



الجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية
وزارة التعليم العالي والبحث العلمي



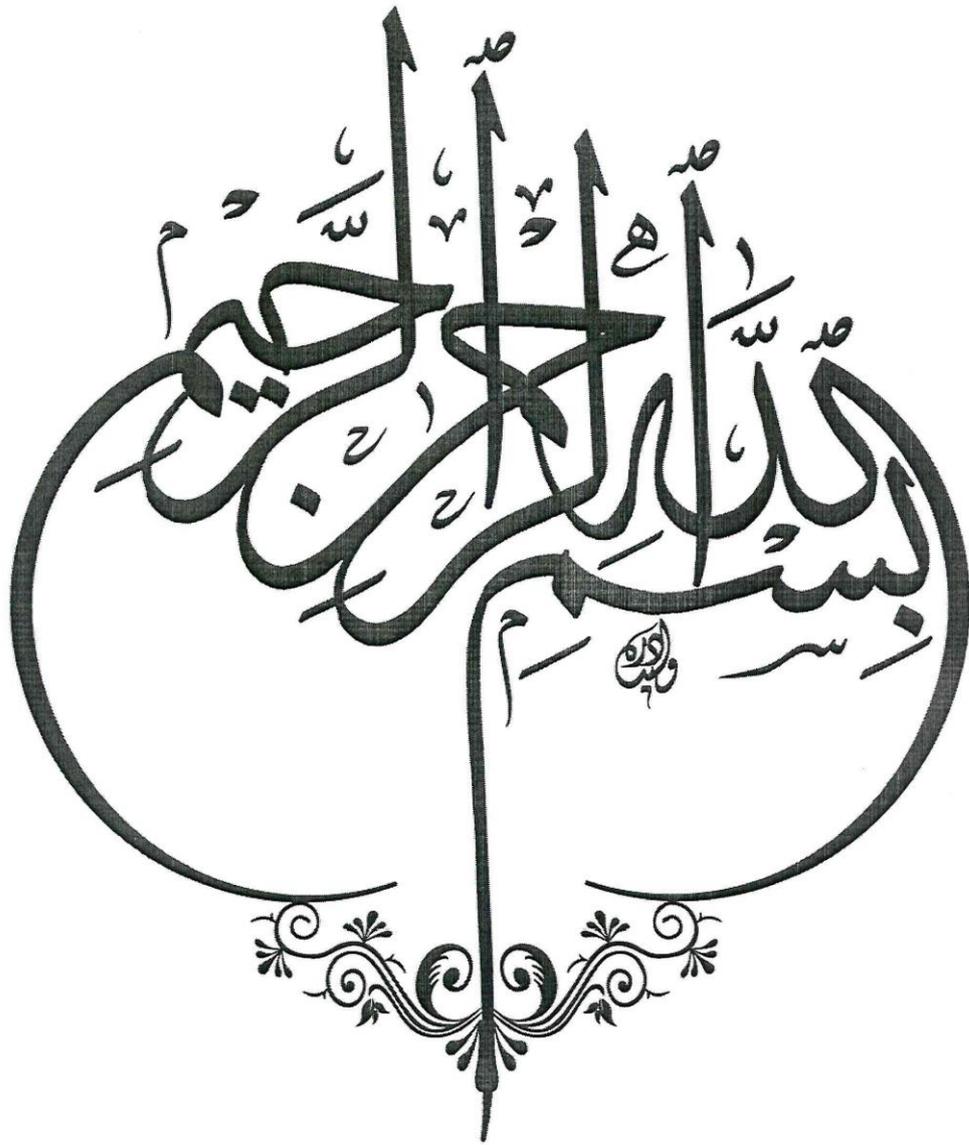
جامعة 8 ماي 1945 - قالمة
كلية: العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير
قسم: علوم التسيير

محاضرات في الاقتصاد النقدي و أسواق رأس المال

مطبوعة موجهة لطلبة السنة الثانية مالية و محاسبة و علوم التسيير و علوم
اقتصادية و تجارية

إعداد الدكتورة: شعابنة رزيقة

السنة الجامعية: 2022/2021



1..... مدخل

الفصل الأول: الإطار النظري و المفاهيمي للنقود

2 1- التطور التاريخي للنقود

2 1-1 المقايضة

3 1-2- النقود السلعية

5 1-3- النقود الورقية

6..... 1-5- النقود المصرفية

6 1-6- النقود الالكترونية

7 2- النقود: مفهومها، خصائصها و وظائفها

7 1-2- تعريف النقود

7 2-2- خصائص النقود

8 2-3- وظائف النقود

10..... 3- النظم النقدية

10 1-3- مفهوم النظام النقدي

11 3-2- أنواع النظم النقدية

14 4- الكتلة النقدية و مقابلاتها

14..... 1-4- تعريف الكتلة النقدية و مكوناتها

17..... 4-2- مقابلات الكتلة النقدية

الفصل الثاني: النظريات النقدية و تطورها

19 1- نظرية كمية النقود

19 1-1- أسس و افتراضات النظرية النقدية التقليدية

20..... 1-2- صياغة النظرية النقدية الكلاسيكية

24 1-3- ايجابيات النظرية الكمية للنقود

25 2- النظرية النقدية الكينزية

25 1-2- فرضيات التحليل الكينزي

27 2-2- النقود في تحليل كينز

- 32-2-3 أهم الانتقادات الموجهة للنظرية الكينزية.....32
- 3- النظرية الكمية الحديثة للنقود32
- 3-1- أسس و فرضيات التحليل النقدي33
- 3-2- الطلب على النقود في النظرية النقدية المعاصرة33
- 3-3- مقارنة نظرية فريدمان بالكينزيين لنظرية الطلب على النقود36

الفصل الثالث: البنك المركزي و السياسة النقدية

- 1- البنك المركزي.....38
- 1-1- نشأة و تعريف البنك المركزي38
- 1-2- خصائص البنوك المركزية.....39
- 1-3- وظائف البنوك المركزية40
- 2- السياسة النقدية.....42
- 2-1- مفهوم السياسة النقدية و أنواعها.....42
- 2-2- أهداف السياسة النقدية.....43
- 3- أدوات السياسة النقدية.....45
- 3-1- الأدوات غير المباشرة45
- 3-2- الأدوات المباشرة48
- 51..... خلاصة

القسم الثاني: الأسواق المالية و أسواق رأس المال

- 52..... مدخل

الفصل الأول: الإطار المفاهيمي للأسواق المالية

- 1- تعريف الأسواق المالية و أهميتها.....52
- 1-1- تعريف الأسواق المالية.....52
- 1-2- أهمية الأسواق المالية.....53
- 2- تقسيمات السوق المالي.....54
- 2-1- السوق النقدي.....54
- 2-2- سوق رأس المال.....57
- 2-3- سوق العملات61

الفصل الثاني: أدوات التعامل في سوق رأس المال

- 1- الأسهم 63
- 1-1 الأسهم العادية..... 63
- 1-2 - الأسهم الممتازة 66
- 2- السندات 67
- 1-2-1 تعريف و خصائص السندات 67
- 2-2-2 أنواع السندات..... 69
- 3- المشتقات المالية 71
- 1-3-1 تعريف و خصائص المشتقات المالية..... 71
- 2-3-2 أنواع المشتقات المالية 72

الفصل الثالث: تنظيم السوق المالية

- 1- المشاركون في السوق المالية 75
- 2- العمليات المرتبطة بالسوق المالية 76
- 1-2-1 العمليات العاجلة 76
- 2-2-2 العمليات الآجلة..... 77
- 3- الأوامر في سوق الأوراق المالية 77
- 1-3-1 تعريف الأمر..... 77
- 2-3-2 أنواع الأوامر 78
- 79 خلاصة
- 80..... المراجع

قائمة الأشكال

الصفحة	العنوان	الرقم
27	مخطط توضيحي لنموذج " كينز " المبسط	1
28	عرض النقود عند كينز	2
29	منحنى التفضيل النقدي للمعاملات و الاحتياط	3
30	منحنى الطلب على النقود لغرض المضاربة	4
31	تحديد سعر الفائدة التوازني عند كينز	5
45	إستراتيجية البنك المركزي في إدارة السياسة النقدية	6

قائمة الجداول

الصفحة	العنوان	الرقم
66	أوجه الاختلاف بين السهم العادي و السهم الممتاز	1

تقديم المطبوعة و الهدف منها

يهتم مقياس الاقتصاد النقدي و أسواق رأس المال بدراسة الجانب النقدي و المالي للاقتصاد، حيث قسمنا هذه المطبوعة إلى قسمين: في القسم الأول تناولنا جانب الاقتصاد النقدي من خلال دراسة التطور التاريخي للنقود، ماهيتها و وظائفها و كذا أهم النظم النقدية التي مر بها الاقتصاد النقدي في العالم، و الكتلة النقدية و مقابلاتها. كما تطرقنا كذلك في هذا القسم إلى أهم النظريات النقدية التي قامت بتفسير الظواهر النقدية بدأ من النظرية الكلاسيكية إلى النظرية الكينزية و النظرية الحديثة، و كذا البنك المركزي و السياسة النقدية باعتبارها المنظم للسوق النقدي و الكتلة النقدية المتداولة في الاقتصاد.

أما القسم الثاني فقد خصصناه إلى دراسة أسواق رأس المال و ذلك من خلال تناول المفاهيم المتعلقة بسوق رأس المال و الوظائف التي يقوم بها و كذا تقسيماته، و لقد قمنا بدراسة أغلب الأدوات المالية المتداولة في البورصات و الأسواق المالية بنوع من التفصيل، و كذا تنظيم السوق المالية.

لقد حاولنا في هذه المطبوعة تقديم إحاطة نظرية شاملة للمفاهيم و الجوانب الأساسية في موضوعات النقود و البنوك و الأسواق المالية، سيما بالنسبة لطلبة السنة الثانية علوم اقتصادية و تجارية و علوم التسيير، على النحو الذي يتيح تزويد المتلقي و إثراء معارفه في واحد من أهم مجالات علم الاقتصاد ككل.

تسعى هذه المطبوعة إلى تحقيق جملة الأهداف و المتمثلة فيما يلي:

- تمكين الطالب من فهم الظواهر النقدية و تفسيرها تفسيراً اقتصادياً.
- الإلمام بموضوع الاقتصاد النقدي و معرفة كيفية عمل كل من السوق النقدي و المالي، و التعرف كذلك على مختلف الأدوات المالية المتداولة في الأسواق المالية.
- تعتبر هذه المطبوعة تمهيداً لدراسات مستقبلية كالاقتصاد النقدي المعمق، و الدراسات المتعلقة بتحليل الأسواق المالية و البورصات.
- إن هذه المطبوعة تمكن الطالب من فهم الكثير من المعاملات المالية، و التي قد يحتاجها مستقبلاً سواء في مجال عمله، أو التعامل بهذه المعاملات المالية في الأسواق.

القسم الأول: الاقتصاد النقدي**مدخل:**

تعتبر النقود عصب الحياة الاقتصادية الحديثة و عنصرا فاعلا ضمن مجموع المتغيرات الاقتصادية بالغة التأثير في النشاط الاقتصادي، و تبعا لهذه المكانة و هذا الدور فقد شكلت النقود محور دراسات نظرية و تجريبية عديدة حاولت فهم و تحليل دور النقود في الحياة الاقتصادية، و برزت معها مجموعة من النظريات التي سعت إلى إدماج هذا المتغير ضمن النموذج الاقتصادي العام و تبيان دورها في الاقتصاد، و هذا من أجل فهم الطريقة التي من خلالها يتم توظيف النقد في تحقيق الأهداف الاقتصادية العامة على غرار النمو و التشغيل و استقرار الأسعار وفق ما اصطلح عليه بالسياسة الاقتصادية.

الفصل الأول: الإطار النظري و المفاهيمي للنقود

تمهيد:

تعتبر النقود القلب النابض في الحياة الاقتصادية و حجر الزاوية في الاقتصاد المعاصر إذ تعتبر من أقدم النظم الاقتصادية، و عاصرت الإنسان منذ آلاف السنين و لقد مرت النقود خلال تاريخها الطويل بتطور تدريجي و السبب يعود إلى تطور الحياة البشرية و تعدد الاحتياجات و تنوع الرغبات الإنسانية. لذلك تعتبر دراسة موضوع النقود من الدراسات الاقتصادية الأساسية لارتباطها و تأثيرها بالعديد من المشكلات الاقتصادية وهي تعكس أهم النشاطات الاقتصادية و المظاهر الاجتماعية، فهي تلعب دورا أساسيا في الحياة الاقتصادية خاصة دورها في التأثير على المتغيرات الحقيقية في الاقتصاد. مما تقدم يتعين أن نستهل دراستنا بالمعرفة الأساسية عن النقود من حيث نشأتها، مفهومها، خصائصها، أنواعها و وظائفها.

1- التطور التاريخي للنقود:

إن النقود كظاهرة اقتصادية تاريخية لا يمكن تفسير حاضرها إلا بماضيها و هي تستدعي منا وصفا لها من خلال تطورها التاريخي، و ما ارتبط به هذا التطور من أشكال و خصائص انعكست على أدوارها الوظيفية و على التنظيمات التي تحقق لها أداء مهامها، و تشكل في النهاية مجموعة وسائل الدفع التي يحوزها الاقتصاد في فترة معينة و العوامل المؤثرة فيها.

1-1 المقايضة:

تعتبر المقايضة من أقدم وسائل التبادل و نقصد بها تبادل سلعة بسلعة أخرى يكون الفرد بحاجة إليها، حيث كان الإنسان في العصور البدائية الأولى ينتج حاجاته البسيطة بنفسه و يحقق بذلك صفة الاكتفاء الذاتي على مستوى الفرد و العائلة، و بالتالي لم تكن هناك حاجة إلى التفكير في عملية التبادل كونه لم يكن موجودا آنذاك. و بمرور الزمن و زيادة حاجات الأفراد أدرك الإنسان أنه لا يستطيع تلبية جميع حاجاته بنفسه، و أصبح كل فرد يتخصص في إنتاج سلعة معينة بكميات أكبر من حاجته و يقوم بمبادلة هذه السلع مع أشخاص آخرين ينتجون سلعا مختلفة عن سلعته، فظهرت المقايضة ثم توسعت حيث أصبحت السلع تتبادل في الأسواق و حتى خارج القبائل و الأقاليم.¹

أظهر نظام المقايضة بالتجربة صعوبات عديدة في عمليات البيع و الشراء و ما يصاحب ذلك من ضياع الوقت و الجهد و هو ما يقلل من فرص التبادل، و فيما يلي نذكر أهم صعوبات المقايضة أو نقائصها و هي:

¹ عبد الصمد سعودي (2018)، الاقتصاد النقدي و الأسواق المالية، الابتكار للنشر و التوزيع، عمان، ص 26.

- صعوبة تحقيق التوافق بين رغبات المتعاملين: أي رغبة كل شخص في الحصول على السلعة التي يعرضها شخص آخر نوعا و كمية، و بذلك يصبح كل شخص من الاثنتين عارضا لسلعته و طالبا لسلعة الشخص الآخر، و هذا يكون ممكنا عندما يكون السوق مكونا من عدد قليل من الأطراف. إلا أن زيادة عدد الأطراف و عدد السلع المعروضة تؤدي أكثر فأكثر إلى زيادة التناقضات.

- صعوبة التوصل إلى نسب مبادلة السلع ببعضها البعض: و ذلك لتعذر وجود وحدة مشتركة للحساب كمقياس مشترك للقيم، حيث يتطلب الأمر في هذه الحالة تقدير عدد كبير من نسب المبادلة يتحدد بعدد السلع المتداولة في السوق، فلو كنا نعيش في مجتمع يتعامل فيه مائة سلعة ذات أنواع و مواصفات مختلفة فان قيمة كل سلعة يجب أن تحدد و تعرف بالمقارنة بالتسع و تسعين سلعة الأخرى. و لنا أن نتصور مدى الجهد و الوقت الذي يتطلبه هذا الأمر إذا بلغ عدد السلع عدة آلاف على سبيل المثال.¹

- صعوبة تجزئة السلع: فعندما تكون بعض السلع صغيرة الحجم أو يمكن تجزئتها بسرعة إلى وحدات صغيرة فان هذا لا يطرح مشكلا كبيرا، و لكن المشكلة تحدث عندما نكون أمام سلع غير قابلة للتجزئة لكبر حجمها و ارتفاع قيمتها، فإذا كان شخص يملك حديقة و يرغب في مبادلتها بحصان و خروف و سمك فان نظام المقايضة في هذه الحالة يقف عاجزا أمام حل هذه المشكلة.

- صعوبة التلاقي في الزمان و المكان: أي صعوبة التلاقي في مكان واحد يتسع لكل العارضين للسلع و للسلع المعروضة، خاصة بعد تزايد عدد العارضين و تزايد أنواع و كميات السلع المعروضة و بالتالي زيادة عدد وسائل النقل. كما تتمثل هذه الصعوبة في صعوبة التلاقي في الزمان المحدد المناسب لعرض كافة السلع التي لا يتم إنتاجها في فصل واحد، فالخضار و الفواكه قد لا يتوافق زمن إنتاجها مع زمن إنتاج الحبوب مثلا.

1-2- النقود السلعية: ظهر أول شكل من أشكال النقود في شكل سلع مقبولة تعارف الإنسان على استخدامها كوسيط في عملية التبادل، و لقد استخدم الإنسان أنواعا لا حصر لها من سلع كوسيط للقيمة و مقياس لها، فاستخدم الإغريق الماشية كنقود، و تعارف أهل سيلان على استخدام الأفيال كنقود، و استخدم الهنود الحمر التبغ، بينما كانت نقود أهل الصين السكاكين، و استخدم المصريون القمح كسلعة نقدية. و تتمثل النقود السلعية في النقود التي تتعادل قيمتها كسلعة أو قيمتها السوقية أو قيمتها الذاتية مع قيمتها كنقد أو قيمتها القانونية، و القيمة السلعية هي القيمة المصنوع منها النقد.²

إلا أن استعمال النقود السلعية في التداول واجه عدة مشاكل أهمها ما يلي:

✓ تعرض بعض أنواعها للتلف بمرور الزمن مثل المحاصيل الزراعية (القمح و الشعير).

¹محمود عبد الرزاق، اقتصاديات النقود و البنوك و الأسواق المالية (2013)، الدار الجامعية، الإسكندرية، ص 21-22.

²السيد محمد أحمد السريتي، محمد عزت محمد غزلان(2010)، اقتصاديات النقود و البنوك و الأسواق المالية، مؤسسة رؤية للطباعة و النشر و التوزيع، ص15.

✓ صعوبة تجزئة بعض أنواعها أحيانا لتحقيق رغبة المبادلة في المبادلات التجارية البسيطة مثل (الحيوانات الحية).

✓ ارتفاع تكاليف تخزينها و نقلها نظرا لكبر حجمها، و احتياجها إلى أماكن خاصة لحفظها.

1-3-3- النقود المعدنية: بسبب بعض الصعوبات و المشاكل التي سبق الإشارة إليها بدأت بعض الشعوب في التخلي عن استخدام النقود السلعية و اللجوء إلى استخدام نوع آخر من النقود، ألا و هي النقود المعدنية (على الأخص الذهب و الفضة).

1-3-1- أشكال النقود المعدنية: اتخذت النقود المعدنية ثلاثة أشكال و كانت كما يلي:¹

أ- النقود الموزونة: كانت النقود المعدنية توزن حسب القانون الروماني عند أي عقد أو معاملة تصفى كعقود الشراء و البيع، و ذلك بحضور شخصية بارزة تسمى حامل الميزان الذي كان يقوم بوزن المعدن النفيس (الذهب) و ذلك من أجل إثبات شرعية المعاملات و منع الغش، و يعطي الكمية اللازمة منه للدائن لتسديد الدين.

ب- النقود الحسابية: كان التحول ثقيلًا من أجل أن تصبح النقود الموزونة إجبارية، كما أن التحول ليس سريعا بأن تقسم السبائك إلى قطع و أجزاء، و كانت في البداية عبارة عن كريات معدنية و شكلها كان يتطلب معالجتها لأن تكون مسطحة، و تم خلق قريصات أو أشكال بيضوية و التي كان من السهل حسابها أو عدّها و استعمالها.

ج- النقود المسكوكة (المضروبة): خوفا من أخطار الغش و التزوير في هذه النقود بدأت السلطات تحرص على أن تقوم بضمان سك النقود المعدنية حتى تمنح ضمانا للعمليات المعدنية المسكوكة و التي تكون مطابقة للمواصفات القانونية، فلم يعد بإمكان الأفراد سك النقود المعدنية بل تولت الدولة حق ضرب النقود و هو ما يضيف عليها طابع الضمان، و أصبحت العملة تعمل على أحد وجهيها صورة أو اسما لصاحب السلطة و هو يجسد الدولة.

1-3-2- خصائص النقود المعدنية: تتميز النقود المعدنية بعدة خصائص، نذكر منها ما يلي:²

✓ إن للذهب و الفضة من الصفات الذاتية ما تجعلهما مقبولين لدى جميع الناس نظرا لما يتمتعان به من جمال الرونق و سهولة التعرّف عليهما.

✓ قابلية الذهب و الفضة للتجزئة من غير أن تنقص قيمة أجزائهما و هي منفصلة عنهما أو متصلة.

✓ يكاد المعدنان الذهب و الفضة أن يكونا غير قابلين للتلف.

¹ عبد الصمد سعودي، مرجع سبق ذكره، ص 30-31.
² حسين علي بني هاني (2013)، اقتصاديات النقود و البنوك : الأسس و المبادئ، دار الكندي للنشر و التوزيع، عمان، ص 23-24.

- ✓ ثبات قيمة المعدنين نسبيا بالقياس إلى غيرهما من السلع و ذلك لضآلة الإنتاج الجاري منهما.
- ✓ التماثل التام في جوهر المعدنين النفيسين (الذهب و الفضة) و هو ما يجعل بالإمكان قياس عيار هذين المعدنين و التحكم فيه، بحيث يمكن إخراج مسكوكات ذهبية أو فضية متماثلة تمام التماثل في الجوهر و التركيب و الحجم و الوزن.
- ✓ لَمَّا كان معدنا الذهب و الفضة نادرين نسبيا فان قيمتهما مرتفعة، مما يسهل نقلهما من مكان إلى آخر و يحبب إلى الناس استعمالهما أداة جيدة لاختزان القيمة.

1-4- النقود الورقية: ظهرت النقود الورقية في القرن السابع عشر و ذلك حيث تأصلت مادة معدنية لدى التجار و الأفراد في أوروبا، حيث كان الأفراد يؤزعون ما لديهم من نقود معدنية لدى الصاغة أو الصيارفة ممن يملكون خزائن حديدية، و ذلك ليحتفظوا لهم بتلك الأشياء النفيسة في تلك الخزائن بعيدا عن أيدي اللصوص و قطاع الطرق نظير مبلغ معين يسمى "قائدة". ثم تطور الأمر و زادت ثقة الأفراد بهؤلاء الصيارفة و أصبح الأفراد المودعون يحصلون على صكوك تتضمن تعهدا برّد الوديعة بمجرد الطلب.

و في بداية الأمر كانت هذه الصكوك اسمية و لكن بعد تزايد المعاملات بين الناس أصبح الأفراد يقومون بتظهيرها لبعضهم البعض لتسوية الصفقات في البيع و الشراء، و ذلك دون الحاجة إلى الرجوع إلى المودع لديهم. و مع التطور أصبح من الممكن قبول الصك ذاته بدون تظهير، و بذلك دخل عملية التبادل و صار نقدا بعد كان مجرد سند لوجود نقود معدنية.¹

هذا و قد حدث تطور جديد في تاريخ النقود الورقية و التي عرفت بالنقود النائبة و هي النقود المغطاة بالكامل، و ذلك حينما أصدر مصرف "استكهولم" مستندات ورقية تمثل ديننا عليه قابلة للتداول و تعهد بأداء قيمتها بالنقود المعدنية عند الطلب، و مع الوقت لم يعد المصرف ملزما بإبقاء قيمة هذه الصكوك من النقود المعدنية كاملة لديه و إنما أصبح الأمر مرتبطا بمنح الائتمان.

و مع الإفراط في إصدار هذه السندات بطريقة قد تتضمن مخاطر العجز عن مواجهة الطلبات المفاجئة لتحويلها إلى نقود معدنية، و كذا حدوث ظاهرة التضخم النقدي كان لا بد من تدخل الحكومات لوضع الضوابط لهذا الأمر، و ذلك بقصر إصدار النقود الورقية على مصرف تجاري واحد في بادئ الأمر ثم مصرف مركزي تابع لهذه الحكومات، و أضفت بذلك صفة الإلزام القانوني بدلا من الاختياري بالنسبة لقيمة هذه النقود.

هذا و يمكن أن ندرج بعض الملاحظات على النقود الورقية الإلزامية و هي كما يلي:²

- ✓ تطور الوعي النقدي أدى إلى قبول النقود الورقية و هناك تجربة قبل ذلك و هي تجربة بريطانيا أثناء

¹ جلال جويده القصاص (2019)، اقتصاديات المصارف و النقود الرقمية (بيتكوين) من منظور إسلامي، دار التعليم الجامعي، الإسكندرية، ص 21.

² خالد سعيد البحيسي، محاضرات في النقود و البنوك و الأسواق المالية، قسم الاقتصاد و العلوم السياسية، كلية التجارة، الجامعة الإسلامية، غزة.

الحرب العالمية الأولى حيث تخلت عن نظام الذهب و طبقت نظام النقود الورقية الإلزامية، أي أنه أصبح هناك قناعة أن قوة النقود لا تستند إلى محتواها الذهبي و لكنها تستند إلى سعرها القانوني بصفقتها وسيط للتبادل.

✓ أصبحت النقود الورقية نقود محلية تستمد قوتها من قوة القانون المحلي (الطلب و العرض)، و أصبحت النقود رمزا لسيادة الدولة.

✓ النقود الورقية غير قابلة للتحويل إلى ذهب أو فضة.

✓ أصبحت قيمة النقود تتغير وفقا لمصلحة البلد بتحديد العلاقة بين النقود و النشاط الاقتصادي، حيث أنه كلما يزداد النشاط الاقتصادي تزيد كمية النقود المعروضة.

1-5- النقود المصرفية: تمثل هذه النقود أرقى أنواع النقود و أحدثها و أكثرها انتشارا، و تتمثل النقود

المصرفية في الودائع الجارية أو الودائع تحت الطلب لدى البنوك التجارية التي تتداول ملكيتها من فرد إلى آخر من خلال الشيكات، و بالتالي فان الشيكات ليست النقود المصرفية و إنما هي وسيلة أو أداة تداولها، بينما النقود المصرفية فهي تتمثل في الوديعة ذاتها أو القيد الدفترى لدى البنك التجاري.

و يستخدم هذا النوع من النقود على نطاق كبير جدا حاليا خاصة في الدول و المجتمعات المتقدمة، التي تتميز بارتفاع مستوى الوعي النقدي و المصرفي لدى غالبية الأفراد بها و اتساع نطاق المعاملات المصرفية. و النقود المصرفية تعد نقودا اختيارية و بالتالي فإنها لا تمثل نقودا انتهائية، حيث تكون النقود الانتهائية و الأصلية هي النقود الورقية القابلة للتحويل إليها.¹

1-6 النقود الإلكترونية: مع التقدم الكبير في تكنولوجيا الاتصالات و تزايد استخدام الحواسيب الآلية و انتشار

استخدام الأنترنت فقد ظهرت وسائل حديثة لتسوية المدفوعات، و ذلك للاستفادة من مزايا عملية الدفع الفوري باستخدام النقود المصرفية و هو ما يعرف بالنقود الإلكترونية و تأخذ عدة صور لعل أهمها ما يلي:

▪ البطاقات المدينة (Debit Cards): و تصدر من قبل البنوك للأفراد الذين لديهم حسابات جارية أو ودائع توفير لدى هذه البنوك، و يستطيع حاملي هذه البطاقات إجراء عمليات الشراء للسلع و الخدمات مقابل خصم الثمن للبائعين فورا، و بطريقة الكترونية من حساباتهم الجارية لدى بنوكهم إلى الحسابات الجارية لصالح البائعين.

▪ الشيكات الإلكترونية (Electronic Checks): يستطيع الأفراد الذين يتعاملون مع شبكة الأنترنت استخدام الشيكات الإلكترونية في دفع الفواتير من حساباتهم مباشرة دون الحاجة إلى إرسال الشيك الورقي.

▪ الدفع النقدي الإلكتروني (Electronic Cash): و يرمز لها بالرمز (E- Cash) و يتم استخدامها من خلال

¹علي عبد الوهاب نجا و آخرون (2018)، النقود و السياسات النقدية و الأسواق المالية، دار التعليم الجامعي، الإسكندرية، ص 19.

الأنترنت في سداد قيمة المشتريات من السلع و الخدمات و يطلع عليها بالأنترنت البنك.

2- النقود: مفهومها، خصائصها و وظائفها.

لقد تعددت التعاريف الخاصة بالنقود بسبب اختلاف وجهات نظر المفكرين الاقتصاديين حيث حاول بعضهم تعريف النقود بالاستناد إلى بعض خصائصها أو الوظائف التي تقوم بها، بالإضافة إلى المفهوم الواسع للنقود .

2-1- تعريف النقود: إن تقديم تعريف دقيق للنقود أمرا ليس سهلا لأنه سوف يواجه الكثير من العقبات و

الاختلافات ففضاء عمل النقود في الحياة العملية و ليس أمرا مجردا، كما أن مفهوم النقود دائم التطور و التغيير المستمر.

التعريف الأول: ما نجده عند فيشر (1911م) إذ يقول " كل حق ملكية من شأنه أن يحضى بالقبول العام في المبادلات يمكن أن نسميه نقدا"¹.

التعريف الثاني: " تعرف النقود على أنها أي شيء يؤدي وظيفة النقود و يحضى بالقبول العام، و هذا هو التعريف الوظيفي للنقود، أي تعريف النقود حسب وظائفها، و حتى تؤدي النقود وظيفتها كأداة مبادلة مقبولة يجب أن تتمتع بصفة القبول العام، سهولة حملها، استحالة بلاها و تأكلها، قابليتها للتجزئة، تجانسها و ندرتها النسبية"².

التعريف الثالث: "النقود هي أي شيء يجيز العرف أو القانون في استعماله في دفع ثمن السلع أو في تسوية الديون، بشرط أن يكون ذلك الشيء يلقي القبول العام لدى الأفراد، و النقود هي وسيلة التعامل لا تطلب لذاتها إنما لما يمكن أن تحققه من منفعة"³.

2-2- خصائص النقود: من خلال التعاريف السابقة يتبين لنا أنه يجب أن تتوافر مجموعة من الخصائص

حتى يتسنى لنا الحكم على الشيء الموجود قيد الدراسة بالنقود، و يمكن أن نحدد السمات الأساسية التي تتسم بها النقود المعروفة لنا بشكلها الآتي كما يلي:⁴

- القبول العام: و يقصد بالقبول العام هنا أن يطرح الجمهور ثقته بها أي أن تداول النقود بين الناس يعود إلى قناعة المجتمع بها، و يمكن أن ينشأ هذا القبول العام باتفاق جميع أفراد المجتمع على قبول سلعة معينة تتداول بينهم لتسديد قيم السلع و الخدمات أي كأداة مبادلة، كما يمكن فرض مثل هذا الاتفاق العام بواسطة الحكومة فالقانون يمنح ذلك الشيء صفة القبول العام في تسديد قيم المعاملات.
- القابلية للتجزئة: يجب أن تكون النقود قابلة للتجزئة إلى وحدات ملائمة من القيم لتسديد قيم المعاملات

¹ محمد الشريف المان (2010)، محاضرات في النظرية الاقتصادية الكلية، الطبعة الثانية، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، ص 3.

² ضياء مجيد الموسوي (1993)، الاقتصاد النقدي، دار الفكر الجزائري، الجزائر، ص 23.

³ محفوظ بصيري (2020)، محاضرات في الاقتصاد النقدي و أسواق رأس المال موجهة لطلبة السنة الثانية ليسانس علوم التسيير، جامعة أكلي محند أولحاج،

البويرة، ص 6.

⁴ عبد الصمد سعودي، مرجع سبق ذكره، ص 36-37.

الصغيرة و تمويل مختلف الأحجام، مما يزيد في فعالية الأدوار المنوط بها و بالتالي يزداد قبولها في الحياة الاقتصادية.

- سهولة الحمل و التجزئة: بفضل النقود أصبح بالإمكان حمل و نقل قوة شرائية كبيرة في صورة أوراق نقدية لا يكلف حملها أي نفقات، و يتمتع حاملها بقوة شرائية تنتقل معه في كل زمان ومكان، و بذلك فإن النقود صغيرة الحجم و كبيرة القيمة.
- الدوام و الثبات النسبي في القيمة: و ذلك حتى يتمكن النقد من ربط الحاضر بالماضي و التنبؤ بالمستقبل، و هذه الخاصية تشترطها وظيفة مخزن القيم و وظيفة الدفع اللتان ترتبطان ارتباطا وثيقا بالزمن، لأن عدم ثبات قيمة النقد يفقد ثقة الناس فيه و يخلق بالتالي اضطرابا في المعاملات.
- غير القابلة للتلف و التقليد: بمعنى أن يكزن هذا الشيء المستخدم كنقود لا يتعرض بسهولة إلى التلف و التقليد، بحيث تختار المواد التي تصنع منها النقود حيث تكون مقاومة للتلف و معمرة نسبيا، و صعوبة تقليدها و أن لا يحدث تغيير على جوهرها نتيجة انتقالها و استعمالها و كثرة تداولها.
- أداة نسبية في فضاء إقليمي محدد: إن خاصية التعميم للنقود ليست مطلقة فهي أداة للتسييد أو الشراء في مساحة معينة إقليميا، لأن لكل دولة نقودها و لكن مع ظاهرة العولمة يمكن لبعض العملات أن تكون عالمية التداول كالدولار و اليورو مثلا.
- النقود أداة عامة و شاملة: أي غير محددة و ليست مخصصة و هذه الخاصية تميز النقد عن غيره من الأوراق مثل سند الشراء أو تذكرة السفر أو بطاقة الهاتف و التي هي مخصصة لغرض معين، و من ثم فهي ليست عامة و لا نهائية و بالتالي تتميز النقود بعدم التخصيص.
- أن تكون وحداتها متجانسة و متماثلة: و ذلك لأن الاختلاف بين القيمة الشرائية لوحدات النقود المستعملة في التداول يؤدي إلى اختفاء الوحدات النقدية المرتفعة القيمة الشرائية و بقاء الوحدات النقدية الأقل قيمة من التداول.

2-3- وظائف النقود:

هناك مجموعة من الوظائف و كذا الفوائد و الخدمات التي تقدمها النقود و توفرها العملة للمتعاملين في

المجالات المختلفة، يمكن تلخيص تلك الوظائف و الفوائد في العناصر التالي:

2-3-1- الوظائف الأساسية للنقود: و هي التي جاءت للقضاء على صعوبات المقايضة فكانت النقود

مرتبطة بالنشأة، و تتمثل فيما يلي:

- النقود كوسيط للمبادلة: إن اعتبار النقود كوسيط للتبادل يعني قبول المتعاملين لها في السوق أي أن تكون مقبولة قبولاً عاماً من جانب جميع الأفراد، و القبول العام للنقود يتطلب درجة عالية من الثقة في قيمة الوحدة

من النقود، و قيمة الوحدة من النقود لا يقصد به قيمتها النقدية حيث أنها ثابتة لا تتغير بل تمثل قيمة النقود الحقيقية، حيث يرتبط القبول العام للنقود من المتعاملين في السوق على درجة الثقة في قيمتها. و بذلك تعتبر وظيفة النقود كوسيط للمبادلات الوظيفية الأولى و الأساسية التي استعملت النقود من أجلها، حيث استخدمت النقود كواسطة بين البائع و المشتري.

➤ النقود كمقياس للقيم: تعتبر هذه الوظيفة هي الوظيفة الأساسية الثانية المباشرة للنقود إذ تعتبر النقود وسيلة للتعبير العددي للسلع و الخدمات الموجودة في السوق و نسبة كل سلعة إلى السلع الأخرى، فهي أداة تمكن المشتري من الربط بين كل مادة ينبغي شراؤها بقيمة معينة و بالتالي هي وحدة محاسبة، فالنقود تلعب دور مقياس للقيمة لتسهل الحساب الاقتصادي و تمنح تجانس في أسعار السلع و الخدمات.

و يشترط لاستخدام النقود كمقياس للقيم أن تتمتع بثبات نسبي في قيمتها بصفة عامة في فترة محددة و في منطقة محددة، و هذا ما يمكنها من أداء وظيفتها كمقياس للقيم بصفة مرضية و بكفاءة و دقة.¹

➤ النقود كمخزن (مستودع) للقيمة: تتمثل هذه الوظيفة في قيام الأفراد بالاحتفاظ بجزء من ثروتهم في شكل نقود لغرض استعمالها كوسيط للتبادل في المستقبل، و هذه الوظيفة هي امتداد لوظيفة النقود كمقياس للتبادل أو مشتقة منها. و لكن النقود ليست المستودع الوحيد للقيمة حيث توجد مستودعات أخرى للقيمة بخلاف النقود و هي الأصول الحقيقية الأخرى كالعقارات و المباني و السيارات و الأصول المالية كالأسهم و السندات، و نجد في الواقع لكل مستودع من مستودعات القيمة مزايا و عيوب مزايا أحدها عيوب الآخر و العكس صحيح.

2-3-2- الوظائف المكملة (الثانوية) للنقود: و هي وظائف مشتقة و مكملة و التي نوجزها فيما يلي:

➤ النقود كمقياس للمدفوعات الآجلة: بمعنى أن تستخدم النقود كمقياس للقيم المستقبلية فنقوم النقود بقياس الديون و الصفقات و غيرها من المدفوعات الآجلة بقدر محدد من الوحدات النقدية، و دور النقود كمقياس للدفع المؤجل مبني على وجود ثقة بين الأفراد في استقرار القيمة الحقيقية للنقود، و ذلك لأن التقلبات في القيمة الحقيقية للنقود سواء بالارتفاع أو الانخفاض سوف يقلص من دورها كمقياس للمدفوعات الحالية و ربما يجعلها غير صالحة كوحدة للمدفوعات الآجلة. و بذلك فإن الشرط الأساسي لقيام النقود بوظيفة مقياس للمدفوعات الآجلة بكفاءة عالية هو الاستقرار النسبي في قيمة النقود أي استقرار القوة الشرائية لوحدة النقد.²

➤ النقود كأداة للتراكم الرأسمالي: لقد انتقلت وظيفة النقود من مجرد أداة لتسهيل المبادلات في الاقتصاد النقدي المعاصر إلى أداة أساسية مرتبطة بأسواق رأس المال، بحيث تعتمد هذه الأخيرة على النقود في تحويل

¹ محمود عبد الرزاق، مرجع سبق ذكره، ص 25.

² السيد محمد أحمد السريتي، محمد عزت محمد غزلان، مرجع سبق ذكره، ص 29.

الأرصدة المالية من أصحاب الفائض (المدخرين) إلى جانب أصحاب العجز المالي (طالبي الاستثمار).

2-3-3- الوظائف الاقتصادية: لقد أبرزت النظرية الحديثة و الأحداث الاقتصادية المتتالية أن للنقود حركية

خاصة في الاقتصاد، و تبرز هذه الوظائف فيما يلي:

➤ النقود كأداة من أدوات السياسة النقدية: تقوم النقود بتمويل الاستثمارات الشيء الذي يجعلها في مركز المبادرة بالنسبة للحياة الاقتصادية، فانتساع إصدارها يؤدي إلى الازدهار و التطور و انخفاضها ينتج عنه الانكماش الاقتصادي، و هكذا تؤثر على الأسعار و التوازن الاقتصادي.

➤ النقود كعامل من عوامل الإنتاج: و الذي يتمثل في رأس المال الذي هو أداة تكنولوجية مادية و ضرورية لتحقيق العملية الإنتاجية.

➤ النقود الاحتياطية لقروض البنوك: إن وجود كمية من النقود في البنوك من شأنها تمكين البنوك من إقراض عملائها و تيسير عمليات الائتمان و الاقتراض، فإذا كان لدى المتعاملين مع البنوك مبلغ من النقود فإنهم يستطيعون على أساسه (سواء أودع في البنك أم لم يودع) أن ينالوا قرضا أو يفتح لهم اعتماد.¹

3- النظم النقدية:

إن تطور الأنظمة النقدية هو انعكاس لطبيعة التطورات الاقتصادية و الاجتماعية في المجتمعات المختلفة، و هناك ارتباط وثيق بين هذه التطورات و التطورات النقدية التي فرضت شكل النظام النقدي المتبع و السائد في مرحلة معينة.

3-1- مفهوم النظام النقدي: يعرف على مستويين: محلي و دولي.²

▪ على المستوى المحلي: هو مجموعة الإجراءات و القواعد التي تتضمن تعيين وحدة التحاسب النقدية، أي تلك الإجراءات التي تضبط إصدار و سحب النقد الأساسي (النهائي) من التداول كما يعني أيضا قواعد ضابطة لخلق و إلغاء أنواع أخرى من النقد (النقد الاختياري) كالودائع.

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

و بناء على التعريف السابق نجد أن النظام النقدي يتضمن مجموعة من القواعد المنظمة للعمليات التالية:
أ- تحديد وحدة النقد الأساسية: و هنا تتحدد وحدة النقد الأساسية و كذلك الأنواع الأخرى من النقود المتداولة، و تحديد وحدة النقد الأساسية هو أساس كل نظام نقدي حيث يتم تحديد الوحدة النقدية الأساسية التي تنتسب إليها قيم الأنواع الأخرى من النقود، فإذا تحددت مثلا قيمة الوحدة الأساسية بمقدار معين من الذهب

¹ وديع طوروس(2011)، المدخل إلى الاقتصاد النقدي، ط 1، المؤسسة الحديثة للكتاب، لبنان، ص 30.
² عبد الصمد سعودي، مرجع سبق ذكره، ص 51.

كانت الوحدة النقدية الذهبية هي النقد الأساسي لهذا النظام، و إذا كان النقد الأساسي هو الذهب أطلق على النظام نظام الذهب، و إذا كان النقد الأساسي هو الفضة أطلق عليه نظام الفضة و هكذا، أما إذا كانت قيمة النقد الأساسي لا تربطها علاقة ثابتة بأي نوع من المعادن سمي هذا النظام بالنظام الورقي.

ب- إصدار النقود و سحبها من التداول: و ذلك من خلال السلطة النقدية التي يترأسها البنك المركزي بصفته الجهة المسؤولة وحدها عن الإصدار النقدي و تحديد كميته، و غالبا ما تشاركه في هذه السلطة وزارة المالية.

ت- المحافظة على القيمة التبادلية للعملة: و يتم ذلك من خلال مجموعة القوانين و التشريعات و الإجراءات الهادفة إلى رفع الكفاءة الإدارية للنقود و الائتمان داخل المجتمع، و بشكل يضمن تحقيق الأهداف الاقتصادية التي تسعى لتحقيقها الدولة مثل تحقيق معدلات مرتفعة من النمو الاقتصادي و تحقيق الاستقرار النسبي في أسعار العملة المحلية داخليا و خارجيا إضافة إلى أهداف أخرى مهمة.

3-2- أنواع النظم النقدية: أبرز النظم النقدية التي مرت عليها النقود يمكن حصرها في ثلاث نظم: نظام

المعدنين، نظام المعدن الواحد، النظام الورقي الإلزامي.

3-2-1- نظام النقد وفق المعدنين (الذهب و الفضة): يعكس النظام النقدي المعدني تطورا هاما في

إدراك المجتمعات و نظرتها للنقود، كما يُعبّر الانتقال إلى النظام المعدني عن اتجاه بشري نحو التوافق حول ماهية النقود و مضمونها، و هو ما أدى إلى تضييق دائرة الأشياء التي تستخدم كنقود و في هذا الإطار كان هناك اتجاه إنساني تدريجي نحو استعمال المعادن النفيسة خاصة الذهب و الفضة كنقود.¹

و لقد نُظِمَّ التداول النقدي في النظام القائم على أساس المعدنين كما يلي:

- يتم تعريف الوحدة النقدية بوزن معين من المعدنين و ذلك بموجب قانون، و هذا ما يؤدي إلى تحديد العلاقة بين قيمتي معدن الفضة و معدن الذهب و على أساس هذه العلاقة تعطى صفة القبول العام للمعدنين.
- يمتلك الأفراد الحرية التامة في سك النقود لما يمتلكونه من ذهب و فضة.
- يتساوى القيمة التجارية و النقدية للمعدنين فإذا خالفت القيمة التجارية النسبة القانونية المعطاة للمعدنين (بسبب تفاعل قوى العرض و الطلب) و جب تعديل القيمة (النسبية) القانونية للمعدنين وفقا لمعطيات القيمة التجارية.

و لقد ظلت النسبة القانونية للمعدنين ثابتة نسبيا خلال فترة زمنية طويلة لكن هذا الاستقرار تغير مع مرور الزمن، و ذلك نتيجة التغيرات الحاصلة في إنتاج و استعمال كل من المعدنين أو لإحدهما (العرض و الطلب عليهما). و عليه ظهرت اختلافات كبيرة في النسبة القانونية للمعدنين من جهة و القيمة التجارية لهما من جهة

¹ الطاهر لطرش (2012)، الاقتصاد النقدي و البنكي، ط2، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، ص28.

أخرى، فأصبح المعدن ذو القيمة التجارية المنخفضة أكثر تداولاً كنفود و المعدن ذو القيمة التجارية العالية أقل تداولاً كنفود.

و بذلك ظهرت فكرة النقود الجيدة و النقود الرديئة و المعروفة بقانون " غريشام ": (النقود الرديئة تطرد النقود الجيدة من التداول)، حيث أن الأفراد يقومون بتداول النقود الرديئة و الاحتفاظ بالنقود الجيدة و استعمالها لأغراض تجارية، و بذلك فالنقود الجيدة تختفي من التداول و النقود الرديئة تسود إلى التداول.

و كما حدث تغير في صفة الجودة لصالح أحد المعادن كلما تحدث عملية إصلاح نقدي حيث تغير النسبة القانونية بينهما و هكذا إلى أن توصلت هذه الإصلاحات لإتباع النظام النقدي الذهبي.

3-2-2- نظام النقد وفق المعدن الواحد (نظام قاعدة الذهب): سنتنصر على دراسة نظام الذهب كمثال

لنظام المعدن الواحد الذي ارتبطت به معظم دول العالم منذ عام 1821 و حتى الحرب العالمية الأولى.

تكون الدولة و نظامها النقدي قائم على قاعدة الذهب إذا ما توفرت الشروط التالية:¹

- تحديد الدولة لقيمة العملة الوطنية بوزن معين من الذهب بحيث يصبح لها سعر ثابت بالذهب.
- ترك الحرية الكاملة لحركات الذهب من حيث التصدير و الاستيراد.
- إقامة علاقة بين الكمية المعروضة من النقود داخل كل دولة و بين كمية الذهب التي بحوزتها.

هذا و تشمل قاعدة الذهب ثلاث أشكال رئيسية وفقاً للترتيب التاريخي و الاختفاء التدريجي للذهب من التداول الداخلي، و ذلك على النحو التالي:

❖ نظام المسكوكات الذهبية: و في هذا النظام يتم تداول المسكوكات الذهبية على شكل قطع نقدية متماثلة في الوزن و العيار تختم عليها رمز الدولة، و يشترط في هذا النظام:²

✓ تعريف الوحدة النقدية (الفرنك، الدولار...) على أساس وزن ثابت و عيار معين من الذهب بموجب قانون يضبط العملية.

✓ توافر حرية كاملة لسك العملة .

✓ توافر حرية الصهر: يمكن تحويل المسكوكات الذهبية إلى الذهب السلعي.

✓ توافر الحرية الكاملة لتحويل العملات الأخرى المتداولة إلى النقود الذهبية على أساس السعر القانوني

الثابت للذهب، و قابلية صرف العملات الأخرى على أساس سعر التعادل بين وزن كل عملة من الذهب.

و في ظل هذا النظام تداولت المسكوكات الذهبية إضافة إلى الأوراق النائبة أو النقود الاختيارية و أصبح

¹ محمود عبد الرزاق، مرجع سبق ذكره، ص 36.

² فائزة لعرف، محاضرات في اقتصاد نقدي و أسواق رأس المال، جامعة محمد بوضياف ب المسيلة، ص 14.

للذهب وظيفة مزدوجة، فقد اعتبر الذهب وسيلة لتسوية الالتزامات الدولية على المستوى الدولي و على المستوى المحلي كانت العملات الذهبية وسيلة الدفع المقبول.

❖ نظام السبائك الذهبية: بعد انتهاء الحرب العالمية الأولى وجدت الدول أن لا مصلحة لديها في العودة إلى نظام المسكوكات الذهبية بسبب اتساع نطاق المعاملات التجارية من ناحية و عدم حاجة الناس من ناحية أخرى إلى تحويل البنكنوت إلى ذهب، و من ثم تم التوافق على نظام السبائك الذهبية و الذي اتصف بما يلي:

➤ لا تتداول فيه المسكوكات الذهبية و تسحب من السوق و يستمر البنك المركزي في شراء ما يعرض عليه مقابل إصدار نقود ورقية حتى يحول دون ارتفاع قيمته النقدية عن قيمته السوقية مما يؤدي إلى اختفاء المسكوكات الذهبية من التداول.

➤ لا يوجد حرية لتحويل الذهب إلى نقود إلا على شكل سبائك قيمة أصغر سبيكة تساوي 7575 دولار أمريكي، و عندما عادت بريطانيا إلى نظام قاعدة الذهب عام 1925-1931 اشترطت أن لا يقل وزن السبيكة الذهبية عن 400 أوقية ذهب أي ما يعادل 1700 جنيه إسترليني.

➤ كان التحوّل إلى هذا النظام خوفا من خروج الذهب من خزائن الدولة، مما يؤدي إلى عدم كفاية الاحتياطي و عدم التمكن من تحقيق التوازن في ميزان المدفوعات.

➤ قلّل هذا النظام من الإسراف في الذهب و أبقى على حرية انتقاله من دولة إلى أخرى على شكل سبائك، كما ظلت أسعار الصرف ثابتة كما كان في النظام السابق.

إلا أن هذا النظام سمح بتسرب الذهب إلى خارج البنوك مما أدى إلى تعديل هذا النظام لأي نظام يسمح بتركز الذهب لدى الدول بتقليل المسحوب منه، و بالتالي تم تعديل النظام السابق إلى نظام جديد يسمى بنظام السبائك الذهبية المعدّل، و في هذا النظام لا يسمح ببيع السبائك إلا وفقا لشروط معينة و بعد تقديم طلبات، حيث أصبح هناك فحص دقيق لطلبات شراء الذهب للجمهور و ظل هذا النظام حتى قبيل الحرب العالمية الثانية.

❖ نظام الصرف بالذهب: وفي ظل هذا النظام يتم تبديل عملة دولة معينة بالذهب من خلال وسيط هو عملة دولة أخرى، أي أن عملة أي دولة لا تتحدد على أساس الذهب مباشرة و إنما ترتبط بنسبة ثابتة بعملة دولة أخرى تسيّر على نظام السبائك الذهبية. و مثال ذلك العلاقة بين الجنيه المصري و الذهب حيث لا يتم تحويل الجنيه المصري إلى ذهب إلا من خلال وسيط هو الجنيه الإسترليني.¹

3-2-3- النظام النقدي الورقي الإلزامي: و هو ذلك النظام الذي يقوم على إصدار عملات نقدية ورقية من خلال السلطة النقدية و المتمثلة في البنك المركزي، دون أن يكون لها صلة بالاحتياطي من الذهب لدى الدولة و إنما يتم الإصدار النقدي بناء على مقتضيات نمو النشاط الاقتصادي و الظروف الاقتصادية التي يمر بها

¹ خالد سعيد البحصي، مرجع سبق ذكره.

المجتمع و قيمة حجم الاحتياطي من النقد الأجنبي و العملات القابلة للتحويل و المقبولة لتسوية المعاملات الدولية.

4- الكتلة النقدية و مقابلاتها:

تعتبر الكتلة النقدية من أهم العوامل المؤثرة على مستوى النشاط الاقتصادي في أي بلد لذا فان السلطات النقدية تسعى دائما إلى حسن التحكم فيها بما يتلاءم و تطور النشاط الاقتصادي، فتحدد حجم الكتلة النقدية ليس مجرد عملية تتحكم فيها السلطات النقدية وحدها بل هي عملية تتجم عن تفاعل متشابك لسلوك شتى الجهات الاقتصادية.

4-1- تعريف الكتلة النقدية و مكوناتها:

يشكل عرض النقد الأداة الأهم التي تستخدمها السلطات النقدية ممثلة بالبنك المركزي للتأثير على المتغيرات الاقتصادية ذات العلاقة، و في سياق التعرف على مفهوم عرض النقد أو ما يطلق عليه بعض الاقتصاديين بالكتلة النقدية.

4-1-1- تعريف الكتلة النقدية:

تعرف الكتلة النقدية على أنها: "مجموعة وسائل الدفع المتاحة للمجتمع خلال فترة زمنية معينة و التي تكون بحوزة الأفراد و المشروعات و المؤسسات المختلفة"، كما تعرف على أنها: "مجموعة الوحدات النقدية المتداولة في الاقتصاد خلال مدة زمنية معينة".¹

يمكن القول أن الكتلة النقدية هي تلك النقود الموجودة في أوساط المجتمع أي السيولة التي يستعملونها في حياتهم اليومية و أرصدة الأفراد و المؤسسات المتواجدة لدى البنوك و كذا الودائع مثل الذهب و الفضة.² و قد أخذ مفهوم عرض النقد حيزا واسعا من الجدل بين الاقتصاديين حول إعطائه مفهوم محدد و متفق عليه و كذلك حول الآلية المناسبة لاحتسابه، كما أن عرض النقد يعد بمثابة دين على الجهاز المصرفي أو الجهة التي تتولى عملية الإصدار، إذ يمثل التزاما عليها و حقا لحائزيه على التصرف المطلق بالمبالغ التي بحوزتهم.

4-1-2 - مكونات الكتلة النقدية: يطلق على العناصر المكونة للكتلة النقدية بالمجمعات النقدية و هي مرتبطة

حسب درجة سيولتها، و كذا تبعا لمعايير تتعلق بخصائص النقد و سلوك الوحدات الاقتصادية كما يلي:

¹ أحمد شهاب الحمداني، رفاة شهاب الحمداني، عبد القادر نايف (2018)، قياس أثر التغيرات في عرض النقد على الناتج المحلي الإجمالي العراقي للمدة (2005-2015)، مجلة المنصور، العدد 30، ص 2.

² صلاح الدين دادة، محمد كريم بويهي (2020)، دور آليات السياسة النقدية في التحكم بمعدلات التضخم في الجزائر دراسة قياسية للفترة (1990-2018)، مجلة دراسات العدد الاقتصادي، المجلد 11، العدد 2، ص 26.

❖ القاعدة النقدية (B):

تدعى كذلك " الأساس النقدي" و تتصف بالسيولة التامة و تشمل القاعدة النقدية على النقدية المتداولة خارج الجهاز المصرفي و التي تتكون من النقود الورقية الإلزامية التي يختص البنك المركزي بإصدارها، و النقود المساعدة المعدنية و الورقية التي في أيدي الأفراد و منشآت الأعمال و التي تستخدم كوسائل دفع التي تختص دار السك أو وزارة الخزانة بإصدارها¹. بالإضافة إلى الاحتياطات النقدية لدى البنوك في صناديقها و حساباتها لدى البنك المركزي.

و على هذا الأساس تكون القاعدة النقدية: $MB = C + R$

حيث أن:

C: النقدية المتداولة خارج الجهاز المصرفي

R: إجمالي الاحتياطات المصرفية.

❖ المجمع النقدي (M1):

يشمل وسائل الدفع الكاملة السيولة (مثل الأوراق النقدية التي يصدرها البنك المركزي و التي تتداول بين الأعوان غير الماليين، و نقود التجزئة الصادرة عن الخزينة العمومية و المدمجة في التداول من قبل البنك المركزي)، و الودائع تحت الطلب بالعملة الوطنية و التي تتداول بالشيكات الموجودة لدى مؤسسات الإقراض و الخزينة و كل المؤسسات التي يسمح لها القانون بذلك و التي تكون حسب قانون كل بلد². و يرمز لهذا المفهوم في الإحصائيات النقدية الدولية بالرمز (M1) و يتوافق هذا المفهوم الضيق للكتلة النقدية مع وظيفة النقود كوسيط للتداول، و ذلك أن المدفوعات تتم إما باستخدام أوراق البنكنوت أو النقود المساعدة و غالبا ما تتم بواسطة الشيكات.

و بذلك يمكن التعبير عن عرض النقود بالمعنى الضيق من خلال المعادلة التالية: $M1 = DD + C$

حيث أن:

DD : ودايع تحت الطلب (جارية)، أي يتم السحب منها عن طريق الشيكات.

C: العملة المتداولة خارج الجهاز المصرفي.

و بذلك يتضح مما ذكر أعلاه أن هناك طرفين يحددان عرض النقود بالمفهوم الضيق و هما البنك المركزي و البنوك التجارية.

¹ السيد محمد أحمد السريتي، محمد عزت محمد غزلان، مرجع سبق ذكره، ص 75.

² مفتاح صالح (2005)، النقود و السياسات النقدية: المفهوم، الأهداف، الأدوات، دار الفجر للنشر و التوزيع، الجزائر، ص 55.

❖ المجمع النقدي (M2):

و هو مفهوم أوسع نسبيا للعرض النقدي و يعرف بالسيولة المحلية الخاصة و يستند إلى وظيفة النقود كمخزن للقيمة، و يشمل هذا المقياس لعرض النقود ليس فقط على النقود السائلة أو عالية السيولة، كما في مجموع وسائل الدفع M1 و لكن يشمل بالإضافة إلى ذلك على عناصر أقل سيولة مثل الودائع الادخارية M1 و الودائع بإخطار لدى البنوك التجارية و كذلك شهادات الإيداع الادخارية بالبنوك التجارية.¹

و يمكن التعبير عن المعنى الواسع لعرض النقود من خلال المعادلة التالية:²

$$M2 = M1 + TD$$

حيث أن:

M2: عرض النقد بالمعنى الواسع.

TD: الودائع الزمنية.

❖ المجمع النقدي (M3):

و يطلق عليه مفهوم السيولة المحلية الإجمالية و يشمل بالإضافة إلى المفهوم الواسع M2 و دائع الأفراد الادخارية و الأصول الأخرى عالية السيولة لدى المؤسسات غير المصرفية كشركات الاستثمار و التأمين و الشركات الادخارية، و هذا المفهوم إنما يعبر عن توسع الحكومة في النشاط الاقتصادي مما تمخض عنه ظهور أشكال جديدة للسيولة ممثلة بمطلوبات المؤسسات المالية الوسيطة غير النقدية مثل مؤسسات الادخار الأخرى.³ و بذلك فإن المجمع النقدي M3 يمثل السيولة الكلية للاقتصاد، و يشمل المجمع النقدي M2 و الودائع لأجل (S) أو يطلق عليها كذلك و دائع ادخارية لدى مؤسسات مالية غير مصرفية. و تعطى بالعلاقة:

$$M3 = M2 + S$$

مما تقدم نجد أنه يمكن الحصول على تعريف أوسع للنقود بحيث يشمل على مكونات كل من M1 و M2 و تلك الأصول المالية الأخرى التي تتصف بدرجة عالية نسبيا من السيولة مثل الودائع الحكومية و الودائع الآجلة و الادخارية لدى المؤسسات المالية في المجتمع بخلاف البنوك التجارية، و هذا التعريف الواسع للنقود هو الذي يحدد العرض النقدي في المجتمع في صورته الرسمية.

❖ المجمع النقدي (M4):

يتضمن بالإضافة إلى M3 أوراق الخزينة التي بحوزة الأعوان غير الماليين الصادرة عن المؤسسات،

¹ إسماعيل أحمد الشناوي، عبد النعيم مبارك (2000)، اقتصاديات النقود و البنوك و الأسواق المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، ص 91.
² محمد الصيد أحمد، عبد الرحمن علي محفوظ (2019)، تأثير عرض النقود و سعر الصرف على الناتج المحلي الحقيقي- دراسة تطبيقية على الاقتصاد الليبي للفترة (1990-2017)، مجلة كليات التربية، العدد الرابع عشر، ص 370.
³ أحمد شهاب الحمداني، رفاة شهاب الحمداني، عبد القادر نايف، مرجع سبق ذكره، ص 3.

سندات الخزينة القابلة للتداول الصادرة عن الدولة و الموجودة لدى الأعوان غير الماليين.¹ استنادا إلى ما سبق نجد أن كمية النقود المتداولة تمثل كافة أشكال النقود التي بحوزة الأفراد أو المؤسسات و التي تختلف أشكالها بمدى التطور الاقتصادي و الاجتماعي و تطور العادات المصرفية في المجتمعات، كما أن كمية النقود المتداولة تعتبر التزاما للمؤسسات المصدرة لها : البنك المركزي و البنوك التجارية و كذلك الخزينة العامة اتجاه الوحدات الاقتصادية.

4-2 مقابلات الكتلة النقدية:

تتمثل العناصر التي تجري عليها عمليات إنشاء أو خلق النقود في أربعة أنواع:

➤ الذهب النقدي: يعد الذهب أصل حقيقي يمثل قوة شرائية معترف بها من طرف جميع الاقتصاديين، و يقوم حائزي الذهب بالتنازل عنه لصالح البنك المركزي فيصبح ملكا له، و يعطي مقابل ذلك نقود قانونية إلى هذه الجهة و هنا نقول أن البنك المركزي قد قام بتتقيد هذا الأصل.

➤ العملات الأجنبية: تعد العملات الأجنبية أصل حقيقي و إن كانت تأخذ شكل نقدي، و عليه فتدقق العملات الأجنبية إلى الداخل و إلى الخارج يعكس علاقة الدولة اقتصاديا بالعالم الخارجي، و هذه العملات تعتبر قوة شرائية تستخدم في الخارج. و عندما يقوم حائزو هذه العملات بمبادلتها مقابل قوة شرائية وطنية إلى المؤسسات المصرفية، هذه المؤسسات تتوجه بدورها إلى البنك المركزي لمبادلتها و تحويلها مقابل عملة وطنية، و هنا نقول أن البنك المركزي قام بتتقيد هذه الأصول أي إصدار نقود قانونية مقابل ذلك.²

➤ القروض المقدمة للاقتصاد: لضمان سير النشاط الاقتصادي و نموه تقوم البنوك التجارية بمنح قروض لتمويل مختلف المشاريع و النشاطات الاقتصادية انطلاقا من المبالغ المودعة لديها و توظيفها، أو قد تلجأ إلى البنك المركزي الذي يمكنها من إعادة خصم الأوراق التجارية أو منحها قروض بصفته المقرض الأخير للنظام المصرفي، و تعتبر هذه القروض من أهم العناصر المفسرة لأسباب الإصدار النقدي و الأكثر تأثيرا على الكتلة النقدية.

➤ القروض المقدمة للخزينة: تمثل الخزينة العامة الكيان المالي للدولة و كثيرا ما تطلب الدولة قروضا من البنك المركزي و البنوك الأخرى لمواجهة نفقاتها العامة مقابل سندات تصدرها على نفسها، و تمثل هذه السندات أحد الأجزاء المقابلة للكتلة النقدية لأن ارتفاعها يؤدي إلى زيادة كمية النقود المتداولة و العكس صحيح.³ و بذلك فان الخزينة العامة إذا لم تتمكن من تغطية نفقاتها العامة فإنها تلجأ إلى البنك المركزي، البنوك التجارية

¹ وسام مويسي، أمال بوسمينة (2020)، تحليل تطور الكتلة النقدية في الجزائر في ظل تقلبات أسعار النفط خلال الفترة 2000-2017، مجلة العلوم الإنسانية لجامعة أم البواقي، المجلد 7، العدد 2، ص 660.

² بوقوم محمد (2014)، محاضرات في الاقتصاد النقدي و أسواق رأس المال، جامعة 8 ماي 1945 - قالمة، ص 24.

³ عادل أحمد حشيش (2004)، أساسيات الاقتصاد النقدي و المصرفي، دار الجامعة الجديدة، مصر، ص 54.

و الوحدات الاقتصادية لسد هذا العجز في ميزانية الدولة ، فالقروض المقدمة إلى الخزينة هي:

- التسبيقات المقدمة من طرف البنك المركزي.

- السندات التي تكتتبها المؤسسات المالية و المصرفية.

- السندات التي يكتتبها الجمهور (عائلات و مشروعات).

و بذلك و من خلال ما سبق يتبين لنا أن العناصر المقابلة للكتلة النقدية تمثل مجموعة الديون العائدة لمصدري النقد و شبه النقد، و التي تكون سبب أو مصدر الكتلة النقدية مما يعني أن للنقود أجزاء مقابلة تفسر سبب إصدارها، و التي تتمثل في الذهب و العملات الأجنبية القروض المقدمة للاقتصاد و القروض المقدمة للخزينة.

الفصل الثاني: النظريات النقدية و تطورها.

تمهيد:

تهتم نظريات الطلب على النقود بتوضيح العوامل الرئيسية المحددة للطلب على النقود في النشاط الاقتصادي، كما تهتم بتوضيح إلى أي مدى يتأثر الطلب على النقود بمعدلات الفائدة (أسعار الفائدة) و التغيير فيها و ذلك لأن معدلات الفائدة و التغيير فيها تؤثر على الأنشطة الاقتصادية.

لقد بدأت الكتابات الاقتصادية في نظرية الطلب على النقود منذ نهاية القرن التاسع عشر و بداية القرن العشرين خاصة في كتابة عدد من الاقتصاديين أمثال ارفنج فيشر، و بيجو، ثم ظهور الفكر الكينزي و النظرية الكينزية في الطلب على النقود، و أخيرا النظرية الحديثة في الطلب على النقود لميلتون فريدمان.

1- نظرية كمية النقود:

لقد ظهرت نظرية كمية النقود في كتابات الاقتصاديين الكلاسيك في القرن التاسع عشر و بداية القرن العشرين، و يعد منهج الاقتصادي الأمريكي " ارفنج فيشر " الذي نشر في كتابه " القوة الشرائية للنقود " عام 1911 من أبرز المساهمات الكلاسيكية في هذا المجال.

يقصد بالنظرية النقدية التقليدية" تلك النظرية التي نشأت و تطورت بفضل جهود الاقتصاديين في كل من المدرستين الكلاسيكية و النيوكلاسيكية و التي تبلورت فيما بعد و أصبحت تعرف باسم النظرية الكمية للنقود"¹.
اعتبر الفكر التقليدي أن التوازن الاقتصادي يتحقق دائما بصورة تلقائية عند مستوى التشغيل الكامل، و أن النقود- بصفتها وسيط للتبادل- ليست سوى حجاب يخفي تحته الجوانب الحقيقية للنشاط الاقتصادي دون أن يكون له أدنى تأثير عليها مما يفيد حيادية النقود، بمعنى اقتصار دورها على تسهيل العمليات الاقتصادية دون التدخل فيها أو التأثير عليها.

1-1- أسس و افتراضات النظرية النقدية التقليدية:

إن ما عرفته أوروبا في القرن الثامن عشر(ق 18) من أحداث تاريخية و اجتماعية و فكرية و أمام هذا التراكم التاريخي و المعرفي و المتغيرات الاقتصادية و الاجتماعية و الفلسفية، ظهرت المدرسة التقليدية في إنجلترا في أواخر القرن 18 و أوائل القرن 19، حيث وضع أصولها الفكرية و قوانينها الاقتصادية آدم سميث، و أسهم في تطورها مالتوس و ريكاردو و ميل ساي ، و غيرهم من رواد المدرسة النيوكلاسيكية. و بذلك تعتبر النظرية التقليدية بمثابة خلاصة للفكر و التحليل الاقتصادي للظاهرة النقدية و الحقيقية في الاقتصاد.

أ- أسس و مبادئ النظرية النقدية التقليدية: إن النظرية التقليدية تعبر عن مجموعة من الآراء و الأفكار المفسرة و المحللة لعمل النظام الرأسمالي الحر، و التي يمكن طرح بعض أسسها القانونية و الفلسفية باختصار

¹بلعزوز بن علي (2004)، محاضرات في النظريات و السياسات النقدية، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، ص 7.

كما يلي:¹

- الإيمان بالحرية الاقتصادية و عدم تدخل الدولة في الحياة الاقتصادية، و يعني ذلك ترك المبادرة للأفراد في اختيار أنشطتهم الاقتصادية، باعتبار أن دافع الربح هو المحفز الأساسي لتحقيق المنفعة الخاصة للفرد و بالتالي تحقيق المنفعة العامة فيتحقق النمو تلقائياً.
- حدوث التوازن عند مستوى التشغيل الكامل أي استبعاد حدوث بطالة، و هم يعتمدون في ذلك على قانون ساي للمنافذ و الذي ينص على أن العرض يخلق الطلب.
- سيادة المنافسة التامة مختلف الأسواق، و القوى التلقائية تدفع إلى تشغيل الموارد الإنتاجية بصورة تامة تؤدي إلى تحقيق التوازن الاقتصادي، و ذلك في ظل مرونة كل من الأجور و الأسعار.
- عدم خضوع الأفراد و المؤسسات للخداع النقدي، فلا تبنى قراراتهم على المستوى المطلق للأسعار و معدل الأجر النقدي و إنما على أساس الأجر الحقيقي.
- تقلبات أسعار الفائدة تجعل المنظمين يستثمرون ادخار العائلات فتتحقق المساواة بين الادخار و الاستثمار، للمحافظة على الإنتاج عند مستوى التشغيل التام بحيث أن سعر الفائدة يتناسب طردياً مع الادخار و عكسياً مع الاستثمار.

ب- افتراضات النظرية النقدية التقليدية: وفقاً للتحليل الاقتصادي التقليدي، قامت النظرية الكمية للنقود في بناء

معادلة التبادل " لفيشر " و معادلة الأرصدة النقدية " كمبردج " على الافتراضات التالية:²

- ❖ ثبات حجم المبادلات الحقيقي: و ذلك استناداً إلى الافتراض المرتبط بثبات حجم الإنتاج عند مستوى الاستخدام الكامل في الاقتصاد، و لأن حالات عدم الاستخدام هي حالات وقتية إن وجدت تزول بفعل آلية السوق أي بالتفاعل الحر بين العرض و الطلب، و لهذا فإن العرض يخلق الطلب المساوي له حسبما جاء في قانون ساي.
- ❖ افتراض ثبات سرعة تداول النقود أي ثبات عدد المرات التي يتم فيها تداول وحدة النقد خلال فترة معينة للقيام بالمبادلات و إتمام المعاملات، و ذلك لأن سرعة التداول هذه ترتبط في الغالب بالأجل الطويل و لا تتغير في الفترة الزمنية القصيرة الأجل، و التي من أهمها حجم السكان و كثافتهم، و عادات الدفع، و عادات المجتمع بخصوص الإنفاق، و الادخار، و الاستثمار، و الائتمان و الوعي المصرفي.
- ❖ ارتباط تغير المستوى العام للأسعار بتغير كمية النقود و هو الأمر الذي ترتبط معه تسمية هذه النظرية بالنظرية الكمية للنقود، أي أن زيادة كمية النقود تؤدي إلى زيادة المستوى العام للأسعار، و أن انخفاض

¹ بن قنور علي، بيريير محمد (2018)، السياسة النقدية و التوازن الاقتصادي الكلي، ط 1، دار الأيتام للنشر و التوزيع، عمان، ص 11-12.

² فليح حسين خلف (2006)، النقود و البنوك، عالم الكتب الحديث، الأردن، ص 144-145.

كمية النقود تؤدي إلى انخفاض المستوى العام للأسعار، أي أن العلاقة بين كمية النقود و المستوى العام للأسعار هي علاقة طردية إذ أنها تتحقق بذات الاتجاه و بذات القدر.

❖ إن العلاقة في هذه النظرية بين قيمة النقود و كمية النقود هي علاقة عكسية، أي أن زيادة كمية النقود تؤدي إلى انخفاض قيمة النقود أي انخفاض قوتها الشرائية، و أن انخفاض كمية النقود تؤدي إلى زيادة قيمة النقود أي زيادة قوتها الشرائية. و بهذا فان قيمة النقود هي معكوس المستوى العام للأسعار.

1-2- صياغة النظرية النقدية الكلاسيكية:

يوجد مدخلين رئيسيين لتوضيح العلاقة بين كمية النقود و قيمتها أو مستوى الأسعار، و هذا ما أدى إلى وجود نوعين من النظريات الكمية: الأولى و هي نظرية كمية النقود الأصلية و المعروفة بمدخل المبادلات و التي تمثلت بمعادلة فيشر Ficher للتبادل، و هذا المدخل كان معروفا بشكل كبير في الولايات المتحدة الأمريكية. أما النوع الثاني و الذي يشكل مدخلا آخر فقد عرف بمدخل الأرصدة النقدية، و كان مألوفا أكثر في أوروبا و خصوصا في إنجلترا و تمثل بمعادلة كمبردج.

1-2-1- معادلة التبادل لفيشر: استخدم فيشر الأمريكي صورة متطورة للتعبير عن نظرية كمية النقود و ذلك في شكل معادلة أطلق عليها معادلة المبادلات، فقد نظر فيشر إلى النقود كأداة لتيسير تبادل السلع و الخدمات، فهي تستخدم للإفناق على صفقات تداول السلع و الخدمات، و بناءا على ذلك أوضح أن المستوى العام للأسعار يتوقف على العلاقة بين:

- كمية النقود المتداولة.

- حجم الصفقات التي تعقد لتبادل السلع و الخدمات في الأسواق.¹

أ- شكل معادلة التبادل: تتجسد معادلة فيشر للتبادل في شكل عبارة رياضية تتساوى فيهل كمية النقود المتداولة في الاقتصاد مع قيمة الإنتاج، و يمكن كتابة هذه العلاقة كما يلي:²

$$MV = PT.....(1)$$

حيث أن:

M: كمية النقود المتداولة، و تشمل النقود التي يصدرها البنك المركزي (M') و النقود التي تنشئها البنوك التجارية (M " أو نقود الودائع، أي (M' + M "؛

V: سرعة تداول النقود التي تعبر عن عدد المرات التي تنتقل فيها الوحدة النقدية من يد إلى أخرى خلال فترة معينة. و بعبارة أخرى تعبر سرعة التداول عن عدد المرات التي نستعمل فيها كمية النقود المتواجدة في

¹ وجدي محمود حسين (2002)، اقتصاديات النقود و البنوك، مصر، ص 100.
² الطاهر لطرش (2010)، الاقتصاد النقدي و البنكي، ط 2، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، ص 71.

الاقتصاد خلال فترة معينة لتبادل الإنتاج. و تمثل سرعة تداول النقود المركزية و نقود الودائع ($V + V'$)؛

P: المستوى العام للأسعار؛

T: مجموع الصفقات التي يتم إجراؤها في الاقتصاد خلال الفترة.

أدى إدخال بعض الافتراضات على المتغيرات المشكلة للمعادلة إلى تحول هذه الأخيرة إلى نظرية نقدية تسمى النظرية الكمية للنقود، و تتمثل هذه الافتراضات في أن الإنتاج في الفترة القصيرة يكون ثابتا، كما تعتبر سرعة تداول النقود أيضا ثابتة في الفترة القصيرة.

إن إدخال هذه الافتراضات على معادلة التبادل سمح باستخدامها في تحديد النتائج المترتبة عن القرارات النقدية المتخذة، حيث أن زيادة عرض النقود مثلا (زيادة كمية النقود) سوف يؤدي مباشرة إلى زيادة المستوى العام للأسعار، و يكون هذا الأثر كليا. و على هذا الأساس توجد علاقة مباشرة و تناسبية و في نفس الاتجاه بين التغير في العرض النقدي و تغير المستوى العام للأسعار، و عليه فإن أي تغير في كمية النقود لن يكون له أي أثر على مستوى الإنتاج (الذي يوجد عند مستوى التشغيل الكامل فرضا)، و هو ما يعني أن النقود محايدة بمعنى أنها لا تؤثر إطلاقا على حجم الإنتاج (و بصفة عامة المتغيرات الحقيقية)، الذي يتأثر بعوامل حقيقية (حجم الموارد الاقتصادية، حالة التقنية و التنظيم...).

تظهر المعادلة (1) التساوي بين الجانب العيني (PT) و الجانب النقدي (MV) لاقتصاد ما خلال فترة زمنية معينة معينة، و على حد افتراض الكلاسيك الذي يقضي بثبات كل من (T) و (V) فإن تأثير التغير في كمية النقود يكون مباشرا و تناسبيا على المستوى العام للأسعار، و هو ما يمكن استنتاجه من المعادلة (1) حيث أن:

$$P = MV / T \dots\dots\dots(2)$$

و تشير العلاقة الأخيرة إلى وجود علاقة طردية بين الإصدار النقدي و المستوى العام للأسعار، و أن كمية النقود (M) هي المتغير المستقل و المستوى العام للأسعار (P) هو المتغير التابع. و من هذا المنطلق يفسر الكلاسيك الارتفاع في المستوى العام للأسعار بالتضخم.

ب- نقد معادلة التبادل: تعرضت هذه النظرية إلى انتقادات عديدة، يمكن إيجازها فيما يلي:

✓ افتراضها دوما ثبات العوامل المحددة لقيمة النقد (باستثناء مستوى الأسعار)، إلا أنه إذا رجعنا إلى التجارب الواقعية نجد عدم صحة ثبات هذا الفرض.

✓ إن افتراض ثبات سرعة تداول النقود V غير واقعي، إذ أن سرعة تداول النقود هذه تتأثر بالعديد من العوامل التي يمكن أن يتغير بعضها حتى في الأجل القصير.

✓ إن افتراض ثبات حجم المعاملات أو المبادلات هو الآخر غير واقعي لأنه يقوم على أساس افتراض

آخر يتمثل بتحقق الاستخدام الكامل في الاقتصاد في ظل سوق كامل أي سوق المنافسة التامة، و هي الحالة التي نادرا ما تتحقق في الاقتصاد.

✓ إن الصيغة المذكورة ليست إلا متطابقة حسابية، و العلاقة التي يتم التوصل إليها من خلالها هي بديهية، ذلك أن افتراض ثبات عاملين في الصيغة و هما (T) و (V)، يؤدي بالضرورة إلى النتيجة المتوصل إليها و هي أن الزيادة في كمية النقود (M) تؤدي إلى زيادة المستوى العام للأسعار (P) و بالعكس.

✓ لم تأخذ النظرية النقدية التقليدية بعين الاعتبار متغيرات أخرى هامة كسعر الفائدة، حيث اعتبرت هذا الأخير ظاهرة حقيقية.

✓ تمثل النظرية النقدية الكلاسيكية نظرية ساكنة أي أنها لا تأخذ بعين الاعتبار التغيرات التي تحصل عبر الزمن و التي ترتبط بالعوامل و التغيرات الاقتصادية بشكل عام، و العوامل و التغيرات المرتبطة بالنقود بشكل خاص.

✓ ترى النظرية أن حجم الإنتاج يعد مستقلا تماما عن التداول النقدي، و يرجع هذا الافتراض إلى طبيعة التحليل الكلاسيكي على اعتبار أنه تحليل عيني بحت، لأنه أهمل أهمية الجانب النقدي ذلك أن النقود لا تؤدي إلا وظيفة واحدة كونها وسيط للتبادل.

1-2-2- معادلة الأرصدة النقدية الحاضرة (معادلة كميردج):

قام بصياغة هذه المعادلة الاقتصادي الانجليزي "ألفريد مارشال" و زملاؤه في جامعة " كميردج"، حيث تعتبر هذه المعادلة استكمالا لمعادلة التبادل من خلال إضافة مارشال الذي يعتقد أن النقود جزء من ثروة الأفراد و أنهم يحتفظون ببعضها لغايات الاحتياط، و بهذا أضاف وظيفة جديدة للنقود و هي أنها مخزن للقيمة.

اهتم مارشال A.Marshall (1842-1924) و بيجو A.C.Pigou (1877-1959) بالأرصدة النقدية التي يرغب الأفراد الاحتفاظ بها، على اعتبار أن التغيرات في رغبة الأفراد للاحتفاظ بأرصدة نقدية سائلة يؤدي إلى التأثير على الناتج المحلي الإجمالي و حجم الدخل و أخيرا على المستوى العام للأسعار¹، و بالتالي يكون التأثير على المستوى العام للأسعار من خلال تغير كمية النقود حسب هذه المعادلة تأثير غير مباشر. و يمكن إعطاء الصيغة الرياضية لهذه المعادلة كالتالي:

$$M = K.P.Y \dots \dots \dots (3)$$

حيث أن: Y: حجم الإنتاج

P: المستوى العام للأسعار

K: التفضيل النقدي (ثابت)

¹ Marie Delaplace(2017), Monnaie et financement de l'économie, dunod, paris ,p.54.

إذا تختلف هذه المعادلة عن معادلة التبادل فقط بمفهوم (K) و الذي هو في الحقيقة يساوي (1/ V)، و تمثل V في معادلة فيشر الرغبة في إنفاق النقود أي عدد مرات إنفاق الوحدة النقدية خلال السنة و هذا يعتمد على الرغبة في الإنفاق، في حين (K = 1/ V) يمثل الوحدة النقدية التي يحتفظ بها الفرد خلال السنة.¹ و من المعادلة (3) نلاحظ أن هناك علاقة طردية بين كمية النقود و المستوى العام للأسعار بشرط ثبات كل من الدخل أو الإنتاج (Y) و التفضيل النقدي (K).

إن أساس معادلة الأرصد النقدية الحاضرة يقوم على العلاقة بين الرغبة في الاحتفاظ بأرصدة نقدية من جهة و الدخل النقدي من جهة أخرى، باعتبار أن التغيرات في رغبة الأفراد أو ميلهم للاحتفاظ بأرصدة نقدية سائلة كنسبة من دخلهم مع ثبات كمية النقود المعروضة يؤدي إلى التأثير على حجم الإنتاج ثم على حجم الدخل، و أخيرا على المستوى العام للأسعار فالتأثير على المستوى العام للأسعار يكون وفق هذا التحليل تأثير غير مباشر.

مما سبق يتبين أن النتيجة التي توصلت إليها النظرية الكمية للنقود بصيغة الأرصد النقدية هي ذات النتيجة التي توصلت إليها النظرية الكمية للنقود بصيغة المعاملات أو المبادلات، و هي أن أثر كمية النقود يكون منصبا على الأسعار و لكن بصورة غير مباشرة، في حين أن تأثير كمية النقود على المستوى العام للأسعار هو تأثير مباشر في النظرية الكمية للنقود بصيغة المبادلات.

1-3- ايجابيات النظرية الكمية للنقود:

إن النظرية الكمية للنقود التي سيطرت على التفكير النقدي لحقبة ليست قصيرة من الزمن، و التي تتمثل في مجموعة من الفروض المتعلقة بأهمية تغيرات كمية النقود بالنسبة إلى غيرها من العوامل في التأثير على قيمتها تبين و بوضوح العلاقة السببية و اتجاهها، تنطوي هذه العلاقة على أن التغير في كمية النقود سوف يحدث آثاره بالكامل على المستوى العام للأسعار الذي يعتبر نتيجة الحتمية، و يتحقق ذلك وفق علاقة ميكانيكية مباشرة. و عليه تمثل النظرية الكمية للنقود نظرية لعرض النقود بامتياز.

تعتبر النظرية الكمية للنقود أول من حاول تفسير مختلف الظاهر النقدية بناء على أسس علمية، و من بين الايجابيات التي طبعت تحاليلها و نتائجها نجد:²

➤ إن النظرية التقليدية لكمية للنقود التي تقوم على إيجاد علاقة مباشرة بين كمية النقود و المستوى العام للأسعار، جاءت متفقة تماما مع التحليل و الواقع الاقتصادي الذي كان سائدا في تلك الفترة من الزمن، حيث سيطرت عليه أفكار و مبادئ و توافرت ظروف و أسباب سمحت بقبول تلك النظرية بشكل مطلق.

¹ محمد بلوافي (2012)، السياسة النقدية في الجزائر، مجلة الاجتهاد للدراسات القانونية و الاقتصادية، العدد 2، المركز الجامعي لتامنغست، الجزائر، ص 473.
² عبد الرزاق بن عمرة، مرجع سبق ذكره، ص 56.

➤ قامت هذه النظرية في إطار تفسير للواقع الاقتصادي الفعلي المعاصر لها، فقامت بدراسة و تفسير الظواهر الاقتصادية من خلال بيان تفاعل المتغيرات الاقتصادية الموجودة، فهي لم تكن نظرية معالجة لوضع قائم بحد ذاته أو نظرية منشئة و لم تعط تصور جديد لمعطيات جديدة.

➤ يمكن وصف نظرية كمية النقود بأنها نظرية علمية بحتة، اعتمدت في تفسير و تحليل الواقع الاقتصادي و توضيح العلاقة بين الكمية و السعر على الأسلوب العلمي البحت، فهي إذا نظرية واقعية تفسيرية علمية.

و في الأخير فان ما عرفته أفكار و نظريات النقديين من استحسان إنما كان نتيجة تراكم مادي و تاريخي و معارفي لتلك الفترة من الزمن، و لما سادت تلك الفترة من مبادئ و قوانين كانت أشبه إلى الحقيقة المطلقة. و بالرغم من أن نظرية كمية النقود ظلت مقبولة لتفسير الطلب على النقود لمدة طويلة نسبيا من قبل الاقتصاديين الكلاسيك، إلا أن هذه النظرية بدأت تفقد قيمتها مع بداية حقبة الثلاثينات من القرن العشرين، و يرجع ذلك لعجزها عن تفسير ظاهرة الكساد العظيم الذي ساد معظم دول العالم منذ عام 1929-1933، فتقوضت النظرية الكمية للنقود و حل محلها اتجاه نقدي تحليلي جديد صاغه الاقتصادي الانجليزي كينز (1883-1946)، و قد تدعمت أفكار كينز و صياغاته النظرية التحليلية فيما بعد على يد مجموعة من الاقتصاديين، حتى أصبحت الأفكار الكينزية بمثابة مدرسة اقتصادية قائمة بذاتها.

2- النظرية النقدية الكينزية:

بعد ظهور أزمة الكساد العالمية (1929-1933) و التي عجز التحليل الكلاسيكي عن إيجاد تفسير لها و وصف علاج لها، تحول الاهتمام إلى دراسة سلوك النقود و أثره على مجمل النشاط الاقتصادي و على أساس كلي شامل للمتغيرات الاقتصادية، و في ظل هذه الظروف ظهر تيار نقدي جديد بزعامة الاقتصادي كينز و الذي جاء مناقضا لأفكار المدرسة الكلاسيكية.

هجر كينز في كتابه الشهير النظرية العامة سنة 1936، وجهة نظر الكلاسيك القائلة بأن سرعة دوران النقود ثابتة و طور نظرية للطلب على النقود ركز فيها على أهمية الطلب على النقود كجزء من الثروة - و هي الإضافة التي قدمها مدخل كمبردج . و قد سعى كينز في محاولة منه الى بيان الاختلاف و التعارض الكامل بين نظريته لتفضيل السيولة و النظرية الكمية للنقود.

2-1- فرضيات التحليل الكينزي:

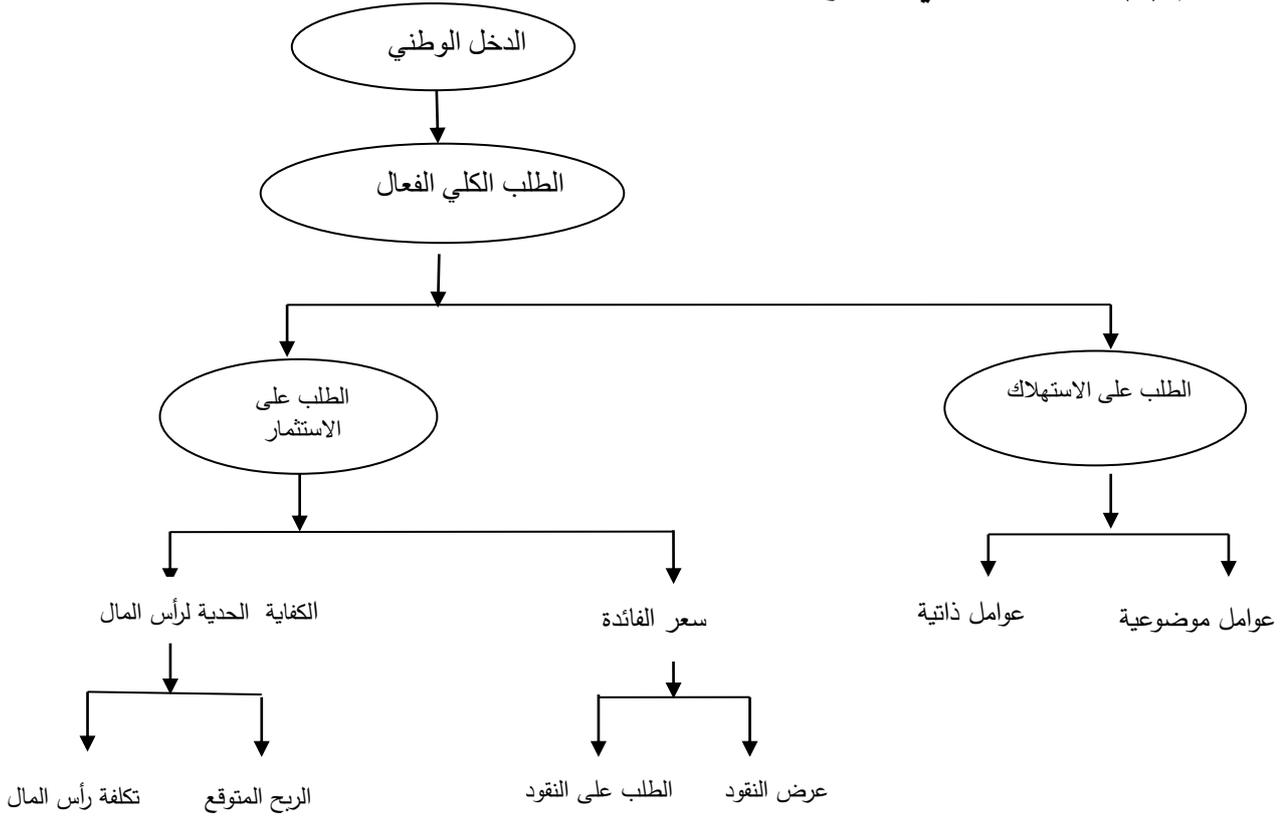
لقد قام التحليل الكينزي على فرضيات تختلف تماما عن فرضيات التقليديين، يمكن إيجازها في النقاط التالية:

- وجه كينز اهتمامه إلى دراسة الطلب على النقود (نظرية تفضيل السيولة)، و درس العلاقة بين مستوى الإنفاق الوطني و الدخل الوطني و أوضح أن الأفراد لا يفضلون الاحتفاظ بالنقود لذاتها، و أرجع ذلك إلى دوافع مختلفة أهمها المعاملات، الاحتياط و المضاربة.

- قام بتحليل الطلب على النقود كمخزن للقيمة (دافع المضاربة)، و تحليله هذا هو ما يميزه حقا عن التقليديين، ذلك أن أخذه لتفضيل السيولة بعين الاعتبار قد فتح أمامه آفاقا جديدة لتحليل أثر التغيرات النقدية على النشاط الاقتصادي.
- جاء بنظرية عامة للتوظيف فهي تتميز عما سبقها من نظريات العمالة، إذ تعالج كل مستويات التشغيل.
- اهتم كينز بالتحليل الكلي للمعطيات الاقتصادية كحجم التشغيل العام، الدخل الوطني، الإنتاج الوطني، الطلب الكلي، و العرض الكلي، الاستثمار الكلي، الادخار الكلي...الخ.
- رفض في تحليله للأوضاع الاقتصادية " قانون ساي" و يرى عكسه، كما رفض فكرة اليد الخفية التي تعيد التوازن حيث برهن أن الاقتصاد الكلي يمكن أن يصل إلى التوازن عند أي مستوى من التشغيل، و طالب بضرورة تدخل الدولة في الحياة الاقتصادية لعلاج الأزمات التي تعترض الاقتصاد الوطني.¹
- يرى كينز أن السياسة النقدية ليست حيادية، فالتحليل الكينزي يقوم على أن التشغيل الكامل لا يتحقق بصفة دائمة و هذا معناه إمكانية حدوث بطالة، فأى زيادة في كمية النقود سوف تؤدي إلى زيادة في مستوى التشغيل و مستوى الناتج.
- اهتم كينز بفكرة الطلب الكلي الفعال لتفسير أسباب عدم التوازن التي وقع فيها النظام الرأسمالي في أزمة الكساد، فهو يرى أن حجم الإنتاج و حجم التشغيل و من ثم حجم الدخل، إنما يتوقف بالدرجة الأولى على حجم الطلب الكلي الفعال، فهذا الأخير يتكون من عنصرين أساسيين هما:
 - الطلب على السلع الاستهلاكية و الذي يتوقف على عوامل موضوعية و عوامل ذاتية و نفسية.
 - الطلب على السلع الإنتاجية و الذي يتوقف على الكفاية الحدية لرأس المال و سعر الفائدة.

¹بن قدور علي، بيريير محمد ، مرجع سبق ذكره، ص 18.

الشكل رقم (1): مخطط توضيحي لنموذج " كينز " المبسط



المصدر: بلعزوز بن علي، مرجع سبق ذكره، ص 36.

2-2 النقود في تحليل كينز:

ركز كينز في نظريته على أهمية النقود و الدور الذي تلعبه في التأثير على المتغيرات الاقتصادية، و قد انتهى إلى أن النقود لها تأثير غير مباشر على الدخل أو الناتج الوطني ثم الأسعار، عندما يكون الاقتصاد دون مستوى التشغيل الكامل، حيث تؤدي الزيادة في كمية النقود إلى انخفاض سعر الفائدة، و هو ما يؤدي إلى زيادة الاستثمار، و بالتالي زيادة الدخل. و ذلك على النحو التالي:¹

$$\uparrow M \Rightarrow i \searrow \Rightarrow I \nearrow \Rightarrow Y \nearrow \Rightarrow N \nearrow$$

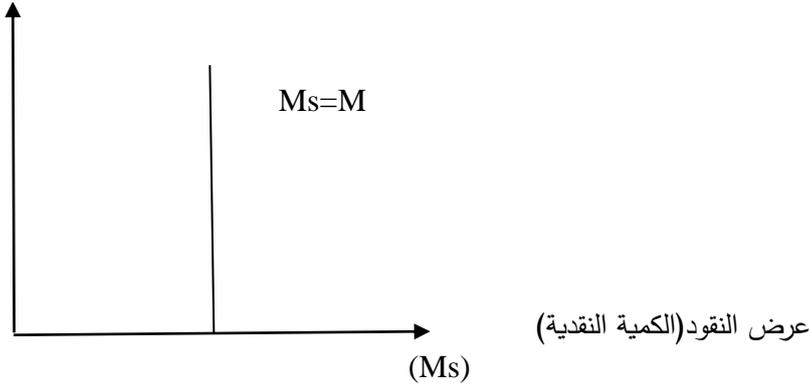
2-2-1- عرض النقود في التحليل الكينزي:

يقصد بعرض النقود كمية النقود المتمثلة في وسائل الدفع بجميع أنواعها و المتوفرة في فترة زمنية معينة، و يتم تحديد كمية النقود من طرف السلطات النقدية وفقا لعدة عوامل منها: أثر الكمية النقدية على المستوى العام للأسعار (معدل التضخم) و حالة النشاط الاقتصادي و معدل النمو. و حسب كينز يعتبر عرض النقود متغير خارجي، أي لا يتحدد في إطار السوق النقدي، فالكمية النقدية عديمة المرونة لتغيرات سعر الفائدة، و هو ما يبرر رسم منحنى عرض النقود موازيا لمحور سعر الفائدة.

¹ Xavier Bradley, Christian Descamps(2005), monnaie banque et financement, éditions dalloz, paris, p.184.

الشكل رقم(2): عرض النقود عند كينز

معدل الفائدة الاسمي (i)



المصدر: عبد الرزاق بن عمرة (2020)، السياسة النقدية من خلال الانتقال و التأثير " دراسة تحليلية قياسية، مرجع سبق ذكره، ص 66.

2-2-2- الطلب على النقود في التحليل الكينزي:

ينصرف اصطلاح تفضيل السيولة في التحليل الكينزي إلى الطلب على النقود، و بتعبير أكثر دقة إلى البواعث و الحوافر و الدوافع التي تحفز الأفراد إلى الاحتفاظ بالثروة في شكل نقد سائل. و فيما يلي دوافع النقد كما صاغها كينز في النظرية العامة:

❖ دوافع المعاملات: يقصد به الاحتفاظ بالنقد بغرض استعماله كوسيط في المبادلات، و حيث أن كينز يقسم

المتعاملين إلى أفراد و مؤسسات (بمختلف أشكالها)، فانه يقسم هذا الدافع بدوره إلى قسمين:¹

▪ دافع الدفع (المدفوعات): و يعد أهم دافع و مبرره هو الفاصل الزمني بين استلام الدخل و صرفه، و لذلك كلما زاد هذا الفاصل الزمني (فترة الحصول على الدخل) كلما زاد الحجم من الدخل الذي يجب الاحتفاظ به لهذا الغرض، كما أن هذا الحجم يتناسب طردياً مع مستوى الدخل.

▪ دافع المشروع: و يهدف إلى سد الفاصل بين وقت إجراء النفقات المهنية و وقت استلام حصيله البيع، و يمثل هذا النوع ذلك النقد الذي يحتفظ به التجار لسد الفاصل بين الشراء و التحصيل، و يأخذ هذا الدافع أيضاً نفس خصائص دافع الدفع.

و بذلك يعتبر كينز أن الطلب على النقود لغرض المعاملات يتوقف على مستوى الدخل في علاقة طردية، و

على هذا الأساس يمكن وضع دالة الطلب على النقود لأجل المعاملات في الشكل التالي: $D_t = f(y)$

❖ دافع الاحتياط: يقصد بهذا الدافع أن الأفراد يحتفظون بكمية من النقود من أجل تقاضي تقلبات قد تطرأ في دخولهم مما يعرض أنماط الاستهلاك المعتادة لديهم للتقلب، كما أن هذه الكمية توفر متكاً يستخدم في الحالات الطارئة التي يكون المرء فيها بحاجة إلى نقود متوفرة لديه، و بما أن التزامات الأفراد و قدرتهم على الشراء

¹ رحيب حسين (2010)، النقد و السياسة النقدية في إطار الفكرين الإسلامي و الغربي، دار المناهج للنشر و التوزيع، عمان، ص 92.

مرتبطة بدخولهم فكينز يرى أن هذا الجانب من الطلب على النقود يعتمد إيجاباً على الدخل.¹ و يتوقف الطلب على النقود لغرض الاحتياط على مستوى الدخل بالإضافة إلى عوامل أقل أهمية كطبيعة الفرد و الظروف النفسية المحيطة به، و درجة عدم التأكد السائد في المجتمع (فترة الأزمات) و درجة نمو و تنظيم رأس المال و مدى استقرار ظروف قطاع الأعمال... الخ، و باعتبار هذه العوامل لا تتغير عادة في المدى القصير، فالطلب على النقود بدافع الاحتياط هو دالة لمتغير الدخل.

و حيث $dp = f(y)$ يرمز للطلب على النقود للاحتياط.

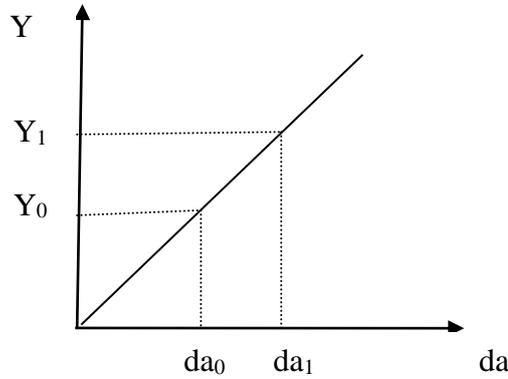
إن الفرق بين الطلب على النقود بدافع المعاملات و الطلب على النقود بدافع الاحتياط هو وجود عنصر عدم التأكد في الطلب الثاني و عدم وجوده في الطلب الأول.

يمكن التعبير عن الطلب على النقود لغرض المعاملات و الاحتياط (da) رياضياً في صورة المعادلة التالية:

$$da = f(y)$$

كما يمكن التعبير عن العلاقة الرياضية التي تربط بين الطلب على النقود بدافع المعاملات و الاحتياط (da) و بين الدخل y بيانياً في الشكل الموالي.

الشكل رقم (3): منحنى التفضيل النقدي للمعاملات و الاحتياط.



المصدر: بلعزوز بن علي، مرجع سبق ذكره، ص 53.

❖ دافع المضاربة: لقد أعطى كينز هذا الدافع أهمية خاصة بالمقارنة مع الدوافع الأخرى، ليس فحسب لأنه كان يعد مفهوماً جديداً في مجال دراسة الطلب على النقد، و إنما أيضاً بسبب تأثيراته على كمية النقد. و باعتبار أن المضاربة تعني التعامل في السوق المالية، من خلال شراء أوراق مالية يتوقع ارتفاع أسعارها مستقبلاً، و بالتالي تحقيق ربح نظير المخاطر التي قد يتحملها المضارب، أو تحقيق خسائر إذا انعكست توقعاته على عقبها.

يرى كينز أن هناك علاقة وطيدة بين تغيرات الطلب على النقد للمضاربة و تغيرات معدل الفائدة، فكلما اتجه

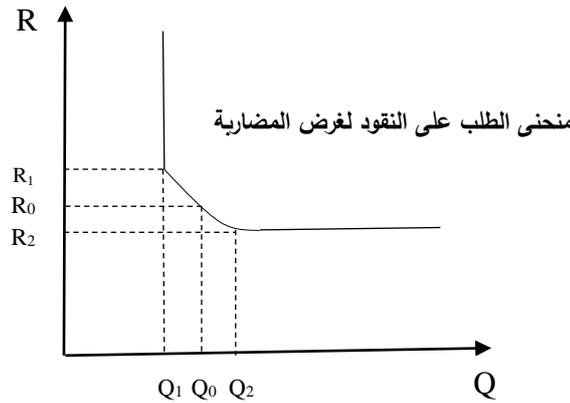
¹ محمد إبراهيم عبد الرحيم (2014)، اقتصاديات النقود و البنوك، دار التعليم الجامعي، الإسكندرية، ص 63.

معدل الفائدة نحو الانخفاض أدى ذلك بالأفراد إلى تفضيل الاحتفاظ بالنقد عن التضحية به مقابل عائد زهيد، بل وقد يتعرض الفرد إلى خسارة رأسمالية أيضا. و قد يستمر معدل الفائدة في الانخفاض حتى يصل إلى حد أدنى لا يمكن لأن ينزل دونه، و عنده يصبح الطلب على النقد من أجل المضاربة تام المرونة، و هو ما أصبح يعرف بمصيصة السيولة.¹

إن الطلب على النقود بدافع المضاربة سيكون شديد المرونة بالنسبة لتغيرات سعر الفائدة (الشكل رقم (4)) بحيث تقوم علاقة عكسية بين دالة الطلب على النقود لغرض المضاربة و بين سعر الفائدة. و يمكن كتابة ذلك رياضيا، فإذا رمزنا بـ ds للطلب على النقود لغرض المضاربة، نحصل على المعادلة التالية:

$$ds = f(R)$$

الشكل رقم (4): منحنى الطلب على النقود لغرض المضاربة.



المصدر: بلعزوز بن علي، مرجع سبق ذكره، ص 54.

من الشكل أعلاه نلاحظ أنه عند مستوى مرتفع جدا لسعر الفائدة يتجه الأفراد و المشروعات إلى استثمار كل الأموال التي بحوزتهم في شراء الأسهم و السندات، و من ثم يكون الطلب على النقود لدافع المضاربة عند هذا المستوى عديم المرونة فيعبر عنه بخط مستقيم موازيا للمحور الرأسي. و عندما يكون سعر الفائدة منخفض جدا كما هو الحال عند (R₂) يفضل الأعوان الاقتصادية الاحتفاظ بأموالهم في صورة سيولة، فيكون الطلب على النقود حينئذ مرنا مرونة لا نهائية بالنسبة لسعر الفائدة، فيكون منحنى دافع المضاربة خط موازي للمحور الأفقي. و يبين هذا الخط أنه لا يجد عنده الأفراد و رجال الأعمال أي فائدة من استثمار أرصدهم السائلة في شراء السندات، و هي الحالة التي أشار إليها كينز بمصيصة (فخ) السيولة.

¹ رحيب حسين ، مرجع سبق ذكره، ص 93.

2-2-3- تحديد سعر الفائدة التوازني:

سعر الفائدة عند كينز كأى سعر آخر يتحدد في السوق الحرة عند ذلك المستوى الذي يتعادل عنده العرض و الطلب، و قبل أن نتناول كيفية تحديد سعر الفائدة التوازني نرى من الضروري إعطاء الصيغة الرياضية للطلب الكلي على النقود.

دالة الطلب على النقود لغرض المعاملات و الاحتياط: $da = f(y)$

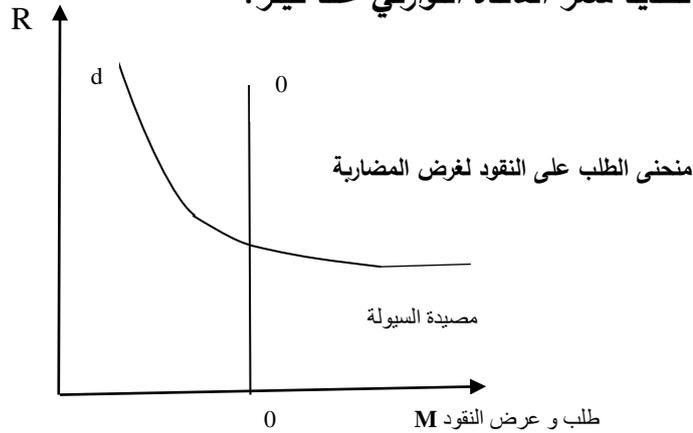
دالة الطلب على النقود لغرض المضاربة: $ds = f(R)$

و منه يمكن كتابة دالة الطلب الكلي على النقود (dG) كما يلي:

$$dG = f(y, R) \quad \text{أي} \quad dG = da + ds$$

أما عن كيفية تحديد سعر الفائدة التوازني من خلال التحليل الكينزي، فإنه يتحدد عند نقطة تقاطع منحنى الطلب الكلي على النقود (dG) - منحنى تفضيل السيولة - و منحنى عرض النقود (00)، و ذلك كما هو مبين في الشكل الموالي.

الشكل رقم (5): تحديد سعر الفائدة التوازني عند كينز.



المصدر: بلعروز بن علي، مرجع سبق ذكره، ص 56.

على هذا الأساس يتحدد سعر الفائدة بعرض النقود و الطلب عليها - تفضيل السيولة - في السوق النقدي، فعند زيادة تفضيل السيولة مع بقاء كمية النقود المعروضة ثابتة سيرتفع سعر الفائدة، أما إذا انخفض تفضيل السيولة مع ثبات كمية النقود المعروضة فسينخفض سعر الفائدة. أما إذا انخفضت كمية النقود و كان تفضيل السيولة ثابتا فسيؤدي إلى ارتفاع سعر الفائدة، و العكس صحيح أيضا.

و يتضح من ذلك أن سعر الفائدة عند كينز يعد ظاهرة نقدية، ذلك أن ميكانيكية تكوين الأسعار تدخل في الاعتبار عناصر نقدية بالإضافة إلى العناصر الحقيقية، فسعر الفائدة يعتمد على متغيرين أحدهما هو كمية النقود المعروضة و الآخر هو تفضيل السيولة، و متغير حقيقي و هو مستوى الدخل الخاص بالفترة موضع الاعتبار.

2-3- أهم الانتقادات الموجهة للنظرية الكينزية:

لقد وجهت انتقادات لنظرية تفضيل السيولة مثلما وجهت للنظرية الكلاسيكية، و أهم هذه الانتقادات ما يلي:¹

- لقد اعتبر كينز سعر الفائدة ظاهرة نقدية يتحدد بنقطة التقاء عرض النقد مع منحنى الطلب على النقود بدافع السيولة، دون أن يدرس أثر زيادة الدخل على سعر الفائدة لأن زيادة الدخل أو انخفاضه يؤثر بشكل مباشر على سعر الفائدة.

- قام كينز بدراسة العوامل المؤثرة على سعر الفائدة في الأجل القصير، و لم يتناول العوامل التي تحدد سعر الفائدة في الأجل الطويل، و يكون قد استبعد عنصر الزمن لذلك وصفه البعض من الكلاسيك الجدد (تحليل ستاتيكي) لا يوجد فيه عنصر الحركية.

- لم يدرس كينز العوامل الاستهلاكية و تطور عادات الاستهلاك و التقدم التقني، لأنها عوامل تؤثر على الإنتاج و على الدخل و من ثم تؤثر على سعر الفائدة و كمية النقود.

- إذا أراد المصرف المركزي تخفيض سعر الفائدة بهدف تشجيع الاستثمار فان سيطرة حالة مصيدة السيولة تمنعه من تحقيق هذا الهدف، لأن الأفراد سوف يحتفظون بكل النقود الإضافية و بالتالي لا يحصل تشجيع للاستثمار، و تكون مصيدة السيولة قد وقفت عقبة كأداء أمام الاستثمار و زيادة الإنتاج الحقيقي. إن هذه الانتقادات لا تقلل من أهمية الفكر الكينزي التي أحدثت أفكاره ثورة في عالم الاقتصاد في الثلاثينات من القرن العشرين، لأنها وجدت العلاج المناسب للأزمة العامة للرأسمالية و قدمت للاقتصاد العالمي وصفات جديدة ساعدته على الانطلاق.

3- النظرية الكمية الحديثة للنقود:

بعد تراجع نظرية كمية النقود الكلاسيكية على مسرح الفكر الاقتصادي لفترة عقدين من الزمن تقريباً، أعاد الحياة لهذه النظرية الاقتصادي الأمريكي "ميلتون فريدمان" عام 1956، و ذلك بتحويل هذه النظرية إلى نظرية حديثة للطلب على النقود. و قد اعتمد فريدمان في بناء نظريته للطلب على النقود على معادلة التبادل لفيشر مع إدخال تغيرات أساسية عليها، و أخذ بعين الاعتبار بعض جوانب التحليل الكينزي، حيث أنه يعتبر النقود كأس سلعة من السلع يتحدد سعرها على أساس تكلفة الفرصة البديلة لها، أما مستوى الدخل فيتحدد بمقدار الثروة الكلية.

¹علي كنعان (2012)، النقود و الصيرفة و السياسة النقدية، ط1، دار المنهل اللبناني، بيروت، ص 126.

3-1- أسس و فرضيات التحليل النقدي:

ترتكز النظرية النقدية الحديثة على مجموعة من الأسس و الافتراضات تتمثل فيما يلي:¹

- ✓ استقرار دالة الطلب على النقود لعدد محدود من المتغيرات و أن الطلب على النقود كالطلب على أي سلعة يتحدد بمستوى تكلفة الاحتفاظ بها؛
- ✓ عرض النقود متغير خارجي يتحدد من طرف السلطات النقدية، و هو المتغير الوحيد كقناة لإبلاغ السياسة النقدية، بحيث يؤثر على الناتج الكلي في الأجل القصير و مستوى الأسعار في الأجل الطويل؛
- ✓ اعتماد الفرد في اختيار النقود على العوائد المنتظرة للأصول المكونة للثروة؛
- ✓ سرعة دوران النقود غير مستقرة، لكن يمكن التنبؤ بها من خلال دالة الطلب على النقود؛
- ✓ السبب الرئيسي للتضخم هو معدل التوسع النقدي الكبير مقارنة بمعدل النمو الحقيقي للاقتصاد؛
- ✓ ارتباط الفكر الاقتصادي لهذه المدرسة بمبدأ الحرية الاقتصادية و تجنب التدخل الحكومي في الأنشطة الاقتصادية، و اقتضاه على توفير المتطلبات اللازمة لعمل القطاع بكفاءة؛
- ✓ عدم خضوع الأعوان الاقتصاديين للخداع النقدي؛
- ✓ النقود تماري أثرا مباشرا و هاما على الإنفاق الكلي، و من ثم على الدخل في الفترة القصيرة.

3-2- الطلب على النقود في النظرية النقدية المعاصرة

إن تحليل فريدمان للطلب على النقود إنما يعتبر محاولة علمية و عملية لتفسير الظاهر الاقتصادية الكلية، و ذلك من خلال سلوك الوسطاء الاقتصاديين أي الوحدات الاقتصادية (مشروعات، أفراد)، فقد قام تحليل فريدمان على الأساس الذي تقوم عليه حسابات الوحدات الاقتصادية، و لذلك فقد أكد فريدمان أن هذه الوحدات و هي بصدد تقييم مراكزها المالية لا تهتم فقط بالموازنة بين الأصول النقدية و الأصول المالية، و لكن تهتم أيضا بتحقيق التوازن بين جميع الأصول المتاحة لديها (مالية، نقدية، حقيقية) و بين جميع مكونات الثروة الكلية، و طبقا لفريدمان فإن النقود باعتبارها أصل على قدم المساواة من الأصول الأخرى سواء كانت أوراق مالية أو أصول حقيقية أو سلع استهلاكية... الخ.

3-2-1- العوامل المحددة للطلب على النقود عند فريدمان: قاد تحديد البدائل الممكنة للنقود لفريدمان إلى

دراسة العوامل التي تحدد حجم الطلب النقدي من طرف الأعوان الاقتصاديين من جهة، و تحدد كيفية توزيع الكمية الإضافية من النقود بين مختلف الأصول المشكلة للثروة من جهة أخرى. و تتمثل هذه العوامل فيما يلي:

- ❖ الثروة الكلية: يعتمد طلب حائزي الثروة النهائيين للأرصدة النقدية الحقيقية على مقدار الثروة الكلية المتاحة لهم، فمقدار الثروة الكلية هو مقدار ثابت في لحظة زمنية معينة ، و من ثم يمثل هذا المقدار القيد المفروض

¹ ابن قنور علي، بربير محمد ، مرجع سبق ذكره، ص 27-28.

على حائزي الثروة عند توزيع هذه الثروة بين عناصرها المختلفة.

و يرى فريدمان أن الثروة الكلية هي عبارة عن كل مصادر الدخل ، فالثروة إذن هي المخزون و الدخل هو التدفقات الناتجة عن الثروة أو المخزون، إذ أن مفهوم الثروة من منظور هذه النظرية هي القيمة الرأسمالية لجميع مصادر الدخل، فالنقود هي جزء من الثروة أما الأجزاء الأخرى و المكونات الأخرى للثروة فتتمثل في الأصول المالية و النقدية (الأسهم و السندات)، و الأصول العينية (الطبيعية) فضلا عن الاستثمار البشري.

❖ العوائد المتوقعة من الأصول المختلفة الثروة: ان الطلب على النقود يرتبط بتوزيع الثروة على أشكالها المختلفة و أن هذا التوزيع يتم وفقا للعائد الذي يحققه كل نوع من أنواع هذه الأصول. اذا فالأصول المكونة للثروة و العوائد المتوقعة عن كل أصل عند "فريدمان" يمكن ايجازها فيما يلي:¹

• النقود: هي أكثر الأصول سيولة لها عائد غير نقدي يتمثل في الراحة و اليسر و الأمان الذي توفره لحائزيها في صورة السيولة، كما يمكن أن تحقق عائد نقدي و ذلك في حالة الفائدة المقررة على طلب الودائع النقدية من قبل البنوك، و يمكن قياس معدل العائد بالنسبة للنقود في هذه الحالة كما يلي:
معدل عائد النقود = معدل الفائدة على النقود + معدل التغير في القوة الشرائية للنقود.

و بذلك فان قيمة العائد الحقيقي للنقود، وفقا لوحدة النقود الاسمية يعتمد على حجم السلع أو بمفهوم أدق على مستوى الأسعار. و من ذلك فان مستوى الأسعار (P) هو المتغير الحاسم و الفعال و المؤثر على قيمة العائد الحقيقي بالنسبة للنقود و لباقي أشكال الثروة.

• السندات: تعتبر السندات من أصول الثروة تحقق عائدا ثابتا لحائزها في شكل نسبة من القيمة الاسمية للسند (Rb)، و يأخذ هذا العائد شكلين: قيمة المبلغ الذي يتم تسليمه سنويا و يطلق عليه سعر الفائدة على السند. تغير قيمة السند الفعلية خلال الفترة الزمنية، و هذا التغير قد يكون ايجابا أو سلبا.

• الأسهم: تعتبر الأسهم من الأصول المالية و هي أحد أشكال الثروة و أن العائد أو التدفق (الدخل) الناتج عن حيازته قد تأخذ ثلاثة أشكال:

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

تتمثل عوائد الأسهم اصطلاحا على الأرباح (Re) و على معدل تغيرها و على المستوى العام للأسعار بسبب تغير قيمتها عبر الزمن.

¹بلعزوز بن علي، مرجع سبق ذكره، ص ص 68-71.

• الأصول الطبيعية: يقصد بالأصول الطبيعية (العينية) هو حيازة الثروة على شكل بضائع مادية، و هي تمثل رأس المال المادي كالألات و العقارات، و يتوقف التدفق الناتج عن حيازة هذه الأصول على المستوى العام للأسعار و معدل تغيرها، و الاهتلاك الذي تتعرض له هذه الأصول. و يمكن أن نرسم لهذا العائد بـ $1/p * dp/dt$.

حيث $(1/p)$ مقلوب المستوى العام للأسعار و (dp/dt) تمثل معدل تغير الأسعار بالنسبة للزمن (T).

• رأس المال البشري: يقر "فريدمان" بصعوبة تحديد العائد من رأس المال البشري بأسعار السوق، إلا أنه يرى أن هناك علاقة (نسبة) بين رأس المال البشري و رأس المال المادي، و من هنا يمكن أن يكون هناك معامل بين الثروة البشرية و الثروة المادية أي أن يكون هناك تدفق من الثروة البشرية. و يمكن قياس ذلك فإذا كان معامل

النسبة بين الثروة المادية إلى الثروة البشرية هو (w) ، و لما كانت الثروة الكلية هي $Y = W / P$

العائد من رأس المال البشري = الثروة الكلية مضروبة في معامل النسبة بين الثروة المادية و الثروة غير المادية.

❖ الأذواق: إن المعايير الكمية السابقة ليست وحدها التي تعمل على تحديد حجم الطلب على النقود، بل توجد عوامل أخرى ذات طابع نوعي بالأساس لها دور في ذلك، و قد تؤدي هذه العوامل إلى القيام باختيارات قد تختلف عن تلك التي قد تبني فيما لو تم الاعتماد على العناصر الكمية فقط. و يتمثل هذا العامل الكيفي في أذواق طالبي النقود و تفضيلاتهم الخاصة و التي تتحدد بشكل عام على أساس دوال منفعتهم.

3-2-2- دالة الطلب على النقود عند فريدمان: لقد حلل فريدمان العوامل المحددة للطلب على النقود في إطار نظرية طلب الأصول التي تقرر العوامل التي تؤثر على طلب أي أصل من الأصول، هذه النظرية التي تقر أن الطلب على النقود يجب أن يكون دالة للموارد المتاحة للأفراد (ثروتهم) و معدلات العائد المتوقع على النقود. يمكن إعطاء دالة الصيغة الرياضية لدالة الطلب على النقود بحسب مفهوم فريدمان في المعادلة التالية:

$$M = f (P , Rb , Re, 1/p.dp/dt , W, Y_p, U) \dots \dots \dots (4)$$

حيث:

P: المستوى العام للأسعار

Rb: معدل الفائدة على السندات.

Re: معدل عائد السهم.

$1/p.dp/dt$: التغير المتوقع في الأسعار في الزمن.

W: نسبة رأس المال غير البشري (المادي) الى رأس المال البشري.

Y_p : الدخل الدائم.

U: الأذواق و ترتيب الأفضليات.

تقوم معادلة دالة الطلب على النقود على أساس الوحدات النقدية الاسمية و ليس على أساس القيمة الحقيقية، لذلك فقد عبر فريدمان عن معادلة دالة الطلب على الرصيد الحقيقي كما يلي:

$$M/P = f (R_b , R_e, 1/p.dp/dt , W, Y_p/P, U).....(5)$$

تشير الصيغة السابقة رقم(5) إلى أن الطلب الحقيقي على النقود هو دالة في المتغيرات الحقيقية و ذلك بعد اختفاء المتغيرين النقديين فيه و هما مستوى الأسعار و الدخل النقدي الدائم. يطلق على هذه المعادلة دالة الطلب على الأرصدة النقدية الحقيقية (M/P) .

عند "فريدمان" يرتبط الطلب على النقود بمفهوم الثروة و حيث أن النقود أصل، فإن الطلب النقدي يرتبط طرديا مع فكرة الثروة و الدخل الدائم ينوب - مؤشر - عن الثروة، فالدخل الدائم (الذي يمكن التعبير عنه على أنه المتوسط المتوقع للدخل في الأجل الطويل) يتميز بصغر التقلبات قصيرة الأجل.

لقد أكد فريدمان أن للفرد حرية في اختيار البديل الذي يحتفظ فيه بثروته، إذ أن طلبه على النقد يأخذ العوائد من مختلف البدائل بعين الاعتبار، و إذا ارتفعت العوائد من هذه البدائل مقارنة بالعائد من الاحتفاظ بالنقود فإن الطلب على النقود يقل، و بذلك توجد علاقة عكسية بين هذه العوائد و الطلب على النقود.

يعتبر فريدمان أن دالة الطلب على النقود التي قام بوضعها جد مستقرة و ذلك لأنها مبنية على أثر الأرصدة الحقيقية، حيث يعتقد أن الأفراد لهم أفكار محددة حول المبلغ الحقيقي من النقود الذين يودون الاحتفاظ به، و الدخل الدائم كمتغير أساسي في هذه العلاقة الذي يتميز عموما بالاستقرار، مما ينعكس على تابعه المتمثل في الطلب على النقود.

3-3 مقارنة نظرية فريدمان بالكينزيين لنظرية الطلب على النقود:

من دراستنا لكل من النظرية الكينزية و نظرية فريدمان للطلب على النقود يتضح أن هناك عددا من الاختلافات بين هاتين النظريتين، سوف نوضح أهمها فيما يلي:¹

❖ أضاف فريدمان حزمة الأصول المالية شاملة السندات و الأسهم و الأصول الحقيقية و الثروة البشرية كأصول بديلة أو مكملة في دالة الطلب على الأرصدة النقدية الحقيقية في شكل عائد كل أصل بالنسبة إلى عائد النقود، و اقتصر دالة الطلب على النقود عند كينز على سعر الفائدة على السندات باعتباره ممثل جيد لأسعار الفائدة على الأصول البديلة للنقود.

❖ على عكس النظرية الكينزية التي افترضت أهمية دور سعر الفائدة في تحديد الطلب على النقود، فإن نظرية فريدمان تقترح أن سعر الفائدة يلعب دورا بسيطا في التأثير على الطلب على النقود. فقد افترض كينز أن معدل العائد على النقود ثابت، في حين أن تحليل فريدمان يوضح أن معدل العائد على النقود غير ثابت.

¹ السيد محمد أحمد السريتي، محمد عزت محمد غزلان ، مرجع سبق ذكره، ص334.

- ❖ يتعامل فريدمان مع النقود و السلع باعتبارهما بدائل، حيث يفاضل الأفراد بين الاحتفاظ بالنقود و الاحتفاظ بالسلع، و هذا يعني أن التغيرات في كمية النقود لها بالضرورة تأثير مباشر على الإنفاق الكلي.
- ❖ تعتبر نظرية كينز أن سعر الفائدة محدد هام للطلب على النقود، بينما تقترض نظرية فريدمان أن التغيرات في أسعار الفائدة لها تأثير ضئيل على طلب النقود، و بناء على ذلك اختصر فريدمان العوامل المؤثرة في طلب النقود اقتصر على الدخل الدائم.
- ❖ يتسم الطلب على النقود عند كينز بكونه دالة غير مستقرة بسبب مكون الطلب على النقود لغرض المضاربة الذي يعتمد على التوقعات لأسعار الأوراق المالية(السندات)، أما بالنسبة لفريدمان فدالة الطلب على النقود مستقرة في علاقتها بمتغير تفسيرها الرئيسي و هو الدخل الدائم.
- و في الأخير نخلص إلى أنه رغم اختلاف الآراء بين مختلف رواد المدارس الاقتصادية (المدرسة الكلاسيكية، المدرسة الكينزية، المدرسة النقدية) ، و بالرغم من تضارب الأفكار و المبادئ لكل منهم، إلا أن تحليل و حلول كل منهم قد ساد و بشكل ناجح خلال فترة زمنية معينة. و بذلك يمكننا القول كل من المدارس سالفة الذكر سعت إلى وجود سياسة نقدية رشيدة تمكن من دفع عجلة التنمية الاقتصادية لاقتصاديات البلدان و معالجة الأزمات و الاختلالات الاقتصادية.

الفصل الثالث: البنك المركزي و السياسة النقدية

تمهيد:

يقف البنك المركزي على قمة الجهاز المصرفي لأي دولة في الوقت المعاصر، حيث يعد أحد المؤسسات الهامة و الفعالة التي لا يمكن الاستغناء عنها في النظم الاقتصادية. و لقد عرفت الاقتصاديات تطورا كبيرا في الفترة الأخيرة و كذلك مهام البنوك المركزية، حيث تعتبر وظيفة إصدار النقود من المهام التقليدية بالإضافة إلى المهام الحالية، إلا أن البنوك المركزية هي الجهات المسؤولة عن إدارة و تنفيذ السياسة النقدية في البلاد و التي ترتبط و بالأساس بأهداف الاقتصاد الوطني في مجموعه.

1- البنك المركزي:

يقع البنك المركزي على رأس هيكل الجهاز المصرفي و لذلك فهو يتميز عن غيره من البنوك، و يبرر هذا التميز من خلال وظائفه التي يقوم بها، و التي تكشف الدراسات في هذا المجال أنها تنطوي على وظائف متعددة تأتي في مقدمتها وظيفة إصدار العملة، و لا يهدف البنك المركزي إلى تحقيق الربح مثل البنوك التجارية بل يهدف إلى تحقيق المصلحة الاقتصادية العامة و بخاصة تحقيق الاستقرار النقدي و المالي.

1-1- نشأة و تعريف البنك المركزي:

نشأت البنوك المركزية كبنوك تجارية ثم تحولت إلى بنوك عامة تملكها الدولة، و يعتبر البنك المركزي السويدي (Riks Bank) أقدم البنوك المركزية في العالم، حيث تأسس سنة 1656 و أعيد تنظيمه كبنك للدولة سنة 1668، و لكن مع ذلك فان بنك انجلترا الذي أسس سنة 1694 يعتبر أول من طبق مبادئ و وظائف البنك المركزي، و يرجع إليه الفضل في تطوير المبادئ التي يقوم عليها فن الصيرفة المركزية، و لقد توالى بعد ذلك إنشاء البنوك المركزية في العالم خاصة في أوروبا، حيث أنشأ بنك فرنسا سنة 1800، ثم النمسا سنة 1817، ثم الدنمارك سنة 1818، ثم بلجيكا سنة 1850، و البنك الحكومي الروسي سنة 1860، و بنك اليابان سنة 1882، ثم تأسيس بنوك الاحتياطي الفيدرالي في الولايات المتحدة الأمريكية لتقوم بمهام البنك المركزي سنة 1913 و 1914 م، ثم بنك كندا في نهاية 1934، أما البنك المركزي الجزائري فقد تم تأسيسه سنة 1962.¹

و خلال القرن العشرين استمر تأسيس البنوك المركزية في العالم، و أهم حدث ساعد على إنشاء هذه البنوك هو المؤتمر المالي العالمي الذي انعقد في بروكسل عام 1920، و الذي أوصى في تقريره الختامي بأن تقوم الدول التي لم تؤسس بنوكا مركزية بإنشاء مثل هذه البنوك بأسرع وقت لا لغرض تثبيت و إعادة الاستقرار المصرفي و النقدي فحسب بل لصالح التعاون النقدي الدولي أيضا.

لقد قدّم بعض الاقتصاديين تعاريف مختلفة للمصارف المركزية ترتبط مع الوظائف التي تقوم بها المصارف

¹ عبد الصمد سعودي، مرجع سبق ذكره، ص124.

المركزية، من أهمها ما يلي:¹

عرفت فيرا سميث (Vera Smith) المصارف المركزية بأنها "هي النظام المصرفي الذي يوجد فيه مصرف واحد له السلطة الكاملة على إصدار النقد". أكدت فيرا سميث في تعريفها على وظيفة إصدار النقد.

أما شاو (W.Shaw) فقد ركز على وظيفة البنك المركزي في كيفية التحكم في حجم الائتمان و تنظيمه بتعريفه " هو البنك الذي يتحكم في الائتمان و ينظمه".

و عرفه (A.Day) البنك المركزي بأنه " الذي ينظم السياسة النقدية و يعمل على استقرار النظام المصرفي" و يلاحظ بأن داي اهتم بالسياسة النقدية باعتبارها من أهم وظائف البنك المركزي، بالأخص الحفاظ على استقرار الجهاز المصرفي.

و جاء تعريف سايرز (Sayers) بأن " البنك المركزي هو عضو أو جزء من الحكومة الذي يأخذ على عاتقه إدارة العمليات المالية للحكومة و بواسطة إدارة هذه العمليات يستطيع التأثير في سلوك المؤسسات المالية، مما يجعلها تتوافق مع السياسة الاقتصادية للدولة".

و جاء تعريف سامويلسون (Samualson) ليركز على وظيفة أخرى للمصارف باعتباره " البنك المركزي هو بنك البنوك و وظيفته هي التحكم في القاعدة النقدية التي من خلالها يستطيع أن يتحكم في عرض النقود".

في حين يرى دي كوك (De Kock) المصارف المركزية بأنها " البنك المركزي هو البنك الذي يقنن و يحدد الهيكل النقدي و المصرفي بحيث يحقق أكبر منفعة للاقتصاد الوطني، من خلال قيامه بوظائف متعددة كتقنين العملة، و القيام بإدارة العمليات المالية الخاصة بالحكومة، احتفاظه بالاحتياطيات النقدية للبنوك التجارية، و إدارة احتياطيات الدولة من العملات الأجنبية، و قيامه بخدمة البنوك التجارية من خلال إعادة خصم الأوراق التجارية، و قيامه بدور المقرض للبنوك التجارية، و انجاز أعمال المقاصة بين البنوك التجارية، و القيام بالتنظيم و التحكم في الائتمان بما يتلاءم و متطلبات الاقتصاد الوطني و تحقيق أهداف السياسة الاقتصادية".

يتضح من التعاريف أعلاه، أن التعريف الذي قدمه دي كوك (De Kock) هو جامع و شامل لوظائف البنك المركزي، بخلاف التعاريف الأخرى التي ركزت على وظيفة واحدة أو وظيفتين من وظائف البنك المركزي.

1-2- خصائص البنوك المركزية:

هناك عدة خصائص تميز البنك المركزي كمؤسسة نقدية عن غيره من المصارف، و هذه الخصائص هي:²

➤ إن البنوك المركزية مؤسسات نقدية ذات ملكية عامة، فالدولة هي التي تتولى إدارتها و الإشراف عليها من خلال القوانين التي تسنها و التي تحدد بموجبها أغراضها و واجباتها و تشارك مع الحكومة في رسم

¹ يسرى مهدي السامرائي، زكريا مطلق الدوري (1999)، الصيرفة المركزية و السياسات النقدية، مطابع إديتار، ليبيا، ص 27-28.
² زكريا الدوري، يسرى السامرائي (2013)، البنوك المركزية و السياسات النقدية، دار البازوري العلمية للنشر و التوزيع، الأردن، ص 26-27.

- السياسة النقدية، و تنفذ هذه السياسة عن طريق التدخل و التوجيه و الرقابة.
- يحتل مركز الصدارة و قمة الجهاز المصرفي، لكونه يتمتع بسلطة رقابية على البنوك و له القدرة على خلق النقود القانونية دون سواه، و جعل جميع البنوك تستجيب للسياسة النقدية التي يرغب في تنفيذها.
 - لا يتوخى البنك المركزي الربح و إنما وجد لتحقيق الصالح العام للدولة، و لكن إن حصل الربح فيكون ذلك من قبيل الأعمال العارضة و ليس الأساسية التي وجد المصرف من أجلها.
 - يتمتع بالقدرة على تحويل الأصول الحقيقية إلى أصول نقدية و له القدرة للهيمنة على إصدار النقد و عملية الائتمان في الاقتصاد الوطني.
 - يمثل البنك المركزي المؤسسة المحكرة لعملية إصدار النقد، و لم يعد للمصارف التجارية أي دور في الإصدار في جميع دول العالم.
 - هناك بنك مركزي واحد في معظم أقطار العالم باستثناء الولايات المتحدة الأمريكية حيث يوجد فيها مؤسسة للإصدار النقدي خاضعة لسلطة نقدية ممثلة بمجلس الاحتياطي الفيدرالي، الذي يحدد السياسة النقدية للبلد و التي تلتزم بتنفيذ جميع مصارف الإصدار، و يسري هذا الإصدار على الهند، و كذلك توجد مؤسسة نقد للإصدار في المملكة العربية السعودية و البحرين.

1-3- وظائف البنوك المركزية:

يمكن أن نجمل الوظائف التي يقوم بها البنك المركزي في العصر الحديث في النقاط التالية:

- ❖ بنك إصدار الأوراق النقدية: و هذا يعني أن البنك المركزي ينفرد بوظيفة إصدار النقود القانونية، و وظيفة إصدار أوراق البنكنوت هي أولى وظائف البنك المركزي و الوظيفة الأساسية التي تميزه عن البنوك التجارية العادية، و هذا ما يفسر في هيمنة سلطته على جميع البنوك في الجهاز المصرفي، فعندما أصبحت أوراق النقود عملة قانونية ذات قوة إبراء غير محدودة زادت مكانة البنك المركزي داخل الجهاز المصرفي. كما أن تركيز وظيفة الإصدار في بنك واحد نتج عنه زيادة ثقة المتعاملين في الأوراق النقدية المصدرة (صفة القبول العام)، تمكين البنك المركزي من التأثير في حجم الائتمان من خلال التأثير على حجم الاحتياطات النقدية لدى البنوك التجارية.
- ❖ القيام بدور مصرف الحكومة و مستشارها المالي: يعتبر البنك المركزي وكيل الحكومة و مستشارها المالي في جميع عملياتها المالية و تتلخص خدماته فيما يلي:¹
 - يقرض الحكومة عند الحاجة عن طريق إصدار عملات ورقية جديدة مضمونة بالسندات؛
 - مسك حسابات المصالح و المؤسسات الحكومية، حيث أن الحكومة تودع كل أو بعض أموالها لديه، و

¹ وديع طوروس، المدخل الى الاقتصاد النقدي، مرجع سبق ذكره، ص 227.

تسدّد ديونها بشيكات مسحوبة عليه؛

- إصدار و دفع الفوائد و تسديد القروض نيابة عن الحكومة، تقييم الاستثمارات المالية و النقدية للحكومة بهدف اتخاذ الإجراءات المناسبة؛

- المساهمة في صنع القرارات المالية للدولة و العمل على تنفيذها القيام بعمليات التمويل الخارجية، و تجميع العملات الأجنبية و العمل على توظيفها؛

- القيام بعملية السداد فيما يخص القروض العامة و العمل على تنظيم الدين العام.

❖ القيام بعمليات المقاصة بين البنوك التجارية: تحتفظ المصارف التجارية بجزء من احتياطياتها النقدية على

هيئة ودائع لدى المصرف المركزي، هذه الودائع تمكن المصرف المركزي ليس فقط من فرض رقابته

على حجم الائتمان المصرفي، و لكن أيضا من تسوية المديونيات المتبادلة بين المصارف التجارية.¹

❖ وظيفة المقرض الأخير (بنك البنوك): ان هذه الوظيفة تمثل علاقة البنك المركزي بالبنوك التجارية

الأخرى، فعلى اعتبار أن البنك المركزي يقع على قمة الجهاز المصرفي فهو يمثل سلطة رقابة على

جميع البنوك المتدرجة ضمن الجهاز المصرفي. يمارس البنك المركزي الرقابة على المؤسسات البنكية و

يعمل على استقرار النظام المالي (من خلال الرقابة على المستوى الجزئي و الكلي)². و تتلخص سلطته

فيما يلي:

- تلتزم البنوك التجارية بإيداع جزء من رصيدها النقدي لدى البنك المركزي يعادل نسبة معينة من التزاماتها،

و هذه النسبة تحددها إدارة البنك المركزي قصد حفظ حقوق المودعين و تحقيق رقابة فعالة على البنوك

خاصة فيما يخص خلق الودائع.

- يلتزم البنك المركزي بإتاحة وحدات النقد القانونية لتحقيق السيولة اللازمة لمواجهة المصارف، خاصة في

حالة الأزمات المالية المتعلقة بالسيولة و التي تهدد كيان النظام المصرفي.

❖ وظيفة الإشراف على الائتمان و توجيهه: تعتبر هذه الوظيفة من الوظائف الحديثة للبنوك المركزية، إذ

أنها ترتبط ارتباطا وثيقا بعملية خلق نقود الودائع من قبل البنوك التجارية، حيث يمارس البنك المركزي

رقابة توجيهية على أعمال البنوك التجارية التي تتنوع أهدافها و وظائفها بتنوع الأعمال الاقتصادية داخل

الدولة. كما يمكنه أن يؤثر في السياسة الائتمانية للدولة بفعل أدوات معينة سواء مباشرة أو غير مباشرة،

و عليه يمكننا القول أن البنك المركزي يشترك مع الحكومة في رسم أهداف السياسة النقدية و العمل على

إيجاد الوسائل اللازمة لتحقيقها.

[1]نعمة الله نجيب، محمد يونس، عبد النعيم مبارك (2001)، مقدمة في اقتصاديات النقود و الصيرفة و السياسات النقدية، الدار الجامعية، الإسكندرية، ص

² S.Brana,M.Cazals,P.Kauffmann(2016),monnaie banque et finance,dunod,paris,p.162.

2- السياسة النقدية:

تتمثل السياسة النقدية في ذلك الفرع من السياسة الاقتصادية الذي يسعى إلى تحقيق الأهداف النهائية للاقتصاد الكلي و التي يأتي في مقدمتها تحقيق الاستقرار و التوازن الاقتصادي العام، إذ تعد أحد المكونات الأساسية الاقتصادية التي تعتمد عليها الدولة و التي تتخذ من المعطيات النقدية موضوعاً لتدخلها بهدف تحقيق أغراض اقتصادية مختلفة.

2-1- مفهوم السياسة النقدية و أنواعها:

يرجع ظهور السياسة النقدية إلى أواخر القرن التاسع عشر حيث أن فكرة حيادية النقود التي نادى بها الكلاسيك لم تترك مجالاً للتداول في فكرة إيجاد آليات للتأثير على حركة النشاط الاقتصادي و هو ما يعبر عنه بالسياسة النقدية، و ما كان يدور حوله الحديث هو النظرية الكمية للنقود و معادلة التبادل التي تقضي إلى أن زيادة الحجم في الكتلة النقدية المتداولة مع ثبات حجم الإنتاج يؤدي إلى التضخم.

جاءت خمسينات القرن الماضي حيث أخذت السياسة النقدية مكانها في الريادة من بين السياسات الاقتصادية الكلية على يد الاقتصادي الأمريكي ميلتون فريدمان زعيم المدرسة النقدية الذي ركز جل اهتمامه عليها، مما دفع إلى ظهور دعوات للمزج بين السياسة النقدية و المالية.¹

2-1-1- تعريف السياسة النقدية:

تعرف السياسة النقدية على أنها: "مجموعة الإجراءات التي تتخذها الدولة في إدارة كل من النقود و الائتمان و تنظيم السيولة العامة للاقتصاد". كما تعرف على أنها: "تلك الإجراءات التي تستخدمها الدولة للتأثير في عرض النقود لإيجاد التوسع أو الانكماش في حجم القوة الشرائية للمجتمع".²

و بتعبير آخر السياسة النقدية هي مجموعة القواعد و الأحكام التي تتخذها الحكومة أو أجهزتها المختلفة للتأثير في النشاط الاقتصادي من خلال التأثير في الرصيد النقدي.

يكن مفهوم السياسة النقدية في مجموع الإجراءات التي تتخذها السلطات النقدية ممثلة في البنك المركزي من أجل تسيير حجم الكتلة النقدية لتحقيق الأهداف الاقتصادية، حيث يعمل البنك المركزي على التأثير في عرض النقود (من حيث كمية النقود و سرعة دورانها) من خلال أدوات السياسة النقدية للوصول إلى تحقيق مجموعة الأهداف الاقتصادية.³

من خلال التعاريف السابقة يتضح أن تعريف السياسة النقدية يضم العناصر التالية:

- الإجراءات و الأعمال التي تقوم بها السلطات النقدية.

¹ عبد الحسين جليل الغالبي (2015)، السياسة النقدية في البنوك المركزية، ط 1، دار المناهج للنشر و التوزيع، عمان، ص 175.

² بلعزوز بن علي (2004)، مرجع سبق ذكره، ص 112.

³ أحمد محمد مندور (2004)، مقدمة في النظرية الاقتصادية الكلية، الدار الجامعية، مصر، ص 224.

- تستعمل الإجراءات للتأثير على المتغيرات النقدية و بالتأثير في سلوك الأعوان المصرفية و غير المصرفية.

- تهدف السياسة النقدية إلى تحقيق أهداف تحددها السلطات النقدية.

2-1-2- أنواع السياسة النقدية:

يمكن تقسيم السياسة النقدية حسب الوضع الاقتصادي السائد إلى:¹

❖ السياسة النقدية الانكماشية: يتم اللجوء إلى هذا النوع عندما تكون معدلات التضخم مرتفعة، أي لعلاج الحالة التضخمية التي يعاني منها اقتصاد بلد ما، حيث يعمل البنك المركزي على كبح كمية النقود المتداولة عن طريق إحدى الإجراءات التالية: زيادة نسبة الاحتياطي القانوني، زيادة سعر إعادة الخصم، يقوم البنك المركزي ببيع الأوراق المالية، أو إقناع البنوك التجارية بتقليل الإقراض (الائتمان). عن طريق هذه الإجراءات يقوم البنك المركزي بتخفيض عرض النقود، و ذلك من خلال تقليل السيولة لدى الأفراد و لدى الحكومة، فيؤدي ذلك إلى خفض الطلب الكلي و بالتالي إلى انخفاض أسعار السلع و الخدمات و بذلك تحقيق الاستقرار الاقتصادي.

❖ السياسة النقدية التوسعية: يلجأ البنك المركزي إلى هذه السياسة عندما يكون هناك ركود أو انكماش في الاقتصاد (أي أن التدفق الحقيقي أكبر من التدفق النقدي) ، حيث يقوم البنك المركزي بزيادة المعروض النقدي عن طريق إحدى الإجراءات التالية: التقليل من نسبة الاحتياطي القانوني، تخفيض سعر إعادة الخصم، يقوم البنك المركزي بشراء الأوراق المالية، أو إقناع البنوك التجارية بزيادة الإقراض، و بالتالي زيادة الطلب على السلع و الخدمات.

2-2- أهداف السياسة النقدية:

ترمي السياسة النقدية إلى تحقيق أهداف عديدة تمس جوانب مختلفة، أهمها ما يلي:

أ- تحقيق استقرار الأسعار: تسعى السلطات النقدية بشكل مستمر إلى محاولة تحقيق استقرار الأسعار، و ينبع ذلك من إدراكها لحجم التكاليف الاجتماعية و الاقتصادية التي تترتب عليها التقلبات السعرية، و لما يخلفه ذلك الوضع من عدم تأكد و صعوبة في وضع الخطط المستقبلية بما يؤثر سلبا على النمو الاقتصادي. إن توفير الاستقرار النقدي و الحد من التضخم لا يقتصر فقط على تحقيق التوازن بين الطلب و العرض في سوق السلع و الخدمات عن طريق التحكم في المعروض النقدي، و إنما يشمل ثلاث جوانب أخرى تتمثل فيما يلي:²

¹ بن شني عبد القادر(2015)، أثر السياسة النقدية على سوق الأوراق المالية في الجزائر، مجلة المالية و الأسواق لجامعة عبد الحميد بن باديس، العدد 3، مستغانم، ص 76.

² منال جابر مرسي محمد (2017)، تقييم فاعلية السياسة النقدية في تحقيق استقرار سعر الصرف في مصر خلال الفترة (1990-2017)، المجلة العلمية للإدارة و التجارة، ص 494.

- استقرار أسعار الفائدة: يعد توفير الاستقرار النسبي لسعر الفائدة عاملا هاما لرفع معدل الأداء الاقتصادي، حيث أن التقلبات المستمرة في سعر الفائدة تخلق حالة من عدم الاستقرار يصعب في ظلها على الوحدات الاقتصادية التخطيط للمستقبل.
- استقرار الأسواق المالية: يعد توفير نظام مالي مستقر يمكن من خلاله تجنب الأزمات المالية أحد الأهداف التي تسعى السلطات النقدية إلى تحقيقها، حيث تؤثر الأزمات المالية سلبا على قدرة أسواق المال على توفير التمويل اللازم للاستثمار، و يمثل استقرار أسعار الفائدة أحد الوسائل الرئيسية لتحقيق هذا الهدف، و ذلك لأن التقلبات المستمرة في أسعار الفائدة تؤدي إلى زيادة درجة عدم التأكد لدى المؤسسات المالية، و بالتالي يقل إقبالها على منح الائتمان و تنخفض الاستثمارات و تضطرب سوق الأوراق المالية، بما يؤثر سلبا على النمو الاقتصادي و معدلات التشغيل في الاقتصاد.
- استقرار أسعار الصرف: مع نمو حجم التجارة العالمية و زيادة درجة الانفتاح بين الدول أصبحت أسواق الصرف الأجنبي من الركائز الأساسية التي تتخذ بعين الاعتبار عند رسم السياسة النقدية في مختلف بلدان العالم، لكونها إحدى العوامل المساعدة على تحقيق الاستقرار النقدي. و يضيف هذا بعد آخر للسياسة النقدية يجعل عملية صناعتها أكثر تعقيدا، إذ أنه كلما زادت درجة انفتاح الاقتصاد الوطني على العالم الخارجي كلما أصبح للتطورات الاقتصادية الدولية انعكاسات هامة يجب أخذها في الاعتبار عند وضع و تنفيذ السياسة النقدية، فالسياسة النقدية السليمة لا بد و أن تتوافق مع حجم و نمط معدل النمو الأمثل مما يؤدي إلى الاستقرار النقدي و الحد من تقلبات أسعار الصرف.
- ب- تحقيق مستوى عال من الاستخدام: يعد التوظيف الكامل أو تحقيق مستوى عال من التشغيل من بين الأهداف التي تسعى إليها السياسة النقدية، و المراد بذلك أن تحرص السلطات النقدية على تثبيت النشاط الاقتصادي عند أعلى مستوى ممكن من التشغيل للموارد الطبيعية و البشرية، و على جميع السلطات النقدية اتخاذ جميع الإجراءات بتجنيب الاقتصاد البطالة و ما يرافقها من مظاهر انكماشية.¹
- ج- توازن ميزان المدفوعات: تؤثر السياسة النقدية السليمة إيجابا على ميزان المدفوعات، فزيادة عرض النقود بما يتناسب مع حجم و نمط معدل النمو الأمثل يؤدي إلى الاستقرار النقدي ، و بالتالي استقرار أسعار الصرف و هذا الاستقرار يساعد بدوره على نمو التجارة الخارجية و تدفق رؤوس الأموال الأجنبية، مما يؤدي إلى تحسين ميزان المدفوعات. و العكس فان تجاوز نمو المعروض النقدي عما يتطلبه حجم و نمط معدل النمو الاقتصادي الأمثل ينتج عنه دخول الاقتصاد في موجة تضخمية تؤثر سلبا على ميزان المدفوعات، فالتحكم

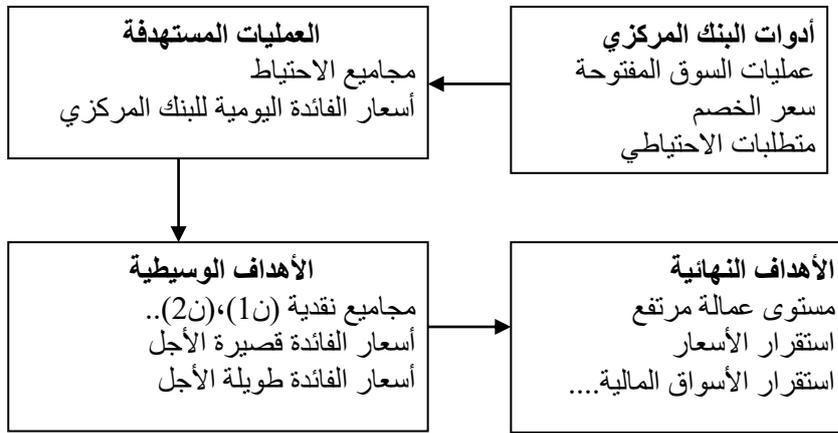
1 صيد تونس، طراد خوجة هشام (2020)، أثر تقلبات أسعار النفط في توجيه أدوات الرقابة الكمية للسياسة النقدية في الجزائر للفترة (2000-2018) دراسة إحصائية تحليلية، مجلة أبحاث اقتصادية و إدارية، المجلد 14، العدد 5، ص 224-225.

في العرض الكلي للنقود يقع مباشرة تحت سلطة البنك المركزي، و عرض العملات الأجنبية جزء من العرض النقدي و يمثل سعر الصرف همزة وصل بين عرض النقد الأجنبي و عرض العملة المحلية.

3- أدوات السياسة النقدية:

إن السياسة النقدية سلوك إرادي واعي يبذله البنك المركزي الممثل للسلطة النقدية، للتأثير في مجموعة من المتغيرات الكمية و النوعية تعرف باسم أدوات السياسة النقدية، و أيضا باسم أسلحة البنك المركزي و تحمل هذه المتغيرات سمات خاصة تسمح باستخدامها كأدوات للسياسة، و ينتقل التأثير من أدوات السياسة إلى مجموعة أخرى من المتغيرات يطلق عليها اسم المتغيرات الوسيطة، التي تنقل التأثير إلى أهداف وسيطة ثم إلى الأهداف النهائية التي تسعى السلطة النقدية إلى تحقيق مستوياتها المستهدفة.

الشكل (6): إستراتيجية البنك المركزي في إدارة السياسة النقدية.



المصدر: السيد محمد أحمد السريتي، محمد عزت محمد عزلان، مرجع سبق ذكره، ص 346.

3-1- الأدوات غير المباشرة:

إن الغرض الأساسي من استخدام أدوات الرقابة الكمية هو التأثير على كمية أو حجم الائتمان المصرفي، أي التأثير في حجم عمليات الإقراض و الاقتراض التي يقوم بها أطراف الائتمان المصرفي و المتمثلة في الأجهزة و المؤسسات المصرفية و المالية و الحكومات و الأفراد.

إن استخدام أدوات الرقابة الكمية بهدف التأثير على كمية الائتمان المصرفي يعكس على عرض النقود و على حجم السيولة المحلية الإجمالية، و على هذا الأساس تستطيع السياسة النقدية التأثير على النشاط الاقتصادي من خلال استخدام أدوات الرقابة الكمية بطريقة توسعية أو تقييدية تجاه قدرة المصارف على منح الائتمان.

و من أدوات الرقابة الكمية ما يلي:

❖ عمليات السوق المفتوحة:

سميت هذه العمليات بالسوق المفتوحة و هي من أصل انجليزي Open Mrket Operations ، لأن البنك المركزي يدخل إلى السوق النقدية و يتعامل بحسب ما يريد برفع قيمة الأصول أو خفضها، و إلى الحد الذي يريده فالسوق مفتوح أمام البنك و عملياته إلى المدى الذي يريده البنك و هو بذلك يؤثر في قيمة هذه الأصول و كمية النقود و الائتمان.

تعني سياسة السوق المفتوحة دخول البنك المركزي للسوق النقدية من أجل تخفيض أو زيادة حجم التكلفة النقدية عن طريق بيع أو شراء الأوراق المالية من أسهم أو سندات، و تعتبر هذه الوسيلة الأكثر شيوعا و استعمالا خاصة في الدول المتقدمة.¹

تعتبر هذه الطريقة من أكثر الطرق فعالية في مجال التأثير في كمية النقود المتداولة ، فعندما يرغب البنك المركزي (بالاتفاق مع السلطات النقدية) في زيادة كمية النقود و تنشيط الحالة الاقتصادية للدولة، فإنه يقوم بشراء الأوراق المالية و دفع قيمتها بشيكات مسحوبة عليه، و يترتب عن ذلك ما يلي:

- عندما يتسلم البائعون هذه الشيكات فإنهم يقومون بإيداعها لدى بنوكهم، الأمر الذي يترتب عليه زيادة الاحتياطات النقدية لتلك البنوك، و يزداد بالتالي حجم الودائع بأضعاف مقدار الزيادة في تلك الاحتياطات.
- زيادة النقد المتاح لدى الأفراد مما يؤدي إلى زيادة الطلب على السلع و الخدمات، و هو ما يحفز المشاريع الإنتاجية على زيادة الإنتاج، و زيادة العمالة و من ثم ينتهي الأمر إلى حالة الرواج.
- و تجدر الإشارة إلى أن فاعلية سياسة السوق المفتوحة وجود أسواق مالية منتظمة على درجة عالية من التقدم، و تكون ذات طاقة كبيرة تمكنها من استيعاب هذه العمليات، و كذلك رغبة الأفراد و المشروعات في الاستثمار المالي ضف إلى ذلك العوامل التي تحدد قدرة المصارف التجاري على منح الائتمان.

❖ سياسة سعر إعادة الخصم:

يقصد بسعر إعادة الخصم سعر الفائدة الذي يتقاضاه البنك المركزي من البنوك التجارية نظير ما يقدمه إليها من قروض و سلفيات مضمونة بأوراق مالية معينة يحددها البنك المركزي، أو لقاء إعادة خصم ما لديها من أوراق تجاربه و أوراق مالية أو أنونات حكومية لذلك يطلق عليه أحيانا (سعر البنك Bank Rate)، و غالبا ما يطلق عليه سعر الخصم و أيضا تسمى سياسة الفائدة لأن البنك يعتمد من خلالها إلى الرفع أو الخفض من سعر الفائدة من أجل التأثير في حجم الائتمان الممنوح من طرف البنوك التجارية.²

يستطيع البنك المركزي عن طريق تغيير سعر إعادة الخصم أن يؤثر على عرض النقود، ففي الأوقات التي

¹ عبد الرزاق بن عمرة (2020)، السياسة النقدية من خلال الانتقال و التأثير " دراسة تحليلية قياسية"، ط1، ألفا للوثائق، عمان، الأردن، ص 208.
² حدادي عبد الطيف (2017)، دور السياسة النقدية و المالية في مكافحة التضخم في الدول النامية "دراسة حالة الجزائر 2000-2014"، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية ، تخصص اقتصاد مالي، جامعة جيلالي اليابس ، سيدي بلعباس، الجزائر، ص 32.

يريد فيها البنك المركزي تقليل كمية النقود المعروضة يقوم برفع سعر إعادة الخصم، الأمر الذي يؤدي إلى ارتفاع أسعار الفائدة في سوق النقد فيحجم الأفراد عن خصم ما لديهم من أوراق تجارية (كمبيالات)، هذا بالإضافة إلى أن رفع سعر الفائدة في السوق يؤدي إلى التقليل من طلب الأفراد على السلف و القروض من البنوك، و بهذا تتخفف كمية النقود المتداولة.

أما في الأوقات التي يريد فيها البنك المركزي زيادة كمية النقود المعروضة فإنه يقوم بخفض سعر إعادة الخصم، الأمر الذي يؤدي إلى انخفاض أسعار الفائدة على القروض فيزداد الطلب عليها من قبل الأفراد و بالتالي يزداد عرض النقود.

إن فاعلية استخدام سياسة تغيير سعر إعادة الخصم تتطلب توفر شرطين أساسيين و هما:¹

- قيان البنوك بتغيير أسعار فائدتها مباشرة لما يقوم البنك المركزي بتغيير سعر إعادة الخصم ؛
- أن الأفراد لهم مرونة كبيرة عن طريق تأثرهم بتغير معدلات الفائدة فتزيد آليا طلباتهم للقروض لما تتخفف المعدلات.

❖ سياسة متطلبات الاحتياطي القانوني:

نسبة الاحتياطي القانوني تمثل أقل نسبة من الأرصدة النقدية التي تلتزم البنوك التجارية قانونيا بالاحتفاظ بها من قيمة الودائع لديها لدى البنك المركزي (دون الحصول على فوائد لقاء هذه العملية)، فالبنوك التجارية تحتفظ بأرصدة نقدية دائنة لدى البنك المركزي منها ما يمثل برصيد دائن كنسبة من الودائع لديها (نسبة الاحتياطي القانوني). و للبنك المركزي الحق في تغيير هذه النسبة وفقا لما يستهدفه في تحقيق سياسة نقدية تتفق و ظروف النشاط الاقتصادي.²

و جدير بالذكر أن تخفيض نسبة الاحتياطي القانوني يخلق احتياطا إضافيا لدى البنوك التجارية، و هو ما يعطي فرصة لتلك البنوك لمنح المزيد من الائتمان، وبالتالي يؤدي فائض الاحتياطي إلى التوسع في عرض النقود. أما إذا كان الهدف تخفيض عرض النقود فإن البنك المركزي يرفع نسبة الاحتياطي القانوني، و بالتالي على البنوك التجارية أن تضيف إلى احتياطياتها و هي تفعل ذلك لتخفيض قروضها و من ثم تخفيض عرض النقود.³

تعد سياسة تغيير نسبة الاحتياطي القانوني أفضل وسائل البنك المركزي في مراقبة و توجيه الائتمان و أقوى أسلحة السياسة النقدية في الوقت الحالي، و بخاصة في ظل ظروف الدول النامية و يعد تطبيقها أقل تكلفة من الوسيلتين السابقتين، إذ لا يتطلب تطبيقها وجود أسواق مالية و نقدية متطورة كما أنها أفضل منهما نظرا لأنها

¹ صلاح الدين دادة، محمد كريم بويهي ، مرجع سبق ذكره، ص 24.

² عبد الرزاق بن عمرة ، مرجع سبق ذكره، ص 211.

³ عبد المطلب عبد الحميد (2013)، السياسة النقدية و استقلالية البنك المركزي، ط1، الدار الجامعية، الإسكندرية، ص 23.

تضع قيد كمي مباشر على قدرة البنوك على التوسع في منح الائتمان.

يجدر الذكر أن البنك المركزي قد يستخدم وسيلة واحدة أو أكثر من وسيلة معا في الوقت نفسه، حيث أنه في ظل ظروف الكساد يتبع البنك المركزي سياسة نقدية توسعية تهدف إلى زيادة عرض النقود في المجتمع، و في ظل ظروف التضخم يتبع البنك المركزي سياسة نقدية انكماشية تهدف إلى الحد من العرض النقدي بالمجتمع.

3-2- الأذونات المباشرة:

و هي الأدوات التي يتمكن البنك المركزي بواسطتها من التحكم المباشر و المحدد لحجم الائتمان الذي يمكن للبنوك التجارية (أو غيرها) أن تمنحه و من التأثير على حجم الائتمان الموجه لقطاع معين (أو أكثر). و عليه تنقسم الأدوات المباشرة للسياسة النقدية إلى قسمين و هما:

3-2-1- الأدوات المباشرة النوعية:

تهدف هذه الوسائل إلى تخفيض توجيه الائتمان إلى القطاعات الأقل إنتاجية و تحويله إلى المشروعات الإنتاجية التي تكفل الاستخدام الأمثل للطاقات الإنتاجية العاطلة، و بما يساهم في رفع معدل الإنتاجية و رفع مستوى الدخل الوطني بهدف تحقيق الاستقرار المطلوب في الاقتصاد. و من أهم هذه الأدوات ما يلي:

❖ سياسة تأطير القروض: هو إجراء تنظيمي تقوم بموجبه السلطات النقدية بتحديد سقف لتطور القروض الممنوحة من قبل البنوك التجارية بكيفية إدارية مباشرة وفق نسب محددة خلال العام، كألا يتجاوز ارتفاع مجموع القروض الموزعة نسبة معينة قد تكون هذه النسبة إما على شكل نسبة مئوية من إجمالي المبالغ المتوفرة لدى المصرف، أو من التزامات المصرف أو من قيمة الضمانات التي يقدمها العميل عندما يريد الحصول على تسهيلات ائتمانية تزيد عن حد معين.

تهدف هذه السياسة إلى تحديد نمو المصدر الأساسي لخلق النقود بشكل قانوني و هو القروض الموزعة من طرف البنوك و المؤسسات المالية، و كذلك تقليص الفترة الزمنية لأوراق التجارية الصالحة لإعادة الخصم، و عادة ما تكون سياسة تأطير القروض مرافقة ببرنامج استقرار الكتلة النقدية و القيام بكل الوسائل الكفيلة بتخفيض الفائض منها.

❖ السياسة الانتقائية للقروض: ينتهج البنك المركزي سياسة انتقائية تجعل قراراته تتعلق فقط ببعض القطاعات يعتبرها أكثر مردودية للاقتصاد الوطني فيقوم بتوجيه القروض إليها، بحيث تكون قراراته كفيلة بإعطاء كل التسهيلات في منح القروض إلى هذه القطاعات، فالهدف الأساسي من استعمال السياسة القرضية الانتقائية هو التأثير على توجيه القروض نحو القطاعات الاقتصادية و الاستخدامات المرغوبة. و يمكن أن تأخذ هذه السياسة عدة أشكال منها:

- إقرار معدل خصم مفصل؛

- إمكانية إعادة خصم الأوراق التي تتوفر فيها الشروط الضرورية لهذه العملية؛
- إعادة خصم الأوراق فوق مستوى السقف؛
- تغيير مدة استحقاق القروض و معدل فوائدها.

و بذلك فإن السياسة الانتقائية للقروض تهدف إلى توجيه القروض إلى القطاعات التي تعتبرها السلطات النقدية أكثر نفعاً للاقتصاد الوطني و ذلك بإعطاء بعض التسهيلات إلى القروض الخاصة بهذه القطاعات، و لا بد من الملاحظة هنا أن استعمال هذه الأداة يمكن أن يقود إلى تشوهات قطاعية، و هذا ما دفع إلى الاستغناء عنها في الكثير من الدول المتقدمة و النامية على السواء.

3-2-2- الأداة المباشرة الكمية:

استعملت الحكومات عدة إجراءات مباشرة ذات طابع كمي تهدف إلى مراقبة حجم القروض، أي تحديد حجمها سواء على مستوى الاقتصاد أو قطاعاته. و من بين أهم الأدوات المباشرة الكمية ما يلي:

- ❖ الإيداع المسبق للاستيراد: تفرض هذه السياسة على المستوردين وضع المبلغ اللازم لتسديد ثمن وارداتهم في شكل ودائع لدى البنك المركزي لمدة محددة، و بما أن المستوردين في غالب الأحيان غير قادرين على تجميد أموالهم فهم يلجئون عادة إلى القرض البنكي، فتعمل هذه الأداة على تقليص حجم القروض في باقي الاقتصاد و على رفع تكلفة الواردات.

- ❖ الإقناع الأدبي: تستخدم هذه السياسة في التأثير على البنوك و المؤسسات المصرفية حيث تتمتع البنوك المركزية العريقة و الرائدة بهيبة كبيرة في النظام المصرفي لدولة ما، مما يؤهلها إلى أن تقوم بالتأثير على البنوك التجارية لتغيير اتجاه هذه المؤسسات إلى الاتجاه المطلوب.

و يأخذ هذا التوجيه الأدبي أشكال مختلفة منها إرسال مذكرات إلى المصارف الأعضاء بالامتناع عن قبول أوراق معينة أو عدم الإقراض لمشروعات معينة، كما تأخذ شكل تحذير بعدم قبول الخصم لبعض الأوراق التجارية أو عدم تقديم الأموال المطلوبة، كما تعمل أيضا على البنوك التجارية بالتوسع في الائتمان لتلبية حاجات الصناعات الأساسية.¹

- ❖ الرقابة على شروط البيع بالتقسيط: يتدخل البنك المركزي لوضع شروط البيع الاستهلاكي حيث أن المستهلك يدفع نسبة يحددها البنك المركزي من قيمة السلعة، و الباقي يكون على شكل دفعات لمدة معينة ففي حالة الانتعاش فإن البنك المركزي يقوم برفع النسبة أو بتقصير مدة التقسيط، و في الحالة العكسية أي الكساد فإنه يقوم بتيسير شروط البيع و ذلك بتخفيض الجزء المدفوع من سلعة لحد أدنى و إطالة مدة التقسيط.

¹مريم ماطي (2017)، البنك المركزي و إدارة السياسة النقدية في ظل الاقتصاد الرقمي، أطروحة دكتوراه علوم تخصص: نقود و تمويل، جامعة محمد خيضر بسكرة.

و بذلك ومن خلال ما سبق يتبين لنا أن السياسة النقدية تؤثر على النشاط الاقتصادي من خلال استخدام البنك المركزي لمجموعة من الأدوات و الإجراءات التي من شأنها التأثير على عرض النقود و حجم الائتمان المتاح كما و نوعا، و توجيهه لما يحقق أهداف السياسة الاقتصادية المرجوة.

خلاصة:

توصلنا من خلال القسم الأول إلى أن النقود تؤدي دورا مؤثرا في الاقتصاديات المعاصرة من خلال تسهيل عمليات التبادل و توفير الائتمان، فضلا عن توفير وسائل الدفع لتغطية كافة المعاملات فيما بين الأفراد في المجتمع، كما تؤدي العديد من الوظائف الأخرى، و قد تعرضت النقود لتطورات كبيرة تماشيا مع تطور المجتمعات البشرية و زيادة حجم المعاملات.

هذا و تخضع عملية تداول النقود في الاقتصاد إلى قوانين خاصة تستند إلى مدى تطور الاقتصاد في بنائه و طرق الإنتاج التي تسوده، و بذلك يتشكل النظام النقدي الذي يتضمن مفهومه الأوسع جميع أشكال النقد المتداولة إلى جانب النقد الأساسي.

أما النظريات النقدية للطلب على النقود فهي تهتم بدراسة الطلب على النقود بتوضيح العوامل الرئيسية المحددة للطلب على النقود في النشاط الاقتصادي، و بذلك تعتبر النظرية النقدية الجانب العلمي للنقود فتوصي بما ينبغي أن يكون عليه النشاط الاقتصادي.

و يعتبر البنك المركزي أهم المؤسسات الاقتصادية في أية دولة و هو يعتبر الأداة الفعالة التي تتدخل بها الحكومة للتأثير في السياسات الاقتصادية، و خصوصا السياسة النقدية التي تتمثل في مجموعة الإجراءات التي يتخذها البنك المركزي لإدارة العرض النقدي و سعر الفائدة مستخدما ما يتاح له من أدوات و بالطريقة التي تمكنه من تحقيق الأهداف النهائية التي يسعى إليها.

القسم الثاني: الأسواق المالية و أسواق رأس المال

مدخل:

تحضى الأسواق المالية في جميع دول العالم باهتمام السلطات السياسية و الاقتصادية لتلك الدول، نظرا لما تقوم به من دور مهم و رئيسي في دفع عجلة التنمية الاقتصادية عن طريق تجميع مدخرات الأفراد و المؤسسات و تحويلها إلى قنوات استثمارية مفيدة للأوراق المالية. و تعد الأسواق المالية من أهم العوامل المؤثرة في اقتصاديات الدول، و بقدر قوة و استقرار و ثبات و نشاط هذه السوق يكون استقرار و ثبات و نشاط اقتصاديات الدول، فهي تعكس صورة النشاط الاقتصادي للدول.

تعتبر سوق رأس المال جزءا من أسواق المال حيث تنقسم أسواق المال إلى أسواق النقد و أسواق رأس المال و سوق العملات، و تنقسم أسواق رأس المال إلى أسواق حاضرة و أسواق مستقبلية كما يتم التعامل في الأسواق الحاضرة من خلال نوعين من الأسواق هما الأسواق المنظمة و الأسواق غير المنظمة. توفر سوق الأوراق المالية مجموعة من الأدوات المالية التي تهيئ للمستثمر فرصا أوسع للاختيار في شتى مجالات الاستثمار و التي من أهمها الأسهم و السندات إضافة إلى المشتقات المالية.

الفصل الأول: الإطار المفاهيمي للأسواق المالية.

تمهيد:

إن سوق رأس المال تؤدي دورا بالغ الأهمية في الحياة الاقتصادية و أن أحد رافدي هذه السوق هي سوق الأوراق المالية و التي تحتل موقعا هاما على خريطة سوق المال بتعدد أنواعها، و البضائع المتداولة فيها و أهم المصطلحات الفنية المرتبطة بها.

1 - تعريف الأسواق المالية و أهميتها:

تطورت سوق الأوراق المالية عبر عدة مراحل تاريخية كما أعطيت لها عدة تعاريف باختلاف الاقتصاديين الذين خاضوا في هذا الموضوع و اختلفت معها وجهات نظرهم، كما أن الأسواق المالية من خلال فترتها الطويلة الماضية قد أثبتت دورها الفاعل في كافة الاقتصاديات الحديثة.

1-1 - تعريف الأسواق المالية:

تعرف الأسواق المالية بأنها " مكان التقاء عرض الأموال (المدخرين) بالطلب عليها (المستثمرين)، حيث أنها تساعد على تحويل جانب من مدخرات المجتمع إلى استثمارات مفيدة و بالتالي إتمام عملية التمويل الرأسمالي،

أي صناعة رأس المال الذي يعتبر واحدا من أهم عوامل الإنتاج، حيث أن الوظيفة الاقتصادية لأسواق المال هي تخصيص موارد المجتمع (المدخرات) إلى أفضل استخداماتها (الاستثمارات)¹.
السوق المالي هو ذلك الإطار الذي يجمع بائعي الأوراق المالية بمشتري تلك الأوراق، و ذلك بغض النظر عن الوسيلة التي يتحقق بها هذا الجمع أو المكان الذي يتم فيه، و لكن بشرط توفر قنوات اتصال فعالة فيما بين المتعاملين في السوق حيث تجعل الأثمان السائدة في أي لحظة زمنية معينة واحدة بالنسبة لأي ورقة مالية متداولة فيه.¹

السوق المالي عبارة عن نظام يتم بموجبه الجمع بين البائعين و المشتريين لنوع معين من الأوراق أو لأصل معين، حيث يتمكن المستثمرين من بيع و شراء عدد من الأسهم و السندات داخل السوق إما عن طريق السماسرة أو الشركات العاملة في هذا المجال.²
و عليه يمكن القول أن السوق المالي هو مكان التقاء أصحاب الفائض المالي (وحدات الادخار) التي ترغب في الاستثمار بأصحاب العجز المالي (وحدات الاستثمار) التي هي بحاجة إلى أموال لغرض الاستثمار عبر فئات متخصصة في السوق المالي.

1-2- أهمية الأسواق المالية: تكمن أهمية الأسواق المالية في نقاط متعددة، نذكر منها:

✓ نشر سلوك الاستثمار من خلال ملاحظة الأشخاص للنشاطات التي تجري في الأسواق المالية حيث تعرض أسهم وسندات و أدوات مالية أخرى، يصدرها مستثمرون (أو وسطائهم) بغرض تمويل مشروعات معينة أو اعتماد تسهيلات ائتمانية متداولة، و هذا ما يحفز هؤلاء الأشخاص على إتباع نفس السلوك في الأسواق المالية.

✓ تعبئة الموارد المالية و تحفيز المدخرين و ذلك عندما تمارس الأسواق المالية دورا فاعلا في رفع عوائد المدخرات التي تصبح الموارد التمويلية للمستثمرين من خلال الاكتتاب في الأسهم و السندات.

✓ تعد الأسواق المالية مجالا واسعا لتسهيل عمليات تبادل الأصول الاستثمارية فيما بين الأسر و المؤسسات و الحكومات كأطراف اقتصادية رئيسية، و ذلك لتحويل الموارد و ربط الأطراف الدائنة ذات الفوائض بالأطراف المدينة ذات العجز.

✓ تربط الأسواق المالية النشاطات الاستثمارية قصيرة الأجل بالنشاطات الاستثمارية طويلة الأجل، حيث يلاحظ في هذه الأسواق وجود شهادات الإيداع المصرفية و الأوراق التجارية التي هي ضمن نشاطات

¹ اصلاح الدين جودة (2000)، بورصة الأوراق المالية "علميا - عمليا"، مكتبة و مطبعة الإشعاع الفنية، القاهرة، ص20.

¹ وليد صافي، أنس بكري (2008)، الأسواق المالية و الدولية، الطبعة 1، دار المستقبل للنشر و التوزيع، عمان، ص 16.

² مناضل عباس حسين الجواري، خضير مهدي صالح(2009)، واقع الأسواق المالية على المستويين العربي و العالمي مع تعليق قياسي، مجلة جامعة بابل، العلوم الإنسانية، العدد 17، ص 69.

الأسواق النقدية قصيرة الأجل، بجانب الأسهم و السندات لفترات طويلة الأجل اللتان هما ضمن الأسواق الرأسمالية، كما يلاحظ أيضا وجود أسواق العملات التي يمكن لها أن تستكمل جانبا مهما من الأسواق المالية.³

- ✓ يمكن للأسواق المالية من خلال إدارتها و مكاتبها المتخصصة و خبرائها تقديم النصح للشركات المصدرة للأدوات المالية المتداولة و ذلك من خلال تحليل عوامل الطلب و العرض.
- ✓ تسهيل الحصول على السيولة إذ أن الأسواق المالية وسيلة فعالة لتحويل الأدوات المالية (الأسهم و السندات و ما شابه) إلى نقد جاهز عند الحاجة إليه.
- ✓ تسهيل الحصول على الائتمان و المقصود به اقتراض النقود مقابل وعد بالوفاء في المستقبل حيث تتيح الأسواق المالية أدوات متعددة للائتمان و الحصول عليه لمن يطلبه ممن تتوفر فيهم شروط الحصول عليه. و كذا تسهيل المدفوعات و ذلك بواسطة الأدوات المالية ذات العلاقة (الكمبيالات و البطاقات الائتمانية و القبولات) و ما شابه، و التعامل معها و التي تستعمل للوفاء بالديون الناشئة عن المعاملات التجارية و الاقتصادية المختلفة.¹

2- تقسيمات السوق المالي: تعد الأسواق المالية النظام الأوسع و الأشمل للأسواق التي يتمحور نشاطها في الأوراق المالية، لذا فهي تقسم وفقا لأغراض التمويل فمنها ما يخص تمويل المشاريع الاقتصادية و منها ما يخص لتمويل عمليات التشغيل. و على ضوء ما سبق يمكن تقسيم السوق المالي إلى سوق نقدي، سوق رأس المال و سوق العملات.

2-1- السوق النقدي:

تمثل مجال تداول الأصول قصيرة الأجل حيث تتمثل الوظيفة الأساسية لها في تسهيل عقد الصفقات المالية بين الوحدات ذات العجز المالي المؤقت و الوحدات ذات الفائض المالي المؤقت.

2-1-1 تعريف السوق النقدي:

تعرف سوق النقد بأنها" الميكانيكية التي يتم بموجبها و من خلالها إصدار و تداول رؤوس الأموال قصيرة الأجل، ففي هذه السوق يتركز عرض و طلب الأموال القابلة للإقراض لفترة تقل عن عام و يتولد عرض هذه الأموال من جانب كل من يرغب في توظيف مدخراته(فوائضه) ، بينما يتشكل الطلب عليها من جانب جميع الراغبين في الحصول على منافع نقود الغير لفترة قصيرة"².

يمكن أن نميز في سوق النقد بين سوقين هما:

³ هوشيار معروف(2009)، الاستثمارات و الأسواق المالية، ط1، دار الصفاء، عمان، ص65.
¹ زياد رمضان ، مروان شموط (2007)، الأسواق المالية ، الشركة العربية المتحدة للتسويق و التوريدات ، القاهرة، ص10.
² إسماعيل أحمد الشناوي، عبد النعيم مبارك(2002)، اقتصاديات النقود و البنوك و الأسواق المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، ص 124.

• السوق الأولي: الذي يتم فيه الحصول على الأموال المراد توظيفها لآجال قصيرة بأسعار فائدة تتحدد حسب مصدر هذه الأموال و متانة المقرض و سمعته المالية، أي أن السوق الأولي محله إصدارات جديدة تمثل البيع الأول لأدوات الدين.

• السوق الثانوي: الذي يجري فيه تداول الإصدارات النقدية قصيرة الأجل بأسعار تتحدد حسب قانون العرض و الطلب، و بذلك فإن السوق الثانوي محله إصدارات قديمة يتم تداولها بين مشتريها الأول و مشتريين آخرين. و يتكون سوق النقد (الثانوي) بصفة عامة من سوقين فرعيين على حسب نوع العمليات التي تتم في كل منهما و هما: سوق الخصم و سوق القروض قصيرة الأجل.

➤ سوق الخصم: و تعتمد أساسا على الأوراق القابلة للخصم كالأوراق التجارية ممثلة بالكمبيالات و شهادات الإيداع، حيث يتقاضى البنك المركزي سعرا من البنوك التجارية نظير إعادة الخصم للكمبيالات و الأوراق المالية المختلفة، و يضم بيوت الخصم و بيوت القبول و البنوك التجارية و البنك المركزي¹.

➤ سوق القروض قصيرة الأجل: و تشمل هذه القروض جميع أنواع القروض التي تعقد لآجال قصيرة تتراوح بين أسبوع واحد و سنة كاملة، و يكون قوامها الأساسي من المشروعات و الأفراد من ناحية و المصارف التجارية و بعض مؤسسات الإقراض المتخصصة في منح الائتمان قصير الأجل من ناحية أخرى².

2-1-2- أدوات التعامل في سوق النقد:

تتوفر في سوق النقد مجموعة من أدوات الاستثمار، و من أهمها ما يلي:

▪ أذون الخزانة: هي أداة من أدوات التمويل بالمدىونية و تصدر الحكومة هذه الأذون من أجل الحصول على الأموال اللازمة لتمويل أنشطتها المختلفة لآجال قصيرة أقل من سنة، و تشمل هذه الاحتياجات المالية الحاجة إلى سداد الفوائد على السندات و كذلك سداد الأذون التي يحل أجل استحقاقها. و تحقق أذون الخزانة العديد من الفوائد أهمها:³

○ السيولة العالية: و ذلك من خلال إقبال الكثير من المستثمرين على شراء هذه الأذون في السوق الثانوية، خاصة وكلاء الأوراق المالية الحكومية الذين يقومون بشراء الأذون بأسعار منخفضة بهدف إعادة بيعها بسعر مرتفع لتحقيق هامش من الربح.

○ لها سوق مستمر "سوق ثانوي" فالمتعاملون فيها على استعداد دائما لشراء أو بيع لكل الإصدارات الحالية منها.

▪ الأوراق التجارية: الورقة التجارية أداة من أدوات المدىونية قصيرة الأجل تصدرها الشركات المعروفة جيدا أو

¹صلاح الدين شريط (2014)، مبادئ الأسواق المالية، ط1، دار الشروق للنشر و التوزيع، الأردن، ص 53.

²اسماعيل أحمد الشناوي، عبد النعيم مبارك، اقتصاديات النقود و البنوك و الأسواق المالية، مرجع سبق ذكره، ص 127.

³محمد أحمد عبد النبي(2005)، الأسواق المالية" الأصول العلمية و التحليل الأساسي"، ط 1، زمزم للنشر، الأردن، ص 43-44.

التي لها سمعة ائتمانية عالية، للحصول على الأموال اللازمة لتغطية احتياجاتها للأموال قصيرة الأجل دون استخدام أية ضمانات للحصول على تلك الأموال. و تحقق الأوراق التجارية مزايا عديدة من أهمها:

- تمثل الورقة التجارية إحدى صور التمويل بالمديونية حيث تتضمن الورقة تاريخ الاستحقاق الذي يتم سداد القيمة الاسمية لحامل الورقة فيه.
- يقتصر إصدار الأوراق التجارية على الشركات التي تتمتع بمراكز مالية قوية تسمح لها باكتساب ثقة المستثمرين الذين يقومون بشراء تلك الورقة.
- الورقة التجارية إحدى صور التمويل قصير الأجل حيث تتراوح آجال الأوراق التجارية بين عدة أيام و عدة شهور.

- شهادات الإيداع المصرفية القابلة للتداول: و هي شهادات تمثل أدوات دين تصدرها المصارف التجارية للمودعين، و تعطي حاملها فائدة سنويا بنسبة معينة و تسترد قيمتها الاسمية في تاريخ استحقاقها من البنك الذي أصدرها. أما قبل ذلك التاريخ فانه لا سييل أمام حاملها سوى عرضها للبيع في السوق الثانوي الذي يتضمن البنوك التجارية و المستثمرين و الوسطاء الذين يتعاملون بمثل تلك الشهادات.
- القبولات المصرفية: تعد القبولات المصرفية من أهم أدوات الدين قصيرة الأجل التي تستخدم في ميدان تمويل التجارة الخارجية و الداخلية، و القبول المصرفي هو حوالة مصرفية (أي وعد بالدفع مماثل للشيك) تصدره شركة معينة تطلب فيها من البنك أن يدفع لأمره أو لأمر شخص ثالث مبلغا محددًا من المال في المستقبل يحدد بتاريخ معين و يقوم البنك بقبول (ختم) الحوالة بعبارة "مقبول".¹
- الكمبيالات قصيرة الأجل: تمثل الكمبيالات شكلا آخر من شهادات الائتمان قصيرة الأجل، و هي تعهد كتابي بإعادة مبلغ اقترضه شخص ما من أحد البنوك التجارية، و يمكن للبنك الاحتفاظ بالتعهد و الذي يمثل (عقد إقراض يتولد عنه فوائد) حتى تاريخ الاستحقاق، كما يمكن بيعه لطرف آخر و كذلك الطرف الثاني يبيعه بدوره لطرف ثالث إذا رغب بذلك و هكذا حسب حاجة كل طرف للسيولة.²
- قروض الدولارات الأوروبية: و هي عبارة عن أدوات دين قصيرة الأجل و تتمثل في الودائع بالدولار الأمريكي لدى المصارف خارج الولايات المتحدة أو في المصارف الأجنبية داخل الولايات المتحدة، و تستطيع المصارف الأمريكية الاقتراض من هذه الودائع أو من فروع المصارف الأمريكية في الخارج عندما تحتاج إلى موارد مالية، وقد أصبحت الودائع بالدولار الأمريكي تمثل مصدرا هاما للموارد المالية للمصارف الأمريكية.

¹ اسماعيل أحمد الشناوي، عبد النعيم مبارك، اقتصاديات النقود و البنوك و الأسواق المالية، مرجع سبق ذكره، ص 130.

² صلاح الدين شريط، مبادئ الأسواق المالية، مرجع سبق ذكره، ص 57.

و للإشارة فان أدوات الدين قصيرة الأجل التي تتداول في سوق النقد و التي سبق ذكر أهمها تتميز بأنها لا تتعرض لمخاطر تذكر و هي تعد أكثر أدوات الدين سيولة و أكثرها انتشارا في التداول.

2-2 - سوق رأس المال:

تعتبر سوق الأوراق المالية العمود الفقري لسوق رأس المال الذي يلعب دورا هاما في تنمية الاقتصاد الوطني و تتعامل سوق رأس المال في التمويل طويل الأجل، و لتحقيق ذلك تقوم هذه السوق بعدة وظائف هامة و رئيسية بالإضافة إلى قيامها ببعض الوظائف الفرعية أو الثانوية المكملة للوظائف الرئيسية.

2-2-1- تعريف سوق المال:

يمكن تعريف سوق الأوراق المالية على أنها: "مكان منظم تتم فيه التعاملات المالية من بيع و شراء و تكون السلعة المتداولة في هذه السوق هي الأوراق المالية، ولا تتم عملية التداول مباشرة بين المستثمر الذي يبيع الأوراق المالية و بين المستثمر الذي يقوم بشراء تلك الأوراق و إنما يتم التعامل من خلال الوسطاء".¹

يعرف سوق الأوراق المالية بأنه المكان المنظم لتداول الأسهم و السندات على اختلاف أنواعها الخاصة بالشركات العاملة في القطاع الخاص أو المشترك بين العديد من فئات المستثمرين الذين تتنوع و تختلف مصالحهم فيما يتعلق بقرارات استثماراتهم في تلك الأوراق المالية. كما أنه يعتبر المكان المناسب الذي يتم فيه نقل مدخرات الأفراد و الوحدات و وضعها تحت تصرف الوحدات المحتاجة لها.²

و بذلك فان سوق رأس المال هو السوق الذي يتم فيها تداول الأصول المالية متوسطة و طويلة الأجل حيث يمثل الإطار الذي تلتقي من خلاله وحدات الاستثمار مع وحدات الادخار لعقد صفقات طويلة الأجل بصورة مباشرة و من خلال الاكتتاب بالأسهم و السندات التي تعد من أهم الأوراق المتداولة في هذه السوق.

2-2-2 - وظائف سوق رأس المال:

يمكن تناول الوظائف الأساسية و الوظائف الأخرى التابعة و المكملة على النحو التالي:

❖ الوظائف الأساسية: و تتمثل فيما يلي:³

- إتاحة سوق مستمرة للأوراق المالية و ذلك لإمكان استرداد المستثمر لمدخراته: فالمستثمر يقبل على شراء الأوراق المالية طالما يمكن بيعها في أي وقت و استعادة قيمتها عند الحاجة إليها، فالتعامل في البورصات يتم من خلال مدخرات الأفراد (طبيعيين أو اعتباريين) المستثمرة في شكل أسهم و سندات.
- مراعاة تحديد الأسعار المناسبة للأوراق المالية: فلا يجب أن توفر البورصة تسهيل التسويق على حساب الأسعار، و هذا يعني أن المدخر إلى جانب حرصه على أن يكون لديه فرص كبيرة لبيع أوراقه المالية كلما

¹ محمد عبد الحميد عطية (2011)، الاستثمار في البورصة، دار التعليم الجامعي للطباعة و النشر و التوزيع، الإسكندرية، ص 23.

² محمد الصيرفي (2008)، البورصات، ط1، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، ص 35.

³ عبد الغفار حنفي، رسمية زكي قرياقص (2014)، المنشآت المالية و دورها في التنمية الاقتصادية، الدار الجامعية، الإسكندرية، ص 426.

احتاج إلى ذلك ، فانه يحرص أيضا على أن يكون السعر الذي يبيع به مناسباً لاستثماراته.

❖ الوظائف التابعة (المكملة): و تتمثل فيما يلي:

➤ تقادي التقلبات العنيفة للأسعار: حيث أن الطابع المميز للمتعاملين في سوق الأوراق المالية هو سرعة الانفعالات لسماع أي أخبار، و ما يترتب عن ذلك من توقعات تحكم تصرفاتهم في عملية التداول و الذي يتوقف على مدى التفاؤل أو التشاؤم، لكن نجد أن البورصة تقوم بدور لكسر حدة التقلبات من خلال أعضائها المتخصصين و عملائها المحترفين.

➤ أداة لتقييم الأداء الاقتصادي للشركات: إذ أن الشركات و المؤسسات المسجلة في البورصة هي تلك التي قد استوفت عددا من الشروط المحددة في التنظيمات و القوانين الساري العمل بها، و من بينها مطالبة هذه المؤسسات بالإفصاح عن نشاطها و قوائمها المالية و قوائم أعمالها بصفة دورية إلى غير ذلك من المعلومات التي تساعد على تقييم أداء هذه الشركات، فانخفاض أسعار الأسهم بالنسبة لشركة من الشركات دليل قاطع على عدم نجاحها أو على ضعف مركزها المالي.¹

➤ توفير فرص استثمارية متنوعة و متفاوتة من حيث المخاطر: و ذلك من خلال كثرة و تنوع الأوراق المالية من جانب و توفير البيانات و المعلومات عن هذه الأوراق التي يتم التعامل فيها من جانب آخر، و لا شك أن ذلك يعد مرشدا عند اختيار المستثمر للأوراق المالية إلى يرغب الاستثمار فيها.

➤ مؤشر لقوة أو ضعف الاقتصاد الوطني: حيث تعتبر البورصة مرآة حقيقية عن مدى قوة أو ضعف الاقتصاد الوطني، فعندما يرتفع معدل النمو الاقتصادي و تسود اتجاهات تفاؤلية في الاقتصاد الوطني يتجه نشاط العمل في البورصة إلى الازدهار، و تعكس البورصة مدى نجاح أو فشل السياسات الاقتصادية أو المالية في تحقيق أهداف النمو أو التشغيل و التجارة و الاستثمار في المجتمع، و بذلك توفر بيانات تحليلية عن الأداء الاقتصادي لمختلف قطاعات النشاط الاقتصادي في الحاضر و المستقبل.²

➤ الاستفادة من التطورات المالية و الاقتصادية العالمية: حيث تعمل سوق الأوراق المالية على زيادة الترابط مع العالم الخارجي عن طريق ارتباطها بالأسواق المالية العالمية و جذب الاستثمارات الأجنبية و توطيد التكنولوجيا.

مما تقدم يتبين لنا أهمية وجود البورصة في الواقع فهي تؤدي وظيفة اقتصادية عامة لكل المنشآت المصدرة للأوراق المالية و المستثمرين في تلك الأوراق و ذلك من خلال الوظائف الأساسية التي تؤديها بورصات الأوراق

¹زيدان محمد ، نورين محمد (2006)، دور السوق المالي في تمويل التنمية الاقتصادية بالجزائر " المعوقات و الآثار " ، الملتقى الدولي حول سياسات التمويل و أثرها على الاقتصاديات و المؤسسات ، دراسة حالة الجزائر و الدول النامية، بسكرة يومي 21-22 نوفمبر، ص6.

²حمدي عبد العظيم (2012)، اقتصاديات البورصة في ظل الأزمات و الجرائم، المكتب الجامعي الحديث، القاهرة، ص37.

المالية و كذلك الوظائف المكملة.

2-2-3 - أنواع أسواق رأس المال:

تعتبر سوق رأس المال جزءا من أسواق المال و هي تتعامل في التمويل طويل الأجل و تنقسم الى أسواق حاضرة و أسواق مستقبلية ، و يتم التعامل في الأسواق الحاضرة من خلال الأسواق المنظمة مثل البورصات، و كذا الأسواق غير المنظمة التي يتم تداول الأوراق المالية فيها من خلال السماسرة و البنوك التجارية.

❖ **السوق الأولية:** هي جزء من السوق المالي أين يتم بيع و شراء الأسهم و السندات و غيرها من الأوراق المالية التي تطرح لأول مرة للتعامل أو المصدرة حديثا، لهذا تعرف بسوق الإصدارات الجديدة و بمجرد بيع تلك الأوراق و لو لمرة واحدة تنتقل للسوق الثانوية.¹

تتعامل السوق الأولية في الأوراق المالية طويلة الأجل (الأسهم العادية، السندات...) التي تصدرها المنشآت و المؤسسات و الوحدات الاقتصادية لأول مرة بغرض الحصول على الأموال لتمويل احتياجاته المالية، و تتمثل الإصدارات في هذه السوق في إصدارات الأسهم التي تطرحها الشركات المساهمة للاكتتاب عند تأسيسها، أو الأسهم التي تطرحها الشركات القائمة من أجل زيادة رؤوس أموالها، بالإضافة إلى السندات سواء كانت صادرة عن شركات أو عن شخصية من الشخصيات الاعتبارية التي يحق لها الإصدار.

و بذلك فإن السوق الأولي ما هو إلا أداة لتجميع المدخرات و تقديمها للمشروعات و تنشأ نتيجة لذلك علاقة بين مقدمي الأموال (المكتتبين) و بين تلك المشروعات، و قد يتم إصدار و تصريف هذه الأوراق إما بطريق مباشر حيث تقوم الجهة المصدرة بالاتصال بعدد من كبار المستثمرين سواء أفراد أو مؤسسات مالية لكي تبيع لها الأسهم و السندات التي أصدرتها، و إما أن يتم ذلك بطريق غير مباشر هو قيام مؤسسة متخصصة عادة مؤسسة مالية بإصدار هذه الأوراق و هو الأسلوب الأكثر شيوعا.²

❖ **السوق الثانوية:** يجري التعامل في هذه السوق على الأوراق المالية التي سبق إصدارها من قبل في سوق الإصدار، حيث يكون أطراف التعامل في هذه السوق هم حملة الأوراق المالية من جمهور المستثمرين سواء كانوا أفرادا أو شركات أو صناديق استثمار.

تعرف البورصة بأنها " المكان الذي يلتقي فيه وكلاء الصرف تحت رقابة السلطات العمومية " أو " مكان تبادل و لقاء بين العرض و الطلب على رؤوس الأموال طويلة الأجل و المتمثلة في القيم المتداولة خاصة الأسهم و السندات".³

و بذلك فإن السوق الثانوي أو البورصة هي سوق لأصول موجودة شائع تداولها بين المستثمرين و في

¹ محفوظ جبار(2011)، أسواق رؤوس الأموال ، دار الهدى للطباعة و النشر، الجزائر ، الجزء 2، ص 533.

² عصران جلال عصران (2010)، الاستثمار غير المباشر في محافظ الأوراق المالية، دار التعليم الجامعي، الإسكندرية، ص 261.

³ جبار محفوظ (2002)، البورصة و موقعها من أسواق العمليات المالية، دار هومة، الجزائر، ص 44.

هذه الأسواق يتم تحديد الأسعار و تحقيق السيولة لهذه الأصول، و بعدم وجود الأسواق الثانوية لن يستطيع المستثمرون بيع أصولهم و بالتالي لن تتحقق السيولة و من ثم لا يوجد استثمار.

و تنقسم الأسواق الثانوية (أسواق التداول) إلى شكلين هما:

➤ الأسواق المنظمة: وهي البورصات التي تخضع للقوانين و القواعد التي تضعها الجهات الرقابية و تتداول فيها عادة الأوراق المالية المسجلة و التي تتحدد أسعارها من خلال المزاد لأن التعامل يجري في مكان مادي محدد، و من أمثلتها بورصات نيويورك و لندن وطوكيو و غيرها.¹

هذا مع ملاحظة أن هناك شروط لتسجيل الأسهم في البورصة تتعلق بأرباح الشركة و حجم أصولها و الحصة المتاحة للجمهور من خلال الاكتتاب العام، و عدد المساهمين و سمعة الشركة على المستوى الوطني و على مستوى الصناعة... الخ، و غيرها من الشروط التي تختلف بطبيعة الحال من دولة إلى أخرى حسب ظروفها و أهدافها التي تسعى إليها.

➤ الأسواق غير المنظمة: يطلق اصطلاح الأسواق غير المنظمة على المعاملات التي تجري خارج البورصات التي تتولاها بيوت السمسرة المنتشرة في أنحاء الدولة، و لا يوجد مكان محدد لإجراء المعاملات إذ تتم من خلال شبكة جميع اتصالات قوية تتمثل في خطوط تليفونية أو أطراف الحاسب الآلي، أو غيرها من وسائل الاتصال السريعة التي تربط بين السماسرة و التجار و المستثمرين.²

و تتعامل الأسواق غير المنظمة أساسا في الأوراق المالية غير المسجلة في الأسواق المنظمة (البورصات) و على الأخص السندات، ذلك أن تعاملها في الأسهم عادة ما يكون على نطاق أضيق. غير أن ذلك لا يمنع تلك الأسواق من التعامل في الأوراق المسجلة في الأسواق المنظمة و في مقدمتها السندات الحكومية و سندات بعض منشآت الأعمال.

هذا و يضم السوق غير المنظم سوقين فرعيين من الأسواق الثانوية لأسواق رأس المال و هما:³

○ السوق الثالث: يمثل السوق الثالث قطاع من السوق غير المنظم الذي يتكون من بيوت السمسرة من غير أعضاء السوق المنظمة، و إن كان لهم الحق في التعامل في الأوراق المالية المسجلة في تلك الأسواق. و هذه البيوت في الواقع أسواق مستمرة على استعداد لشراء أو بيع تلك الأوراق ب بأي كمية مهما كبرت أو صغرت و كما هو واضح تمارس هذه البيوت دورا منافسا للمتخصصين أعضاء السوق المنظمة.

○ السوق الرابع: يقصد به المؤسسات الاستثمارية الكبرى و الأفراد الأغنياء الذين يتعاملون فيما بينهم في شراء و بيع الأوراق المالية في طلبات كبيرة، و ذلك كاستراتيجية إضافية للحد من العمولات التي يدفعونها للسماسرة

¹ محمد عبده، محمد مصطفى (1998)، تقييم الشركات و الأوراق المالية لأغراض التعامل في البورصة، الطبعة 1، الدار الجامعية، مصر، ص 5.

² منير إبراهيم هندي (1999)، إدارة الأسواق و المنشآت المالية، منشأة المعارف، الإسكندرية، ص 505.

³ عصران جلال عصران (2010)، الاستثمار غير المباشر في محافظ الأوراق المالية، دار التعليم الجامعي، الإسكندرية، ص 265-266.

و يتم اللقاء بين البائعين و المشترين من خلال وسيط يعمل لإتمام الصفقة يساعده في ذلك شبكة قوية من التليفونات و أطراف الحاسب الآلي. و في ظل السوق الرابع تبرم الصفقات بسرعة أكبر و بتكلفة أقل و بذلك يعد منافسا قويا للأسواق المنظمة إضافة إلى الأسواق غير المنظمة الأخرى خاصة و أنه يمكن التعامل في كافة الأوراق المالية المتداولة في تلك الأسواق.

مما سبق يتضح أن السوقين الثالث و الرابع هما جزء من السوق الثانوية الذي يتضمن كل من الأسواق المنظمة و غير المنظمة و السوق الثالث و السوق الرابع، و يمكنهما التعامل في أوراق مالية متداولة في الأسواق المنظمة و الأسواق غير المنظمة.

2-3 - سوق العملات:

إن المعاملات الاقتصادية بين دول العالم المختلفة تتطلب نقل الموارد المالية من دولة لأخرى و يتطلب ذلك ضرورة تحويل عملة دولة معينة إلى عملة دولة أخرى، و تسمى هذه العملية بعملية الصرف الأجنبي و هي تتم في سوق معين يسمى سوق الصرف الأجنبي.

يتمثل سوق الصرف الأجنبي في المجال الذي يتم في إطاره التنظيمي عمليات تحويل عملة دولة معينة إلى عملة دولة أخرى، و عمليات التحويل هذه تمثل الأداة التي يتم من خلالها نقل الموارد المالية من دولة إلى أخرى.

إن الهدف من وجود أسواق صرف العملات هو تقديم المساعدة للمستثمرين في الأسواق العالمية و أرياب التجارة الدولية من حيث تمكينهم من تحويل أية عملة عالمية في وقت قصير و بكفاءة عالية مما يحقق أهداف التجار العالميين بالإيفاء بالتزاماتهم بتسديد ثمن البضائع المستوردة من كافة أنحاء العالم.¹ سوق العملات الأجنبية تمثل موجودات الدولة من العملات الأخرى و التي تشمل الودائع لأجل، السندات الحكومية، الذهب، حقوق السحب الخاصة، و كذا التزامات مالية على الدول و الهيئات المحلية و اللامحلية يمكن تحويلها إلى نقود جاهزة في سوق العملات الأجنبية.

و من أهم أدوات التعامل في سوق العملات نجد: الحوالات الخارجية، شيكات المسافرين، النقد الأجنبي، الودائع تحت الطلب، الودائع لأجل، شهادات الإيداع، و سندات اليورو قصيرة الأجل و طويلة الأجل.

و تتميز سوق العملات بالخصائص التالية:²

- يتميز سوق العملات عن غيره من الأسواق بعدم وجود مكان محدد للاتصال بين البائعين و المشترين فالاتصال يكون عن طريق الفاكس، الأنترنت، و الهاتف و غيرها من وسائل الاتصال الحديثة الأخرى.

¹ يوسف حسن يوسف (2017)، الأوراق المالية و سوق رأس المال العالمي، دار التعليم الجامعي، الإسكندرية، ص 129.
² محفوظ بصيري، مرجع سبق ذكره، ص 36.

- تتأثر أسواق العملات بمختلف التطورات الاقتصادية و النقدية و السياسة المستجدة كأسعار الفائدة، الاضطرابات و عدم الاستقرار السياسي .
- سوق العملات سريعة التقلب و التأثر مما يتطلب عناية فائقة في اتخاذ القرارات من قبل المتعاملين، و معرفة تطور السوق و الإبقاء على الاتصال المستمر.
- يتمثل أهم عملاء سوق العملات في البنوك، مؤسسات الأعمال الحكومية، المؤسسات المالية و غير المالية.
- و بذلك فان أسواق الصرف الأجنبي هي تلك الأسواق التي تسهل التجارة في العملات الأجنبية و هي بدورها تنقسم إلى أسواق عاجلة و أسواق آجلة.

تمهيد:

تمثل الورقة المالية السلعة التي يتم تداولها في سوق المال و من ثم فهي تمثل عصب الحياة لهذه السوق و هي تشمل الأوراق المالية طويلة الأجل التي تمثل أهم أدوات سوق رأس المال الحاضرة (الفورية)، و كذلك الأسواق المستقبلية التي تتعامل أيضا في الأسهم و السندات و لكن من خلال عقود و اتفاقيات يتم تنفيذها في تاريخ لاحق.

1- الأسهم:

إن الأسهم تشكل الرأسمال المكتتب (و المضاف) من قبل المستثمرين، و الذي يضم مساهماتهم المالية و يحدد ملكيتهم للشركة، و بالتالي فان كلا من الرأسمال المعلن و الرأسمال الفعلي و الرأسمال المساهم فيه مصطلحات تعبر عن القيمة الكلية للأسهم التي اقتناها المستثمرون.

و رغم أن الأسهم العادية تمثل غالبية حصص المساهمين م تعبر عن الحالة الطبيعية لاهتمامات الشركة، إلا أن هناك بجانبها الأسهم الممتازة و التي يجري إصدارها لمواجهة ظروف معينة أو لإشباع حاجات محددة أو لانجاز برامج جديدة.

1-1 الأسهم العادية:

و تمثل وثيقة ملكية أو صك ملكية و تعد منشآت الأعمال مصدرا لخلق السهم، إذ يتكون رأس مال المنشآت المساهمة و شركات التوصية بالأسهم من حصص متساوية، يتم تمثيل ملكية الحصص هذه بوثيقة ملكية تمنح كل صك اسم المنشأة صاحبة الإصدار، و نوع السهم و رقمه، و عدد الأسهم.¹

1-1-1- قيم الأسهم العادية: اتفق الاقتصاديون على أن للأسهم خمسة قيم و هي:²

- القيمة الاسمية: و هي القيمة التي تكون مبنية في السهم (على صك السهم)، و ذلك لأن السهم عندما يصدر فانه يصدر بالقيمة التي دفعت لامتلاكه.
- قيمة الإصدار: يقصد بها إصدار الأسهم بقيمة أقل من قيمته الاسمية أو الحقيقية بقصد زيادة رأسمال الشركة.
- القيمة الحقيقية للسهم: و هي النصيب الذي يستحقه في صافي أموال الشركة، أي رأس المال المدفوع و موجودات الشركة و ما أضيف إليها من أرباح، و هذه القيمة هي القيمة الاسمية عند ابتداء الشركة و لكنها تختلف عنها بعد ذلك.
- القيمة السوقية للسهم: و هي قيمة الأسهم عند عرضها للبيع في الأسواق المالية، و هذه القيمة تختلف زيادة

¹ محمد محمود الداعز (2005)، الأسواق المالية، ط 1، دار الشروق للنشر و التوزيع، عمان ، الأردن، ص 88.
² حريري رابع، البورصة و الأدوات محل التعامل فيها ، دار بلقيس للنشر، الجزائر، ص 97-98.

أو نقصانا بحسب نجاح الشركة في أعمالها، و ضخامة موجوداتها و بحسب رأسمالها الاحتياطي، و تختلف كذلك باختلاف الظروف و الأزمات المالية و السياسية.

• القيمة الدفترية للسهم: و هي نصيب السهم من القيمة الدفترية لصافي أصول الشركة، و تكون القيمة الدفترية أكبر من القيمة الاسمية للسهم في حالة تكوين احتياطات و تكون أقل في حالة تحقيقها لخسائر، و تحسب القيمة الدفترية للسهم بقسمة صافي أصول الشركة على عدد الأسهم المصدرة.

1-1-2- حقوق المساهم العادي: إن الحقوق التي يتمتع بها المساهمون (المالكون) موضحة في القانون الأساسي للشركة، و من أهم هذه الحقوق ما يلي:¹

✓ الحق في الأرباح الموزعة: يحق للمساهمين باعتبارهم ملاك الشركة الحصول على جزء من الأرباح التي حققتها شركتهم، و هو أحد الأهداف الهامة.

✓ حق التصويت: يتم ذلك بالتصويت على أعضاء مجلس الإدارة على أساس أن لكل سهم صوت.

✓ حق الأولوية في الاكتتاب: بمجرد اصدرنا أسهم عادية جديدة أو أوراق ماليو قابلة للتحويل إلى أسهم عادية، فان للمساهمين العاديين القدامى الأولوية في شرائها بنسبة ما يملكونه من أسهم قديمة.

✓ حق حضور الجمعيات العامة: هذه الجمعيات قد تكون عادية أو طارئة، و للمساهم العادي الحق في حضور النوعين معا. و تتعقد الجمعيات العادية مرة كل سنة و أما الجمعيات الطارئة فتجتمع متى اقتضى الأمر ذلك.

✓ حق بيع الأسهم: للمساهمين العاديين الحق في نقل ملكية جزء أو كل الأسهم التي بحوزتهم ببيعها في البورصة إذا كانت الشركة المعنية مسجلة في البورصة، و إن لم تكن كذلك يمكن بيع الأسهم بصورة مباشرة من المساهم القديم إلى المساهم الجديد.

✓ حق الاطلاع على وثائق الشركة: للمساهمين العاديين حق الاطلاع على وثائق شركتهم متى كان ذلك ضروريا، خاصة وثائق المحاسبة و قائمة المساهمين الآخرين.

✓ حق المساهمة في موجودات الشركة بعد التصفية: تصفى الشركة لعدة أسباب كمغادرة الشركة محل التصفية للنشاط نهائيا أو لعجزها عن تسديد ديونها، عندئذ تقوم ببيع أصولها و تسدد ما عليها من ديون، ثم تدفع نصيب حملة الأسهم الممتازة و ما تبقى يقسم فيما بين المساهمين العاديين.

1-1-3- أنواع الأسهم العادية: إن أسعار الأسهم تتأثر بعوامل عديدة و التي من أهمها سمعة الشركة المصدرة

و كذلك ظروف الأسواق المالية في البلد المعني و العلاقات الهيكلية لاقتصاد ذلك البلد، و من هذه العوامل يمكن أن نستمد الأنواع الآتية من الأسهم العادية:

¹ جبار محفوظ (2002)، الأوراق المالية المتداولة في البورصات و الأسواق المالية، ط 1، مطبعة دار هومة، الجزائر، ص ص 16-23.

- الأسهم المرتبطة بسمعة الشركة: عند تداول الأسهم العادية في الأسواق الثانوية فإن المستثمرون يفضلون الأسهم الخاصة بالشركات التي تحقق أرباحا عالية نسبيا و تقوم بتوزيع هذه الأرباح بشكل منتظم، و هي تمثل عادة نسبا مرتفعة من مجموع الأرباح القابلة للتصرف للشركة أو الشركات المعنية.
 - الأسهم المتنامية أو الأسهم المتباطئة: إذا ما قيّم السهم بأقل من قيمته الطبيعية فمن المتوقع أن يحقق هذا السهم عوائد متنامية متفرقة على الأسهم الأخرى ذات المخاطر المتماثلة، و يطلق على هذا السهم الورقة الراحبة bluechip و الذي استمدته Wall-street من أوراق البوكر عام 1904 لوصف الأسهم الخاصة بالشركات الكبيرة و الأكثر ربحية، ثم صار يذكر لتمييز أي سهم يتسم بالنمو التراكمي و بمعدلات متزايدة.
 - الأسهم ذات التقلبات الدورية: و هي أسهم لشركات كبيرة معظمها في مجال الصناعات الأساسية كالسيارات و الكيماويات و الطيران و الألمنيوم و الاسمنت، و هي حساسة جدا إلى الدورات الاقتصادية ففي أيام الكساد يقل ربحها و تهبط أسعار أسهمها، و عند أول بادرة تحسن تقفز أرباحها و معها يقفز سعر السهم، و قد يجد فيها المستثمر المتتبع لتقلبات الاقتصاد مجالا للربح إذا أحسن توقيت مشترياته.¹
 - الأسهم المحايدة و أسهم المضاربة: فيما يخص الأسهم المحايدة فإنها لا تتأثر كثيرا بتقلبات السوق المالية، و ذلك لأسباب عديدة أهمها: تحوّل الشركات المصدرة و إعدادها المسبق لمواجهة الأزمات الدورية و التقلبات الأخرى و التزامها بإستراتيجية الدفاع، هذا فضلا عن كون بعض النشاطات الاقتصادية تتميز باستقرار معدلات نموها و بالتالي فإن أسهمها لا تخضع لتقلبات شديدة. أما بالنسبة لأسهم المضاربة فهي تخضع من حيث العرض و الطلب لتقلبات شديدة، و ذلك بسبب القرارات السريعة للمضاربين بحثا عن الأرباح السريعة و في الفترات القصيرة.
 - أسهم شبكات المعلومات الدولية: حيث أنه في السنوات الأخيرة من القرن العشرين لم تعد أية مجموعة من الأسهم أكثر ربحية من أسهم الشركات المذكورة فمثلا أن أسهم Yahoo و Netscape و Spyglass قد ارتفعت على الأقل إلى الضعف خلال عامين فقط، و قد تجاوزت القيمة الاسمية لهذه الأسهم بعد اليوم الأول من التجارة ملياري دولار أمريكي.²
- و بذلك فإن الأسهم العادية بمختلف أنواعها هي وسيلة هامة من وسائل التمويل طويل الأجل التي يمكن لشركات المساهمة استعمالها وفق للقانون الأساسي لكل منها، فهي لا تتوفر على تاريخ استحقاق لهذا فهي من الأموال الخاصة الدائمة في الشركة.

¹ محمد أحمد عبد النبي (2010)، الأسواق المالية " الأصول العلمية و التحليل الأساسي"، ط 1، زمزم للنشر، الأردن، ص 53.

² هوشيار معروف، الإستثمارات و الأسواق المالية، مرجع سبق ذكره، ص 100.

1-2 - الأسهم الممتازة:

و هي الأسهم التي تلجأ إليها الشركات عند محاولتها تحفيز المستثمرين للاكتتاب بالمساهمة، و هي أداة ملكية تمول بواسطتها منشآت الأعمال من خلال منح حق الملكية لحاملها و مزايا لا تختص بها الأسهم العادية.

1-2-1 - خصائص الأسهم الممتازة: على أية حال تتمتع الأسهم الممتازة بالخصائص التالية:¹

✓ يحدد العائد بنسبة معينة (ثابتة) من قيمة الأداة و من الأرباح المحققة، و أحيانا تكون لأصحاب هذه الأسهم نسبة ثابتة من الأرباح بالإضافة إلى مشاركتهم في الحصص الموزعة.

✓ لأصحاب الأسهم الممتازة حق الأولوية عند تخصيص عوائد الشركة للتوزيع، فيحصل هؤلاء على سعر الإصدار زائد الحصص المتراكمة من العوائد و ذلك بعد استلام الدائنين و لكن قبل مالكي الأسهم العادية.

✓ هناك فترات محددة للاحتفاظ بالأسهم الممتازة و ذلك بعكس الأسهم العادية التي تستمر حقوقها حتى نهاية (تصفية) الشركة.

✓ تضمن الشركة حقوق أصحاب الأسهم الممتازة بموجوداتها الاستثمارية، و هكذا فان الأسهم الممتازة أقل ضمانا من السندات و أكثر ضمانا من الأسهم العادية.

✓ لا يحق لأصحاب الأسهم الممتازة المشاركة في التصويت أو في الترشح لعضوية مجلس الإدارة أو المشاركة في المجلس العمومي أو التدخل في القرارات أو الشؤون الإدارية المختلفة.

الجدول رقم (1): أوجه الاختلاف بين السهم العادي و السهم الممتاز

معيار المقارنة	الأسهم الممتازة	الأسهم العادية
طبيعة الأداة	أداة هجينة تجمع بين الدين و الملكية	أداة ملكية صرفة
مستوى الدخل	مقسوم أرباح ثابت بنسبة من القيمة الاسمية المثبتة بشهادة السهم	يتحدد وفق قرار و سياسة الشركة في توزيع الأرباح على المساهمين
الاستحقاق	قد يكون قابل للإطفاء أو الاستدعاء أو التحويل إلى سهم عادي	يكون السهم قائما طالما الشركة قائمة أي ليس له تاريخ استحقاق
تراكم الأرباح	يمكن ان تتراكم أرباح السهم	لا يمكن أن تتراكم أرباح السهم
المشاركة بالإدارة	لا يحق لحامله المشاركة في الإدارة إلا إذا نص على خلاف ذلك	حق المشاركة و الانتخاب و التصويت في مجلس الإدارة
طبيعة الأسواق	أسواق محدودة و غير نشطة	أسواق تتصف بالعمق و الاتساع و نشطة

المصدر: أرشد فؤاد التميمي(2010)، الأسواق المالية"إطار في التنظيم و تقييم الأدوات"، دار اليازوري العلمية للنشر و التوزيع، عمان، الأردن، ص 180.

¹المرجع نفسه، ص 101.

1-2-3 - أنواع الأسهم الممتازة: فيما يلي الأنواع المختلفة للأسهم الممتازة:¹

- ❖ أسهم ممتازة من ناحية الدخل: يتمتع حملة هذه الأسهم بأسبقية على حملة الأسهم العادية في الحصول على توزيعات الأرباح التي تحققها الشركة، و تصدر الشركة عدة إصدارات من الأسهم الممتازة بالنسبة لبعضها البعض و تتميز الإصدارات عن بعضها بالحروف الأبجدية، فيسمى الإصدار الأول أسهم (أ) و يسمى الإصدار الثاني أسهم (ب) و هكذا، و هناك نوعان من ناحية الأسهم الممتازة من ناحية الدخل الأولى مجمعة الأرباح و الثانية غير مجمعة الأرباح.
 - ❖ الأسهم الممتازة من ناحية الأصول: لهذه الأسهم أسبقية على الأسهم العادية في اقتسام موجودات الشركة في حالة التصفية، و لذلك فأصحابها يستردون القيمة الاسمية لأسهمهم من قيمة الموجودات و ما تبقى بعد ذلك يقسم بين حملة الأسهم العادية بالتساوي.
 - ❖ أسهم ممتازة من ناحية التصويت: ليس للأسهم الممتازة عادة الحق في التصويت في الجمعيات العمومية غير أنه قد يحدث أن يعطي حملة الأسهم الممتازة الحق في حضور الجمعية العمومية، و قد يعطي حملة هذه الأسهم الحق في انتخاب أعضاء مجلس الإدارة.
 - ❖ أسهم ممتازة من ناحية حق التحويل: يعطي هذا الحق أصحاب هذه الأسهم حق تحويل أسهمهم إلى أوراق مالية من نوع آخر كأن تحوّل الأسهم الممتازة إلى أسهم عادية في المستقبل إذا تحسنت أحوال الشركة المصدرة، و تفيد مثل هذه الميزة كل من المساهم و الشركة.
 - ❖ أسهم قابلة للسداد: هي أسهم تصدرها الشركات محتقظة بحقها في سداد قيمة هذه الأسهم بعد مدة معينة، و عادة تكون لحملة هذه الأسهم نسبة عالية من الأرباح و لهذا تنتهز الشركة فرصة تحسن مركزها المالي فتقوم بدفع قيمة الأسهم و تتخلص من النسبة العالية للأرباح.
- و بذلك و من خلال ما سبق نجد أن الأسهم الممتازة هي وسيلة تمويل ذات طابع هجين (خليط) من صفات الأسهم العادية و السندات، و قد انقسمت إلى أنواع عديدة كل منها له الأفضلية في حق من الحقوق كالأرباح، التصويت، التحويل... الخ.

2- السندات: تعد السندات أداة من أدوات الاستثمار المباشر القابلة للتداول في سوق الأوراق المالية، و

أهمية السندات كوعاء استثماري يأتي في الأهمية الثانية بعد الأسهم العادية.

2-1- تعريف و خصائص السندات:

تمثل السندات صكوك مديونية تصدرها منشآت الأعمال تضمن للمستثمر فيها عائد محدد ثابت و مضمون ممثل بسعر الفائدة التي يحصل عليها، و التي تتباين معدلاتها وفقا لقيمة السند و عمره و درجة

¹محمد سعيد عبد الهادي (2008)، الإدارة المالية، ط 1، دار الحامد للنشر و التوزيع، عمان، ص 219.

المخاطرة التي تتعرض لها منشأة الأعمال المصدرة للسندات، و أيضا مقدار القروض التي تسعى المنشأة الحصول عليها من خلال طرح السندات للاكتتاب.¹

السندات هي "عبارة عن ورقة مالية ذات قيمة اسمية واحدة قابلة للتداول تصدرها الشركة المساهمة العامة و تطرحها للاكتتاب العام أو الخاص، ضمن حدود القانون للحصول على قرض لا تقل مدته عن خمس سنوات، و تتعهد الشركة بموجب ذلك سداد القرض و فوائده وفقا لشروط الإصدار".²

و بذلك تعتبر السندات أداة تمويل طويلة الأجل تصدرها الشركات المساهمة العامة للاقتراض في سوق رأس المال، و يأخذ الإصدار بالنسبة للسندات أحد الأسلوبين التاليين:

أ- الإصدار العام: يتولى بنك استثمار أو مجموعة منها عملية إدارة الإصدار مع ضمان شراء السندات التي لم يتم الاكتتاب بها.

ب- الإصدار الخاص: يلعب بنك الاستثمار دور الوساطة فقط دون التعهد بشراء السندات الفائضة عن الاكتتاب، و الإصدار يتم بين الشركة المصدرة و مجموعة مؤسسات مالية تتولى شراء السندات.

و تتميز السندات بخصائص متعددة أهمها ما يلي:³

➤ إن السندات أدوات تعاقدية تقوم على التزامات مالية بين المصدر و المستثمر، تحدد فيها العوائد الدورية و حتى نهاية فترة التسديد بمعدلات ثابتة و ذلك مهما تقلبت الأسعار السوقية و مهما كانت ربحية الجهات المصدرة و ظروفها المالية.

➤ تواجه السندات مخاطر ائتمانية عديدة أهمها ما يتعلق بتقلبات أسعار الفائدة و بقابلية استدعائها من قبل الجهات المصدرة لها عند انخفاض هذه الأسعار لتعرض محلها سندات جديدة تحمل فوائد أعلى.

➤ تخضع السندات لنوعين من القيم بالإضافة إلى قيمتها الاسمية *par value* و هما: قيم أدنى عند بيعها بخصم *discount* و قيم أعلى عند بيعها مع علاوة *premium*.

➤ تتحرك عوائد السندات في اتجاه معاكس لأسعارها و ذلك لأن مستثمري السندات يخضمون التدفقات النقدية المستقبلية الثابتة عند الأسعار المرتفعة للفوائد، و هنا فان المعدلات الأعلى للخصم تعطي قيمة حالية أدنى للسندات.

➤ كلما كانت فترات التسديد أطول و أسعار الفائدة أدنى فان السندات تحمل مخاطر أكبر، إذ أن الفترة الأطول للتسديد تجعل سعر السند أكثر حساسية لتغيرات سعر الفائدة. علما بأن حساسية السند لطول فترة التسديد تزداد عادة بمعدل متناقص.

¹ حمزة محمود الزبيدي (2004)، الاستثمار في الأوراق المالية، ط1، مؤسسة الوارق للنشر و التوزيع، عمان، ص 285.

² وليد صافي، أنس بكري، الأسواق المالية و الدولية، مرجع سبق ذكره، ص 107

³ هوشيار معروف، الاستثمارات و الأسواق المالية، مرجع سبق ذكره، ص 10-11.

➤ إن ارتفاع سعر سند ما عند انخفاض عائدته يكون أكبر من انخفاض هذا السعر عند ارتفاع العائد المذكور.

➤ إن جزء كبير من السندات- و ليس كلها- يتسم بالخصائص التالية التي تقترب من خصائص الأسهم الممتازة: قابلية الاستدعاء، قابلية التحويل إلى أسهم عادية، و قابلية التسديد الجزئي (السنوي).

2-2- أنواع السندات:

يمكن تقسيم السندات إلى أنواع مختلفة على أسس مختلفة، و ذلك على النحو التالي:

2-2-1- تقسيم السندات باعتبار المصدر: تقسم السندات باعتبار الجهة التي تقوم بإصدارها إلى أربعة أنواع و هي:

- السندات الحكومية (أو سندات الخزينة المركزية): و هي وثائق الدين العام طويلة الأجل تصدر عادة عن البنك المركزي و لفترات متباينة حسب الظروف الاقتصادية للبلد و حالة العجز السائد في الميزانية العامة، و بذلك فإن هذه السندات تصدر من قبل الدولة بغرض تمويل الإنفاق العام، و تصنف حسب درجة المخاطرة بحسب العوامل الاقتصادية و السياسية. و تعتبر البنوك التجارية من أكبر المشترين لهذه السندات كما و أن السماح بتداول هذه الأداة الاستثمارية في الأسواق المالية يوفر المجال لتحويلها الى السيولة النقدية متى شاء المستثمر.

- سندات الهيئات الحكومية المحلية: و هي السندات التي تصدر من طرف الهيئات العامة و البلديات و المدن، و غالبا ما تكون هذه السندات ذات مدة استحقاق طويلة، الأمر الذي يجعل هذه السندات تتأثر بمخاطر التضخم و بالتغيرات التي تحدث في أسعار الفائدة.¹

- سندات الشركات المساهمة: و التي تصدر عن القطاع الخاص بغرض الاقتراض من الجمهور مقابل فوائد محددة و بضمان أموال الشركة المعنية، و بالتالي فإن هذه السندات لا تحضى بضمانات حكومية، فتكون أكثر خطورة من السندات الصادرة عن الخزينة المركزية أو المصالح الإقليمية (أو الهيئات المحلية).

- سندات المؤسسات (أو الشركات) العالمية: كالبنك الدولي و التي يجري إصدارها و عرضها و تداولها في مختلف الأسواق المالية عبر المؤسسات المصرفية المختلفة، و يمكن عن طريق هذه السندات تجميع المدخرات و خاصة في فترات الفوائض المالية المتاحة للدول المصدرة للبترول الخام، و من خلال المؤسسات المذكورة نفسها يمكن توفير التسهيلات الائتمانية (و القروض) ذات الأجل المتباينة لتمويل الاستثمارات أو لتغطية العجز (في موازين المدفوعات) للدول التي هي في حاجة إلى أموال.

¹حريزي رابع، مرجع سبق ذكره، ص 122.

2-2-2- تقسيم السندات على أساس شكل الإصدار: تقسم السندات من زاوية الشكل الذي تصدر به إلى:¹

• سند لحامله: يكون السند لحامله عندما يصدر خلوا من اسم المستثمر، كما لا يوجد في هذه الحالة سجل للملكية لدى جهة الإصدار، و تنتقل ملكية السند بمجرد الاستلام و يكون لحامله الحق في الحصول على فائدة السند عند استحقاقها، و تحصل بمجرد نزع الكوبون المرفق بالسند و تقديمه للبنك الذي يتولى دفع الفوائد، و عند حلول موعد استحقاق السند يكون لحامله أيضا الحق في استلام قيمته الاسمية من البنك مباشرة.

• سندات اسمية أو مسجلة: يكون السند اسميا أو مسجلا متى حمل اسم مالكه، كما يوجد سجل خاص ملكية السندات لدى الجهة المصدرة، و السندات الاسمية يمكن أن تكون مسجلة بالكامل و يشمل التسجيل هنا كل من الدين الأصلي و فائدته، لذا لا يصرف أي منهما إلا بشيك يحمل اسم صاحب السند و عن طريق البنك، كما يمكن أن تكون مسجلة تسجيلا جزئيا و يقتصر التسجيل هنا على أصل الدين فقط، أما الفائدة فتأخذ كما هو الحال في السندات لحامله شكل كوبونات ترفق بالسند و تنزع منه بمجرد استحقاقها لتحصيلها من البنك مباشرة.

2-2-3- تقسيم السندات على أساس معيار الضمان: تقسم السندات حسب هذا المعيار إلى:

• السندات المضمونة: قد تصدر الشركات سندات مضمونة أو مرهونة ببعض ممتلكاتها كالأراضي أو الآلات أو أوراق مالية في محفظتها أو غيرها من الأصول المادية و المالية. في هذه الحالة لا يمكن للشركة المعنية التصرف في تلك الأصول إلا في حدود ما استهلكته (سدده) من تلك السندات.²

• السندات غير المضمونة: تمثل هذه السندات دينا عاديا غير مرتبط بأي أصل من أصول الشركة و الضمانة الوحيدة التي تتوفر لحامل هذا النوع من السندات هي حق الأولوية الذي يكون له عن الدائنين الآخرين للشركة المصدرة و عن حملة أسهمها، و ذلك في استيفاء حقه من الفوائد من أرباح الشركة أو حقه في الدين الأصلي (القيمة الاسمية للسند) من أصول الشركة عند الإفلاس أو عند التصفية.

2-2-4- تقسيم السندات حسب معيار القابلية للاستدعاء: تقسم السندات حسب هذا المعيار إلى:

• سندات غير قابلة للاستدعاء: و هي سندات لا يجوز للجهة المصدرة لها استدعاءها للإطفاء لأي سبب من الأسباب، و الأصل أن تكون هذه السندات غير قابلة للاستدعاء إلا إذا نص على ذلك بصراحة في عقد الإصدار.

• السندات القابلة للاستدعاء: و تصدر غالبا بعلاوة استدعاء و هي وسيلة لتشجيع المستثمر على شرائها

¹ محمد مطر، فايز تميم (2005)، إدارة المحافظ الاستثمارية، ط1، دار وائل للنشر و التوزيع، عمان، ص 101-102.
² جبار محفوظ، الأوراق المالية المتداولة في البورصات و الأسواق المالية، مرجع سبق ذكره، ص 55.

لأن شرط الاستدعاء يخدم المستثمر فيما لو ارتفعت أسعار السندات في السوق المالي، و قد يكون الاستدعاء بشكل مطلق و حرية كبيرة لتحديد أي لحظة للاستدعاء، و قد تكون السندات باستدعاء مؤجل يسمح للمصدر استدعاء السند فقط بعد مرور (5-10) سنوات.

2-2-5- تقسيم السندات حسب معيار قابليتها للتحويل: تقسم السندات وفق هذا المعيار إلى:

• سندات قابلة للتحويل: و يقصد بها تلك السندات التي تعطي لحاملها حق استبدالها بعدد من الأسهم العادية التي تصدرها الشركة، و غالبا ما تكون أولوية الاكتتاب في هذا النوع من السندات للمساهمين في رأس مال الشركة، و يزيد الإقبال على هذه السندات إذا ما كانت الشركة المصدرة تنمو بمعدلات عالية.¹ إن المستثمرين في هذا النوع من السندات عادة ما يكونون أفرادا أو مؤسسات المحافظ الاستثمارية للأفراد، و يحتاج التعامل في هذا النوع من السندات إلى درجة عالية من الخبرة و المهارة و ذلك بسبب تذبذبها الكبير في الأسواق المالية.

• السندات غير القابلة للتحويل: هي الشكل الشائع لسندات الإقراض فالأصل في السندات هي غير قابلة للتحويل و إذا منحت ميزة خاصة فإنها تكون قابلة للتحويل، و مثلما هو الحال بالنسبة لشرط الاستدعاء فالأصل أن تكون السندات غير قابلة للتحويل مصدرة بمعدل فائدة أعلى من معدل فائدة السندات القابلة للتحويل. و بذلك و من خلال ما سبق يتضح أن هناك أنواعا عديدة من السندات وفقا لنوعية المخاطر و الجهة المصدرة للسند و الفائدة أو الدخل التي يحصل عليها السند.

3- المشتقات المالية:

تعتبر المشتقات المالية إحدى أدوات التعامل في أسواق رأس المال المستقبلية و قد بدأ العمل بهذه المشتقات في بداية السبعينات من القرن العشرين، و ازدهر التعامل بها في التسعينات من القرن الماضي.

3-1- تعريف و خصائص المشتقات المالية:

تعرف المشتقات المالية على أنها " نوع من العقود المالية التي تشتق قيمتها من أصل آخر يطلق عليه الأصل الأساسي أو المرتبط كالأسهم أو السندات أو السلع، و من أبرز أشكالها عقود المستقبلات، العقود الآجلة، عقود المقايضة، و عقود الخيارات و غيرها من العقود المالية ذات الخصائص المماثلة".² يمكن تحديد مفهوم المشتقات المالية بأنها " عبارة عن عقود مالية تتعلق بعمليات مالية خارج الميزانية خاصة بالنسبة للبنوك، و تتحدد قيمتها بقيمة واحدة أو أكثر من الأصول أو الأدوات أو المؤشرات الأساسية المرتبطة بها".³

¹ حمدي عبد العظيم (2012)، اقتصاديات البورصة في ضوء الأزمات و الجرائم، المكتب الجامعي الحديث، القاهرة، ص 54.

² أحمد صالح عطية (2003)، مشاكل المراجعة في أسواق المال، الدار الجامعية، مصر، ص 211.

³ صلاح الدين شريط، مبادئ الأسواق المالية، مرجع سبق ذكره، ص 127.

تتميز المشتقات المالية بمجموعة من الخصائص تميزها عن الأدوات المالية الأساسية، و هذه الخصائص هي:

- أنها اتفاقيات أو عقود تتعلق بالمستقبل؛
- أنها تشتق من الأدوات المالية الأساسية مثل: الأسهم، السندات، العملات السابق إصدارها؛
- أنها تستخدم في تحويل مخاطر التمويل و الاستثمار المتعلقة بالأدوات المالية الأساسية من طرف لا يرغب في تحملها إلى طرف آخر يرغب في تحملها دون أن تمتد عملية التحويل إلى الأداة الأساسية التي نتجت عنها هذه المخاطر؛
- أنها تستخدم لحماية المنشأة من المخاطر العامة الناتجة عن الاستثمار في الأدوات المالية الأساسية مثل: خطر السوق، خطر معدلات الفائدة، و خطر العملة، و خطر الائتمان، و خطر السيولة، و خطر العمليات.¹

3-2- أنواع المشتقات المالية:

تتعدد أنواع المشتقات المالية لكن أكثرها تداولاً في الأسواق المالية ما يلي:

- 3-2-1- العقود المستقبلية: تعد العقود المستقبلية من الأدوات الحديثة في مجال الاستثمار فهي تشبه العقود الآجلة قديماً، و تمثل هذه الأدوات تعاقدًا بين طرفين أحدهما بائع و الآخر مشتري بغرض تسليم السلعة أو الأصل في تاريخ لاحق متفق عليه.

مبادلة العقود المستقبلية هي عملية مسيرة من طرف لجنة البورصة التي تعمل على التوظيف الجيد للسوق المنظمة عن طريق لجنة البورصة.²

العقود المستقبلية هي اتفاق بين طرفين على شراء أو بيع أصل ما في وقت معين في المستقبل بسعر معين، على أن يتم التنفيذ في المستقبل و العنصر الأساسي في هذا العقد هو أن السعر و الأصل و الكمية يتم الاتفاق عليها عند توقيع العقد ، بينما يتم دفع الثمن و تسليم الأصل المتفق عليه في المستقبل.³

هذا و تتميز العقود المستقبلية بعدد من الخصائص نذكر منها:⁴

- ✓ إن للعقود المستقبلية شروط نمطية تختلف من عقد لآخر تحددها سوق الأوراق المالية؛
- ✓ إن التعامل في العقود المستقبلية يتطلب إيداع كل طرفين مبلغ يعرف بهامش الضمان أو الهامش المبدئي و ذلك لضمان العقد؛
- ✓ إن أسواق العقود المستقبلية تلعب دوراً في توفير المعلومات الخاصة حيث قدرة السوق لكشف الأسعار تعد الوظيفة الرئيسية وراء وجود هذا النوع من الأسواق؛

¹ هشام محمد يونس (2001)، القياس المحاسبي و الإفصاح عن المشتقات المالية، رسالة دكتوراه، كلية التجارة، القاهرة، ص 9.

² Pascal François (2005), les produit dérivés financier , paris , dunod,p5.

³ طارق عبد العال (2001)، المشتقات المالية ، الدار الجامعية للنشر ، مصر، ص131 .

⁴ بن عمر بن حاسين (2013)، فعالية الأسواق المالية في الدول النامية "دراسة قياسية"، دكتوراه في العلوم الاقتصادية ، جامعة أبي بكر بلقايد، تلمسان، ص

✓ توفر العقود المستقبلية المعلومات عن الأسعار الحاضرة و المستقبلية باستخدام الوسائل و الميكانيزمات التي يمكن من خلالها التوصل إلى الأسعار الحالية و المستقبلية؛

✓ معرفة جميع أطراف السوق على هذه المعلومات التي من شأنها رفع كفاءة السوق.

3-2-2- الخيارات: عقود الخيار تمثل ورقة مالية ذات سمة خاصة اذ يعطي هذا العقد لحامله الحق في شراء أو بيع ورقة مالية خلال فترة محددة، و يطلق عليه (الخيار الأمريكي)، أو في تاريخ محدد (الخيار الأوروبي) بسعر متفق عليه مقدما.

إن من أكثر الأوراق المالية شيوعا في الخيارات هي خيارات الأسهم و المعروف عن هذه الخيارات أنها نوع استثنائي من العقود المالية لأنها تعطي للمشتري الحق و ليس الإلزام، و الخيارات ثلاثة أنواع و هي:

- خيار الشراء: حيث يعطي لمالكة حق شراء الأوراق المالية (الأسهم و السندات) بسعر محدد ثابت، و خلال فترة محددة فحق المشتري هنا ينفذ أو لا ينفذ عملية الشراء.
- خيار البيع: هو يعطي مالكة خيار بيع الأوراق المالية (الأسهم و السندات) بسعر محدد ثابت، و خلال فترة محددة فحق البائع هنا ينفذ أو لا ينفذ عملية البيع.¹

- الخيار المزوج يعرف بأنه "حق بيع أو شراء حسب رغبة المشتري (المستثمر) لعدد من الأوراق المالية المتفق عليها بسعر شراء أو بيع محدد مسبقا و ذلك عند الاستحقاق".²

هذا و تعتبر عقود الخيار من أهم عقود المشتقات المالية التي تتداول في أسواق الخيار، و التي قد تكون أسواق مستقلة أو جزء من السوق الحاضرة، و تعتبر وسيلة لتسيير الخطر و تسمح للمتعاملين في مختلف الخيارات من التحوط و الاحتماء من المخاطر.

3-2-3- العقود الآجلة و عقود المبادلة:

تعرف العقود الآجلة بأنها "عقود يلتزم فيها البائع أن يسلم المشتري السلعة محل التعاقد في تاريخ لاحق بسعر متفق عليه وقت التنفيذ يسمى سعر التنفيذ، في مثل هذه العقود قد يتفق على دفع قيمة العقد عند التعاقد أو يتم دفع جزء و الباقي حتى تاريخ التسليم، حيث يحدد الطرفان كمية و طريقة و كيفية التسديد".³

إن العقود الآجلة لا يتم تداولها وليس لها سوق ثانوي فهي لا توفر الحماية لطرفي العقد من مخاطر عدم قدرة الطرف الآخر على الوفاء بالالتزام بالعقد، حيث لا يمكن التخلص منها بيعا في الأسواق المالية.

¹ حمزة محمود الزبيدي، الاستثمار في الأوراق المالية، مرجع سبق ذكره، ص 44.

² جبار محفوظ، الأوراق المالية المتداولة في البورصات و الأسواق المالية، مرجع سبق ذكره، ص 110.

³ منيرة بباس (2009)، الضوابط الشرعية للتعامل في المشتقات المالية، الملتقى العلمي الدولي حول الأزمة المالية و الاقتصادية الدولية و الحوكمة العالمية، سطيف، يومي 20-21 أكتوبر، ص 60.

أما عقود المبادلة فهي اتفاق بين طرفين أو أكثر على تبادل تدفقات نقدية في تاريخ معين، و هي المبادلات التي يتبادل طرفاها مدفوعات الفائدة الخاصة بكل منها و المحسوبة بناء على معدلات الفائدة الثابتة أو المتغيرة، أو يكون التبادل لمدفوعات خدمة الدين لكل منها و المقومة بعملات مختلفة، و هذه التقنية تمكن المدينين من تغيير العملة المقوم بها الدين أو طريقة سداد مدفوعات خدمة الدين أو طريقة حساب معدل الفائدة عليه.

و بذلك ومن خلال ما سبق يتضح لنا الأهمية الاقتصادية لعقود المشتقات و التي تتمثل في تقديم خدمة التغطية ضد مخاطر التغيرات السعرية، كما تتيح الفرصة لتخطيط التدفقات النقدية فضلا عن إتاحة فرص استثمارية جديدة إلى جانب كونها أداة للتنبؤ بالأسعار في السوق الحاضرة.

الفصل الثالث: تنظيم السوق المالية.

تمهيد:

تعتبر السوق المالية أداة من الأدوات الهامة لتوفير المال لمختلف الأنشطة حيث تقوم هذه السوق بتحويل الموارد من الوحدات الاقتصادية ذات الفائض إلى الوحدات ذات العجز، و يتم ذلك من خلال مجموعة من الأعضاء الذين يمارسون دور الوساطة لإتمام عمليات المستثمر، و تتم هذه العمليات عن طريق البيع و الشراء الصادر من المستثمر إلى الوكيل.

1- **المشاركون في السوق المالية:** إذا كان التعامل في السوق المالية يتم بين أطراف متعددة و متفاوتة سواء من حيث الطبيعة و الإمكانيات، فإننا نميز بين المشاركين على النحو التالي:

1-1- **المتعاملون في السوق المالي:** و يتمثلون في:

❖ **صناديق الاستثمار:** و هي عبارة عن وعاء مالي لتوسيع مدخرات الأفراد و استثمارها في الأوراق المالية من خلال جهة ذات خبرة في إدارة محافظ الأوراق المالية، فهي أحد الأساليب الحديثة في إدارة الأموال وفقا لرغبات المستثمرين و احتياجاتهم و درجة تقبلهم للمخاطر، بما يعود بالفائدة على البنك الذي يؤسس صناديق الاستثمار أو الشركات التي تؤسسها و أنها تعمل في السوق الثانوي¹.

❖ **بنوك الاستثمار:** تقوم بنوك الاستثمار بأعمال السمسرة و الاتجار في الأوراق المالية فهي تغطي معظم الإصدارات الأولية التي تطرح للاكتتاب العام، بالإضافة إلى عديد من الخدمات و التي تتوقف على نوع الإصدار، الشركة المصدرة لهذه الأوراق و فئات و نوع المستثمرين. و يمكن تلخيص أهم الخدمات التي تقدمها بنوك الاستثمار فيما يلي:²

- تقديم الاستشارة في مرحلة ما قبل الإصدار (وظيفة الاستشارة) و إدارة الإصدار من حيث دراسة حالة السوق المالية و المركز المالي للشركة، و توقيت عملية الإصدار و سعر الإصدار المناسب.
- وظيفة تنفيذ التعهد بتغطية الإصدار و تحمل المخاطر.
- وظيفة بيع و توزيع الأوراق المالية.

❖ **مندوبي الحكومة في البورصة:** يتعين وجود مندوب للحكومة في البورصات الرسمية مهمته الإشراف على حركة التعامل للتأكد من سلامتها، و عدم وجودها من شأنه أن يؤثر سلبا على حركة البيع و الشراء.

1-2- **الوسطاء و المحكمون و المراقبون للعلاقة بين الطالبين:** تقوم السوق المالية على ثلاث فئات يتم من خلالها تحويل الأموال من ذوي الفائض إلى ذوي العجز و هي:

¹منى قاسم (1995)، صناديق الاستثمار للبنوك و المستثمرين، الدار المصرية اللبنانية، بيروت، ص45.
²عبد الغفار حنفي(2000)، الاستثمار في الأوراق المالية " أسهم- سندات- وثائق الاستثمار- الخيارات"، الدار الجامعية، الإسكندرية، ص 43.

❖ فئة المقرضين أو المستثمرين: في أغلب الدول تتحكم هيئات الاستثمار المحلية و الأجنبية في أسواق رأس المال، و تختلف هيئات الاستثمار الرئيسية من دولة الى أخرى في نواحي عدة تبعا للإطار المالي الوطني، و بصورة عامة تتكون هذه المؤسسات من: شركات التأمين و مؤسسات التأمين على الحياة، شركات الاستثمار، البنوك، صناديق المعاشات، شركات التوظيف برأس مال متغير/اتحاد شركات استثمار الوحدات.

تحصل هذه المنظمات على التمويل في صورة أقساط تأمين على الحياة أو اشتراكات في المعاشات أو استثمارات صغيرة، بعد ذلك تستثمرها في نطاق من الاستثمارات تتشكل بصورة أساسية من الأدوات المالية، حيث يتم تخصيص مهمة إعداد الاستثمارات و إدارة محافظ الاستثمار لمديري تمويل متخصصين.¹

❖ فئة المقترضين أو المصدرين:

و هي تمثل فئة الأفراد الذين تقل دخولهم النقدية عن احتياجاتهم من الأموال اللازمة لأغراض الاستهلاك أو لأغراض التوسع، و كذلك المشروعات التي ترغب في تغطية الاستثمار أو العجز الذي لديها، و يمكن الحصول على الأموال في الأسواق المالية أو بطريقة الاقتراض المباشر أو عن طريق إصدار الأوراق المالية.

❖ الوسطاء: لا يستثمر الوسطاء في أسواق المال أموالهم الخاصة فهم يعدون حلقة الوصل بين مصدري الأوراق المالية و المستثمرين، و هم الشركات المرخصة لتقديم خدمة السمسرة و المقصود بها التوسط بين البائع و المشتري، حيث يقوم السمسار بعمليات البيع و الشراء نيابة عن المستثمرين مقابل حصولهم على عمولات معينة أو أكثر، و في بعض الأحيان يقوم بعض الوسطاء بالتخصص في التعامل بورقة مالية معينة و يطلق على الوسيط في هذه الحالة لقب المتخصص، و قد يمارس الوسيط البيع و الشراء لحساب محفظته الخاصة مما يؤدي إلى خلق سوق للتبادل في الورقة المالية التي يتخصص بها في حالات ركود أو عدم توازن بين العرض و الطلب لذلك يقال عنه بأنه صانع السوق.²

2- **العمليات المرتبطة بالسوق المالية:** إن التعاملات التي تحدث في السوق المالية بسبب الالتزامات الزمنية

المرتتبة عن إبرام الصفقات تتمثل فيما يلي:

2-1 **العمليات العاجلة:** و هي التي تتم في سوق عاجل و ذلك بأن يلتزم كل من العاقدين بتنفيذ عقودهما و يستلم البائع الأوراق المالية و المشتري ثمنها حالا أو في مدة زمنية لا تتجاوز 48 ساعة، و حينئذ يحتفظ المشتري بها و يستفيد من أرباحها و يتحمل خسارتها كذلك، و تقوم السوق "البورصة" بإتمام الصفقة بصفة

¹ ابرايان كويل (2007)، نظرة عامة على الأسواق المالية، دار الفاروق للنشر و التوزيع، القاهرة، ص 52-53.
² ديما وليد حنا الرضي، مرجع سبق ذكره، ص 13.

الوكيل عن الطرفين و ترسل الأوراق للطرفين للتوقيع عليها .

تتمثل أهم أشكال هذه العمليات فيما يلي:¹

- **ال شراء الهامشي:** و هو يعني أن يقوم المشتري باقتراض المال الذي يبذله في الشراء من شركة الوساطة المالية على أمل أن يصعد السعر، فيقوم ببيع الأوراق التي اشتراها محققا هامشا من الربح ، و يرد المبلغ المقترض إلى الوسيط مع الفائدة المستحقة على القرض و قيمة العمولة.
- **البيع على المكشوف:** هو في جوهره بيع لأوراق مالية مقترضة على أمل أن ينخفض السعر، فإذا ما انخفض السعر قام المتعاملون بشراء الأوراق المالية التي باعوها.

2-2- العمليات الآجلة: هي عبارة عن العمليات التي يتفق فيها الطرفان على تأجيل تسليم و دفع الثمن إلى يوم معين يسمى التصفية و عادة ما يتم إجراؤها مرة كل شهر، و ذلك قبل آخر جلسة من جلسات البورصة بتقديم تأمين مالي يسمى التغطية يمكن أن يكون جزءا من التصفية، و ذلك حتى لا يتم إلحاق الضرر بالمتعاملين في البورصة كذلك من أجل تخفيض درجة المخاطر.

هذا و يجب أن تتضمن أوامر البورصة في العمليات الآجلة العناصر التي من شأنها أن تعين بكل وضوح الصفقة كبيان نوع و صفة الورقة المالية و كمية الأوراق المالية المطلوبة أو المعروضة، و تحديد السعر الذي يرغب المتعامل في البورصة أن ينفذ أوامره بموجبه، أما أسعار الأوراق المالية فيحدددها العرض و الطلب نظرا لتوفر حرية المنافسة.

3- الأوامر في سوق الأوراق المالية:

يتم التعامل في سوق الأوراق المالية عن طريق إصدار الأوامر حيث أن كل عملية بالسوق تتم بمجرد تلقي الوسيط أمرا بالشراء أو البيع، و يكون ذلك كتابيا أو شفويا و هذا ما يطلق عليه أوامر السوق.

3-1 تعريف الأمر: يعتبر الأمر بمثابة التفويض الذي يمنحه المستثمر للوسيط المالي (وكيل، شركة بورصة...) بغرض شراء أو بيع الأوراق المالية و المنتجات المالية المتداولة بصفة عامة . يتطلب هذا التفويض تحرير أمر مكتوب يحتوي عادة على أهم توجيهات المستثمر المتعلقة بالعمليات التي كلف بها الوسيط.²

الأوامر بصفة عامة إما أن تكون تامة أي تتكون من 100 سهم للأمر أو من مضاعفات المئة مثل: 200،300،400... سهم، أو أوامر كسرية تتكون من عدد من الأسهم (أو السندات) لا يكون من مضاعفات العدد 100، كأن يكون الأمر خاص بـ 130 سهما، 270 سند، 3547 سهما و هكذا.

¹ سمير عبد الحميد رضوان (2009)، أسواق الأوراق المالية بين المضاربة و الاستثمار و تجارة المشتقات و تحرير الأسواق، دار النشر للجامعات ، القاهرة، ص 145-146.

² جبار محفوظ (2002)، تنظيم و إدارة البورصة، دار هومة، الجزائر، ص 76.

- عموما هناك معلومات أساسية يحتوي عليها كل أمر عند تحريره و تسليمه للوسيط، نلخصها فيما يلي:¹
- ✓ اسم الورقة المالية المرغوب الاستثمار فيها، مع العلم أن بعض البورصات تطلب رمزها فقط إذ يعطى رمز لكل ورقة مالية؛
 - ✓ عدد الأوراق المراد التعامل بها؛
 - ✓ نوع الصفقة أي هل هي بيع أم شراء؛
 - ✓ نوع السوق: الفوري أو الآجل؛
 - ✓ مدة صلاحية العقد: يوم، شهر... مفتوح؛
 - ✓ السعر: محدد أو غير محدد.

3-2-أنواع الأوامر:

ألزمت تعليمات التداول الوسطاء بأن يحددوا في أمر الشراء و أمر البيع المدخل إلى نظام التداول كمية الأوراق المالية، و رمز الورقة المالية، و السعر، و رقم العميل و /أو محفظة الوسيط و مدة سريان الأمر و جميع المعلومات التي تعتبر ضرورية للتنفيذ. تنقسم الأوامر في السوق المالي بشكل عام إلى ما يلي:

➤ أوامر السوق: يدل هذا الأمر بأن المستثمر يرغب في الشراء أو البيع بأفضل سعر يجري التعامل عليه، ففي حالة الأمر بالشراء بسعر السوق فانه يعني الشراء بأقل سعر، بينما أمر السوق بالبيع يعني البيع بأعلى سعر يجري التعامل به. يعني هذا أن أوامر السوق تحدث إذا كان المستثمر يرغب في الشراء أو البيع الفوري و بكميات قليلة، بحيث لا تحدث تغيرا ملموسا في السعر الذي يتم التعامل به في السوق.²

➤ الأوامر المحددة للسعر: يعرف الأمر المحدد على أنه أمر ببيع كمية معينة من السهم على سعر محدد كحد أدنى أو شراء كمية معينة من السهم على سعر محدد كحد أعلى، و بالتالي فان هذه الأوامر تتضمن سعر محدد للتنفيذ حيث انه لا يتم تنفيذها إذا لم يتحقق هذا السعر.

و في بعض الأحيان يرتبط هذا النوع من الأوامر بتوقيت زمني للتنفيذ و تندرج تحت هذا الإطار عدة انواع من الأوامر، حيث أنها أوامر تصدر ليتم تنفيذها في فترات زمنية محددة من قبل المستثمر، تكون غالبا أوامر محددة ليوم و تنفذ العملية خلال يوم واحد، أو أوامر محددة بأسبوع أو شهر.

➤ أوامر أخرى: هناك بعض الأوامر الأخرى مثل أوامر وقف الخسارة و هو أمر بالبيع أو الشراء لوقف خسارة المستثمر، فمثلا من الممكن أن يقدم المستثمر أمر بيع سهم ما إذا انخفض سعره لحد معين و ذلك لوقف خسارته.

¹ المرجع نفسه، ص 77.
² عبد الغفار حنفي، الاستثمار في الأوراق المالية " أسهم- سندات- وثائق الاستثمار- الخيارات"، مرجع سبق ذكره، ص 49-50.

خلاصة:

يقوم السوق المالي بدور هام في النشاط الاقتصادي للمجتمع و ذلك من خلال تحويل الموارد المالية من وحدات الفائض المالي (أفراد، مؤسسات، حكومة و أجانب) إلى وحدات العجز المالي التي تصدر و تبيع الأصول المالية، و هذا الدور بالغ الأهمية بل جوهري لصحة الاقتصاد و نموه و حيويته.

وجود بورصات الأوراق المالية في أي بلد يعتبر المرآة التي تعكس الوجه الحضاري الحديث لاقتصاديات الدول و تقدمها، فالبورصة تعد من أهم أجهزة أو مكونات الأسواق المالية فهي تهدف إلى تأمين السيولة و تجميع المدخرات للإسهام في عمليات الاستثمار.

تمثل الورقة المالية السلعة أو الأصل الذي يجري تداوله بيعا و شراء في السوق المالية، لذلك فهي العمود الفقري في الأسواق المالية المعاصرة بسبب خصائصها و مرونة التعامل بها ما بين وحدات العجز و وحدات الفائض، و من أهم أنواع الأوراق المالية المعروفة في الأسواق المالية الأسهم بأنواعها، السندات إضافة إلى المشتقات المالية التي ازدهر التعامل مع التطور الهائل الذي شهدته أسواق المال.

المراجع:

أولاً: المراجع باللغة العربية

1- الكتب:

1. أحمد صالح عطية، مشاكل المراجعة في أسواق المال، الدار الجامعية، مصر، 2003.
2. أحمد محمد مندور، مقدمة في النظرية الاقتصادية الكلية، الدار الجامعية، مصر، 2004.
3. أرشد فؤاد التميمي، الأسواق المالية "إطار في التنظيم و تقييم الأدوات"، دار اليازوري العلمية للنشر و التوزيع، عمان، الأردن، 2010.
4. إسماعيل أحمد الشناوي، عبد النعيم مبارك، اقتصاديات النقود و البنوك و الأسواق المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2000.
5. إسماعيل أحمد الشناوي، عبد النعيم مبارك، اقتصاديات النقود و البنوك و الأسواق المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2002.
6. برايان كويل، نظرة عامة على الأسواق المالية، دار الفاروق للنشر و التوزيع، القاهرة، 2007.
7. بلعزوز بن علي، محاضرات في النظريات و السياسات النقدية، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2004.
8. بن قدور علي، بيريير محمد، السياسة النقدية و التوازن الاقتصادي الكلي، ط 1، دار الأيتام للنشر و التوزيع، عمان، 2018.
9. جبار محفوظ، تنظيم و إدارة البورصة، دار هومة، الجزائر، 2002.
10. جبار محفوظ، البورصة و موقعها من أسواق العمليات المالية، دار هومة، الجزائر، 2002.
11. جبار محفوظ، الأوراق المالية المتداولة في البورصات و الأسواق المالية، ط 1، مطبعة دار هومة، الجزائر، 2002.
12. جبار محفوظ، أسواق رؤوس الأموال، دار الهدى للطباعة و النشر، الجزائر، الجزء 2، 2011.
13. جلال جويدة القصاص، اقتصاديات المصارف و النقود الرقمية (بيتكوين) من منظور إسلامي، دار التعليم الجامعي، الإسكندرية، 2019.
14. حريزي رابح، البورصة و الأدوات محل التعامل فيها، دار بلقيس للنشر، الجزائر، بدون سنة.
15. حسين علي بني هاني، اقتصاديات النقود و البنوك: الأسس و المبادئ، دار الكندي للنشر و التوزيع، عمان، 2013.

16. حمدي عبد العظيم، اقتصاديات البورصة في ضوء الأزمات و الجرائم، المكتب الجامعي الحديث، القاهرة، 2012.
17. حمدي عبد العظيم، اقتصاديات البورصة في ظل الأزمات و الجرائم، المكتب الجامعي الحديث، القاهرة، 2012.
18. حمزة محمود الزبيدي، الاستثمار في الأوراق المالية، ط1، مؤسسة الوارق للنشر و التوزيع، عمان، 2004.
19. رحيم حسين ، النقد و السياسة النقدية في إطار الفكرين الإسلامي و الغربي، دار المناهج للنشر و التوزيع، عمان، 2010.
20. زكريا الدوري، يسرى السامرائي ، البنوك المركزية و السياسات النقدية ، دار اليازوري العلمية للنشر و التوزيع، الأردن، 2013.
21. زياد رمضان، مروان شموط، الأسواق المالية، الشركة العربية المتحدة للتسويق و التوريدات، القاهرة، 2007.
22. سمير عبد الحميد رضوان، أسواق الأوراق المالية بين المضاربة و الاستثمار و تجارة المشتقات و تحرير الأسواق، دار النشر للجامعات، القاهرة، 2009.
23. السيد محمد أحمد السريتي، محمد عزت محمد غزلان، اقتصاديات النقود و البنوك و الأسواق المالية، مؤسسة رؤية للطباعة و النشر و التوزيع، 2010.
24. صلاح الدين جودة، بورصة الأوراق المالية " علميا - عمليا"، مكتبة و مطبعة الإشعاع الفنية، القاهرة، 2000.
25. صلاح الدين شريط ، مبادئ الأسواق المالية، ط1، دار الشروق للنشر و التوزيع، الأردن، 2014.
26. ضياء مجيد الموسوي، الاقتصاد النقدي، دار الفكر الجزائري، الجزائر، 1993.
27. طارق عبد العال، المشتقات المالية، الدار الجامعية للنشر، مصر، 2001 .
28. الطاهر لطرش، الاقتصاد النقدي و البنكي، الطبعة 2، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2012.
29. الطاهر لطرش، الاقتصاد النقدي و البنكي، ط 2، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2010.
30. عادل أحمد حشيش، أساسيات الاقتصاد النقدي و المصرفي، دار الجامعة الجديدة، مصر، 2004.
31. عبد الحسين جليل الغالبي، السياسة النقدية في البنوك المركزية، ط 1، دار المناهج للنشر و التوزيع، عمان، 2015.

32. عبد الرزاق بن عمرة، السياسة النقدية من خلال الانتقال و التأثير " دراسة تحليلية قياسية"، ط1، ألفا للوثائق، عمان، الأردن، 2020.
33. عبد الصمد سعودي، الاقتصاد النقدي و الأسواق المالية، الابتكار للنشر و التوزيع، عمان، 2018.
34. عبد الغفار حنفي، الاستثمار في الأوراق المالية " أسهم - سندات - وثائق الاستثمار - الخيارات"، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2000.
35. عبد الغفار حنفي، رسمية زكي قرياقص، المنشآت المالية و دورها في التنمية الاقتصادية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2014.
36. عبد المطلب عبد الحميد ، السياسة النقدية و استقلالية البنك المركزي، ط1، الدار الجامعية، الاسكندرية، 2013.
37. عصران جلال عصران، الاستثمار غير المباشر في محافظ الأوراق المالية، دار التعليم الجامعي، الإسكندرية، 2010.
38. عصران جلال عصران، الاستثمار غير المباشر في محافظ الأوراق المالية، دار التعليم الجامعي، الإسكندرية، 2010.
39. علي عبد الوهاب نجا و آخرون ، النقود و السياسات النقدية و الأسواق المالية، دار التعليم الجامعي، الإسكندرية، 2018.
40. علي كنعان، النقود و الصيرفة و السياسة النقدية، ط1، دار المنهل اللبناني، بيروت، 2012.
41. فليح حسين خلف ، النقود و البنوك، عالم الكتب الحديث، الأردن، 2006.
42. محمد إبراهيم عبد الرحيم، اقتصاديات النقود و البنوك، دار التعليم الجامعي، الإسكندرية، 2014 .
43. محمد أحمد عبد النبي، الأسواق المالية " الأصول العلمية و التحليل الأساسي"، ط 1، زمزم للنشر، الأردن، 2010.
44. محمد الشريف المان، محاضرات في النظرية الاقتصادية الكلية، الطبعة الثانية، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2010.
45. محمد الصيرفي ، البورصات، ط1، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، 2008.
46. محمد سعيد عبد الهادي، الإدارة المالية، ط 1، دار الحامد للنشر و التوزيع، عمان، 2008.
47. محمد عبد الحميد عطية، الاستثمار في البورصة، دار التعليم الجامعي للطباعة و النشر و التوزيع، الإسكندرية، 2011.

48. محمد عبده، محمد مصطفى، تقييم الشركات و الأوراق المالية لأغراض التعامل في البورصة، الطبعة 1، الدار الجامعية، مصر، 1998.
49. محمد محمود الداغز، الأسواق المالية، ط 1، دار الشروق للنشر و التوزيع، عمان ، الأردن، 2005.
50. محمد مطر، فايز تميم، إدارة المحافظ الاستثمارية، ط1، دار وائل للنشر و التوزيع، عمان، 2005.
51. محمود عبد الرزاق، اقتصاديات النقود و البنوك و الأسواق المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2013.
52. مفتاح صالح، النقود و السياسات النقدية: المفهوم، الأهداف، الأدوات، دار الفجر للنشر و التوزيع، الجزائر، 2005.
53. منى قاسم، صناديق الاستثمار للبنوك و المستثمرين، الدار المصرية اللبنانية، بيروت، 1995.
54. منير إبراهيم هندي، إدارة الأسواق و المنشآت المالية، منشأة المعارف، الإسكندرية، 1999.
55. نعمة الله نجيب، محمد يونس، عبد النعيم مبارك، مقدمة في اقتصاديات النقود و الصيرفة و السياسات النقدية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2001.
56. هوشيار معروف، الاستثمارات و الأسواق المالية، ط1، دار الصفاء، عمان، 2009.
57. وجدي محمود حسين، اقتصاديات النقود و البنوك، 2002، مصر.
58. وديع طوروس، المدخل إلى الاقتصاد النقدي، الطبعة 1، المؤسسة الحديثة للكتاب، لبنان، 2011.
59. وليد صافي، أنس بكري، الأسواق المالية و الدولية، الطبعة 1، دار المستقبل للنشر و التوزيع، عمان، 2008.
60. يسرى مهدي السامرائي، زكريا مطلق الدوري، الصيرفة المركزية و السياسات النقدية، مطابع ايديتار، ليبيا، 1999.
61. يوسف حسن يوسف، الأوراق المالية و سوق رأس المال العالمي، دار التعليم الجامعي، الإسكندرية، 2010.

2- المذكرات:

1. بن عمر بن حاسين، فعالية الأسواق المالية في الدول النامية "دراسة قياسية"، دكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة أبي بكر بلقايد، تلمسان، 2013.
2. حدادي عبد الطيف، دور السياسة النقدية و المالية في مكافحة التضخم في الدول النامية "دراسة حالة الجزائر 2000-2014"، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية ، تخصص اقتصاد مالي، جامعة جيلالي اليابس ،سيدي بلعباس، الجزائر، 2017.

3. مريم ماطي، البنك المركزي و إدارة السياسة النقدية في ظل الاقتصاد الرقمي، أطروحة دكتوراه علوم تخصص: نقود و تمويل، جامعة محمد خيضر، بسكرة، 2017.
4. هشام محمد يونس، القياس المحاسبي و الإفصاح عن المشتقات المالية، رسالة دكتوراه، كلية التجارة، القاهرة، 2001.

3- المقالات و الملتقيات :

1. أحمد شهاب الحمداني، رفاة شهاب الحمداني ، عبد القادر نايف، قياس أثر التغيرات في عرض النقد على الناتج المحلي الاجمالي العراقي للمدة 2005-2015 مجلة المنصور، العدد30، 2018.
2. بن شني عبد القادر، أثر السياسة النقدية على سوق الأوراق المالية في الجزائر، مجلة المالية و الأسواق لجامعة عبد الحميد بن باديس، العدد 3، مستغانم، 2015.
3. زيدان محمد، نورين محمد ، دور السوق المالي في تمويل التنمية الاقتصادية بالجزائر " المعوقات و الآثار"، الملتقى الدولي حول سياسات التمويل و أثرها على الاقتصاديات و المؤسسات، دراسة حالة الجزائر و الدول النامية، بسكرة يومي 21-22 نوفمبر، 2006.
4. صلاح الدين دادة، محمد كريم بويهي، دور آليات السياسة النقدية في التحكم بمعدلات التضخم في الجزائر دراسة قياسية للفترة (1990-2018)، مجلة دراسات العدد الاقتصادي، المجلد 11، العدد 2، 2020.
5. صيد تونس، طراد خوجة هشام، أثر تقلبات أسعار النفط في توجيه أدوات الرقابة الكمية للسياسة النقدية في الجزائر للفترة (2000-2018) دراسة إحصائية تحليلية، مجلة أبحاث اقتصادية و إدارية، المجلد 14، العدد 5، 2020
6. محمد الصيد أحمد، عبد الرحمن علي محفوظ، تأثير عرض النقود و سعر الصرف على الناتج المحلي الحقيقي- دراسة تطبيقية على الاقتصاد الليبي للفترة (1990-2017م) ، مجلة كليات التربية، العدد الرابع عشر، 2019.
7. محمد بلوافي، السياسة النقدية في الجزائر، مجلة الاجتهاد للدراسات القانونية و الاقتصادية، العدد 2، المركز الجامعي لتامنغست، الجزائر، 2012.
8. مناضل عباس حسين الجواري، خضير مهدي صالح، واقع الأسواق المالية على المستويين العربي و العالمي مع تعليق قياسي، مجلة جامعة بابل، العلوم الإنسانية، العدد 17، 2009.
9. منال جابر مرسي محمد، تقييم فاعلية السياسة النقدية في تحقيق استقرار سعر الصرف في مصر خلال الفترة (1990-2017)، المجلة العلمية للإدارة و التجارة، 2017.

10. منيرة بباس، الضوابط الشرعية للتعامل في المشتقات المالية، الملتقى العلمي الدولي حول الأزمة المالية و الاقتصادية الدولية و الحوكمة العالمية، سطيف، يومي 20-21 أكتوبر، 2009 .
11. وسام مويسي، أمال بوسمينة، تحليل تطور الكتلة النقدية في الجزائر في ظل تقلبات أسعار النفط خلال الفترة 2000-2017، مجلة العلوم الإنسانية لجامعة أم البواقي، المجلد 7، العدد 2، 2020.

4- المطبوعات:

1. بوقموم محمد، محاضرات في الاقتصاد النقدي و أسواق رأس المال، جامعة 8 ماي 1945- قالمة، 2014.
2. خالد سعيد البحيصي، محاضرات في النقود و البنوك و الأسواق المالية، قسم الاقتصاد و العلوم السياسية، كلية التجارة، الجامعة الاسلامية، غزة.
3. فائزة لعراف، محاضرات في اقتصاد نقدي و أسواق رأس المال، جامعة محمد بوضياف ب المسيلة، الجزائر.
4. محفوظ بصيري، محاضرات في الاقتصاد النقدي و أسواق رأس المال موجهة لطلبة السنة الثانية ليسانس علوم التسيير، جامعة أكلي محند أولحاج، البويرة، 2020.

ثانيا- المراجع باللغة الأجنبية:

1. Marie Delaplace(2017), Monnaie et financement de léconomie ,dunod, paris.
- 2.Pascal françois (2005), les produit dérives financier , dunod ,paris.
3. S.Brana,M.Cazals,P.Kauffmann(2016),monnaie banque et finance ,dunod ,paris .