملات والاحتياط بالدخل، بينما تعتمد المضاربة على معدل الفائدة.¹ ويمكن إبراز هذا وفق ما يلي:

❖ **دافع المعاملات:** أوضح كينز أن الأفراد يحوزون النقود بدافع المعاملات والناشئ أساسا من وظيفة النقود الأساسية " وسيط للتبادل" لذا فالأفراد يحوزون النقود لتنفيذ معاملاتهم اليومية وكافة احتياجاتهم، وهذا الطلب يتحدد بمستوى الدخل النقدي للأفراد، وهو في هذه النقطة يتشابه مع الفكر الكلاسيكي من حيث أن الطلب على

النقود لغرض المعاملات هو دالة طردية في متغير الدخل: $d_t = f(y)$

❖ **دافع الاحتياط:** يرى كينز أن الأفراد يحتفظون بأرصدة نقدية إضافية لمواجهة الحوادث الطارئة والاستثنائية مثل: المرض، البطالة، بالإضافة إلى الاستفادة من انخفاض المستوى العام للأسعار لبعض السلع، الطلب على النقود لغرض الاحتياط دالة طردية في متغير الدخل بافتراض ثبات طبيعة الأفراد، والظروف النفسية المحيطة

به، ودرجة عدم التأكد السائدة في المجتمع في الأزمات. $D_p = f(y)$

❖ **دافع المضاربة (المجازفة):** أي الاحتفاظ بأرصدة نقدية سائلة لتحقيق مكاسب عند تغير أسعار الفائدة على

السندات في البورصات (علاقة عكسية بين الطلب على النقود بدافع المضاربة وسعر الفائدة).² $d_s = f(i)^2$

¹Michelle de Mourgues, La monnaie, Système financier et théorie monétaire, Economica, Paris, 9 Ed, 1993, P363

² نجلاء محمد بكر، اقتصاديات النقود والبنوك، أكاديمية طيبة، القاهرة، 2006، ص 63.

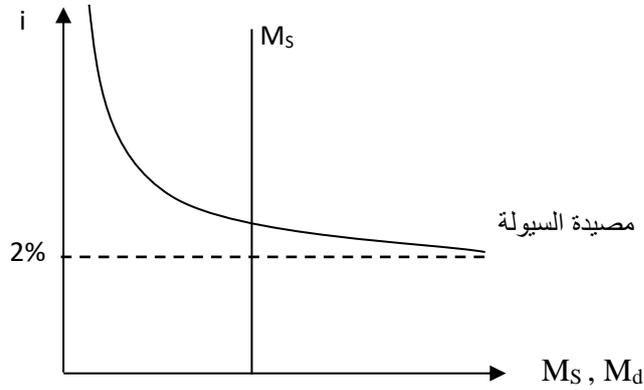
2-3- مصيدة السيولة عند كينز:

يسمى كذلك بفخ السيولة ويحدث إذا اقترب معدل الفائدة من أقل مستوى يمكن أن يصل إليه (2%)، فإن المتعاملين الاقتصاديين يمتنعون عن توظيف مدخراتهم في السندات ويفضلون الاحتفاظ بها على شكل نقود، بمعنى أي زيادة في عرض النقود سوف تتحول إلى نقود سائلة يحتفظ بها بصيغة الاكتناز، ولس هناك من يرغب بالاحتفاظ بالسندات.

• حالة فخ السيولة: تعكس عدم فعالية السياسة النقدية في تغيير معدلات الفائدة في فترات الكساد، حيث إن انتقال منحى عرض النقود إلى اليمين (زيادة كمية النقود في الاقتصاد) لن تؤدي إلى دفع الأفراد للتخلي عن النقود، ومن ثم عدم معالجة حالة الكساد.

• حل مشكلة فخ السيولة: اقترح كينز اتباع سياسة مالية وليس نقدية (تخفيض الضرائب وزيادة الإنفاق الحكومي).

الشكل رقم 07: مصيدة السيولة في النظرية الكينزية



المصدر: عبد الحليم عمار غربي، مرجع سبق ذكره، ص 43

يتضح من الشكل أن منحى الطلب على النقود يكون خطا مستقيما موازيا للمحور الأفقي (الانهائي المرونة)، وعند هذا الخط لا يجد الأفراد ورجال الأعمال أي فائدة من استثمار أرصدهم السائلة في شراء السندات.

3- تقييم النظرية النقدية الكينزية:

يمكن تقييم هذه النظرية من خلال ذكر مزاياها وأبرز الانتقادات التي وجهت لها من خلال ما يلي:

3-1- مزايا النظرية النقدية الكينزية:

تتضح مزايا هذه النظرية من خلال النقاط الآتية:

- اقتصرت النظرية التقليدية على عامل المعاملات لتفسير الطلب على النقود بينما النظرية الكينزية أضافت عاملي الاحتياط والمضاربة لتفسير ظاهرة تفضيل السيولة.

- كان ينظر لسعر الفائدة كمكافأة للفرد نظير تخليه عن الاستهلاك بينما النظرية الكينزية فسرتة بالمكافأة المستحقة نظير تخلي الفرد عن تفضيله للسيولة (مستوى سعر الفائدة يحدد بتوزيع الادخار بين امتلاك السندات من جهة، والاكتناز من جهة أخرى).
- أخذت النظرية الكينزية بنظرية الخيارات في تفسير الطلب على النقود (الفرد مخير بين نوعين من التوظيفات وهي الأصول النقدية والأصول المالية).

3-2- عيوب النظرية النقدية الكينزية:

- من أهم الانتقادات التي وجهت لهذه النظرية ما يلي:
- ركزت النظرية الكينزية على حالة الكساد الاقتصادي ولم تستطع تفسير حالة الكساد التضخمي (ارتفاع الأسعار والبطالة معا).
- ركزت النظرية الكينزية على المدى القصير، ولم تأخذ بعين الاعتبار تغير الأنماط الاستهلاكية للأفراد، وتأثير العوامل المحددة لسعر الفائدة على المدى الطويل.
- افتراض وصول الاقتصاد إلى حالة "مصيدة السيولة" وهي حالة خاصة قد لا يصل إليها الاقتصاد.¹

ثالثاً: النظرية النقدية الحديثة (النقدية المعاصرة)

نظراً لمحدودية الفكر الكينزي وعدم قدرته على تفسير ظاهرة التضخم الركودي، ظهر فكر اقتصادي معاصر قائم في أساسه ومنهجه على أطروحات ونظريات المدرسة الكلاسيكية على الخصوص وبدرجة أقل المدرسة الكينزية، فتعتبر مدرسة شيكاغو "نظرية ميلتون فريدمان*" امتداداً للفكر الاقتصادي التقليدي ولكن في ثوب جديد وبأدوات تحليلية أكثر نجاعة وواقعية تزامنت هذه المدرسة مع ظهور أزمة اقتصادية تعاش خلالها التضخم والكساد في الولايات المتحدة الأمريكية بعد الحرب العالمية الثانية وحتى نهاية الخمسينات.

1- فرضيات النظرية النقدية الحديثة:

- ترتكز هذه النظرية على مجموعة من الفرضيات أهمها:²
- الحرية الاقتصادية وحصر دور تدخل الدولة في النشاط الاقتصادي.
- التشكيك في كفاءة السياسة المالية والتأكيد على فعالية السياسة النقدية في تحقيق الاستقرار وذلك بالتأثير في السياسة الاقتصادية عن طريق التحكم في نمو الكتلة النقدية بطريقة منتظمة دون حدوث تضخم.
- العلاقة بين متغير كمية النقود ومستوى الأسعار هي سببية فقط وليست تناسبية.

¹ عبد الحليم غربي، مرجع سبق ذكره، ص 43-45.

*مilton Friedman (2006/1912): اقتصادي أمريكي هو مؤسس مدرسة شيكاغو التي تحاول إعادة صياغة النظرية الكمية بصورة جديدة، ولد في الولايات المتحدة الأمريكية وحاز على جائزة نوبل للاقتصاد سنة 1976 م نتيجة تقديم ثلاث بحوث هي: العلاقة بين الاستهلاك والدخل - النظرية النقدية والدخل - البرهان على صعوبة الوصول إلى تحقيق سياسة مستقرة.

² ناظم محمد نوري الشمري، النقود والمصارف والنظرية النقدية، دار زهران للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 1999، ص 316.

- إمكانية تغير سرعة دوران النقود التي يمكن التنبؤ بها.
- معارضة الفرضية المتعلقة بثبات حجم الإنتاج.
- الطلب على النقود عديم المرونة لسعر الفائدة ومن ثم فإن دالة الطلب على النقود مستقرة.
- رفض فكرة مصيدة السيولة لكينز.
- استقرار دالة الطلب على النقود وأهميتها.
- دالة الطلب على النقود دالة خطية (متجانسة في الدرجة الأولى) بالنسبة لعدد السكان، المستوى العام للأسعار ومستوى الدخل.
- استقلال عرض النقود عن الطلب على النقود.
- يتوقف الطلب على النقود على نفس الاعتبارات التي تحكم ظاهرة الطلب على السلع والخدمات.

2- دالة الطلب على النقود عند فريدمان:

بالنسبة لفريدمان فإن تحليله هو امتداد أو تطوير لتحليل فيشر، فقد اعتبر الطلب على النقود جزء من نظرية الثروة أو نظرية رأس المال، والتي تهتم بتكوين محفظة الأصول، ولقد ميز فريدمان بين حائزي الأصول النهائيين والذين تمثل النقود بالنسبة لهم شكلا من أشكال الثروة يتم حيازة الثروة فيه، وبين مؤسسات الأعمال الذين تمثل النقود بالنسبة لهم سلعة رأسمالية مثل الآلات والمخزون، والطلب على النقود عند حائزي الثروة عند فريدمان يعتمد على المحددات الآتية:¹

• **الثروة الكلية:** لقد استخدم فريدمان الدخل كمؤشر على الثروة حيث اختار الدخل الدائم بدل الدخل الجاري وهذا في الأجل الطويل، حيث إن الدخل الدائم هو تعبير عن القيمة المتوقعة للدخل المتوقع الحصول عليه من وراء الثروة في الأجل الطويل، ويتحدد بثلاثة عناصر أساسية: هي الثروة وأذواق المستهلكين ومعدل الفائدة فضلا عن هيكل توزيع السكان حسب السن.

قسم فريدمان الثروة الكلية التي تملكها الوحدات الاقتصادية موزعة حسب الأشكال التالية:

الأصول النقدية (النقود) *الأصول المالية (السندات والأسهم) * الأصول الحقيقية * الأصول البشرية (رأس المال البشري).

• **تقسيم الثروة بين الثروة البشرية والثروة غير البشرية:** أي استخدام ثروة بشرية مثل المقدرة الشخصية على اكتساب الدخل كمؤشر للثروة البشرية وهذا الدخل يمكننا من اكتساب مقدار معين من النقود كأصل سائل كامل السيولة.

• **تكلفة الفرصة البديلة:** يعتبر الاحتفاظ بالنقود في شكلها السائل بمثابة التخلي عن استخدامها في شراء أصل حقيقي أو مالي يدر عائدا أو دخلا، وهذا يقصد به تكلفة الإضاعة التي ستؤثر في مستوى النقدية السائلة التي يحتفظ بها الأفراد بالسلب، أي أنه كلما زادت تكلفة الفرصة البديلة تراجع تفضيل السيولة لدى المتعاملين، وهناك محددان رئيسيان لهذه التكلفة هما: المستوى العام للأسعار ومعدل العائد على الأصول الأخرى.

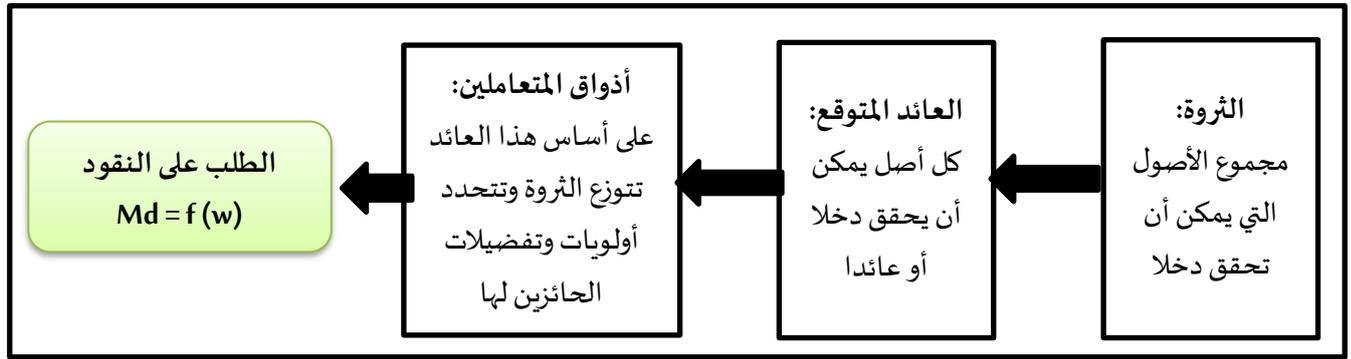
¹ عديلة العلواني، مرجع سبق ذكره، ص ص: 103-104.

• العوائد المتوقعة على النقود والأصول الأخرى: أي الدخل والعائد الذي تدره النقود مقارنا بأثمان وعائدات مكونات الثروة والبدايل الأخرى للاحتفاظ بالثروة.

• الأذواق وترتيب الأفضليات لدى الحائزين على الثروة: يرى فريدمان أن الفرد لا يوزع ثروته بين مختلف الأصول المكونة لها تبعا لعوائدها فقط بل يحكمه أيضا في هذا الصدد اعتبارات معينة تتعلق بالأذواق وبترتيب الأفضليات، مثل الفروق الشخصية التي تجعل البعض يحتفظ بالنقود بالشكل السائل والبعض يستثمرها متحملا المخاطرة.

ويمكن تلخيص محددات الطلب على النقود عند فريدمان وفق الشكل الآتي:

الشكل رقم 08: تحديد الطلب على النقود وفقا للنظرية النقدية الحديثة



المصدر: عبد الحليم عمار غزبي، مرجع سبق ذكره، ص 49.

يعتبر الطلب الحقيقي على السيولة دالة في الثروة الحقيقية أي في عوائد الأصول النقدية والمالية والطبيعية وكذلك الموارد البشرية وتفضيلات الأعوان الاقتصاديين وأذواقهم، وعليه تأخذ دالة الطلب على النقود عند فريدمان شكل دالة متجانسة من الدرجة الأولى كالتالي:¹

$$M = f(Y/r, p, r_m, r_b, r_a, \pi^a, h, u)$$

حيث:

M: الطلب على النقود؛

Y/r: الثروة الكلية؛

Y: يعبر عن الدخل الدائم أو الثروة الحقيقية (أو العائد الكلي على جميع أنواع الثروة)؛

r: سعر الفائدة على جميع أنواع الموجودات وهو الذي يسمح باستحداث الدخل؛

P: المستوى العام للأسعار، ويعبر عن العائد الحقيقي للنقود؛

r_m: العائد الاسمي للنقود (يساوي الصفر)؛

r_b: عائد الأصول النقدية (السندات)، ويتمثل في سعر الفائدة السنوي؛

r_a: عائد الأصول المالية (الأسهم)، ويتمثل في الأرباح السنوية؛

π^a: عائد السلع المادية، أو رأس المال العيني؛

¹ ضياء مجيد الموسوي، اقتصاديات النقود والبنوك، مرجع سبق ذكره، ص 143.

h: مؤشر معين يمثل نسبة رأس المال غير البشري إلى رأس المال البشري، أو العلاقة بين الدخل الذي مصدره العمل، والدخل الذي مصدره طبيعي؛
u: يشير إلى المتغيرات التي تؤثر على تفضيلات الأفراد.

يتضح من هذه المعادلة أن الطلب الحقيقي على النقود يتغير طردياً مع الدخل الدائم (الثروة)، بينما يتغير عكسياً مع تغير كل من العائد المتوقع على السندات، والعائد المتوقع على الأسهم، كما يتغير عكسياً مع المعدل المتوقع للتضخم.

3- تقييم النظرية النقدية الحديثة:

يمكن الوقوف على مزايا وعيوب هذه النظرية من خلال النقاط الآتية:¹

- مزايا النظرية النقدية الحديثة: تركز أبرز هذه المزايا فيما يلي:
 - تطبيق أوسع لنظرية الخيارات من خلال تعدد الأصول (نقدية، مالية، حقيقية، بشرية)، ومن ثم تعدد أسعار الفوائد المؤثرة على الاقتصاد بينما اعتمدت النظرية الكينزية على أصل مالي واحد (السندات).
 - اعتبرت النقود والسلع كبدايل، بينما أهملت النظرية الكينزية الأصول الحقيقية في بناء دالة الطلب على النقود، أي أن التغير في كمية النقود يؤثر في حجم الإنفاق الكلي في الاقتصاد.
 - نظرت للتضخم على أنه ظاهرة نقدية بحتة مصدره هو نمو عرض كمية النقود بسرعة أكبر من نمو حجم الإنتاج، ومن ثم مصدر الارتفاع التضخمي هو زيادة الرصيد النقدي في المجتمع عن الحجم الأمثل الذي يحقق الاستقرار في المستوى العام للأسعار.
- عيوب النظرية النقدية الحديثة: يمكن تلخيص أهم الانتقادات الموجهة لهذه النظرية وفق الآتي:
 - هي بمثابة تجديد وإحياء لنظرية "فيشر" لأنها بدأت تحليلها من أن كمية النقود هي المؤثر في مستوى الأسعار وتجاهلت العملية العكسية.
 - أعطت أهمية بالغة للتغيرات النقدية في شرح وتفسير التقلبات الاقتصادية الكلية، حيث بالغت في دور النقود والسياسة النقدية كمؤثر في النشاط الاقتصادي، لذلك أطلق على أنصار النظرية المعاصرة لكمية النقود اسم "النقدون The Monetarists".
 - اعتماد صياغة المعادلة النهائية للنظرية على متغيرات يصعب حسابها وتقديرها كمياً مثل (عائد رأس المال البشري، متغيرات الأذواق) ومن ثم المعادلة هي مجرد نموذج تحليلي.
- الاختلاف بين النظرية الكينزية والنظرية النقدية الحديثة:

توجد عدة فروق بين النظريتين من خلال ما تضمنته كل نظرية وفقاً لروادها وتتمثل فيما يلي:²

¹ عبد الحليم عمار غربي، مرجع سبق ذكره، ص ص: 52-53.

² عديلة العلواني، مرجع سبق ذكره، ص ص: 109-110.

أ- أدخل فريدمان كثيرا من الأصول في دالة الطلب على النقود كبدايل للنقود وتتمثل تلك الأصول في السندات والأسهم والسلع الحقيقية وتتمثل في الثروة غير البشرية مما يعني تعدد أسعار الفائدة، أما كينز فقد اقتصر على نوع واحد من أسعار الفائدة يدخل دالة الطلب على النقود وهو سعر الفائدة على السندات.

ب- ينظر فريدمان إلى السلع الحقيقية (أصول حقيقية) كبدايل للنقود ولهذا أدخل فريدمان العائد المتوقع على السلع مقارنة بالعائد على النقود وهذا ترتبت عليه نتيجة اقتصادية مهمة تتمثل في أن الأفراد إذا وجدوا أن العائد على النقود أقل بالمقارنة بالعائد على السلع الحقيقية يقومون بإنفاق النقود في شراء هذه السلع، ومنه تمكن فريدمان من صياغة الفرض الأساسي التالي: (إن التغيرات في الإنفاق الكلي يمكن تفسيرها مباشرة بالتغيرات في كمية النقود) بينما كينز لو يول اهتماما للسلع والأصول الحقيقية عند تحليله لمحددات الطلب على الأرصدة النقدية الحقيقية.

ت- في تحليل كينز لدالة تفضيل السيولة أخذ العائد على النقود على أنه ثابت ويساوي الصفر بينما فريدمان، عند مناقشته لدالة الطلب النقدي فقد شدد على قضيتين:

➤ **القضية الأولى:** لم يأخذ فريدمان العائد المتوقع على النقود على أنه ثابت، ويشرح ذلك من خلال أن ارتفاع أسعار الفائدة على السندات والقروض يؤدي إلى ارتفاع العائد المتوقع على النقود التي يتم حيازتها كودائع مصرفية وذلك نتيجة المنافسة في الصناعة البنكية، مما يبقي المقدار $(r_b - r_m)$ ثابتا نسبيا وبهذا توصل فريدمان إلى الفرض الأساسي التالي: الطلب على النقود غير حساس للتغيرات على سعر الفائدة.

وهذا الفرض يتناسق مع ما ذهب إليه كل من فيشر وبيجو ومارشال الذين قدموا نظرية كمية النقود، ولكن فريدمان توصل إلى هذا الفرض الأساسي استنادا إلى افتراضين هما أن السلع الحقيقية هي بدائل للنقود وأن العائد على النقود متغير.

➤ **القضية الثانية:** يذهب فريدمان إلى استقرار دالة الطلب على النقود، في حين يرى كينز أن هذه الدالة غير مستقرة نظرا لتقلبات سعر الفائدة الذي يصاحبه تغير سرعة دوران النقود في نفس الاتجاه، ففريدمان يقترح أن التقلبات العشوائية في الطلب على النقود صغيرة وأن الطلب على النقود يمكن التنبؤ به بدقة بواسطة دالة الطلب على النقود، وعندما تجمع بين هذا الاقتراح والافتراض الأساسي بأن الطلب على النقود غير حساس للتغيرات في سعر الفائدة، هذا يعني أن سرعة دوران النقود يمكن التنبؤ بها بدرجة كبيرة من الدقة.

المحور الرابع: الكتلة النقدية ومقابلاتها

تعتبر النقود وحدة للحساب ووسيلة للتبادل ومستودع للقيمة وكذا مقياس للدفع الآجل، كما تؤدي دورا هاما في تحديد مستوى الأسعار ومستوى الإنتاج وتؤثر في ميزان المدفوعات، لذا فعند التطرق إلى العمليات الاقتصادية الضخمة كتمويل التجارة الداخلية والخارجية أو الاقتراض البنكي فإننا نتحدث عن كتلة نقدية تتشأ داخل البنوك، فمن الضروري بمكان التعرف على ماهية هذه الكتلة النقدية مقابلاتها وتأثيراتها على الاقتصاد ككل.

أولا: الكتلة النقدية

1- مفهوم الكتلة النقدية:

نميز معنى الكتلة النقدية من خلال عدة تعريفات فمثلا نجد:

تعرف الكتلة النقدية بأنها: كمية النقود المتداولة في مجتمع ما خلال فترة زمنية معينة، ويقصد بالنقود المتداولة هنا، هي كافة أشكال النقود التي يحوزها الأفراد والمؤسسات والتي تختلف أشكالها بمدى التطور الاقتصادي والاجتماعي وتطور العائدات المصرفية في المجتمعات.¹ كما تعرف بأنها الرصيد النقدي الذي يمثل جميع وسائل التداول والاقتراض المتوفرة في وقت ما عند مختلف الأشخاص والمؤسسات البنكية والمنشآت.²

وبالتالي فالكتلة النقدية هي مجمل وسائل الدفع المتداولة في اقتصاد ما والمتوفرة لدى الأعوان الاقتصاديين في فترة محددة وهي تشكل أدوات الدفع المتاحة للاقتصاد لتأمين حاجاته ونشاطاته.

2- عناصر الكتلة النقدية:

يتكون هذا الرصيد النقدي (الكتلة النقدية) مما يلي:

- ✓ المتاحات النقدية: تتكون من عدة وسائل دفع فورية حيث يتم تحويلها مباشرة إلى سلع وخدمات وهي مقسمة إلى نقود قانونية وأخرى مصرفية.
- ✓ المتاحات شبه النقدية: تمثل مجموع الأصول التي يختفي فيها الجوهر النقدي وتعرف بأشباه النقود، وتعتبر وسائل دفع غير سائلة ولا يمكن استعمالها مباشرة، وتظم الودائع الآتية:³
 - الودائع لأجل: حيث لا يمكن لأصحاب هذه الودائع استعمالها إلا بعد انقضاء الآجال المحددة والمتفق عليها بين المودع والمؤسسة المالية، ويقابل ذلك بمقدار فائدة يحصل عليها المودع.

¹ أكرم حداد، مشهور هذلول، مرجع سبق ذكره، ص 89.

² أحمد هني، مرجع سبق ذكره، ص 91.

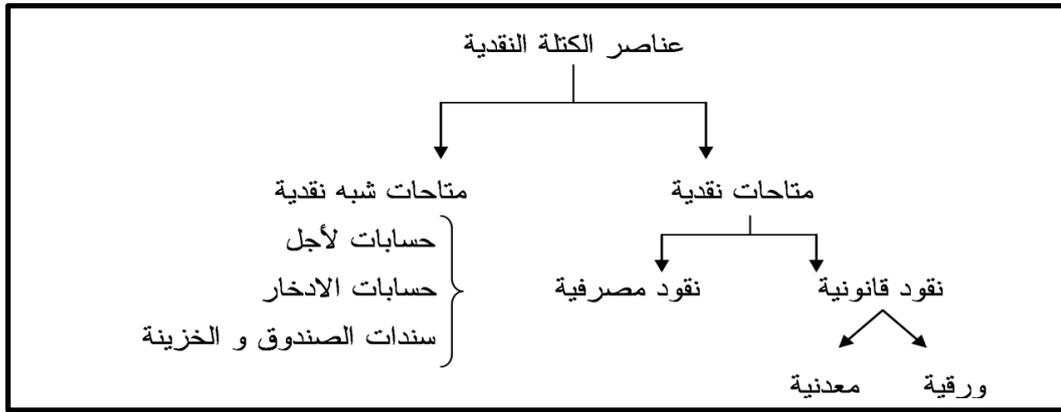
³ نفس المرجع أعلاه، ص 92.

- الودائع الادخارية: هي تلك الودائع التي لا يمكن السحب منها إلا بإشعار البنك بمدة زمنية متفق عليها من قبل.

- الودائع على الدفتر: هذه الودائع تعطي الحق لأصحابها في الحصول على فائدة غير أنهم لا يستطيعون تحريك هذه الأموال باستخدام الشيكات، بل يتم تسجيل عمليات السحب والإيداع على دفتر خاص بصاحب الحساب.

- الأصول المالية ذات الاستحقاق القريب: وتشمل السندات الخاصة (سند لأمر، السفتجة، سند الرهن...) وكذلك سندات الصندوق وسندات الخزينة العمومية.

الشكل رقم 09: عناصر الكتلة النقدية



المصدر: من إعداد الباحثة.

ثانيا: مقابلات الكتلة النقدية

تمثل مجموع الذمم التي تحدث كلما وقع إصدار لكمية من النقود، أي أنها الأصول والديون التي تقابل عملية إصدار النقود من طرف النظام البنكي، وقد كان قديما يعتمد إصدار النقود على كمية الأصول الذهبية الموجودة في البنك أما الآن فالمقابل لعملية إصدار النقود هو النشاط الذي أصدرت لأجله أي ما يضمنه من إنتاج ووجود سلع وخدمات، فكلما مول البنك نشاطا يظهر دين من البنك على الاقتصاد أو على الدولة أو على الخارج.

1- **الذهب والعملات الأجنبية:** تحصل الدولة من خلال نشاطها المالي والتجاري الدولي على الذهب و عملات أجنبية مختلفة، لكنها غير قابلة للتداول في الداخل، فيحجزها البنك المركزي ويصدر مقابلها عملة وطنية، ويمثل الذهب والعملات الأجنبية الرصيد الصافي لميزان المدفوعات.¹

في الاقتصاديات المعاصرة لا يرتبط رصيد الدولة من الذهب بحجم الكتلة النقدية وإنما يحتفظ به للحالات الطارئة، ويقوي المركز المالي للدولة، أما رصيد الدولة من العملات الأجنبية يؤثر على حجم الكتلة النقدية بالزيادة والنقصان بسبب العوامل التالية:

¹ وسام ملاك، النقود والسياسات النقدية الداخلية، ط1، دار المنهل اللبناني، لبنان، 2000، ص40.

حركة الصادرات والواردات: فتصدير السلع مثلاً يؤدي إلى استلام قيمتها مما يزيد من حجم الكتلة النقدية.

دخول وخروج رؤوس الأموال: يؤدي المناخ الاقتصادي للبلد إلى دخول رؤوس الأموال وزيادة حجم الكتلة النقدية.

عملية الإقراض والاقتراض: يؤدي اقتراض الدولة من العالم الخارجي إلى دخول عملة أجنبية يتم تحويلها إلى عملة وطنية مما يزيد من حجم الكتلة النقدية.

2- **القرض المقدم للخرينة**: في هذه الحالة تقوم الخزينة بإصدار أوراق دين حكومية وطرحها في السوق النقدية للاكتتاب، وهنا يمكن أن يتحصل عليها البنك المركزي أو البنوك التجارية أو الجمهور، فإذا اكتتب من طرف البنك المركزي يصدر مقابلها نقدا قانونيا، أما إذا تحصلت عليها البنوك التجارية أو الجمهور سيعيدان خصمها لدى البنك المركزي ويحصلان مقابل ذلك على نقد قانوني.¹

3- **القروض المقدمة للاقتصاد**: لضمان سير النشاط الاقتصادي ونموه تقوم البنوك التجارية بمنح قروض لتمويل مختلف المشاريع والنشاطات الاقتصادية انطلاقاً من المبالغ المودعة لديها وتوظيفاتها، أو قد تلجأ إلى البنك المركزي الذي يمكنها من إعادة خصم الأوراق التجارية أو منحها قروض بصفته المقرض الأخير للنظام المصرفي، وتعتبر هذه القروض من أهم العناصر المفسرة لأسباب الإصدار النقدي والأكثر تأثيراً على الكتلة النقدية.²

ثالثاً: المجمعات النقدية

1- الكتلة النقدية بالمعنى الضيق M1:

تسمى المجموعة الأولى M1 المتاحات النقدية أو الكتلة النقدية بالمعنى الضيق، أو وسائل الدفع الجاهزة وهي ناتجة عن النظر للنقود كوسيط للتبادل، ولهذا فالنقود وسيلة دفع تامة السيولة، وتتكون المتاحات النقدية من:

- الورق النقدي الموجود خارج الجهاز المصرفي وتسمى كذلك بالبنكنوت أو النقود المشتقة، والتي تصدر في أغلب البلدان من طرف الخزينة، وتوضع من طرف البنك المركزي في التداول، ويطلق على كل من الورق النقدي والنقود المساعدة اسم النقود الورقية.
- نقود الودائع وتتمثل في الشيكات والتحويلات والبطاقات البنكية.

¹ حمزة الحاج سوار، علاقة البنوك الإسلامية بالبنوك المركزية في ظل نظام الرقابة النقدية التقليدية، ط1، عماد الدين للنشر والتوزيع، عمان، 2009، ص ص: 46-47.

² عبد الله خبابة، الاقتصاد المصرفي، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية، 2008، ص 34.

2- الكتلة النقدية بالمعنى الواسع M2 :

تتضمن الكتلة النقدية M2 بالإضافة إلى وما يسمى بشبه النقود، وهي تحتوي على الادخار الموجود لدى المؤسسة البنكية والخزينة فقط.

وقد سميت بشبه النقود لأنه يمكن أن تتحول وبدون أن خطر فقدان القيمة الرأسمالية إلى وسيلة دفع جاهزة، وهذا الادخار يتكون من:

2-1- الودائع الادخارية الجارية: الموظفة على مستوى البنوك، وهي تجمع بين خاصية التوظيف من خلال معدل الفائدة المدفوع عليها وخاصية السيولة، حيث يمكن للمودع السحب عليها متى شاء وهي نوعان:

- الودائع الادخارية بدفتر مصرفي: حيث في كل عملية سحب أو إيداع يتم تقديم الدفتر أو إثبات طلب فيه.
- الودائع الادخارية بكشف حساب مصرفي: حيث يتلقى المودعين كشف شهري يتضمن: عمليات السحب، الإيداع والفائدة المكتسبة.

2-2- الودائع القصيرة الأجل في البنوك والخزينة: لا يمكن السحب عليها إلا بعد انقضاء المدة المتفق عليها، وعندما يأخذ الفائدة كاملة، غير أنه يسحب منها قبل ذلك وهنا يحرم من الفائدة كلياً أو جزئياً حسب المبلغ المحسوب، وقبل السحب يجب أن يعلم البنك بذلك بمدة متفق عليها.

2-3- سندات الصندوق: هي سندات تصدرها البنوك ويكتتب فيها الجمهور لمدة زمنية معينة، وترجعها عند انتهاء المدة المتفق عليها ويدفع البنك فوائد.

3- سيولة الاقتصاد M3 M4:

ما يميز هذين المجمعين هو سيولتهما المنخفضة بالمقارنة مع شبه النقود لأن تحويل بعض الأصول فيها إلى نقود يتطلب بيعها قبل حلول أجل استحقاقها، وعملية البيع كما نعلم قد تعرض إلى أرباح أو خسارة رأسمالية حسب ظروف السوق، ونجد هنا:

3-1- سيولة الاقتصاد M3: وتتضمن بالإضافة إلى M2 ما يلي:

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

3-2- المجمع M4: وهو يضم بالإضافة إلى M3 ما يلي:

- أدونات الخزينة المتداولة.
- أوراق الخزينة: وهي سندات تصدرها المؤسسات بمبالغ متساوية ويشتريها المتعاملون غير الماليين المقيمين، ويتم تداولها قبل تاريخ استحقاقها.

• تحتوي كل من M3 وM4 على أصول قصيرة الأجل، إلا أن ما يجب ذكره هو أنهما يختلفان من بلد إلى آخر، وذلك حسب درجة تطور السوق المالي والنقدي ومدى الوعي المصرفي الذي يتمتع به الجمهور، وكذا حجم وطبيعة الدخل الموزعة.

المحور الخامس: المؤسسات النقدية والوساطة المالية

من أجل إصدار النقود والتحكم في إدارتها لا بد من وجود مؤسسات مصرفية تقوم بهذا الدور، حيث نجد أن البنوك المركزية هي المسؤولة عن الإصدار النقدي وإدارته، وذلك من خلال جملة من الأدوات التي تسيطر من خلالها على نشاط وتوجهات البنوك التجارية، مشكلين في ذلك ما يسمى بالجهاز المصرفي، غير أن هذا الدور الذي يلعبه البنك المركزي، وحتى يحقق أهدافه المرجوة لا بد من توفر الاستقلالية والحرية في ذلك، كل هذا نوضحه بشيء من التفصيل فيما يلي.

أولاً: البنك المركزي ودوره في إصدار النقود القانونية

لكل دولة بنك مركزي يقدم في المقام الأول الخدمات المصرفية للحكومة ولا تقرض البنوك المركزية أموالها لعموم الناس ويتمثل دور البنك المركزي في التأكد من مقدرة الحكومة على الوفاء بكل التزاماتها، وتدير كذلك مديونية الدولة التي نشأت أساساً لتمكينها من تنفيذ السياسة النقدية، ويتم ذلك من خلال التحكم في الموارد المالية، وتشمل الموارد المالية جميع كميات النقد المتداول في البلاد بما فيها المواد المالية وودائع المصارف وغيرها من المؤسسات المالية كما يعنى البنك المركزي عادة بتنظيم أعمال البنوك الأخرى وأحياناً المؤسسات المالية الأخرى كشركات التأمين.

1- تعريف البنك المركزي:

لقد تعددت تعاريف البنك المركزي حسب وجهة نظر كل باحث اقتصادي.

عرفه "DENISE FLOUZAT" على أنه: المؤسسة التي تتربع في مركز أو قمة النظام المالي لتضمن القواعد وتراقب العرض النقدي، وهو المؤسسة التي تكون أهلاً لضمان الثقة للنقود في البلد.¹

كما عرفه "MICHEL ALBERT" بأنه: السلطة الحكومية التي تقوم بمراقبة تمويل الاقتصاد، إصدار الأوراق النقدية، منح القروض للبنوك التجارية في إطار السياسة النقدية، ومراقبة وتسيير نظام المدفوعات المرتبط خاصة بتعويضات الشيكات والتحويلات بين البنوك، والحرص على صلابة النظام المصرفي.²

¹DENISE FLOUZAT, Le concept de banque central, Bulletin de la banque de France, N°70, Sue la site de la banque de France www.BANQUE-France.fr /FR/Bulletin/MAIN.HTM. 29/01/2019.

² MICHEL ALBERT, Le concept de la banque central, Bulletin de la banque de France N° 70, Sue la site de la banque de France www.BANQUE-France.fr /FR/Bulletin/MAIN.HTM, pp :2-4.

وعرفه "حسين رحيم" البنك المركزي بأنه: مؤسسة غير ربحية، تقع في قمة هرم النظام المصرفي، وظيفته الأساسية هي الإصدار النقدي وقيادة النظام المصرفي، وكذا وضع وتنفيذ السياسة النقدية.¹

وبالتالي يمكن القول إن البنك المركزي هو مؤسسة نقدية عامة، يحتل مركز الصدارة من الجهاز المصرفي، وهو عبارة عن الهيئة التي تتولى إصدار البنكنوت وتضمن بوسائل شتى سلامة أسس النظام المصرفي، كما يوكل إليها الإشراف على السياسة الائتمانية في الدولة.

ومن أهم خصائص البنوك المركزية ما يلي:²

- البنك المركزي مؤسسة نقدية تخلق النقود القانونية وتسيطر على شؤون النقد والائتمان في الاقتصاد القومي.
- البنك المركزي يقع على قيمة الجهاز المصرفي ويقوم بمراقبة البنوك التجارية.
- يوجد بنك مركزي واحد في كل دولة يصدر النقود ويشرف على الائتمان.
- النقود التي يصدرها البنك المركزي مقبولة من جميع الأفراد كوسيط للتبادل وتمثل قمة السيولة.
- أهداف البنك المركزي يغلب عليها الطابع القومي والمصلحة العامة مثل مد الأسواق بالنقود والسيطرة على كميتها.
- البنوك المركزية قد تكون مملوكة بالكامل للحكومة، وإذا أخذت شكل شركة مساهمة فإن الحكومة تمتلك الجزء الأكبر من أسهمها وذلك لأهمية هذه البنوك.

2-ميزانية البنك المركزي:

للبنك المركزي ميزانيته الخاصة به تتألف من جانب الموجودات وجانب المطلوبات وتضم التزامات البنك اتجاه الغير والتزاماته تجاه الحكومة أي رأس المال والاحتياط ويمكن إعطاء الشكل العام لميزانية البنك المركزي من خلال الجدول الآتي:

الجدول رقم 03: ميزانية البنك المركزي

أصول	خصوم
1- الذهب والديون على الخارج	1- أوراق نقدية في التداول
- الذهب	2- حسابات دائنة خارجية
- التسيير تحت الطلب في الخارج	- حسابات البنوك، المؤسسات والأشخاص الأجنبية
- تسبيقات إلى صندوق واستقرار الصرف	- حساب خاص لصندوق استقرار الصرف
- الحصول على حقوق السحب الخاصة.	
2- ديون على الخزينة العامة	3- حساب جاري للخزينة العامة
- نقود معدنية	

¹ حسين رحيم، الاقتصاد المصرفي، دار بهاء الدين للنشر والتوزيع، قسنطينة، الجزائر، 2008، ص 70.

² إبراهيم المصري، مرجع سبق ذكره، ص 86.

-4 الحسابات الدائنة للوحدات المالية	- حسابات جارية للبريد
- حسابات جارية للمؤسسات المرغوبة في تكوين احتياطات إجبارية	- مساعدات للخزينة
- التزامات ناتجة عن التدخل في السوق النقدي	-3 الديون المترتبة على عمليات إعادة التمويل
-5 احتياطات لإعادة تقييم الأصول العامة من الذهب	- سندات مخصصة
-6 رأسمال وأصول الاحتياط.	- سندات مشتراة في السوق النقدي
	- قروض مقابل سندات
	- سندات في طريق الاستحقاق.

المصدر: فريدة بخراز يعدل، تقنيات وسياسة التسيير المصرفي، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2000، ص 106.

إن ميزانية البنك المركزي تقدم لنا معلومات كثيرة عن طبيعة ووظائف البنك المركزي، ويمكن إيضاح هذا من خلال بنودها:

أ- **جانب الأصول:** تمثل عناصر أصول البنك المركزي أي مصادر القاعدة النقدية (مقابلات الكتلة النقدية)، الأمر الذي يضفي أهمية كبيرة لجانب الأصول لأنه يتكون من الأصول الخارجية أو الاحتياطات الدولية المتكونة من الذهب والعملات الأجنبية، الأوراق المالية الحكومية مثل السندات الحكومية، القروض الممنوحة للحكومة أو البنوك التجارية، إضافة إلى أصول أخرى خاصة بالديون المترتبة على عمليات إعادة التمويل.

ب- **جانب الخصوم:** يتسم هذا الجانب بأهمية ملحوظة كونه يتضمن مكونات القاعدة النقدية التي تؤدي دور محوري في مكونات عرض النقود أو ما يسمى بالكتلة النقدية لأنه يحتوي على العملة في التداول، إضافة إلى الاحتياطات الكلية التي تتكون من العملة في خزانة البنوك وودائع البنوك لدى البنك المركزي، والودائع الحكومية وخصوم أخرى تشمل ودائع أو حسابات البنوك المركزية الأخرى من أجل إتمام عملية المدفوعات الدولية بين البلد والعالم الخارجي (الالتزامات الخارجية)، وكذلك قد تشمل إعادة تقييم الأصول الخارجية وحقوق السحب الخاصة*.¹

* حقوق السحب الخاصة SDR: هو احتياطي دولي مدر للفائدة أنشأه صندوق النقد الدولي في سنة 1969 كعنصر مكمل للأصول الاحتياطية الأخرى للبلدان الأعضاء، وترتكز قيمته على سلة عملات دولية تتألف من الدولار الأمريكي، الين الياباني، اليورو والجنه الاسترليني واليوان الصيني.

¹ محمد أحمد الأفندي، مرجع سبق ذكره، ص 384.

3-وظائف البنك المركزي:

يؤدي البنك المركزي مجموعة من الوظائف والمهام والتي يمكن تلخيصها كما يلي:¹

- **وظيفة الإصدار:** يعتبر البنك المركزي الهيئة الوحيدة المخول لها قانونا إصدار النقد القانوني أو تدميره في كل الدول، ويجب أن تكون الكمية المصدرة من النقد تتوافق مع احتياجات الاقتصاد، حيث أن كل نقد مصدر يكون بمثابة خصوم للبنك المركزي يجب أن يكون مغطى بأصول حقيقية أو مالية في جانب الأصول.
- **البنك المركزي بنك الدولة ومستشارها المالي:** وتعني أن البنك المركزي هو الوكيل الوحيد للدولة فيما يخص شؤون النقد والسياسة النقدية، وهو ممثلها أمام الهيئات الدولية والدول الأخرى في هذا المجال، كما تحتفظ الدولة لدى البنك المركزي بحساباتها وينظم لها مدفوعاتها واحتياجاتها من الصرف، ويعمل على استقرار قيمة العملة، كما يقدم للدولة سلفات قصيرة الأجل في حالة العجز الموسمي أو المؤقت للميزانية وقروضا استثنائية في الحالات الضرورية كالحروب والأزمات في حدود ما يسمح به القانون، وبالتالي يؤدي البنك ضمن هذه الوظيفة المهام الآتية:

✓ المستشار المالي والنقدي للحكومة،

✓ تسيير احتياطات الدولة من الذهب والعملات الأجنبية،

✓ اجراء المفاوضات النقدية والمالية الدولية.

- **البنك المركزي بنك البنوك:** وتعني قيام البنك المركزي بعملية الإشراف والرقابة على عمل البنوك التجارية في إطار ما يخوله له القانون، وتكون هذه الوظيفة في عدة أشكال منها منح الاعتمادات لإنشاء بنوك جديدة أو فتح فروع ومكاتب تمثيل لبنوك أجنبية، تقديم التوجيهات والتعليمات للبنوك في إطار تحقيق أهداف السياسة النقدية والقيام بعمليات إعادة الخصم وشراء وبيع الأصول المالية، والرقابة على أعمال البنوك ومحاسبتها، ومدى احترامها للقانون، وفرض عقوبة على البنوك المخالفة له، توفير السيولة للبنوك في حالة العجز، الإشراف على عمليات المقاصة بين البنوك، ومراقبة الائتمان كما ونوعا وتوجيهه وضبطه.

- **البنك المركزي واضع ومنفذ السياسة النقدية:** من خلال هذه الوظيفة يقوم البنك المركزي بإدارة السياسة النقدية لتحقيق أهدافها المسطرة، والتي تمثل أساسا في استقرار الأسعار. فالبنك المركزي هو المسؤول عن تحديد كمية النقود المعروضة، من خلال التأثير على مختلف العوامل التي تكون هذا العرض.

لكن في ضوء المستجدات الاقتصادية شهدت وظائف البنوك المركزية تغيرا عبر الزمن على النحو التالي:

- **استهداف التضخم:** خلال حقبة الثمانينات من القرن الماضي واجه ثلثي دول العالم صعوبات تمثلت في ارتفاع معدلات التضخم وانخفاض مستوى النمو، وهو ما استدعى تركيز البنوك المركزية على تبني سياسات نقدية تستهدف احتواء الزيادة في معدلات التضخم.

¹ فتحة بنابي، علاقة استقلالية البنك المركزي بفعالية السياسة النقدية، معارف مجلة علمية دولية محكمة، العدد 22، جوان 2017، ص ص:

وبالتالي شهدت حقبة التسعينيات من القرن الماضي أول تطبيق لإطار الاستهداف الكامل للتضخم في نيوزيلندا عام 1990، أعقبها كل من كندا وبريطانيا في عامي 1991 و1992، وأصبحت دولة واحدة فقط من أصل ست دول تعاني من نسبة تضخم تفوق 10%، بعد أن كان ثلثي دول العالم يعاني من ارتفاع تلك النسبة فوق هذا المستوى. منذ ذلك الوقت تحرص العديد من البنوك المركزية على تطبيق هذا الإطار كمرتكز اسمي للسياسة النقدية، إلى أن بلغ عدد الدول التي تتبع ذلك الإطار منذ ذلك الوقت وحتى عام 2019 نحو 40 دولة تتنوع ما بين دول صناعية متقدمة ودول أخرى ناشئة أو نامية.¹

- **الاستقرار المالي:** بعد الأزمة المالية العالمية لسنة 2008 أدركت البنوك المركزية حول العالم أهمية العمل على تضمين الاستقرار المالي كأحد أهم الأهداف التي تسعى البنوك المركزية إلى تحقيقها، ومن هنا ركزت المؤسسات الدولية وعلى رأسها لجنة بازل للرقابة المصرفية على تطوير عدد من المعايير فيما يعرف بإطار "متطلبات بازل 3"، حيث تم تطوير حزمة من الإجراءات للحد من المخاطر المالية ودعم قدرة القطاع المصرفي على مواجهة الأزمات في إطار السياسة الاحترازية الكلية.

- **تشجيع التحول المالي الرقمي:** تحول اهتمام البنوك المركزية إلى دعم التحول المالي الرقمي من خلال تبني سياسات وإجراءات لتشجيع تحول المؤسسات المالية نحو تقديم الخدمات المالية الرقمية، وأصبح ذلك أحد الأهداف التي تسعى البنوك المركزية إلى تحقيقها خاصة بعد انتشار جائحة كوفيد 19 في عام 2020.

كما زاد في هذا الإطار أيضا اهتمام البنوك المركزية بإصدار عملة رقمية * كأحد مجالات الاهتمام المستحدثة للبنوك المركزية، حيث تعتبرها البنوك المركزية في الاقتصاديات المتقدمة أحد الأولويات في تطوير أنظمة المدفوعات، بينما في الاقتصاديات النامية فتعتبر البنوك المركزية إصدار العملات الرقمية بمثابة زيادة لمستويات الشمول المالي وتحسين كفاءة السياسة النقدية.

- **دعم التعافي الاقتصادي في مواجهة الأزمات:** ركزت البنوك المركزية على زيادة مستويات المرونة الاقتصادية وزيادة قدرة الدول على مواجهة الصدمات من خلال استخدام أدوات السياسة النقدية والاحترازية الكلية للتقليل من عبء الأزمة الاقتصادية على الأفراد والمشروعات، ولعل دور البنوك المركزية الأخير خلال أزمة جائحة كوفيد 19 أحد أبرز الأمثلة على ذلك، فخلال هذه الأزمة تدخلت البنوك المركزية ووزارات المالية بحزم للتنشيط والدعم المالي فاقت قيمتها 14 تريليون دولار أمريكي للتخفيف من الركود الاقتصادي الذي صاحب هذه الأزمة، كما لعبت البنوك المركزية العربية دورا مهما في التخفيف من حدة أزمة كورونا على الاقتصاديات العربية من خلال استخدام أدوات السياسة لخفض الفائدة المصرفية، وتوفير السيولة، وضمان منح الائتمان،

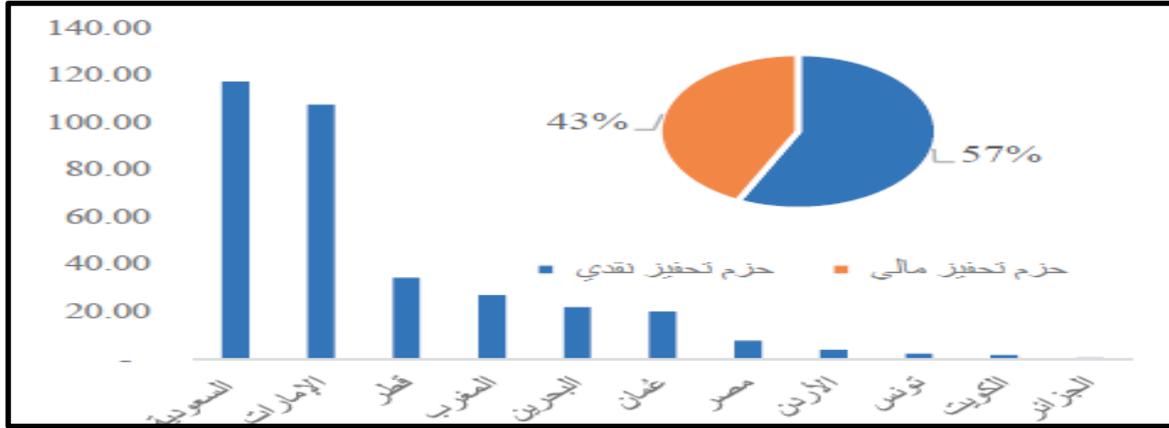
¹ لمزيد من التفصيل أنظر: كمال سي محمد، مرجع سبق ذكره، ص 23-56.

* وفق نتائج استبيان أجراه بنك التسويات الدولية مؤخرا لعينة من 65 بنكا مركزيا حول العالم تمثل اقتصاداتها 91% من الناتج العالمي، منها 21 بنكا في الدول المتقدمة و44 في الدول النامية واقتصاديات الأسواق الناشئة، ارتفعت نسبة البنوك المركزية الدولية المهتمة باستكشاف فرص إصدار عملات رقمية خلال السنوات الأربع الماضية بنحو الثلث، لتصل إلى نحو 86% من إجمالي البنوك المركزية المشمولة في هذا المسح.

وتأجيل مدفوعات القروض، وتقديم القروض المصرفية للقطاعات المتضررة من الأزمة، فمن بين حزم التحفيز التي تم تبنيها في الدول العربية بقيمة 344 مليار دولار حتى نهاية الربع الثاني من عام 2021، مثلت تدخلات البنوك المركزية لدعم التعافي الاقتصادي نحو 57% من إجمالي هذه الحزم.

الشكل رقم 10: حزم التحفيز المالي في الدول العربية لمواجهة جائحة كوفيد 19 حتى نهاية الربع الثاني

من عام 2021 (مليار دولار)



المصدر: صندوق النقد العربي، جهود صندوق النقد العربي لدعم الدول الأعضاء للتصدي للتداعيات الناتجة عن جائحة فيروس كورونا المستجد، متاح على الموقع: <https://www.AME.ORG.AE/AR/COVID-19> بتاريخ إطلاع: 2021/11/09.

- **احتواء مخاطر تغير المناخ:** ذلك من خلال قيام البنوك المركزية بتشجيع التمويل المستدام أي التمويل الموجه لمجالات صديقة للبيئة ومنخفضة لانبعاثات الكربون.¹

4- استقلالية البنوك المركزية:

تم تعريف الاستقلالية الاقتصادية وفقا "Grilli, Misciandro et Tabellini" على أنها القدرة على استعمال أدوات السياسة النقدية بدون فرض القيود الأكثر شيوعا على إدارة السياسة النقدية، وهي مدى تمويل البنك المركزي للعجز الحكومي، وهذا المؤشر للاستقلالية الاقتصادية للبنك المركزي يقيس أساسا مدى سهولة حصول الحكومة على قروض مباشرة لتمويل عجزها من البنك المركزي.²

شهدت العلاقة بين البنوك المركزية والحكومات منذ النشأة الأولى وحتى الوقت الحالي العديد من التطورات، وذلك بسبب تطور وظائف البنوك المركزية وتطور النشاط الاقتصادي بصفة عامة، وأدت التطورات الاقتصادية والمالية وخصوصا في نهاية عقد الثمانينات وخلال التسعينات من القرن الماضي، إلى توجيه الأنظار صوب موضوع استقلالية البنوك المركزية في بعض البلدان، وكان من أهم الأسباب الرئيسية التي أدت إلى المناداة

¹ محمد إدريس، السياسة النقدية، سلسلة كتيبات تعريفية موجهة إلى الفئة العمرية الشابة في الوطن العربي، العدد 17، صندوق النقد العربي، 2021، ص: 24-28.

² Alberto Alesina, Lawrence H. Summers, Central bank independence and Macro economic performance : Some Comparative evidence journal of money, crédit and banking, vol 25 N°2 May 1993, p 153.

باستقلالية البنوك المركزية هي عدم فعالية وكفاءة السياسة النقدية خصوصا في مجال الحد من التضخم، لذلك عزى العديد من الاقتصاديين ذلك إلى تدخل الحكومات بدرجة كبيرة في مجال رسم السياسة النقدية. بهذا يمكن القول أن استقلالية البنك المركزي تعني حرية البنك المركزي في رسم وتنفيذ السياسة النقدية دونما خضوع للاعتبارات أو التدخلات السياسية، ولا تعني الاستقلالية بأي حال من الأحوال الانفصال التام بين البنك المركزي والحكومة أو انفراد البنك المركزي في تحديد الأهداف النهائية للسياسة النقدية، حيث يمكن الاتفاق على هذه الأهداف بين البنك المركزي والحكومة، بمعنى الاستقلالية في تحديد الأهداف الوسيطة وفي انتهاج الأدوات المناسبة لبلوغ تلك الأهداف، مع ضرورة الحفاظ على أكبر قدر ممكن من الانسجام بين السياسة النقدية والمالية.¹

مؤشرات استقلالية البنك المركزي: إنطلاقا من دراسة "Bade et Parkin" لسنة 1982 وكذا دراسة "Cukierman" لسنة 1992 فإنه يمكن تلخيص مؤشرات استقلالية البنك المركزي في العناصر التالية:²

- مدة تعيين محافظ البنك المركزي ومدى قابليتها للتجديد وحدود ممارسة أعماله؛
- مدى انفراد البنك المركزي بصياغة السياسة النقدية؛
- مدى إمكانية منح القروض للخرينة العامة؛
- طبيعة القروض الممكن منحها وشروطها؛
- مدى إمكانية البنك المركزي في إعداد الموازنة العامة.

تجارب عالمية عن استقلالية البنك المركزي: لقد أثبتت الدراسات أن زيادة استقلالية البنوك المركزية تساهم في خفض معدلات التضخم، كما أشارت إلى وجود علاقة عكسية بين استقلالية البنك المركزي ومستوى عجز الموازنة العامة للدولة، حيث إن الدول التي تتمتع فيها البنوك المركزية بدرجة أكبر من الاستقلالية سجلت مستويات أقل من عجز الموازنة العامة، وهناك عدد من التجارب البارزة فيما يتعلق باستقلالية البنوك المركزية على النحو التالي:³

❖ **البنك المركزي الألماني (Bundesbank):** يعتبر من أكثر البنوك المركزية استقلالية على مستوى العالم، حيث يتمتع بصلاحيات كبيرة في تشكيل السياسة النقدية، مما كان له أثر كبير في تحقيق ألمانيا أدنى معدلات التضخم عالميا وأقل معدلات البطالة.

¹ جميلة بغداوي، عائشة عميش، حضري دليلا، أثر استقلالية البنك المركزي في رسم وتنفيذ أهداف السياسة النقدية في الجزائر للفترة (1990-2018)، مجلة اقتصاديات شمال إفريقيا، المجلد 17، العدد 25، 2021، ص 25.

² Cukierman, A central bank strategy credibility, and independence, Theory and evidence, the Mit press, Cambridge, 1992, p372.

³ محمد ادريس، مرجع سبق ذكره، ص 31.

❖ **البنك المركزي الأوروبي:** يتميز منذ إنشائه عام 1998 بالاستقلالية الكبيرة، لاسيما خلال الفترة التي سبقت الأزمة المالية العالمية حيث تمكن من الحفاظ على معدلات التضخم في منطقة اليورو عند مستوى 1.7 % خلال العشرين عاما الأولى منذ إنشائه.

❖ **مجلس الاحتياطي الفيدرالي الأمريكي (Board Federal Reserve):** يعتبر البنك المركزي الأكبر تأثيرا في العالم، حيث يرتبط عدد كبير من العملات بالدولار الأمريكي الذي يشكل العملة الدولية الأكثر استخداما على مستوى العالم، ويتمتع المجلس بدرجة عالية من الاستقلالية.

❖ **بنك إنجلترا (Bank of England):** يتمتع باستقلالية تامة منذ عام 1694، ويهدف إلى ضبط السياسات النقدية، وتحقيق الاستقرار المالي والنقدي بعيدا عن أي تأثيرات سياسية.

❖ **بنك اليابان المركزي:** أصبح أكثر استقلالية منذ العام 1998، حيث تمت مراجعة قانون البنك المركزي في ذلك العام بما يمنع تدخل الحكومة في سياسات البنك.

كما تسعى العديد من الدول العربية إلى تحقيق استقلالية بنوكها المركزية لضمان تحقيق الأهداف المنشودة من السياسة النقدية، حيث ركزت هذه الدول على تطوير القوانين المنظمة لعمل البنوك المركزية وإصلاح السياسة النقدية.

ثانيا: البنوك التجارية ودورها في توليد النقود المصرفية

البنك التجاري هو مؤسسة مالية تقوم بدور الوساطة بين المودعين والمقترضين فأهم ما يميز البنوك التجارية عن غيرها من المؤسسات المالية الأخرى هو تقديم نوعين من الخدمات وهما: قبول الودائع وتقديم قروض.

1- مفهوم البنوك التجارية:

توجد عدة تعاريف للبنوك التجارية نذكر منها:

- هو المؤسسة التي تمارس الائتمان (الإقراض والاقتراض) إذ يحصل البنك التجاري على أموال العملاء فيفتح لهم ودائع ويتعهد بتسديد مبالغها عند الطلب أو لأجل، كما يقدم القروض لهم.¹
- عبارة عن مؤسسات ائتمانية غير متخصصة تضطلع أساسا بتلقي ودائع الأفراد القابلة للسحب لدى الطلب أو بعد أجل قصير، والتعامل بصفة أساسية في الائتمان القصير الأجل، وبناء على ذلك، لا تعتبر مصارف تجارية ما تضطلع بقبول الودائع القابلة للسحب لدى الطلب في المؤسسات الائتمانية.²

2- خصائص البنوك التجارية:

تتميز البنوك التجارية بعدة خصائص تميزها عن غيرها من البنوك الأخرى أهمها: ¹

¹ ضياء مجيد الموسوي، الاقتصاد النقدي، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية، 2002، ص:273.

² عقيل جاسم عبد الله، النقود والبنوك منهج نقدي ومصرفي، دار ومكتبة الحامد للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، 1999، ص:242.

- تهدف البنوك التجارية إلى تحقيق الربح.
- تعتبر المقدمة الأولى للنظام المصرفي.
- تتعامل مع الأفراد مباشرة.
- تتدخل الودائع في رأسمالها، أي تتعامل بالودائع وتكون جزء من رأسمالها.
- تقدم قروض قصيرة الأجل.
- يقوم بدور الوساطة بين المودعين.

3-وظائف البنوك التجارية:

من أهم وظائف البنوك التجارية ما يلي:

- **تلقي أو قبول الودائع:** من مختلف الجهات والودائع أنواع منها:
 - **ودائع جارية:** وهي تلك الودائع التي يستطيع أصحابها سحبها دون سابق إنذار؛
 - **ودائع لأجل:** وهي تلك الودائع التي لا يستطيع أصحابها السحب منها إلا بعد انقضاء المدة المحددة والمتفق عليها مسبق بين البنك والمودع؛
 - **ودائع بإخطار (باشعار):** وفيها يخطر على المودع بنكه بالتاريخ الذي يرغب فيه سحب وديعته، ويخطر بنكه برغبته في السحب بعد مدة زمنية متفق عليها.
 - تحصيل الشيكات الواردة إليها من عملائها ولحسابهم.
 - تأجير خزائن حديدية للأفراد مقابل عمولة محددة.²
- أما الوظائف الحديثة فتقوم على تقديم خدمات متنوعة منها ما ينطوي على الائتمان، ومنها ما لا ينطوي على الائتمان، وأبرز هذه الخدمات ما يلي:
 - إدارة الأعمال والممتلكات للعملاء، وتقديم الاستشارات الاقتصادية والمالية.
 - تمويل الإسكان الشخصي.
 - خدمات البطاقة الائتمانية.
 - تمويل البطاقة الائتمانية.
 - تحميل الأوراق التجارية.
 - المساهمة في خطط التنمية الاقتصادية.
 - تحصيل فواتير الكهرباء والتلفون والماء.

4-أهمية البنوك التجارية:

يمكن حصر أهمية البنوك التجارية فيما يلي:³

¹ ضياء مجيد الموسوي، مرجع سبق ذكره، ص: 273.

² عبد الحق بوعتروس، الوجيز في البنوك التجارية عمليات، تقنيات وتطبيقات، جامعة منتوري قسنطينة، 2000، ص ص: 16، 17.

³ أحمد محمد المصري، إدارة البنوك التجارية والإسلامية، مؤسسة شباب الجامعة، مصر، 1998، ص: 35.

- لها دور كبير في تنشيط الحركة الاقتصادية في البلاد.
- توفير الأموال اللازمة للاستثمار.
- استخدام الأموال بأسلوب منظم.
- يتيح إقامة العديد من المشروعات.
- يساهم في توفير العملة المحلية والأجنبية.

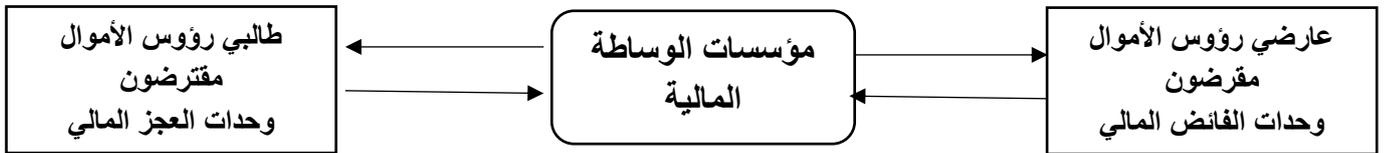
ثالثاً: الوساطة المالية

تتبوأ الوساطة المالية مكانة هامة ضمن مكونات النظام المالي، وذلك بفضل ما تقدمه من خدمات تساعد على تنشيطه، وما تقوم به أيضاً من أدوار في تفعيل هذا النظام، فوجود هذه الوساطة يعمل على التوافق بين رغبات أطراف التعامل من طالبي وعارضي رؤوس الأموال.

1- ماهية الوساطة المالية:

هي العملية التي تقوم بها هيئات مالية متخصصة تسمح بتحويل علاقة التمويل المباشر بين المقرضين والمقترضين إلى علاقة غير مباشرة فهي تخلق قناة جديدة تمر عبرها الأموال من أصحاب الفائض المالي إلى أصحاب العجز المالي وبهذه الطريقة تصل بين طرفين متناقضين في أوضاعهما وأهدافهما المستقبلية.¹ فالوساطة المالية هي همزة وصل بين أصحاب الفوائض المالية وأصحاب العجز المالي لسد احتياجات الطرفين وفق قنوات تسهل ذلك، حيث يمكن أن يكون الوسيط المالي شخص معنوي أو طبيعي، حيث يقوم هؤلاء الوسطاء بوظيفتهم إما بطريقة مباشرة أو بطريقة غير مباشرة، وفي هذه الأخيرة يعرض الوسيط حقا على نفسه اتجاه دائنيه مقابل مبلغ نقدي، ثم يقوم بخلق حقوق مالية على المقترضين النهائيين بإصداره لأصول مالية غير مباشرة.

الشكل رقم 11: أطراف الوساطة المالية



المصدر: محمود محمد الداغر، الأسواق المالية، دار الشروق للنشر والتوزيع، الأردن، 2007، ص 42.

2- التطور التاريخي للوساطة المالية:

وجدت الوساطة المالية منذ القدم عند الإغريق والرومان الذين كانوا من رواد الفن المصرفي ولكنها لم تكن بالمفهوم الواسع الذي تعرفه الآن حيث لم تمارس هذه الهيئات الإقراض للغير بالفائدة إلا في نطاق محدود جداً.

¹ وفاء أحمد محمد، الوساطة المالية في المصارف الإسلامية، بحث تطبيقي في المصرف العراقي الإسلامي: الاستثمار والتنمية، مجلة الأستاذ، معهد الإدارة الرصافة، العدد 201، 2012، ص 836.

وقد ظهرت في القرون الوسطى حيث كان التجار وغيرهم يقومون بالاحتفاظ بالفائض من النقود المعدنية ذهبية أو فضية لدى الصيارفة مقابل إيصال أو تعهد، حيث يعتبرون هم أصحاب الفائض أي الطرف الأول للوساطة، ومن الناحية الأخرى استخدم الصيارفة النقود المعدنية المودعة لديهم في إعطاء قروض بعد التأكد من عدم مطالبية أصحابها لها، وكانت القروض تزيد في قيمتها على قيمة النقود المعدنية المكسدة لديهم مقابل حصولهم على فوائد من المقترضين، وهم يمثلون الطرف الثاني من الوساطة، اعتمادا على أن أصحاب هذه النقود (المودعين) لن يطالبوا بها دفعة واحدة ومن هناك بدأت هذه القنوات أو الهيئات تتنامى من حيث جمع المدخرات ومنح القروض، ومن أبرز الأسباب التي أدت إلى ظهور الوساطة المالية ما يلي:

✓ صعوبة تلاقي طرفي التمويل المباشر خاصة في الدول المتخلفة.

✓ صعوبة التوافق الزمني والمكاني للطرفين.

✓ عدم تطابق رغبات طرفي التمويل المباشر من حيث مبلغ التمويل.

✓ عدم مقدرة المقرض على تقدير كل المخاطر.

✓ عدم استعمال الأموال المقرضة إلى غاية تاريخ التسديد.¹

3- أهمية الوساطة المالية:

لقد سمحت الوساطة المالية بإيجاد الحلول اللازمة للعديد من الصعوبات والإشكالات المتعلقة بالتمويل، ولهذا تؤدي الوساطة المالية دورا هاما في تمويل الاقتصاد، ومن هذا المنظور فإن هذه الأهمية تنعكس على:²

➤ أصحاب الفائض المالي: تسمح الوساطة المالية لهذا الطرف بأن يقوم باستثمار أمواله بشكل يوفر نوع من الأمان ذلك أن مصداقية الوسيط مضمونة بموجب القوانين والتنظيمات المؤطرة لهذه العملية، ومن جهة أخرى يمكن لصاحب الفائض المالي وفي إطار هذه الوساطة أن يحصل على السيولة في أي وقت يشاء، كما أن هذه الوساطة هي علاقة غير مباشرة تعفي أصحاب الفائض من البحث عن أصحاب العجز المالي بمعنى توفير الجهد والوقت.

➤ أصحاب العجز المالي: إن طالبي القروض من أصحاب العجز المالي يستفيدون من هذه الوساطة من خلال:

- توفر لهم الأموال اللازمة بشكل كافي وفي الوقت المناسب نظرا لما تتوفر عليه هيئات الوساطة من أموال ضخمة تجمع بطريقة مستمرة.
- كما أن وجود الوساطة المالية، يسمح بتوفير قروض بتكاليف منخفضة مقارنة بطريقة التمويل المباشر حيث ارتفاع نسبة الخطر ومن ثمة ارتفاع معدل الفائدة.

¹ الطاهر لطرش، مرجع سبق ذكره، ص 5.

² عبد القادر روشو، الوساطة المالية ودورها في إنشاء سوق تمويلية للاقتصاد الوطني دراسة حالة الجزائر خلال الفترة 2001-2018، مجلة شعاع للدراسات الاقتصادية، المجلد 03، العدد 01، مارس 2019، ص 153.

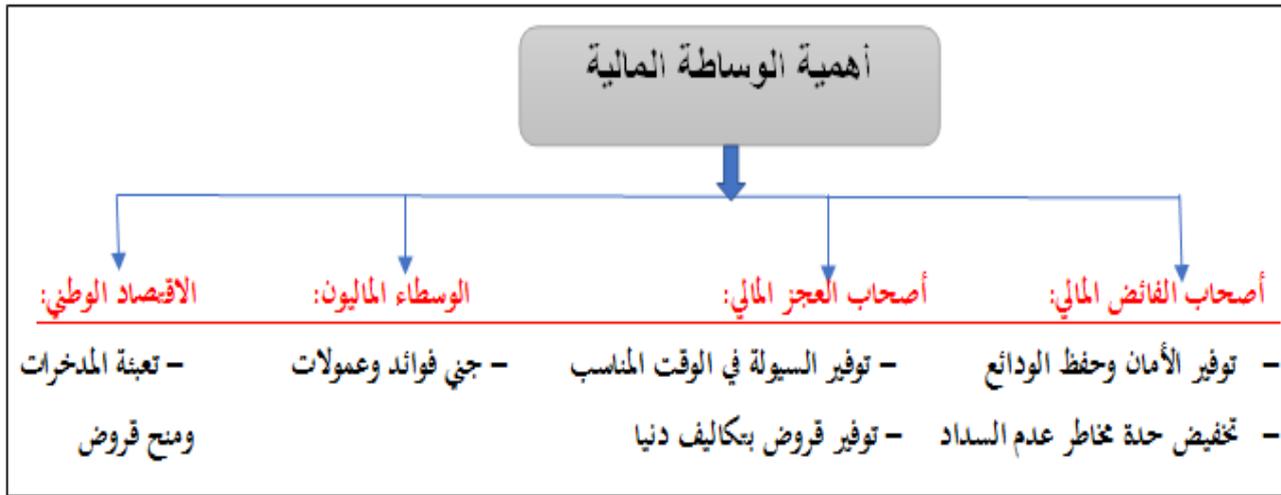
➤ الاقتصاد الوطني: إن الوساطة المالية تسمح بتنشيط الاقتصاد وذلك بتدعيمه بقروض كبيرة وهي في الأصل مدخرات صغيرة ثم جمعها عن طريق هيئات الوساطة المالية وتقديمها بشكل قروض ذات أحجام كبيرة قصد تمويل الاستثمارات الكبيرة.

• كما أن للوساطة دورا هاما في الحد من ظاهرة التضخم، ذلك أن هذه الوساطة تحد من اللجوء إلى الإصدار النقدي قصد تغطية العجز في تمويل المشاريع الاقتصادية.

• كما من شأنها تفادي احتمالات عرقلة النشاط الاقتصادي ككل الناتجة عن عدم توافق الرغبات بين المدخرين والمستثمرين وذلك سواء من حيث الوقت أو المبالغ المالية.

ويمكن تلخيص هذه الأهمية ضمن الشكل الآتي:

الشكل رقم 12: أهمية الوساطة المالية



المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على: الطاهر لطرش، مرجع سبق ذكره.

4- مؤسسات الوساطة المالية:

كان كل من " غيرلي وشاو (Gurely&Chaw) من بين الأوائل الذين بحثوا موضوع المؤسسات المالية الوسيطة، وقد صنفوها إلى مجموعتين رئيسيتين: وسطاء النظام النقدي ووسطاء غير النقديين. لكن مع التطور الذي حصل خلال العقدين الأخيرين من القرن العشرين بالنسبة لاختصاصات الوسطاء الماليين أصبحت مؤسسات الوساطة المالية تصنف إلى ما يلي:

أ- **المؤسسات الوداعية:** هي مؤسسات مالية تصدر حقوق ذات قيمة ثابتة على نفسها، وهي تشمل الودائع تحت الطلب والودائع لأجل وتقوم هذه المؤسسات بدور هام في عملية خلق النقود والمتمثلة في:
البنوك التجارية: تمارس البنوك الوساطة المصرفية التي تعد جزء لا يتجزء من الوساطة المالية من خلال تلقي الودائع من العملاء ثم اقراضها مقابل الحصول على فوائد، غير أن نشاط البنوك تطور واتسع ليشمل دور الوساطة المالية في عمليات البورصة، إضافة إلى تدخلها بعملها لحسابها الخاص من خلال شراء أوراق مالية

وبيعها، يمكنها تسيير المحافظ المالية للغير مقابل عمولات عن طريق قيامها بفتح فروع متخصصة بالوساطة في عمليات البورصة.¹

للـ **جمعيات الادخار والاقراض**: تختلف عن البنوك في أن معظم قروضها رهنية، وتقريبا كل ودائعهم هي ودائع مؤقتة، كما يختلفان مع البنوك من ناحية التراخيص القانونية وهي تقوم أساسا بتعبئة الموارد المالية من الودائع الادخارية وتسمى عادة مساهمات، وتستخدم الموارد التي لديها في تقديم القروض العقارية بضمان العقار، ونظرا لأن القروض التي تمنحها طويلة الأجل قد تصل إلى 25 سنة فإن معظم هذه المؤسسات قد نمت بشكل كبير عندما كان سعر الفائدة منخفضا من عقد الخمسينات حتى نهاية الستينات، ولكن عندما ارتفعت أسعار الفائدة تعرض العديد منها إلى الإفلاس بسبب ارتفاع تكلفة تعبئة الموارد المالية لديها بالمقارنة مع العائد المحقق، مما أدى للسماح لهذه المؤسسات بإصدار ودائع جارية وتقديم قروض للمستهلكين، كما سمح لها بالدخول في أنشطة كانت مقصورة على البنوك التجارية، لذا أصبحت هذه المؤسسات تخضع حاليا إلى متطلبات الاحتياطي القانوني مقابل الودائع التي لديها مثلها في ذلك مثل المصارف التجارية، الأمر الذي ترتب عليه تقارب نشاط مؤسسات الادخار والاقراض من نشاط المصارف التجارية حاليا، وأصبح هناك تنافس كبير بينهما.

للـ **بنوك الادخار**: هي مؤسسات مالية تعتمد على الودائع الادخارية للحصول على الموارد المالية من أجل استخدام هذه الموارد في تقديم قروض عقارية، وهي مؤسسات مالية تشبه إلى حد كبير مصارف الادخار والاقراض، لكن هيكل هذه المؤسسات يختلف عن هيكل مصارف الادخار والاقراض في أنها تأخذ شكل تعاونيات يمتلكها المودعون، ولقد تعرضت هذه المؤسسات إلى مشاكل مثل مصارف الادخار والاقراض نتيجة لاقتصار نشاطها على تقديم القروض العقارية فقط، ولذا سمح لها القانون حاليا بإصدار ودائع تحت الطلب وتقديم قروض على المستهلكين بجانب قروض الرهون العقارية.

للـ **اتحاد الائتمان**: عبارة عن مؤسسات تعاونية صغيرة للاقتراض، تم تنظيمها لتشمل مجموعات معينة مثل اتحاد الائتمان لاتحاد العمال، وتقوم هذه المؤسسات بتعبئة الموارد المالية من الودائع التي تقدمها الأعضاء في الاتحاد في شكل مساهمات، ثم تقوم باستخدام هذه الموارد المالية في تقديم قروض استهلاكية، ولقد سمح القانون في الولايات المتحدة الأمريكية لهذه المؤسسات بفتح حسابات إيداع جارية تتداول باستخدام الشيكات كما يمكنها تقديم قروض عقارية بجانب القروض الاستهلاكية، وتعد اتحادات الائتمان أصغر أنواع المؤسسات الوداعية ولكنها الأكثر نموا في الولايات المتحدة الأمريكية.²

ب- المؤسسات غير الوداعية: هذه المؤسسات تقوم بتقديم الخدمات المالية فيما عدا تلقي الودائع وتشمل:³

للـ **مؤسسات الحماية ضد المخاطر (شركات التأمين)**: هي مشروعات وظيفتها تأمين الأفراد ضد الخطر، ولكنها تلعب دورا غير مباشر كواحدة من أهم مؤسسات الوساطة المالية، حيث تقوم بتجميع فوائض الوحدات

¹ شهاب محمد مجدي، الاقتصاد النقدي، الدار الجامعية، لبنان، 1993، ص 218.

² عديلة العلواني، مرجع سبق ذكره، ص 167.

³ شاعر القزويني، مرجع سبق ذكره، ص 36.

ذات الفائض في صورة أسهم وأقساط تأمين وتقوم بنقلها إلى الوحدات ذات العجز من المشروعات تحت التأسيس أو مشروعات قائمة بالفعل، ونظرا لضخامة وأهمية الدور الذي تمارسه هذه الشركات فإن الدول تتدخل في تنظيم طرق ممارسة هذه الشركات لوظيفتها، بل أحيانا تجبرها على الاحتفاظ بنسبة من الاحتياطات النقدية وغالبا ما تقوم شركات التأمين بتوظيف أموالها في الأسهم والسندات، وتتعدد اختصاصات شركات التأمين منها: التأمين على الحياة، التأمين ضد الكوارث، التأمين البحري.

للصناديق الاستثمار: تعرف على أنها مؤسسات مالية تقوم بتجميع الأموال من مختلف المستثمرين خاصة صغار المستثمرين الذين لا تتوافر لديهم موارد كافية لتكوين تشكيلات مختلفة من محافظ الأوراق المالية، ثم استثمارية من قبل إدارة محترفة، حيث يمكن لكبار وصغار المستثمرين المشاركة في هذه الصناديق، فصناديق الاستثمار وجدت لمساعدة صغار المستثمرين الذين ليست لهم المعرفة اللازمة لإدارة محافظهم الاستثمارية، وأيضا من أجل مساعدة كبار المستثمرين الذين لا يتوفر لديهم الوقت الكافي لإدارة محافظهم الاستثمارية.

المحور السادس: السياسة النقدية

أولاً: مفهوم السياسة النقدية

تعتبر السياسة النقدية من أهم السياسات الاقتصادية التي تتبعها الدولة لمعالجة اختلالاتها الداخلية والخارجية، وفقا لأهداف مسطرة يتم الوصول إليها بعد تحديدها.

1- تعريف السياسة النقدية:

تعددت تعاريف السياسة النقدية ويمكن التطرق لأهمها كما يلي:

تعرف السياسة النقدية على أنها مجموعة الإجراءات التي يستخدمها البنك المركزي بغرض التأثير على العرض النقدي بطريقة ما للوصول إلى تحقيق مجموعة الأهداف الاقتصادية.¹

كما تعرف بأنها هي استخدام عرض النقود لتحقيق أهداف اقتصادية معينة، فإذا كانت السلطات النقدية ترغب في زيادة الطلب الكلي لتحقيق مستويات مرتفعة من الدخل والعمالة فإنها تفعل ذلك عن طريق زيادة العرض الاسمي للنقود، وإذا رغبت في تخفيض الطلب الكلي فإنها تلجأ إلى تخفيض هذا العرض.

السياسة النقدية حسب الاقتصادي "Prather" بأنها تنظيم للعرض النقدي عن طريق تدابير ملائمة تتخذها السلطات النقدية ممثلة بالبنك المركزي أي عمل واع تقوم به السلطات النقدية لتغيير حجم النقد أو للتأثير في كلفة الحصول عليه.²

وبالتالي نستنتج من التعاريف السابقة أن السياسة النقدية هي مجموعة الإجراءات التي يستخدمها البنك المركزي بغرض التأثير على المعروض النقدي بالتوسع أو الانكماش بغية تحقيق أهداف اقتصادية.

¹ أحمد محمد مندور، مقدمة في النظرية الاقتصادية الكلية، الدار الجامعية، مصر، 2004، ص224.

² حنان زلاني، أثر الأهداف الوسيطة للسياسة النقدية على المتغيرات النقدية في الجزائر (العرض النقدي نموذجا)، مجلة الدراسات الاقتصادية المعاصرة، المجلد 06، العدد 02، 2021، ص 494.

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:

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 وظيفتها بوصفها أداة للادخار أو الاكتناز. فالتحليل النقدي الكلاسيكي قائم على أساس الفصل بين العوامل الحقيقية والعوامل النقدية. حيث تتحدد العوامل الحقيقية في القطاع الحقيقي كالدخل والاستخدام والانتاج بمعزل عن العوامل النقدية. أما في 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 وليس 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 وعدم التوازن الاقتصادي حسب الكينزيون يعود إلى عدم التعادل بين معدلات التغيير في الإنفاق الحكومي بواسطة السياسة المالية. ففي حالة الانكماش لا بد 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 والانتاج والدخل الوطني ويعتمد هذا التأثير على سعر الفائدة. حيث تؤدي زيادة العرض النقدي إلى انخفاض سعر الفائدة بنسبة تعتمد على مرونة التفضيل النقدي (السيولة) وكلما كان الطلب

¹ عباس كاظم الدعي، السياسات النقدية والمالية وأداء سوق الأوراق المالية (تحليل كلي)، مجموعة النيل العربية، القاهرة، مصر، 2003، ص ص: 25-29.

على السيولة تام المرونة تكون فعالية السياسة النقدية معدومة في التأثير على سعر الفائدة لأن تفضيل السيولة لدى الأفراد يكون غير محدود¹.

2-3- السياسة النقدية في التحليل النقدي: يرى فريدمان أن النقود هي أحد وسائل الاحتفاظ بالثروة التي يمكن أن تتجسد صور أخرى مثل السندات والأسهم العادية السلع العينية ورأس المال البشري، وبناء على هذا التحليل فإن الطلب على النقود يعتمد على المقدار الاجمالي 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 والثروة. 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 ارتفاعا في معدل التضخم وليس ارتفاعا في معدل النمو. لذلك من الضروري ضبط التغير في عرض النقود بنسبة ثابتة ومستقرة تبعا لمعدل النمو الاقتصادي والذي بدوره يحقق استقرارا نقديا وهذا هو دور السياسة النقدية³.

3-أنواع السياسة النقدية:

تتمثل أنواع السياسة النقدية التي تنتهجها البنوك المركزية في نوعين أساسيين هما:

3-1- السياسة النقدية الانكماشية: يتبعها البنك المركزي من أجل تقييد الائتمان وكمية النقود المتداولة في المجتمع ورفع معدل الفائدة ومن ثم محاربة ارتفاع الأسعار ومحاربة التضخم، وتكون في حالات الرواج الاقتصادي.

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

² عباس كاظم الدعيمي، مرجع سبق ذكره، ص: 39.

³ عباس كاظم الدعيمي، مرجع سبق ذكره، ص ص: 40-41.

3-2- السياسة النقدية التوسعية: ينتهجها البنك المركزي في حالة الركود الاقتصادي بغرض لتسريع نمو الكتلة النقدية عن طريق تشجيع الائتمان وزيادة الإنتاج والتقليص من حدة البطالة.¹

ثانيا: أهداف السياسة النقدية

تسعى السياسة النقدية كأى سياسة إلى تحقيق جملة من الأهداف المحددة ويمكن تقسيمها إلى:

1- الأهداف الأولية للسياسة النقدية:

هي متغيرات يحاول البنك المركزي التأثير عليها بهدف تحفيز الأهداف الوسيطة، فهي وسيلة ربط بين الأدوات والأهداف²، وتتكون من مجموعتين من المتغيرات هي:

1-1- مجاميع الاحتياطي: وتتضمن القاعدة النقدية (مجموع النقود القانونية والاحتياطات المصرفية)³ والاحتياطات الكلية للبنوك (المطلوبة والزائدة) والاحتياطي غير المفترض.

1-2- أحوال سوق النقد: تشير أحوال سوق النقد إلى قدرة المقترضين وموقفهم من السرعة أو الإبطاء في معدل نمو الائتمان، ومدى تشدد المقترضين. وتحتوي ظروف سوق النقد على الاحتياطات الحرة، ومعدل الأرصدة البنكية، وأسعار الفائدة في سوق النقد المراقبة من البنك المركزي⁴.

هناك جدل قائم بين الاقتصاديين حول من هو الأكثر قوة: مجاميع الاحتياطي أو أحوال سوق النقد؟، حيث كان الاهتمام في عشرينيات وخمسينيات القرن الماضي بأحوال سوق النقد غير أنه في السبعينيات ظهر اهتمام أكثر بمجاميع الاحتياطي⁵.

2- الأهداف الوسيطة للسياسة النقدية:

ينظر إلى الأهداف الوسيطة على انها أداة توفيقية، أو متغيرات إرشادية في حالة وجود اختلاف بين صانعي السياسة النقدية حول إمكانية تحقيق الأهداف النهائية، وتستخدم السلطات النقدية الهدف الوسيط قصد الوصول إلى الهدف النهائي وتمثل هذه الاهداف في:

2-1- المجتمعات النقدية: هي مؤشرات إحصائية لكمية النقود المتداولة، وللتعمق أكثر في هذه المؤشرات يجب التطرق إلى طلب وعرض النقود¹.

¹ عبد الكامل لهشمي، موراد خطاب، أثر السياسة النقدية على مؤشرات الاستقرار الاقتصادي بالجزائر دراسة تحليلية للفترة (2000-2019)، مجلة الاجتهاد للدراسات القانونية والاقتصادية، المجلد 10، العدد 02، 2021، ص 567.

² مصطفى عبد الرؤوف عبد الحميد هاشم، السياسة النقدية في النظرية والواقع العلمي في الدول النامية، مع إشارة خاصة للتجربة المصرية، دار النهضة العربية، القاهرة، مصر، 2010، ص:31.

³ قدي عبد المجيد، المدخل إلى السياسات الاقتصادية الكلية، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2003، ص:31.

⁴ بوشيب موسى، إشكالية التوفيق بين السياسة النقدية والسياسة المالية في ضبط التوازن الاقتصادي في الجزائر، رسالة ماجستير، كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير، جامعة بومرداس، الجزائر، 2010، ص:16.

⁵ صالح مفتاح، النقود والسياسة النقدية، دار الفجر للنشر والتوزيع، القاهرة، مصر، 2005، ص:125.

أ- **الطلب على النقود:** يعتمد على رغبة أفراد المجتمع في الاحتفاظ بثروتهم بشكل أرصدة نقدية وهناك ثلاثة دوافع للاحتفاظ بالنقود هي:

- **دافع المعاملات:** يرتبط هذا الدافع مع وظيفة النقود كوسيط للمبادلات ويتناسب هذا الدافع تناسباً طردياً مع حجم مشتريات الفرد وكذا دخله وهو دالة في الدخل.
- **دافع الاحتياط:** ويقصد به الاحتفاظ بالنقود لتغطية مصاريف مستقبلية، كرحلة سياحية أو غرض متوقع، وهذا الدافع كذلك مرتبط مع وظيفة النقود كوسيط للمبادلات، ويتحدد أساساً على التوقعات المستقبلية والدخل.
- **دافع المضاربة:** يرتبط هذا الدافع مع وظيفة النقود كمخزن للقيمة، وفي هذه الحالة ترتبط رغبة الفرد في الاحتفاظ بالنقود بالحافز الذي يدفعه إلى تغيير ثروته من الشكل النقدي إلى أشكال أخرى أهمها الأسهم والسندات².

يتناسب هذا الغرض تناسباً عكسياً مع سعر الفائدة في الأسواق المالية، فعند انخفاض سعر الفائدة تزيد الكميات المطلوبة من النقود فتزيد رغبة الأفراد في الاحتفاظ بثروتهم في شكل نقود، والعكس عند ارتفاع سعر الفائدة تنخفض رغبة الأفراد في الاحتفاظ بنقودهم ويفضلون استثمارها في شراء أسهم وسندات.

ب- **عرض النقود:** مع ارتباط النقود بوظيفتها كوسيط للمبادلات وكمخزن للقيمة، نجد أن المجتمعات تحتفظ بكميات معينة من النقود بمختلف أنواعها، وعرض النقود يمكن تقسيمه إلى نوعين رئيسيين:

- **عرض النقد بمعناه الضيق:** يدخل في هذا التعريف العملات الورقية والمعدنية التي يتداولها الأشخاص في تعاملاتهم اليومية³ Money in circulation ويرمز لها بـ CR، ويضاف إليها حجم النقود المحتقظة في البنوك في شكل حسابات جارية أو ودائع تحت الطلب Demand deposits.

$$M1 = DD + CR$$

M1: النقود؛

DD: الودائع تحت الطلب والحسابات الجارية؛

CR: النقود الورقية والمعدنية.

- **عرض النقد بمعناه الواسع:** يشمل هذا حجم النقود مضافاً إليها الودائع لأجل وودائع الادخار وسندات الدولة ذات الأجل القصير وعقود التامين⁴. ويمكن كتابتها في شكل معادلة كما يلي:

$$M2 = M1 + TD + S + BT$$

¹ قدي عبد المجيد، مرجع سبق ذكره، ص: 65.

² نزار سعد الدين العيسى، مبادئ الاقتصاد الكلي، الدار العلمية الدولية ودار الثقافة للنشر والتوزيع، الأردن، ط1، 2007، ص329.

خالد واصف الوزني وأحمد حسين الرفاعي، مبادئ الاقتصاد الكلي بين النظرية والتطبيق، دار وائل للنشر والتوزيع، 2006، ص ص:

³ 284، 285.

قدي عبد المجيد، مرجع سبق ذكره، ص: 68.

BT: سندات الدولة؛

S: حسابات التوفير؛

TD: ودائع لأجل.

لكن السؤال المطروح هو: ما هي العوامل المؤثرة على عرض النقود؟ لأن الطلب على النقود كما لاحظنا سابقا هو دالة في الدخل وسعر الفائدة.

نشير هنا إلى أن عرض النقود حسب كينز لا يتأثر بالتغيرات التي تحدث في سعر الفائدة، وأن كمية النقود المعروضة تحدد بالكامل بقرارات من السلطة النقدية وفقا للسياسة النقدية المسطرة.

2-2- سعر الفائدة:

يقوم البنك المركزي باستهداف سعر الفائدة الاسمي المناسب، ويعمل على الوصول إليه والحفاظ عليه لحين تحقيقه للهدف النهائي. وفي حالة تحقيق الهدف النهائي يبقى البنك المركزي متمسكا به لحين إعادة النظر فيه وفقا لظروف جديدة ومن ثم أهداف نهائية جديدة.¹

يتمسك البنك المركزي بسعر فائدة إسمي مستقر لأطول فترة ممكنة، تفاديا لصدمات قد تحدث في سوق النقد. لكن هذا المتغير يعاب عليه افتراض ثبات جانب العرض الكلي وكذا ثبات المستوى العام للأسعار، ومن ثم يصبح تحقيق الهدف النهائي غير مضمون ومشكوك فيه. وعلى هذا الأساس هناك من يرفض استخدام سعر الفائدة كهدف وسيط، إلا في حالة محدودية التغيرات في الطلب والعرض الكليين.

2-3- سعر الصرف:

يستخدم سعر الصرف كهدف وسيط للسياسة النقدية، التي بدورها يمكن أن تساهم في تخفيض العجز في ميزان المدفوعات عن طريق تخفيض قيمة العملة، وتؤدي هذه السياسة إلى تشجيع الصادرات وإذا فشلت في تشجيع الصادرات فإنها تحد من الواردات. وهكذا تتحسن وضعية ميزان المدفوعات.

تتم هذه العملية في إطار اتباع سياسة تحرير وتعويم سعر الصرف وفي ظل السيطرة على التضخم وتحقيق استقرار الأسعار الذي يحافظ بدوره على قيمة العملة من التدهور.²

2-4- متغيرات أخرى:

يمكن للبنك المركزي أن يستهدف الدخل الإسمي كهدف وسيط ويعمل على التأثير في الطلب الكلي الحقيقي للوصول أو الحفاظ على الدخل الاسمي المستهدف. كما يمكنه أيضا استهداف حجم معين من القروض المقدمة للاقتصاد، باعتبارها أكثر الأدوات استجابة للسياسة النقدية، ومن خلال قنوات عديدة (الاستهلاك، الاستثمار، الصادرات، الواردات).

¹ مصطفى عبد الرؤوف عبد الحميد هاشم، مرجع سبق ذكره، ص:31.

3- الأهداف النهائية للسياسة النقدية: إن الهدف الرئيسي من السياسة النقدية لأغلب البنوك المركزية هو تحقيق استقرار في مستوى الأسعار من خلال المحافظة على قيمة العملة المحلية داخليا وخارجيا، ويعني ذلك على صعيد الاقتصاد المحلي إبقاء التضخم منخفضا ومستقرا، أما على الصعيد الخارجي فذلك يعني عادة استهداف سعر الصرف.

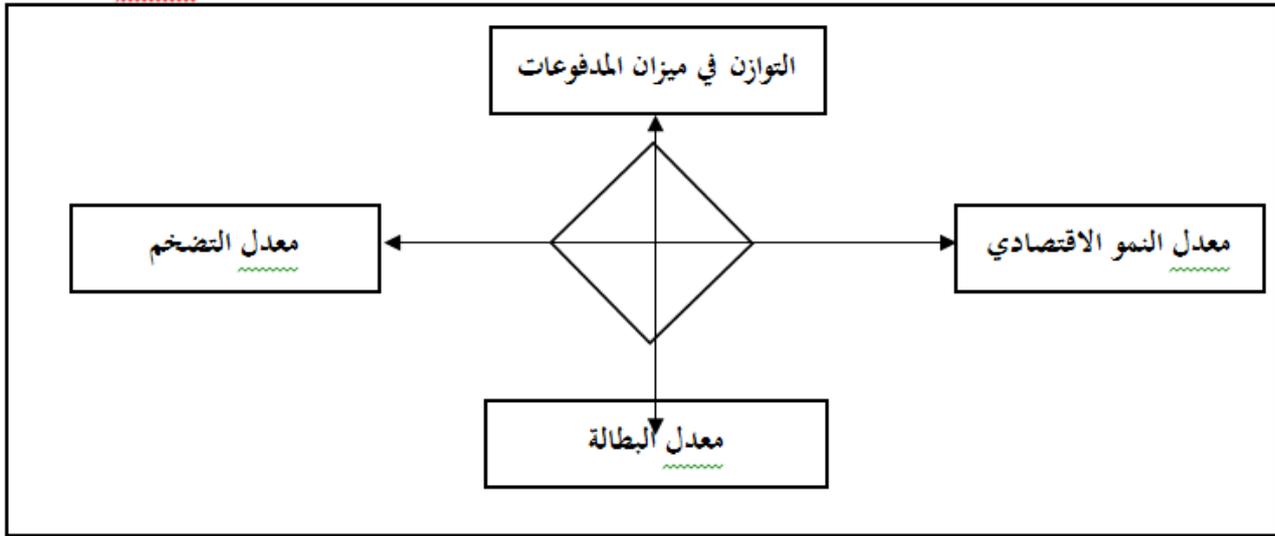
وتهدف السياسة النقدية إلى التأثير في عرض النقود لإيجاد التوسع أو الانكماش في حجم القوة الشرائية للمجتمع، والهدف من زيادة القوة الشرائية هو تنشيط الطلب والاستثمار وزيادة الإنتاج وتخفيض البطالة والعكس صحيح، إذ أن تخفيض القوة الشرائية يؤدي إلى الحد من التوسع في الإنتاج، وتسعى لضمان التوازن الاقتصادي العام، بنوعيه الداخلي والخارجي من خلال:

- ضمان استقرار المستويات العامة للأسعار (مكافحة التضخم)، تحقيق العمالة أو التشغيل الكامل (مكافحة البطالة) وتحقيق النمو الاقتصادي لتحقيق التوازن الداخلي.

- أما التوازن الاقتصادي الخارجي فيتمثل في توازن ميزان المدفوعات من خلال ضمان استقرار قيمة العملة الوطنية بالمقارنة مع نظيراتها الأجنبية ومحاولة تحقيق التوازن في الميزان التجاري، المالي والرأسمالي.

هذه الأهداف النهائية الأربعة تعرف بأهداف المربع السحري والتي عرفها الاقتصادي الإنجليزي "نيكولا كالدور".¹

الشكل رقم 13: مسار الأهداف النهائية للسياسة النقدية حسب " نيكولا كالدور "



Source : Marie Delaplace, Monnaie et Financement de l'économie, édition 2, DUNOD Paris, 2006, p120.

¹ حنان زلافي، مرجع سبق ذكره، ص 495.

ثالثاً: أدوات السياسة النقدية

يتطلب تحقيق البنك المركزي للأهداف المرجوة استخدامه لعدد من الأدوات المختلفة للتأثير على أوضاع النقد والائتمان. ويمكن تقسيم هذه الأدوات إلى غير مباشرة (ويطلق عليها أيضاً الكمية)، مثل (سعر الخصم ومعدل الاحتياطي القانوني وعمليات السوق المفتوحة). وأخرى مباشرة ويطلق عليها أيضاً النوعية، وتستهدف الرقابة على سوق رؤوس الأموال وعلى تدفق الائتمان وتخصيصه بين القطاعات.

1- الأدوات المباشرة:

تعكس هذه الأدوات التدخل المباشر من قبل السلطات النقدية في أحوال سوق النقد ومن أهم الأدوات الأكثر استخداماً نجد:

1-1- التحكم في أسعار الفائدة: تقوم السلطات النقدية أحياناً بتحديد أسعار الفائدة إدارياً، وذلك عندما تكون قادرة على تحقيق سعر فائدة مستهدف من خلال آليات السوق، ويتم هذا التحديد من خلال إلزام البنوك التجارية بتطبيق سعر فائدة محدد ثابت. وقد استخدمت هذه الأداة في الدول الصناعية الكبرى حتى عام 1980، ثم توقفت عن استخدامها، وما زالت بعض الدول النامية تستخدمها حتى الآن. غير أن الاتجاه العالمي الأكثر يسيراً نحو إلغاء هذا نظراً للاتجاه نحو تبني آليات السوق في ظل التحرير المالي.

1-2- تحديد حجم الائتمان وتوجيهه: يحدد البنك المركزي بواسطة هذه الأداة الحجم الكلي للقروض الممنوحة للاقتصاد، والحجم الكلي لكل قطاع، أو توجيه القروض إلى قطاع على حساب قطاع آخر¹. وهذه الإجراءات تهدف إلى تشجيع الائتمان نحو الاستثمارات المنتجة وتمنع توجيهه إلى قطاعات أخرى². كالحد من القروض الاستهلاكية مثلاً، وتشجيع القروض المقدمة في المجال الصناعي والزراعي وأهم الإجراءات المتخذة.

يتم حجم الائتمان بطريقتين:

- **تنظيم الائتمان الاستهلاكي:** يشمل هذا الجزء الرقابة على القروض الاستهلاكية، ومدة سدادها وكيفية السداد. وبالتحكم في هذه الإجراءات من رفع أو خفض تتجه القروض الاستهلاكية إلى الزيادة أو النقصان، حسب درجة واستجابة المستهلكين لهذه الإجراءات³.
- **الاقتراض بضمان السندات مع التقييد بهامش الضمان:** يسمح للأفراد بالاقتراض من البنوك بضمان السندات، بشرط الالتزام بهامش الضمان الذي يشير إلى النسبة من قيمة السندات السوقية التي تمنح القروض على أساسها. فلو اشترى مضارب سندات بقيمة سندات بقيمة 1000 دولار، وكان هامش الضمان 60%، فإن المفترض يستطيع اقتراض 4000 دولار فقط. أي أن الزبون يستخدم السندات كضمان للحصول على 4000 دولار فقط.

¹ مصطفى عبد الرؤوف عبد الحميد هاشم، مرجع سبق ذكره، ص: 34.

² هيل عجمي جميل الجناني، النقود والمصارف والنظرية النقدية، دار وائل للنشر والتوزيع، 2009، ص: 270.

³ عوض فاضل، النقود والبنوك، جامعة بغداد، العراق، 1992، ص: 613.

فإذا أراد بنك المركزي أن يتبع سياسة انكماشية للحد من هذه القروض، فإنه يرفع من هامش الضمان والعكس.

1-3- الودائع المشروطة من أجل الاستيراد: هو أسلوب يقوم بموجبه المستوردون بإيداع المبلغ اللازم لتسديد ثمن وارداتهم في صورة ودائع في صورة ودائع لدى البنك المركزي لمدة محددة، وطالما أن المستوردون لا يرغبون في هذا التجميد لأموالهم، فإنهم يلجؤون إلى البنوك التجارية للاقتراض لتغطية ثمن وارداتهم¹.

فإذا أراد البنك المركزي الحد من هذه الواردات، فإنه يقوم بتطبيق هذه التقنية أو يطلب من البنوك التجارية عدم التوسع في منح القروض للمستوردين. طالما أن التوسع في منح قروض من هذا الشكل يشكل الواردات.

1-4- النسبة الدنيا للسيولة: يتمثل هذا الإجراء في إلزام البنك المركزي للبنوك التجارية بالاحتفاظ بنسبة دنيا من السيولة، وهذا تقاديا للإفراط في منح القروض للقطاع الاقتصادي².

1-5- الإقناع الأدبي: هو إجراء يحاول البنك المركزي من خلاله وبطرق ودية إقناع البنوك التجارية باتتباع سياسة معينة، لتشجيع الائتمان أو تخفيضه وتفضيل قطاع معين على حساب قطاع آخر، غير أن هذه السياسة تتطلب استجابة من قبل البنوك التجارية، لذا نجد أن هذه الأداة غير فعالة في الدول النامية وقد حققت نجاحا في الدول المتقدمة ذات النظم المصرفية المتقدمة ذات النظم المصرفية المتطورة.

1-6- الحصول على موافقة البنك المركزي: تفرض البنوك المركزية على البنوك التجارية سقفا معيناً لا يجب تجاوزه عند منح القروض. وإذا تجاوزت قيمة القرض هذا السقف، فإنه يجب إبلاغ البنك المركزي، وهو الذي يقبل أو يرفض هذا النوع من القروض³.

2- الأدوات غير المباشرة للسياسة النقدية

تسعى أدوات السياسة النقدية غير المباشرة إلى التأثير على القروض الممنوحة من قبل البنوك التجارية، دون التركيز على نوعية هذه القروض وتتمثل هذه الأدوات في:

2-1- سعر إعادة الخصم: إن وجود احتياطات البنوك التجارية لدى البنك المركزي يزيد من قدرة هذا الأخير في منح القروض للبنوك التجارية⁴. وقد ارتبطت وظيفة البنك المركزي كملجأ أخير للإقراض من الناحية التاريخية بإعادة الخصم لدى البنك المركزي عندما استخدم بنك إنجلترا هذه الأداة لأول مرة عام 1839. حيث يقوم البنك المركزي بتزويد البنوك التجارية بالسيولة مقابل تلقيه لأوراق مالية وتجارية قبل أجل استحقاقها، كقابل

¹ قدي عبد المجيد، مرجع سبق ذكره، ص: 82.

² بوشنب موسى، مرجع سبق ذكره، ص: 93.

³ بوشنب موسى، مرجع سبق ذكره، ص: 93.

⁴ عبد المطلب عبد الحميد، مرجع سبق ذكره، ص: 284.

سعر فائدة يدعى بسعر إعادة الخصم الذي تدفعه البنوك التجارية إلى البنك المركزي لقاء إعادة خصمه لأوراقه المالية، يؤثر سعر إعادة الخصم على قدرة البنوك في إعادة التمويل لدى البنك المركزي، فإذا أراد البنك المركزي اتباع سياسة نقدية توسعية فإنه يقوم بتخفيض سعر الخصم، مما يجعل الأعوان الاقتصاديين يقبلون على خصم أوراقهم المالية. وتوجه البنوك التجارية كذلك إلى إعادة خصم أوراقها المالية، نظرا لانخفاض التكلفة مما يزيد من احتياطاتها النقدية. وهذا بدوره يؤدي إلى تمويل أكثر للاقتصاد وبتكلفة أقل، فتزداد كمية النقود المعروضة والعكس إذا رغب البنك المركزي في اتباع سياسة نقدية انكماشية، فإنه يلجأ إلى رفع سعر إعادة الخصم، الشيء الذي يؤدي في النهاية إلى التقليل من اقتراض البنوك التجارية من البنك المركزي، فتمنح قروض أقل للاقتصاد ومن ثمة يقل عرض النقد.

إن هذه الأداة تصبح غير فعالة في التأثير على حجم الاستثمارات في الحالات التالية:

- وفرة الاحتياطات النقدية لدى البنوك التجارية؛
- توفر مصادر أخرى للبنوك التجارية للترود بالسيولة كالبورصة أو من فروعها الأخرى بالخارج إن وجدت؛
- عدم استجابة الأعوان الاقتصاديين إذا كانت توقعاتهم الاستثمارية متفائلة وبالتالي يتوسعون في طلب مزيد من القروض بأي سعر.

2-2- عمليات السوق المفتوحة: تتمثل هذه الأداة في دخول البنك المركزي إلى السوق المالي بائعا ومشتريا للأوراق المالية، بهدف زيادة أو إنقاص حجم المعروض النقدي. فإذا رأى البنك المركزي أن سياسة سعر إعادة الخصم غير فعالة، ورأى أنه من الضروري التدخل لامتناس فائض السيولة. فإنه يدخل في هذه الحالة بائعا للأوراق المالية، مما يجعل الأعوان الاقتصاديين يقبلون على شرائها خاصة إذا كانت أسعارها محفزة. وهذا بدوره يؤدي في النهاية إلى انتقال السيولة من الجمهور والبنوك إلى البنك المركزي، أي انخفاض في عرض النقد.

أما إذا كان الاقتصاد في حالة ركود فالبنك المركزي يقوم بشراء الأوراق المالية من السوق المالي، الشيء الذي يؤدي إلى زيادة السيولة لدى البنوك والمؤسسات وبالتالي تزداد القروض، ومن ثمة يرتفع الانتاج والدخل.

2-4- نسبة الاحتياطي القانوني: يقوم البنك المركزي بفرض نسبة معينة من ودائع البنوك التجارية، تلتزم بالاحتفاظ بها لديه عند منحها القروض، وتسمى هذه النسبة بالاحتياطي الإجباري ويلتزم كل بنك بالاحتياطي المحتفظ به لدى البنك المركزي. وتأتي آلية هذه الأداة في رغبة البنك المركزي في الحد من التوسع في منح القروض أو زيادتها.

ففي حالة تعرض الاقتصاد لضغوط تضخمية يجب على البنك المركزي اتباع سياسة نقدية انكماشية، أي التقليل من المعروض النقدي وذلك عن طريق تقييد الائتمان. وفي هذه الحالة يقوم برفع نسبة الاحتياط الإجباري، مما يجبر المصارف التجارية على التقليل من حجم القروض التي تقدمها لربائنها.

3- عوامل نجاح السياسة النقدية:

يتطلب نجاح السياسة النقدية في أي دولة توفر مجموعة من العوامل أهمها:

- نظام معلومات فعال حول وضعية الميزانية ونوعية وطبيعة الاختلال؛

- تحديد الأهداف بدقة نظرا لتعارض الأهداف أحيانا؛
- هيكل النشاط الاقتصادي: بتكامل القطاعين العام والخاص، وكذا سياسة الحكومة تجاه المؤسسات الإنتاجية، وحجم التجارة الخارجية في السوق العالمية؛
- مرونة الجهاز الانتاجي للتغيرات التي تحدث على التغيرات الاقتصادية؛
- درجة الوعي الادخاري للأعوان الاقتصاديين، إذ أن الاكتناز يقف حاجزا أمام عمل السياسة النقدية، لأن النقود المكتنزة تعتبر نقودا خاملة ولا تؤدي دورها المنوط بها؛
- توافر أسواق مالية ونقدية متطورة؛
- سياسة الاستثمار وطبيعة التسهيلات الممنوحة للمستثمرين المحليين والأجانب، ومدى حساسية الاستثمار لسعر الفائدة. وهناك عامل مهم يلعب دورا مهما في تحقيق التوازن في ميزان المدفوعات وهو نظام سعر الصرف، فخلال الفترة ما بين نهاية الحرب العالمية الثانية وأوائل السبعينات، جعل نظام بريتون وودز لأسعار الصرف السيطرة على التضخم، من خلال التزام الولايات المتحدة بتثبيت عملتها مقابل مقدار معين من الذهب. والتزمت باقي الدول بتثبيت عملاتها مقابل الدولار الأمريكي، وتم إرساء قواعد السيطرة على التضخم، باعتبار أسعار الصرف الثابتة أداة ارتكاز للسياسة النقدية، من أجل تحفيز استقرار الأسعار في العديد من بلدان العالم. إن ربط تثبيت أسعار الصرف يعني التزام تتحمله السلطات النقدية، ويتم بموجبه الحد من التذبذبات في أسعار الصرف، حيث تكون نقطة ارتكاز اسمية هامة للتوقعات الخاصة باتجاه أسعار الصرف، وبالتالي اتجاه مناسب للسياسة النقدية¹

¹ مصطفى عبد الرؤوف عبد الحميد هاشم، مرجع سبق ذكره، ص: 48.

القسم الثاني:

أسواق رأس

المال

المحور الأول: السوق النقدي وأدواته (سوق قصيرة الأجل)

لهذه الأسواق أهمية خاصة في الاقتصاد فهي توفر خدمات متعددة لمختلف الوحدات الاقتصادية في المجتمع، وتعد قديمة النشأة ظهرت بظهور البنوك التجارية غير أن عملها كان ضيقا محصورا في الخدمات المصرفية القصيرة الأجل التي تقدمها البنوك، غير أنها عرفت تطورا كبيرا فيما بعد فهي تتميز بمتعاملين وأدوات تتداول فيها وعمليات خاصة بها.

أولاً: مفهوم السوق النقدي

يمكن التعرف على ماهية السوق النقدي من خلال التطرق لمعناه وأهميته وخصائصه التي يتميز بها عن غيره من الأسواق الأخرى.

1- تعريف السوق النقدي:

تعددت تعاريف هذا السوق إلا أنه سيتم ذكر أهمها: تعرف السوق النقدي بأنها عبارة عن سوق يركز فيه عرض وطلب معينان هما: عرض وطلب الأموال قصيرة الأجل، ويتولد عرض هذه الأموال من جانب كل من يرغب في توظيف مدخراته عن طريق التخلي عن منافع نقوده لفترة قصيرة في مقابل حصوله على عائدها بينما يتشكل الطلب عليها من جانب جميع الراغبين في الحصول على منافع نقود الغير لفترة قصيرة في نظر دفع فائدة ما.¹

السوق النقدي هو مجموع المعاملات في سوق الائتمان قصير الأجل، يضم سوق أولية وأخرى ثانوية بأسعار فائدة حسب مصدر هذه الأموال، وممتانة المركز المالي للمقترض وسمعته المالية.²

تعرف السوق النقدي بأنها الإطار الذي يتم فيه تداول الأوراق المالية قصيرة الأجل، وتمتاز هذه السوق بقدرتها على جلب المدخرات السائلة وخلق الاستثمارات قصيرة الأجل، كما تمتاز بملاءة وحجم الأموال الضخمة وتكاد تكون نسبة المخاطرة فيها شبه معدومة، وبالتالي درجة الأمان والسيولة والمرونة بها عالية جدا، أما نسبة الهامش فهي منخفضة جدا لكن ضخامة هذه الأسواق تعطي عائدا مقبولا.³

من خلال التعاريف السابقة يمكن القول أن السوق النقدي هو ذلك السوق الذي يتم من خلاله الإقراض والإقتراض بين البنوك كما يتداول فيه أدوات الاستثمار القصيرة الأجل يدعى بالسوق اليومية، ويحقق التوازن اليومي بين آجال العمليات الدائنة والمدينة للمؤسسات الائتمانية، فهو سوق القروض قصيرة الأجل.

¹ عادل أحمد حشيش، أساسيات الاقتصاد النقدي والمصرفي، دار الجامعة الجديدة، الاسكندرية، 2003، ص 36.

² بسام الحجار، مرجع سبق ذكره، ص 21.

³ إبراهيم ابو بكر المدني، الأسواق المالية ودورها في التنمية الاقتصادية، مجلة علوم الاقتصاد والتسيير والتجارة، المجلد 01، العدد 17، 2008، ص 44.

2- أهمية السوق النقدي:

تتجلى أهمية السوق النقدي من خلال تأثيره على الاقتصاد والبنوك التجارية والبنك المركزي كما يلي:

- **بالنسبة للاقتصاد:** تأمين السيولة للنظام المصرفي وتمكين البنك المركزي من الرقابة على الأموال،
- **بالنسبة للبنوك التجارية:** تمكين البنوك من توظيف أموالها في السوق النقدي، وتمويل البنوك المحتاجة للسيولة في السوق ما بين البنوك (السوق النقدي)،
- **بالنسبة للبنك المركزي:** يمكن السوق النقدي البنك المركزي بالتأثير على كمية وقيمة الأموال السائلة.¹

3- خصائص ومميزات السوق النقدي

- نظرا لكثرة المعاملات التي تتم في هذه السوق بين مختلف الهيئات العمومية والخاصة نجد الكثير من الآثار والمزايا والخصائص التي تعكس طبيعة هذه المعاملات في اقتصاديات البلدان ويمكن تلخيصها وفق ما يلي:²
- يتم التعامل في هذه السوق بأدوات مالية آجال استحقاقها لا يزيد عن سنة وهي تتمتع بسيولة عالية،
 - تلعب المؤسسات المالية والبنوك التجارية دورا هاما في السوق النقدي وتلاشى فيه دور المستثمرين الأفراد وهذا راجع لسببين أساسيين:

➤ انخفاض العائد على الأدوات المالية المتداولة في سوق النقد وهذا يتعارض مع رغبات الأفراد الساعين إلى تحصيل أكبر ربح ممكن،

➤ يتم التعامل في هذه الأسواق بأحجام وقيم كبيرة، أي أنها أسواق جملة لمعاملات ضخمة تتجاوز قيمتها مليون دولار في و م أ.

- انخفاض درجة المخاطرة في هذه السوق نظرا لانخفاض درجة العائد بالإضافة إلى انخفاض درجة المخاطرة النقدية التي تنشأ من التذبذبات الحاصلة في سعر الفائدة السوقية في الأجل القصير بالإضافة إلى الانخفاض في درجة المخاطرة الائتمانية وهي عدم قدرة المدين على تسديد الالتزامات المالية،

- سوق النقد لا يتحدد بهيكل معين وليس له مكان معين، إذ تشكل المصارف بأنواعها والمؤسسات المالية مجال نشاط هذا السوق،

- تعد سوق النقد وسيلة أساسية بيد البنك المركزي لإحداث التوازن النقدي سواء عن طريق سياسة السوق المفتوحة أو سعر الفائدة.

¹ عادل أحمد حشيش، مرجع سبق ذكره، ص 37.

² جمال جويدان الجمل، مرجع سبق ذكره، ص 30.

ثانيا: أدوات السوق النقدي

يتداول في هذا السوق الأدوات المالية قصيرة الأجل التي تختلف من بلد لآخر حسب مستوى تطور صناعته المصرفية وتتمثل فيما يلي:¹

1- شهادات الإيداع المصرفية

تمثل أداة تصدرها المصارف التجارية للمودعين وتعطي حاملها فائدة سنوية بنسبة معينة وتسترد في تاريخ استحقاقها من البنك الذي أصدرها ويتناسب معدل الفائدة طردا مع تاريخ الاستحقاق لأنها تعد ودائع لأجل لا تسترد قيمتها قبل تاريخ استحقاقها.

2- القبولات المصرفية:

من أهم الأدوات القصيرة الأجل التي تستخدم لتمويل التجارة الخارجية والداخلية، وهي حوالة مصرفية تمثل وعد بالدفع تصدره شركة معينة تطلب فيها من البنك أن يدفع لأمره أو لأمر شخص ثالث مبلغا محددًا من المال في المستقبل، ويقوم البنك بقبول "ختم" الحوالة بعبارة "مقبول" ويشترط عادة أن يكون لصاحب القبول حساب لدى البنك به أموال مساوية لقيمة القبول كضمان للبنك.

3- أدونات الخزينة:

هي أدوات دين قصيرة الأجل تصدرها الحكومة عن طريق البنك المركزي لتمويل العجز في ميزانية الدولة ويتم تداولها في السوق النقدي باستخدام مبدأ الخصم أي تباع بأقل من قيمتها الاسمية وفي تاريخ الاستحقاق تلتزم الحكومة بدفع القيمة الاسمية المدونة على الإذن ويمثل هذا الفرق مقدار العائد الذي يجنيه المستثمر.

4- الأوراق التجارية

تصدرها عادة الشركات ذات السمعة التجارية وشركات التأمين وهي ضعيفة التداول قابلة للخصم وتنقسم إلى صنفين:

4-1- السفتجة (الكبيلية): هي ورقة يكتبها الساحب (الدائن) يأمر فيها المسحوب له (المدين) بسحب لصالح طرف آخر (المستفيد) وتكون في المعاملات التجارية وإذا كان اسم المستفيد مكتوبا فيها وجب التطهير أما في حالة عدم كتابته فإنها تحمل وتداول.

4-2- السند لأمر: هو عبارة عن صك محرر وفقا لشكل معين يحدده النظام، يتضمن تعهد المحرر (المدين) بدفع مبلغ معين، في تاريخ محدد إلى شخص آخر يسمى المستفيد.

¹ رشيد بوكساني، نسيم أوكيل، قراءة في تطورات أدوات السياسة النقدية للدول المغربية خلال سنة 2017، المجلة الدولية للأداء الاقتصادي، العدد 04، ديسمبر 2019، ص 55.

ثالثا: هيكل السوق النقدي والمتدخلون فيه

يتميز هذا السوق بهيكل مختلف عن باقي الأسواق فهو يتكون من سوق أولي وآخر ثانوي ويتم التعامل فيه بأدوات مالية قصيرة الأجل.

1- السوق الأولي:

ويتم فيه الحصول على الأموال المراد توظيفها لأجل قصيرة بأسعار فائدة تتحدد حسب مصدر هذه الأموال ومتانة المركز المالي للمقترض وسمعته المالية.

2- السوق الثانوي:

ويجرى فيه تبادل الإصدارات النقدية قصيرة الأجل بأسعار تتحدد حسب قانون العرض والطلب وينقسم هذا السوق حسب نوع العمليات إلى:

1-2- سوق الخصم: هي السوق التي يتم فيها خصم أدوات الائتمان قصيرة الأجل مثل (أذونات الخزينة، القبولات المصرفية، الأوراق التجارية.....).

2-2- سوق القروض قصيرة الأجل: تضم جميع أنواع القروض الممتدة من أسبوع واحد إلى سنة كاملة، متعاملوها هم البنوك التجارية وبعض مؤسسات الإقراض المتخصصة في منح الائتمان قصير الأجل، وهناك علاقة عكسية بين درجة تقدم هذه السوق وبين الحد الأدنى لأجل القروض، فقد وصل الحد الأدنى للاقتراض قصير الأجل في بعض أسواق النقد المتقدمة في أوروبا (ألمانيا وانجلترا) إلى ليلة واحدة.¹

2-3- سوق الصرف: سوق صرف العملات هو سوق ما بين المؤسسات المالية والمصرفية تعالج ضمن عمليات الصرف (البيع والشراء).

3- المتدخلون في السوق النقدي :

يمكن تقسيم المتعاملون في السوق النقدي إلى بنوك وخزينة عمومية وفق ما سيتم توضيحه.

3-1- الخزينة العمومية: تعتبر الخزينة العمومية ذلك المرفق الذي يؤمن إدارة أموال الدولة، وهي تؤدي دورا مهما ومتشعبا في مسار أسواق الأموال قصيرة الأجل، حيث تمارس الخزينة العمومية تأثيرا ذا وزن بسبب أهمية العمليات وكذا بسبب الشروط الإمتيازية التي تعمل من خلالها، وهذا الوضع الامتيازي لا يعني امتياز الدائن على المدين (الضرائب على ممتلكات المكلفين) بل تستفيد منه الخزينة كمقترض بالنسبة إلى وضع المدينين الخواص سواء كانوا أفراد أو مؤسسات لأن الدولة لا تخضع لنظام الإفلاس وذلك لسببين وأولهما حقوقي يتمثل في كون ممتلكات الدولة لا تحتجز ولا تباع ومنه فهي لا تخضع لإجراءات التصفية ليس كما هو الحال بالنسبة لثروة المنشأة الخاصة الفردية، أما السبب الثاني فيخص الوضعية التي تكون عليها الدولة والتي بحكم سلطتها

¹ عادل أحمد حشيش، مرجع سبق ذكره، ص 37.

وقدرتها فإنها لن تكون أبدا في وضع متوقف عن الدفع لأنها تلجأ إلى سلطة إصدار العملة عندما تعوزها وسائل الدفع في الاستحقاقات، لهذا تعتبر الدولة متحررة من الحلول الإفلاسية والتي غالبا ما لجأ إليها المؤسسات في السوق النقدية ذات الأجل القصير.

3-2-بيوت القبول: هي مؤسسات نقدية ليست وظيفتها الاحتفاظ بودائع العملاء ولا منحهم القروض وإنما وظيفتها أن تقبل الكمبيالات، وهذه البيوت كانت في الأصل بيوتا تجارية للاستيراد نشأت في أمستردام ثم تحولت إلى لندن، وكانت عندئذ تقبل الأوامر الصادرة إليها بدفع ثمن السلع وهي في طريقها إليها وكانت هذه الأوامر تتخذ شكل الكمبيالات، بعدها تخلت هذه البيوت عن الاستيراد وتخصصت في قبول الكمبيالات، فالقبول هو توقيع البنك على الكمبيالة المسحوبة على عميله مبديا استعدادا لدفع قيمتها عند الاستحقاق وهو يحل بعد أجل قصير، ولكنه في العادة لا يدفع هذه القيمة إذ يسارع المسحوب عليه بتسوية قيمة الكمبيالة عند استحقاقها ومن هنا يقتصر دور البنك على منح توقيعه دون منح أمواله، غير أن البنك بقبوله الكمبيالة قد زاد من ضمانها وقوتها ولذلك يتلقى عمولة مناسبة، وتجدر الإشارة هنا إلى ان بيوت القبول توجد أساسا في إنجلترا حيث كانت تتركز أغلب تجارة العالم.

3-3-البنوك التجارية: هي أهم مؤسسات السوق النقدي حيث تجمع أموال العملاء في شكل ودائع قصيرة الأجل وتوظفها في عمليات مجزية قصيرة الأجل أيضا، وهذه البنوك هي أقدم البنوك من حيث النشأة وهي تباشر اليوم جميع أعمال مؤسسات السوق النقدي من توفير وقبول الكمبيالات وتشجيع التجارة الخارجية بالإضافة إلى الاحتفاظ بنقود العملاء ومنح القروض للأفراد والشركات، فهي بنوك تتمتع في السوق النقدي بكل خصائصها ولذلك هي أكثر المتعاملين أهمية في هذا السوق.

3-4-البنك المركزي: له دور مزدوج في السوق النقدي بحيث يقوم بإصدار الأوراق المالية ووضعها في التداول، وكذا إدارة وخلق السيولة وهذا من شأنه أن يؤمن له سيطرة على تسيير السوق النقدية ذات الآجال القصير، وترتكز أهم أعماله في عملية المقاصة التي تتم ما بين البنوك والذي يعد رقيا عليها إضافة إلى عمليات السوق المفتوحة في إطار تطبيق السياسة النقدية

3-5-مصارف التجارة الخارجية: تهدف هذه المؤسسات النقدية إلى تيسير عمليات الاستيراد والتصدير وهي عمليات قصيرة الأجل بطبيعتها، ولقد نشأت هذه المصارف أساسا في الدول الصناعية الكبرى التي يحتل قطاع التصدير بها أهمية كبيرة، ولقد عرفت في البداية فرنسا ثم تعممت في إنجلترا وأمريكا واليابان وباقي الدول الصناعية.

3-6-بيوت التوفير: توجد على هامش السوق النقدي وتتلقى الأموال لأجل صير ولكنها توظفها في استثمارات طويلة الأجل، فهي مؤسسات مهمتها تجميع ما يوفره الأفراد من نقود وتوظيفها في مشروعات معينة.¹

¹ نفس المرجع أعلاه، ص 43-51.

المحور الثاني: السوق المالي

لأسواق المالية هيكل ووظائف تميزها عن غيرها من الأسواق وأهمية اكتسبتها من دورها في التنمية الاقتصادية فأصبح وجودها في اقتصاديات الدول ضرورية حتمية يتجسد من خلالها مستوى النمو والتقدم في تلك الدول، وارتبط نموها وتطورها بتغير الظروف الاقتصادية التي تشهدها الساحة الاقتصادية.

أولاً: تعريف الأسواق المالية وتطورها

1- تعريف السوق المالي:

حتى يتم تعريف الأسواق المالية يجب معرفة أن السوق المالية لفظ مركب من كلمتين هما السوق والمال، أما مفهوم السوق فيمثل "الوسيلة التي تجمع بين البائعين والمشتريين، بغرض انتقال السلع والخدمات من طرف لآخر، بغض النظر عن المكان المادي للسوق"، وأما لفظ المال فيقصد به " ما يميل إليه الطبع ويمكن ادخاره لوقت الحاجة وهو موضوع التعامل في السوق المالية إذ يمثل الصورة النقدية السائلة أو ما ينوب عنه من أوراق مالية أو تجارية".¹

ويمكن تعريف الأسواق المالية بأنها "الإطار الفني والتنظيمي والقانوني الذي يتم بموجبه تعبئة الفائض المالي وإعادة توزيعه في المجالات التي تعطي له عائداً أكبر، علاوة على تأمين احتياجات المشروعات من الأموال وتوفير السيولة لها، وبالتالي فالسوق المالية أصبحت بمثابة ساحة يلتقي فيها المقترضون والمقرضون ويتفقوا فيها على العقود المنظمة لتحويل الأموال واستخدامها وتداولها".²

كما عرفها Pierre Conso, Hemic Farouk بأنها " السوق التي من خلالها يحصل الأعوان الاقتصاديون، المؤسسات، والدولة على موارد مالية طويلة ومتوسطة الأجل من خلال البيع العام لمختلف الأصول المالية من أسهم وسندات وغير ذلك".³

وبالتالي يمكن القول إن الأسواق المالية هي الوعاء لتداول الأوراق المالية ضمن ما يكفل تحقيق رغبات المتعاملين من عارضي وطالبي رؤوس الأموال.

* انطلاقاً من عمل هذه البيوت يمكن التمييز بين ثلاث مصطلحات: الاكتناز وهو وضع القنود جانباً بلا غرض، التوفير وهو وضع النقود جانباً بغرض استخدامها فيما بعد في الاستهلاك، والإدخار وهو وضع النقود بغرض استثمارها أي استخدامها مستقبلاً في الإنتاج.

¹ مبارك بن سليمان بن أحمد آل سليمان، أحكام التعامل في الأسواق المالية المعاصرة، الجزء الأول، ط 1، كنوز اشبيليا للنشر والتوزيع، الرياض، 2005، 28-30.

² حسن كريم حمزة، غسان رشاد عبد الحميد، سوق العراق للأوراق المالية: نشأته- تحليل وتقييم مؤشراتته، مركز الدراسات الكوفة، كلية الإدارة والاقتصاد، العدد 24، العراق، 2012، ص 259.

³ Pierre Conso ,Hemic Farouk, Gestion financière de l'entreprise, 11ème édition, Paris : DUNOD,2005, p519.

2-نشأة الأسواق المالية ومراحل تطورها

إن المتتبع لتاريخ السوق المالية يكشف لنا أن نشوء هذه السوق وتطورها جاء انعكاسا للظروف والاحتياجات الاقتصادية المتزايدة في البلدان التي وجدت فيها، وبدأت فكرة خلق السوق المالية منذ أن فكر الإنسان باستغلال مدخراته، وساعد في ذلك التطور العلمي ونشوء الشركات ذات الفوائض المالية التي سعت إلى استثمار فوائضها من خلال الأسواق المالية، فمنذ حوالي 4000 عام قبل الميلاد عرفت حضارة وادي الرافدين أقدم أشكال التمويل والصيرفة، ومع نمو التجارة وتطورها عرف الرومان الأسواق المالية في القرن الخامس قبل الميلاد بالتحديد عام 527م وأطلقوا عليها (Cillegia-Mercatorum)، وتشبه إلى حد كبير بعض بورصات التجارة في عصرنا الحاضر.¹

وتستند فكرة سوق الأوراق المالية على نظرية آدم سميث، التي تقوم على فكرة تقسيم العمل، وتعتمد هذه الفكرة على حجم السوق وعلى حجم الإنتاج، مما يترتب على ذلك إيجاد نوع من التخصص في الإنتاج تبعاً للمزايا النسبية، وقد انعكست هذه العلاقة على التطورات المالية وما يترتب على ذلك من إيجاد سوق متخصص للأوراق المالية، وقد جاءت تسمية الأسواق المالية من مفهوم السوق بشكل عام والأدوات التي يتم التعامل بها في تلك السوق.²

وقد مرت فكرة الأسواق المالية قبل وصولها إلى الشكل الموجود عليه حالياً بخمس مراحل:

المرحلة الأولى: تميزت بوجود عدد كبير من البنوك الخاصة وارتفاع نسبي في مستوى المعيشة واتساع المعاملات التجارية، وزيادة احتياجات المشاريع للتمويل.

لمرحلة الثانية: بروز البنوك المركزية كهيئة تقيد عمل ونشاط البنوك التجارية بعدما كانت تتسم بالحرية ودون مراقبة أي هيئة.

المرحلة الثالثة: بداية تخصص البنوك في الإقراض الطويل والقصير الأجل، وإصدارها لسندات لسد احتياجاتها من الأموال.

حلة الرابعة: ظهور السوق النقدية وازدياد التعامل بالأوراق التجارية وشهادات الإيداع القابلة للتداول، أي بداية اندماج السوق النقدي مع السوق المالي.

المرحلة الخامسة: اندماج الأسواق المالية مع الأسواق النقدية والأسواق العالمية مع الأسواق المحلية بسبب تطور وسائل الاتصال وظهور البورصات المالية المتخصصة في شراء وبيع الأوراق المالية.³

¹ عباس كاظم الدعي، السياسات النقدية والمالية وأداء سوق الأوراق المالية، ط1، دار الصفاء للنشر والتوزيع، عمان، 2010، ص ص: 114-115.

² عبد القادر السيد متولي، الأسواق المالية والنقدية في عالم متغير، ط1، دار الفكر، عمان، 2010، ص 162.

³ جمال جويدان الجمل، الأسواق المالية والنقدية، دار الصفاء للطباعة ونشر والتوزيع، الأردن، 2002، ص 18-19.

3- أهمية السوق المالي

تكتسي السوق المالية أهمية كبيرة تستمدها من دورها الحيوي في تطوير وتمويل خطط التنمية الاقتصادية، وتتبع أهميتها من خلال النقاط الآتية:

- تعد الوسيلة الأساسية التي تمكن المدخرين من توجيه مدخراتهم إلى الاستثمار في القطاعات الاقتصادية المختلفة؛
- يساعد وجود هاته السوق على تلافي الآثار التضخمية من خلال تمويل المشروعات دون الإفراط في خلق النقد، ومنح القروض بتكلفة مناسبة مقارنة بالإقراض الخارجي؛
- تلعب دورا حيويا في تطوير منشآت الأعمال ونموها كونها تمثل قناة تدفق الأموال، التي تمثل الأسهم بأنواعها وأدوات المديونية طويلة الأجل في هذه السوق؛
- توفر السوق المرنة في تسهيل الورقة المالية وتعمل على استمرارية حفاظها على قيمتها العادية.¹

ثانيا: وظائف السوق المالي

للسوق المالي عدة وظائف وتتقاطع كثيرا مع أهميته المذكورة سابقا، إلا انه توجد ثلاثة وظائف رئيسية للسوق المالي والمتمثلة فيما يلي:

1- تحويل المدخرات وتوفير السيولة النقدية:

وهو الهدف الرئيسي الذي وجد لأجله السوق المالي، حيث من خلال السوق المالي يمكن تحويل مختلف المدخرات التي في حوزة الافراد والبنوك إلى استثمارات، سواء مباشرة عن طريق الملكية (شراء الأسهم)، أو عن طريق توظيف الاموال في شراء سندات تدر فوائد دورية، ووظيفة تحويل المدخرات كانت تقوم بها سابقا البنوك التجارية إلا أنها لم تكن بالفعالية اللازمة خاصة إذا ما تعلق الأمر بالقروض المتوسطة وطويلة الأجل، التي تتميز بالمخاطرة وعدم التأكد.

يقوم السوق المالي بتوفير السيولة النقدية اللازمة للاقتصاد وخاصة إذا تعلق الامر بالسوق النقدي (السوق قصير الاجل)، حيث يتم توفير السيولة اللازمة بالحجم المطلوب وفي الوقت المطلوب)، وذلك من خلال التعاملات الدورية في بيع وشراء الاسهم والسندات في كل وقت عن طريق البورصة.

2- تسعير الأوراق المالية والمساعدة على تخفيض مخاطر الاستثمار:

تسمح السوق المالية بإعطاء تسعيرات لمختلف الاوراق المتداولة، وهذه التسعيرة تكون متغيرة باستمرار من خلال العرض والطلب على هذه الاوراق المالية، فكل من يرغب في معرفة السعر الحقيقي لأوراقه المالية ما

¹ عباس كاظم الدعيمي، مرجع سبق ذكره، ص 146.

عليه سوى طرحها في السوق المالي "البورصة" التي تحدد السعر من خلال طلبات الشراء التي تصل إلى البورصة على هذه الأوراق المالية.

كما يقوم السوق المالي بتخفيض مخاطر الاستثمار بأحد الأساليب التالية:

2-1- التأمين: ضد نتائج بعض المخاطر إذا وقعت مثل الحريق والسرقات وتأمين السيارات... الخ، وخاصة في مجال الاستثمارات الحقيقية.

2-2- التنوع: أي تنوع مجالات وأوجه الاستثمار عملاً بالمبدأ القائل (لا تضع جميع ما تملكه من بيض في سلة واحدة)، وهو أمر واضح ومؤداه أن لا يستثمر المستثمر جميع أمواله في مجال واحد أو شركة واحدة، وتساعد الأسواق المالية كثيراً على التنوع.

2-3- التحوط: أي الدخول في عقود مستقبلية ذات علاقة بأسعار العملات الأجنبية أو أسعار الأسهم التي قد تسوء في المستقبل، فيدخل المستثمر في اتفاق على بيع أو شراء مقدار معين من العملة بتاريخ معين من العملة وبسعر يتفق عليه من الآن بغض النظر عما سيكون عليه السوق في المستقبل، وتساعد الأسواق المالية على ذلك كثيراً، إذ أنه أصبح من المألوف فيها في هذه الأيام وجود مثل هذه النقود.

3- المساعدة على تنفيذ السياسات النقدية:

وذلك عن طريق البنك المركزي حيث يستعمل البنك المركزي أسلوب عمليات السوق المفتوحة، فمثلاً إذا أراد البنك المركزي مكافحة التضخم فإنه يلجأ إلى أساليب منها أن يسحب جزءاً من الكتلة النقدية من بين أيدي الجمهور والبنوك فيطرح في الأسواق المالية أدوات مالية (سندات و أذونات الخزينة) ويبيعها بأسعار تعود على المستثمرين بعوائد مغرية، ويقوم بالعكس في حالة التضخم.

ثالثاً: مكونات السوق المالي

يتكون السوق المالي من سوقين أساسيين هما: السوق الأولي والسوق الثانوي.

1- السوق الأولي:

هو لسوق الذي يكون فيه البائع للورقة المالية (السهم أو السند) هو مصدرها الأصلي، ويتم إصدار الأوراق المالية لأول مرة بعدة طرق وأساليب منها:

- عن طريق جهة متخصصة يطلق عليها بنك الاستثمار والذي عادة ما يكون بنكا تجارياً أو مؤسسة مالية متخصصة تلعب دور الوسيط بين الجهة المصدرة للأوراق المالية وجمهور المستثمرين.
- عن طريق الأسلوب المباشر، حيث تقوم الجهة المصدرة للورقة المالية بالاتصال بعدد من المستثمرين الكبار لتبيعهم إصدارها.
- عن طريق المزاد، وهو الأسلوب الذي تتبعه وزارة الخزانة الأمريكية، حيث يتم تقديم عطاءات تتضمن الكميات المراد شراؤها، وسعر الشراء ثم يتم المفاضلة بين هذه العطاءات.

2- السوق الثانوي:

هو السوق الذي يتم فيه التعامل بالأسهم والسندات التي سبق إصدارها والتي يتم التداول بها بين المستثمرين، ويقسم السوق الثانوي إلى أربعة أسواق:

- سوق يتكون من السماسرة العاملين بالسوق المنتظمة.
- سوق يشمل السماسرة غير الأعضاء في السوق ولكن لهم الحق في التعامل في الأوراق المالية.
- سوق يتكون من بيوت السمسرة من غير أعضاء الأسواق المنتظمة ولهم الحق في التعامل في الأوراق المسجلة بتلك الأسواق.
- سوق يتم التعامل فيها مباشرة بين الشركات الكبرى والتي يكون الهدف منها استبعاد السماسرة لتخفيض نفقات الصفقات الكبرى.

المحور الثالث: سوق رأس المال وأدواته (السوق طويل الأجل)

تطرقنا سابقا إلى السوق النقدي والذي تكون التعاملات المالية به قصيرة الأجل، والآن سندرس التعاملات المالية طويلة الأجل والتي تتداول في سوق رأس المال، لهذا سنقوم أولاً بتقديم مفهوم لسوق رأس المال هيكلته، ثم نتطرق إلى مختلف الأدوات المالية المتداولة فيه.

أولاً: مفهوم سوق رأس المال

تعدّ هذه السوق جزء من السوق المالي وتحظى بأهمية كبيرة نتيجة دورها البارز في توفير التمويل، ويمكن معرفة ذلك من خلال التطرق لمفهومها وهيكلتها والأدوات المتداولة فيها.

1-تعريف سوق رأس المال:

وردت عدة تعريف لسوق رأس المال حسب العديد من الباحثين الاقتصاديين:
حيث عرف محمد محمود الداغر سوق رأس المال بأنها "إحدى المؤسسات المالية الوسيطة في السوق المالية، وهي موقع لعرض وطلب الأوراق المالية".¹
بينما رأى فيصل محمود الشاورة أنه القناة التي يتم من خلالها تدفق الأموال من المدخرين إلى المستثمرين والعكس صحيح، فهي أماكن منظمة يلتقي فيها الممولين والمستثمرين، أو المقترضين والمقرضين لبيع وشراء الأوراق المالية من خلال الوسطاء أو ما يطلق عليهم السماسرة".²
في حين يعتبرها عباس كاظم الدعيمي "الإطار التنظيمي والفني والقانوني الذي يتم من خلاله تعبئة الفائض الاقتصادي وإعادة تحريكه وتوزيعه في مجالات النشاط التي تعطي له عائد أكبر".³
أما محمد صالح الحناوي فيرى بأنها "الميكانيكية التي تنشأ لتسهيل عملية تداول الأصول المالية".¹

¹ محمد محمود الداغر، مرجع سبق ذكره، ص 239.

² فيصل محمود الشاورة، مرجع سبق ذكره، ص 45.

³ عباس كاظم الدعيمي، مرجع سبق ذكره، ص 120.

فيما يعرفها عاطف وليم أندراوس بأنها "الآلية التي يتم من خلالها تداول الأصول المالية بيعا وشراء، وتمكن من تحويل الموارد المالية بكفاءة من القطاعات ذات الفوائض المالية إلى القطاعات ذات العجز المالي".² كما يرى عبد الغفار الحنفي أن سوق رأس المال هي: "نظام يتم بموجبه الجمع بين البائعين والمشتريين لنوع معين من الأوراق أو لأصل مالي معين".³

من خلال ما سبق نرى أن كل التعاريف تشترك في كون سوق رأس المال ليس لها موقع محدد وذلك لكون أن جل التعاريف تتحاشى استخدام موقع على وجه التحديد واستبداله بكلمة (نظام، آلية، الميكانيكية، إطار تنظيمي، القناة، مؤسسة مالية وسيطة)، كما وتشترك في كون الأوراق المالية محور التداول في هاته الأسواق، وأن موضوع التداول هو تدفق الأموال بين فئتين الأولى تشهد فائضا وتطمح لاستثماره وأخرى تشهد عجزا وتحتاج للتمويل، ومنه يمكن صياغة تعريف لسوق رأس المال بكونها "وعاء لتداول الأوراق المالية ذات الاستحقاق الطويل الأجل كالسندات والتي لا تستحق كالأسهم ضمن ما يكفل تحقيق رغبات المتعاملين في هاته السوق من عارضي وطالبي رؤوس الأموال".

كما يطلق لفظ سوق رأس المال على سوق الأوراق المالية وهذا لأن أصحاب المشروعات يلجؤون إليها لتكوين رأس المال اللازم لتمويل مشروعاتهم.⁴

ويمثل مصطلح "سوق رأس المال" المصطلح المعرب لكلمة "بورصة" التي هي من أصل لاتيني، وتعني الصرة أو الكيس المخصص لحمل النقود، ثم أصبحت تشير إلى النقود نفسها والكلمة تشير أيضا إلى المكان الدوري الذي كان يعقده تجار مدينة بروج البلجيكية في القصر المصرفي Vandebursen في منتصف القرن السادس عشر، وترجع كلمة بورصة إلى معنيين:⁵

المعنى الأول: هو اسم أحد كبار التجار الأغنياء وكان اسمه (Ven Den Bourse)، ولذلك أطلق لفظ "بورصة" على المكان الذي يجتمع فيه التجار وتتم فيه عمليات البيع والشراء.

المعنى الثاني: فندق في مدينة بروج "BRUGES"، كانت تزين واجهته بشعار عملة عليها ثلاث أكياس، وكان يجتمع في هذا الفندق عملاء مصرفيين ووسطاء ماليين لتصرف الأعمال.

¹ محمد صالح الحناوي، تحليل وتقييم الأسهم والسندات، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2000، ص8.

¹⁵¹ عاطف وليم أندراوس، السياسة المالية وأسواق الأوراق المالية خلال فترة التحول لاقتصاد السوق، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية، 2005، ص6.

³ عبد الغفار حنفي، الاستثمار في بورصة الأوراق المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2003، ص37.

⁴ مبارك بن سليمان بن محمد آل سليمان، مرجع سبق ذكره، ص62.

⁵ عبد القادر السيد متولي، مرجع سبق ذكره، ص161.

*سميت البورصة بهذا الاسم نسبة إلى الحائط الذي بناه المستوردون الهولنديون لحماية قطعانهم، وفي سنة 1902 أخذ الأمريكي Bernard Baruch فكرة شارع لومبارد Lombard Street في لندن الذي كانت تترم فيه الصفقات لإقراض الأموال ليطبقها على شارع wall Street ويصبح بذلك هذين الشارعين أكبر مركزين ماليين في العالم، ليتم تحويلهما بعد ذلك إلى أبنية سميت بالبورصة.

وإذا رجعنا إلى تاريخ إنشاء البورصات في العالم، نجد أن أول بورصة أنشأت كانت في مدينة أنفريس البلجيكية عام 1576م ثم في أمستردام بهولندا عام 1608 ثم لندن عام 1666 ثم باريس عام 1808م، وفي الوقت الراهن فإن من أهم البورصات تأتي بورصة نيويورك (Wall Street) * عام 1892. أما في الدول العربية فقد أنشأت مصر أول بورصة للأوراق المالية في الإسكندرية عام 1883م، كما أنشأت بورصة الأوراق المالية في القاهرة عام 1903م.¹

2- هيكل سوق رأس المال:

تعد سوق رأس المال جزء من السوق المالية، و يمكن تصنيفها طبقا لعدة أسس، حيث ينظر إليها من أكثر من زاوية فهناك من يقسم السوق المالية حسب المعاملات إلى سوق نقد وسوق رأسمال تضم هاته الأخيرة سوق التمويل الخاص بالقروض المتوسطة والطويلة الأجل وسوق الأوراق المالية:²

سوق القروض متوسطة وطويلة الأجل: وتتضمن كافة الأطراف التي تتعامل في القروض متوسطة وطويلة الأجل كالبنوك المتخصصة، وصناديق الادخار، ومؤسسات التأمين والهيئات العامة للتأمينات الاجتماعية.

سوق الأوراق المالية: ويتم من خلالها توظيف أموال المستثمرين والمدخرين، وتمويل المشاريع الاقتصادية تمويلًا طويل الأجل من خلال إصدار وتداول الأوراق المالية.

لسوق الأوراق المالية عدة أقسام، إذ أن لكل قسم منها آليات وفروع داخلية تتميز بسمات وخصائص وأدوات استثمارية، ولكنها في الوقت نفسه مترابطة فيما بينها، إذ توجد أقسام مكملة لبعضها البعض وسيتم إظهار ذلك من خلال ما يلي:

تنقسم سوق الأوراق المالية إلى سوق آجلة وسوق عاجلة حسب معيار الزمن:

السوق الآجلة: (أسواق العقود المستقبلية)، تتعامل هذه السوق في الأسهم والسندات ولكن من خلال عقود واتفاقيات يتم تنفيذها في تاريخ لاحق، بمعنى أن يدفع المشتري قيمة الورقة آتيا على أن يتسلمها في تاريخ لاحق، والغرض من وجودها هو تخفيض أو تجنب مخاطر تغير السعر.³

السوق العاجلة: وتسمى السوق الحاضرة أو الآنية وهي أسواق الأوراق المالية طويلة الأجل، إذ في هذه الأسواق يتم عقد الصفقات وإبرامها، كما يتم تنفيذها، حيث يتم تسليم واستلام ما تم التعاقد عليه مباشرة بعد إتمام الصفقة، وتنقسم السوق العاجلة إلى السوق الأولية والسوق الثانوية.¹

¹ مبارك بن سليمان بن محمد، مرجع سبق ذكره، ص 54.

² رفعت السيد العوضي، الأسواق المالية في الاقتصاد المعاصر والاقتصاد الإسلامي، الدورة العشرون للمجمع الفقهي الإسلامي، رابطة العالم الإسلامي، مكة المكرمة، 25-29 ديسمبر 2010، ص 14.

³ رشيد بوكساني، معوقات أسواق الأوراق المالية العربية وسبل تفعيلها، أطروحة دكتوراه غير منشورة، جامعة الجزائر: قسم العلوم الاقتصادية، ص 42.

• طبيعة وخصائص السوق الأولية:

تعرف السوق الأولية بأنها "السوق التي يتم فيها الترويج والاكنتاب في الإصدارات الجديدة من الأوراق المالية من أسهم وسندات الشركات وسندات الخزينة، وتتم العملية عادة من خلال بنك استثمار".² كما تعرف بالسوق التي تنشأ فيها العلاقة بين المدين والدائن أو الشركة المصدرة للسهم والشخص المكتتب به لأول مرة.³

وتخصص هذه السوق للإصدارات الجديدة والتي تخلقها مؤسسات مالية معينة تعرض فيها الورقة المالية لأول مرة على الجمهور، وتتصف عملية الإصدار بأنها عملية أولية وغير دورية أو متكررة.⁴

وللسوق الأولية ثلاثة حالات للإصدار: إما إصدارات جديدة لأول مرة تتعلق بشركات تطرح أسهمها للاكنتاب الخاص أو العام، أو إصدارات جديدة لشركات قائمة تمثل زيادة في رأس المال أو إصدار سندات لزيادة الموارد المالية، أما صورة الإصدار الأخير فهي تتمثل في إصدار جديد لرأس المال لشركات مغلقة بمعنى أنه لا يتم الطرح للاكنتاب العام وإنما يقتصر على المساهمين الأصليين للشركة.

ويتم تصريف الإصدارات الجديدة من خلال استخدام ثلاث أساليب هي:

✓ أسلوب البيع المباشر: وفقا لهذا الأسلوب تقوم جهة الإصدار بالاتصال مباشرة بالمستثمرين المحتملين لتسويق إصداراتها دون تدخل وسطاء، وذلك لتوفير الوقت والجهد، غير أنه يترتب على هذا الأسلوب تكاليف عالية وشروط قاسية بالإضافة لعدم توفر الخدمة التسويقية المناسبة،

✓ أسلوب البيع غير المباشر: يتم باللجوء إلى طرف ثالث غالبا ما تكون بنوك الاستثمار لتصريف الأوراق المالية المصدرة وفق الطرق التالية:

• أن يقوم بنك الاستثمار بتأمين تغطية الاكنتاب وجني ربح متمثل في الفرق بين سعر الشراء والبيع، أو أن يتفق مع الشركة المصدرة للأوراق المالية على تصريف الإصدار كله أو نسبة منه مقابل عمولة تتراوح بين 10 إلى 15% من حصيلة بيع الإصدار، غير أنه في هذه الحالة يتعرض لمخاطر جمة في حالة عدم قدرته على تصريف الإصدار فيستعين ببنوك أخرى لتوزيع الخسائر والتكلفة وتسويق عدد من الأوراق المالية في حالة انخفاض سعرها،

• أن يقتصر المصرف دوره على بذل قصار جهده في بيع الأوراق المالية مقابل أجر متفق عليه ولا يضمن تغطية الاكنتاب،

² سميرة لطرش، كفاءة سوق رأس المال وأثرها على القيمة السوقية للسهم دراسة حالة مجموعة من أسواق رأس المال العربية، رسالة دكتوراة غير منشورة، جامعة منتوري قسنطينة: قسم العلوم الاقتصادية، 2010، ص 42.

² أحمد بوراس، السعيد بريكة، كفاءة الأسواق العربية وتمويل الاقتصاد، الملتقى الدولي حول: سياسات التمويل وأثرها على الاقتصاديات والمؤسسات دراسة حالة الجزائر والدول النامية، الجزائر: جامعة محمد خيضر، بسكرة، 2006، ص 02.

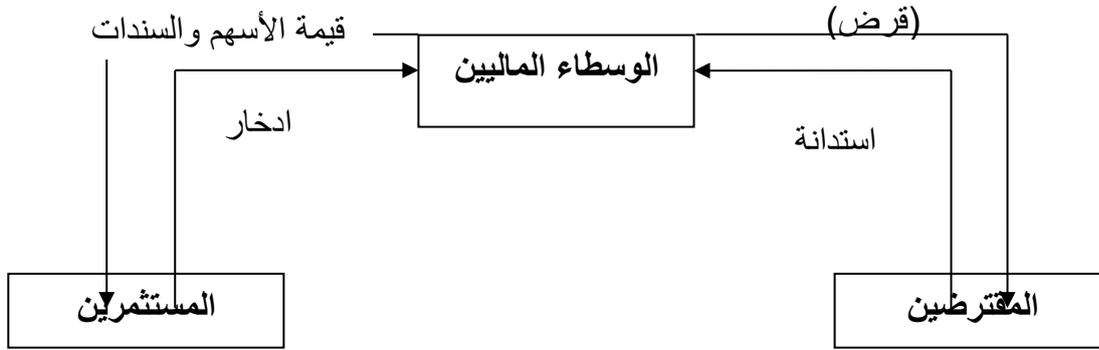
³ فيصل محمود الشاورة، مرجع سبق ذكره، ص 45.

⁴ إبراهيم أبو بكر المدني، مرجع سبق ذكره، ص 46.

• أن يلعب المصرف دور وكيل لترتيب بيع الأوراق المالية إلى مستثمرين معينين مقابل أتعاب يتقاضاها، مع إيداع حسيطة الاككتاب في حساب الشركة لدى المصرف.¹

أ- طريقة البيع بالمزاد: ويتم من خلال دعوة المستثمرين المحتملين لتقديم عطاءاتهم سواء من ناحية الكمية أو السعر، ويتم قبول العطاءات ذات السعر الأعلى ثم الأقل فالأقل إلى أن يتم تصريف كامل الإصدار.²

الشكل رقم 14: آلية التعامل في السوق الأولية



Source : Ramage Pierre, LeMarche Financier, Paris :édition d'organisation, 2002, p26 .

• طبيعة وأهمية السوق الثانوية:

سوق التداول وهي سوق تداول الإصدارات أي بيع الأوراق المالية وشرائها وذلك عبر أجهزة الوساطة المالية كبنوك الاستثمار والوكلاء المتخصصين في الوساطة بين المستثمرين والمدخرين.³

من خلال ما سبق نستنتج أنه في السوق الأولية تبرم العقود بين مصدري الأوراق المالية ومشتريها على عكس ما هو في السوق الثانوية حيث تبرم العقود بين مشتري الورقة المالية في السوق الأولية ومشتريها الجدد في السوق الثانوية، كما وتحصل الشركة في السوق الأولية على احتياجاتها من الأموال نتيجة إصدارها لأوراق مالية بخلاف السوق الثانوية التي لا تحصل فيها على أي شيء من المال بل تستفيد من شهرة تكتسبها نظير تداول أسهمها، وبالتالي فالسوق الأولية هي سوق استثمار حقيقي على عكس السوق الثانوية التي تعد سوق استثمار مالي.

أقسام السوق الثانوية ومستوياتها: تنقسم السوق الثانوية إلى سوق منظمة وغير منظمة وفق ما يلي:

أ- السوق المنظمة: (البورصة، السوق الرسمية) تتميز بوجود مكان محدد يلتقي فيه المتعاملون للبيع أو الشراء، ويدار بواسطة مجلس منتخب من أعضاء السوق، ويشترط التعامل في الأوراق المالية المسجلة.⁴

¹ مبارك بن سليمان بن محمد آل سليمان، مرجع سبق ذكره، ص72.

² نسرين بن زواي، إعادة الهندسة المالية لسوق الأوراق المالية في ظل تداعيات الأزمات، الأكاديمية للدراسات الاجتماعية والإنسانية، العدد12، 2014، ص 65.

³ زهير حامد الزبيدي، كفاءة أسواق الأوراق المالية العربية الواقع والطموح نظرة تحليلية، مجلة ديالى، العدد 57، 2013، ص 08.

⁴ عطا الله ماجد أحمد، إدارة الاستثمار، ط1، دار أسامة للنشر والتوزيع، عمان، 2011، ص152.

وتقسم الأسواق المنظمة بدورها إلى مستويين، وذلك حسب حجم وأهمية المؤسسات التي يسمح بتداول أسهمها:

❖ **السوق الأولى:** والذي يخصص للشركات الكبيرة التي تستوفي الشروط التي تضعها البورصة، كما هو حال الأسواق اليوم،

❖ **السوق الثانية:** تخصص للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة والتي تتميز بدرجة نمو كبيرة، ولكنها لا تستطيع تحقيق شروط الإدراج في السوق الأولى، وتعتبر هذه السوق بمثابة مرحلة تمهيدية لقبول المؤسسات في السوق الأولى.¹

ب- **السوق غير المنظمة:** (غير الرسمية، موازية، *marché de gré à gré, over-the-counter*) وهي السوق التي يتم التعامل فيها بالأوراق المالية بيعا وشراء من خلال سعر التفاوض بين المتعاملين عن طريق شبكات اتصال إلكترونية (ECNs) * ويتم تحديد السعر بصفة مستمرة.² ومن أبرز أسواق الأوراق المالية غير المنظمة سوق ناسداك * (NASDAQ)، ويتعامل هذا السوق بأسهم ما يقارب 5400 شركة ومنها شركات التقنية العالمية، كما يتعامل فيه أكثر من 500 تاجر يعدون صناعات السوق.³

ويرى Fischer & Jordan أن الأسواق غير المنظمة هي طرق لإجراء المعاملات أكثر من كونها مكان لإجراء تلك المعاملات،⁴ وفي الولايات المتحدة يتضمن السوق غير المنظم أسواق أخرى فرعية هي السوق الثالث والسوق الرابع، إضافة إلى أسواق أخرى تخلفها مجموعة أخرى من صناعات السوق:

• **السوق الثالث:** يتكون من بيوت السمسة من غير أعضاء الأسواق المنظمة، ومن كان لهم الحق في التعامل في الأوراق المالية المسجلة في تلك الأسواق كان سبب خلق هذه الأسواق في الولايات المتحدة الأمريكية هو

¹ محفوظ جبار، سامية عمر عبده، دور السوق الثانية في تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة: دراسة حالة فرنسا، الملتقى الدولي حول: سياسات التمويل وأثرها على الاقتصاديات والمؤسسات دراسة حالة الجزائر والدول النامية، الجزائر: جامعة محمد خيضر، بسكرة، 2006، ص6.

* هي اختصار Electronic Communications Networks ويطلق على الأسواق التي تتعامل بهذه الآلية بالأسواق الإلكترونية Electronic Markets.

³ Frederic Mishkin, Monnaie, banque et marché financiers, Paris: Pearson Education France 9^{ème} édition, 2010, p35.

** بدأ التعامل في هذا السوق في 1971/02/7، ويتولى إدارته الاتحاد الوطني لتجار الأوراق المالية (NASD National Association Of Securities Dealers)، ثم أضيف إليه عبارة العرض الآلي للأسعار Automated Quotation للإشارة إلى أن الإعلان عن الأسعار يتم وفقا لنظام إلكتروني، ومن هنا جاءت تسمية السوق NASDAQ.

³ محمد محمود الداغر، مرجع سبق ذكره، ص245.

⁴ منير إبراهيم الهندي، الأوراق المالية وأسواق رأس المال، الإسكندرية: منشأة المعارف، 2006، ص106.

عدم تمتع مؤسسات الاستثمار الكبيرة بخصم في العمولة عند تعاملها في الأسواق المنظمة إضافة إلى أن بيوت السمسة لا تدفع رسوم على العضوية في السوق ومنه انخفاض تكلفة العمليات،¹

• **السوق الرابع:** يقصد بها المؤسسات الاستثمارية الكبيرة والأفراد الأغنياء الذين يتعاملون فيما بينهم في شراء وبيع الأوراق المالية في طلبات كبيرة، وذلك كاستراتيجية إضافية للحد من العمولات التي يدفعونها للسماسة.²

تتعدد أسواق الأوراق المالية وتختلف من مجتمع لآخر تبعاً للتطور الاقتصادي والاجتماعي الفكري، والقانوني، إذ تتنوع هذه الأسواق في الاقتصاديات القوية بالدول المتقدمة على عكس ما هي عليه في الدول النامية.

3- وظائف سوق رأس المال

تؤدي سوق رأس المال مجموعة من الوظائف على قدر كبير من الأهمية في الاقتصاد الكلي، إذ تتركز وظيفتها الأساسية في تحقيق التدفقات الفعالة وذات الكفاءة العالية لأموال الاستثمارات طويلة الأجل من المدخرين إلى المستثمرين إما بطريقة مباشرة أو غير مباشرة.³

نظام التمويل المباشر: يتم تحويل الموارد لدى الأعوان ذوي الفائض إلى الأعوان الذين هم بحاجة إلى التمويل، ويتم ذلك بشكل مباشر من خلال إصدار أوراق مالية،

نظام التمويل غير المباشر: في هذه الحالة يلعب النظام المصرفي دور الوسيط في توفير الأموال الضرورية للمؤسسات التي تحتاج للتمويل.⁴

ويمكن إجمال أبرز وظائف سوق رأس المال في النقاط الآتية:

- إيجاد حلقة فعالة بين البائعين والمشتريين الأمر الذي ييسر سبل الاستثمار والتمويل للإقراض،
- توجيه الادخار نحو الاستثمارات الأكثر كفاءة وإنتاجية، الأمر الذي يولد عائد ملائم للمستثمر ويعود بالنفع العام على مستوى الاقتصاد القومي،
- وجودها يساعد السياسات النقدية والمالية على تحقيق أهدافها والحفاظ على الاستقرار الاقتصادي،⁵
- تساعد على التنبؤ باتجاهات الأسعار وحجم الإنتاج في المستقبل،⁶
- تمثل أداة غير رسمية للرقابة الخارجية على كفاءة السياسات الاستثمارية، التمويلية، التشغيلية والتسويقية للشركات المدرجة أوراقها المالية فيها حيث ينعكس أداءها على أسعار أسهمها،

¹ عباس كاظم الدعي، مرجع سبق ذكره، ص 110.

² منير إبراهيم الهندي، الأوراق المالية وأسواق رأس المال، مرجع سبق ذكره، ص 111.

³ فريد النجار، البورصات والهندسة المالية، مكتبة شباب الجامع، الإسكندرية 1999، ص 91.

⁴ عبد المجيد قدي، مرجع سبق ذكره، ص 261.

⁵ عبد القادر السيد متولي، مرجع سبق ذكره، ص 163.

⁶ فيصل محمود الشوارة، مرجع سبق ذكره، ص 59.

- تعد أداة لجذب الاستثمارات الأجنبية، وتوظيف التكنولوجيا عن طريق الاستفادة من التطورات المالية والاقتصادية العالمية، حيث تعمل سوق الأوراق المالية على زيادة الترابط مع العالم الخارجي عن طريق ارتباطها بالأسواق المالية الدولية،
- أداة للحد من معدلات التضخم في هيكل الاقتصاد الوطني حيث تساعد سوق الأوراق المالية على جذب المدخرات وامتصاص السيولة النقدية،
- تعمل على تخفيض مخاطر الاستثمار إما بالتنوع أو التحوط باستخدام العقود المستقبلية.¹

ثانيا: المتعاملون في سوق رأس المال

هناك تصنيفين للأطراف المتعاملة في سوق الأوراق المالية هما:²

1- تصنيف المتعاملون حسب الهدف من التعامل:

يمكن تصنيف الأطراف التي تتعامل في بيع وشراء الأوراق المالية حسب الهدف من وراء التعامل، والذي يعتبر الموجه الرئيسي لهؤلاء في تخطيط عمليات البيع والشراء إلى أربعة مجموعات رئيسية هي:

1-1- المضاربون المحترفون: تهدف هذه المجموعة إلى الاستفادة من فروق الأسعار لذلك يهتم المضاربون المحترفون بمتابعة تحركات الأسعار بالسوق بصفة دائمة، هذا بالإضافة إلى التنبؤ باتجاه السوق وتخطيط عملياته، ويستخدم المضارب المحترف أدوات التحليل الإحصائي والاقتصادي التي تمكنه من تفسير العوامل الخارجية المؤثرة على السوق، هذه بالإضافة إلى معرفته بالعمليات الفنية التي تدور داخل السوق.

1-2- المضاربون الهواة: وهم مجموعة تهدف إلى الاستفادة من فروق الأسعار من دون أن تهتم بدراسة العوامل المؤثرة على السوق، ولا تقوم بدراسة اتجاهات السوق، ولا تتطلب سياسة مرنة تتفق مع دورات الهبوطية والصعودية لأسعار الأسهم، وعادة ما يختفي هؤلاء من السوق نتيجة تحقيق خسائر.

1-3- المتآمرون: تهدف هذه المجموعة إلى التحكم في الأسعار وتوجيه السوق صعودا وهبوطا بوسائل مصطنعة، بهدف أن يصبح السعر السائد في الورقة المالية بالسوق أعلى أو السعر العادل الناتج عن قوى العرض والطلب العاديين، ويتميز هؤلاء بتوافر الموارد المالية الضخمة لديهم التي تمكنهم من تحقيق أهدافهم، ويستفيد هؤلاء من المحترفين من الاتجاهات الطبيعية لأسعار أسهم السوق.

1-4- المستثمرون:

هناك نوعان من المستثمرين:

- **المستثمر الداخلي:** ويهدف إلى السيطرة على الشركة وإدارتها من خلال تملك عدد كاف من الأسهم، ويكون هدفه الربح في المرتبة الثانية.

¹ عرفة سيد سالم، إدارة المخاطر الاستثمارية، ط1، دار الراجحة للنشر والتوزيع، عمان، 2009، ص 189.

² بوكساني رشيد، معوقات أسواق الأوراق المالية العربية وسبل تفعيلها، رسالة لنيل الدكتوراه في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، 2006/2005، ص ص: 50-52.

- **المستثمر العادي:** ويهدف إلى تحقيق الربح في المرتبة الأولى في الأجل الطويل، بالإضافة إلى العائد الجاري.

2- تصنيف المتعاملون إلى عارضين وطالبيين:

يمكن تقسيم المتعاملين في سوق الأوراق المالية إلى كل من العارضين والطلبين لرأس المال.

2-1- الطلبون لرأس المال: وهم أصحاب الأموال أي المدخرات، أو من لهم فائض في مواردهم المالية، ويريدون استثمارها على شكل قيم منقولة، وعلى العموم ينقسم طالبو رؤوس الأموال إلى فئتين:

- **الفئة الأولى:** تضم أصحاب الادخار الفردي، وهو الجزء المتبقي من الدخل بعد عملية الإنفاق، وتتميز هذه الفئة بقلّة رؤوس الأموال المراد استثمارها وبالتناظر وعدم التجانس.

- **الفئة الثانية:** تضم البنوك وشركات التأمين وصناديق الإيداع والادخار وصناديق الاستثمار، ومن أهم وظائف هذه الشركات عملية التوظيف في سوق الأوراق المالية بهدف تحقيق إجراءات إضافية.

2-2- العارضون لرؤوس الأموال: يقصد بالعارضين لرؤوس الأموال في شكل أوراق مالية، ويأخذون في أغلب الأحيان شكل الشركات الصناعية والتجارية، والشركات التي تصدر الاسهم والسندات لتمويل احتياجاتها، بالإضافة إلى الحكومات التي تصدر السندات، بهدف تغطية العجز في الميزانية أو بهدف امتصاص السيولة في الأسواق أو مواجهة نفقات غير عادية... الخ

بالإضافة للعارضين والطلبين يوجد الوسطاء الماليون، وهم صناع ومحركو السوق، ويمكن تقسيمهم إلى:

- السماسرة ووكلاء التبادل.

- صناديق الاستثمار.

- المحكمون والمراقبون.

ثالثاً: أدوات سوق رأس المال

يمكن تقسيم الأدوات المالية المستعملة في سوق رأس المال إلى ثلاث أصناف، أدوات مالية تثبت حق الملكية، وأدوات مالية تثبت حق الدين، بالإضافة إلى أدوات مالية متطورة تعرف بالمشتقات المالية.

1- أدوات تثبت حق الملكية (الأسهم):

وهي الأسهم التي من تصدر من طرف شركات المساهمة، وسنتطرق إلى تعريفها وأهم خصائصها وأنواعها.

1-1- تعريف الأسهم وخصائصها: هو حصة الشريك في موجودات الشركة ممثلة بصك قابل للتداول. ويعبر عن نصيب المساهم في شركة من شركات الأموال، أو الجزء الذي ينقسم على قيمته مجموع رأس مال الشركة المثبت في صك له قيمة اسمية، حيث تمثل الأسهم في مجموعها رأس مال الشركة، وتكون متساوية القيمة.¹

¹ عبد الرحمان النجدي، المعايير الشرعية للمؤسسات المالية الإسلامية، هيئة المحاسبة والمراجعة، المنامة، 2010، ص 308.

- تتسم عملية إصدار الأسهم بمجموعة من العيوب وفق ما يلي:
- أن الاستثمار في الأسهم العادية محفوف بالمخاطر مقارنة بالاستثمار في الأوراق المالية الأخرى مما ينجبر عنه عائد أعلى وتكاليف أكثر للمنشأة المصدرة له،
 - تعد أرباح الأسهم خاضعة للضريبة، على عكس فوائد السندات التي تعد تكاليفها واجبة الخصم قبل حساب الضريبة، وبالتالي فالأسهم لا تتولد عنها وفورات ضريبية، مما يرفع من تكلفة التمويل،
 - يؤدي التوسع في إصدار الأسهم إلى زيادة عدد المساهمين مما يخفض من قدرتهم التمويلية مقارنة بأعضاء مجلس الإدارة المتحكمون في اتخاذ القرارات.¹

1-2 قيم الأسهم: للسهم عدة قيم كما يلي:

- القيمة الاسمية: تحدد عند تأسيس الشركة وتدوّن في شهادة السهم الصادرة لمالكه ومجموعة القيم الاسمية للأسهم تشكل رأس مال الشركة،
- القيمة الدفترية: القيمة التي تظهر في دفاتر الشركة ويتم حسابها بقسمة حقوق الملكية (حقوق المساهمين) على عدد الأسهم المصدرة،
- القيمة الحقيقية: هي نصيب السهم في ممتلكات الشركة، بعد إعادة تقييمها وفقا للأسعار الجارية وذلك بعد خصم ديونها،
- القيمة السوقية: القيمة التي تتحدد بناء على العرض والطلب وتتأثر بعوامل متعددة مثل وضع الشركة والوضع الاقتصادي العام،
- قيمة التصفية: هي نصيب السهم من قيمة موجودات الشركة عند تصفيتها، بعد سداد حقوق الدائنين وحقوق حملة الأسهم الممتازة،

1-3-أنواع الأسهم: تصنف إلى عدة أسهم حسب عدة معايير وفق ما يلي:

- **حسب طبيعة الحصة التي يقدمها الشريك: وهي نوعين:**
 - ✓ الأسهم النقدية: وهي الأسهم التي تعطي للشريك إذا قدم حصته في رأس مال الشركة نقودا،
 - ✓ الأسهم العينية: وهي الأسهم التي تعطي للشريك إذا قدم حصته في رأس مال الشركة عينا (أرض، مصنع، بضاعة...)²
 - ✓ أسهم مجانية: وهي التي توزع على المساهمين بنسبة امتلاكهم للأسهم العادية، وتعد الأسهم المجانية بمثابة زيادة في رأس مال الشركة نتيجة احتجاز أجزاء من أرباح الشركة وبالتالي يكون للمساهمين الحق في هذه الزيادة في رأس المال.³

¹ محمد محمود الداغر، مرجع سبق ذكره، ص104.

² مبارك بن سليمان بن محمد آل سليمان، مرجع سبق ذكره، ص115-116.

³ برنامج التوعية الاستثمارية، سوق فلسطين للأوراق المالية، كانون الثاني، 2008، ص34. متاح على الموقع: www.p-s-e.com بتاريخ اطلاع: 2021/12/25.

• **حسب شكلها:** وتقسم إلى ثلاث أنواع هي:

- ✓ الأسهم الاسمية: هي تلك الأسهم التي تحمل اسم مالكها ويقيد اسمه في سجلات الشركة المصدرة للأسهم وتتداول هاته الأسهم وتنقل ملكيتها من مشتري لآخر بتقييد اسمه في تلك السجلات،
- ✓ الأسهم لحاملها: في هذه الأسهم لا يكتب اسم مالك الأسهم وإنما يتم ذكر ما يشير إليه ويتم تداولها ونقل ملكيتها إلى المشتري بمجرد المناولة أي التسليم من يد البائع إلى يد المشتري،
- ✓ الأسهم الازنية أو لأمر: يكتب في الأسهم اسم مالكها ويتم تداولها عن طريق التظهير وذلك بأمر منه عن طريق كتابة على ظهر شهادة السهم تظهر انتقال ملكيته إلى المشتري.

• **حسب استهلاكها* من عدمه:** وهي نوعين:

- ✓ أسهم رأس المال: وهي الأسهم التي لم ترد قيمتها إلى أصحابها في أثناء قيام الشركة،¹
- ✓ أسهم التمتع: ورقة مالية مجانية تمنح المساهم بدلا عن سهم رأس المال الذي تم استرداد قيمته الاسمية أو سعر التكافؤ عند اهتلاك رأس مال الشركة، يحتفظ المساهمون الذين استهلكوا أسهمهم بحقهم في الشركة باستثناء حق استرداد الإسهام وحق المشاركة في العائد الأول المقبوض على أسهم غير مستهلكة المحدد مبلغها في القانون الأساسي.²

• **حسب حقوق حملتها:** وهي نوعين هما:

- ✓ **الأسهم العادية:** وهي الأسهم التي تتكون من رأس مال الشركة وتمنح حاملها مجموعة حقوق منها:

- حق حضور الجمعية العامة للشركة والتصويت على قراراتها،
 - حق ترشيح نفسه للعضوية في مجلس الإدارة، إذا امتلك الحد الأدنى المطلوب من الأسهم،
 - حق الحصول على نصيب من الأرباح السنوية للشركة في حال تحققها وتوزيعها،
 - حق الحصول على حصة من صافي أصول الشركة عند تصفيتها،
 - حق الأولوية في الاكتتاب في الأسهم الجديدة التي تصدرها الشركة لزيادة رأس مالها،
 - حق نقل ملكية السهم إلى شخص آخر عن طريق البيع في السوق المالية،
 - حق انتخاب أعضاء مجلس إدارة الشركة،
 - حق الاطلاع على دفاتر وأوراق الشركة.
- ✓ **الأسهم الممتازة أو المفضلة:** هي حصة في ملكية إحدى الشركات والتي بمقتضاها يستطيع مالك تلك الحصة الحصول على عائد محدد يوزع سنويا بشرط قيام الشركة بتحقيق أرباح كافية لتغطية مثل هذه

*ويقصد باستهلاك الأسهم رد قيمتها إلى المساهم.

³ مبارك بن سليمان بن محمد آل سليمان، مرجع سبق ذكره، ص 116-124.

²AntoineJoseph, Marie Claire CapiouHuart, Dictionnaire des Marchés financiers, (Belgique : éditions de Boeck Université ,2010, p17.

التوزيعات، ويسمى بالسهم الممتاز لأن مالك هذا السهم يملك أفضلية معينة، وتلك الأفضلية تشمل أولوية دفع أرباح الأسهم وأفضلية استعادة قيمة السهم في حال تصفية الشركة.¹

وللأسهم الممتازة أنواع هي:

- الأسهم الممتازة المجمعة أو المتراكمة الأرباح: وهي الأسهم التي تمنح حاملها الحق في الحصول على الأرباح للسنوات التي لم يتم توزيع الأرباح فيها إما لتحقيق الشركة لخسائر أو بقرار من مجلس الإدارة بعدم توزيع الأرباح،

- الأسهم الممتازة المشاركة في الأرباح: هي الأسهم التي تعطي لحاملها الحق في مشاركة حملة الأسهم العادية في نسبة من الأرباح المقررة لهم إذا تجاوزت الأرباح الحد المعين لها،

- الأسهم الممتازة القابلة للتحويل إلى أسهم عادية: هي الأسهم التي يحق لحاملها تحويلها إلى أسهم عادية إذا نص عقد الإصدار بذلك مع تحديد نسبة الأسهم المحولة وذلك عند ارتفاع السعر السوقي للسهم العادي مما يحقق لحامله مكاسب رأسمالية،²

- الأسهم الممتازة القابلة للاستدعاء: حيث يكون للشركة المصدرة لهته الأسهم الحق في طلب إعادتها بعد فترة معينة من تاريخ إصدارها بهدف تقليص مساهمات حملة الأسهم الممتازة.³

- مقارنة الأسهم العادية بالأسهم الممتازة:

يمكن إظهار أوجه الاختلاف بين هذين الصنفين من الأسهم من خلال الجدول الآتي:

الجدول رقم 04: أوجه المقارنة بين الأسهم العادية والأسهم الممتازة

أوجه التشابه	أوجه الاختلاف
<ul style="list-style-type: none"> - لكلا من الأسهم حصة شائعة في رأس مال الشركة وهي تمثل حقوق ملكيته. - ليس لكلا من الأسهم تاريخ استحقاق محدد إلا تاريخ انقضاء الشركة. - لا تحظى كلا من الأسهم بتوزيع الأرباح في حالة تحقيق الشركة لخسائر على خلاف السندات. 	<ul style="list-style-type: none"> - للأسهم الممتازة درجة مخاطر أقل من الأسهم العادية. - لحملة الأسهم الممتازة الحق الثابت في الأرباح والأولوية في الحصول عليها عند التحقيق الشركة لها قبل الأسهم العادية. - لحملة الأسهم الممتازة الأولوية في الحصول على نصيبهم من صافي أصل الشركة عند تصفيتها قبل حملة الأسهم العادية. - للشركة الحق في استدعاء الأسهم الممتازة لمنح قيمة

¹ سمير عبد الدايم حسن العويسي، تحليل اتجاهات المستثمرين الأفراد في سوق فلسطين للأوراق المالية (دراسة استطلاعية على المستثمرين الأفراد في قطاع غزة)، رسالة ماجستير، الجامعة الإسلامية غزة: كلية التجارة قسم المحاسبة والتمويل، 2010، ص27.

² طارق عبد العال حماد، دليل المستثمر إلى بورصة الأوراق المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2000، ص22-23.

³ مؤيد عبد الرحمان الدوري، إدارة الاستثمار والمحافظ الاستثمارية، ط1، دار إثراء للنشر والتوزيع، الأردن، 2010، ص48.

تتجاوز قيمتها الاسمية لحملتها إذا نصت على ذلك في عقد الإصدار .
- ليس لحملة الأسهم الممتازة الحق في الترشح ولا المشاركة في إدارة الشركة ولا التصويت على قرارات الجمعية العامة.

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على: مؤيد عبد الرحمان الدوري، مرجع سبق ذكره، ص 47.

2- أدوات تثبت حق الدين (السندات):

2-1 تعريف السند: عرفه Joel Pariolon بأنه "ورقة استحقاق تمثل دين على مصدره طول فترة حياة السند، ويدفع المقرض فائدة ثابتة ودورية وعند موعد استحقاق السند يرجع قيمته لحامله، ويمكن بيع السند قبل موعد استحقاقه"¹، في حين يرى عبد العال أن "السندات تعبر عن علاقة مديونية ودائنية بين طرفين الأول هو مصدر السندات وهو الطرف المدين، والثاني هو المكتتب في السندات وهو الطرف الدائن، ويترتب على ذلك حقوق والتزامات أهمها تعهد المقرض بدفع فائدة معلومة مقدما ومحددة في نشرة الاكتتاب بدقة، ويلتزم المقرض بدفعها دون النظر إلى نتيجة النشاط سواء ربح أو خسارة، كما يتعهد المقرض بسداد قيمة السند في ميعاد استحقاقه أو قبل هذا الميعاد إذا تضمنت نشرة الاكتتاب هذا الأمر"². كما يعرف وليد صافي وأنس بكري السند بأنه "صك مديونية يعطي لحامله الحق في فوائد دورية، إضافة إلى حقه في استرداد قيمة الدين في تاريخ محدد"³.

2-2 أنواع السندات: تصنف السندات إلى أنواع حسب عدة معايير:⁴

- من حيث تاريخ الوفاء بقيمتها:

✓ السندات ذات التاريخ المحدد للوفاء: هي التي يحدد تاريخ استحقاق قيمتها في حق الإصدار،
✓ السندات التسلسلية: هي سندات التي تجزأ قيمتها لتستحق كل فترة معينة وكأنه تقسيم للقرض (السند) إلى أقساط،

✓ السندات القابلة للاستدعاء: وهي التي تستدعى قبل تاريخ استحقاقها لرد قيمتها إلى حاملها،

✓ السندات القابلة للتحويل: وهي السندات التي يمكن تحويلها إلى أسهم عادية أو ممتازة قبل تاريخ الاستحقاق.

- من حيث الدخل: (أي حسب نوع العوائد المالية التي يجنيها حملة الأسهم)، وهي:

✓ السندات ذات معدل فائدة ثابت: وهي التي تحدد فائدتها بنسبة مئوية يتم دفعها بصفة دورية،

¹Pariolon Joel. Les marchés financiers : www.agroparistech.fr, date de révision : 24/12/2021 .

² طارق عبد العال حماد، دليل التعامل في البورصة، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2007، ص 15.

³ وليد صافي، أنس بكري، الأسواق المالية الدولية، ط1، دار المستقبل للنشر والتوزيع، عمان، 2010، ص 260.

⁴ مبارك بن سليمان بن محمد آل سليمان، مرجع سبق ذكره، ص 202-204.

✓ السندات ذات معدل فائدة متغير: وهي السندات التي تتغير معدلات فائدة فيها حسب تغير أسعار الفائدة الجارية في السوق، كأن ترتبط معدلات الفائدة حسب تغير القوة الشرائية للنقود،

✓ السندات التي لا تحمل معدل فائدة (ذات الكوبون الصفري): هي السندات التي تباع بخصم من قيمتها الاسمية، فلا تحمل معدلا للفائدة كغيرها من السندات، وإنما يمثل الفرق بين قيمتها الاسمية التي يقبضها المشتري عند تاريخ الاستحقاق وبين السعر الذي اشتراها به الفائدة الحقيقية على القرض، وذلك أنها تباع عند الإصدار بسعر يقل عن القيمة الاسمية المدونة عليها، ولا يلتزم مصدرها إلا بدفع تلك القيمة عندما يحل استحقاقها،

✓ سندات الدخل: هي السندات التي يتم دفع فوائدها السنوية عند تحقيق الشركة لأرباح وفي حالة تحقيق الشركة لخسائر فإنه لا يتم دفع الفوائد بل تؤجل إلى سنوات لاحقة عند تحقيق الأرباح،

✓ سندات المشاركة: وهي سندات تعطي لحاملها الحق في جزء من أرباح الشركة عندما تصل إلى معدل معين، إضافة إلى الفوائد الدورية.¹

- من حيث وجود الضمان وعدمه:

✓ السندات المضمونة: وهي السندات المرتبطة بضمان عيني كعقار أو غيره من ممتلكات الشركة ويكون كضمان في حالة عجزها عن الوفاء بالتزاماتها،

✓ السندات غير المضمونة: في هاته السندات لا توجد ضمانات عينية وإنما الضمان الوحيد هو سمعة الشركة من حيث مركزها المالي وقوتها الإرادية.²

- حسب الجهة المصدرة للسندات:

✓ سندات على الدولة: هي سندات تصدرها الخزينة العامة الممثلة للدولة لتغطية العجز في الميزانية العامة أو بغرض التأثير في الاقتصاد ويكتتب فيها البنوك، الشركات القطاع العام أو الخاص،

✓ سندات الشركة: هي سندات تصدرها شركات المساهمة في حالة احتياجها للتمويل الخارجي أو احتياجها لسيولة نقدية للتوسع في مشروعاتها،

✓ سندات الدولية: الصادرة عن المؤسسات والمنظمات الدولية.³

3- أدوات تثبت حق الملكية والدين:

حيث يجمع هذه الأدوات بين خصائص كل من الأسهم والسندات، ومن أهم هذه الأدوات ما يلي:

3-1- سندات المساهمة: تصدر هذه الشهادات لأغراض مختلفة منها: تمويل الصادرات والواردات، الاستثمار في ميدان السكن، تمويل الشركات العمومية الصناعية، كما هو الحال بالنسبة لبعض الشركات الجزائرية. تختلف خصائص هذه الشهادات بعض الشيء من بلد لآخر، فبينما يخص حاملها في الولايات المتحدة الأمريكية على فائدة ثابتة إضافة إلى الأصل الذي يسدد في آخر المدة منقوصا من ذلك بعض

¹ منير إبراهيم الهندي، مرجع سبق ذكره، ص ص: 33-34.

² رشيد بوكساني، مرجع سبق ذكره، ص 63.

³ ضياء مجيد، البورصات وأسواق المال وأدواتها، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية، 2005، ص 33.

المصاريف، فإن حاملها في فرنسا يحصل على فائدة فقط وأن تاريخ الاستحقاق غير موجود، أي هي ضمن الديون الأبدية، أما في الجزائر فلقد قلد المشرع الجزائري نظيره الفرنسي في ذلك، إذ وضع خصائص على هذا النوع من الأوراق المالية، حيث جعلها غير قابلة للتسديد ويستفيد حاملها من عوائد جزء منها ثابت والآخر متغير إذ قال "لا تكون هذه السندات قابلة للتعويض إلا في حالة تصفية الشركة أو بناء على مبادرة منها ضمن الشروط المنصوص عليها في عقد الإصدار..."

3-2- السندات بقسيمات الاكتتاب في الأسهم: وهي من بين الأوراق المالية التي تجمع بين خصائص الأسهم وخصائص السندات، حيث يكون الحق لحملتها في الاكتتاب في أسهم الشركة المعنية، وذلك من خلال تسليمه لقسيمة من القسيمات التابعة لسنداته، وهذا ما يؤهله للاكتتاب في سهم أ، عدد من الأسهم بعد ذلك.

3-3- شهادات الاستثمار: تشبه هذه الأوراق المالية الأسهم العادية فيما يخص القيمة الاسمية، كما أن لحملتها نفس حقوق حملة الأسهم فيما يتعلق بتوزيع الأرباح، اقتسام الممتلكات في حالة التصفية، الاطلاع على وثائق الشركة، غير أن حملتها لا يمتلكون الحق في التصويت شأنهم في ذلك شأن حملة السندات العادية. وبذلك يمكن القول أن الشهادات الاستثمارية هي عبارة عن جزء من السهم إذ يتمثل الجزء الآخر في شهادات حقوق التصويت التي لا يمكن لحملة شهادات الاستثمار امتلاكها، وإنما هي من حق حملة الأسهم العادية.

4- المشتقات المالية:

نتيجة للتطور التكنولوجي وما أحدثته العولمة المالية من تغيرات إلى جانب ازدياد المخاطرة بالأسواق المالية برز مفهوم الهندسة المالية ليبتكر أدوات مالية جديدة لتحل المشاكل المالية، كما عمل الرأسمال البشري على إيجاد منتجات مالية حديثة تعمل على تزويد سوق الأوراق المالية بها قصد تفعيل وظيفة هذا السوق لذا استحدثت المشتقات المالية.

4-1- تعريف المشتقات المالية:

تعرف على أنها "عقود فرعية تبنى أو تشتق من عقود أساسية لأدوات استثمارية (أوراق مالية، عملات أجنبية، سلع... إلخ) لينشأ عن تلك العقود الفرعية أدوات استثمارية مشتقة"¹، كما تعرف المشتقات على أنها "أداة مالية تعتمد قيمتها على قيم متغيرات أخرى أصلية، أي تشتق قيمها من قيم تلك الأصول، والأصول التي تكون موضوع العقد تتنوع ما بين الأسهم والسندات والعملات والسلع، وتسمح المشتقات للمستثمر بتحقيق مكاسب أو خسائر اعتمادا على أداة الأصل موضوع العقد، كما تستخدم هذه الأدوات في حماية الشركات من مخاطر التقلبات التي يمكن أن تتعرض لها في مجال أسعار صرف العملات الأجنبية وأسعار الفائدة، وهي أيضا عبارة

¹ بومدين نوري، أحمد مداني، دور رأس المال الفكري في إمداد سوق الأوراق المالية بالمنتجات المالية المبتكرة، الملتقى الدولي الخامس حول: رأس المال الفكري في منظمات الأعمال العربية في ظل الاقتصاديات الحديثة، جامعة حسيبة بن بوعلي الشلف، 2010، ص3.

عن عقود مالية تتعلق ببند خارج الميزانية وتتحدد قيمتها بقيمة واحدة أو أكثر من الموجودات أو المؤشرات الأساسية المرتبطة بها"¹

من خلال التعاريف السابقة نستخلص أن "المشتقات المالية هي عقود يتم تسويتها في تاريخ مستقبلي تشتق قيمتها من قيمة الأصل محل العقد والذي يدعى بالركيزة ويتم تحديد سعر التنفيذ والكمية آنيا" وتتسم هذه العقود بدرجة من التعقيد في أنواعها وفي آلية تداولها.

4-2- أهمية استخدام المشتقات المالية:

لم يكن ظهور عقود المشتقات وليد الصدفة أو مجرد ابتكار لورقة مالية جديدة، بل جاء لسد حاجة وضرورة ملحة، وسنتطرق إلى أهمية هذه العقود والأهداف من خلال استعمالها فيما يلي:

- أداة لاستكشاف السعر المتوقع في السوق الحاضر،
- إتاحة فرصة أفضل لتخطيط التدفقات النقدية،
- تيسير وتنشيط التعامل على الأصول محل التعاقد،
- سرعة تنفيذ الاستراتيجيات الاستثمارية،
- الاحتياط ضد مخاطر التغير المتوقع في أسعار الأصول محل التعاقد، أي للاحتياط ضد مخاطر التغير في معدلات العائد، وأسعار الصرف وكذلك أسعار السلع، بما في ذلك الذهب والمعادن الثمينة الأخرى،
- استخدام المشتقات بهدف الاستثمار والمضاربة والاستفادة من تقلبات أسعار السوق لهذه المشتقات،
- تشجيع الحكومات المحلية لأسواق المشتقات كعنصر جذب لرؤوس الأموال الأجنبية.²

4-3- أنواع المشتقات المالية:

للمشتقات المالية أنواع عدة غير أنه سنقتصر الدراسة على توضيح أهمها لتسهيل الفهم وتتجسد فيما يلي:

- **العقود الآجلة:** هي اتفاق على شراء أو بيع أصل في وقت مستقبلي محدد مقابل سعر معين، ولا يتم تداوله في البورصات، ويتم بين طرفين يتخذ أحدهما المركز الطويل ويوافق على شراء الأصل محل العقد في تاريخ مستقبلي محدد مقابل سعر معين تم الاتفاق عليه، أما الطرف الثاني فيتخذ مركزا قصيرا ويوافق على بيع الأصل في نفس التاريخ مقابل نفس السعر، ويتم تسوية العقد الآجل عند استحقاقه حيث يقوم حائز المركز القصير (البائع) بتسليم الأصل إلى حائز المركز الطويل مقابل مبلغ نقدي مساوي لسعر التسليم، ومن المتغيرات الرئيسية التي تقرر قيمة أي عقد آجل في وقت ما السعر السوقي للأصل.³

- **العقود المستقبلية:** يعرف العقد المستقبلي بأنه التزام متبادل بين طرفين يفرض على أحدهما أن يسلم للآخر أو يستلم منه وبواسطة طرف ثالث (الوسيط) كمية محددة من الأصل أو سلعة معينة في مكان وزمان محددين

¹ عبد الحميد محمود البعلي، المشتقات المالية في الممارسة العملية وفي الرؤية الشرعية، الديوان الأموي الكويت: اللجنة العليا لتطبيق الشريعة الإسلامية، ديسمبر 1999، ص 6.

² محفوظ جبار، عديلة مريم، مرجع سبق ذكره، ص 25.

³ طارق عبد العال حماد، المشتقات المالية "المفاهيم-إدارة المخاطر، المحاسبة، الدار الجامعية، القاهرة، 2001، ص ص: 12-13.

وبسعر محدد،¹ ويختلف عن العقد الآجل بأنه متاح للتداول في البورصة وهو عقد ملزم لكلا الطرفين وعادة يضمنه بيت التسوية أو المقاصة، ويلتزم كل من طرفي التعاقد بإيداع نسبة من قيمة العقد لدى السمسار الذي يتعامل معه وذلك إما في صورة نقدية أو في صورة أوراق مالية وذلك بغية حماية كل طرف من المشاكل التي قد تترتب على عدم مقدرة الطرف الآخر بالوفاء بالتزاماته تجاهه.²

- **عقود الخيارات:** هي عبارة عن "عقود تعطي الحق بالبيع أو الشراء بسعر محدد لأحد طرفي العقد دون إلزامه بالتنفيذ"³، وهي كذلك نوع جديد من الاستثمارات نسبياً أول من تعامل به كانت في السوق الأمريكية عام 1971، فهذه العقود هي "عمليات أجلة يمنح فيها المشتري حق الخيار في إلغاء العملية أو إتمامها مقابل مبلغ (مكافأة) يدفعها للبائع في وقت محدد وسعر ثابت تم الاتفاق عليه مسبقاً، وبالتالي يمكن القول أن عقد الخيار يعطي لحامله أو مشتريه حق خيار شراء أو بيع أصل العقد في تاريخ محدد في المستقبل بسعر يتم تحديده وقت التعاقد ويسمى بسعر التنفيذ مقابل علاوة يحصل عليها بائع العقد، ويتم سريان تنفيذ العقد خلال الفترة بين تاريخ التعاقد وحتى تاريخ انتهاء العقد إذا كان الخيار أمريكياً، أما إذا كان أوروبياً فإن التنفيذ يتم في التاريخ المحدد لانتهاء العقد.

أنواع عقود الخيار: هناك نوعان رئيسيان من عقود الخيار هي:

أ- **خيار الشراء: (Call Option)** يعطي لحامله خيار (وليس الالتزام) شراء كمية معلومة من الأصول كالأوراق المالية أو السلع النقدية بسعر محدد في عقد الخيار خلال مدة سيران العقد بالنسبة للخيار الأمريكي مقابل عمولة تدفع للجهة التي تصدر العقد، ويصطلح على بائع خيار الشراء بأنه يأخذ وضعا قصير الأجل (Short Position) لأنه يراهن على انخفاض سعر الورقة المالية أو السلع ركيزة عقد الخيار، بينما مشتري خيار الشراء فيأخذ موضعاً طويلاً الأجل (Long Position) لأنه يراهن على ارتفاع سعر الورقة المالية.

ب- **خيار البيع (Put Option)** يعطي حامله خيار بيع كمية محددة من الأوراق المالية أو الأصول النقدية أو السلعية بسعر تنفيذ محدد في عقد الخيار خلال فترة العقد (بالنسبة للخيار الأمريكي) أو عند انتهاء فترة العقد (بالنسبة للخيار الأوروبي).⁴

- **عقود المبادلة:** هي اتفاق بين طرفين على تبادل قدر معين من الأصول المالية أو العينية في الحاضر، على أن يتم التبادل العكسي للأصل في تاريخ لاحق محدد مسبقاً، وأهم هذه العقود عقود معدلات العائد والعملات

¹ بومدين نوري، أحمد مداني، مرجع سبق ذكره، ص 4.

² محفوظ جبار، عديلة مريم، مرجع سبق ذكره، ص 26.

³ مصطفى بدر الدين قرشي، مداخلة بعنوان "التحوط وإدارة المخاطر في المؤسسات المالية الإسلامية، ملتقى حول: المنتجات المالية الإسلامية، النسخة الرابعة، مركز البيان للهندسة المالية الإسلامية، الخرطوم، 5-6 أبريل 2012، ص 15.

⁴ إبراهيم أونور، إدارة المخاطر في الأسواق المالية، سلسلة جسر التنمية، العدد 105، المعهد العربي للتخطيط، الكويت، 2011، ص ص:

وأسعار الفائدة، ويعود منشأ عقود المبادلات إلى 1970 عندما طور تجار العملة مبادلات العملة كوسيلة لتجنب الرقابة البريطانية على تحركات العملات الأجنبية.¹

الجدول رقم 05: أوجه المقارنة بين عقود المشتقات المالية

العنصر	عقود الخيارات	عقود المستقبلات	عقود الآجلة
الطرف الملتزم بتنفيذ العقد	البائع	البائع والمشتري	البائع والمشتري
التسليم الفعلي للأصل	نادرا	نادرا حيث يتم إغلاق المركز قبل أجل الاستحقاق	غالبا حيث يتم إغلاق المركز بتسليم الأصل بتاريخ الاستحقاق
عقود نمطية ومحددة القيمة	نعم	نعم	لا
نوع السوق	منظم	منظم	غير منظم
الطرف الملتزم بدفع الهامش	البائع	البائع والمشتري	البائع والمشتري
التسوية النقدية	كل يوم بيوم	كل يوم بيوم	آخر يوم بالتعاقد
مخاطر عدم السداد	منخفضة	منخفضة	عالية
مخاطر التسويق	منخفضة	منخفضة	عالية
تكلفة التعاملات	منخفضة	منخفضة	عالية
المرونة في توفرها بالسوق	منخفضة	منخفضة	عالية
درجة تذبذب الأسعار	منخفضة	محدودة	عالية

المصدر: السيد عبد القادر متولي، مرجع سبق ذكره، 260.

¹ بن علي بلعوز، استراتيجيات إدارة المخاطر في المعاملات المالية، مجلة الباحث، العدد 7، 2010، ص 339.

قائمة المراجع

المراجع باللغة العربية:

- 1- عديلة العلواني، الميسر في الاقتصاد النقدي، دار الخلدونية، الجزائر، 2014.
- 2- علي محمد شهلوب، شؤون النقود وأعمال البنوك، ط 1، شعاع للنشر والعلوم، حلب، سوريا، 2007.
- 3- أكرم حداد، مشهور هذلول، النقود والمصارف، دار وائل للنشر والتوزيع، عمان، 2008.
- 4- طاهر فاضل البياتي، ميرال روجي سمارة، النقود والبنوك والمتغيرات الاقتصادية المعاصرة، دار وائل للنشر، الأردن، 2013.
- 5- بسام الحجار، الاقتصاد النقدي والمصرفي، دار المنهل اللبناني، بيروت، لبنان، 2006.
- 6- أسامة محمد الفولي، اقتصاديات النقود والتمويل، دار الجامعة الجديدة، الإسكندرية، مصر، 2005.
- 7- حسين محمد سمحان، إسماعيل يونس يامن، اقتصاديات النقود والمصارف، دار صفار للنشر والتوزيع، الأردن، 2011.
- 8- حسين بني هاني، اقتصاديات النقود والبنوك - المبادئ والأساسيات، دار ومكتبة الكندي للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2014.
- 9- محمد الشريف إلمان، محاضرات في النظرية الاقتصادية الكلية، ط2، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2010.
- 10- ضياء مجيد الموسمي، الاقتصاد النقدي، دار الفكر الجزائري، الجزائر، 1993.
- 11- محمد عبد العزيز عجمية، مصطفى رشيد شيحة، النقود والبنوك والعلاقات الاقتصادية الدولية، دار النهضة العربية، بيروت، 1980.
- 12- فاروق بن صالح الخطيب، النقود والسياسات النقدية، ط 1، جامعة الملك عبد العزيز، جدة، 2014.
- 13- عبد الحليم عمار غربي، الوجيز في الاقتصاد النقدي والمصرفي، 2018، متاح على الموقع: www.kie.university بتاريخ اطلاع: 2020/01/13.
- 14- محمود حسين الوادي، حسين محمد سمحان، سهيل أحمد سمحان، النقود والمصارف، ط 1، دار الميسرة للنشر والتوزيع، عمان، 2010.
- 15- محمد دويدار، مبادئ الاقتصاد السياسي: الجزء الثاني الاقتصاد النقدي، منشورات الحلبي الحقوقية، بيروت، لبنان، 2001.
- 16- محمد إبراهيم عبد الرحيم، اقتصاديات النقود والبنوك، دار التعليم الجامعي، مصر، 2014.
- 17- جويل كرتزمن، موت النقود، ترجمة: محمد بن سعود بن محمد العصيمي، الميمان للنشر والتوزيع، القاهرة، 2012.
- 18- أيمن صلاح، واقع العملات الرقمية، سلسلة كتيبات تعريفية موجه إلى الفئة العمرية الشابة في الوطن العربي، العدد 10، صندوق النقد الدولي، 2021.

- 19- عبد الحليم عمار غربي، الوجيز في الاقتصاد النقدي والمصرفي، مطبوعات Kie publications الالكترونية، 2018.
- 20- جميلة الجوزي، محاضرات في الاقتصاد النقدي وأسواق رأس المال (الأنظمة النقدية)، متاحة على الموقع: <https://elearning.univ-alger3.dz/moodle> بتاريخ إطلاع: 2021/03/03.
- 21- بلعزوز بن علي، محاضرات في النظريات والسياسات النقدية، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2004.
- 22- أحمد زهير شامية، النقود والمصارف، مؤسسة زهران للطباعة والنشر والتوزيع، الأردن، 1993.
- 23- محمد الشريف إلمان، محاضرات في التحليل الاقتصادي الكلي: نظريات ونماذج التوازن واللاتوازن، منشورات برني، الجزائر، 1994.
- 24- كمال سي محمد، أوقفوا هذا اللص: التضخم ما بين النظرية والواقع، النشر الجامعي الجديد، تلمسان، الجزائر، 2021.
- 25- نجلاء محمد بكر، اقتصاديات النقود والبنوك، أكاديمية طيبة، القاهرة، 2006.
- 26- وسام ملاك، النقود والسياسات النقدية الداخلية، ط1، دار المنهل اللبناني، لبنان، 2000.
- 27- حمزة الحاج سودار، علاقة البنوك الإسلامية بالبنوك المركزية في ظل نظام الرقابة النقدية التقليدية، ط1، عماد الدين للنشر والتوزيع، عمان، 2009.
- 28- حسين رحيم، الاقتصاد المصرفي، دار بهاء الدين للنشر والتوزيع، قسنطينة، الجزائر، 2008.
- 29- فتيحة بنايبي، علاقة استقلالية البنك المركزي بفعالية السياسة النقدية، معارف مجلة علمية دولية محكمة، العدد 22، جوان 2017.
- 30- محمد إدريس، السياسة النقدية، سلسلة كتيبات تعريفية موجهة إلى الفئة العمرية الشابة في الوطن العربي، العدد 17، صندوق النقد العربي، 2021.
- 31- جميلة بغداوي، عائشة عميش، حضري دليلا، أثر استقلالية البنك المركزي في رسم وتنفيذ أهداف السياسة النقدية في الجزائر للفترة (1990-2018)، مجلة اقتصاديات شمال افريقيا، المجلد 17، العدد 25، 2021.
- 32- ضياء مجيد الموسوي، الاقتصاد النقدي، مؤسسة شباب الجتمعة، الاسكندرية، 2002.
- 33- عقيل جاسم عبد الله، النقود والبنوك منهج نقدي ومصرفي، دار ومكتبة الحامد للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، 1999.
- 34- عبد الحق بوعتروس، الوجيز في البنوك التجارية عمليات، تقنيات وتطبيقات، جامعة منتوري قسنطينة، 2000.
- 35- أحمد محمد المصري، إدارة البنوك التجارية والإسلامية، مؤسسة شباب الجامعة، مصر، 1998.
- 36- عبد القادر روشو، الوساطة المالية ودورها في إنشاء سوق تمويلية للاقتصاد الوطني دراسة حالة الجزائر خلال الفترة 2001-2018، مجلة شعاع للدراسات الاقتصادية، المجلد 03، العدد 01، مارس 2019.

- 37- وفاء أحمد محمد، الوساطة المالية في المصارف الإسلامية، بحث تطبيقي في المصرف العراقي الإسلامي: الاستثمار والتنمية، مجلة الأستاذ، معهد الإدارة الرصافة، العدد 201، 2012.
- 38- شهاب محمد مجدي، الاقتصاد النقدي، الدار الجامعية، لبنان، 1993.
- 39- أحمد محمد مندور، مقدمة في النظرية الاقتصادية الكلية، الدار الجامعية، مصر، 2004.
- 40- حنان زلافي، أثر الأهداف الوسيطة للسياسة النقدية على المتغيرات النقدية في الجزائر (العرض النقدي نموذجاً)، مجلة الدراسات الاقتصادية المعاصرة، المجلد 06، العدد 02، 2021.
- 41- عباس كاظم الدعيمي، السياسات النقدية والمالية وأداء سوق الأوراق المالية (تحليل كلي)، مجموعة النيل العربية، القاهرة، مصر، 2003.
- 42- سعيد سامي الحلاق، محمد محمود العجلوني، النقود والبنوك والمصارف المركزية، دار البازوري للنشر والتوزيع، عمان، الاردن، 2010.
- 43- عبد الكامل لهشمي، موراد حطاب، أثر السياسة النقدية على مؤشرات الاستقرار الاقتصادي بالجزائر دراسة تحليلية للفترة (2000-2019)، مجلة الاجتهاد للدراسات القانونية والاقتصادية، المجلد 10، العدد 02، 2021.
- 44- مصطفى عبد الرؤوف عبد الحميد هاشم، السياسة النقدية في النظرية والواقع العلمي في الدول النامية، مع إشارة خاصة للتجربة المصرية، دار النهضة العربية، القاهرة، مصر، 2010.
- 45- قدي عبد المجيد، المدخل إلى السياسات الاقتصادية الكلية، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2003.
- 46- بوشيب موسى، إشكالية التوفيق بين السياسة النقدية والسياسة المالية في ضبط التوازن الاقتصادي في الجزائر، رسالة ماجستير، كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير، جامعة بومرداس، الجزائر، 2010.
- 47- صالح مفتاح، النقود والسياسة النقدية، دار الفجر للنشر والتوزيع، القاهرة، مصر، 2005، ص:125.
- 48- نزار سعد الدين العيسى، مبادئ الاقتصاد الكلي، الدار العلمية الدولية ودار الثقافة للنشر والتوزيع، الأردن، ط1، 2007.
- 49- خالد واصف الوزني وأحمد حسين الرفاعي، مبادئ الاقتصاد الكلي بين النظرية والتطبيق، دار وائل للنشر والتوزيع، 2006.
- 50- نزار سعد الدين العيسى، مبادئ الاقتصاد الكلي، الدار العلمية الدولية ودار الثقافة للنشر والتوزيع، الأردن، ط1، 2007.
- 51- خالد واصف الوزني وأحمد حسين الرفاعي، مبادئ الاقتصاد الكلي بين النظرية والتطبيق، دار وائل للنشر والتوزيع، 2006.
- 52- عادل أحمد حشيش، أساسيات الاقتصاد النقدي والمصرفي، دار الجامعة الجديدة، الاسكندرية، 2003.

- 53- إبراهيم ابو بكر المديني، الأسواق المالية ودورها في التنمية الاقتصادية، مجلة علوم الاقتصاد والتسيير والتجارة، المجلد 01، العدد 17، 2008.
- 54- مبارك بن سليمان بن أحمد آل سليمان، أحكام التعامل في الأسواق المالية المعاصرة، الجزء الأول، ط 1، كنوز اشبيليا للنشر والتوزيع، الرياض، 2005.
- 55- حسن كريم حمزة، غسان رشاد عبد الحميد، سوق العراق للأوراق المالية: نشأته- تحليل وتقييم مؤشراتته، مركز الدراسات الكوفة، كلية الإدارة والاقتصاد، العدد 24، العراق، 2012.
- 56- عباس كاظم الدعيمي، السياسات النقدية والمالية وأداء سوق الأوراق المالية، ط1، دار الصفاء للنشر والتوزيع، عمان، 2010.
- 57- عبد القادر السيد متولي، الأسواق المالية والنقدية في عالم متغير، ط1، دار الفكر، عمان، 2010.
- 58- جمال جويدان الجمل، الأسواق المالية والنقدية، دار الصفاء للطباعة ونشر والتوزيع، الأردن، 2002.
- 59- محمد صالح الحناوي، تحليل وتقييم الأسهم والسندات، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2000.
- 60- عاطف وليم أندراوس، السياسة المالية وأسواق الأوراق المالية خلال فترة التحول لاقتصاد السوق، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية، 2005.
- 61- عبد الغفار حنفي، الاستثمار في بورصة الأوراق المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2003، ص37.
- 62- سميرة لطرش، كفاءة سوق رأس المال وأثرها على القيمة السوقية للسهم دراسة حالة مجموعة من أسواق رأس المال العربية، رسالة دكتوراة غير منشورة، جامعة منتوري قسنطينة: قسم العلوم الاقتصادية، 2010.
- 63- أحمد بوراس، السعيد بريكة، كفاءة الأسواق العربية وتمويل الاقتصاد، الملتقى الدولي حول: سياسات التمويل وأثرها على الاقتصاديات والمؤسسات دراسة حالة الجزائر والدول النامية، الجزائر: جامعة محمد خيضر، بسكرة، 2006.
- 64- نسرين بن زواي، إعادة الهندسة المالية لسوق الأوراق المالية في ظل تداعيات الأزمات، الأكاديمية للدراسات الاجتماعية والإنسانية، العدد 12، 2014.
- 65- زهير حامد الزيدي، كفاءة أسواق الأوراق المالية العربية الواقع والطموح نظرة تحليلية، مجلة ديالى، العدد 57، 2013.
- 66- عطا الله ماجد أحمد، إدارة الاستثمار، ط1، دار أسامة للنشر والتوزيع، عمان، 2011.
- 67- محفوظ جبار، سامية عمر عبده، دور السوق الثانية في تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة: دراسة حالة فرنسا، الملتقى الدولي حول: سياسات التمويل وأثرها على الاقتصاديات والمؤسسات دراسة حالة الجزائر والدول النامية، الجزائر: جامعة محمد خيضر، بسكرة، 2006.
- 68- منير إبراهيم الهندي، الأوراق المالية وأسواق رأس المال، الإسكندرية: منشأة المعارف، 2006.
- 69- عرفة سيد سالم، إدارة المخاطر الاستثمارية، ط1، دار الولاية للنشر والتوزيع، عمان، 2009.
- 70- بوكساني رشيد، معوقات أسواق الأوراق المالية العربية وسبل تفعيلها، رسالة لنيل الدكتوراه في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، 2006/2005.

- 71- سمير عبد الدايم حسن العويسي، تحليل اتجاهات المستثمرين الأفراد في سوق فلسطين للأوراق المالية (دراسة استطلاعية على المستثمرين الأفراد في قطاع غزة)، رسالة ماجستير، الجامعة الإسلامية غزة: كلية التجارة قسم المحاسبة والتمويل، 2010.
- 72- طارق عبد العال حماد، دليل المستثمر إلى بورصة الأوراق المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2000.
- 73- مؤيد عبد الرحمان الدوري، إدارة الاستثمار والمحافظة الاستثمارية، ط1، دار إثراء للنشر والتوزيع، الأردن، 2010.
- 74- ضياء مجيد، البورصات وأسواق المال وأدواتها، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية، 2005، ص 33.
- 75- بومدين نوري، أحمد مداني، دور رأس المال الفكري في إمداد سوق الأوراق المالية بالمنتجات المالية المبتكرة، الملتقى الدولي الخامس حول: رأس المال الفكري في منظمات الأعمال العربية في ظل الاقتصاديات الحديثة، جامعة حسيبة بن بوعلي الشلف، 2010.
- 76- مصطفى بدر الدين قرشي، مداخلة بعنوان "التحوط وإدارة المخاطر في المؤسسات المالية الإسلامية، ملتقى حول: المنتجات المالية الإسلامية، النسخة الرابعة، مركز البيان للهندسة المالية الإسلامية، الخرطوم، 5-6 أبريل 2012.
- 77- إبراهيم أونور، إدارة المخاطر في الأسواق المالية، سلسلة جسر التنمية، العدد 105، المعهد العربي للتخطيط، الكويت، 2011.
- 78- بن علي بلعزوز، استراتيجيات إدارة المخاطر في المعاملات المالية، مجلة الباحث، العدد 7، 2010.

المراجع باللغة الأجنبية:

- 1-Henri Guitton, La monnaie, Dalloz, 3^{eme} ed, 1974.
- 2- Suther Land. C.M, Monnaies Romaines, traduction française par : S de Roque feuil. Cabinet des médailles, Paris 1979.
- 3- ¹Brian Snowdon, Howard R Vane, Modern Macro economics : ItsOrigins, Development and Current State, Edward Publishing Limited, Cheltenham, UK, 2005.
- 4-DENISE FLOZAT, Le concept de banque central, Bulletin de la banque de France, N°70, Sue la site de la banque de France www.BANQUE-France.fr/FR/Bulletin/MAIN.HTM. 29/01/2019.
- 5- MICHEL ALBERT, Le concept de la banque central, Bulletin de la banque de France N° 70,Sue la site de la banque de France www.BANQUE-France.fr/FR/Bulletin/MAIN.HTM.

6- Alberto Alesina, Lawrence H. Summers, Central bank independence and Macroeconomic performance : Some Comparative evidence journal of money, credit and banking, vol 25 N°2 May 1993.

7- Cukierman, A central bank strategy credibility, and independence, Theory and evidence, the MIT press, Cambridge, 1992, p372.

8- Frederic Mishkin, Monnaie, banque et marché financiers, Paris: Pearson Education France 9^{ème} édition, 2010, p35.