

الجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية

وزارة التعليم العالي والبحث العلمي

جامعة 8 ماي 1945 قالمة

كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير

قسم العلوم التجارية



مطبوعة بيداغوجية موجهة لطلبة السنة الثانية ليسانس علوم تجارية

بعنوان:

محاضرات في الاقتصاد النقدي وأسواق رأس

المال

من اعداد الدكتورة: مرزوق آمال

السنة الجامعية: 2022 / 2023



﴿ وَقُلِ اعْمَلُوا فَسَيَرَى اللَّهُ عَمَلَكُمْ وَرَسُولُهُ وَالْمُؤْمِنُونَ وَسَتُرَدُّونَ إِلَىٰ عَالَمٍ

الْغَيْبِ وَالشَّهَادَةِ فَيُنَبِّئُكُمْ بِمَا كُنْتُمْ تَعْمَلُونَ ﴾

صدق الله العظيم

(سورة التوبة، الآية 105)

## فهرس المحتويات:

01	تقديم.....
02	المحور الأول: ماهية النقود، وظائفها وأنواعها.....
02	أولاً: نشأة النقود وتعريفها.....
07	ثانياً: خصائص النقود.....
10	ثالثاً: وظائف النقود.....
15	رابعاً: أنواع النقود.....
28	المحور الثاني: النظريات النقدية في الطلب على النقود.....
28	أولاً: النظرية الكلاسيكية في الطلب على النقود.....
35	ثانياً: النظرية الكينزية في الطلب على النقود.....
41	ثالثاً: النظرية الحديثة في الطلب على النقود (نظرية ميلتون فريدمان).....
49	المحور الثالث: عرض النقود.....
49	أولاً: قياس عرض النقود (الكتلة النقدية).....
51	ثانياً: العناصر المقابلة للكتلة النقدية.....
54	ثالثاً: المؤسسات المسؤولة عن عرض النقود.....
62	المحور الرابع: السياسة النقدية .....
62	أولاً: ماهية السياسة النقدية.....
62	ثانياً: أدوات السياسة النقدية (أو أدوات الرقابة على الائتمان).....
70	ثالثاً: أهداف السياسة النقدية.....
74	المحور الخامس: الوساطة المالية، الجهاز المصرفي والأسواق المالية.....
74	أولاً: الوساطة المالية.....
76	ثانياً: الجهاز المصرفي.....
86	ثالثاً: الأسواق المالية.....
99	المحور السادس: السوق النقدي.....
99	أولاً: ماهية سوق النقد.....
102	ثانياً: هيكل سوق النقد.....
107	ثالثاً: الأدوات المالية المتداولة في السوق النقدي.....
115	المحور السابع: سوق رأس المال.....
115	أولاً: ماهية سوق رأس المال.....
117	ثانياً: هيكل سوق رأس المال.....
125	ثالثاً: الأدوات المالية المتداولة في سوق رأس المال.....
138	قائمة المراجع.....

**تقديم:**

يمثل مقياس الاقتصاد النقدي وأسواق رؤوس الأموال أحد أهم المقاييس المقررة في السنة الثانية علوم اقتصادية وتجارية وعلوم التسيير، وهذا لكون النقود تلعب دورا هاما في النشاط الاقتصادي، كما أن التقلبات في قوتها الشرائية تتأثر وتؤثر في كثير من المتغيرات الاقتصادية، ومنه كان من الضروري لطلبة الاقتصاد أن يتعرفوا عليها وعلى وظائفها المتعددة، ويرتبط بالنقود أيضا مسألة انتقالها من الوحدات الاقتصادية التي تملك فائض منها الى تلك التي تحتاجها لتمويل مشروعاتها الانتاجية والخدمية، أو لتمويل احتياجاتها من السلع الاستهلاكية المعمرة، وهنا يأتي دور الوساطة المالية لتؤدي الدور المطلوب منها في تسهيل عملية نقل الأموال بين الأطراف المختلفة، ويأتي الحديث عن الطرق المتعددة التي تنتقل بها الفوائض المالية في أسواق النقد وأسواق رأس المال.

وهذه المطبوعة عبارة عن ملخص للمحاضرات، وهي ثمرة تدريس مقياس الاقتصاد النقدي وأسواق رؤوس الأموال لمدة أربعة سنوات، تم تكييفها مع البرنامج الوزاري حول مقياس الاقتصاد النقدي وأسواق رؤوس الأموال. وبناء عليه فقد اشتملت هذه المطبوعة على سبعة محاور، تم ترتيبها على النحو التالي:

المحور الأول وهو بمثابة محور تمهيدي حول ماهية النقود وخصائصها والوظائف التي تؤديها. المحور الثاني حول النظريات النقدية للطلب على النقود، ثم المحور الثالث جاء حول عرض النقود، ثم المحور الرابع حول السياسة النقدية، ثم المحور الخامس وكان حول الوساطة المالية والجهاز المصرفي والأسواق المالية، ثم المحور السادس الذي اختص في السوق النقدي، وأخيرا المحور السابع والذي تخصص بدراسة سوق رأس المال.

وتؤكد هذه الفصول على أهمية ومكانة النقود في الحياة الاقتصادية المعاصرة، كما عملنا على تبسيط الأفكار حتى يسهل فهمها من قبل القارئ مستخدمين في بعض الأحيان أشكال أو جداول.

## المحور الأول: ماهية النقود، وظائفها وأنواعها

تعتبر النقود من أهم الابتكارات الانسانية التي تساهم في دعم النشاط الاقتصادي من خلال دورها في تسوية المدفوعات المحلية والدولية المصاحبة لانتقال السلع والخدمات وحركة رؤوس الأموال الدولية، واختلفت أشكال النقود بحسب تطور المجتمعات البشرية، وسوف يتم دراسة النقود ابتداء من نظام المقايضة وتحديد مفهوم النقود ووظائفها وأشكالها.<sup>1</sup>

### أولاً: نشأة النقود وتعريفها

لم يكن ظهور النقود نتيجة لاختراع أحد من الأفراد ولم يكن تداولها نتيجة لعقد اجتماعي بين الأفراد، وإنما كان ظهورها وليد الحاجة إليها، وضرورة من ضرورات التغييرات الاقتصادية، التي رافقت تطور الحضارة، والنقود اليوم ليست كما كانت عليه بالأمس.<sup>2</sup>

ان الغاية الأساسية للنقود في أي مجتمع هو تسهيل عملية تبادل السلع والخدمات واختصار الوقت والجهد لعمليات التبادل التجاري. ولكن النقود في شكلها الحالي لم تنشأ دفعة واحدة، بل تغيرت وتشكلت نتيجة لمسيرة تاريخية طويلة امتدت من مرحلة الانتاج السلعي الذاتي الى مرحلة الانتاج الموسع بقصد التبادل. فعندما انتقل الانسان من مرحلة الانتاج لإشباع حاجاته الذاتية الى مرحلة الانتاج لإشباع حاجات المجتمع ككل ظهر أول نظام للتبادل بين البشر، ألا وهو النظام الاقتصادي الطبيعي الأول للتبادل في المجتمعات الصغيرة البدائية الذي يطلق عليه نظام المقايضة.<sup>3</sup>

### 1. نظام المقايضة:

لم تظهر الحاجة الى النقود في العصور البدائية، التي كان الانسان ينتج فيها حاجاته البسيطة بنفسه، ويحقق بذلك صفة الاكتفاء الذاتي على مستوى الفرد أو العائلة أو القبيلة. فكان كل فرد يبادل جزءاً من انتاجه مقابل السلع التي ينتجها الأفراد الآخرون في الجماعة. أي أن المبادلة كانت تتم عن طريق المقايضة.<sup>4</sup> ومنه لا بد من التطرق الى نظام المقايضة لفهم أسباب نشأة النقود.

#### 1.1. تعريف نظام المقايضة:

هو نظام للتبادل لجأت اليه المجتمعات البشرية منذ القدم في تبادلها للسلع والخدمات وذلك قبل أن يتم اختراع النقود، بحيث يتم مبادلة أي مقايضة سلعة بأخرى دون استخدام النقود. ومنه يمكن القول أن نظام المقايضة هو المبادلة العينية لمنتجات اقتصادية في مقابل منتجات اقتصادية أخرى.. أي مبادلة سلعة بسلعة أخرى دون أن يكون هناك وسيط للتبادل. ومن ثم، فإن أي مجموعة أفراد يمكن أن تبادل - أو تقايض مباشرة- ما يفيض عن حاجتها من المنتج التي قامت بإنتاجه بما تحتاج اليه من فائض انتاج الآخرين.<sup>5</sup>

ويلاحظ أن المقايضة بهذا الشكل هي الصورة الطبيعية والبسيطة للتبادل، وهي لا شك مفيدة ونافعة في المجتمعات البدائية البسيطة، حيث يكون عدد السلع وأنواعها محدود، وحاجات الأفراد فيها بسيطة وغير معقدة.<sup>6</sup> ولكن عندما نمت المجتمعات وزاد عدد أفرادها وتنوعت حاجاتهم وتطورت، وزاد التخصص وتقسيم العمل بين العاملين وفاض

<sup>1</sup> هيل عجمي جميل الجنابي، رمزي ياسين يسع أرسلان، النقود والمصارف والنظرية النقدية، دار وائل للنشر، عمان، الأردن، الطبعة الأولى، 2009، ص 9

<sup>2</sup> شامية أحمد زهير، النقود والمصارف، دار زهران للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، الطبعة الأولى، 2010، ص 11

<sup>3</sup> هيل عجمي جميل الجنابي، رمزي ياسين يسع أرسلان، نفس المرجع، ص 9

<sup>4</sup> شامية أحمد زهير، نفس المرجع، ص 15

<sup>5</sup> محمود حامد عبد الرزاق، اقتصاديات النقود والبنوك والأسواق المالية، الدار الجامعية، الاسكندرية، مصر، الطبعة الأولى، 2013، ص 19

<sup>6</sup> شامية أحمد زهير، نفس المرجع، ص 15

الانتاج بكميات كبيرة وأنواع مختلفة وأحجام متباينة، تعذر الاستمرار بهذا النوع من التبادل التجاري بسبب ما يواجهه من صعوبات ومشاكل.<sup>1</sup>

### 2.1. صعوبات نظام المقايضة:

لقد أصبح نظام المقايضة قاصرا على مجارة التطور الحضاري الذي ساد المجتمعات، فالمقايضة ليست الصورة المثلى للتبادل واتمام المعاملات الاقتصادية. فقد زادت حاجات الانسان وتنوعت وأدت الى التوسع في التبادل، وبدأ الانسان ينتقل من مكان الى آخر، وأخذ يدرك تدريجيا مزايا الانفراد بعمل معين، يتخصص فيه ويتقنه دون غيره من الأعمال الأخرى، وظهرت الحاجة الى التخصص وتقسيم العمل، وبرزت بالتالي عيوب وصعوبات المقايضة، التي لم يكن من السهل التغلب عليها وتجاوزها، الا بإدخال النقود في عملية التبادل.<sup>2</sup> وهذه الصعوبات يمكن اجمالها في ما يلي:

#### ■ صعوبة توافق رغبات الأطراف المتبادلة:

وتأتي هذه الصعوبة بسبب تزامن عمليتي البيع والشراء في آن واحد عند المقايضة، فيكون المشتري بائعا ويكون البائع مشتريا في نفس الوقت. فعندما يقوم الفرد بعرض بضاعته التي فاضت عن حاجته، فلا بد أن يبحث عن مستهلك لها ويكون لديه نفس البضاعة التي يطلبها الأول بدلا لسلعته، والا سوف يبحث عن شخص آخر يوافق هذه الرغبة، وقد يمضي وقت طويل قبل أن تتوافق رغبات الطرفين المتبادلين، وقد لا تتوافق أبدا الا اذا قام الأول بمحاولات عديدة حول "توافق الرغبات" هذه، وذلك بأن يبحث عن شخص آخر يطلب سلعته وتكون لديه السلعة التي يطلبها الشخص الثاني الذي يعرض السلعة التي يطلبها هو نفسه.<sup>3</sup>

فالمزارع الذي يقوم بزراعة القمح مثلا، اذا أراد شراء حاجته من القماش، عليه أن يجد شخصا آخر لديه القماش الذي يريده، وبالنوعية والكمية التي يرغب بها، وأن يكون بائع القماش نفسه، في ذات الوقت، يرغب في شراء القمح. بعبارة أخرى، حتى تتم عملية التبادل بين الشخصين بنجاح، لابد وأن يكون هناك توافق مزدوج للرغبات بين الطرفين، وهو ما قد يأخذ وقتا وجهدا لحدوثه. (لاحظ هنا أن الوقت الذي يمر في عملية البحث عن بائع القماش الذي يرغب في شراء القمح هو وقت ضائع على المزارع، كان من الممكن استخدامه في الفلاحة والانتاج -أي أن هناك هدر اقتصادي لعامل الوقت، ترفع من تكلفة التبادل السلعي في السوق). وفي حالة عدم نجاح المزارع في تحقيق غايته بشكل مباشر، قد يكون مضطرا للبحث عن طرف ثالث يرغب في شراء القمح منه مقابل سلعة أخرى -كاللحم مثلا- يكون بائع القماش في حاجة لها.<sup>4</sup>

#### ■ صعوبة تقدير قيم السلع المعدة للتبادل:

وذلك بسبب عدم وجود وحدة قياس مشتركة كالنقود لقياس قيم السلع والخدمات المتبادلة. وبالتالي يصبح من الضروري لتقدير قيمة أي سلعة يتم مقارنتها بالسلع الأخرى في السوق، وذلك لمعرفة قيمتها السوقية. أي في حالة تقدير قيمة سلعة معينة فانه يتحتم معرفة قيمتها بالنسبة لكل السلع المعروضة في السوق، وهذا يعني أيضا أنه كلما ازداد عدد السلع المعروضة في السوق تزداد معها صعوبة تقدير قيمتها نتيجة لزيادة عدد السلع أولا ثم بسبب زيادة عدد العارضين والمشتريين، الذين قد تختلف تقديراتهم حسب ما يجدون من منافع ومزايا في هذه السلع والخدمات.<sup>5</sup>

#### ■ صعوبة تعدد نسب تبادل السلع في السوق:

<sup>1</sup> هيل عجمي جميل الجنابي، رمزي ياسين يسع أرسلان، المرجع السابق، ص 10

<sup>2</sup> شامية أحمد زهير، المرجع السابق، ص 11

<sup>3</sup> هيل عجمي جميل الجنابي، رمزي ياسين يسع أرسلان، نفس المرجع، ص 10

<sup>4</sup> محمد سعيد السمهوري، اقتصاديات النقود والبنوك، دار الشروق للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، الطبعة الأولى، 2012، ص 33

<sup>5</sup> مصطفى رشدي شيجه، النقود والمصارف، دار الجامعة الجديدة للنشر، الاسكندرية، مصر، 1999، ص 17

ويشير ذلك الى أن زيادة عدد السلع المعروضة في السوق، يؤدي الى زيادة نسب المبادلة، ونستطيع حساب نسب التبادل (أو نسب المقايضة) بين السلع من خلال العلاقة الرياضية التالية:

$$R = \frac{N(N - 1)}{2}$$

حيث تشير R الى عدد نسب المقايضة، وتشير N الى عدد السلع المعروضة في السوق.

فلو افترضنا أن هناك أربعة سلع معروضة للمبادلة، فان عدد نسب التبادل أو عدد نسب المقايضة فيما بينها هو:

$$R = \frac{4(4 - 1)}{2} = 6$$

وهذا يعني وجود ستة نسب تبادل ممكنة للسلعة الواحدة بدلالة السلع الثلاثة الأخرى، وهي قيمة السلعة الأولى بدلالة الثانية، ثم قيمة السلعة الأولى بدلالة الثالثة، ثم الأولى بدلالة الرابعة، ثم الثانية بدلالة الثالثة، ثم الثانية بدلالة الرابعة، وأخيرا الثالثة بدلالة الرابعة.

وتعدد نسب المبادلة (تعدد قيم السلع المتبادلة) يعود الى عدم وجود مقياس مشترك للقيم الاقتصادية كما هو سائد في الاقتصاد النقدي الذي يعبر عن قيمة كل سلعة بعدد من الوحدات النقدية.<sup>1</sup>

لاحظ أن الأمر سيكون أسهل بكثير في حالة وجود النقود واستخدامها كوحدة لحساب قيمة السلع، إذ يحتاج الأمر هنا الى وجود أربعة أسعار فقط، بمعدل سعر واحد لكل سلعة، تتم الإشارة اليه بوحدة من النقود. في حين أن الوضع سيكون أكثر تعقيدا لو كان هناك عدد أكبر من السلع المتداولة في السوق: 10 سلع أو 100 سلعة أو 1000 سلعة مثلا، إذ أن الأمر سيحتاج في هذه الحالة الى معرفة 45، 4950، و 499500 نسبة مقايضة، على التوالي، لإجراء عملية المبادلة بين السلع والخدمات. ويمكن لنا أن نتصور مدى المشقة التي سيواجهها المتعاملين في السوق من بائعين ومشتريين في حالة وجود هذا العدد الهائل من نسب المقايضة بين السلع والخدمات.<sup>2</sup>

#### ■ صعوبة احتفاظ الأفراد بثرواتهم:

في ظل هذا النظام وبسبب عدم وجود أداة لحفظ القيمة، فانه يصبح من الصعوبة حفظ قيمة السلع لفترات طويلة من الزمن وخاصة السلع الغذائية، لأنها عرضة للتلف وتدهور قيمتها سريعا مع الزمن، بالإضافة الى ارتفاع تكاليف خزنها، وامكانية تعرضها لبعض المخاطر أثناء فترة تخزينها كالسرقة والحريق...الخ. مما يدفع الشخص الى مبادلتها بسلع أخرى قد لا يحتاج اليها، أو استخدامها رغم عن عدم حاجته لها بصورة كبيرة، أو يقايضها بشروط غير مناسبة له.<sup>3</sup>

ومنه فان عدم وجود أداة صالحة ومناسبة لخزن القيم والاحتفاظ بها، هو الأمر الذي كان يحد من الادخار بشكل كبير.<sup>4</sup>

#### ■ صعوبة عدم قابلية بعض السلع للتجزئة:

واجه نظام المقايضة صعوبة تجزئة بعض السلع، فكما يوجد عدد من السلع يمكن تجزئتها الى كميات صغيرة دون اهتلاكها، مثل القمح والفاكهة والزيت، كان هناك عدد آخر من السلع يصعب بل يستحيل تجزئتها مثل الحيوانات والمنازل.<sup>5</sup>

<sup>1</sup> هيل عجي جميل الجنابي، رمزي ياسين يسع أرسلان، المرجع السابق، ص 11-12

<sup>2</sup> محمد سعيد السمهوري، المرجع السابق، ص 35

<sup>3</sup> هيل عجي جميل الجنابي، رمزي ياسين يسع أرسلان، نفس المرجع، ص 13

<sup>4</sup> فليح حسن خلف، النقود والبنوك، عالم الكتب الحديث للنشر والتوزيع، اربد، الأردن، الطبعة الأولى، 2006، ص 14

<sup>5</sup> السيد محمد أحمد السريتي، محمد عزت غزلان، اقتصاديات النقود والبنوك والأسواق المالية، مؤسسة رؤية، مصر، 2010، ص 10

اذ أن السلع تختلف في قيمتها من سلعة الى أخرى، وأحيانا يصعب مبادلة سلعة ذات قيمة كبيرة غير قابلة للتجزئة بسلعة أخرى ذات قيمة صغيرة. ومثال ذلك أن الشخص الذي لديه رأس من الماشية ويود الحصول على كمية صغيرة من القمح، فإنه لا يستطيع الحصول على الكمية الصغيرة من القمح هذه من خلال مبادلة رأس الماشية بها، لأن قيمة رأس الماشية تفوق كثيرا قيمة كمية القمح الصغيرة، ونظرا لعدم وجود امكانية تجزئة رأس الماشية هذا لكي تتم مبادلة جزء منه بالقمح. وبذلك تصعب عمليات المبادلة بدرجة كبيرة في ظل الرغبة في مبادلة سلع بسلع أخرى تختلف في قيمتها، ويصعب تجزئة البعض منها لجعلها متساوية أو متقاربة في قيمتها من أجل مبادلتها<sup>1</sup>.

ولكن رغم هذه الصعوبات والمشاكل التي تكتنف نظام المقايضة، فإن هذا النظام ساهم بشكل كبير في عمليات التبادل التجاري في المجتمعات البدائية ولازالت أشكال المبادلة بالمقايضة موجودة الى يومنا هذا.

## 2. ماهية النقود:

تعتبر النقود ظاهرة مجتمعية، بمعنى أنها ذات فائدة للمجتمع وخاصة المجتمعات الكبيرة ذات الانتاج الغزير الفائض عن حاجة المنتجين. وكلما زاد عدد أفراد المجتمع وزاد حجم الانتاج والتجارة ازدادت الحاجة الى وجود وسيط للتبادل بين البائعين والمشتريين للسلع والخدمات. وتعتبر النقود أيضا من أهم الاختراعات البشرية كغيرها من الاختراعات الهامة كالحروف الأبجدية والأرقام وغيرها. وتعتبر من أهم الوسائل التي ساعدت على تطوير النشاط الاقتصادي لما تؤديه من وظائف هامة<sup>2</sup>.

### 1.2. تعريف النقود:

#### ■ لغويا:

تفيد معاجم اللغة العربية بأن كلمة "نقود" مشتقة من الجذر "نقد" والنقد ما يعطى من الثمن معجلا وهو خلاف النسبية، والنقد والتنقاد أيضا تمييز للدراهم واخراج المزيف منها، كما تطلق كلمة نقد على المسكوك من الذهب والفضة<sup>3</sup>.

فالنقود هي اذا جمع نقد، وهي الأشياء التي بها ننقد أشياء أخرى (السلع والخدمات)، أو بمعنى أننا بواسطتها نقيم الأشياء الأخرى ونقدر قيمتها استنادا الى قيمة النقود<sup>4</sup>.

#### ■ اقتصاديا:

ليس هناك حتى الآن تحديد نهائي وقاطع لما تعنيه النقود بالمفهوم الاقتصادي أو ما يمكن تعريفه بالنقود، ويرجع ذلك الى انقسام الآراء حول دورها وأهميتها في النشاط الاقتصادي خلال تاريخها الطويل<sup>5</sup>. وعليه سنعرض بعض التعاريف الاقتصادية للنقود:

- يعرفها Keynes بـ "كل شيء يستخدم لتسوية المدفوعات باعتباره ذو قبول عام كوسيط للمبادلة ويستخدم لحفظ القوة الشرائية"<sup>6</sup>.
- يعرفها الاقتصادي John Klein بأنها: "أي شيء يلقي قبولا عاما كوسيلة لتسديد الديون"

<sup>1</sup> فليح حسن خلف، النقود والبنوك، المرجع السابق، ص13

<sup>2</sup> هيل عجي جميل الجنابي، رمزي ياسين يسع أرسلان، المرجع السابق، ص13

<sup>3</sup> حسين بني هاني، اقتصاديات النقود البنوك: المبادئ والأساسيات، دار ومكتبة الكندي للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2014، ص17

<sup>4</sup> هيل عجي جميل الجنابي، رمزي ياسين يسع أرسلان، نفس المرجع، ص14

<sup>5</sup> طاهر فاضل البياتي، ميرال روجي سمارة، النقود والبنوك والمتغيرات الاقتصادية المعاصرة، دار وائل للنشر، عمان، الأردن، الطبعة الأولى، 2013، ص24

<sup>6</sup> أكرم حداد، مشهور هذلول، النقود والمصارف: مدخل تحليلي ونظري، دار وائل للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2005، ص 20

- ويعرفها Edward Shppiro بأنها: " أي شيء مقبول عموماً كوسيلة دفع مقابل السلع والخدمات وتسديد الديون"
  - ويعرفها الاقتصادي الفرنسي Emile James بأنها: " كل سلعة تسمح بحكم القانون أو العرف لكل مشتري أو مدين بالدفع مقابل سلعة أو تسديد دين دون رفضها أو مناقشة قيمتها من قبل البائع أو الدائن."<sup>1</sup>
  - يعرفها ناظم الشمري ب: " أي شيء يقبله الجميع قبولاً عاماً بحكم العرف أو القانون أو قيمة الشيء نفسه، ويكون قادراً على أن يكون وسيطاً في عمليات التبادل المختلفة للسلع والخدمات ويكون صالحاً لتسوية الديون وإبراء الذمم فهو عبارة عن النقود."<sup>2</sup>
  - يعرفها عبد المنعم السيد بـ" أي شيء يؤدي وظيفة النقود يعتبر نقوداً."<sup>3</sup>
  - يعرفها علي كنعان بـ" هي سلعة ذات مواصفات خاصة تقوم بدور المعادل العام لجميع السلع وتلقى قبولاً عاماً من جميع المتعاملين، تؤدي لتسهيل عمليات التبادل وتصريف المنتجات ومن ثمة تحقيق الاستقرار والتوازن الاقتصادي."<sup>4</sup>
  - يعرفها شامية أحمد زهير بـ" أي شيء يحظى بالقبول العام في التداول، وله قوة شرائية عامة، يستخدم وسيطاً في التبادل ومقياساً للقيم."<sup>5</sup>
- وتثير هذه التعاريف الملاحظات التالية:
- استخدمت البعض منها كلمة "أي شيء"، في تعريف النقود، وهو ما يعني تعدد وتنوع الأشياء التي استخدمت نقوداً خلال المراحل المختلفة لتطور الأوضاع الاقتصادية والاجتماعية، التي ترافقت مع التطور الحضاري للمجتمعات. ففي مرحلة أولى انتشر استخدام النقود السلعية كالجلود والماشية... وفي مرحلة ثانية اعتمدت الجماعات على النقود المعدنية كالحديد والبرونز والفضة والذهب... ثم تم استخدام النقود الورقية، ومن ثمة النقود المصرفية في العصر الحاضر.<sup>6</sup>
  - استخدم اغلب التعاريف ميزة أو شرط "القبول العام"، الذي يتضمنه تعريف النقود. فالنقود تمارس دورها في الاقتصاد من خلال خاصية هامة تتميز بها وهي عمومية القبول بمعنى استعداد كل فرد لقبولها نظير السلعة التي يعرضها أو الخدمة التي يؤديها، وصفة القبول العام للنقود هي التي تخلق لها قيمة تبادلية، وهي التي تميزها عن السلع الأخرى التي تحظى بالقبول الخاص، أي التي تكون درجة قبولها محدودة وذلك لمحدودية استخدامها، فهي لا تسمح إلا بالحصول على نوع معين ومحدد من السلع والخدمات، ومن ناحية أخرى يلاحظ أن قبول النقود قبولاً عاماً من جانب الأفراد قد يستمر بقوة القانون كما هو الحال بالنسبة للنقود الورقية.<sup>7</sup>

<sup>1</sup> طاهر فاضل البياتي، ميرال روجي سمارة، المرجع السابق، ص24

<sup>2</sup> ناظم محمد نوري الشمري، النقود والمصارف والنظرية النقدية، دار زهران للطباعة والنشر، عمان، الأردن، 2007، ص32

<sup>3</sup> عبد المنعم السيد علي، نزار سعد الدين العيسى، النقود والمصارف والأسواق المالية، دار الجامد للنشر، عمان، الأردن، الطبعة الأولى، 2003، ص29

<sup>4</sup> علي كنعان، النقود والصرافة والسياسة النقدية، دار المنهل اللبناني، بيروت، لبنان، الطبعة الأولى، 2012، ص30

<sup>5</sup> شامية أحمد زهير، المرجع السابق، ص18

<sup>6</sup> شامية أحمد زهير، نفس المرجع، ص18

<sup>7</sup> طاهر فاضل البياتي، ميرال روجي سمارة، نفس المرجع، ص24

- يلاحظ استخدام بعض التعاريف عبارة "له قوة شرائية عامة" تعني أن يتخلى الأفراد عما يمتلكون من سلع في سبيل الحصول على هذا الشيء المستخدم كـنقود، وبكميات غير محدودة، ومن ثم شراء ما يحتاجون إليه من سلع في الحال أو في وقت لاحق.
- نستدل من التعاريف السابقة أن الاقتصاديين ركزوا في تعريفهم للنقود على وظائفها، خاصة الوظائف الأساسية، وهي وسيط للتبادل ومقياس للقيمة، بمعنى أن الشيء الذي يستطيع أن يؤدي هاتين الوظيفتين فإنه يستطيع بالتالي أن يقوم بالوظائف الأخرى للنقود، وهو ما يجعل التعريفات الشائعة للنقود هي تعريفات وظيفية وليست تعاريف وصفية. تعتمد أساسا على الوظائف التي تؤديها النقود في الحياة الاقتصادية، فالنقود هي ما تفعله النقود، لا أكثر ولا أقل، وبناء على ذلك فإن التعريف الوجيه للنقود هو: "أن النقود هي كل ما تفعله النقود".<sup>1</sup>

وعلى الرغم من صعوبة إيجاد تعريف موحد بين الاقتصاديين فإن الأدب الاقتصادي يشير إلى وجود اتفاق بين الاقتصاديين لتعريف النقود بالصفات والوظائف التي تؤديها داخل النظام الاقتصادي.<sup>2</sup> وتعرف النقود بأنها أي شيء مقبول قبولاً عاماً كأداة دفع مقابل السلع والخدمات وتسوية الديون، وبهذا المعنى فإنها تستعمل كوسيط للمبادلة أو كأداة لنقل القوة الشرائية. وقبولها العام كأداة للدفع أو كوسيط للمبادلة هو الذي يحدد شكلها، وهذا يعطي النقود القوة في شراء الأشياء بصورة مباشرة، وهي لا تتطلب تحويلها إلى أي شيء أثناء استخدامها في تسديد المدفوعات. وتستمد ثقة الأفراد بقبول النقود من إمكانية الحصول على قوة شرائية. وقد كانت ثقة الأفراد في قيمة الأشياء واستعداد الأفراد لقبولها هو الذي دفعهم إلى استخدام بعض السلع كـنقود مثل الإبل والأغنام والحبوب والحبر والماس والبرونز والفضة والذهب. كما يمكن تعريف النقود من خلال وظائفها على أساس أنها وسيلة للمبادلة ومقياس للقيمة ومخزن لها.

وإجمالاً يمكن حصر تعريف النقود في ثلاثة نقاط أساسية:

- النقود هي أي شيء يلقي قبولاً عاماً كوسيلة دفع مقابل السلع والخدمات وتسديد الديون؛
  - هي كل أداة تسمح بحكم القانون أو العرف لكل مشتري أو مدين الدفع مقابل سلعة أو تسديد دين دون رفضها أو مناقشة قيمتها.
  - هي أداة تبادل مقبولة عموماً في مجتمع نقدي.<sup>3</sup>
- وبناء على كل ما سبق قد نخلص إلى تعريف النقود بأنها: "أي شيء يلقي قبولاً عاماً بين أفراد المجتمع، ويتم استخدامه كأداة لسداد أثمان السلع والخدمات، ولسداد الديون والالتزامات".

### ثانياً: خصائص النقود

لكي تؤدي النقود وظائفها بكفاءة وفعالية عالية ينبغي أن يتوافر فيها بعض الخصائص تميزها عن بقية السلع الأخرى، والمتمثلة في:

#### 1. قوة شرائية كامنة:

النقود قادرة على إشباع الحاجات البشرية من خلال الحصول على السلع والخدمات مقابل التخلي عن عدد من الوحدات النقدية، أي أنها تستطيع أن تشبع الحاجات بصورة غير مباشرة من خلال ما تمنحه لحائزها

<sup>1</sup> شامية أحمد زهير، المرجع السابق، ص ص 18-19

<sup>2</sup> طاهر فاضل البياتي، ميرال روجي سمارة، المرجع السابق، ص 24

<sup>3</sup> هيل عجي جميل الجنابي، رمزي ياسين يسع أرسلان، المرجع السابق، ص 14

من قوة اختبار غير محدد وغير مخصص. وتمثل هذه القوة الاقتصادية في حرية اختبار حائز النقود للأشخاص الذين يرغب في التعامل معهم وما يحتاج اليه من مختلف السلع المعروضة، في أي مكان و أي زمان، وهي بهذا المعنى تعتبر أداة حاملة أو ناقلة لخياراته من حيث كمية السلع المطلوبة، نوعها، شكلها، وقت شرائها.<sup>1</sup> وتستمد هذه القوة من القبول العام الذي تلقاه من جميع أفراد المجتمع، وهذا يعني أن الدائن أو البائع لا يستطيع رفضها مقابل الدين أو مقابل قيمة السلعة المعروضة للبيع، وفي نفس الوقت لا تطلب أي أداة أخرى بدلا منها، كما أن القانون يحدد قيمة هذه الأداة الاجبارية في السداد والتعامل، فعلى سبيل المثال يمكن للمتعاملين قبول أو رفض الشيك كأداة لسداد الالتزامات، أما النقود فلا يمكن رفضها لأنها بصفحتها الرسمية تعتبر ملزمة.<sup>2</sup>

## 2. السيولة الكاملة:

ترتبط سيولتها بالسهولة والملائمة في التحويل، وبدون خسارة أثناء تحويلها أو بدون تكلفة تذكر.<sup>3</sup>

## 3. أداة شاملة وغير محددة:

وهذه الصفة تعتبر من أهم الخصائص التي تميز النقود عن غيرها من القطع المعدنية غير النقدية، وعن التذاكر والكوبونات، فاذا فرضنا أن شخصا يملك تذكرة طائرة أو قطار، تلك التذكرة تمثل بالنسبة لذلك الشخص حقا وقوة شرائية داخل القطار أو الطائرة، ولكنها لا تعتبر نقودا، لأن تلك التذكرة لا تمنح صاحبها الحق الا في الحصول على نوع معين ومحدد من السلع والخدمات. أما النقود فهي أداة شاملة وغير محددة، لأنها تسمح لحاملها بالحصول على أي نوع من السلع والخدمات المباحة. من هنا يمكن القول بأن التذاكر وان كانت تلعب دور النقود، فإنما يكون ذلك داخل نطاق واحد فقط، أما النقود فان دورها يمتد ليشمل جميع قطاعات الاقتصاد الوطني (داخل حدود الدولة التي تصدرها).

## 4. أداة مباشرة وفورية:

فالمدين عندما يعطي الدائن قيمة الدين في شكل نقود تسوى التزاماته فورا دون أن ينتظر أي شيء آخر، وهنا تعتبر عملية الوفاء بالالتزامات عملية فورية دون ابطاء أو تأجيل، فالنقود في هذه الحالة تضمن التوازن الفوري في اللحظة التي تستخدم فيها، بعكس الشيك مثلا، حيث أنه لابد للدائن أن ينتظر تحصيله حتى يستطيع منح المدين الايصال الدال على ابراء الذمة.<sup>4</sup> وتعتبر هذه الخصائص من الصفات الأصلية للنقد. هناك صفات ثانوية تكمن في جوهر الشيء المستخدم كنقود، وهي صفات تسهل أداء النقود للوظائف التي ذكرناها، وهذه الصفات يمكن أن نستخرجها من صعوبات المقايضة وهي:

▪ سهولة الحمل والنقل: كان من صعوبات المقايضة أن الفرد المتبادل يكون أحيانا مضطرا الى الاحتفاظ بكمية كبيرة من سلعة ما يصعب حملها ونقلها وتخزينها، وبفضل اختراع النقود أصبح بالإمكان حمل ونقل قوة شرائية كبيرة في صورة أوراق نقدية لا يكلف حملها أي نفقات، ويتمتع حاملها بقوة شرائية تنتقل معه في كل مكان وزمان، وذلك لأن النقود الآن صغيرة الحجم كبيرة القيمة.<sup>5</sup>

<sup>1</sup> طاهر فاضل البياتي، ميرال روجي سمارة، المرجع السابق، ص31

<sup>2</sup> حسين بني هاني، اقتصاديات النقود البنوك: المبادئ والأساسيات، المرجع السابق، ص18

<sup>3</sup> صالح مفتاح، النقود والسياسة النقدية: المفهوم، الأهداف، الأدوات، دار الفجر للنشر والتوزيع، القاهرة، مصر، 2005، ص31

<sup>4</sup> حسين بني هاني، اقتصاديات النقود البنوك: المبادئ والأساسيات، المرجع السابق، ص18-19

<sup>5</sup> صالح مفتاح، نفس المرجع، ص31

- التجانس: يشترط في النقد أيضا حتى يؤدي وظائفه بشكل جيد أن يكون متجانسا . يقصد بالتجانس أن كل وحدة نقدية (كالدينار) ينبغي أن تكون متماثلة مع الوحدات النقدية الأخرى من نفس الفئة، وهو ما يعني عدم وجود فروق في النوعية أو في قوة الإبراء الذي تمنحه وحدات نفس الفئة الى مالكيها. أي يوجد استقرار في عملة التبادل.<sup>1</sup> وبذلك تكون كل وحدة من وحداتها بديلا تاما للأخرى ولا يكون لدى الفرد تفضيل لوحدة نقدية على أخرى. أي أنه عندما يقترض شخصا مبلغ من النقود لشخص آخر لا يشترط عليه ردها بعينها ولكنه يقبل ردها بالمثل. وحتى يسهل التعرف عليها ويصبح مستقرا في أذهان الأفراد الحاملين للنقود معدل مبادلة سلعهم بعدد معين من وحدات النقد.
- القابلية للتجزئة: لكي تؤدي النقود وظائفها في جميع الحالات وخاصة حالة تبادل السلع منخفضة الثمن يجب أن تكون الوحدة النقدية الواحدة قابلة للتقسيم الى أجزاء صغيرة، بحيث يمكن شراء مختلف القيم الاقتصادية (سلع وخدمات) مهما كبرت أو صغرت قيمتها.
- صعوبة التلف: من الشروط الواجب توفرها في الشيء المختار كنقد هو مقاومته للتلف، ويكون معمرا نسبيا لأن النقود تتداول بشكل كبير، فانتقالها من يد الى أخرى أثناء عمليات التبادل لا يجب أن يحدث عليها تغيرا كبيرا.<sup>2</sup> كما أن وجود فترة زمنية فاصلة بين استلام النقود واستعمالها في المدفوعات المستقبلية يستدعي الاحتفاظ بها لفترة من الزمن انتظارا لإنفاقها في المستقبل، ولا يجب أن يعرضها ذلك للتلف أو فقدان قوتها الشرائية. أي قدرتها في الحصول على السلع والخدمات.<sup>3</sup> ولذلك فليست كل المعادن مناسبة لأن تكون نقودا، مثلا الحديد يتعرض للصدأ بسرعة، والرصاص يتآكل بشكل سريع، وبالتالي فإن النقود التي سادت بشكل كبير هي تلك المصنوعة من المعادن المقاومة للتلف والصدأ (كالذهب، الفضة، النيكل، النحاس...)<sup>4</sup>.
- الندرة النسبية: تعتبر هذه الخاصية عنصرا أساسيا لفرض التناسب مع حجم المعاملات، والمحافظة على القيمة. ومن هنا كان اختيار الذهب والفضة كأشكال أولى للنقود مؤسسا على ما تتمتع به هذه المعادن النفيسة من ندرة نسبية في الوجود الطبيعي.<sup>5</sup> ولأجل الوصول الى حالة التوازن الاقتصادي فإن كمية النقود المعروضة يجب أن تعادل من حيث القيمة الناتج القومي خلال فترة زمنية معينة، فإذا كانت كمية النقود المعروضة أكبر من قيمة الناتج القومي، فإن ذلك يعرض قيمتها التبادلية الى الانخفاض. وفي نفس الوقت يجب أن لا تكون كميتها المعروضة أقل من قيمة الناتج القومي لأن ذلك يعيق تطور النشاط الاقتصادي. لذا فإنه من الضروري أن تكون كمية النقود المعروضة ملائمة لحجم المبادلات واحتياجات الاقتصاد القومي.<sup>6</sup>
- أداة متعلقة بفضاء اقليمي محدد: وهذه الخاصية تعني أن النقود تعتبر أداة شاملة ومقبولة قبولاً عاماً، لكن داخل حدود الدولة التي تصدرها، بمعنى أن الشخص الذي يريد أن يسافر الى الخارج للسياحة، أو يريد أن يسدد ثمن البضاعة التي استوردها من الخارج لا يستطيع أن يحقق ذلك بواسطة العملة الوطنية لدولته، بل يتعين عليه أن يقوم بتبديلها لدى السلطات النقدية، ليحصل

<sup>1</sup> طاهر فاضل البياتي، ميرال روجي سمارة، المرجع السابق، ص30

<sup>2</sup> صالح مفتاح، المرجع السابق، ص32

<sup>3</sup> طاهر فاضل البياتي، ميرال روجي سمارة، المرجع السابق، ص30

<sup>4</sup> صالح مفتاح، نفس المرجع، ص32

<sup>5</sup> حسين بني هاني، المرجع السابق، ص19

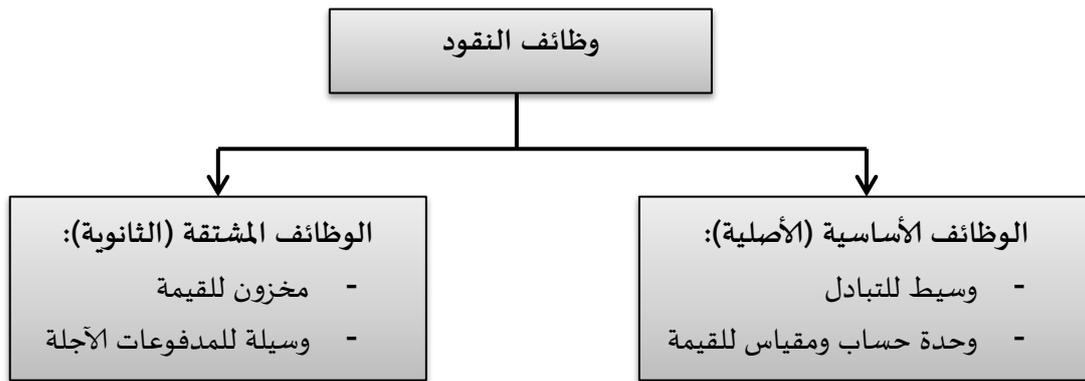
<sup>6</sup> طاهر فاضل البياتي، ميرال روجي سمارة، نفس المرجع، ص31

على العملة الأجنبية التي يحتاج إليها. وبهذا يمكن القول بأن القوة الملزمة للنقود، والصفة العامة والشاملة تتصل بمحلية المعاملات والمدفوعات، مع ملاحظة أن الوضع يختلف بالنسبة للعمليات الحرة الداخلة في نطاق النظام النقدي الدولي.<sup>1</sup>

### ثالثاً: وظائف النقود

ان دراسة مختلف وظائف النقود انما هي دراسة التعريف الوظيفي للنقود، وهذا يعني التعرف على ماهية النقود من خلال استعراض الوظائف الرئيسية التي تؤديها<sup>2</sup>. وهناك أربعة وظائف رئيسية تؤديها النقود في الحياة الاقتصادية: وسيط للتبادل، وحدة للحساب، مخزن للقيمة، وأداة لسداد المدفوعات الآجلة. ومن المهم أن نلاحظ هنا بأن الوظيفتين الأخيرتين للنقود هما وظائف مشتقة من الوظيفة الأولى والوظيفة الثانية، بمعنى أن استخدام النقود كوسيط للتبادل وكأداة للحساب، وهي الوظائف الأصلية للنقود، هي التي أدت الى امكانية استخدامها كمخزن للقيمة وكأداة لسداد الديون. وسوف نتناول فيما يلي كل وظيفة من هذه الوظائف بالشرح.<sup>3</sup>

#### الشكل 1: وظائف النقود



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

#### 1. الوظائف الأساسية للنقود (الوظائف الأصلية):

##### 1.1.1. النقود كوسيط للتبادل (وسيلة للتبادل):

تعتبر هذه الوظيفة من الوظائف الرئيسية التي تؤديها النقود. فالنقود هي "الوسيط" بين البائع والمشتري، وهي حلقة الوصل بينهما. فالبايع يحصل على وحدات نقدية ثمنا للسلعة أو الخدمة التي يقوم ببيعها لمن يرغب في اقتنائها، ودفع نقود مقابل الحصول عليها واشباع رغباته منها. بهذا المعنى فان النقود تقوم بدور كبير لتسهيل عملية التبادل بين البائعين والمشتريين، وتلعب دورا أساسيا في حركة النشاط الاقتصادي.<sup>4</sup>

<sup>1</sup> حسين بني هاني، اقتصاديات النقود والبنوك: المبادئ والأساسيات، المرجع السابق، ص 19

<sup>2</sup> مروان عpton، النظريات النقدية، دار البعث للطباعة والنشر، قسنطينة، الجزائر، 1989، ص 17

<sup>3</sup> طاهر فاضل البياتي، ميرال روي سمارة، المرجع السابق، ص 26

<sup>4</sup> محمد سعيد السمهوري، المرجع السابق، ص ص 31-32

فالمقايضة، كما رأينا سابقا تعني مبادلة سلعة بسلعة أخرى مباشرة، وبموجبها لا يكون أي انفصال بين عمليتي الشراء والبيع وكأتهما دمجتا في عملية واحدة. واستخدام النقود كوسيط للتبادل، فكك عملية المقايضة تلقائيا الى شقين:

- عملية البيع: استبدال السلعة بالنقود؛

- عملية الشراء: استخدام النقود لشراء سلعة أخرى.<sup>1</sup>

وهكذا أصبحت عملية التبادل تتم على الشكل التالي:

سلعة ← نقود ← سلعة

ولقد اعتبر بعض الاقتصاديين أن هذا الدور الذي يؤديه النقد يعتبر "وسيلة خيار" أي أنه يتيح لحامله مجال الاختيار في سوق السلع، أو كما يسميه البعض الآخر من الاقتصاديين "عامل حرية" يعطي لحامله الحرية في أن يختار ما يشاء من السلع والخدمات في حدود المبلغ المتوفر لديه.<sup>2</sup> حيث يستطيع البائع مبادلة سلعته لأي شخص يرغب في شرائها مقابل ثمن معين يدفع بوحدة نقدية، و يمكنه بعد ذلك استخدام هذه النقود لشراء السلعة التي يريدتها، وبالكمية والنوعية التي يرغبها، من أي بائع تتوفر لديه السلعة المطلوبة بالمواصفات المرغوبة.

أي أن النقود هنا تكون وسيطا بين السلع التي يتم تبادلها في السوق، كما هو واضح في الشكل السابق. الأمر هنا لا يحتاج الى وقت ولا يحتاج الى جهد، ولا يحتاج الى توافق مزدوج للرغبات كالذي كان يتطلبه نظام المقايضة. وهذا يوضح الأهمية البالغة للنقود في الحياة الاقتصادية. فالنقود تكتسب أهميتها من السهولة التي تعطيها للأفراد من أجل القيام بعمليات المبادلة في السوق من بيع وشراء للسلع والخدمات، والذي ينعكس بدوره على الكفاءة التي تتم بها المبادلات الاقتصادية والنشاط الاقتصادي ككل.<sup>3</sup>

وبما أن اضطلاع النقود بهذه الوظيفة يتوقف على القبول العام لها من قبل الأفراد لسداد قيم مختلف السلع والخدمات، وهذا القبول العام بدوره يتطلب توافر درجة كافية من الثقة في النقود، فان ارتفاع مستوى الأسعار يؤدي الى انخفاض درجة الثقة بالنقود نتيجة لانخفاض قيمتها. ان المقصود بقيمة الوحدة النقدية هنا ليس القيمة النقدية (كوحدة حساب) لأن هذه الأخيرة تبقى ثابتة لا تتغير، بل ان المقصود هو القيمة الحقيقية للوحدة النقدية -أو قوتها الشرائية، أي كمية السلع والخدمات التي يمكن الحصول عليها مقابل الوحدة النقدية، حيث هناك ارتباط عكسي بين قيمة الوحدة من النقود ومستوى الأسعار. فالقوة الشرائية للوحدة النقدية ترتفع بانخفاض مستوى الأسعار، والعكس صحيح. وعلى هذا الأساس فان قيمة الوحدة النقدية تساوي مقلوب المستوى العام للأسعار، فاذا ارتفع هذا المستوى الى الضعف مثلا، انخفضت القوة الشرائية للوحدة النقدية الى النصف.

واذا كان ارتفاع مستوى الأسعار حادا جدا فان ذلك قد يؤدي الى اضعاف امكانية قيام النقود بدورها كوسيط في المبادلة بشكل كامل. ويحدث هذا عند اضطراب الأحوال الاقتصادية لدرجة يحدث فيها ارتفاع شديد ومستمر في مستوى الأسعار، ولكن في ظروف أخرى أقل حدة من سابقتها نجد أن النقود تستمر في أداء وظيفتها كوسيط في المبادلة بالرغم مما يسببه ارتفاع مستوى الأسعار من آثار سلبية عليها. وبشكل عام فان درجة كفاءة النقود في أداء وظيفتها كوسيط في المبادلة تنخفض كلما انخفضت قيمة الوحدة منها نتيجة ارتفاع المستوى العام للأسعار، وعلى العكس من ذلك، فان ارتفاع قيمة الوحدة النقدية يمكن أن يؤدي الى قيامها بهذه الوظيفة بشكل أفضل.<sup>4</sup>

<sup>1</sup> بسام الحجار، الاقتصاد النقدي والمصرفي، دار المنهل اللبناني، بيروت، لبنان، الطبعة الأولى، 2006، ص 24

<sup>2</sup> مروان عطون، النظريات النقدية، المرجع السابق، ص 18

<sup>3</sup> محمد سعيد السمهوري، المرجع السابق، ص 33

<sup>4</sup> مروان عطون، نفس المرجع، ص ص 21-22

## 2.1. النقود كوحدة للحساب (مقياس للقيمة):

الوظيفة الرئيسية الثانية التي تقوم بها النقود هي "حساب" قيمة السلع والخدمات التي يتم مبادلتها في السوق. بمعنى أنه يمكن ارجاع قيم جميع السلع والخدمات في السوق الى النقود، كأن نقول مثلا، ثمن كيلو اللحم يساوي عشرة دنانير، أو أن ثمن متر القماش يساوي تسعة دنانير، أو أن ثمن رغيف الخبز يساوي دينار، وهكذا...بهذا المعنى تعتبر النقود أداة للحساب أو مقياس للقيمة.<sup>1</sup>

ان النقود اذ تقوم بوظيفة المقياس المشترك انما تؤدي في قياس القيم ما يؤديه المتر في قياس المسافات أو ما يؤديه الكيلوغرام في قياس الأوزان، أو ما يؤديه المتر المكعب في قياس الأحجام. وعند مقارنة النقود بوحدة القياس الطبيعية الأخرى (كالمتر والكيلوغرام وغيرها) نجد أن النقود لم تصل أبدا الى ما وصلت اليه هذه الوحدات من الثبات المطلق: فالكيلوغرام مثلا وزن معين لا يتغير أبدا مهما تغيرت الظروف، في حين أن قيمة النقود (قوتها الشرائية) عرضة للتغير باستمرار انطلاقا من العلاقة العكسية بينها وبين المستوى العام للأسعار. وبذلك يمكن القول بأن قيمة النقود نفسها (قوتها الشرائية) تقاس تقلباتها بما يحدث من تغيرات في المستوى العام للأسعار.

ان تقلبات قيمة الوحدة النقدية سواء بالارتفاع أو الانخفاض تجعلها أقل كفاءة في قياس القيم. والسبب في ذلك هو أن النقود تقوم بوظيفة مقياس للقيم، ولكي يتمكن هذا المقياس من قياس القيم فانه وكأي مقياس آخر لا بد أن يتمتع بالثبات ليقوم بمهمته بشكل جيد. وفي التاريخ النقدي حالات كثيرة ظلت فيها النقود تقوم بوظيفة وسيط في المبادلة بالرغم من تدهور قيمتها، لكنها رفضت من قبل الأفراد والمشروعات كمقياس للقيم، وفي مثل هذه الحالات كانت أسعار السلع والخدمات تقدر بالذهب أو بوحدة أخرى تتمتع بقيمتها بالثبات.

والجدير بالذكر هنا أن النقود باعتبارها مقياسا للقيم، كغيرها من المقاييس ليست من الأشياء المادية بل المعنوية، لذلك ليس من الضروري لتقوم بوظيفتها هذه أن تكون موجودة بصورة مادية فعلية بل يمكن أن تبقى مقياسا حسابيا يستعمل لحساب القيم دون استعماله في تأدية المدفوعات حيث يستعمل نقد آخر موجود بصورة مادية. وهذا النقد الغير مادي يسمى "بالنقد الحسابي". ففي القرون الوسطى مثلا كان النقد المستعمل في فرنسا هو "ليرة تور" ولم يكن في التداول قطعة نقدية تحمل هذا الاسم، أي أن هذا النقد كان حسابيا، بمعنى أن البضاعة كان يجري تحديد أو حساب قيمتها بهذه الليرة، أما سداد قيمة البضاعة فكان يتم بالنقود الفعلية الذهبية والفضية.<sup>2</sup>

## 2. الوظائف المشتقة للنقود (الوظائف الثانوية):

## 1.1.2. النقود كمستودع للقيمة (مخزن للثروة):

ترتبط وظيفة النقود كمستودع للثروة أو القيمة بوظائفها الأخرى كوسيط في المبادلة ومقياس للقيم، ذلك أنه مادام بالإمكان مبادلة أي شيء بالنقود فان الفرد يستطيع مبادلة ما لديه من سلع أو خدمات بالنقود ثم يحتفظ بهذه النقود في حوزته لإنفاقها متى أراد على ما يرغب فيه من السلع والخدمات.<sup>3</sup> فقد رأينا أنه في مرحلة البيع يتم استبدال السلعة بالنقود، ومن الممكن استخدام هذه النقود مباشرة وبالكامل في الحصول على سلعة أخرى، ومن الممكن أيضا أن لا تستخدم النقود في الحال، بل يتم ادخارها بغرض استعمالها في لحظة لاحقة في المستقبل، وهذا يعني أن هناك فاصلا زمنيا يفصل بين عمليتي البيع والشراء، وأن النقود تقوم هنا بوظيفة مستودع القيمة. انطلاقا من ذلك يرى البعض أن استخدام النقود كمخزن للقيمة يقسم عملية التبادل الى ثلاث عمليات:

<sup>1</sup> محمد سعيد السهموري، المرجع السابق، ص 34

<sup>2</sup> مروان عطون، النظريات النقدية، المرجع السابق، ص ص 18-22

<sup>3</sup> مروان عطون، نفس المرجع، ص 19

- عملية بيع: تباع السلعة لقاء النقود؛
- عملية ادخار النقود بشكل سائل ريثما تحين الحاجة الى انفاقها؛
- عملية شراء: مبادلة النقود بالسلعة أو الخدمة المطلوبة في النهاية.<sup>1</sup>

فصاحب السلعة يدرك سلعته تمثل قوة شرائية معينة (أو قيمة) يستطيع مبادلتها والحصول مقابلها على سلعة أو خدمة أخرى. لكن هذه السلعة قد يصعب الاحتفاظ بها لأنها قد تكون معرضة للتلف وبالتالي تفقد قيمتها كلياً أو جزئياً، لذلك فإنه مضطر لمبادلتها بسرعة مقابل ما يحتاج اليه من سلع أو خدمات. لكنه عندما يقوم ببيعها مقابل النقود فإنه يكون قد وجد الوسيلة التي يستطيع بها الاحتفاظ بهذه القيمة أو القوة الشرائية ما شاء من الزمن، وبذلك تكون النقود قد قامت بوظيفة ادخار القيمة. وبعبارة أخرى استطاع الفرد بواسطة النقود أن ينقل قيمة سلعته عبر الزمن من الحاضر الى المستقبل.

ان ما يبرر قيام النقود بهذه الوظيفة هو عدم توافق مواعيد استلام النقود مع مواعيد انفاقها، بذلك فإن النقود خلال الفترة الواقعة بين تاريخي القبض والدفع تقوم بوظيفة مستودع للقيمة. والسبب الذي يدعو الأفراد الى الاحتفاظ برصيد نقدي جاهز من النقود (سيولة) هو أنهم لا يتلقون دخولهم في صورة تيار مستمر، ولكن على دفعات قد تكون منتظمة أو غير منتظمة، لذلك يحتفظ الأفراد برصيد نقدي لمواجهة حاجتهم المختلفة بين مواقيت تسلم الدخول. بالإضافة الى ذلك فإن الفرد قد يحتفظ برصيد نقدي لمواجهة بعض الطوارئ أو تحسباً للمستقبل، كما قد يكون هدفه من الاحتفاظ بمثل هذا الرصيد هو اغتنام الفرص المواتية لشراء سلع وأوراق مالية عند انخفاض أسعارها.<sup>2</sup>

وفي هذا الصدد، فإن هناك ثلاثة ملاحظات هامة يمكن ابدالها عن وظيفة النقود كمخزن للقيمة:

- أن النقود ليست الأداة الوحيدة التي تنفرد بهذه الوظيفة، إذ أن هناك أصول أخرى، مالية وغير مالية، يمكن أن تؤدي نفس الغرض تقريبا الى جانب النقود، كالأوراق المالية (الأسهم والسندات مثلاً)، والعقارات، والمجوهرات،... الخ. علاوة على ذلك فإن هناك مزايا لهذه الأصول البديلة لا تتمتع بها النقود. إذ أن الأوراق المالية تدر عوائد نقدية على شكل فوائد (في حالة السندات) أو أرباح (في حالة الأسهم)، أو مكاسب رأسمالية في حالة ارتفاع أسعار هذه الأوراق في السوق المالي. كما أن الأصول الغير مالية يمكن أن تدر هي الأخرى عوائد على شكل زيادة في قيمتها النقدية مع مرور الزمن.
- ما يميز النقود عن غيرها في هذا المجال هو درجة سيولتها، حيث ان النقود هي قمة السيولة (هي السيولة المطلقة أو السيولة بحد ذاتها)، لأنها تمثل قوة شرائية حالية يمكن استبدالها في الحال بسلع وخدمات من دون تكلفة أو جهد. بينما الأصول المالية (وغير المالية) الأخرى تتمتع بدرجة أقل من السيولة مقارنة بالنقود. والمقصود هنا بالسيولة هي "السرعة والكيفية التي يمكن بها تحويل الأصل المالي أو غير المالي الى نقود سائلة، دون أن يترتب عن هذا التحويل تحمل تكاليف كبيرة". فقد يرغب الفرد، مثلاً، في الاحتفاظ بثروته على شكل أوراق مالية رغبة منه في الحصول على عائد مالي من ورائها. ولكن اذا اضطر هذا الفرد في لحظة ما الى تحويل هذه الأصول المالية الى نقود سائلة، فإن هناك تكلفة يتحملها نتيجة قيامه بذلك. هذه التكلفة، والتي يطلق عليها اسم تكلفة التبادل تكون على شكل عمولة (نسبة من قيمة التبادل)، أو أجر مدفوع، يتحمله الفرد عند الاستعانة بجهة ثانية لتقوم بعملية بيع الأوراق المالية نيابة عنه. وقد يتم بيع هذه الأوراق في وقت هبوط أسعارها في السوق، ومن ثم يتعرض البائع لخسارة مالية.

<sup>1</sup> بسام الحجار، الاقتصاد النقدي والمصرفي، المرجع السابق، ص 24

<sup>2</sup> مروان عطون، النظريات النقدية، المرجع السابق، ص 20

النقطة الهامة هنا هي أنه في الوقت الذي يمكن فيه تخزين الثروة بطرق بديلة مختلفة عن النقود رغبة في العائد الذي تدره هذه البدائل، فإن هذه الأشكال الأخرى من الاحتفاظ بالثروة تعتبر أقل سيولة من النقود، كما أن عملية تحويلها إلى نقود لا يتم في العادة دون مقابل. في حين أن الاحتفاظ بالثروة على شكل نقود (وهي أكثر الأصول المالية سيولة) يعطي الفرد ميزة استخدامها متى أراد دون مشقة أو تكلفة.<sup>1</sup>

■ ان استخدام النقود كمخزن للقيمة يكون مشروطا بتمتع النقود بالثبات النسبي في قيمتها، أي أن تظل النقود قادرة - إلى حد كبير- على، المحافظة على قوتها الشرائية بمعنى أن تشتري وحدة النقد دائما نفس الكمية من السلع والخدمات. ومنه فإن درجة كفاءة النقود في أداء هذه الوظيفة تتناسب طرذا مع ارتفاع قيمة النقود، وعكسا مع انخفاض قيمة النقود: لأن ارتفاع مستوى الأسعار وتوقع الأفراد استمرار ارتفاعه سيؤدي إلى قيام الأفراد بإنفاق ما لديهم من النقود بسرعة حتى لا يتحملوا خسائر كبيرة نتيجة لاحتفاظهم بمبالغ كبيرة من النقود، وعادة ما يلجأ الأفراد في مثل هذه الحالة إلى تحويل نقودهم إلى أصول حقيقية، لأن مثل هذه الأصول سترتفع قيمتها في مثل هذه الظروف. وعلى العكس من ذلك في حالة انخفاض مستوى الأسعار وارتفاع القوة الشرائية للنقود، سيلجأ الأفراد إلى الاحتفاظ بثرواتهم على شكل نقود، وهذا بالرغم من أن النقود لا تدر دخلا. ويمكن القول بأن أفضل أدوات اختزان القيم هو ما زادت قيمته على مر الزمن، أو على الأقل ما بقيت قيمته ثابتة.<sup>2</sup>

## 2.2. النقود كأداة لتسديد المدفوعات الآجلة:

الوظيفة الرابعة والأخيرة من وظائف النقود هي استخدامها كأداة للمدفوعات الآجلة، وهي امتداد للوظيفة الأولى للنقود، مقياس للقيمة. فليست جميع المبادلات التي تجري في السوق بين أطراف التبادل يتم العمل على تسويتها (أي القيام بسداد الالتزامات المالية المترتبة عنها) في نفس اللحظة، بل أن بعضا منها يتم تسويته في المستقبل. بمعنى أن جزء من الحقوق والالتزامات التي تنشأ بين أطراف التبادل في السوق لا يتم تسويتها في الحال، بل يتم الاتفاق على "تأجيلها" إلى وقت لاحق، بعد أن يتم الاتفاق بين الأطراف على آلية وطريقة الدفع الآجل. مثال ذلك القيام بشراء سلع استهلاكية معينة (وبالذات السلع المعمرة) عن طريق التقسيط، وكذلك التسهيلات التي تقوم مؤسسات قطاع الأعمال بتقديمها لبعضها البعض، حيث يتم تأجيل دفع قيمة السلع المباعة لفترة زمنية معينة (عادة تتراوح من 30 إلى 45 يوم). ومن أمثلة ذلك أيضا علاقة الائتمان التي تنشأ بين الدائنين والمدينين، والتي يحصل بموجبها أحد الطرفين (المدين) على مبلغ معين من النقود من الطرف الآخر (الدائن) على أن يقوم الطرف الأول بسداد مبلغ الدين في فترة زمنية لاحقة في المستقبل يتم الاتفاق عليها سلفا.<sup>3</sup>

في كل هذه الحالات وغيرها يتم استخدام النقود كوسيلة لسداد الالتزامات الآجلة. ولكن حسن قيام النقود بهذه الوظيفة يتطلب أن تتمتع قيمتها بالثبات. فإذا افترضنا أن مدينا قد التزم اتجاه دائنه بدفع مبلغ 1000 وحدة نقدية بعد 3 سنوات. فإن تقلبات القوة الشرائية للنقود سوف تؤدي إلى إلحاق الضرر بالمدين أو الدائن، وذلك حسب اتجاه تغير قيمتها. فإذا كان هذا المبلغ يمثل 100 وحدة من سلع معينة عند الاتفاق، ثم أصبح يمثل 75 وحدة من نفس السلع بتاريخ السداد (نتيجة حدوث ارتفاع في مستوى الأسعار وانخفاض في القوة الشرائية للنقود) فإن الدائن سوف يتعرض للخسارة، لأنه أقرض مبلغا يساوي 100 وحدة من السلع ولكنه بتاريخ السداد استلم مبلغا يعادل قيمة 75 وحدة من نفس السلع. وفي حال حصول العكس، أي ارتفاع القوة الشرائية للنقود نتيجة انخفاض مستوى

<sup>1</sup> محمد سعيد السمهوري، المرجع السابق، ص 36 - 37

<sup>2</sup> مروان عطون، النظريات النقدية، المرجع السابق، ص 23

<sup>3</sup> محمد سعيد السمهوري، نفس المرجع، ص 38

الأسعار فان المدين هو الذي سيتضرر في هذه الحالة: فاذا أصبح المبلغ بتاريخ السداد يساوي 125 وحدة من نفس السلع (نتيجة انخفاض مستوى الأسعار وارتفاع القوة الشرائية للنقود)، وهذا يعني أن المدين قد اقترض ما يعادل 100 وحدة من سلعة معينة، ولكن أصبح لزاما عليه أن يسدد ما يعادل 125 وحدة من نفس السلعة. وبذلك فان تقلبات القوة الشرائية للنقود ينتج عنها اعادة توزيع الثروة والدخل في المجتمع وما يترتب عن ذلك من آثار هامة على الاقتصاد القومي.<sup>1</sup>

ويمكن التقليل من هذه الأضرار اذا ما كان الطرف الدائن متنبها الى هذه النقطة، وقادر على التنبؤ بمعدلات التضخم المتوقعة في المستقبل، وبالتالي ادخال تلك التوقعات في حساباته عند الدخول في علاقة الانتماء مع الأطراف الأخرى في السوق، لتعويضه عن قيمة الخسارة التي قد يلحقها التضخم بحقوقه المالية.<sup>2</sup>

#### رابعا: أنواع النقود

انطلاقا من تعريف النقود بأنها أي شيء يتمتع بقبول عام في الوفاء بالالتزامات، أيا كان نوع هذا الشيء وصفاته، فقد عرفت البشرية الكثير من صور النقود وأشكالها بحيث يمكن القول بأنه ليس هناك من شيء يتمتع لوحده دون غيره بصلاحيه القيام بدور النقود. ويتوقف اختيار المجتمع لشكل نقوده على عوامل كثيرة، منها: مرحلة النمو الاقتصادي، مدى توافر الأشياء التي يمكن استخدامها كنقود، طبيعة العادات الاجتماعية، مدى تطور النظام المالي...<sup>3</sup>

ويمكن تقسيم النقود انطلاقا من مجموعة من الاعتبارات أهمها:<sup>4</sup>

- الجهة التي تصدرها: حيث تقسم إلى نقود حكومية تصدرها وزارة المالية، ونقود بنكنوت يصدرها البنك المركزي، ونقود ودائع تخلقها المصارف التجارية؛
- نوع المادة المصنوعة منها: ويمكن تقسيمها إلى نقود ورقية وأخرى معدنية؛
- درجة قبولها العام: وتقسم إلى نقود قابلة للتحويل ونقود نهائية؛
- نوع العلاقة بين النقود والأساس الذي تقام عليه: وتقسم إلى نقود سلعية وأخرى ائتمانية.

والنقود بالشكل الذي نعرفه اليوم لم تظهر مرة واحدة، بل كان نتيجة تطور تدريجي، انتقل من مرحلة النقود السلعية، الى النقود المعدنية، ثم الى النقود الورقية الالزامية، وبعد ذلك النقود المصرفية. ولما كانت الأشكال الرئيسية للنقود تتمتع بخصائص مشتركة فقد أمكن تقسيمها الى نوعين رئيسيين، تتفرع منها الأشكال الأخرى، وهما:

- ✓ نقود سلعية؛
- ✓ نقود ائتمانية.<sup>5</sup>

<sup>1</sup> مروان عطون، النظريات النقدية، المرجع السابق، ص 23

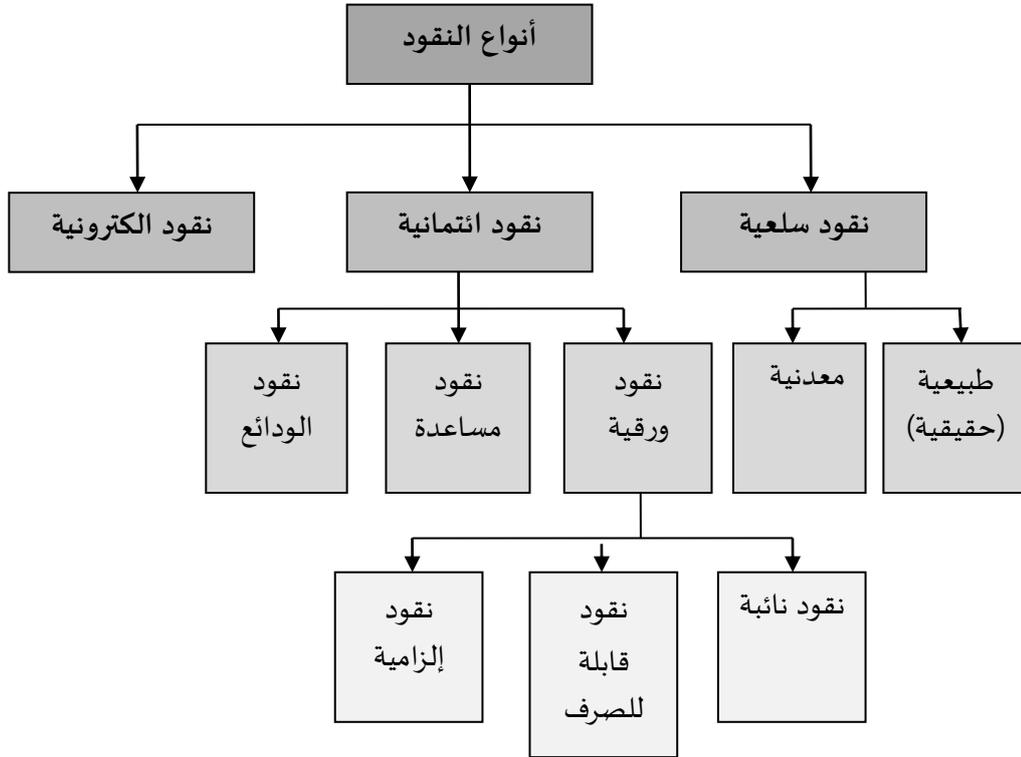
<sup>2</sup> محمد سعيد السمهوري، المرجع السابق، ص 39

<sup>3</sup> مروان عطون، نفس المرجع، ص 29

<sup>4</sup> طاهر فاضل البياتي، ميرال روجي سمارة، المرجع السابق، ص 32

<sup>5</sup> مروان عطون، نفس المرجع، ص 29

الشكل 2: مختلف أشكال النقود حسب تطورها التاريخي



المصدر: طاهر فاضل البياتي، ميرال روجي سمارة، النقود والبنوك والمتغيرات الاقتصادية المعاصرة، دار وائل للنشر، عمان، الأردن، الطبعة الأولى، 2013، بتصرف ، ص32

## 1. النقود السلعية:

### 1.1. النقود السلعية الطبيعية (الحقيقية):

يروى التاريخ البشري عن حكايات استخدم فيها الانسان سلع عديدة ومختلفة "كوسيط للتبادل" في السوق من أجل تسهيل عمليات البيع والشراء. فقد استخدمت المجتمعات البشرية في الماضي الماشية (عند الاغريق)، والشاي والسكاكين (عند الصينيين)، والتبغ (عند الهنود الحمر) كنقود سلعية. وكان الأساس في استعمال هذه السلع هو قبول الأفراد لها كوسيط للتبادل وكوحدة للحساب. ويلاحظ في هذا الشكل من أشكال النقود القديمة أن هناك قيمة غير نقدية للسلعة المستخدمة كوسيط للتبادل، تتمثل في "قيمتها الذاتية" كسلعة، إضافة الى "قيمتها النقدية" كوسيط للتبادل ووحدة للحساب. وقد أعطت هذه الميزة المزدوجة للنقود السلعية حماية معينة للأفراد، وكانت سببا رئيسيا في قبولهم واستعمالهم لها. فاذا حدث، مثلا، وفقدت هذه النقود السلعية قيمتها النقدية، ظلت تحتفظ بقيمتها الذاتية كسلعة يمكن استهلاكها مباشرة لإشباع الحاجات. هذه الميزة المزدوجة للنقود السلعية كانت سببا في استمرارية قبول الأفراد لها كأداة لسداد أثمان السلع والخدمات (أي استمرار استخدامها كوسيط للتبادل). ولكن استعمال السلع كنقود لم يدم طويلا بعد أن اكتشف الأفراد صعوبة الاستمرار في استخدامها نظرا لافتقادها للعديد من المزايا التي يجب توفرها في تلك "الأشياء" التي يراد استخدامها كوسيط للتبادل، وكأداة للحساب. هذه المزايا تتمثل في:

- سهولة الاحتفاظ بها، وسهولة حملها من مكان لآخر لإتمام المعاملات الاقتصادية،

- عدم تعرضها للتلف بسرعة نتيجة الاستخدام المتكرر لها، وبالتالي ضياع قيمتها النقدية والذاتية معا،
- امكانية تقسيمها الى وحدات صغيرة لاستخدامها في عمليات المبادلة قليلة القيمة،
- استمرار الاحتفاظ بقيمتها الذاتية كنقود يقبلها الجميع.

ولأن النقود السلعية لا تتمتع بهذه المزايا، فقد انتقل الانسان الى استعمال شكل آخر من أشكال النقود، وهو النقود المعدنية<sup>1</sup>.

## 2.1.2. النقود المعدنية:

حصل تطور في استخدام النقود السلعية، حيث استخدمت السلع المعدنية كنقود نتيجة للتطور المرتبط باكتشاف المعادن، وبالذات الثمينة منها. وأخذت النقود المعدنية في بداية الأمر أشكالاً معينة من النحاس والبرونز، وبعد ذلك تم الانتقال الى استخدام المعادن النفيسة لصلك النقود، والتي تمثلت أساساً في الذهب والفضة التي رأى فيها الأفراد معادن يمكن استخدامها كنقود بدلا من السلع الأخرى، وذلك نظرا لتمتعها بالعديد من المزايا المرغوب وجودها في الوحدات النقدية المتداولة<sup>2</sup>، والمتمثلة في:

- الندرة النسبية للذهب والفضة، مقارنة بباقي السلع المعدنية وغير المعدنية، أعطت هذين المعدنين ميزة الاحتفاظ بالقيمة النقدية لهما (أو الثبات النسبي في القيمة قياساً بالسلع الأخرى)، وبالتالي امكانية استخدامها كوسيط للتبادل ووحدة للحساب؛ كما أن الندرة النسبية أدت الى ارتفاع ثمن هذين المعدنين، حيث أنه يمكن مبادلة جزء صغير منها بكمية كبيرة من السلع الأخرى؛
- صلابه هذين المعدنين قد مكن الأفراد من استخدامها كمخزن للقيمة، دون الخوف من العطب أو التلف الذي يصيب في العادة السلع الأخرى (خاصة غير المعدنية) مع مرور الزمن، ويفقدها بالتالي قيمتها الذاتية.
- سهولة صهر هذه المعادن ومنه قابليتها للتجزأة الى وحدات أصغر قد مكن الأفراد من القيام بعمل قطع معدنية صغيرة القيمة والحجم، لإجراء المعاملات السوقية بسهولة ويسر، وبالذات المعاملات التجارية ضئيلة القيمة التي لا تحتاج الى كميات كبيرة من النقود لإنجازها<sup>3</sup>؛
- سهولة وانخفاض تكاليف نقل هذه المعادن من مكان لآخر دون مشقة أو جهد مقارنة بغيرها من النقود السلعية التي كانت تستخدم في السابق، وذلك نظرا لارتفاع ثمنها فان نقل جزء صغير منها يعادل نقل كمية كبيرة من السلع؛
- سهولة التعرف عليها والتحقق من عيارها؛
- الطلب الكبير عليها للاستعمالات الأخرى (كالصناعة والحلي والزينة)<sup>4</sup>.

ولذلك يلاحظ أن المعادن وخاصة الذهب والفضة قد استخدمت كنقود لفترات طويلة للأسباب المذكورة، كما أنها استخدمت كغطاء للنقود حتى بعد التخلي عن استخدامها كنقود، ولا زالت حتى الوقت الحاضر تحتل أهمية كبيرة، سواء في استخداماتها السلعية، أو في ارتباطها بالنقود بشكل أو آخر<sup>5</sup>. هذا وقد أخذت النقود المعدنية في البداية شكل النقود المعدنية الكاملة، حيث كانت "القيمة النقدية القانونية" للمعدن المتداول مساوية تماما "للقيمة السلعية المعدنية" له. بعبارة أخرى، وإذا كنا نتحدث عن دينار من الذهب مثلا، فان هذه المساواة بين القيمتين تعني أن القيمة السوقية لما يحتويه هذا الدينار من ذهب (أي قيمة الدينار

<sup>1</sup> محمد سعيد السمهوري، المرجع السابق، ص ص 39-40

<sup>2</sup> فليح حسن خلف، النقود والبنوك، المرجع السابق، ص 33

<sup>3</sup> محمد سعيد السمهوري، نفس المرجع، ص 41

<sup>4</sup> مروان عطون، النظريات النقدية، المرجع السابق، ص 31

<sup>5</sup> فليح حسن خلف، نفس المرجع، ص 34

كمعدن وليس كمنقود) كانت مساوية تماما للقيمة النقدية لهذا الدينار عند تداوله على أساس أنه نقود وليس كونه معدن. وقد كان هذا هو الشرط الضروري لاستمرار تداول النقود المعدنية المصنوعة من مسكوكات الذهب والفضة. والسبب في ذلك بسيط ومنطقي، فما من أحد يمكن أن يستثمر في تداول هذه "النقود المعدنية" لو أن القيمة السوقية لما تحتويه من معدن كانت أكبر من قيمتها المتداولة كمنقود. فاذا حدث ذلك، فإن وحدة النقد المعدنية ستختفي من التداول بسرعة، نتيجة قيام الأفراد بسحب النقود المعدنية من السوق، وبيعها كمعدن، والحصول على ثمن لها يفوق قيمتها النقدية القانونية.

ما سبق يعطينا مثال عن ما يعرف بـ "قانون قريشام"، نسبة الى رجل المال والدبلوماسي البريطاني الذي عاش في القرن السادس عشر، والذي قام بوضع هذا القانون حول طبيعة العلاقة بين القيمتين، "القيمة السوقية" و"القيمة القانونية" للنقود المعدنية. هذا القانون ينص على أن "العملة الرديئة تطرد العملة الجيدة من التداول". حيث تشير العملة الرديئة في مثالنا السابق، الى القيمة النقدية القانونية للذهب عندما يتم استعماله كوحدة نقدية، أما "العملة الجيدة" فهي الوحدات المعدنية، أو دنائير الذهب، والتي اختفت (أو طردت من التداول في السوق) بعد ارتفاع ثمن المحتوى المعدني المصنوعة منه نتيجة ارتفاع سعر الذهب.<sup>1</sup>

## 2. النقود الائتمانية:

ان التوسع في النشاطات الاقتصادية وتطورها، وزيادة المبادلات بدرجة كبيرة، وندرة النقود المعدنية، سواء كانت ذهب أو فضة، أدى الى تراجع أهمية النقود المعدنية، والتخلي عن استخدام المعادن كمنقود، وأصبح التداول النقدي يعتمد في معظمه على نقود ارتبط استخدامها بالثقة في هذه النقود، ولذلك يطلق عليها بالنقود الائتمانية، والتي تقوم بالوظائف النقدية في الاقتصادات المعاصرة.<sup>2</sup>

ظهرت النقود الائتمانية بعدما أوقفت السلطات النقدية الصرف بالذهب أي عدم تحويل الأوراق النقدية المصدرة من قبل البنك المركزي الى ذهب، وبالتالي أصبحت النقود الورقية الزامية، وهي نقود غير قابلة للصرف بالذهب وتستمد قيمتها من القانون وهي اصطلاحا ترتكز على الثقة، حيث تحظى بالقبول العام والثقة في التبادل. ويعود ذلك الى أن السلطات النقدية هي التي تنظم تسييرها، فعندما فقدت صفة تحويلها أو صرفها بالذهب لم ينقص ذلك من قيمتها أو يضعف مكائنها. وهذا ما يؤكد أن النقود هي أي شيء يحظى بالقبول العام دون النظر الى المادة المصنوع منها. وعموما فان النقود الائتمانية تتميز ب:

- انقطاع الصلة بين قيمتها النقدية (الاسمية) وبين قيمتها التجارية (قيمتها كسلعة)، فقيمتها النقدية تتجاوز بكثير قيمة المعدن أو المادة التي صنعت منها. وعلى هذا الأساس احتفظت الدولة بحق صك النقود لما يترتب على ذلك من أرباح تتمثل في الفرق بين القيمتين المذكورتين، بحيث أنها لو تركت الأمر للأفراد سيترتب على ذلك سعيهم للحصول على أقصى الأرباح، واغراق الأسواق بكميات هائلة منها مما يؤدي الى تدهور قيمتها. كما ان اختفاء الارتباط بين القيمة الاسمية والقيمة السلعية للنقود جعل النقود تتوفر على درجة كبيرة من المرونة في عرضها، فلم يصبح هذا العرض مقيدا بالغطاء المعدني من المعادن النفيسة المتاحة، وانما أصبح العرض النقدي مرتبطا باحتياجات النشاط الاقتصادي.<sup>3</sup>
- تمثل النقود الائتمانية دينا لصاحبها في ذمة الجهة التي أصدرتها، وتستمد قيمتها بما تتمتع به من قبول عام في المعاملات وفي ثقة حاملها في قابليتها للصرف إلى وحدات نقد سلعية.

<sup>1</sup> محمد سعيد السمهوري، المرجع السابق، ص ص 41-42

<sup>2</sup> فليح حسن خلف، النقود والبنوك، المرجع السابق، ص 34

<sup>3</sup> صالح مفتاح، المرجع السابق، ص 47

والجدير بالذكر أن الانتقال الى استخدام النقود الائتمانية قد حرر النقود من كيانها السلعي فتحولت الى نقود قانونية.<sup>1</sup>

وأهم صور النقود الائتمانية هي:<sup>2</sup>

✓ نقود تصدرها الدولة (نقود قانونية):

- نقود ورقية: كأوراق النقد الحكومية وأوراق البنكنوت

- نقود مساعدة: عبارة عن مسكوكات رمزية مصنوعة من النيكل أو النحاس أو البرونز وغيرها)؛

✓ نقود تصدرها البنوك:

- نقود مصرفية (نقود الودائع أو النقود الكتابية): مجرد قيد كتابي على دفاتر مصرف تجاري،

وتتمثل في الودائع الجارية لدى البنوك التجارية.

1.2.1. النقود القانونية: وهي النقود التي تصدر بقانون يفرض الزام التعامل بها، وقبولها قبولاً عاماً مرتبطاً بهذا الالزام القانوني، وهذا الالزام القانوني هو الذي يوفر الثقة في أن هذه النقود يمكن استخدامها في شراء مختلف السلع والخدمات بحكم الزام قبولها والتعامل بها قانونياً. وتمثل النقود القانونية في الأوراق النقدية أساساً، والنقود المساعدة الممثلة في المسكوكات.

### 1.1.2. النقود الورقية:

يرجع أساسها ونشأتها تاريخياً الى ايصالات الايداع مقابل الاحتفاظ بالنقود لدى بعض التجار والصاغة الذين مارسوا مهنة الصرافة ابتداءً، واستخدام هذه الايصالات كوسائل لتسوية المدفوعات وأداء المبادلات. وأصبحت النقود بعد ذلك نقود ورقية مقبولة قبولاً عاماً، وتولت مهمة اصدارها في البداية بعض البنوك التجارية، ثم تم حصرها في السلطة النقدية، أي البنك المركزي في معظم الدول، وأصبح قبول الأوراق النقدية هذه الزامياً، أي أن القانون هو الذي يفرض بقوته الزام التعامل بها.<sup>3</sup>

وتعتبر النقود الورقية أهم أنواع النقود وأكثرها شيوعاً في جميع الدول المتقدمة والمتخلفة، وتمثل ديناً في ذمة السلطات النقدية التي أصدرتها الممثلة في البنك المركزي، كما أن البنك المركزي يخضع لقيود قانونية في اصدار النقود الورقية منها قيد الاحتفاظ بنسبة معينة من رصيد من الذهب والفضة وعملات أجنبية قوية، والهدف من هذا التقييد هو الحفاظ على قيمة العملة الوطنية واحتياجات المعاملات الاقتصادية، وما يترتب عن ذلك من عدم الاستقرار الاقتصادي.<sup>4</sup>

استعملت النقود الورقية كي تنوب عن استخدام النقود المعدنية، وقد تطور استعمالها بالنسبة للغطاء الذي تركز عليه، ومن الممكن أن نتصور الأنواع الرئيسية التالية من النقود الورقية حسب تطورها التاريخي:

- النقود الورقية النائبة؛

- النقود الورقية القابلة للصرف؛

- النقود الورقية الالزامية.<sup>5</sup>

■ النقود النائبة:

<sup>1</sup> بسام الحجار، المرجع السابق، ص 33

<sup>2</sup> مروان عطون، النظريات النقدية، المرجع السابق، ص32

<sup>3</sup> فليح حسن خلف، النقود والبنوك، المرجع السابق، ص34-35

<sup>4</sup> صالح مفتاح، المرجع السابق، ص48

<sup>5</sup> بسام الحجار، نفس المرجع، ص33

لقد استمر الأفراد في استعمال النقود المعدنية لفترة زمنية معينة، ظهر بعدها أول شكل من أشكال النقود الورقية التي عرفها الانسان، حين تم اصدار شهادات ورقية تم تداولها في السوق جنباً الى جنب مع النقود المعدنية الذهبية والفضية. هذه الشهادات الورقية تم اصدارها في البداية بغطاء كامل، أي 100% من الذهب، بمعنى أن السلطات النقدية التي كانت تقوم بإصدار هذه الشهادات الورقية كانت تحتفظ في خزائنها بكميات من الذهب تعادل تماماً القيمة النقدية للشهادات الورقية التي كانت تصدرها، كما كانت في الوقت نفسه تكفل حرية تحويل قيمة هذه الشهادات الى ذهب عند الطلب وبالعكس دون قيد أو شرط، وذلك حتى تضمن قبول الأفراد لها، وعرفت هذه الشهادات الورقية (أو الشهادات الذهبية كما كان يطلق عليها في ذلك الوقت) باسم "النقود النائية" وذلك لأنها كانت تنوب عن الذهب في التداول.

#### ■ النقود الورقية القابلة للصرف (العملة المغطاة جزئياً):

بعد أن أخذت ثقة الأفراد في تداول هذه الشهادات، وثقتهم في الجهة التي تقوم بإصدارها، تزداد شيئاً فشيئاً. وأصبح تداول هذه الشهادات يحل تدريجياً محل تداول المسكوكات الذهبية. وقد أدت ثقة الأفراد بالسلطات النقدية الى اصدار المزيد من هذه الشهادات، دون أن يكون هناك بالضرورة غطاء ذهبي كامل لها، وان استمرت السلطات النقدية في قبول تحويل قيمة الشهادات الى ذهب لمن أراد ذلك<sup>1</sup>.

في ظل هذا النظام بقي شرط التحويل قائماً، ولكن نسبة الغطاء الذهبي بدأت تقل، الأمر الذي جعل من الممكن زيادة عرض النقود من غير الحاجة إلى زيادة احتياطي الذهب لدى السلطات النقدية، وهنا أصبحت كمية البنكنوت أكبر من قيمة الذهب الموجود كغطاء، ويختلف الاحتياطي الذهبي باختلاف البلدان، فبعضها يحتفظ بما يعادل 50% من قيمة البنكنوت المصدرة، والبعض الآخر كان يحتفظ بنسبة أعلى أو أقل. وتستمد هذه الأوراق قيمتها من إمكانية استبدالها بنقود ذهبية (سلعية) عند الطلب.<sup>2</sup>

#### ■ النقود الورقية غير قابلة للصرف (النقود الإلزامية):

النقود الورقية الإلزامية تمثل مرحلة متقدمة من الشهادات الورقية كاملة الغطاء، لأنه مع التوسع في حجم النشاط الاقتصادي، واستمرار الحاجة الى عرض المزيد من النقود لتسيير عجلة النشاط الاقتصادي، فقد كانت هناك حاجة الى اصدار المزيد من الشهادات النقدية الورقية. ولأن كمية المعروض من الذهب لم يكن بالقدر الكافي الذي يوفر إمكانية الاصدار النقدي كامل الغطاء، فقد أخذت نسبة الذهب الداعمة للشهادات الورقية تقل شيئاً فشيئاً الى حد أصبحت معه حرية تحويل الشهادات الورقية الى ذهب غير ممكنة عملياً. عند هذه النقطة، لجأت السلطات النقدية الى وقف حرية التحويل هذه.

وقد كانت نتيجة هذا القرار بوقف التحويل أن أصبحت قوة الأوراق النقدية المتداولة لا تستمد من حجم الرصيد الذهبي الذي يغطيها (نقود غير المغطاة)، بل من قوة القانون الذي ألزم الأفراد بقبولها وتداولها "كوحدة نقد قانونية". وبالتالي تحولت هذه الشهادات الورقية الى نقود ورقية الزامية، لها قوة ابراء بحكم القانون. واستمر الأفراد في تداولها واستخدامها دون أن يكون لهم الحق في استبدالها بالذهب من الجهات التي تقوم بإصدارها. وبالتالي تحولت الى نقود نهائية غير قابلة للصرف بالذهب.

<sup>1</sup> محمد سعيد السهموري، المرجع السابق، ص ص 42- 43

<sup>2</sup> بسام الحجار، المرجع السابق، ص ص 33-34

ولكن، رغم قوة القانون الذي يلزم أفراد المجتمع بتداول النقود الورقية، واستخدامها في مختلف المعاملات الاقتصادية، فإن الدول عادة ما تتجنب الإفراط في إصدار هذا النوع من الأوراق النقدية حتى لا تفقد هذه الأوراق قوتها الشرائية، وتفقد بالتالي ثقة الأفراد فيها، وفي قبولهم لها.<sup>1</sup>

وتمثل النقود الإلزامية الصورة العامة للنقود في الاقتصاد المعاصر، لأن القانون يكرسها ويصبغ عليها صفة الشرعية والقدرة على إبراء الديون وتسوية المعاملات ويعاقب من يرفضها في التعامل. وتمثل النقود القانونية قمة السيولة حيث يمكن أن تتحول إلى سلع وخدمات في الحال، بمعنى أنه لا يمكن تحويلها إلى نقود أخرى، وبالذات إلى ذهب من الاحتياطي الرسمي الموجود لدى السلطات النقدية.

وفي حالات إصدار النقود الورقية غير القابلة للصرف، يخضع الإصدار لرقابة البنك المركزي وتلعب الحكومة دوراً أساسياً في تحديد كمية النقود طبقاً للسياسة النقدية المتبعة، سياسة نقدية توسعية أو سياسة نقدية انكماشية.<sup>2</sup>

### 2.1.2. النقود المساعدة (المسكوكات الرمزية):

يرتبط بالنقود الورقية الإلزامية نوع آخر من النقود يعرف باسم "النقود المساعدة"، وهي عبارة عن قطع معدنية صغيرة الحجم، ومن فئات نقدية متعددة ضئيلة القيمة، تصنع عادة من البرونز أو النيكل، ويكون بعضها مغطى بطلاء فضي. وعادة ما تكون القيمة النقدية القانونية (أي القوة الشرائية) لهذه النقود أكبر من قيمة المحتوى المعدني المصنوعة منه. هذه الصفة الأخيرة للنقود المساعدة هي السبب في استمرار تداولها في السوق كوحدات نقدية، وإلا طبقاً لقانون "قريشام"، فإن الأفراد سيقومون بسحبها من التداول، وبيعها كمعدن، في حالة ارتفاع قيمة المحتوى المعدني للنقود عن القيمة القانونية المحددة لها.<sup>3</sup>

وبشكل عام فإن الدولة تصدر هذه النقود كأجزاء من وحدة النقد، حيث يكون الغرض من إصدارها هو مساعدة فئات النقد الكبيرة في سد حاجات التعامل لذلك تعرف بالنقود المساعدة، ومنه فإن حاجات التعامل هي العامل الأساسي الذي يحدد الكمية المصدرة من هذه النقود.

وقد يحصل أن يزيد الارتفاع الكبير في قيمة المعادن المصنوعة منها هذه المسكوكات إلى ارتفاع قيمتها التجارية عن قيمتها القانونية كنقد، وينتج عن ذلك اختفاء هذه المسكوكات من التداول نظراً لإقبال الأفراد على اكتنازها أو صهرها لاستخدامها في الصناعة أو الاتجار بها، وهذا ما حصل في الكثير من دول العالم بالنسبة للنقود الفضية المساعدة. في مثل هذه الحالات فإن الدولة تلجأ إلى تعديل المواصفات الفنية للمسكوكات بما ينتج عنه تخفيض قيمتها التجارية بحيث تصبح أقل من القيمة الاسمية أو القانونية وذلك من خلال انقاص وزنها أو تخفيض عيارها أو تغيير المعدن الذي تصنع منه.<sup>4</sup>

وهذه القطع تصدر في بعض الدول من قبل الخزينة العمومية وتوضع في التداول من قبل البنك المركزي، ولهذا السبب فإن الأفراد يقبلون على التعامل بها طالما أن الدولة هي التي تتكفل بإصدارها، ولا تشكل النقود المساعدة كمية كبيرة في حجم الكتلة النقدية المتداولة في الاقتصاد.<sup>5</sup>

### 2.2. النقود المصرفية (النقود الكتابية أو نقود الودائع):

<sup>1</sup> محمد سعيد السمهوري، المرجع السابق، ص 44

<sup>2</sup> بسام الحجار، المرجع السابق، ص 34

<sup>3</sup> محمد سعيد السمهوري، نفس المرجع، ص ص 44-45

<sup>4</sup> مروان عطون، النظريات النقدية، المرجع السابق، ص 33

<sup>5</sup> صالح مفتاح، المرجع السابق، ص ص 47-48

وهي الأكثر انتشاراً بين النقود الائتمانية في العصر الحديث، وتتكون من الحسابات الجارية أو الودائع تحت الطلب التي يملكها الأفراد أو المؤسسات لدى الجهاز المصرفي ويشكل هذا النوع من النقود تطور آخر من أشكال تطور النقود المتداولة لإنجاز المعاملات الاقتصادية، كما أنه يحتل أهمية كبيرة خاصة في الدول المتقدمة حيث يشكل نسبة هامة من مجموع الكتلة النقدية المتداولة فيها، وذلك نتيجة ارتفاع درجة تطور النشاط الاقتصادي والمالي، وارتفاع مستوى الوعي المصرفي بين الأفراد. ويتم تداول هذا النوع من النقود عن طريق الشيكات البنكية أو بطاقات الصرف الآلي، التي يتم استخدامها وقبولها "كوسيط للتبادل".

وكما يشير اسم هذا النوع من الحسابات المصرفية، فإن الأفراد أو المؤسسات يقومون بالاحتفاظ بنقودهم (النقود القانونية) فيها كوديعة (أي أمانة) لدى البنوك التجارية (أو الخزينة العمومية، وحتى مركز الشيكات البريدية)، والتي تكون مستعدة دائماً لدفعها لهم أو لطرف ثالث (كلياً أو جزئياً) عند الطلب. وبهذا المعنى، فإن الأطراف المودعة للنقود تعتبر أطراف دائنة، في حين تكون البنوك أطراف مدينة. ومنه تعتبر ودائع الأفراد ديوناً على البنك قابلة للدفع عند الطلب.<sup>1</sup>

ومنه فإن الودائع الجارية تؤدي وظيفة النقود، وهذه النقود ليست ملموسة فهي توجد في شكل حساب في دفاتر أو سجلات البنك، ويجب أن نفرق بين الشيكات وهذه الحسابات، فالحسابات الجارية هي نقود الودائع بينما الشيكات هي وسيلة تداول هذه النقود، وبدون الودائع فإن الشيكات لا تساوي شيئاً.<sup>2</sup>

وأوامر الدفع هذه أي الشيكات تعتبر وسيلة هامة في الوقت الحاضر، من أجل اتمام المبادلات وتسوية المدفوعات وإبراء الذمم. كما تطورت وسائل استخدام نقود الودائع حالياً بدرجة كبيرة من خلال استخدام الحاسب الإلكتروني والانترنت في ذلك، إضافة إلى الصراف الآلي، وهو الأمر الذي وسع من استخدام نقود الودائع.<sup>3</sup>

ومن المهم أن نلاحظ هنا أن وضع النقود في هذه الحسابات الجارية لا يتم طمعا في الحصول على عائد من ورائها، إذ أن هذا النوع من الودائع البنكية في العادة، لا يدر أي عائد نقدي لأصحابه، كما أن البنوك في الغالب لا تدفع عليها أي فائدة. ولكن السبب الرئيسي في قيام الأفراد بالاحتفاظ بنقودهم لدى البنوك، هو رغبتهم في الحصول على المزايا المختلفة والتسهيلات العديدة التي تقدمها البنوك للعملاء الذين يحتفظون بودائعهم لديها. وتتمثل هذه الخدمات في قيام البنوك بتنفيذ أوامر المودعين بصرف جزء من النقود المودعة إما لصالحهم أو لصالح جهة ثالثة بناء على طلبهم، أو القيام بتحصيل أموال لهم عند الغير، أو القيام بشراء أوراق مالية لصالحهم، أو القيام بتحويل مبالغ نقدية خارج البلد، أو الحصول على اعتمادات مالية لتمويل عمليات تجارية قصيرة الأجل، إلى غير ذلك من الخدمات التي تقوم البنوك عادة بتقديمها إلى عملائها.

#### ■ أدوات تداول النقود الكتابية:

يرتبط بالنقود المصرفية وطريقة استعمالها في تسوية الحقوق والالتزامات بين الوحدات الاقتصادية المختلفة أداة هامة هي "الشيك"، والشيك هو أمر من صاحب الوديعة (الدائن) إلى البنك (المدين) بأن يدفع له، أو لصالح طرف ثالث، مبلغ نقدي معين. ومن المهم التأكيد هنا على أن الشيك في حد ذاته لا يعتبر نقود من الناحية القانونية، ولكن الوديعة المصرفية الجارية هي التي تعتبر نقود. فالشيك هو مجرد أداة تحويل للملكية النقود المصرفية من شخص لآخر. كما أن الشيك لا تتوافر فيه صفة "القبول العام" كما هو الحال بالنسبة للنقود، إذ أن القانون لا يلزم الأفراد بقبوله إذا امتنعوا عن ذلك.

<sup>1</sup> محمد سعيد السمهوري، المرجع السابق، ص 45-46

<sup>2</sup> صالح مفتاح، المرجع السابق، ص 48-49

<sup>3</sup> فليح حسن خلف، النقود والبنوك، المرجع السابق، ص 36

كما يرتبط بالنقود المصرفية أيضا بطاقات يطلق عليها اسم "البطاقات المدينة" أو "بطاقات الصرف الآلي". تقوم البنوك بإصدارها لعملائها المعتمدين لديها. هذه البطاقات توفر لصاحبها على مدار الساعة إمكانية السحب مباشرة من حسابه في البنك، والحصول على احتياجاته من النقود السائلة منها، من خلال آلة صرف أوتوماتيكية تضعها البنوك في العادة خارج مبنى البنك، وفي أماكن أخرى عديدة يحددها البنك لتسهيل وصول زبائنه إليها. كما يمكن لحامل هذه البطاقات، في أحيان كثيرة، استخدامها في الحصول على نقود من حسابه الجاري من أي آلة صرف أو توماتيكية في أي مكان في العالم. نفس هذه البطاقات يمكن استخدامها أيضا (عوضا عن الشيك) كأداة لسداد أثمان مشتريات الفرد من السلع والخدمات، حيث يتم خصم قيمة فاتورة المشتريات مباشرة من الحساب البنكي لحامل البطاقة.<sup>1</sup>

### ■ أوجه الاختلاف بين نقود الودائع والنقود الورقية الالزامية:

تختلف نقود الودائع عن النقود الورقية فيما يلي:

- النقود الورقية تعني مديونية البنك المركزي والتي تدون في الورقة المتداولة بين الأفراد على أنها صادرة من البنك المركزي، أما نقود الودائع (تحت الطلب) أو الحسابات الجارية فتعني أن مديونية البنك قد سجلت على دفاتره وتنتقل من حساب إلى آخر بأمر من صاحب الوديعة كتابيا إلى البنك؛
- ان الورقة النقدية تمثل حقا عاما ومشاركا يمكن أن يتداول بين أفراد المجتمع، أما الوديعة فهي حق خاص مسجل في دفاتر البنك ولا يمكن أن يطلع عليه أحد أو أن يتداول إلا بأمر من صاحب الوديعة عن طريق الشيكات، وهذه الاختلافات تبين حقيقة مفادها أن الورقة النقدية هي نقود، أما الشيك فليس نقود، ولكنه أمر يدفع النقود؛
- مع تطور الحياة الاقتصادية فان نقود الودائع يتم التعامل بها في الحياة العملية، ولكن القانون لم يعترف لها بالصفة القانونية في التداول ولذلك يمكن رفضها كوسيلة دفع، ولكن هذا لم يقلل من التعامل بالشيكات، بل اتسع نطاقها كما أن القوانين قد حمت هذه المعاملات عبر عدم جواز اصدار الشيك بدون رصيد ووضع عقوبات على ذلك.<sup>2</sup>
- أن النقود القانونية يتم اصدارها وفقا لنظام قانوني معين وتخضع لرقابة مباشرة من البنك المركزي والحكومة، في حين أن النقود الائتمانية تخضع لنظام تجاري في خلقها، حيث تهدف البنوك التجارية من وراءها إلى تحقيق أقصى ما يمكن من الأرباح، وتتم رقابة الدولة بطريقة غير مباشرة عن طريق البنك المركزي على هذه البنوك التجارية في اصدارها لتلك النقود، حيث ترفع من وجودها من خلال مضاعف الائتمان.<sup>3</sup>

### 3.النقود الالكترونية:

نتج عن التطور التكنولوجي الهائل وثورة الاتصالات والعمل على ازالة القيود، والتحرر من القيود الحكومية في المجال المالي، ظهور شكل جديد من النقود أطلق عليه النقود الالكترونية، لتقوم بوظائف النقود. وسوف نتعرض فيما يلي لمفهوم ومتطلبات وأشكال النقود الالكترونية:

#### 1.3.تعريف النقود الالكترونية:

<sup>1</sup> محمد سعيد السهموري، المرجع السابق، ص ص 45- 47

<sup>2</sup> صالح مفتاح، المرجع السابق، ص 49

<sup>3</sup> محمود حامد عبد الرزاق، المرجع السابق، ص 32

النقود الالكترونية Electronic Money أو ما يعرف كذلك بالنقود الرقمية Digital Money، أو العملة الرقمية Digital Currency، أو النقدية الالكترونية Electronic cash (e-cash)، أو البطاقات سابقة الدفع Prepaid Cards. تمثل هذه النقود حصيللة التفاعل بين التقدم التكنولوجي وثورة المعلومات.<sup>1</sup> ونظرا لحدائة النقود الالكترونية مقارنة بعمر البشرية فان هناك خلافات حول تعريف هذه النقود، ومن ثمة تم تقديم تعريفات متعددة للنقود الالكترونية منها:

يعرفها البنك المركزي الأوروبي على أنها: "مخزنا الكترونيا للنقود مسبقة التواجد ومخزنة على وسائط الكترونية وتستخدم على نطاق واسع لإجراء المدفوعات، وقد تستند الى حسابات بنكية مملوكة لأصحابها أو مخزنة على وسائط تقنية (أجهزة أو برامج) اعتمادا على تقنيات تخزين القيمة النقدية".<sup>2</sup>

ويعرفها بنك التسويات الدولية (1996) على أنها: "قيمة نقدية في شكل وحدات ائتمانية مخزنة بشكل الكتروني أو على أداة الكترونية يحوزها المستهلك".

أو أنها مجموعة من البروتوكولات والتوقع الرقمية التي تتيح للرسالة الالكترونية أن تحل فعليا محل تبادل العملات التقليدية.

ويقوم المستخدم للنقود الالكترونية سلفا بدفع مقدار من النقود التي يتم تمثيلها بصيغة الكترونية رقمية على البطاقة الذكية. وعندما يقوم المستخدم بعملية شراء - سواء كان عبر الانترنت أو في متجر تقليدي- يتم خصم قيمة المشتريات. وهناك العديد من منتجات النقود الالكترونية التي يمكن اعادة تحميلها بقيمة مالية عن طريق ايداع نقود في البنك أو عن طريق أي حركة مالية أخرى ملائمة، أيضا هناك أنظمة برمجية تتيح مكافئا الكترونيا لا يحتاج الى بطاقة بلاستيكية، فهي أنظمة تعتمد بالكامل على برمجيات مخصصة لدفع النقود عبر الانترنت. ولكي يكون نظام النقود الالكترونية المعتمد بالكامل على البرمجيات فعالا وناجحا، لابد من وجود ثلاثة أطراف فيه هم: الزبون أو العميل، والمتجر البائع، والبنك الذي يعمل الكترونيا عبر الانترنت Online Bank، والى جانب ذلك، لابد من أن يتوفر لدي كل طرف من هذه الأطراف برنامج النقود الالكترونية نفسه، ومنفذ الى الانترنت، كما يجب أن يكون لدى كل من المتجر والعميل حساب بنكي لدى البنك الالكتروني الذي يعمل عبر الانترنت. وبالفعل فقد أصبح من الممكن - عن طريق استخدام برمجيات معينة من أشهرها برنامج e-Cash - استخدام النقود الالكترونية لإتمام عمليات الشراء والدفع عبر الانترنت، كما أن هذه البرمجيات تتيح ارسال النقود الالكترونية على شكل مرفق (Attachment) في رسالة بريد الكتروني.<sup>3</sup>

### 2.3. عناصر النقود الالكترونية:

تشابه النقود الالكترونية - الى حد ما من حيث بعض الوظائف والخصائص- مع البطاقات الأخرى مثل: بطاقات شحن الهاتف المحمول أو بطاقات - كروت - الاتصال الهاتفي المعروفة. ولكن يمكن تحديد العناصر المكونة والتي تميز النقود الالكترونية فيما يلي:<sup>4</sup>

1. تشمل على وحدات لها قيمة نقدية: أي أنها تشمل وحدات نقدية لها قيمة مالية مثل مئة دولار مثلا أو 1000 دولار، ومعنى ذلك أن:

<sup>1</sup> السيد متولي عبد القادر، اقتصاديات النقود والبنوك، دار الفكر، عمان، الأردن، الطبعة الأولى، 2010، ص 26

<sup>2</sup> هبة عبد المنعم، توجهات المصارف المركزية العربية نحو اصدار عملات رقمية، دراسات اقتصادية، صندوق النقد العربي، العدد 92، 2022، ص 7، على الرابط: <https://www.amf.org.ae/sites/default/files/publications/2022-02>، تاريخ الاطلاع: 2022/10/15

<sup>3</sup> السيد متولي عبد القادر، نفس المرجع، ص 27

<sup>4</sup> السيد متولي عبد القادر، نفس المرجع، ص ص 28- 29

- بطاقات الاتصال الهاتفي لا تعتبر من قبيل النقود الالكترونية لأن القيمة المخزونة عليها عبارة عن وحدات اتصال هاتفية وليست قيمة نقدية يمكن استخدامها في شراء السلع والخدمات.
  - البطاقات الغذائية -الكوبونات، والتي من المتصور تخزينها الكترونيا على بطاقات، لا تعد نقود الكترونية، لأن القيمة المسجلة عليها ليست قيمة نقدية بل هي قيمة عينية تعطي حاملها الحق في شراء وجبة غذائية أو أكثر وفقا للقيمة المخزنة على البطاقة.
  - 2. مخزنة على وسيلة الكترونية: حيث يتم شحن القيمة النقدية بطريقة الكترونية على بطاقة بلاستيكية أو على القرص الصلب للكمبيوتر الشخصي للمستهلك. وهذا ما يميز النقود الالكترونية عن النقود القانونية والائتمانية التي تعد وحدات نقدية مسكوكة من معدن أو مطبوعة على ورق.
  - 3. غير مرتبطة بحساب بنكي: أي عبارة عن استحقاق حر أو عائم على بنك خاص أو مؤسسة مالية أخرى، وغير مرتبط بأي حساب خاص مثلها في ذلك مثل الشيكات السياحية Travelers Checks .  
ولكن اذا كانت البطاقة الالكترونية مرتبطة بحساب بنكي فإنها تعتبر أحد وسائل الدفع الالكترونية التي يشترطها مقابل عمولة يتم دفعها للبنك مقدم هذه الخدمة. ومن الأمثلة على وسائل الدفع (وليس النقود):
  - بطاقات الخصم Debit Cards: وهي عبارة عن بطاقات يقتصر استخدامها خصما على حسابات دائنة للعملاء، يتم بموجبها تحويل قيمة نقدية من حساب الى حساب آخر. فهي بمثابة المفتاح الذي يسمح بالنفاذ الكترونيا الى الودائع البنكية المملوكة لحامل هذه البطاقة.
  - بطاقات الائتمان Credit Cards: حيث يتم استخدام هذه البطاقات حسما على حسابات بنكية مدينة نظير فائدة، يقوم بدفعها حامل أو مالك هذه البطاقة الى المؤسسة المصرفية التي منحتها هذا الائتمان.
  - 4. تحظى بقبول واسع من قبل أطراف أخرى خلاف من قام بإصدارها؛ ويعني هذا العنصر ضرورة أن تحظى النقود الالكترونية بقبول واسع من الأشخاص والمؤسسات غير تلك التي قامت بإصدارها. فيتعين اذا أن لا يقتصر استعمال النقود الالكترونية على مجموعة معينة من الأفراد، أو لمدة معينة من الزمن، أو في نطاق اقليمي محدد. فالنقود ولكي تصير نقود يتعين أن تحوز ثقة الأفراد وتحظى بقبولهم باعتبارها أداة صالحة للدفع ووسيطا للتبادل.
  - وعلى ذلك لا يعد من قبيل النقود الالكترونية في حالة ما اذا كان مصدرها وملكها هو شخص واحد. فعلى سبيل المثال: لا تعد بطاقات الاتصال الهاتفية نقودا الكترونية نظرا لكون من أصدرها ومن يقبلها هو هيئة واحدة - أي هيئة الاتصالات الهاتفية-، حيث لا يصلح العمل بهذه البطاقة الا في أجهزة التليفون التي خصصتها تلك الهيئة لهذا الغرض.
  - 5. وسيلة دفع لتحقيق أغراض مختلفة: يجب أن تكون هذه النقود صالحة للوفاء بالتزامات كسواء السلع والخدمات، أو كدفع الضرائب...الخ. أما اذا اقتصرت وظيفة البطاقة على تحقيق غرض واحد فقط كسواء نوع معين من السلع دون غيره أو للاتصال الهاتفي، ففي هذه الحالة لا يمكن وصفها بالنقود الالكترونية بل يطلق عليها البطاقات الالكترونية ذات الغرض الواحد.
- 3.3. أشكال النقود الالكترونية:
- تختلف صورة النقود الالكترونية وأشكالها تبعا للوسيلة التي يتم من خلالها تخزين القيمة النقدية، وكذلك وفقا لحجم القيمة النقدية المخزنة على تلك الوسيلة التكنولوجية.
- وتختلف أشكال النقود الالكترونية وذلك حسب معيارين:

1. معيار الوسيلة: نستطيع أن نقسم النقود الالكترونية وفقا للوسيلة المستخدمة لتخزين القيمة النقدية عليها الى البطاقات السابقة الدفع، والقرص الصلب والوسيلة المختلطة.
- البطاقات السابقة الدفع Prepaid Cards: البطاقات المسبقة الدفع المعدة للاستخدام في أغراض متعددة، وتسمى بطاقات مخزنة القيمة أو محفظة النقود الالكترونية وهو الشكل المعروف والأكثر انتشارا<sup>1</sup> ويتم بموجب هذه الوسيلة تخزين القيمة النقدية على شريحة الكترونية مثبتة على بطاقة بلاستيكية. وتأخذ هذه البطاقات صورا متعددة. وأبسط هذه الأشكال هي البطاقات التي يسجل عليها القيمة النقدية الأصلية والمبلغ الذي تم انفاقه، ومن أمثلتها البطاقات الذكية Smart Cards المنتشرة في الولايات المتحدة الأمريكية، وبطاقة دامونت سابقة الدفع Danmmt Prepaid Cards ، والتي يتم تداولها بصورة شائعة في الدنمارك<sup>2</sup>.
  - القرص الصلب Hard Disk: هي آليات الدفع مخزنة القيمة أو مسبقة الدفع التي تمكن من اجراء مدفوعات من خلال استخدام شبكات الحاسب الآلي المفتوحة خاصة الانترنت، ويطلق عليها نقود الشبكة Network Money أو النقود السائلة الرقمية<sup>3</sup>. ويتم تخزين النقود هنا على القرص الصلب للكمبيوتر الشخصي ليقوم الشخص باستخدامها متى يريد من خلال شبكة الانترنت. وطبقا لهذه الوسيلة، فان مالك النقود الالكترونية يقوم باستخدامها في شراء ما يرغب فيه من السلع والخدمات من خلال شبكة الانترنت، على أن يتم حسم ثمن هذه السلع والخدمات في الوقت نفسه من القيمة النقدية الالكترونية المخزنة في ذاكرة الكمبيوتر الشخصي.
  - الوسيلة المختلطة: وتعد هذه الوسيلة خليطا مركبا من الطريقتين السابقتين، حيث يتم بموجبها شحن القيمة النقدية الموجودة على بطاقة الكترونية سابقة الدفع على ذاكرة الحاسب الآلي الذي يقوم بقراءتها وبثها عبر شبكة الانترنت الى الكمبيوتر الشخصي لبائع السلع والخدمات.
2. معيار القيمة النقدية: هناك تصنيف آخر للنقود الالكترونية يركز على معيار حجم القيمة النقدية المخزنة على الوسيلة الالكترونية (البطاقة البلاستيكية أو القرص الصلب). ونستطيع أن نميز هنا بين شكلين من النقود الالكترونية:
- بطاقات ذات قيمة نقدية ضعيفة Tiny Value Cards: وهي بطاقات صالحة للوفاء بأثمان السلع والخدمات والتي لا تتجاوز قيمتها دولار واحد فقط.
  - بطاقات ذات قيمة متوسطة: وهي تلك التي تزيد قيمتها عن دولار ولكنها لا تتجاوز 100 دولار.
- ومن الملاحظ اذ أن النقود الالكترونية لم تعرف حتى هذه اللحظة فئة نقدية أكبر من 100 دولار، وان لم يكن من المستبعد تطورها في المستقبل القريب.
- وبعد هذا التحليل للنقود الالكترونية يمكن لنا أن نفهم أنه على الرغم من الفروق الشكلية بين النقود العادية والالكترونية، الا أنها تقوم بوظائف النقود نفسها التي سبق التعرض لها، فالنقود الالكترونية تصلح كأداة للدفع، كما أنه لا يوجد ما يحول دون قيامها بوظيفة النقود العادية كوسيط للتبادل وبالتالي يساعد على سرعة تداولها ودورانها.

<sup>1</sup> سوزي عدلي ناشد، مقدمة في الاقتصاد النقدي والمصرفي، منشورات الحلبي القانونية، بيروت، لبنان، 2005، ص 28

<sup>2</sup> السيد متولي عبد القادر، مرجع سابق، ص30

<sup>3</sup> سوزي عدلي ناشد، نفس المرجع، ص 28

فعند اجراء صفقة تجارية بين شخصين باستخدام النقود الالكترونية، يقوم كلاهما –أي البائع والمشتري- بوضع بطاقتهم في محفظة الكترونية Electronic Wallet، والتي تقوم بخصم ثمن السلعة أو الخدمة من بطاقة المشتري وتنقلها الى بطاقة البائع. ومن المتصور بعد ذلك أن يقوم البائع باستخدام حصيلة النقود الالكترونية في شراء سلع وخدمات من منتج أو من بائع آخر ليقوم ببيعها بعد ذلك، أو يستخدمها في ابراء ديونه. فالنقود الالكترونية تصلح اذا بالطريقة نفسها سالفه الذكر.<sup>1</sup>

ومن الواضح اذا أن النقود الالكترونية بأشكالها المختلفة تصلح للقيام بوظائف النقود القانونية، كما أنه من المتصور في المستقبل القريب أن تقبل النقود الالكترونية كودائع وتصلح حينئذ لأن تدرأرباحا. لهذا فإننا نخلص الى القول باعتبار النقود الالكترونية نقودا عادية متطورة.

<sup>1</sup> السيد متولي عبد القادر، اقتصاديات النقود والبنوك، المرجع السابق، ص ص 30- 31

## المحور الثاني: النظريات النقدية في الطلب على النقود

### أولاً: النظرية الكلاسيكية في الطلب على النقود

لم يعط الفكر الكلاسيكي<sup>1</sup> الأول أهمية لدراسة الطلب على النقود، نظراً لكون هذه الأخيرة لم يكن لها من وجهة نظرهم أي دور مهم غير كونها وسيلة تسهل التبادل. وبهذا المعنى فإن النقود تتوسط عمليات البيع والشراء (سلع - نقود - سلع)، وقد بنى الفكر الكلاسيكي رؤيته للنقود على قانون ساي Say للمنافذ الذي يشير إلى أن المنتجات تتبادل مقابل منتجات، ولا تشكل النقود ضمن هذا المنظور سوى ستاريغطي حقيقة المبادلات. وبهذا لم يكن للنقود أي تأثير على تطور الاقتصاد، بحيث لا تقوم إلا بدور وحدة للحساب والتبادل.<sup>2</sup>

ويرى الكلاسيك أن النقود ليست لها منفعة خاصة بذاتها، وإنما منفعتها مشتقة من منفعة السلع التي يمكن شراؤها بواسطة النقود، ولذلك فإن النقود المستلمة من قبل البائع سوف تذهب مباشرة نحو الانفاق على السلع والخدمات، وكل ما يستلم من نقود يعاد انفاقه فوراً، وعندما يزداد عرض الانتاج في السوق يزداد بنفس الوقت الطلب عليه، لأن النقود لا تطلب لغرض الاكتناز وإنما لغرض شراء السلع. واستبعدوا بذلك عنصر التوقعات والميل نحو الاكتناز لدى الأفراد. و فكرة أي دور للنقود كمخزن للقيم، وهذا يعني تجنب أي دور للاكتناز في نقص الطلب الفعال، مما يوحي أن كتاب القرن 19 اهتموا بعرض النقود دون الطلب عليها.<sup>3</sup>

ورغم كل ذلك إلا أن النظرية النقدية الكلاسيكية تشكل حجر الأساس في بناء النظرية النقدية الحديثة، أما لأنها شكلت قاعدة انطلاق لدراسات لاحقة بنيت في سياقها العام أو لأنها شكلت موضوع نقد مهد لظهور رؤى نقدية بديلة في تحليلها لدور النقود والآثار التي تحدثها في الاقتصاد. ومنه لا بد من البدء بدراسة النظرية النقدية الكلاسيكية التي تشكل فيها النظرية الكمية للنقود الأساس الفكري.<sup>4</sup>

تعتبر النظرية الكلاسيكية في الطلب على النقود جزءاً من النظرية الكلاسيكية العامة في تحديد مستويات الانتاج والتشغيل والأسعار، حيث تتوقف آلية تحديد الأسعار في النموذج الكلاسيكي على طبيعة الدور الذي تلعبه النقود في هذا الفكر.

وتتضمن النظرية الكلاسيكية في الطلب على النقود تلك المحاولات التي ظهرت في بداية القرن العشرين واستهدفت إيجاد العلاقة بين كمية النقود من ناحية، وبين مستوى الناتج من ناحية أخرى. هذه المحاولات بدأت على أيدي مجموعة من الاقتصاديين في كل من الولايات المتحدة وفي المملكة المتحدة. ومنه سنتناول هاتين المحاولتين بالتفصيل.

### 1. معادلة التبادل:

<sup>1</sup> المقصود بـ "النظرية الكلاسيكية"، أو "الاقتصاد الكلاسيكي" كما يطلق عليه أحياناً، هو ذلك التراث من الفكر الاقتصادي الذي كان سائداً طوال القرن التاسع عشر والثالث الأول من القرن العشرين، وبالتحديد حتى بداية فترة الكساد الكبير خلال الفترة 1929-1933. ويقوم هذا الفكر أساساً على الاعتقاد بأن النظام الاقتصادي الحر، وآلية العرض والطلب في السوق، إذا ما تركت تعمل دون أي تدخل من الدولة في الاقتصاد، فإنها سوف تكفل تحقيق الاستغلال الأمثل للموارد المتاحة، وتضمن التشغيل الكامل لجميع عناصر الإنتاج في الاقتصاد. يرجع هذا الاعتقاد إلى أن النظام الاقتصادي الحر، وفق مبادئ النظرية الكلاسيكية، تتوفر لديه آلية ذاتية تتمثل في مرونة الأسعار والأجور، والتي تكفل دائماً تصحيح الأخطاء والعودة مرة أخرى إلى مستوى الإنتاج عند التشغيل الكامل، في حالة حدوث أي اختلال أو مشاكل اقتصادية، ودون الحاجة إلى أي تدخل من الدولة في قوى السوق.

<sup>2</sup> الطاهر لطرش، الاقتصاد النقدي والبنكي، ديوان المطبوعات الجامعية، بن عكنون، الجزائر، الطبعة الثانية، 2010، ص 70

<sup>3</sup> هيل عجمي جميل الجنابي، رمزي ياسين يسع أرسلان، المرجع السابق، ص 195-196

<sup>4</sup> الطاهر لطرش، نفس المرجع، ص 70

ظهرت العلاقة بين كمية النقود وبين الناتج الاقتصادي في أول صورها على شكل معادلة أطلق عليها اسم معادلة التبادل، وهي المعادلة التي قام بوضعها الاقتصادي الشهير أرفينج فيشر في جامعة يال الأمريكية. هذه المعادلة كانت على الشكل التالي:

$$MV = PT \dots \dots (1)$$

حيث:

$M$ : كمية النقود المتداولة في الاقتصاد خلال فترة زمنية معينة (سنة مثلا):

$V$ : هي سرعة تداول النقود التي تعبر على عدد المرات التي تنتقل فيها الوحدة النقدية من يد الى أخرى خلال فترة زمنية معينة. وبعبارة أخرى، تعبر سرعة التداول على عدد المرات التي نستعمل فيها كمية النقود المتواجدة في الاقتصاد خلال فترة زمنية معينة لتبادل الإنتاج.

$P$ : متوسط المستوى العام للأسعار في سنة ما، والذي يتم قياسه باستخدام الرقم القياسي للأسعار في تلك السنة؛

$T$ : كمية السلع والخدمات التي يتم مبادلها خلال سنة ما، والتي تقاس بعدد المبادلات أو الصفقات التي تمت خلال السنة.

ويمثل الطرف الأيسر من المعادلة  $MV$ ، جانب الانفاق النقدي على السلع والخدمات، وهو عبارة عن كمية النقود المعروضة في الاقتصاد خلال فترة زمنية معينة ( $M$ )، مضروبة في سرعة دوران النقود خلال نفس الفترة الزمنية ( $V$ ). هذا الانفاق النقدي لا بد وأن يكون مساويا بالضرورة للجانب السلبي في الطرف الأيمن للمعادلة،  $PT$ ، وهو القيمة النقدية للسلع والخدمات التي تم شراؤها خلال نفس الفترة الزمنية، أي عدد المبادلات السلعية ( $T$ ) التي تم القيام بها خلال الفترة، مضروبة في متوسط الأسعار ( $P$ ) التي تم دفعها ثمنها لهذه المبادلات.

بهذا المعنى، فإن معادلة التبادل تشير الى أن ما تم انفاقه من نقود في سنة ما ( $MV$ )، يساوي تماما القيمة النقدية للمبادلات السلعية التي تمت خلال نفس الفترة ( $PT$ ). أو تساوي كمية النقود المتداولة في الاقتصاد مع قيمة الإنتاج. هذه هي الصيغة الأولية لمعادلة التبادل كما وضعها أرفينج فيشر بهدف استخدامها في تحليل العلاقة بين النقود وبين النشاط الاقتصادي. إلا أن هذه الصيغة بالشكل الذي وردت فيه في المعادلة رقم (1)، قد عانت من مشكلتين:

■ **المشكلة الأولى:** تمثلت في صعوبة إيجاد تقدير دقيق لحجم المبادلات أو الصفقات ( $T$ ) التي تتم خلال فترة زمنية معينة، وذلك نظرا لعدم وجود احصائيات أو بيانات دقيقة عن عدد الصفقات التي يجري تداولها في الاقتصاد.

■ **المشكلة الثانية:** تتمثل في أن هذه المبادلات، وحتى لو كان هناك حصرا كاملا لها، تحتوي على مجموعة من السلع التي لا تدخل في حساب الناتج المحلي الاجمالي GDP (مثل الانفاق على السلع الوسيطة، أو شراء أوراق مالية، أو القيام بشراء سلع تم انتاجها في فترات سابقة). فاذا كان الهدف النهائي من استخدام معادلة التبادل هو محاولة قياس تأثير النقود على النشاط الاقتصادي، فقد يكون من الأفضل الاهتمام بحجم الانفاق على السلع والخدمات النهائية التي يتم انتاجها خلال سنة ما، والتي تعكس بشكل أفضل مستوى النشاط الاقتصادي الحقيقي، وهو ما يتم قياسه باستخدام الناتج المحلي الاجمالي.

لهذه الأسباب قام فيشر بإعادة صياغة معادلة التبادل لتصبح من الشكل:

$$MV = PY \dots \dots (2)$$

حيث  $M$ ،  $V$  و  $P$  تحمل نفس المعاني السابقة لها، والتي وردت في المعادلة رقم (1). بينما يشير المتغير الجديد  $Y$ ، الى الناتج الحقيقي، أو كمية السلع النهائية والخدمات التي يتم انتاجها خلال فترة زمنية معينة. في هذه الحالة فإن الطرف الأيمن من المعادلة (2)، أي  $PY$ ، أصبح الآن يشكل "القيمة السوقية لمجموع السلع النهائية والخدمات التي

يتم شراؤها خلال الفترة"، وهذا هو التعريف الذي يأخذه الناتج المحلي الاجمالي الاسمي، أو الدخل الاسمي الذي يتم توليده في الاقتصاد خلال السنة. أما الطرف الأيسر من المعادلة رقم (2)، أي  $MV$  فلا يزال يحمل المعنى السابق، وهو مبلغ الانفاق النقدي على السلع والخدمات خلال الفترة الزمنية محل الدراسة.

أما عن معنى معادلة التبادل في شكلها الجديد بعد تعديلها، أي المعادلة رقم (2). للوهلة الأولى يتبين لنا أن هذه المعادلة بالشكل الذي جاءت فيه لا تعدو سوى كونها تعبيراً عن مساواة تامة بين جانب الانفاق النقدي ( $MV$ ) من ناحية، وبين القيمة النقدية لمجموع السلع والخدمات التي يتم شراؤها ( $PY$ ) من ناحية ثانية. بعبارة أخرى، فإن هذه المعادلة تقول أن ما تم انفاقه من نقود على السلع والخدمات التي يتم شراؤها إنما يساوي تماماً القيمة السوقية النقدية لهذه السلع والخدمات. بهذا المعنى، فإن هذه المعادلة (معادلة التبادل) ما هي الا متطابقة، أو بديهية، وهي بالتالي لا بد أن تكون صحيحة بالضرورة في كل الأوقات. كما أنها لا تضيف شيئاً جديداً، ولا تبين لنا طبيعة العلاقة بين متغيراتها، وبالذات مدى تأثير النقود على النشاط الاقتصادي. فالزيادة في كمية النقود، مثلاً، قد لا تؤثر في مستوى الأسعار ( $P$ )، أو في مستوى الانتاج ( $Y$ )، إذا ما تغيرت قيمة ( $V$ ) في اتجاه معاكس بنفس المقدار.

## 2. نظرية كمية النقود وفق معادلة أرفينج فيشر:

كما ذكرنا سابقاً، فإن صيغة معادلة التبادل بالشكل السابق، لا تمكننا من استنتاج العلاقة بين المتغيرات التي تتضمنها هذه المعادلة، ولا تمكننا بالتالي من استخدامها في تفسير العلاقة بين هذه المتغيرات. وللتغلب على هذه المشكلة، وتحويل صيغة المعادلة من مجرد متطابقة أو بديهية الى نظرية يمكن اثبات مدى صحتها أو خطأها من خلال الرجوع الى الواقع، وتوضيح العلاقة بين كمية النقود وبين مستوى الدخل من خلالها، واستخدام النتائج التي تتوصل اليها النظرية في رسم السياسة الاقتصادية، كان لا بد من وضع بعض الافتراضات فيما يتعلق بسرعة دوران النقود ( $V$ )، وحجم الناتج الحقيقي ( $Y$ )، وذلك على النحو التالي:

1. أن سرعة دوران النقود ثابتة لا تتغير في الزمن القصير، وأنه لا توجد أي علاقة بين كمية النقود ( $M$ ) وبين سرعة دوران النقود، بمعنى أن التغير في كمية النقود لا تحدث أي تغيرات مقابلة في سرعة دورانها.
2. أن مستوى الانتاج في المدى القصير ثابت، وأن الاقتصاد يعمل باستمرار عند مستوى التشغيل الكامل، وأن أي انحراف عن هذا المستوى سوف يولد قوة ذاتية تعيد الاقتصاد مرة أخرى الى وضع التوازن عند هذا المستوى من التشغيل الكامل.

وقبل أن نتحدث بشيء أكثر من التفصيل عن الأسباب التي جعلت الاقتصاديين الكلاسيك يقومون بوضع هذه الافتراضات، دعنا نرى طبيعة التحول الذي طرأ على معادلة التبادل والذي جعلها الآن تبدو على شكل نظرية يمكن استخدامها لإيجاد العلاقة بين كمية النقود وبين المستوى العام للأسعار. فعلى افتراض ثبات كل من ( $V$ ) و ( $Y$ ) في الزمن القصير، فإن المعادلة رقم (2) أصبحت الآن تبدو على النحو التالي:

$$M\bar{V} = P\bar{Y} \dots \dots (3)$$

حيث تم تثبيت كل من سرعة دوران النقود ( $V$ ) والناتج الاجمالي ( $Y$ ) (بوضع شرطة فوق كل منهما). هذا الشكل الجديد لمعادلة التبادل أصبح الآن نظرية تعرف باسم "نظرية كمية النقود"، وهي واحدة من أشهر النظريات الاقتصادية التي ظهرت في بداية القرن العشرين، وتعتبر من العلامات البارزة في تراث الفكر الاقتصادي الكلاسيكي<sup>1</sup>. ان ادخال هذه الافتراضات على معادلة التبادل سمح باستخدامها في تحديد النتائج المترتبة على القرارات النقدية المتخذة. حيث أن زيادة عرض النقود (زيادة كمية النقود) سوف يؤدي مباشرة الى زيادة المستوى العام للأسعار. ويكون هذا الأثر كلياً. وعلى هذا الأساس، توجد علاقة مباشرة وتناسبية وفي نفس الاتجاه بين التغير في العرض

<sup>1</sup> محمد سعيد السهموري، المرجع السابق، ص ص 263-267

النقدي وتغير المستوى العام للأسعار. وعليه، فإن أي تغير في كمية النقود لن يكون له أي أثر على مستوى الانتاج (الذي يوجد عند مستوى التشغيل الكامل فرضاً). وهو ما يعني أن النقود محايدة، بمعنى أنها لا تؤثر إطلاقاً على حجم الانتاج (وبصفة عامة المتغيرات الحقيقية)، الذي يتأثر بعوامل حقيقية (حجم الموارد الاقتصادية، حالة التقنية والتنظيم).<sup>1</sup>

هذه العلاقة المباشرة والتامة بين كمية النقود وبين المستوى العام للأسعار كما نصت عليها نظرية كمية النقود، تقوم على الافتراضات التي تم الإشارة إليها سابقاً والمتعلقة بثبات سرعة دوران النقود، وثبات مستوى الانتاج من السلع والخدمات في الزمن القصير. نعود الآن إلى مناقشة تلك الفروض بشيء من التفصيل:

#### ■ الفرضية الأولى: ثبات سرعة دوران النقود:

هذه الفرضية تقوم على أساس نظرة الكلاسيك إلى النقود على أساس أنها وسيط للتبادل فقط، وإلى عدم اهتمامهم بوظائفها الأخرى، وبالذات دورها كمخزون للقيمة. بمعنى أن طلب الأفراد للنقود، أو الدافع الأساسي لاحتفاظهم بها، من وجهة النظر الكلاسيكية، يكون بهدف استعمالها لإتمام المبادلات السلعية، وأشباع حاجاتهم من السلع والخدمات فقط. وقد افترض الكلاسيك في هذا الصدد أن طلب الأفراد على النقود يعتمد على عوامل عديدة ترتبط بدرجة تطور الاقتصاد، وتطور النظام المصرفي والسوق المالي، وبالعادة والتقاليد المرتبطة بطريقة دفع الأجور والرواتب، وبطريقة إتمام المبادلات، وهي في مجملها عوامل مرتبطة أساساً بالطريقة التي تعمل بها المؤسسات الاقتصادية في المجتمع، وهي تتمتع بالاستقرار والثبات النسبي في الزمن القصير. فإذا كان الأمر كذلك، فلا بد أيضاً أن يكون طلب الأفراد على النقود، وبالتالي سرعة دورانها ( $V$ )، هو الآخر يتمتع بالثبات النسبي في الزمن القصير.

#### ■ الفرضية الثانية: ثبات مستوى الانتاج في الزمن القصير

يقوم هذا الافتراض في الفكر الكلاسيكي على وجود آلية ذاتية في الاقتصاد تضمن دائماً حدوث التوازن في مستوى الانتاج عند التشغيل الكامل. هذه الآلية الذاتية تتمثل في مرونة الأسعار والأجور التي تتضمن دائماً عودة الاقتصاد إلى مستوى التوازن عند حدوث أي اختلال يبعده عن هذا المستوى. فإذا حدث مثلاً أن انخفض مستوى الطلب الكلي لأي سبب من الأسباب، وحدث فائض في العرض في السوق، وابتعد الاقتصاد بالتالي عن وضع التوازن، فإن هذا الفائض، وفق النظرية الكلاسيكية، سوف يؤدي إلى: (1) حدوث انخفاض في مستوى الأسعار يؤدي إلى زيادة الطلب، (2) حدوث انخفاض في مستوى سعر الفائدة يشجع قطاع الأعمال على توظيف العمالة العاطلة، (3) حدوث انخفاض في مستوى سعر الفائدة يشجع قطاع الأعمال على الاستثمار. هذه الزيادة في الطلب على سلع الاستهلاك، والتوظيف، والاستثمار، والتي سببتها المرونة في الأسعار والأجور، تضمن دائماً عمل الاقتصاد عند مستوى التشغيل الكامل وإعادة التوازن إليه بعد حدوث أي اختلال. بناءً على ذلك، فقد افترض الكلاسيكيون أن مستوى الانتاج يكون ثابتاً في الزمن القصير.<sup>2</sup>

إن النظرية الكمية للنقود، التي سيطرت على التفكير النقدي خلال فترة ليست قصيرة من الزمن، تبين بوضوح العلاقة السببية واتجاهها. تنطوي هذه العلاقة على أن التغير في كمية النقود سوف يحدث أثاره بالكامل على المستوى العام للأسعار الذي يعتبر نتيجة الحتمية، ويتحقق ذلك وفق علاقة ميكانيكية مباشرة. وعليه تمثل النظرية الكمية للنقود نظرية لعرض النقود بامتياز. ولا تقدم لنا أي مؤشرات على ماهية الطلب على النقود من طرف

<sup>1</sup> الطاهر لطرش، الاقتصاد النقدي والبنكي، المرجع السابق، ص 72

<sup>2</sup> محمد سعيد السمهوري، المرجع السابق، ص ص 268-269

الأعوان الاقتصاديين طالما أنها لا تعترف للنقود بأي دور ايجابي. وكان الأمر يتطلب انتظار التطور الذي أحدثه النيوكلاسيك ليدخل الاقتصاد النقدي مرحلة جديدة ميزها نقاش واسع حول الطلب على النقود كمحرك للديناميكية الاقتصادية.<sup>1</sup>

### 3. نظرية كمية النقود وفق معادلة كامبريدج :

في الوقت الذي قام فيه فيشر ببحث طبيعة الدور الذي تلعبه النقود في التأثير على مستوى النشاط الاقتصادي، وفي المستوى العام للأسعار، من خلال صياغته لمعادلة التبادل، ثم نظرية كمية النقود، قام فريق آخر من الاقتصاديين في جامعة كامبريدج في بريطانيا ببحث نفس الموضوع ولكن من زاوية مختلفة عرفت باسم معادلة كامبريدج أو منهج كامبريدج. فبدلاً من النظر إلى الأمر من زاوية عرض النقود، أو سرعة دورانها كما فعل فيشر، كان التركيز على جانب الطلب على النقود، وعلى العوامل التي تؤثر فيه. وقد قام فريق جامعة كامبريدج بقيادة الاقتصادي البريطاني ألفريد مارشال ومن بعده الاقتصادي بيجو، بصياغة نظرية كمية النقود على النحو التالي:

$$M^d = kPY \dots \dots (4)$$

حيث تشير  $(M^d)$  إلى الطلب على النقود، بينما تشير  $(k)$  إلى تلك النسبة من الدخل الاجمالي الاسمي  $(PY)$  التي يود الأفراد الاحتفاظ بها على شكل نقود سائلة. والمعادلة رقم (4) تنص على أن الطلب على النقود، سواء كان ذلك من قبل فرد واحد أو طلب الاقتصاد ككل، إنما يمثل نسبة معينة من مجموع الدخل الاسمي. وعلى سبيل المثال، اذا كان الدخل الاسمي،  $(PY)$ ، يساوي 1000 دينار، وكانت  $(k)$  تساوي 0.2، فإن الطلب على النقود في هذه الحالة يساوي 200 دينار، ويكون هذا المبلغ عبارة عن تلك الكمية من النقود التي يود الأفراد طلبها والاحتفاظ بها لشراء حاجاتهم من السلع والخدمات.

هذه الصياغة للنظرية الكمية كما جاءت على يد مدرسة كامبريدج تعتبر تطوراً في الفكر الكلاسيكي مقارنة بتلك الصياغة التي جاء بها فيشر، وذلك لسببين:

- السبب الأول، أن الطلب على النقود  $(M^d)$  أصبح الآن أكثر وضوحاً في الفكر الكلاسيكي، لأنه يمثل نسبة ثابتة ومحددة من الدخل،  $(k)$ ، وهو ما كان غائباً في صياغة فيشر للنظرية الكمية.
- السبب الثاني، فهو أن النقود أصبحت الآن تطلب للاحتفاظ بها، وليس فقط لإنفاقها كما هو الحال عند فيشر. وهذه النقطة هامة لأنها تعتبر تطوراً في الفكر الكلاسيكي للنقود، وفي بداية النظر إليها على أنها أصل من الأصول التي يرغب الأفراد في اقتنائها، بدلاً من الفكرة القديمة التي اعتادت النظر إليها على أنها وسيط للتبادل فقط.<sup>2</sup>

بناء على ذلك يمكن القول أن معادلة كامبريدج استطاعت أن تدخل تحولاً نوعياً في مجال التحليل النقدي. حيث تمثل معادلة هيكلية (سلوكية) تصف لنا تصرفات الأعوان الاقتصاديين فيما يتعلق بحيازة النقود. وهكذا نستطيع القول أن النظرية الكمية للنقود قد تحولت من معادلة بسيطة للتبادل إلى دالة حقيقية للطلب على النقود. وفي هذه الدالة (المعادلة 4)، تمثل  $M$  الأرصدة النقدية الاسمية التي يرغب الأعوان الاقتصاديون في حيازتها. إضافة إلى ذلك تسمح معادلة كامبريدج بمناقشة مفهوم بالغ الأهمية في مجال التحليل النقدي والمتمثل في الأرصدة النقدية الحقيقية. ويتم ذلك في حالة القيام بقسمة طرفي المعادلة (4) على  $P$ ، حيث نحصل حينئذ على المعادلة التالية:

<sup>1</sup> الطاهر لطرش، الاقتصاد النقدي والبنكي، المرجع السابق، ص 72

<sup>2</sup> محمد سعيد السمهوري، المرجع السابق، ص 270

$$\frac{M^d}{P} = kY \dots \dots (5)$$

إذا كانت  $M^d$  تمثل في المعادلة (4) الأرصدة النقدية الاسمية المرغوبة التي تعتبر دالة في الدخل الاسمي، فإن  $\frac{M^d}{P}$  في المعادلة (5) تشكل الأرصدة النقدية الحقيقية المرغوبة وهي دالة في الدخل الحقيقي. وعندما نمر من المعادلة (4) إلى المعادلة (5)، نعتبر أن الأعوان الاقتصاديون لا يتأثرون بالوهم النقدي. وقد استعمل النيوكلاسيك التغير في الأرصدة النقدية الحقيقية لشرح كيفية انتقال آثار التغير في كمية النقود إلى الأسعار.

وتعتبر الآلية التي استعملوها مبتكرة إلى حد ما. إذا حدث ارتفاع في كمية النقود فإن ذلك سوف يؤدي إلى ارتفاع الدخل النقدي بشكل يسمح بارتفاع الأرصدة النقدية الحقيقية إلى حد أعلى من المستوى المرغوب. ويؤدي ذلك إلى أحداث زيادة في الانفاق على شراء السلع والخدمات. ومادام العرض يتميز بالصلابة بسبب التشغيل الكامل، فإن الطلب الإضافي سوف يمارس ضغطاً على الأسعار التي تتجه نحو الارتفاع حيث تساهم في انخفاض تدريجي للأرصدة النقدية الحقيقية. ويتوقف التعديل التدريجي للأسعار عندما تتساوى الأرصدة النقدية التي يحوزها الأعوان الاقتصاديون فعلياً مع الأرصدة النقدية المرغوبة من طرفهم وذلك عند مستواها السابق.

وهكذا قام هذا التحليل النقدي، القائم على مفهوم الأرصدة الحقيقية، النيوكلاسيك إلى إهمال الستار النقدي الذي رأيناه عند ساي، ولكن دون أن يؤدي ذلك إلى تجاوز العلاقة السببية القائمة بين كمية النقود والأسعار. كل ما في الأمر، أنه مرورا من التحليل الميكانيكي الذي بنيت عليه النظرية الكمية للنقود إلى تحليل مؤسس على الآليات غير المباشرة لنقل آثار التغير في كمية النقود إلى الأسعار. ومع ذلك، فإن هذا التطور المعتبر في إدراك النيوكلاسيك للمسائل النقدية لم يسمح بتجنب الخلاصة الأساسية، التي رأيناها عند الكلاسيك، والمتمثلة في التناسبية التي توجد بين التغير في كمية النقود والأسعار.<sup>1</sup>

#### 4. العلاقة بين معادلة فيشر ومعادلة كامبريدج:

رغم التطور الذي أحدثته مدرسة كامبريدج على نظرية كمية النقود مقارنة بالصياغة الأولى للنظرية على يد فيشر، إلا أنه بالإمكان بيان العلاقة الوثيقة بين الصياغتين، وذلك من ناحيتين: (1) العلاقة بين سرعة دوران النقود ( $V$ ) وبين ( $k$ )، و (2) العلاقة بين كمية النقود ( $M$ ) وبين المستوى العام للأسعار ( $P$ ).

#### 1.4. العلاقة بين سرعة دوران النقود ( $V$ ) وبين ( $k$ )

لتوضيح هذه العلاقة يمكن النظر إلى معادلة فيشر ومعادلة كامبريدج عندما يكون الاقتصاد في وضع التوازن. في هذه الحالة سيكون سوق النقود أيضاً في وضع التوازن، ويكون الطلب على النقود مساوياً لعرض النقود، ( $M^d = M$ ). وبالتالي، سيكون الطرف الأيمن لمعادلة فيشر (المعادلة رقم 3 بعد قسمة طرفيها على  $V$ ) ولمعادلة كامبريدج (المعادلة رقم 4) أيضاً متساويين. أي يكون:

$$kPY = \frac{PY}{V} \quad (6)$$

وبقسمة الطرفين على  $PY$ ، نجد أن:

$$k = \frac{1}{V}$$

أي أن ( $k$ ) هي مقلوب سرعة دوران النقود ( $V$ ). فإذا كانت ( $k = 0.2$ ) مثلاً، فإن ( $V = 5$ ) في هذه الحالة. بمعنى أن احتفاظ الأفراد بنسبة 20% من الدخل الاسمي الإجمالي ( $PY$ ) على شكل نقود لإتمام مبادلاتهم السلعية، يعني

<sup>1</sup> الطاهر لطرش، الاقتصاد النقدي والبنكي، المرجع السابق، ص ص 73-75

في نفس الوقت، أن كل وحدة نقدية من هذه الكمية المطلوبة من النقود سوف يتم استخدامها، في المتوسط، خمس مرات خلال السنة لإتمام عملية المبادلات داخل الاقتصاد. كذلك يتضح من الصياغة أعلاه أن العلاقة بين  $(k)$  وبين  $(V)$  هي علاقة عكسية، بمعنى أن زيادة طلب الأفراد على النقود (مع ثبات حجم الناتج الإجمالي الاسمي) سوف يؤدي الى نقص في سرعة دورانها، والعكس صحيح. فإذا قرر الأفراد، مثلا، الاحتفاظ بنسبة أكبر من دخلهم على شكل نقود سائلة، أي حدوث زيادة في  $k$  (بافتراض ثبات  $PY$ )، فإن ذلك سيقبل من سرعة دوران النقود، لأن كل وحدة نقدية في هذه الحالة سوف يتم استخدامها الآن عدد مرات أقل لإتمام نفس القدر من المبادلات السلعية.

#### 2.4. العلاقة بين كمية النقود $(M)$ وبين المستوى العام للأسعار $(P)$

لتوضيح هذه العلاقة، نعود مرة أخرى الى الفروض الكلاسيكية المتعلقة بثبات الانتاج  $(Y)$ ، وثبات سرعة دوران النقود  $(V)$ ، وبالتالي ثبات  $(k)$  في الزمن القصير. وكما أشرنا من قبل، عندما يكون الاقتصاد في وضع التوازن، فإن سوق النقود يكون أيضا في حالة توازن، وتكون الكمية المطلوبة من النقود  $(M^d)$  مساوية للكمية المعروضة  $(M)$ . وبالتالي يمكن إعادة كتابة معادلة كامبريدج (المعادلة رقم 4) على النحو التالي:

$$M = \bar{k}P\bar{Y} \dots \dots (7)$$

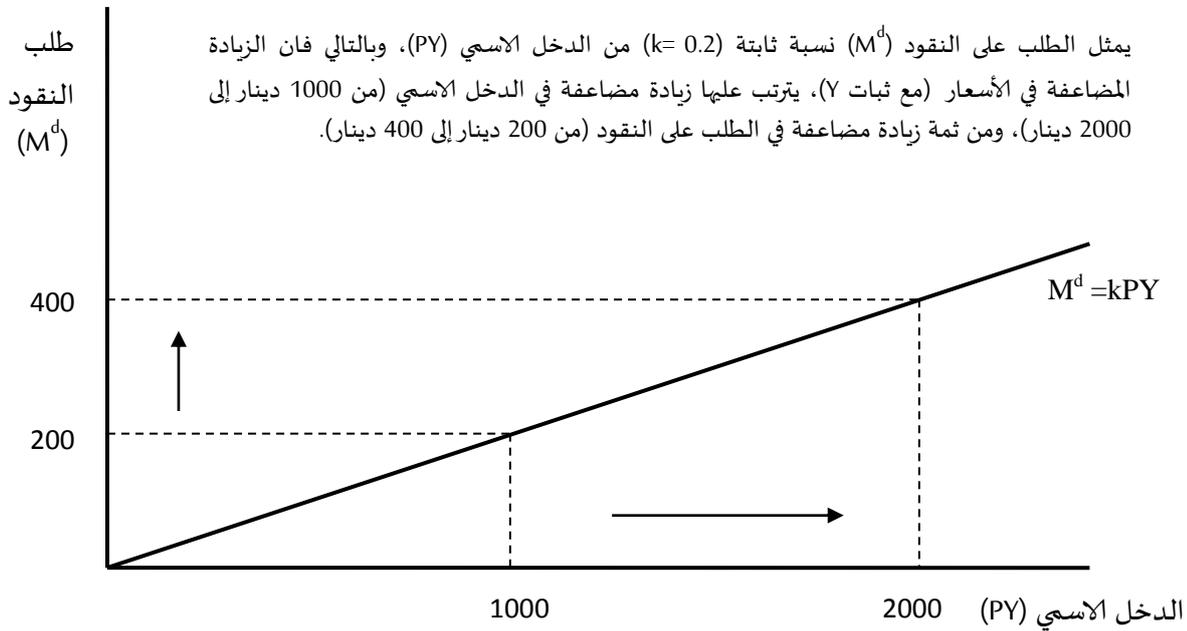
حيث تشير الشرطة فوق المتغيرات الى ثبات قيمتها في الزمن القصير.

ومع ثبات كل من  $(k)$  و  $(Y)$ ، تتضح لنا العلاقة المباشرة والطرديّة بين النقود وبين المستوى العام للأسعار. فزيادة النقود بنسبة 10% مثلا سوف يؤدي الى حدوث تغير في مستوى الأسعار بنفس المقدار وب نفس الاتجاه، وهي نفس النتيجة التي نصت عليها صيغة فيشر لنظرية كمية النقود (المعادلة رقم 3). والنتيجة اذا هي، أنه في ظل الفكر الكلاسيكي، فإن المحدد الرئيسي للمستوى العام للأسعار هي كمية النقود.<sup>1</sup>

وهكذا يتضح أن كل من أرفينج فيشر وفريق كامبردج قد توصلا في صياغتهما لنظرية كمية النقود الى نفس النتائج تقريبا فيما يتعلق بالطلب على النقود وتوضيح الدور الذي تلعبه النقود في النشاط الاقتصادي وكذلك تأثيرها على المستوى العام للأسعار، رغم أن كل منهما قد اتبع طريقة مختلفة عن الآخر. هذه النتيجة يمكن تلخيصها في الرسم البياني التالي:

<sup>1</sup> محمد سعيد السمهوري، المرجع السابق، ص ص 171- 272

## الشكل 3: النظرية الكلاسيكية في الطلب على النقود



المصدر: محمد سعيد السمهوري، اقتصاديات النقود والبنوك، دار الشروق للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، الطبعة الأولى، 2012، ص 273

## ثانياً: النظرية الكينزية في الطلب على النقود

قام الاقتصادي البريطاني الشهير جون ماينرد كينز بنقد منهجي لطريقة أداء الاقتصاد الكلاسيكي ونتائجه الضرورية خاصة على الصعيد النقدي. حيث لم تعد النقود مع كينز مجرد ستاريخفي الحقائق ولا هي محايدة، بل تمارس عملاً نشطاً تؤثر من خلاله على المتغيرات الاقتصادية بما في ذلك المتغيرات الحقيقية. وقد أمكن لكينز أن يقوم بذلك من خلال الأدوار (وليس الدور) التي يمكن للنقود أن تلعبها. مع كينز، لم تعد النقود مطلوبة لأداء دور تسهيل المبادلات فقط، ولكنها تطلب أيضاً لكي تقوم بأدوار أخرى. بالنسبة إليه، يعتبر تفضيل السيولة العامل الأساسي الذي يحدد كمية النقود التي يحتفظ بها الأفراد عند مستوى معين للفائدة، وعن طريق هذا المسلك بالذات تدخل كمية النقود في النظام الاقتصادي. كما أعطى كينز للنقود صفة الأصل الذي يمكن الاحتفاظ به لتحقيق مكاسب، وقد وسع ذلك الأسباب التي تدفع الناس إلى طلبها. ولذلك لم يعد الطلب على النقود يحدده دافع واحد ولكنه أصبح مع كينز يتحدد بدوافع ثلاثة هي دافع المعاملات، ودافع الاحتياط، ودافع المضاربة<sup>1</sup>.

قام كينز بتطوير نظرية في الطلب على النقود عرفت باسم نظرية تفضيل السيولة النقدية. هذه النظرية تختلف تماماً عن "نظرية كمية النقود" الكلاسيكية التي تجاهلت دور سعر الفائدة كعامل محدد للطلب على النقود. ففي الوقت الذي نظر فيه الاقتصاديون الكلاسيكيون إلى النقود على أساس أنها "وسيط للتبادل" فقط، يطلّبها الأفراد لقضاء حاجاتهم من السلع والخدمات، قام كينز بالتركيز على وظيفة النقود "كمخزن للقيمة"، بالإضافة إلى وظيفتها

<sup>1</sup> الطاهر لطرش، الاقتصاد النقدي والبنكي، المرجع السابق، ص ص 75-76

كوسيط للتبادل. وبالتالي فقد رأى كينز في نظريته أن التغيرات في أسعار الفائدة في السوق المالي تؤثر تأثيراً كبيراً على طلب الأفراد على النقود كما سنرى بعد قليل.<sup>1</sup>

### 1. دوافع الطلب على النقود لدى كينز:

يقصد "كينز" بتفضيل السيولة الدوافع التي تحفز الفرد (أو المؤسسة) على الاحتفاظ بالثروة في شكل سائل (نقود)، ويعبر عنها بالدوافع النفسية للسيولة، وهي أن رغبة المتعاملين الاقتصاديين في حيازة أرصدة نقدية يرجع إلى كون النقود بمثابة الأصل الأكثر سيولة، نظراً لأنها تمثل الأصل الوحيد الذي يمكن تحويله إلى أي أصل آخر في أقصر مدة ودون خسارة، أو الأصل الوحيد الذي لا يحتاج إلى تسهيل. ويرجع "كينز" دوافع الطلب على النقود (تفضيل السيولة) إلى ثلاثة أغراض:

(1) دافع المبادلات، (2) دافع الاحتياط، و(3) دافع المضاربة.<sup>2</sup> وسوف نتناول كل دافع من هذه الدوافع الثلاثة بالشرح، ثم ننتقل بعد ذلك إلى الحديث عن الدالة الكينزية في الطلب على النقود والتي تقوم على أساس هذه الدوافع.

#### 1.1. دافع المبادلات (المعاملات):

يقصد بدافع المعاملات (أو المبادلات) رغبة المتعاملين الاقتصاديين في الاحتفاظ بنقود سائلة للقيام بالنفقات الجارية خلال فترة المدفوعات، أي الفترة التي يتقاضى فيها الشخص راتبه الدوري، ورغبة المؤسسات في الاحتفاظ بالنقود السائلة لدفع نفقات التشغيل من ثمن المواد الأولية وأجور العمال وإيجار العقارات... (تمويل رأس المال العامل).<sup>3</sup>

وفق هذا الدافع، يقوم الأفراد بطلب النقود بهدف استخدامها في شراء ما يحتاجونه من سلع وخدمات. فالنقود، كما أشرنا سابقاً، تعتبر "وسيط للتبادل"، وبالتالي فإن هناك حاجة لها لإتمام المبادلات التي يقوم بها الأفراد في السوق، ولتمويل الانفاق على احتياجاتهم المختلفة منها. أي أن طلب الأفراد على النقود هنا هو طلبهم على السيولة النقدية اللازمة لهذا الغرض، سواء كانت هذه السيولة على شكل نقود ورقية أو على شكل حسابات بنكية جارية. وهذا يعني أن طلب الأفراد على النقود بدافع المبادلات هو بالأساس طلب على  $(M_1)$ ، وهو التعريف الضيق للنقود.

وتتأثر كمية النقود التي يطلبها الأفراد لمقابلة دافع المبادلات بثلاثة عوامل: (1) الطريقة التي يتسلم بها الأفراد دخولهم، (2) مستوى الدخل الفردي، (3) سعر الفائدة السائد في السوق المالي.

✓ تأثير طريقة تسلم الدخل على طلب الأفراد على النقود بدافع المبادلات: يمكن القول أنه كلما كانت فترات تسلم هذا الدخل متقاربة (كل أسبوع مثلاً)، كلما كانت كمية النقود التي يود الأفراد الاحتفاظ بها لتمويل حاجاتهم من السلع والخدمات قليلة، وكلما انخفض بالتالي طلبهم على النقود بدافع المبادلات. والعكس صحيح إذا كانت فترات تسلم الدخل متباعدة (كل شهر مثلاً).

وحتى يمكن توضيح هذه النقطة نعطي مثالاً لاثنتين من الأفراد يحصلان على نفس المستوى من الدخل، 600 دينار شهرياً، ولكنهما يختلفان في طريقة تسلم هذا الدخل: الفرد الأول يتسلم دخله مرتين في الشهر، أي 300 دينار كل أسبوعين، والثاني يتسلم دخله مرة واحدة في الشهر، أي 600 دينار في نهاية كل شهر. من الواضح هنا أن طلب الفرد الأول على النقود لشراء ما يحتاجه من سلع وخدمات سيكون أقل بسبب قصر

<sup>1</sup> محمد سعيد السمهوري، المرجع السابق، ص ص 273-274

<sup>2</sup> عبد الحلیم عمار غربي، الوجيز في الاقتصاد النقدي والمصرفي، مطبوعات KIA Publications، الاصدار الأول (الالكتروني)، يناير 2018،

ص 40

<sup>3</sup> عبد الحلیم عمار غربي، نفس المرجع، ص 41

المدة الزمنية التي تمر على استلامه للدخل (أسبوعين فقط) مقارنة بالفرد الثاني الذي سيكون طلبه على النقود لنفس الغرض أكبر بسبب طول الفترة الزمنية التي تمر على استلامه للدخل (ثلاثون يوماً).

✓ تأثير مستوى الدخل على طلب الأفراد على النقود بدافع المبادلات: فيمكن القول بأن أي زيادة تحدث في مستوى دخل الفرد سوف تؤدي إلى زيادة طلب الأفراد على النقود بدافع المبادلات. السبب في ذلك يعود إلى العلاقة الطردية الموجودة بين الدخل وبين الاستهلاك. فزيادة الدخل تؤدي إلى زيادة مقابلة في الاستهلاك، وهذه الأخيرة تتطلب مقدار أكبر من النقود لتمويلها.

✓ تأثير مستوى سعر الفائدة على طلب الأفراد على النقود بدافع المبادلات: نقطة البداية هي الفرضية القائلة بأن الاحتفاظ بالنقود (سواء كان على شكل نقود سائلة، أو على شكل حسابات جارية في الجهاز المصرفي) لا يدر عائداً على الفرد؛ بمعنى أن العائد من وراء الاحتفاظ بالنقود يساوي صفراً<sup>1</sup>، بينما يؤدي استخدام النقود لشراء أصول مالية، كالسندات مثلاً، إلى عائد مالي يتمثل في سعر الفائدة على هذه السندات. وبالتالي فإن احتفاظ الفرد بالنقود السائلة يعني التضحية بهذا العائد، وبالتالي تحمله لتكلفة الفرص البديلة (وهي التكلفة التي تتمثل في ضياع ما كان يمكن للفرد الحصول عليه من عائد لو أنه قام باستثمار نقوده في شراء سندات بدلاً من الاحتفاظ بها على شكل نقود سائلة أو حسابات مصرفية جارية). ونظراً لأن ارتفاع سعر الفائدة يعني ارتفاع تكلفة الفرصة البديلة، فإن الطلب على النقود بدافع المبادلات سوف ينخفض عند ارتفاع أسعار الفائدة، لأن الفرد في هذه الحالة سيفضل توجيه جزء أكبر من نقوده إلى شراء أصول مالية تدر عليه عائداً أكبر في المستقبل بدلاً من استهلاكها في شراء سلع وخدمات في الوقت الحاضر. الخلاصة إذاً، أن هناك علاقة عكسية بين الطلب على النقود بدافع المبادلات وبين سعر الفائدة، وأن هذه العلاقة العكسية تجعل الطلب على النقود يتأثر بالتغيرات في سعر الفائدة في السوق المالي، وتجعله حساساً للتقلبات التي تحدث فيها<sup>2</sup>.

### 2.1. دافع الاحتياط:

يقصد بدافع الاحتياط (الحيطة والحذر) رغبة الأفراد (أو المؤسسات) في الاحتفاظ بنقود في صورة سائلة لمواجهة الحوادث الطارئة والاستثنائية في المستقبل، أي رغبة الأفراد في الاحتفاظ بقدر معين من النقود لمواجهة ظروف مستقبلية غير متوقعة، أو للتعامل مع أي حدث طارئ قد يترتب عليه مصاريف مالية معينة. يدخل في باب هذه الظروف غير المتوقعة، ظروف المرض المفاجئ أو الوفاة، أو أي ظروف أخرى مشابهة تتطلب توافر سيولة نقدية لمواجهةها، أو الاحتفاظ بنقود في صورة سائلة من أجل الاستفادة من الفرص غير المتوقعة (كانخفاض أسعار بعض السلع)<sup>3</sup>.

وبالتالي، وحتى يمكن تجنب الأفراد الوقوع في أي أزمة مالية نتيجة ذلك، فإنهم يقومون بالاحتفاظ بكمية من النقود السائلة لهذا الغرض، مضمين بذلك بالعائد الذي كان يمكن الحصول عليه من وراء استثمار هذه النقود، مقابل الحصول على عنصر الأمان الذي يوفره وجودها معهم. ويتوقف حجم الطلب على النقود هنا على مستوى الدخل الفردي، وعلى المقارنة الضمنية التي يعقدها الأفراد بين تكلفة الاحتفاظ بهذه النقود السائلة (العائد الضائع، أو تكلفة الفرصة البديلة) وبين المنفعة الناجمة عن الاحتفاظ بها. وقد افترض كينز أن هناك علاقة طردية بين مستوى

<sup>1</sup> لاحظ أن هذه الفرضية تكون صحيحة فقط في حالة ثبات المستوى العام للأسعار. ذلك أن وجود التضخم سينعكس سلباً على القوة الشرائية للنقود، وبالتالي سيكون العائد سالباً من وراء الاحتفاظ بها على شكل سيولة نقدية.

<sup>2</sup> محمد سعيد السهموري، المرجع السابق، ص ص 274 - 277

<sup>3</sup> عبد الحليم عمار غربي، المرجع السابق، ص 41

الدخل الفردي، وبين الطلب على النقود بدافع الاحتياط، وعلاقة عكسية بين معدل الفائدة والطلب على النقود بدافع الاحتياط.<sup>1</sup>

### 3.1. دافع المضاربة:

ان ادخال دافع المضاربة في الطلب على النقود جعل كينز ينفصل عن النظرية الكلاسيكية. وبعد ادخال هذا الدافع كاعتراف بأن النقود يمكن أن تطلب لغير دافع التبادل كما يعتقد الكلاسيك، بل تطلب أيضا لذاتها نظرا لخصائصها كمخزن للقيمة، أي تمثل أصلا بديلا للاحتفاظ بالثروة. وانطلاقا من ذلك يعتبر كينز أن دافع المضاربة في الطلب على النقود يمثل دورا بالغ الأهمية في نقل آثار التغير في كمية النقود الى الاقتصاد، وبالاعتماد على هذا الدافع بالذات تستطيع النقود التأثير على النظام الاقتصادي.<sup>2</sup>

اضافة الى قيام الأفراد بالاحتفاظ بالنقود لحاجتهم اليها لأغراض المعاملات والاحتياط، فقد اعتقد كينز أيضا أن الأفراد يقومون بالاحتفاظ بمقدار آخر من النقود لأغراض المضاربة. يقصد بدافع المضاربة احتفاظ المضاربين (أو المجازفين) بأرصدة نقدية سائلة انتظارا للفرص السانحة التي تحقق لهم مكاسب نتيجة التغير في أسعار السندات<sup>3</sup> في البورصات، حيث ترتفع قيمتها أو تنخفض وفقا لتغيرات أسعار الفائدة<sup>4</sup> في السوق النقدية، أي أن المجازفين يفاضلون بين سيولة النقود من جهة، والأرباح الرأسمالية التي تحققها المتاجرة بالسندات من جهة أخرى.<sup>5</sup>

ومنه فان دافع المضاربة هنا هو قيام الأفراد بطلب النقود بهدف استخدامها في شراء وبيع السندات؛ ليس من أجل الحصول على العائد الدوري الذي تدره هذه السندات خلال فترة حياتها، ولكن من أجل الحصول على أرباح من خلال المضاربة على الاتجاهات المستقبلية لأسعار الفائدة. لاحظ أيضا أن المضاربة على أسعار الفائدة هي في حقيقة الأمر مضاربة على أسعار السندات في نفس الوقت، وذلك بسبب العلاقة العكسية التي تربط بين أسعار الفائدة وأسعار السندات. فحسب نظرية كينز للطلب على النقود، فان الأفراد يقومون ببيع أو شراء السندات استنادا الى توقعات مستقبلية لتحركات أسعارها في السوق المالي، مستهدفين من وراء ذلك اما تحقيق أرباح رأسمالية أو تجنب خسائر رأسمالية. ومن هنا، فان سعر الفائدة على السندات عند كينز يلعب دورا رئيسيا في تحديد كمية النقود التي يود الأفراد الاحتفاظ بها بدافع المضاربة.

ويمكن شرح العلاقة بين الطلب على النقود بدافع المضاربة وبين سعر الفائدة من خلال الاستعانة بالرسم البياني التالي. في هذا الشكل، يتم قياس سعر الفائدة على المحور الرأسي، بينما يتم قياس كمية النقود التي يرغب الأفراد الاحتفاظ بها بدافع المضاربة على المحور الأفقي.

<sup>1</sup> محمد سعيد السمهوري، المرجع السابق، ص 277

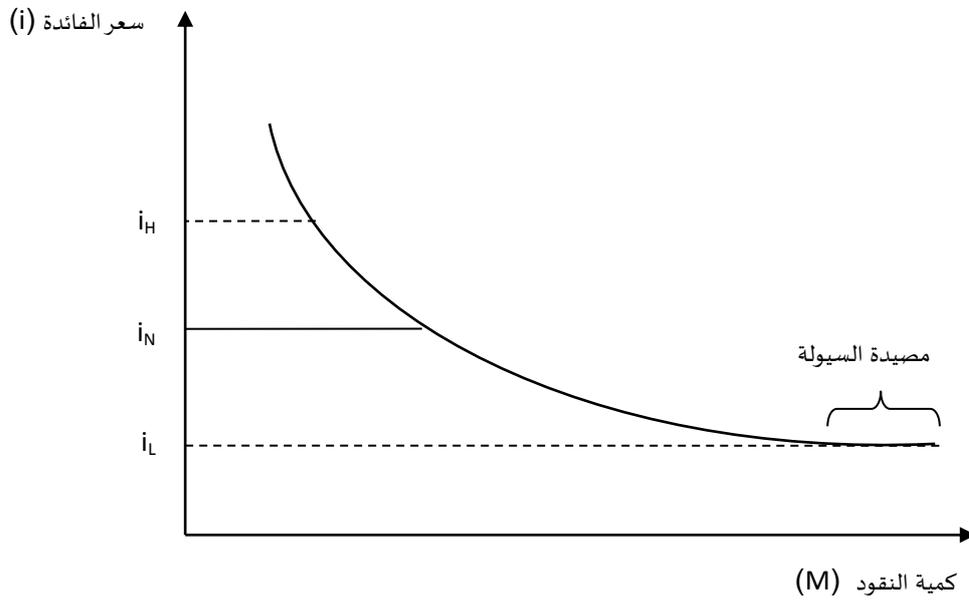
<sup>2</sup> الطاهر لطرش، الاقتصاد النقدي والبنكي، المرجع السابق، ص 78

<sup>3</sup> يلاحظ أن الاستثمار عند كينز هو في السندات فقط.

<sup>4</sup> العلاقة بين سعر الفائدة وسعر السند هي علاقة عكسية، حيث: سعر السند = العائد السنوي / سعر الفائدة.

<sup>5</sup> عبد الحليم عمار غربي، المرجع السابق، ص 42

الشكل 4 : منحى الطلب على النقود بدافع المضاربة



المصدر: محمد سعيد السمهوري، اقتصاديات النقود والبنوك، دار الشروق للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، الطبعة الأولى، 2012، ص 279

وحسب "نظرية التفضيل النقدي في الطلب على النقود" عند كينز، فإن الأفراد عندما يقومون بعمل حساباتهم بشأن اتجاهات تحركات أسعار الفائدة في المستقبل، فانهم في الواقع يقومون بإجراء مقارنة بين أسعار الفائدة الحالية على السندات، وبين سعر الفائدة الذي يعتقدون أنه هو السعر الصحيح، أو السعر العادي Normal Interest Rate الذي يجب أن يسود في السوق. هذا السعر العادي هو ( $i_N$ ) في الشكل البياني التالي:

فاذا اعتقد الأفراد بأن سعر الفائدة الحالي في السوق المالي، عند ( $i_H$ ) مثلاً، هو سعر مرتفع Higher عن السعر الذي يجب أن يكون سائداً من وجهة نظرهم، أي السعر العادي، فانهم بذلك يتوقعون أن تتحرك أسعار الفائدة الى أسفل. هذا الانخفاض المتوقع لسعر الفائدة في المستقبل سوف يؤدي بالتالي الى ارتفاع متوقع في أسعار السندات (بسبب العلاقة العكسية الموجودة بين السعيرين)، ومن ثم الى توقع تحقيق أرباح رأسمالية لمن يملكون هذه السندات وقت ارتفاع أسعارها. في هذه الحالة، فان رغبة الأفراد في الاحتفاظ بالنقود سوف تنخفض، لأنهم يرغبون في تحويل هذه النقود الى سندات يقومون بشرائها في الوقت الحالي بأسعار منخفضة، حتى اذا ما تحققت توقعاتهم بعد ذلك بانخفاض أسعار الفائدة وارتفاع أسعار السندات، قاموا ببيعها واستفادوا من فروق الأسعار (الفروق بين أسعار الشراء المنخفضة وأسعار البيع المرتفعة)، وحققوا بذلك أرباح رأسمالية. هذا الانخفاض في الطلب على النقود بدافع المضاربة يتمثل بالتحرك على منحى الطلب في الشكل البياني الى أعلى<sup>1</sup>.

<sup>1</sup> لاحظ هنا أن الأفراد سيقبلون على شراء السندات رغم توقعهم بانخفاض أسعار الفائدة عليها، ولكن النظرية تفترض أن الارتفاع في أسعار السندات، وبالتالي تحقيق أرباح رأسمالية، سيكون أكثر من كافي للتعويض عن الانخفاض في أسعار الفائدة، وبحيث تكون النتيجة تحقيق ربحا صافيا لهم.

من ناحية أخرى، إذا اعتقد الأفراد بأن سعر الفائدة الحالي على السندات، عند  $(i_t)$  مثلا، هو سعر منخفض، أو كان أقل Lower من "السعر العادي" الذي يجب أن يكون عليه سعر الفائدة من وجهة نظرهم، فانهم بذلك سيتوقعون أن تتحرك أسعار الفائدة الى أعلى. هذا الارتفاع المتوقع في أسعار الفائدة سوف يؤدي الى انخفاض متوقع في أسعار السندات (بسبب العلاقة العكسية التي أشرنا إليها)، وبالتالي الى تحقيق خسائر رأسمالية لمن يملكون هذه السندات وقت انخفاض أسعارها في المستقبل. في هذه الحالة، فان رغبة الأفراد في الاحتفاظ بالنقود سوف تزداد، لأنهم يرغبون في الاحتفاظ بثروتهم على شكل نقود سائلة، والتخلص مما لديهم من سندات حتى يمكن تجنب أي خسائر رأسمالية قد تصيبهم اذا ما تحققت توقعاتهم وانخفضت أسعار السندات أثناء حياتهم لها. هذه الزيادة في الطلب على النقود بهدف المضاربة تتمثل ببيانها بالتحرك الى أسفل على منحنى الطلب في الشكل السابق<sup>1</sup>.

النتيجة اذن، أن هناك علاقة عكسية بين الطلب على النقود بدافع المضاربة وبين أسعار الفائدة. فعندما تكون أسعار الفائدة مرتفعة فان طلب الأفراد على النقود يكون منخفضا، والعكس صحيح<sup>2</sup>. ويرتبط بتحليل كينز للطلب على النقود بدافع المضاربة ظاهرة تعرف باسم "مصيدة السيولة"، أو "فخ السيولة": أي اذا اقترب معدل الفائدة من أقل مستوى يمكن أن يصل اليه، فان المتعاملين الاقتصاديين يمتنعون عن توظيف مدخراتهم في السندات ويفضلون الاحتفاظ بها على شكل نقود. هذه الحالة تعرف بـ "مصيدة السيولة"، بمعنى أن أي زيادة في عرض النقود سوف تتحول الى نقود سائلة يحتفظ بها بصيغة الاكتناز، وليس هناك من يرغب بالاحتفاظ بالسندات<sup>3</sup>.

وهي تشير (في الشكل السابق) الى ذلك الجزء الأفقي من منحنى الطلب على النقود بدافع المضاربة. يعود السبب في هذه الظاهرة الى أنه عند هذا الجزء من المنحنى، فان الأفراد يعتقدون أن أسعار الفائدة في السوق قد وصلت الى أدنى نقطة لها، وأن لا سبيل لانخفاضها أكثر من ذلك. وبالتالي، فان الاتجاه الوحيد المتوقع لتغير أسعار الفائدة في المستقبل هو الاتجاه الصعودي. في هذه الحالة، لا توجد لدى الأفراد أي رغبة للإبقاء على أي أوراق مالية في حوزتهم، وذلك خوفا من أن يؤدي ارتفاع أسعار الفائدة المتوقع الى اصابتهم بخسائر رأسمالية. لهذا السبب، فانه عند هذا السعر المتدني لسعر الفائدة يقوم الأفراد ببيع كل ما لديهم من سندات، ويزداد طلبهم بشكل كبير على "السيولة النقدية" بدلا من ذلك<sup>4</sup>.

## 2. دالة الطلب الكينزية على النقود:

من خلال استعراض دوافع الطلب على النقود كما أوضحها كينز، يتبين لنا أن طلب الأفراد على النقود، سواء كان بدافع المبادلات أو الاحتياط أو المضاربة، يتوقف أساسا على عاملين: مستوى الدخل الفردي، ومستوى سعر الفائدة؛ وأن هذه العلاقة بين الطلب على النقود وبين هذين العاملين تكون طردية بالنسبة للعامل الأول (الدخل)، بينما تكون عكسية بالنسبة للعامل الثاني (الفائدة). كما أن تأثير عامل الدخل على طلب النقود يكون أقوى بالنسبة لدافع المبادلات والاحتياط، بينما يكون تأثير سعر الفائدة على طلب النقود أقوى بالنسبة لدافع المضاربة. بناء على ما تقدم، يمكن صياغة نظرية كينز في الطلب على النقود على شكل معادلة تسمى معادلة "تفضيل السيولة النقدية". هذه المعادلة تجمع معا الدوافع الثلاثة في الطلب على النقود على النحو التالي:

<sup>1</sup> لاحظ أن الأفراد سيقدمون على بيع السندات والتخلص منها رغم توقعهم ارتفاع أسعار الفائدة عليها. ولكن النظرية تفترض بأن الانخفاض المتوقع في أسعار السندات وبالتالي امكانية تحقيق خسائر رأسمالية سيكون. في حساباتهم، أكبر من أن يتم التعويض عنه بارتفاع أسعار الفائدة على السندات، وبحيث تكون النتيجة تحقيق خسارة صافية لهم.

<sup>2</sup> محمد سعيد السمهوري، المرجع السابق، ص 278 - 281

<sup>3</sup> عبد الحليم عمار غربي، المرجع السابق، ص 42

<sup>4</sup> محمد سعيد السمهوري، نفس المرجع، ص 281

$$\frac{M^d}{P} = L(i, y)$$

حيث تشير (i) الى سعر الفائدة، و (y) الى الدخل، بينما تشير (L) الى العلاقة الدالية بين طرفي المعادلة. هذه المعادلة تنص أن الطلب على النقود عند كينز هو دالة في كل من سعر الفائدة ومستوى الدخل كما أوضحنا ذلك من قبل. يلاحظ أيضا في الطرف الأيسر من المعادلة وجود المستوى العام للأسعار في المقام، وهو ما يعكس اهتمام كينز بالقوة الشرائية للنقود وليس بالقيمة الاسمية لها. لذلك فان الطلب على النقود عند كينز هو طلب على القيمة الحقيقية  $\left(\frac{M^d}{P}\right)$  وليس على القيمة الاسمية، وبالتالي، فان (y) في الحد الأيمن للمعادلة السابقة انما تعني مستوى الدخل الحقيقي وليس الدخل الاسمي.<sup>1</sup>

### ثالثا: النظرية الحديثة في الطلب على النقود (نظرية ميلتون فريدمان)

الأساس الذي تنطلق منه النظرية الحديثة في الطلب على النقود هو النظر الى الوظائف التقليدية المختلفة التي تؤديها النقود. فالنقود لا تطلب لذاتها، بل لأنها تؤدي وظائف معينة لمن يحتفظ بها، مثل استخدامها "كوسيط للتبادل" و "كمخزن للقيمة". وبالتالي، فان الطلب على النقود هو في حقيقة الأمر طلب على الوظائف التي تؤديها النقود.

ومنه يمكن تصنيف المفاهيم النظرية للطلب على النقود في فئتين، ترتبط الفئة الأولى بالمقاربة التبادلية transactional approach لأنها تبحث في العوامل المختلفة التي تؤثر في طلب الأفراد على النقود بهدف استخدامها لإتمام المبادلات Transactions التي يقومون بها، بينما ترتبط الفئة الثانية بمفهوم المراجعة Arbitrage بين النقود (أو بالأحرى الأصول النقدية) وبين الأصول المالية والأصول الحقيقية. ويكون الطلب حينئذ على النقود دالة في الثروة أو الذمة الاجمالية للكون الاقتصادي.

وفي كلتا الحالتين، يؤدي الطلب على النقود الى احداث تغييرات عديدة وذات أهمية بالغة على مجمل الاقتصاد. وسوف نتناول النظرية التي قدمها الاقتصادي الأمريكي الشهير ميلتون فريدمان للطلب على النقود، وهي تنتمي الى الفئة الثانية من النظرية الحديثة.<sup>2</sup>

في الخمسينات من القرن الماضي شهد الفكر النقدي مساهمات عديدة لتحليل الطلب على النقود، وقد ارتبطت هذه الأفكار الجديدة باسم النظرية النقدية المعاصرة أو مدرسة شيكاغو، وعلى رأس هذه المدرسة هو الاقتصادي الأمريكي ميلتون فريدمان Milton Friedman.<sup>3</sup>

لقد أعاد ميلتون فريدمان احياء النظرية الكمية للنقود، وذلك عندما قام بصياغة نظريته في الطلب على النقود. وقد أخذت هذه النظرية بعين الاعتبار الحقائق الجديدة للاقتصاد سواء تعلق الأمر بتطور بنية الاقتصاد الرأسمالي أو بالحقائق النقدية الجديدة على ضوء الأفكار التي أتى بها كينز والتي ضربت المعتقدات الفكرية للمدرسة الكلاسيكية في جذورها. وقد أعاد فريدمان صياغة دالة الطلب على النقود معتبرا أن النظرية الكمية للنقود هي أساسا دالة للطلب النقدي.<sup>4</sup>

<sup>1</sup> محمد سعيد السهموري، المرجع السابق، ص 282- 283

<sup>2</sup> بالاعتماد على كل من:

- الطاهر لطرش، الاقتصاد النقدي والبنكي، المرجع السابق، ص 69

- محمد سعيد السهموري، نفس المرجع، ص 283

<sup>3</sup> هيل عجي جميل الجنابي، رمزي ياسين يسع أرسلان، المرجع السابق، ص 251

<sup>4</sup> الطاهر لطرش، نفس المرجع، ص 83

## 1.العوامل المحددة للطلب على النقود لدى ميلتون فريدمان:

كما أشرنا من قبل، فإن نظرية فريدمان في الطلب على النقود تمثل ذلك الجانب من النظرية الحديثة الذي يتعامل مع النقود على أنها جزء من الأصول المكونة للثروة و التي يحتفظ بها الأفراد، وتبحث في العوامل أو المحددات التي تؤثر في طلب الأفراد على النقود على هذا الأساس.

وعلى عكس كينز الذي حاول البحث عن دوافع الطلب على النقود، واعتبر أن السندات هي البديل الوحيد الذي يمكن للأفراد أن يستثمروا ثرواتهم فيها، فإن ميلتون فريدمان لم يولي اهتماما يذكر بدوافع الطلب على النقود، واعتبر أن الطلب عليها، مثل الطلب على أي شيء آخر، انما يخضع لتحليل المنفعة والعائد. كما أن نظريته في الطلب على النقود قد تضمنت، بالإضافة الى السندات، العديد من البدائل الأخرى مثل الأسهم والأصول غير المالية، بالإضافة الى مستوى الدخل الدائم ومعدلات التضخم المتوقعة، كمحددات للطلب على النقود.<sup>1</sup>

ومنه فإن أفكار فريدمان تبحث في العوامل المؤثرة في الطلب على النقود، حيث أكد أن النظرية الكمية هي نظرية طلب على النقود، و يعتقد أن النقود تمثل وجها من أوجه الاحتفاظ بالثروة، ولكن لها في ذلك بدائل أخرى ذات أهمية كبيرة. وتتمثل في الأصول المالية، والأصول الحقيقية ورأس المال البشري.

قاد تحديد البدائل الممكنة للنقود فريدمان الى دراسة العوامل التي تحدد حجم الطلب النقدي من طرف الأعوان الاقتصاديين من جهة وتحديد كيفية توزيع الكمية الاضافية من النقود بين مختلف الأصول المشكلة للثروة من جهة أخرى.<sup>2</sup> وتتمثل هذه العوامل فيما يلي:

- الثروة الكلية للفرد التي تتألف من تشكيلة متنوعة من الموجودات أو الأصول؛
- كلفة وعائد الموجودات التي تؤلف الثروة؛
- الأذواق والتفضيلات.<sup>3</sup>

1.1.الثروة الكلية: تتكون هذه الثروة كما سبق الاشارة الى ذلك من أربعة عناصر أساسية هي الأصول النقدية، والأصول المالية، والأصول الحقيقية ورأس المال البشري. وتمثل هذه الثروة قيما اجماليا على الطلب على النقود يشبه الى حد كبير قيد الميزانية عند المستهلك.<sup>4</sup>

تعتبر الأصول النقدية (النقود) شكل من أشكال الاحتفاظ بالثروة لأنها تجهز الأفراد بمنافع عديدة منها حرية الاختيار للسلع الاستهلاكية، وبنفس الوقت تعتبر سلع رأسمالية بالنسبة للمشروع الانتاجي حيث تساهم في توليد الانتاج مع عوامل الانتاج الأخرى.<sup>5</sup> وهناك بدائل أخرى للاحتفاظ بالثروة، تتمثل هذه البدائل على وجه الخصوص في الأصول المالية (الأسهم والسندات) التي يتيح الاحتفاظ بها الحصول على عوائد مالية، والأصول الحقيقية (العينية)، المتمثلة في السلع والخدمات الاستهلاكية والانتاجية، والتي تمثل أيضا بديلا للنقود لا تدر عوائد نقدية ولكنها تعطي اشباعا لحائزها، وقد تمثل أحيانا ملجأ للاحتماء ضد المخاطر المرتبطة بحياسة الأصول الأخرى (النقدية بشكل خاص) خاصة في أوقات الأزمات. ويمكن الاحتفاظ بالثروة أخيرا في شكل رأس مال بشري يتكون من مجموع المعارف والمهارات التي تعطي لصاحبها المقدرة على الحصول على دخل من وراء استخدامها.

<sup>1</sup> محمد سعيد السمهوري، المرجع السابق، ص 284

<sup>2</sup> الطاهر لطرش، الاقتصاد النقدي والبنكي، المرجع السابق، ص 84

<sup>3</sup> هيل عجمي جميل الجنابي، رمزي ياسين يسع أرسلان، المرجع السابق، ص 252

<sup>4</sup> الطاهر لطرش، الاقتصاد النقدي والبنكي، المرجع السابق، ص 84

<sup>5</sup> هيل عجمي جميل الجنابي، رمزي ياسين يسع أرسلان، نفس المرجع، ص 253

ان دراسة هذه العوامل تندرج ضمن سياق عام اتبعه فريدمان يضع دراسة الطلب على النقود في اطار عام لتسيير الذمة الخاصة بالعون الاقتصادي يتيح أمامه خيارات متعددة الأشكال لتجسيد الثروة، وهو اطار أوسع من تسيير المحفظة المالية الذي سلكه كينز كما رأينا سابقا.<sup>1</sup>

كما أكد فريدمان على الثروة وليس الدخل كمصدر رئيسي محدد للطلب على النقود، والثروة هي أوسع من الدخل، فهي تشمل على جميع مصادر الدخل مثل انتاجية الأفراد والموجودات النقدية والمالية والحقيقية. وينظر فريدمان للثروة على أساس أنها القيمة الحالية لمختلف أنواع الدخول المتوقعة من مصادر الثروة المختلفة، وقد استخدم فريدمان مفهوم الدخل الدائم الذي يختلف عن مفهوم الدخل الجاري، والدخل الدائم حسب رأيه يشمل جميع أنواع الدخول المتوقع الحصول عليها من مصادر الثروة المختلفة سواء البشرية أو المادية خلال فترة زمنية معينة، وهذا معناه أن فريدمان يرى أن الطلب على النقود يتأثر بالدخل الدائم لصعوبة الحصول على البيانات عن الثروة بعناصرها المختلفة، ولذلك استخدم الدخل الدائم واعتبره بديلا عن الثروة.<sup>2</sup>

### 2.1. أسعار وعوائد مختلف الأصول المكونة للثروة:

ان بعض عناصر الثروة ينتج عوائد لأصحابها، كما يمكن أن يترتب عن حيازتها تحمل تكلفة. وتعمل عوائد الأصول على توزيع الكمية الجديدة من النقود على مختلف الأصول. ويرى فريدمان أن عوائد الاحتفاظ بالثروة يتمثل فيما يلي:

- النقود : ويتمثل العائد منها في مقدار السلع التي تشتريها النقود مقابل العملة الوطنية، فالنقود تقدم خدمة لحائزها تتمثل في سيولتها التامة وقدرتها على التحول الى الأشكال الأخرى بشكل فوري ودون تكلفة تعامل، ويمكن مع ذلك أن يتحمل حائزها تكلفة خاصة في ظل عدم استقرار الأسعار. وبالتالي عندما يحاول حائز الأصول النقدية الاستفادة من ميزتها كأصل كامل السيولة فانه يقوم كذلك بتقدير مقدار التكلفة المحتملة التي تترتب عن الاحتفاظ بها، أي أنه يهتم بالقدرة الشرائية لأرصده والي ترتبط بالمستوى العام للأسعار.
- الأصول المالية: تنتج الأصول المالية عوائد تتمثل في معدل الفائدة بالنسبة للسندات بالإضافة الى التغيير في قيمة السند نتيجة للتغير في سعر الفائدة على السندات سواء كان التغيير ايجابيا أو سلبيا؛ وحصص الأرباح الموزعة فيما يخص الأسهم. والأرباح الرأسمالية الناجمة عن ارتفاع أسعار الأسهم في السوق المالية.
- الأصول الحقيقية (العينية): بالنسبة للأصول الحقيقية فان التغيير في أسعارها في السوق يمثل عائد هذه الأصول (أو تكلفتها).
- رأس المال البشري: يصعب قياسه واقعيا في السوق، ولذلك استعان فريدمان بنسبة معينة لقياس الدور الذي يلعبه هذا الأصل في الطلب على النقود.<sup>3</sup>

ان الطلب على النقود يعتمد على منفعة النقود مقارنة بمنفعة الموجودات الأخرى التي تؤلف أشكال الثروة الأخرى، ولذلك فان زيادة منفعة النقود يؤدي الى انخفاض الطلب على أشكال الموجودات الأخرى المؤلفة للثروة، ويعتمد ذلك على فرضية تكلفة الفرصة البديلة للنقود التي تتحدد بعائد الموجودات الأخرى المالية منها كالأسهم والسندات والمادية كالسلع والعقارات التي تتخلى عنها الوحدات الاقتصادية مقابل الاحتفاظ بالنقود، أي أن سعر الفائدة على السندات وعائد الأسهم وسعر الفائدة على الودائع والتضخم يمثل الكلفة التي تتحملها الوحدات الاقتصادية لقاء الاحتفاظ

<sup>1</sup> الطاهر لطرش، الاقتصاد النقدي والبنكي، المرجع السابق، ص 83 - 84

<sup>2</sup> هيل عجي جميل الجنابي، رمزي ياسين يسع أرسلان، المرجع السابق، ص 252

<sup>3</sup> تم الاعتماد على :

- الطاهر لطرش، نفس المرجع، ص 84 - 85

- هيل عجي جميل الجنابي، رمزي ياسين يسع أرسلان، نفس المرجع، ص 253

بالثروة على شكل نقود بدلا من الاحتفاظ بالموجودات الأخرى التي تدر عائد. وهذا ما يسمى بتكلفة الفرصة البديلة للاحتفاظ بالنقود.<sup>1</sup>

ومنه فان زيادة العوائد على الموجودات الأخرى كارتفاع معدل العائد على الاستثمار في السندات ومعدل العائد على الاستثمار في الأسهم، وكلاهما يمثل بدائل يمكن للفرد أن يستثمر ثروته فيها. ولأن ارتفاع معدلات العائد على الاستثمار في هذه البدائل، يشكل في الوقت نفسه ارتفاعا للتكلفة التي يتحملها الفرد نتيجة احتفاظه بثروته على شكل سيولة نقدية غير مستثمرة، فان ذلك سيؤدي، حسب نظرية فريدمان، الى انخفاض الطلب على النقود.

كما أن ارتفاع الأسعار أو التضخم يؤثر سلبا على القوة الشرائية للنقود. بمعنى أن ارتفاع المستوى العام للأسعار سيقلل من قيمة النقود الحقيقية (والتي تقاس بكمية السلع والخدمات التي يمكن شراؤها بهذه النقود). لذلك، فان رغبة الأفراد في الطلب على النقود والاحتفاظ بها تنخفض اذا كانت هناك توقعات بارتفاع المستوى العام للأسعار. من ناحية أخرى، يمكن أيضا النظر الى هذا المتغير الخاص بمعدلات التضخم المتوقعة على أنه يمثل معدل العائد على الأصول غير المالية (وبالذات العقارات والسلع المعمرة). يعود السبب في ذلك الى أن ارتفاع المستوى العام للأسعار يرفع من القيمة الاسمية لهذه السلع مقارنة بالنقود. ومنه هناك علاقة عكسية بين معدلات العائد على الأصول غير المالية وبين الطلب على النقود.<sup>2</sup>

### 1.3. الأذواق والتفضيلات:

ان 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. وقد تؤدي هذه العوامل الى القيام باختيارات تختلف عن تلك التي قد تبني فيما لو تم الاعتماد على العناصر الكمية فقط. ويتمثل هذا العامل الكيفي في أذواق طالبي النقود وتفضيلاتهم الخاصة والتي تتحدد بشكل عام على أساس دوال منفعتهم.<sup>3</sup>

### 2. معادلة ميلتون فريدمان للطلب على النقود :

يمكن اعتبار أن دالة الطلب على النقود عند فريدمان هي تعميم وتوسيع لتطبيقات نظرية المستهلك الى المجال النقدي. في هذا الاطار، تقابل عوائد مختلف الأصول أسعار السلع المطلوبة من طرف المستهلك، وتمائل الثروة الاجمالية في دالة الطلب على النقود قيد الميزانية في نظرية المستهلك. وفي ظل هذه الظروف، يتعين على طالب النقود أن يقوم بإجراء الاختيارات الضرورية التي تسمح له بحياسة التركيبة المثلى للأصول والتي ينتج عنها تعظيم المكاسب (المنافع) التي يجنيها من وراء ذلك، وتمثل هذه التركيبة حالة التوازن الممكنة حيث تتساوى عندها المنافع الحدية لمختلف الأصول المكتسبة.

قادت الاعتبارات السابقة فريدمان الى وضع صيغة الطلب على النقود التالية التي تأخذ نفس الشكل بالنسبة للأسر أو للمؤسسات مع فارق اختلاف الأذواق بينهما، مع العلم أن تكلفة الاحتفاظ بالأصول تلعب بالنسبة للمؤسسات دورا أكثر أهمية منه لدى العائلات:

$$M^d = f \left( P, r_b, r_e, \frac{1}{P} \cdot \frac{dP}{dt}, w, Y_p, u \right) \dots \dots (1)$$

حيث:

<sup>1</sup> هيل عجمي جميل الجنابي، رمزي ياسين يسع أرسلان، المرجع السابق، ص 254

<sup>2</sup> محمد سعيد السمهوري، المرجع السابق، ص ص 286-287

<sup>3</sup> الطاهر لطرش، الاقتصاد النقدي والبنكي، المرجع السابق، ص 85

- **P** : يمثل المستوى العام للأسعار، حيث نتوقع عادة أنه كلما كان هذا المستوى مرتفعا كلما زاد الطلب على النقود لأن الأعوان الاقتصاديين يحتاجون الى كمية أكبر لمواجهة الانعكاسات التي تترتب عن هذا المستوى المرتفع على قدرتهم الشرائية، أي أنهم يتصرفون على أساس طلب حقيقي للنقود وليس طلب اسمي. وعليه هناك علاقة طردية بين المستوى العام للأسعار والطلب على النقود.
- **r<sub>b</sub>** : هو معدل الفائدة على السندات. عندما يكون هذا المعدل مرتفعا تكون أسعار السندات منخفضة ويكثر الطلب عليها، وفي المقابل يقل الطلب على النقود. وعندما تكون معدلات الفائدة على السندات منخفضة تزيد أسعارها ويقل الطلب عليها لصالح زيادة الطلب على النقود. ولذلك توجد علاقة عكسية ما بين معدل الفائدة والطلب على النقود.
- **r<sub>e</sub>** : هو معدل عائد الأسهم، وهو في علاقته مع الطلب على النقود يسلك نفس المسار مثل **b** ، بمعنى وجود علاقة عكسية بينهما.
- $\frac{1}{P} \cdot \frac{dP}{dt}$  : يعبر عن التغير المتوقع في الأسعار في الزمن. كلما اتجه هذا المؤشر نحو الارتفاع مستقبلا يعتبر الاحتفاظ بالأرصدة النقدية مكلفا نظرا لكون قدرتها الشرائية سوف تنخفض، وبالتالي يتجه العون الاقتصادي الى التخلص منها لتجنب الخسارة المتوقعة على مستوى القدرة الشرائية ولجؤه الى الحصول على أصول حقيقية مثلا. في حالة انخفاض هذا المؤشر تصبح النقود أداة جيدة للاحتفاظ بالثروة ويزيد تفضيلها. ولذلك يمكن أن نعتبر بأن هناك علاقة عكسية بين التغير في هذا المؤشر والطلب على النقود.
- **W** : يمثل نسبة رأس المال غير البشري (المادي) الى رأس المال البشري. وهو مؤشر استعمله فريدمان للتعبير عن دور رأس المال البشري في تحديد كمية الطلب على النقود. وكلما زاد رأس المال البشري نحتاج الى نقود أكثر، والعكس صحيح، لذلك نتوقع علاقة عكسية بين التغير في هذا المؤشر والطلب على النقود.
- **Y<sub>p</sub>** : يمثل الدخل الدائم في دالة الطلب على النقود عند فريدمان، وهو متغير بسيط لقياس الثروة وتأثيرها على الطلب على النقود. في الواقع تسمح الثروة بالحصول على مداخيل طوال الفترة الزمنية التي تبقى خلالها، بحيث يمثل الدخل الدائم المتوسط المرجح لهذه المداخيل الحالية والماضية. ويميز فريدمان بين مفهومي الدخل الدائم والدخل الجاري، حيث يتضمن هذا الأخير مركبة (جزئية) ظرفية وموسمية وعشوائية، يمكن اعتبارها مؤقتة وغير منتظمة ولا يعتمد عليها اذن أثناء الطلب على النقود. وفي المقابل، يوجد دخل دائم يمثل الدخل العادي للثروة البشرية والمادية لا يأخذ بالاعتبار التغيرات الظرفية في الدخل. وهذا الدخل الدائم هو الذي يأخذ به الأفراد في تحديد مستوى استهلاكهم. ويشير فريدمان الى أن الدخل الدائم يعتبر أكثر استقرارا من الدخل الجاري، بحيث أنه في حالات الانتعاش الاقتصادي يرتفع الدخل الدائم بوتيرة أقل سرعة من ارتفاع الدخل الجاري، كما ينخفض بوتيرة أقل قوة من انخفاض الدخل الجاري في حالات الركود الاقتصادي.<sup>1</sup> ويعود استعمال فريدمان للدخل الدائم في الدالة بسبب قدرة الفرد على الاقتراض (أي طلب النقود) بضمان هذا الدخل المستقبلي. وكما هو متوقع، فان هناك علاقة طردية بين مستوى الدخل الدائم وبين الطلب على النقود، أي كلما زاد مستوى الدخل الدائم، كلما ارتفع طلب الأفراد على النقود، والعكس صحيح.<sup>2</sup>

<sup>1</sup> الطاهر لطرش، الاقتصاد النقدي والبنكي، المرجع السابق، ص ص 85- 87

<sup>2</sup> محمد سعيد السمهوري، المرجع السابق، ص 286

▪  $u$  : يضم كل التأثيرات التي تنجم عن أذواق وتفضيلات طالبي النقود. وتلعب هذه التفضيلات دورا مهما في الطلب على النقود. ففي المجتمعات التقليدية مثلا يميل الأفراد نحو الاكتناز ويرغبون بالتالي في الاحتفاظ بنقود أكثر من نظائهم في الدول الأكثر تقدما التي تتمتع بأنظمة مالية ونقدية متطورة. وتعتبر دالة الطلب على النقود السابقة متجانسة من الدرجة الأولى بالنسبة الى مستوى الأسعار  $P$  والدخل الدائم  $Y_P$ ، وهي مستقلة عن الوحدات الاسمية التي تقاس بها المتغيرات النقدية. لذلك يتغير الطلب على النقود بنفس النسبة التي يتغير بها  $P$  أو  $Y_P$ . وفقا لذلك، يمكن اعادة كتابة دالة الطلب على النقود (1) كما يلي بحيث أن  $\lambda$  هي نسبة الزيادة في  $P$  و  $Y_P$ .

$$\lambda M^d = f \left( \lambda P, r_b, r_e, \frac{1}{P} \cdot \frac{dP}{dt}, w, \lambda Y_P, u \right) \dots \dots (2)$$

اذا وضعنا  $\lambda = \frac{1}{P}$  فان المعادلة (2) يمكن كتابتها كما يلي:

$$\frac{M^d}{P} = f \left( r_b, r_e, \frac{1}{P} \cdot \frac{dP}{dt}, w, \frac{Y_P}{P}, u \right) \dots \dots (3)$$

تشير الصيغة (3) الى أن الطلب الحقيقي على النقود هو دالة في المتغيرات الحقيقية وذلك بعد اختفاء المتغيرين النقديين فيه وهما مستوى الأسعار والدخل النقدي الدائم.<sup>1</sup>

حيث يشير الطرف الأيسر من الدالة ( $\frac{M^d}{P}$ ) الى طلب الأفراد على النقود، حيث ( $M^d$ ) هي وحدات النقد الاسمية التي يرغب الأفراد الاحتفاظ بها، و ( $P$ ) هو المستوى العام للأسعار. وكما كان الحال عند كينز، فان فريدمان اعتبر أن الأفراد انما يهتمون بالقوة الشرائية للنقود، وبالتالي فان طلبهم عليها انما يعكس ادراكهم لتأثير التغيرات في المستوى العام للأسعار على قيمتها الحقيقية. فالأفراد لا يطلبون النقود لذاتها، وانما لاستخدامها في تمويل انفاقهم على السلع والخدمات التي يريدون شراؤها. وبما أن هذا الانفاق يتأثر بمستوى الأسعار في السوق، فان رغبة الأفراد في المحافظة على مستوى معين من الاستهلاك سوف تجعلهم يزيدون من طلبهم على وحدات النقد اذا ما ارتفعت الأسعار.<sup>2</sup>

أما اذا قمنا بوضع  $\lambda = \frac{1}{Y_P}$  في المعادلة (2) يمكن اعادة كتابة هذه المعادلة على الشكل:

$$\frac{M^d}{Y_P} = f \left( \frac{P}{Y_P}, r_b, r_e, \frac{1}{P} \cdot \frac{dP}{dt}, w, u \right) \dots \dots (4)$$

كما يمكن كتابة المعادلة (4) على الشكل:

$$\frac{M^d}{Y_P} = \frac{1}{V \left( \frac{P}{Y_P}, r_b, r_e, \frac{1}{P} \cdot \frac{dP}{dt}, w, u \right)} \dots \dots (5)$$

ومنه يمكن أن نعيد كتابة العلاقة (5) على النحو التالي:

$$Y_P = M \cdot V \left( \frac{P}{Y_P}, r_b, r_e, \frac{1}{P} \cdot \frac{dP}{dt}, w, u \right) \dots \dots (6)$$

حيث يمثل  $V$  في العلاقة الأخيرة سرعة تداول النقود، وتعتبر هذه الصيغة مماثلة لمعادلة التبادل. وقد استطاع فريدمان بذلك أن يجدد النظرية الكمية للنقود مع الاقرار بأن سرعة تداول النقود ليست ثابتة ولكن يمكن مع ذلك اعتبارها متغيرا مستقرا يتحدد بواسطة دالة في عدد قليل من المتغيرات.

<sup>1</sup> الطاهر لطرش، الاقتصاد النقدي والبنكي، المرجع السابق، ص ص 87- 88

<sup>2</sup> محمد سعيد السهموري، المرجع السابق، ص 285

هكذا تمثل دالة الطلب على النقود عند فريدمان نموذجا أكثر تطورا للنظرية الكمية. ولكن الصيغة النظرية التي قدمها فريدمان لا تبين الوزن النسبي للدور الذي يلعبه كل متغير من متغيراتها في تحديد الطلب على النقود.<sup>1</sup>

وقد قام فريدمان بالتعاون مع آخرين بتقدير دالة الطلب على النقود في الولايات المتحدة الأمريكية للفترة (1870-1954) وتوصل الى ما يلي:

- ضعف أثر سعر الفائدة على دالة الطلب على النقود وعلى سرعة تداول النقود، أي أن الطلب على النقود لا يتأثر بالتغيرات في أسعار الفائدة؛
- ضعف أثر التغير في الأسعار على الطلب على النقود في الظروف العادية، وذلك عندما يكون التغير في الأسعار معتدلا، ولكن هذا التأثير يكون واضحا اذا كان معدل التضخم كبيرا؛
- الدخل الدائم الذي يعتبر بديلا عن الثروة هو العامل الحاسم في التأثير على دالة الطلب على النقود، أي أن الطلب على النقود يستجيب للتغير في الدخل الدائم؛
- ان دالة الطلب على النقود هي مستقرة نسبيا للدخل الدائم، لأن الدخل الدائم يتسم بالاستقرار في الأجل القصير، وعندما تم قياس دالة الطلب على النقود في عام 1987، وجد أن الدالة كانت مستقرة في جميع الدول الصناعية ما عدا ألمانيا.<sup>2</sup>

وقد سمحت الاختبارات التجريبية التي قام بإجرائها فريدمان على الاقتصاد الأمريكي بتحديد أهم المتغيرات المؤثرة على الطلب على النقود مما حدا به الى تبسيط العلاقة الخاصة بالطلب على النقود وجعلها دالة في عدد أقل من المتغيرات تأخذ عموما الشكل التالي:

$$M^d = k \cdot P \cdot Y_p \dots \dots (7)$$

بقسمة طرفي المعادلة على P نجد:

$$\frac{M^d}{P} = k \cdot Y_p \dots \dots (8)$$

حيث أن:

$\frac{M^d}{P}$  : الطلب على النقود بصورة أرصدة حقيقية؛

k : نسبة من الدخل الدائم يحتفظ بها على شكل أرصدة نقدية حقيقية؛

$Y_p$  : الدخل الدائم.

يبدو أن هذه الصيغة الجديدة لدالة الطلب على النقود عند فريدمان تقترب كثيرا من معادلة كامبريدج. وتشير الى أن الطلب على الأرصدة النقدية هو أساسا دالة في أهم عناصر الثروة وهو الدخل الدائم، وقد عملت بذلك على تهميش الدور الذي يمكن أن يلعبه سعر الفائدة (على عكس ما كان عليه الحال عند كينز) في تحديد كمية الطلب على النقود.

يعتبر فريدمان أن دالة الطلب على النقود التي قام بوضعها جد مستقرة، ويعود هذا الاستقرار في الطلب على النقود الى نوعين من المبررات. يشير في المقام الأول الى أثر الأرصدة الحقيقية. حيث يعتقد أن الأفراد لهم أفكار محددة حول المبلغ الحقيقي من النقود الذي يودون الاحتفاظ به. ويؤكد في المقام الثاني على دور العلاقة بين الطلب على الأرصدة النقدية والدخل الدائم كمتغير أساسي في هذه العلاقة. وبما أن الدخل الدائم يتميز عموما

<sup>1</sup> الطاهر لطرش، الاقتصاد النقدي والبنكي، المرجع السابق، ص ص 88-89

<sup>2</sup> هيل عجمي جميل الجنابي، رمزي ياسين يسع أرسلان، المرجع السابق، ص 256

بالاستقرار، فإن ذلك ينعكس على تابعه المتمثل في الطلب على النقود الذي يكون هو الآخر مستقرا. ويمكن أن يضاف الى ذلك تهميش دور معدل الفائدة في تحديد الطلب على النقود، خاصة اذا اعتبرنا أن هذا المعدل يشكل عادة مصدر لعدم الاستقرار وبالتالي يكون فريدمان قد حيد هذا المصدر.<sup>1</sup>

وبناء على ما سبق فإن تحليل فريدمان للطلب على النقود يتضمن أفكارا جديدة نذكر منها ما يلي:

- أن فريدمان وسع أشكال الثروة لتشمل الأصول المالية والنقدية والمادية والبشرية؛
- لذلك فإن اختيار الأفراد لا ينحصر في المفاضلة بين النقود والسندات كأساليب للاحتفاظ بالثروة مثلما أكد عليه كينز، وإنما الاختيار يشمل أصول جديدة مادية وبشرية، وهذا من شأنه أن يؤثر في الطلب على الأرصدة النقدية؛
- ان تكلفة الفرصة البديلة للاحتفاظ بالنقود الذي حددها كينز المتمثل بالتغير في سعر الفائدة أضاف اليه فريدمان عنصرا جديدا هو معدل التضخم، أي تكلفة الفرصة البديلة للاحتفاظ بالنقود شمل ليس فقط العائد على الأصول المالية (السندات) وإنما كذلك التغير في معدل التضخم.<sup>2</sup>

<sup>1</sup> الطاهر لطرش، الاقتصاد النقدي والبنكي، المرجع السابق، ص ص 89 - 90

<sup>2</sup> هيل عجمي جميل الجنابي، رمزي ياسين يسع أرسلان، المرجع السابق، ص 257

## المحور الثالث: عرض النقود

### أولاً: قياس عرض النقود (الكتلة النقدية)

لقد تم التطرق سابقاً الى تعريف النقود وأهم الوظائف التي تؤديها لتلبية حاجيات المجتمعات المتنوعة، ونظراً لدورها الكبير في أداء النشاط الاقتصادي والاجتماعي كانت المجتمعات تحتفظ بكمية أو بحجم معين من النقود المتعامل بها في المجتمع، الأمر الذي أدى الى ظهور مفهوم عرض النقد.<sup>1</sup> الذي ينصرف الى اجمالي تداول كمية النقود المصدرة خلال فترة زمنية معينة. أي اجمالي الرصيد النقدي الذي يتم تداوله في الاقتصاد خلال فترة زمنية محددة من السنة (31 ديسمبر مثلاً).

ومنه هناك فرق بين مفهوم كمية النقود وهي الكمية المصدرة من النقود التي يتم تحديدها بناء على قرار السلطات النقدية في البلد (البنك المركزي مثلاً)، وبين مفهوم عرض النقود الذي يعني تداول النقود حيث يؤثر في هذا التداول جهات كثيرة منها البنك المركزي. كما يطلق على عرض النقود مصطلح اجمالي السيولة المحلية في الاقتصاد أو اجمالي وسائل الدفع في الاقتصاد.<sup>2</sup>

هناك أربعة مقاييس عملية لقياس عرض النقود وهي:  $M_1, M_2, M_3, M_4$ ، وذلك تبعاً لتطور وتوسع الخدمات المالية والمصرفية ومنها تطور الأنظمة المالية لاقتصاديات الدول المختلفة، حيث سيتم التطرق الى كل مفهوم على حدى.<sup>3</sup> وتختلف هذه المقاييس فيما بينها حسب درجة سيولة البنود التي تحتوي عليها. وأكثر هذه المقاييس شيوعاً هي  $M_1$  و  $M_2$ .<sup>4</sup>

#### 1. القاعدة النقدية MB :

تؤدي دور محوري في مكونات عرض النقود أو ما يسمى بالكتلة النقدية. ويطلق على القاعدة النقدية بالنقد قوي الأثر، كما يطلق عليها الأساس النقدي وتسمى كذلك بالنقد الاحتياطي.<sup>5</sup> تتكون القاعدة النقدية (MB) من:

- العملة في التداول أو العملة لدة الجمهور وتشمل القاعدة النقدية على النقدية المتداولة خارج الجهاز المصرفي والتي تتكون من النقود الورقية الالزامية التي يختص البنك المركزي بإصدارها، والنقود الورقية و المعدنية المساعدة التي في أيدي الأفراد ومنشآت الأعمال والتي تستخدم كوسائل دفع، والتي تختص دار السك أو الخزينة بإصدارها.<sup>6</sup>

- الاحتياطيات الكلية التي تتكون الاحتياطيات النقدية لدى البنوك في صناديقها وحساباتها لدى البنك المركزي. ويمكن التعبير عن القاعدة النقدية على النحو التالي:

$$MB = \text{الاحتياطيات الكلية للبنوك} + \text{العملة في التداول}$$

ينبغي أن ندرك أن العملة المصدرة لا تتكون من العملة في التداول فقط وإنما يضاف الى العملة المتداولة العملة التي تحتفظ بها البنوك التجارية لتلبية أغراض المعاملات النقدية.<sup>7</sup>

<sup>1</sup> طاهر فاضل البياتي، ميرال روجي سماره، المرجع السابق، ص 65

<sup>2</sup> محمد أحمد الأفندي، الاقتصاد النقدي والمصرفي، مركز الكتاب الأكاديمي، عمان، الأردن، الطبعة الأولى، 2018، ص 904

<sup>3</sup> طاهر فاضل البياتي، ميرال روجي سماره، نفس المرجع، ص 65

<sup>4</sup> محمد سعيد السمهوري، المرجع السابق، ص 48

<sup>5</sup> محمد أحمد الأفندي، نفس المرجع، ص 382

<sup>6</sup> السيد محمد أحمد السريتي، محمد عزت غزلان، المرجع السابق، ص 75

<sup>7</sup> محمد أحمد الأفندي، نفس المرجع، ص 382

ويلعب الأساس النقدي (القاعدة النقدية) دورا كبيرا في التأثير على حجم الودائع الجديدة، فالانخفاض في حجم الاحتياطات المصرفية يمنح البنوك التجارية قدرة أكبر في منح القروض (خلق وداائع جارية جديدة) والقيام بالاستثمارات المالية وهذا ما يؤدي الى زيادة الحجم الكلي لعرض النقد، لذلك تستطيع السلطات النقدية السيطرة على تغيرات عرض النقد من خلال مراقبتها للأساس النقدي لأنه يتيح لها تلقائيا سلطة على الودائع التي تقوم بخلقها البنوك التجارية.<sup>1</sup>

## 2. المقياس الضيق للنقود ( $M_1$ ) أو نقود التبادل:

هذا التعريف يستند أساسا الى وظيفة النقود "كوسيط للتبادل". ففي مجتمع تكون فيه النقود المتداولة خارج الجهاز المصرفي، والحسابات المصرفية الجارية التي يتم تداولها عن طريق الشيكات وبطاقات الصرف الآلي، هي الأشياء التي يلجأ الأفراد الى استعمالها لتسديد ثمن السلع والخدمات التي يقومون بشرائها، فان كمية النقود في هذه الحالة يمكن قياسها عن طريق معرفة حجم النقد المتداول خارج النظام المصرفي من عملات ورقية ونقود معدنية، اضافة الى حجم النقود المودعة في الحسابات البنكية الجارية. ويشكل مجموع هذين البندين ما يطلق عليه اصطلاح "التعريف الضيق للنقود"، والذي يشار عادة اليه بالرمز  $M_1$ .<sup>2</sup> وبالتالي فان عرض النقود الضيق ( $M_1$ ) يتكون من:

- العملة المتداولة بيد الأفراد خارج الجهاز المصرفي. وتتألف من النقود الورقية (التي يصدرها البنك المركزي) اضافة الى العملة المعدنية المساعدة. ومن المعروف أن العملة المصدرة تسمى بالنقود القانونية الالزامية وتسمى أحيانا بالنقود الخارجية.

- الودائع الجارية في البنوك وتسمى بنقود الودائع أو النقود الكتابية أو النقود الداخلية. وتشمل الودائع الجارية، الشيكات البنكية وبطاقات الائتمان والنقود الالكترونية.<sup>3</sup>

وبصورة محددة فان عرض النقود بالمعنى الضيق هو:

$$M_1 = \text{الحسابات المصرفية الجارية} + \text{العملة المتداولة خارج الجهاز المصرفي}$$

بهذا المعنى فان هذا التعريف للنقود يشتمل أساسا على أصول مالية سائلة، أي أصول مالية جاهزة يمكن لصاحبها استخدامها "كوسيط للتبادل" في قضاء الحاجات المختلفة.<sup>4</sup>

## 3. المقياس الواسع للنقود ( $M_2$ ) أو مقياس السيولة الاجمالي:

مع التطورات الاقتصادية، أصبح من الصعوبة بما كان التمييز بين النقود وأشباه النقود، وبالتالي لم يعد مفهوم عرض النقود يقتصر على وسائل الدفع المعروفة، بل بدأ الاهتمام يتحول الى مفهوم أوسع للكتلة النقدية وهو مفهوم السيولة المحلية الخاصة، وبذلك اتسع نطاق عرض النقود ليشمل بالإضافة الى العناصر المذكورة أعلاه، الودائع لأجل، كونها "مخزنا مؤقتا للقوة الشرائية". ويعطى لمفهوم السيولة المحلية الخاصة في الاحصائيات الدولية الرمز  $M_2$ .<sup>5</sup>

يعد هذا التعريف أوسع وأشمل من التعريف السابق، حيث يضم بالإضافة الى  $M_1$  كل الحسابات البنكية الادخارية والحسابات لأجل، وهذه أصول مالية أقل سيولة من سابقتها.

<sup>1</sup> طاهر فاضل البياتي، ميرال روجي سماره، المرجع السابق، ص 67

<sup>2</sup> محمد سعيد السمهوري، المرجع السابق، ص 49

<sup>3</sup> محمد أحمد الأفندي، المرجع السابق، ص 43-44

<sup>4</sup> محمد سعيد السمهوري، نفس المرجع، ص 49

<sup>5</sup> بسام الحجار، المرجع السابق، ص 70

يستند هذا المقياس الى وظيفة النقود كوسيط للمعاملات ومخزن للقيمة أو الثروة معا. ولذلك ينظر الى عرض النقود على أنه يشمل كل الأصول المالية التي يمكن تحويلها الى سيولة أو الى نقود بدون خسارة في قيمتها الاسمية. وبناء على هذا المقياس فان عرض النقود ( $M_2$ ) يشمل البنود التالية:

- مقياس النقود الضيق (نقود التبادل  $M_1$ ):
- ودائع التوفير:
- الودائع الآجلة.

ومن المعروف أن ودائع التوفير والودائع الآجلة تسمى بأشباه النقود، ومنه فان  $M_2$  تصبح:

$$M_2 = M_1 + \text{أشباه النقود}$$

$$M_2 = M_1 + \text{ودائع لأجل} + \text{ودائع التوفير}$$

4.المقياس الأوسع للنقود ( $M_3$ ):

يستخدم هذا المقياس غالبا في الدول المتقدمة التي تتمتع بدرجة كبيرة من التقدم الاقتصادي والعمق المالي والنقدي الناجم عن التقدم الكبير في الأسواق المالية والنقدية وابتكار أدوات مالية ونقدية جديدة. ويتميز هذا المقياس بإمكانية استخدامه في قياس أثر الانفاق الاستثماري على السلوك الاستهلاكي. ولذلك يتم اضافة ودائع المستثمرين الآجلة الى  $M_2$  بحيث تصبح ( $M_3$ ) كما يلي:

$$M_3 = M_2 + \text{ودائع المستثمرين الآجلة}$$

من الجدير بالذكر أن اضافة ودائع المستثمرين قد تم تبريره بأنه يعكس قرارات المستثمرين اما بالاحتفاظ بأرصدة نقدية أو استثمارها في شراء أوراق مالية كالأسهم والسندات.

5.مقياس السيولة الاجمالي ( $M_4$ ):

يستخدم هذا المقياس في الدول المتقدمة كمقياس للسيولة الاجمالي ويتألف من:

- $M_3$  (المقياس الأوسع للنقود):
  - أصول عالية السيولة مثل أذون الخزانة الحكومية، الأوراق التجارية، القبولات المصرفية... ونحوها.
- ومنه تصبح ( $M_4$ ) كما يلي:

$$M_4 = M_3 + \text{أصول عالية السيولة}$$

ومن الواضح أن اضافة الأصول عالية السيولة مثل أذون الخزانة قد تم تبريرها على أساس أن هذه الأذون يمكن تحويلها الى نقد فوري وبأقل تكلفة وبالتالي فان من المنطقي اضافتها الى عرض النقد الأكثر توسعا  $M_4$  أو مقياس السيولة الاجمالي الأكثر اتساعا.<sup>1</sup>

### ثانيا: العناصر المقابلة للكتلة النقدية

هي مجموع الديون والأصول التي تكون مصدر الكتلة النقدية (أي أن للمجموعة النقدية أجزاء مقابلة تفسر سبب اصدارها).<sup>2</sup> ومنه فان العناصر المقابلة للكتلة النقدية تمثل مجموع الديون العائدة لمصدري النقد وشبه النقد التي تكون سبب أو مصدر للكتلة النقدية. وتوضيح ذلك نستخدم ميزانية مفترضة للبنك المركزي والقطاع المصرفي.

<sup>1</sup> محمد أحمد الأفندي، المرجع السابق، ص ص 45-47

<sup>2</sup> خباياة عبد الله، الاقتصاد المصرفي: البنوك الالكترونية - البنوك التجارية - السياسة النقدية، دار شباب الجامعة، الاسكندرية،

جدول 1: ميزانتي البنك المركزي والقطاع المصرفي

ميزانية البنك المركزي	
الموجودات	الالتزامات
ذهب وعمليات أجنبية OD قروض للخبزينة العامة CTP إعادة تمويل الاقتصاد REF	الأوراق النقدية B احتياطات إجبارية RO
ميزانية القطاع المصرفي	
الموجودات	الالتزامات
الاحتياطات الإجبارية RO قروض C	الودائع بأنواعها D إعادة تمويل الاقتصاد REF

المصدر: صالح مفتاح، النقود والسياسة النقدية: المفهوم، الأهداف، الأدوات، دار الفجر للنشر والتوزيع، القاهرة، مصر، 2005، ص61

عندما يتم دمج هاتين الميزانيتين تظهر لنا الكتلة النقدية والعناصر المقابلة لها، ونحصل على الميزانية الموحدة للنظام المصرفي (الذي يشمل البنك المركزي والقطاع المصرفي):

مجموع الأصول (أو الموجودات) = مجموع الخصوم (أو الالتزامات)

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

ومنه:

العناصر المقابلة للكتلة النقدية = الكتلة النقدية

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

جدول 2: الميزانية الموحدة للجهاز المصرفي

الموجودات	الالتزامات
<u>العناصر المقابلة للكتلة النقدية:</u> ذهب وعمليات أجنبية OD قروض مقدمة للخبزينة CTP قروض مقدمة للاقتصاد C	<u>الكتلة النقدية:</u> الأوراق النقدية B الودائع بأنواعها D

المصدر: صالح مفتاح، النقود والسياسة النقدية: المفهوم، الأهداف، الأدوات، دار الفجر للنشر والتوزيع، القاهرة، مصر، 2005، ص61

الميزانية الموحدة للنظام المصرفي تظهر لنا موجودات والتزامات النظام المصرفي تجاه الأعوان الأخرى غير المصرفية، كالأفراد والمؤسسات والحكومة.

فالكتلة النقدية تظهر في التزامات النظام المصرفي، وهي تمثل جزء من موجودات أو أصول الأعوان الاقتصاديين غير المالىين. أما العناصر المقابلة للكتلة النقدية فهي مجموع الأصول غير النقدية (ذهب وعمليات أجنبية، قروض مقدمة للخبزينة العمومية، قروض مقدمة للاقتصاد) التي بحوزة النظام المصرفي.<sup>1</sup> ومنه سنقوم بتفصيل كل الأجزاء المقابلة للكتلة النقدية:

1. ذهب وعمليات أجنبية (الذمم على الخارج):

<sup>1</sup> صالح مفتاح، المرجع السابق، ص 61-62

في الاقتصاد المعاصر يملك كل بلد احتياطات من الذهب ومن العملات الأجنبية يحصل عليها نتيجة العمليات التجارية والمالية التي يقوم بها على الصعيد الدولي، وتؤثر هذه الاحتياطات في خلق النقود الداخلية (خاصة القانونية).<sup>1</sup>

ان التبادل التجاري بين دول العالم ينتج من عمليات استيراد وتصدير السلع والخدمات المحلية الى العام الخارجي، وتتم المدفوعات الدولية اما بالذهب أو رصيد العملات الأجنبية المقبولة في التداول الدولي.

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

وفي حالة حدوث العكس واذا قام البلد باستيراد سلع وخدمات من الخارج أو تم خروج أموال خارج الوطن، فانه يجب على المستورد أن يدفع ديونه بعملة أجنبية، فيقوم بتقديم مقابل ذلك مبالغ نقدية بالعملة الوطنية الى البنك المركزي الذي يعطي مقابل ذلك عملة أجنبية لتسديد قيمة الواردات، ومنه ينخفض احتياطي العملات الأجنبية لدى البنك المركزي وتنخفض معه كمية النقود المحلية المتداولة في الداخل.

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

## 2. الائتمان المقدم الى الاقتصاد:

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

ويعتبر الائتمان المقدم القصير الأجل أكثر تأثيرا على الكتلة النقدية لأن تغطيته تتم عادة بالودائع الجارية، أما الائتمان متوسط وطويل الأجل فلا يعتبران كذلك لأن هناك ارتباط وثيق بين الائتمان المتوسط الأجل مع الودائع لأجل، والائتمان طويل الأجل مع الودائع الادخارية.

## 3. الائتمان المقدم الى الخزينة العمومية:

تقوم الخزينة العمومية بتسيير ميزانية الدولة عن طريق بنود النفقات والايادات العامة فهي تمثل الصندوق المالي للدولة، وتسعى الدولة الى تحقيق التوازن بين عناصر الميزانية التي تسيرها، ولكن مع تطور وظائف الدولة الحديثة وتعاضل دورها وزيادة نفقاتها. أهتمت الدولة بالقيام بوظائف أخرى وليس الابقاء على توازن الميزانية مهما كانت

<sup>1</sup> خياطة عبد الله، المرجع السابق، ص58

ظروف معيشة الأفراد. ولهذا فعندما يحدث اختلال في ميزانيتها تلجأ الدولة الى البنك المركزي لمنحها الائتمان اللازم لسد هذا العجز ومواجهة هذا الاختلال، فتقدم له الخزينة مقابل ذلك سندات تعترف فيها بمديونيتها له تسمى أذون الخزينة، ويقوم البنك المركزي بتقديم مقابل ذلك نقود قانونية لصالح الخزينة، وتستخدم الخزينة هذه النقود لتغطية الانفاق العام، وبهذا ترتفع كمية النقود المتداولة لدى الأفراد والمؤسسات، كما أن نشاط الدولة امتد ليشمل جميع المجالات الاقتصادية والاجتماعية فأصبحت موارد الدولة غير كافية لتمويل عملياتها، وبالتالي فهي تتقدم الى السوق النقدي والى الجمهور لجلب الموارد النقدية اللازمة، وتحصل هذه المؤسسات المصرفية والمالية والجمهور على السندات الحكومية وأذون الخزينة مقابل حصولها على نقود الودائع، وبما أن هذه السندات لها سيولة عالية ومضمونة، فإنه يمكن خصمها لدي البنوك التجارية، وإعادة خصمها لدى البنك المركزي، وبالتالي سيتحول جزء منها الى نقود قانونية وهو ما يرفع في حجم الكتلة النقدية، وقد يؤدي الى العكس أي انخفاض الكتلة النقدية عند اتباع سياسة تقشفية (انكماشية).<sup>1</sup>

### ثالثاً: المؤسسات المسؤولة عن عرض النقود

تعرض النقود من طرف المؤسسات المالية المكونة للجهاز المصرفي، من بنك مركزي وبنوك تجارية وخزينة عمومية، كما أن عملية عرض النقود أو خلقها تقابلها عملية معاكسة، وهي عملية امتصاص أو اعدام النقود، أي انقاص مقادير النقود المتداولة. اذن فالتقنيات التي تخضع لها عملية خلق النقود هي نفسها التي تتعلق بامتصاصها ولكن كل واحدة تسير في اتجاه معاكس للأخرى.

ومنه سننتقل الى كيفية عرض النقود القانونية من قبل البنك المركزي، ثم نبين عرض النقود الكتابية من قبل البنوك التجارية والخزينة العمومية.<sup>2</sup>

**1. عرض النقود القانونية من قبل البنك المركزي:** يتعلق الأمر بمجموع النقود القانونية التي تصدرها البنوك المركزية في شكل نقود ورقية أو نقود معدنية مساعدة. والبعض تصدرها عن طريق الخزينة العمومية كما هو الحال في فرنسا.<sup>3</sup> والتي تمثل الشكل الأعلى للسيولة التامة والنهائية وتمثل التزام البنك المركزي اتجاه الاقتصاد ككل. أما فيما يتعلق بالإصدار النقدي فهو العملية التي يقوم بموجبها البنك المركزي بوضع نقود قانونية بحوزة الاقتصاد ككل، ويتجسد ذلك من خلال طبع الأوراق النقدية ووضعها في التداول، والبنك المركزي لا يقوم بهذه العملية انطلاقاً من فراغ بل يقوم بها بناء على حصوله على احدى هذه الأصول: ذهب وعملات أجنبية، سندات الخزينة، وسندات تجارية (إعادة خصم أوراق تجارية لدى البنك المركزي أو تطلب منه قروض باعتباره المقرض الأخير)، وتسمى غطاء الإصدار النقدي، وهي حق له، ويصدر مقابلها نقوداً قانونية بقيمة هذه الأصول المتحصل عليها وتعتبر التزاماً عليه اتجاه الجهات التي تنازلت له عنها (حكومة، بنوك، ...).

### 2. عرض النقود الكتابية من قبل البنوك التجارية:

تتم عملية خلق النقود من طرف البنوك التجارية، وهي عبارة عن نقود كتابية تظهر من خلال التسجيلات المحاسبية للودائع والقروض، وهي تعكس تداول الأموال باستعمال الشيكات وليس تداولها حقيقة.

تقوم البنوك التجارية بخلق النقود الكتابية انطلاقاً من الودائع التي تجمعها، ولفهم طريقة خلق العملة الكتابية من طرف البنوك التجارية يجب أن نتذكر أن لكل متعامل لدى البنك التجاري حساباً جاري يسجل فيه ايداعاته وسحبه

<sup>1</sup> صالح مفتاح، المرجع السابق، ص 62-64

<sup>2</sup> خباياة عبد الله، المرجع السابق، ص 123

<sup>3</sup> خباياة عبد الله، نفس المرجع، ص 123

عن طريق الشيك والترحيلات. كما أن للبنك التجاري حساب مفتوح لدى البنك المركزي يسجل فيه العمليات المباشرة بين الطرفين.<sup>1</sup>

ان من بين أهم ما يميز البنوك التجارية عن غيرها من البنوك الأخرى هو قدرتها على توليد الودائع والتي يطلق عليها خلق الائتمان، لأن خلق الائتمان هو خلق للودائع في الوقت ذاته، ومنه لا بد من توضيح الكيفية التي يتم بها تحقيق ذلك.

ان عمليات الاقراض التي تمارسها البنوك التجارية يمكن أن تتحقق بطريقتين هما:

**الأولى:** والتي يمكن أن تتمثل في قيام البنوك التجارية بدفع قيمة قروضها من النقود القانونية التي بحوزتها فعلا، وفي هذه الحالة فان الاقراض لا يكون الا مجرد عملية تحويل النقود التي تكون موجودة لدى البنك بحيث يتم دفعها الى المقترض بإقراضها، وبدون أن يتضمن ذلك أي زيادة في عرض النقود، أي أن البنك في هذه الحالة لا يقوم الا بإقراض نقود موجودة لديه، والبنك في هذه الحالة يحتفظ باحتياطات كاملة مقابل الودائع لديه، أي الاحتفاظ باحتياطي نقدي قدره 100% من الودائع لديه، وبهذا تكون قيمة المبالغ لدى البنك مساوية لمجموع الودائع. في ظل افتراض أن ما يتم اقراضه من قبل البنك يعود اليه في شكل وديعة، أي بدون تسرب نقدي، وبذلك فان القروض تعتمد في هذه الحالة على حجم الودائع لدى البنوك التجارية ولا يمكن أن تتجاوز مقدار الودائع لديها، ومن ثمة فان البنوك التجارية لا تستطيع توليد الائتمان أي توليد الودائع بموجب هذه الطريقة.

**الثانية:** وهذه الطريقة تتضمن قيام البنك بمنح المقترض حق سحب مبالغ معينة في حدود القرض الذي يمنحه له، وبحيث يمكن السحب على هذا القرض الذي يتم قيده (تسجيله) في حسابه الجاري المدين باستخدام الشيكات لتسديد قيمة التعاملات التي يقوم بها، وحيث أن الشيكات التي يتم بواسطتها السحب على هذه القروض تستخدم لإجراء المعاملات واتمام المبادلات، وأداء المدفوعات، وتسويتها، رغم أنها قد لا تتضمن استخدام فعلي للنقود القانونية، بل استخدام نقود الودائع التي تولدها البنوك وتثبت في سجلاتها، وبحيث يتم استخدام الودائع التي ولدتها البنوك التجارية هذه من خلال السحب عليها بالشيكات، وهو الأمر الذي يمثل زيادة في كمية النقود، أي زيادة في عرض النقود، التي تمثلها نقود الودائع التي ولدتها البنوك التجارية، والتي تستعمل في الاستخدامات التي تؤديها النقود القانونية، وهو الأمر الذي أدى الى تضمين عرض نقود الودائع المصرفية، وهي الودائع الجارية (ودائع تحت الطلب)، أي الودائع التي يمكن سحبها حين طلبها، اضافة الى النقود القانونية سواء كانت ورقية أو معدنية مساعدة.

ان عملية خلق الائتمان أو خلق الودائع هذه تمت استنادا الى أن البنوك التجارية قد توصلت من خلال ممارستها الواقعية الى أن السحب على الودائع الجارية (تحت الطلب) لا يتم مرة واحدة، أي أنه لا يقوم كل المودعين بسحب كل ودائعهم في وقت واحد، بل ان عمليات السحب على هذه الودائع تتم فعليا لجزء منها، ولبعض المودعين، وفي أوقات مختلفة، بالإضافة الى أن عمليات السحب النقدية على هذه الودائع تقابلها ايداعات نقدية في هذه الودائع، وتكون الايداعات اليومية أقل من السحوبات اليومية من هذه الودائع، وقد تزيد الايداعات اليومية هذه على السحوبات اليومية في حالات ليست بالقليلة، خاصة اذا تم الأخذ بعين الاعتبار الأساس لمثل هذه الزيادة في الايداعات اليومية على السحوبات اليومية، والذي يمكن تفسيره بزيادة الدخول وزيادة الوعي والعادات المصرفية، وزيادة الانتشار المصرفي عبر الزمن . وهو الأمر الذي أدى الى أن يصبح من غير الضروري الاحتفاظ باحتياطات كاملة مقابل الودائع لدى البنوك التجارية -كما في الطريقة الأولى-، وانما على هذه البنوك نتيجة لما سبق الاحتفاظ باحتياطات نقدية جزئية، يتم تحديدها عادة من قبل البنك المركزي، ومن خلال قوانين أو نظم تحدد نسبتها من الودائع، أو من خلال سياسة البنوك التي تستند فيها الى ممارستها وخبرتها وتجاربها السابقة ذات الصلة بعمليات

<sup>1</sup> خياطة عبد الله، المرجع السابق، ص125

السحب والإيداع التي تتم فيها، إضافة إلى حجم الودائع لديها، وما تراعيه البنوك في هذا الإطار من متطلبات للسيولة التي تراها مناسبة لها من أجل ممارسة عملها والقيام بنشاطاتها.

وإن عملية توليد الائتمان التي تقوم بها البنوك التجارية تتم استناداً إلى احتفاظها باحتياطات جزئية مقابل الودائع لديها، حيث أن البنوك تقوم بالاحتفاظ بجزء من الودائع التي تودع لديها، ويتم اقراض المتبقي من الودائع هذه.

مثال: المثال التالي يوضح عملية خلق الائتمان والودائع، وذلك بافتراض ما يلي:

- عدم وجود أي قدر من التسرب النقدي، أي افتراض أن القروض التي تمنحها البنوك التجارية إلى المتعاملين معها تتم إعادة إيداعها كاملة إلى هذه البنوك من خلال الودائع المشتقة، أي التي تولدت أو اشتقت من القروض التي منحها البنوك التجارية استناداً إلى نظام الاحتياطات الجزئية مقابل الودائع لديها.
- أن البنوك تحتفظ باحتياطات جزئية (قانونية) نسبتها 10 % من الودائع الأصلية لديها.
- أن البنوك لا تحتفظ بأي احتياطات فائضة تزيد عن الاحتياطات القانونية.
- وجود وديعة أصلية مقدارها 1000 دينار.
- وجود قدر كافي من الطلب على الائتمان المصرفي، أي أن قدرة المصارف على توليد الائتمان يتم استخدامها بالكامل من خلال الطلب على الائتمان الذي توفره هذه القدرة الائتمانية، بمعنى أن كل ما يمكن أن تعرضه البنوك من ائتمان استناداً إلى قدرتها هذه يتم طلبه واستخدامه من قبل المتعاملين مع هذه البنوك، ومن ثمة فإن الذي يحدد عملية استمرار الخلق هو استنفاد كل مبلغ الوديعة الأصلية الذي يزيد عن الاحتياطي القانوني الذي ينبغي الاحتفاظ به لدى البنك.
- إن عملية توليد الائتمان في هذا المثال يمكن افتراض أنها تتم من خلال عدة بنوك تجارية، أو من خلال بنك واحد بعدة فروع له، حيث أن مجموعة فروعه يمكن أن تمثل البنوك التجارية المتعددة، وبالتالي فإن هذا المثال ينطبق على الحالتين، حتى لا يتم تكرار ذلك في الحالتين أي حالة وجود عدة بنوك، أو بنك واحدة بعدة فروع.

تظهر الوديعة الأصلية في ميزانية البنك الأول كما يلي:

المطلوبات	الموجودات
1000 دينار وديعة أصلية جارية في حساب المودع	1000 نقد في الصندوق
المجموع = 1000 دينار	المجموع = 1000 دينار

إن عملية الاقراض التي يقوم بها البنك الأول والتي تتم استناداً إلى الوديعة الأصلية والتي قدرها 1000 دينار باحتفاظه باحتياطات نقدية وقدرها 100 دينار واقراضه المبلغ المتبقي من الوديعة وقدره 900 دينار، والذي يمثل ائتمان يمنحه البنك للمتعامل معه، والذي يتم افتراض أنه يعاد إيداعه كاملاً لدى البنك الثاني، والذي يقوم بدوره بإقراض ما يزيد عن الاحتياطي القانوني، وبذلك يتساوى مبلغ القرض والذي قدره 900 دينار الممنوح من قبل البنك الأول مع مبلغ الوديعة لدى البنك الثاني والناجمة (المشتقة) عن القرض هذا وحيث يظهر في ميزانية البنك الأول كما يلي:

المطلوبات	الموجودات
1000 دينار وديعة أصلية	100 احتياطي قانوني نقدي 900 قروض
المجموع = 1000 دينار	المجموع = 1000 دينار

وتظهر ميزانية البنك الثاني كما يلي:

المطلوبات	الموجودات
900 دينار وديعة مشتقة	90 احتياطي قانوني نقدي 810 قروض
المجموع = 900 دينار	المجموع = 900 دينار

وبافتراض أن القروض التي أقرضها البنك الثاني يعاد ايداعها بالكامل لدى البنك الثالث، والذي يقوم بدوره بالاحتفاظ باحتياطات قانونية نسبتها 10 % من الودائع لديه وقدرها 81 دينار واقراض المبلغ المتبقي منها وقدره 729 دينار، حيث تظهر ميزانية البنك الثالث كما يلي:

المطلوبات	الموجودات
810 دينار وديعة مشتقة	81 احتياطي قانوني نقدي 729 قروض
المجموع = 810 دينار	المجموع = 810 دينار

وهكذا تستمر عمليات الاقتراض استنادا الى الوديعة الأصلية والتي يكون فيها توليد الائتمان هو ذاته توليد الودائع، حيث ومن أجل توضيح أن عملية توليد الائتمان هي ذاتها عملية توليد الودائع تستخدم بيانات المثال السابق تظهر ميزانية البنوك التجارية كما يلي:

البنك	الودائع تحت الطلب	الاحتياطات القانونية	القروض
الأول	1000	100	900
الثاني	900	90	810
الثالث	810	81	729
.	.	.	.
.	.	.	.
المجموع	10000	1000	9000

ان مبلغ القروض والتي قدرها 900 دينار التي منحها البنك الأول اعتمادا على الوديعة الأصلية لديه، ولد وديعة مشتقة لدى البنك الثاني مساوية لمبلغ هذه القروض، أي 900 دينار، وهذا الامر ينطبق كذلك على القروض التي تولدت لدى البنك الثاني والتي مقدارها 810 دينار هي ذاتها الودائع التي تولدت لدى البنك الثالث والتي قدرها 810 دينار كذلك، وبذلك فان عملية توليد الائتمان هي ذاتها عملية توليد الودائع وبذات القدر، أي أن توليد الائتمان هو توليد للودائع، والتي هي ودايع مشتقة من الوديعة الأصلية، أي من الائتمان الذي يتولد عنها. وهكذا تستمر عملية توليد الائتمان (القروض) وتوليد الودائع، والتي لا يمكن أن تستمر الى ما لا نهاية، بل انها تتوقف عند استنفاد قدرة البنوك التجارية على الاقتراض استنادا الى الودائع لديها، وذلك عند استنفاد الاحتياطات القانونية النقدية للوديعة الأصلية، أي عندما تبلغ الاحتياطات هذه مبلغ الوديعة الأصلية من خلال تساويهما، وبذلك تنتهي قدرة البنوك على منح الائتمان، وتتوقف عن منح القروض اعتمادا على الوديعة الأصلية في المثال المذكور.

أي عندما تعادل الاحتياطات القانونية مبلغ 1000 دينار، وبذلك تنتهي القدرة الائتمانية، أي تنتهي قدرة البنوك على منح وتوليد الائتمان اعتمادا على الوديعة الأصلية هذه. واستنادا الى المعطيات والافتراضات الواردة في المثال لدينا:

$$\frac{\text{الوديعة الأصلية}}{\text{نسبة الاحتياطي القانوني}} = \text{التوسع في الائتمان أو الودائع}$$

$$\text{مقدار (مبلغ) الاحتياطي القانوني} = \text{مبلغ الوديعة} \times \text{نسبة الاحتياطي القانوني}$$

$$\frac{\text{الوديعة الأصلية} - \text{قيمة الاحتياطي}}{\text{نسبة الاحتياطي القانوني}} = \text{الودائع المشتقة}$$

$$\frac{1}{\text{نسبة الاحتياطي القانوني}} = \text{مضاعف الائتمان}$$

ومنه فإن: التوسع في الائتمان = الوديعة الأصلية + الودائع المشتقة عنها = الوديعة الأصلية x مضاعف الائتمان وباستخدام الصيغ المذكورة باستخدام المعطيات الواردة في المثال، يتم التوصل الى ما يلي:

$$\text{التوسع في الائتمان أو الودائع} = \frac{1000}{10\%} = \frac{1000}{\frac{10}{100}} = \frac{1000}{10} = \frac{(100)1000}{10} = 10000 \text{ دينار}$$

$$\text{مقدار (مبلغ) الاحتياطي القانوني} = \frac{(10)1000}{100} = 100 \text{ دينار}$$

$$\text{الودائع المشتقة} = \frac{100 - 1000}{10\%} = \frac{900}{\frac{10}{100}} = \frac{(100)900}{10} = 9000 \text{ دينار}$$

$$\text{مضاعف الائتمان} = \frac{1}{10\%} = \frac{1}{\frac{10}{100}} = \frac{(100)1}{10} = 10$$

التوسع في الائتمان وهو الزيادة في الودائع = 1000 + 9000 = 10000 دينار.<sup>1</sup>

### 3. عرض النقود الكتابية من قبل الخزينة العمومية:

تقوم الخزينة العمومية بالتدخل مباشرة في خلق النقود وامتصاصها، لأنها تكسب المبادرة في رفع الودائع وتجمعها من العائلات ومن المؤسسات القطاع الخاص والمؤسسات العمومية التابعة للدولة (جماعات محلية، دوائر حكومية، ادارات خدمية وانتاجية،....) وذلك بطريقتين:

- الطريقة المباشرة: من خلال الحسابات الجارية التي يمكن فتحها لدى الخزينة العمومية.
- الطريقة الغير مباشرة: تخص الحساب الجاري البريدي لأن كل ودائع هذه المؤسسة تودع بدورها في حساب خاص بالخزينة العمومية.

مثال<sup>1</sup>: نتصور موظفا له حساب جاري بريدي، في آخر الشهر قامت الخزينة العمومية باسم الدولة بتأدية مرتبه المقدرب 10000 دينار، وذلك بمباشرة تسجيل هذا المبلغ في حساب الموظف بالشيك البريدي، الشيء

<sup>1</sup> فليح حسن خلف، النقود والبنوك، المرجع السابق، ص ص 324-334

الذي يؤدي الى خلق عملة كتابية، وفي نفس الوقت يسجل نفس المبلغ في حساب الشيك البريدي عند الخزينة العامة.

مثال 2: نتصور الآن أن حرفيا له حساب في الشيك البريدي، وأنه يؤدي ضريبة لصالح الدولة قدرها 8000 دينار، ما عليه الا أن يسحب شيك بريدي لصالح الخزينة العامة، الشيء الذي يؤدي الى سحب المبلغ المذكور من حسابه بالبريد وسحب نفس المبلغ من حساب الشيك البريدي لدى الخزينة العامة، وهكذا تمتص أو تعدم النقود الكتابية عن طريق الخزينة العامة.<sup>1</sup>

#### 4.العوامل المحددة لقدرة البنوك التجارية على خلق الائتمان:

فيما سبق تم التطرق الى عملية توليد/خلق الائتمان، والتي هي ذاتها عملية توليد الودائع ، التي هي ودائع مشتقة من الودائع الأصلية لدى البنوك التجارية في ظل افتراضات محددة، وهذه الافتراضات قد لا تتحقق في الواقع الفعلي لسبب أو لآخر، وبالتالي يصبح من الضروري التطرق الى العوامل التي تحدد قدرة البنوك التجارية في عملية توليد الائتمان (توليد الودائع) ومنها:<sup>2</sup>

1.4.الاحتياطيات النقدية القانونية: والتي يكون البنك المركزي ملزما بموجب القانون الاحتفاظ بها لدى البنوك مقابل الودائع، حيث توجد علاقة عكسية بين الاحتياطيات النقدية القانونية هذه وتوليد الائتمان، حيث أن انخفاض نسبة الاحتياطيات هذه يوفر قدرة أكبر لدى البنوك التجارية على توليد الائتمان، والعكس، وهذه الاحتياطيات قد تحددها سياسة البنوك التجارية والتي تتطلبها عملياتها المصرفية في حالة عدم وجود تحديد قانوني لها، وهو أمر نادر التحقق ، حيث أن معظم الدول تحدد نسبة الاحتياطيات هذه في قوانينها. ومن المثال السابق وفي حالة افتراض أن نسبة الاحتياطي القانوني 20% بدلا من 10 %، فإن الصيغ السابقة تصبح كما يلي:

$$\text{التوسع في الائتمان أو الودائع} = \frac{1000}{20\%} = \frac{1000}{\frac{20}{100}} = \frac{1000(100)}{20} = 5000 \text{ دينار}$$

$$\text{مقدار (مبلغ) الاحتياطي القانوني} = \frac{(20)1000}{100} = 200 \text{ دينار}$$

$$\text{الودائع المشتقة} = \frac{200 - 1000}{20\%} = \frac{800}{\frac{20}{100}} = \frac{(100)800}{20} = 4000 \text{ دينار}$$

$$\text{مضاعف الائتمان} = \frac{1}{20\%} = \frac{1}{\frac{20}{100}} = \frac{(100)1}{20} = 5$$

التوسع في الائتمان أو الزيادة في الودائع = الوديعة الأصلية + الودائع المشتقة عنها = 5 x 1000 = 5000 دينار  
ومما سبق يتبين بوضوح أن ارتفاع نسبة الاحتياطي القانوني يؤدي الى انخفاض خلق أو توليد الائتمان، أي توليد الودائع (الودائع المشتقة) حيث تصبح 4000 دينار، وبذلك يقل التوسع في الائتمان من 10000 دينار الى 5000 دينار كنتيجة لارتفاع نسبة الاحتياطي القانوني من 10 % الى 20 % ، وهذا يعني أن هناك علاقة عكسية بين توليد

<sup>1</sup> خبايا عبد الله، المرجع السابق، ص 133

<sup>2</sup> فليح حسن خلف، النقود والبنوك، المرجع السابق، ص ص 335- 339

الائتمان (توليد الودائع) ونسبة الاحتياطي القانوني، أي أن زيادة هذه النسبة يخفض الودائع المشتقة ويقلل التوسع في الائتمان، والعكس صحيح.

2.4. حجم التسرب النقدي ونسبته: أي النسبة والمبالغ التي يتم تسربها من القروض التي تمنحها البنوك التجارية اعتمادا على الودائع الأصلية لديها، والتي تتمثل بما لا يعاد ايداعه لدى البنوك من قروضها، وبافتراض أن نسبة الاحتياطي القانوني 10 %، وأن نسبة التسرب النقدي 15 %، فإن:

$$4 = \frac{1}{\frac{1}{25}} = \frac{1}{\% 15 + \% 10} = \frac{1}{\text{نسبة الاحتياطي القانوني} + \text{نسبة التسرب}} = \text{مضاعف الائتمان}$$

أي أن التوسع في الائتمان سيكون مقداره  $4 \times 1000 = 4000$  دينار بدلا من 10000 دينار في ظل افتراض عدم وجود تسرب نقدي، وبهذا فإن ارتفاع نسبة التسرب النقدي يقلل من قدرة البنوك التجارية على توليد الائتمان، وان انخفاض هذه النسبة يرفع من قدرتها على خلق الائتمان.

3.4. الاحتياطات النقدية الفعلية: أي التي تزيد عن الاحتياطات القانونية النقدية، ويؤدي احتفاظ البنوك التجارية بها الى تقليل قدرة هذه البنوك على خلق الودائع، وأن ارتفاع نسبة الاحتياطات الفائضة يقلل من قدرة البنوك التجارية على توليد الودائع، وانخفاض نسبة الاحتياطات الفائضة يرفع من قدرتها على توليد الودائع. وبافتراض أن البنوك التجارية تحتفظ فعليا بـ 25 % كنيلة من الوديعة الأصلية بشكل احتياطات فائضة، فإن هذا يعني:

$$2 = \frac{1}{\frac{1}{50}} = \frac{1}{\% 25 + \% 15 + \% 10} = \frac{1}{\text{نسبة الاحتياطي القانوني} + \text{نسبة التسرب} + \text{الاحتياطات النقدية الفائضة}} = \text{مضاعف الائتمان}$$

و التوسع في الائتمان  $2 \times 1000 = 2000$  دينار بدلا من 4000 دينار في الحالة التي تم الافتراض فيها عدم وجود أي احتياطات فائضة تزيد عن الاحتياطات النقدية القانونية.

ومما يمكن ملاحظته من الواقع الفعلي لممارسة البنوك التجارية هو أن معظمها يحتفظ باحتياطات فعلية نقدية تزيد عن الاحتياطات القانونية بقدر أو بأخر، وبسبب أو آخر يتصل بسياسة كل بنك وما تتطلبه عملياته وما يراه مناسباً له.

4.4. الطلب على الائتمان: الذي تمنحه البنوك التجارية استنادا الى قدرتها على توليد الائتمان ، والذي يحدده حالة النشاطات الاقتصادية، حيث أن حالة الانكماش في النشاطات الاقتصادية تؤدي الى انخفاض الطلب على الائتمان لعدم تحقيق عائد مناسب لاستخدام الائتمان (القروض) في النشاطات الاقتصادية بسبب الانكماش فيها، وهو الأمر الذي يحد من استخدام قدرتها على التوسع في الائتمان. فإذا كانت قدرتها افتراضا كما في المثال السابق هي 2000 دينار وأن الطلب على الائتمان هو 1000 دينار، فإن هذا يؤدي الى وجود قدرة اقراضية غير مستخدمة من الائتمان قدرها 1000 دينار بسبب عدم توفر الطلب على استخدامها.

5.4. السياسة التي تتبعها البنوك التجارية: بخصوص عملياتها الاقراضية، حيث أن البنوك يمكن أن تتبع سياسة انكماشية تتضمن تقليص قروضها، وهذا يعني انخفاض عملية التوسع في الائتمان وتوليده. ويحصل العكس في حالة اتباعها سياسة توسعية تقود الى التوسع في منح الائتمان وتوليده، وذلك تبعا للمعايير التي تعتمدها في رسم سياستها الاقراضية هذه، والتي تراعي فيها جوانب عديدة منها درجة المخاطرة والسيولة، والربحية وحالة الاقتصاد وما الى ذلك.

6.4. السياسة النقدية: التي يتبعها البنك المركزي، وخاصة ما يتصل منها بالإصدار النقدي وبأدوات السياسة النقدية الأخرى ، إذ أن النقود مثلا هي التي تشكل المصدر الأساسي للودائع الأصلية التي تستند اليها البنوك في عملية توليد الائتمان، وحيث تزداد هذه العملية بزيادة عرض النقود الناجم عن التوسع في الاصدار النقدي، وتقل بتقليص عرض النقود الناتج عن تقليص الاصدار النقدي. والأمر ذاته ينطبق على تأثير أدوات السياسة النقدية التي يتبعها البنك المركزي والتي منها نسبة الاحتياطات، وسعر اعادة الخصم، وعمليات السوق المفتوحة، وغيرها، والتي تؤثر بالضرورة

على توليد الائتمان لأنها تؤدي الى تقليص قدرة البنوك التجارية على القيام بذلك تبعاً لطبيعة وسائل السياسة النقدية التي يتبعها البنك المركزي.

ومما سبق يتبين وجود عوامل عديدة تؤثر في قدرة المصارف التجارية على التوسع في الائتمان وتوليده، بعضها يرتبط بالبنوك التجارية ذاتها، وبعضها يرتبط بالمتعاملين مع هذه البنوك ، وبعضها يرتبط بحالة الاقتصاد، والبعض الآخر يرتبط بسياسة البنك المركزي.

ولذلك فإن الافتراضات التي تم الاستناد اليها في توضيح عملية توليد الائتمان هي افتراضات اقتضاها تبسيط هذا التوضيح وتسهيله، رغم أنها في الغالب افتراضات غير واقعية، أي أنها لا تتحقق عادة في الواقع. ولذلك ينبغي عدم الاعتماد في تحليل عملية توليد الودائع استناداً الى العلاقة بين الودائع الأصلية ونسبة الاحتياطات القانونية لأن هناك قدر متفاوت من التسرب النقدي، والذي تمثله المبالغ التي لا يعاد ايداعها لدى البنوك، ذلك لأن من غير المعقول أن تعاد القروض التي تمنحها البنوك التجارية اليها في شكل ودائع، خاصة اذا تم الأخذ في الاعتبار أن هذه القروض يتم منحها مقابل فائدة تفوق عادة الفائدة التي تدفع على الودائع بكافة أشكالها حتى ودائع التوفير وودائع لأجل، والفرق يزداد في حالة الودائع الجارية التي لا يتم دفع فائدة عليها عادة. ولذلك فإن القيام بإعادة ايداع المبالغ المقترضة لدى البنوك يحمل المتعامل خسارة تتمثل في الفرق بين الفائدة على القروض والفائدة على الودائع، ولكن هذا الافتراض قد يصح عندما يقوم المقترض بدفع مبلغ القرض الى متعامل آخر كمقابل لمعاملته معه ، ويقوم هذا الأخير بإيداع هذا المبلغ في البنوك، الا أنه من النادر أن تعاد كل المبالغ المقترضة الى البنوك كودائع حتى في هذه الحالة، ولذلك توجد نسبة تسرب نقدي فعلية فائضة، وامكانية حصول قصور في الطلب على الائتمان، وما الى ذلك، وهو الأمر الذي يضعف قدرة البنوك التجارية على توليد الودائع.<sup>1</sup>

<sup>1</sup> فليح حسن خلف، النقود والبنوك، المرجع السابق، ص ص 338-339

## المحور الرابع: السياسة النقدية

يناط بالسلطة النقدية التي يمثلها البنك المركزي مسؤولية رسم وتنفيذ السياسة النقدية في مجال ادارة والتأثير على المعروض النقدي بما يتلاءم ومستوى النشاط الاقتصادي وتحديدًا تحقيق الأهداف الاقتصادية النهائية التي تسعى السياسة النقدية إليها. ومنه سنسلط الضوء على ماهية السياسة النقدية، أدواتها وأهدافها.

### أولاً: ماهية السياسة النقدية

يمكن تعريف السياسة النقدية بما يلي:

- "مجموع الاجراءات التي تتخذها السلطة النقدية في المجتمع بغرض الرقابة على الائتمان والتأثير عليه بما يتفق وتحقيق الأهداف التي تصبو إليها الحكومات، فالنقود لا تدير نفسها بنفسها بل يجب أن تتدخل السلطة النقدية في الدولة لإدارة النقود وتوجيهها لبلوغ الأهداف المرجوة، وقد تكون السياسة النقدية أداة لتحقيق الغاية التي ترنو إليها الحكومة"<sup>1</sup>
  - "أحد فروع السياسة الاقتصادية التي يناط بها ادارة المعروض النقدي بما يتلاءم وحاجة النشاط الاقتصادي."<sup>2</sup>
  - "مجموعة من القواعد والأساليب والوسائل والاجراءات والتدابير التي تقوم بها السلطة النقدية للتأثير والتحكم في عرض النقود بما يتلاءم مع النشاط الاقتصادي لتحقيق أهداف معينة."<sup>3</sup>
  - "هي أهداف البنك المركزي في ممارسة سلطته للتحكم في النقود، أسعار الفائدة وشروط الائتمان، وتمثل الأدوات الرئيسية لها في عمليات السوق المفتوحة ومتطلبات الاحتياطي الاجباري وسعر الخصم."<sup>4</sup>
  - "هي تنظيم عرض النقد (العملة والائتمان المصرفي) عن طريق تدابير ملائمة تستخدمها السلطات النقدية والممثلة بالبنك المركزي أو الخزينة."<sup>5</sup>
- ومنه فان السياسة النقدية تمثل مجموع الأدوات والوسائل التي تضعها السلطات النقدية، والتي يتولى البنك المركزي تنفيذها، من أجل التحكم في كمية النقد والائتمان لتحقيق مجموعة من الأهداف (نمو اقتصادي، تشغيل كامل، استقرار الأسعار، واستقرار ميزان المدفوعات)، والتي تمثل في نفس الوقت الأهداف العامة للسياسة الاقتصادية. وتذكر أن المعروض النقدي يتكون من كمية النقود المتداولة + الودائع الجارية. والنقود المتداولة - كما سبق - يتحكم في اصدارها البنك المركزي من خلال سياسة الاصدار وغطاء الاصدار النقدي، الذي يحدده العرف البنكي أو بحكم القانون. وتبقى الودائع الجارية كجزء من المعروض النقدي الذي تؤثر عليه البنوك التجارية بالزيادة أو الانخفاض طبقاً لآليات وأدوات من أجل تحقيق أهداف محددة تمثل جوهر فكر عمل السياسة النقدية.<sup>6</sup>

### ثانياً: أدوات السياسة النقدية (أو أدوات الرقابة على الائتمان)

<sup>1</sup> محمد سحنون، الاقتصاد النقدي والمصرفي، دار بهاء الدين للنشر والتوزيع، قسنطينة، الجزائر، 2003، ص 114

<sup>2</sup> السيد متولي عبد القادر، اقتصاديات النقود والبنوك، المرجع السابق، ص 190

<sup>3</sup> عباس كاظم الدعبي، السياسات النقدية والمالية وأداء سوق الأوراق المالية، مجموعة النيل العربية، القاهرة، مصر، 2003، ص 90

<sup>4</sup> لحو موسى بوخاري، سياسة الصرف الأجنبي وعلاقتها بالسياسة النقدية، مكتبة حسين العصرية، بيروت، لبنان، 2010، ص 59

<sup>5</sup> وليد بشيشي، دور السياسة النقدية في تحقيق النمو الاقتصادي، دار الكتاب الجامعي، الامارات، 2017، ص 39

<sup>6</sup> السيد متولي عبد القادر، نفس المرجع، ص 190

ان المقصود باستخدام البنك المركزي لأدوات السياسة النقدية قيامه باستخدام وسائله النقدية والائتمانية في تحقيق رقابته وسيطرته على الائتمان المصرفي كمهمة أساسية سيتولاها دون غيره من مؤسسات الجهاز المصرفي.<sup>1</sup>

وتنقسم أدوات السياسة النقدية (أو أدوات الرقابة على الائتمان) الى نوعين:

### 1.1 الأدوات المباشرة للسياسة النقدية (أدوات الرقابة المباشرة على الائتمان):

يقصد بأدوات الرقابة المباشرة على الائتمان، الأساليب المباشرة التي يستخدمها المصرف المركزي بهدف التأثير على نوعية الائتمان وتوجيهه لتحقيق أغراض اقتصادية معينة، وعادة ما تستخدم الأدوات المباشرة في الدول النامية بشكل كبير مقارنة بالدول المتقدمة نظرا لغياب فعالية آلية السوق في تلك الدول ولعجز بعض القطاعات الاقتصادية فيها بشكل كامل.<sup>2</sup> وتعتمد على التأثير الذي يمارسه البنك المركزي تجاه المصارف التجارية والذي ينعكس على النشاط الائتماني والمصرفي.

يلجأ البنك المركزي في علاقته مع البنوك التجارية في الاقتصاد إلى استعمال أساليب رقابية، كيفية وكمية، للتأثير على حجم الائتمان، وعلى الأنشطة والخدمات المصرفية التي تقدمها هذه البنوك، وذلك كما يلي:

#### 1.1.1 الرقابة الكيفية المباشرة على الائتمان (الاقناع الأدبي):

ويندرج تحت عنوان "الرقابة الكيفية على الائتمان" قيام البنك المركزي باستخدام وسائل الإقناع الأدبي بهدف جذب البنوك للتعاون معه في تنفيذ سياسته النقدية. وتنحصر أهمية تأثير البنك المركزي على المصارف التجارية في امكان اقناعها بسياسته المنسجمة مع أهداف السياسة الاقتصادية العامة للدولة. متبعا بذلك أسلوب التوجيه والنصح وابداء الرأي والمشورة، وبعد ذلك يمكن أن يعمد الى اصدار التعليمات والتشريعات القانونية التي تمكنه من تنفيذ سياسته من خلال التزام المصارف التجارية بها، أو تحديده الحد الأقصى لمعدل الزيادة في قروض المصارف التجارية، واستثماراتها في فترة زمنية معينة. وتعد تلك من أهم أدوات الرقابة المباشرة على الائتمان المصرفي من حيث فعاليتها في التأثير على النشاط الائتماني وخاصة في البلدان النامية.

ويعود سبب فعالية التأثير على المصارف التجارية الى المكانة المصرفية والنقدية التي يحتلها البنك المركزي تجاه مؤسسات الجهاز المصرفي، في كونه بنك البنوك والملجأ الأخير للإقراض كذلك كونه بنك الحكومة ومستشارها المالي، لهذا فان المصارف التجارية تأخذ توجهاته وتعليماته بنظر الاعتبار في معظم الاحيان.<sup>3</sup>

#### 2.1 الرقابة الكمية المباشرة على الائتمان:

كما يقوم البنك المركزي أحيانا، وبصورة مؤقتة حين تقتضي الظروف الاقتصادية ذلك، بفرض "رقابة كمية مباشرة على الائتمان"، حيث يتدخل البنك المركزي في تحديد حجم الائتمان الذي تقدمه البنوك التجارية، وفي الطريقة التي تمارس بها أنشطتها المصرفية، كما تتضمن الرقابة الكمية أيضا قيام البنك المركزي بإجراء تفتيش وتدقيق على مستندات البنوك التجارية، وعلى ميزانيتها بهدف التأكد من تنفيذها للتعليمات الصادرة عنه فيما يتعلق بإدارة الخصوم والأصول.<sup>4</sup>

#### 2.2 الأدوات الغير مباشرة للسياسة النقدية (أدوات الرقابة غير المباشرة على الائتمان):

ان الهدف من استخدام أدوات الرقابة غير المباشرة يتحدد في التأثير على حجم الائتمان المصرفي، والذي ينعكس بدوره على مستوى النشاط الاقتصادي. ولما كان الحجم الكلي للائتمان كما أسلفنا ذكره، يتوقف على عاملين هما:

<sup>1</sup> ناظم محمد نوري الشمري، المرجع السابق، ص 192

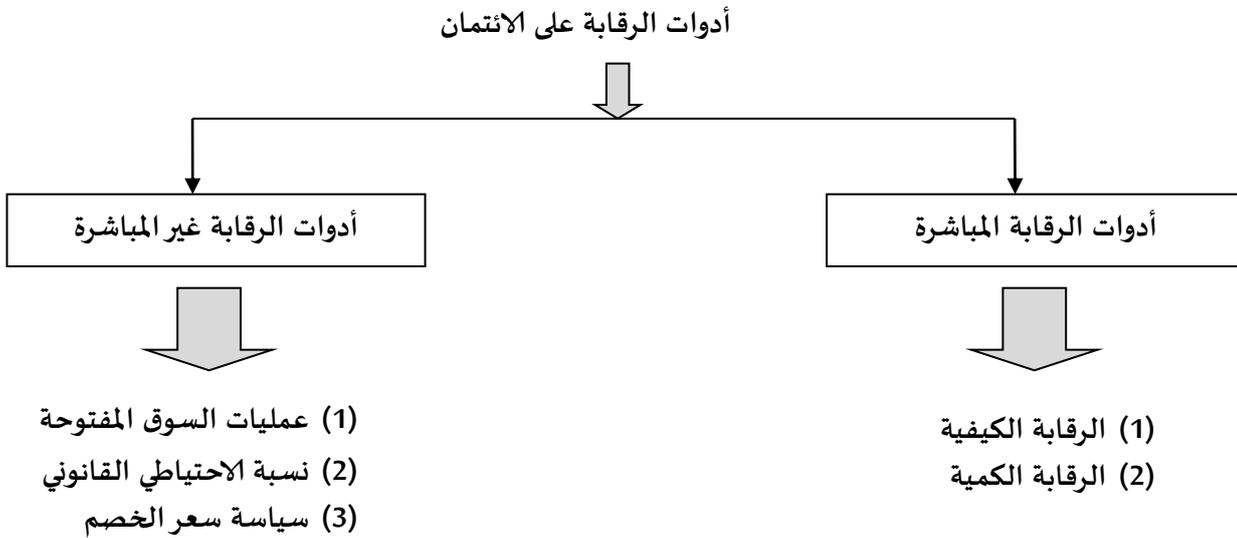
<sup>2</sup> أكرم حداد، مشهور هذلول، المرجع السابق، ص 190

<sup>3</sup> ناظم محمد نوري الشمري، نفس المرجع، ص 200

<sup>4</sup> محمد سعيد السهموري، المرجع السابق، ص 198

- حجم الاحتياطات النقدية المتوافرة لدى المصارف؛
  - نسبة الاحتياطات النقدية الى اجمالي الودائع والتي تحتفظ بها المصارف.
- فاذا استطاع البنك المركزي التأثير على هاذين الجانبين، فانه سيكون قادرا على فرض رقابته على نشاط المصارف التجارية في خلق الائتمان، وبلاستناد الى تجاوب المصارف التجارية مع سياسة البنك المركزي في هذا المجال، فعلى سبيل المثال: استجابة المصارف التجارية لتوجهات البنك المركزي في التوسع بالإقراض والاستثمار المصرفي في أثناء الكساد الاقتصادي، الا أنه في الغالب تكون سياسة المصارف التجارية غير متجاوبة تماما مع توجهات البنك المركزي. ويمكن حصر وسائل البنك المركزي في مجال رقابته غير المباشرة على الائتمان المصرفي في ثلاث وسائل هي: (1) عمليات السوق المفتوحة، (2) سعر الخصم، (3) نسبة الاحتياط القانوني.<sup>1</sup>

شكل 5 : الأدوات المختلفة للسياسة النقدية (أدوات الرقابة على الائتمان)



المصدر: محمد سعيد السهموري، اقتصاديات النقود والبنوك، دار الشروق للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، الطبعة الأولى، 2012، ص 198

وسيكون تركيزنا على أدوات السياسة النقدية غير المباشرة، حيث سنقوم تباعا، بشرح المقصود بكل أداة، وتوضيح كيفية استخدامها في حالة السياسة النقدية التوسعية وحالة السياسة النقدية الانكماشية ومناقشة مدى فعالية هذه الأدوات في تحقيق أهداف البنك المركزي، وعرض الصعوبات التي قد تقلل من قدرة البنك على استخدام هذه الأدوات، وذلك كما يلي:

#### 1.2.1. عمليات السوق المفتوحة :

وتعني هذه الأداة قيام البنك المركزي بشراء أو بيع الأوراق المالية الحكومية قصيرة الأجل (أذونات الخزنة) أو الأوراق المالية الحكومية طويلة الأجل (السندات)، بهدف تحويلها الى أصول نقدية وامتصاص السيولة أو ضخها في المجتمع ومن ثمة زيادة المعروض النقدي أو تقليصه. وذلك من خلال التأثير على حجم الاحتياطات النقدية للبنوك التجارية، والتأثير بالتالي على حجم الائتمان الذي تقدمه هذه البنوك، ومن ثم إحداث التغيير في العرض الكلي للنقود وفي مستوى أسعار الفائدة في الاتجاه المطلوب من أجل تحقيق الهدف النهائي الذي ينشده البنك المركزي.

<sup>1</sup> ناظم محمد نوري الشمري، المرجع السابق، ص ص 193- 194

أيضا قد تقوم الأجهزة غير المصرفية بالتعامل مع المصرف المركزي ولكن الأثر يمتثل فقط في زيادة وسائل الدفع دون مضاعفتها. وفي الغالب فإن الجهة التي تقابل البنك المركزي هي الأجهزة البنكية وأحيانا الأجهزة غير البنكية، ولكن تقع البنوك التجارية في مقدمة الأطراف التي تتعامل في السوق المفتوحة في مواجهة البنك المركزي.<sup>1</sup> و استخدام هذه الأداة من أدوات السياسة النقدية يتوقف، بطبيعة الحال، على نوع السياسة التي يريد البنك المركزي إتباعها وذلك كما يلي:<sup>2</sup>

■ فإذا كان الاقتصاد يعاني من حالة ركود Recession، ومن انخفاض في معدلات النمو الاقتصادي، وارتفاع معدلات البطالة، فإن هدف البنك المركزي في هذه الحالة يكون إتباع سياسة نقدية توسعية من أجل تنشيط الحركة الاقتصادية، وذلك من خلال:

- التأثير على عرض النقود (كمية وسائل الدفع): يقوم البنك المركزي، عن طريق استخدام أداة عمليات السوق المفتوحة، بعملية شراء للأوراق المالية الحكومية من السوق المالي، وسواء كان بائعي هذه الأوراق المالية أفرادا أو مؤسسات، فسيحصلون على الثمن في صورة شيكات مسحوبة لصالحهم على البنك المركزي، وسيقومون بإيداع هذه الشيكات في حساباتهم لدى البنوك التجارية، التي سيزيد حجم الودائع لديها نتيجة لذلك، وسيرتفع بالتالي حجم الفائض من احتياطياتها النقدية لدى البنك المركزي، وسيؤدي ذلك إلى زيادة قدرتها على منح الائتمان، ومن ثم زيادة عرض النقود في الاقتصاد.
- التأثير على سعر الفائدة: كما أن دخول البنك المركزي شاريا للأوراق المالية الحكومية سوف يحدث بدوره تغييرات في أسعار الفائدة في السوق المالي في الاتجاه الذي يرغبه البنك المركزي للتأثير على حجم الائتمان، ف شراء البنك المركزي للأوراق المالية سيزيد من حجم الطلب عليها، وعلى افتراض بقاء الأشياء الأخرى على حالها، فإن ذلك سيؤدي إلى ارتفاع في أسعار السندات وبالتالي انخفاض في أسعار الفائدة. ومن هنا فإن هذه السياسة النقدية التوسعية للبنك المركزي عن طريق استخدام عمليات السوق المفتوحة تؤدي إلى حدوث شيئين في آن واحد، فمن ناحية فإن الزيادة في حجم الفائض من الاحتياطيات النقدية لدى البنوك التجارية يعزز من قدرتها على منح الائتمان، ومن ناحية ثانية، فإن الانخفاض الذي حدث في أسعار الفائدة، والتي تمثل تكلفة الائتمان بالنسبة للمقترضين، يشجع قطاع الأعمال على الحصول على قروض من البنوك التجارية لتمويل مشروعاته الاستثمارية، وبالتالي، فإن المحصلة النهائية لتفاعل هذين العاملين -على الأقل من الناحية النظرية- هي حدوث زيادة في مقدار الائتمان في الاقتصاد، يترتب عليها زيادة في حجم الاستثمار والطلب الكلي، مما يؤدي إلى تنشيط الحركة الاقتصادية، وإعادة دوران عجلة الإنتاج مرة أخرى.
- أما إذا كان الاقتصاد يعاني من مشكلة التضخم، فإن الوضع يتطلب من البنك المركزي إتباع سياسة نقدية انكماشية من أجل الحد من ارتفاع المستوى العام للأسعار، والتخفيف من الآثار السلبية التي تحدثها حالة عدم الاستقرار السعري في الاقتصاد، وذلك من خلال:

- التأثير على عرض النقود (كمية وسائل الدفع): لتحقيق هذا الغرض سيقوم البنك المركزي ببيع الأوراق المالية الحكومية في السوق المالي، ويترتب على ذلك تتابع سلسلة من الأحداث مشابهة لتلك التي ذكرناها في الحالة السابقة، ولكن في الاتجاه المعاكس، إذ أن مشتري السندات من الأفراد والمؤسسات سيدفعون ثمنها للبنك المركزي بشيكات مسحوبة على حساباتهم لدى البنوك التجارية، والتي ستجد أن حجم الودائع لديها، وكذلك حجم احتياطياتها النقدية لدى البنك المركزي، قد انخفضت نتيجة لذلك،

<sup>1</sup> السيد متولي عبد القادر، اقتصاديات النقود والبنوك، المرجع السابق، ص 193

<sup>2</sup> محمد سعيد السهموري، المرجع السابق، ص ص 199-201

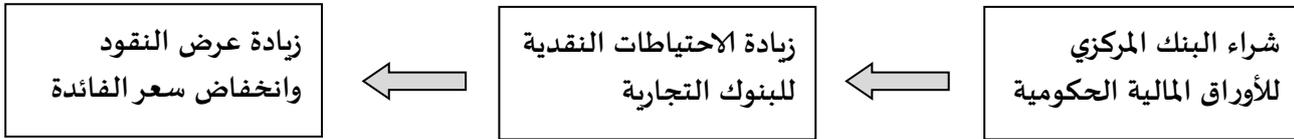
وسيترتب على هذا النقص في الاحتياجات النقدية للبنوك التجارية، حدوث نقص مقابل في قدرتها على منح الائتمان، ومن ثم نقص في مستوى عرض النقود في الاقتصاد.

- التأثير على معدل الفائدة: واستمرارا لنفس المنطق الذي شرحناه في الحالة السابقة، فإن دخول البنك المركزي بائعا للأوراق الحكومية سوف يحدث بدوره تغيرات في أسعار الفائدة في السوق المالي في الاتجاه الذي يرغبه البنك المركزي للتأثير على حجم الائتمان. فقيام البنك المركزي ببيع السندات الحكومية سيزيد من عرضها في السوق، وعلى افتراض بقاء الأشياء الأخرى على حالها، فإن ذلك سيؤدي إلى انخفاض في أسعار السندات، وبالتالي ارتفاع في أسعار الفائدة.

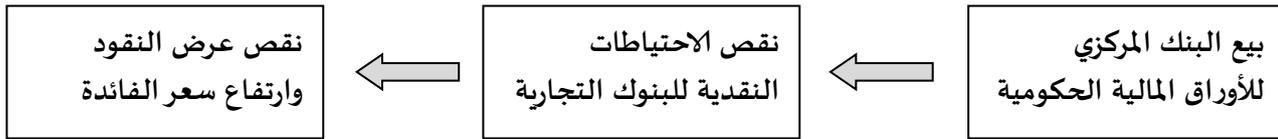
ومن هنا، فإن هذه السياسة النقدية الانكماشية للبنك المركزي عن طريق استخدام عمليات السوق المفتوحة تؤدي إلى حدوث شيئين في آن واحد: فمن ناحية فإن النقص في حجم الفائض من الاحتياجات النقدية لدى البنوك التجارية سيقبل من قدرتها على منح الائتمان، ومن ناحية ثانية فإن الارتفاع الذي حدث في أسعار الفائدة سوف يحبط من رغبة قطاع الأعمال في الحصول على قروض من البنوك التجارية لتمويل المشروعات الاستثمارية، وبالتالي فإن المحصلة النهائية لتفاعل هذين العاملين -على الأقل من الناحية النظرية- هي حدوث نقص في مقدار الائتمان في الاقتصاد، يترتب عليه نقص مقابل في حجم الاستثمار، مما يؤدي إلى نقص في مستوى الطلب الكلي، ومن ثم انخفاض في معدلات التضخم<sup>1</sup>.

شكل 6 : ملخص لتأثير عمليات السوق المفتوحة على عرض النقود وسعر

#### (أ) حالة السياسة النقدية التوسعية



#### (ب) حالة السياسة النقدية الانكماشية



المصدر: محمد سعيد السمهوري، اقتصاديات النقود والبنوك، دار الشروق للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، الطبعة الأولى.

2012، ص 202

وتتميز عمليات السوق المفتوحة عن غيرها من أدوات السياسة النقدية بأن البنك المركزي يكون قادرا تماما على التحكم بحجم التغير المرغوب في عرض النقود، مهما كان مقدار هذا التغير صغيرا أو كبيرا، فإذا أراد البنك المركزي مثلا أن يزيد من عرض النقود بمقدار 50 مليون دينار، فإنه يقوم بعملية شراء لأوراق مالية حكومية تساوي هذا المبلغ، وبالتالي يستطيع التأثير على الاحتياطات النقدية للبنوك التجارية بنفس القدر، هذه الميزة كما سنرى بعد قليل، لا تتوفر في الأدوات الأخرى، كما يمكن للبنك المركزي بسهولة تصحيح أي أخطاء تمت أثناء تنفيذ هذه

<sup>1</sup> محمد سعيد السمهوري، المرجع السابق، ص ص 199- 201

السياسة، فإذا اكتشف البنك المركزي مثلا، بأنه قام بشراء كمية من السندات أكثر من تلك التي تحتاجها متطلبات السياسة النقدية، وزاد عرض النقود تبعا لذلك بنسبة أكبر من تلك التي كان يرغب بها، فإنه يمكنه مباشرة القيام بعملية معاكسة وبيع كمية من الأوراق المالية لامتنعاص ذلك القدر الزائد من النقود. وأخيرا فإن من مزايا عمليات السوق المفتوحة أيضا أن نتائجها على مستوى عرض النقود تظهر مباشرة، بمعنى أن تأثيرها آني ووقتي، إذ أن عرض النقود في الاقتصاد يتغير في نفس اللحظة التي يتم فيها القيام بتنفيذ عمليات البيع والشراء، وبالتالي فإن البنك المركزي لا يحتاج إلى الانتظار فترة طويلة من الزمن ليرى ما إذا كان لسياسته أي تأثير على عرض النقود.<sup>1</sup> كما أن فعالية عمليات السوق المفتوحة غالبا ما تكون متواضعة في حالات الأزمات الاقتصادية، لأن المصارف التجارية لا تقوم بالضرورة باستثمار مواردها وأرصدها النقدية المتاحة لديها في أثناء الانكماش الاقتصادي، كما أنها لا تندفع كثيرا في شراء السندات (الحكومية) من البنك المركزي في حالات التضخم الاقتصادي، فضلا عن أن الأفراد سينطبق عليهم ما ينطبق على استثمارات المصارف التجارية في أثناء الأزمات الاقتصادية، وخاصة وأن عامل التوقعات يكون من العوامل المهمة في تقرير نوع استثماراتهم وتحديد الأرباح المتوقعة في المستقبل. من ناحية ثانية فإن قدرة البنك المركزي على استعمال هذه الأداة تتوقف إلى حد كبير على درجة تطور الوساطة المالية في الاقتصاد، ومدى تقدم السوق المالي الأولي والثانوي فيه، ففي كثير من دول العام الثالث حيث الأسواق المالية والنقدية لا زالت في بداية عهدها، حيث تتسم بالمحدودية في نشاطها وضيق تداول الأوراق المالية الخاصة بها. فإنه من غير المتوقع أن تكون لأداة عمليات السوق المفتوحة تأثير كبير، وبالتالي لا تلجأ البنوك المركزية في هذه الدول إلى استخدامها إلا نادرا.<sup>2</sup>

## 2.2. سياسة سعر الخصم:

يعد سعر الخصم أو كما يسمى سعر إعادة الخصم، بمثابة سعر الفائدة الذي يتقاضاه البنك المركزي من المصارف التجارية مقابل إعادة خصمه لما يقدم إليه من أوراق تجارية والأوراق المالية الحكومية قصيرة الأجل التي تقدمها له البنوك التجارية عندما ترغب في بيعها والحصول على قيمتها النقدية قبل موعد استحقاقها. كذلك يحصل البنك المركزي على سعر الخصم عند تقديمه قروض مضمونة بمثل هذه الأوراق إلى المصارف التجارية.<sup>3</sup> وسعر الخصم، والذي عادة ما يكون أقل من سعر الفائدة، يمثل التكلفة التي تتحملها البنوك التجارية عند لجوئها لـ "شباك الخصم" Discount Window لدى البنك المركزي لسد حاجتها من السيولة النقدية.<sup>4</sup> وتعلن البنوك المركزية عن الأسعار المستعدة لإعادة الخصم بموجبها من وقت لآخر، وبحسب ما تقتضيه تقديرات هذه البنوك المتناسبة مع سيطرتها وتوجيهها للنشاط الائتماني والمصرفي، وفيما إذا كان يحتاج للمزيد من التنشيط أو التقييد.<sup>5</sup>

والمقصود بسياسة سعر الخصم كأحد أدوات السياسة النقدية هي "التغيرات" التي يحدثها البنك المركزي في سعر الخصم بهدف التأثير على حجم القروض التي تحصل عليها البنوك التجارية منه، وبالتالي التأثير على حجم احتياطياتها النقدية، وعلى قدرتها على منح الائتمان، ومن ثم التأثير على مستوى العرض الكلي للنقود في الاقتصاد. فالزيادة في سعر الخصم مثلا، سوف تزيد من تكلفة الاقتراض، وبالتالي تقلل من رغبة البنوك التجارية في الحصول على قروض من البنك المركزي، وهذا بدوره يقلل من حجم احتياطياتها النقدية، ومن قدرتها على تقديم الائتمان، ومن ثم يؤدي

<sup>1</sup> محمد سعيد السمهوري، المرجع السابق، ص 202-203

<sup>2</sup> ناظم محمد نوري الشمري، المرجع السابق، ص 196-197

<sup>3</sup> ناظم محمد نوري الشمري، نفس المرجع، ص 194

<sup>4</sup> محمد سعيد السمهوري، نفس المرجع، ص 204

<sup>5</sup> ناظم محمد نوري الشمري، نفس المرجع، ص 194

ذلك إلى خفض مستوى عرض النقود داخل الاقتصاد. والعكس يحدث عندما يقدم البنك المركزي على خفض سعر الخصم.

ويتم استخدام سياسة سعر الخصم كمؤشر لنوايا البنك المركزي فيما يتعلق بنوع السياسة النقدية التي يود إتباعها في المستقبل. فمن ناحية، فإن قيام البنك المركزي برفع سعر الخصم يعتبر مؤشراً على نية البنك المركزي في إتباع سياسة نقدية انكماشية. إذ أن رفع سعر الخصم، كما رأينا، يرفع من تكلفة الاقتراض من البنك المركزي، وذلك سيؤدي إلى خفض ما لدى البنوك التجارية من احتياطات نقدية، وهذا بدوره يقلل من حجم الائتمان الذي تمنحه هذه البنوك، ويقلل بالتالي من عرض النقود الكلي في الاقتصاد.

من ناحية أخرى، فإن قيام البنك المركزي بتخفيض سعر الخصم يعتبر مؤشراً على نية البنك المركزي في إتباع سياسة نقدية توسعية في المستقبل. إذ أن تخفيض سعر الخصم يقلل من تكلفة الاقتراض من البنك المركزي، وبالتالي فإن كمية القروض التي تود البنوك التجارية الحصول عليها سوف تزيد، وهذا بدوره يزيد من حجم احتياطياتها النقدية، ومن قدرتها على منح الائتمان لجمهور المتعاملين معها، ويزيد بالتالي من عرض النقود في الاقتصاد.<sup>1</sup> ومنه تمارس هذه الأداة أثراً<sup>2</sup>:

- التأثير على كمية وسائل الدفع (عرض النقود): فلو كان معدل الخصم منخفضاً فإن ذلك معناه قيام البنك التجاري بزيادة الأوراق التجارية التي يرغب في إعادة خصمها ومن ثمة تزيد احتياطياته النقدية، ومنه يمكنه التوسع في ما يقدمه من قروض وائتمان، أي زيادة كمية النقود ووسائل الدفع الجارية المتداولة، ويتوقف ذلك أيضاً على معدل الاحتياطي النقدي القانوني كما سنرى لاحقاً.
- التأثير على سعر الفائدة: تقوم البنوك التجارية في استخدام هذه القروض أو السيولة بغرض الاقتراض لعملائها من أفراد أو مشروعات، وان هذه القروض تكون بمعدل فائدة تحصل عليه هذه البنوك. وعلى ذلك فإن البنوك التجارية لو أعادت الخصم أو اقترضت بسعر فائدة مرتفع فإن ذلك سوف ينعكس على ارتفاع معدل الفائدة في اقراضها لعملائها، مما يؤدي بهم إلى تخفيض طلبهم على القروض. ويمكن تصور الحالة العكسية في حالة انخفاض معدل إعادة الخصم.

إلا أن هناك مشكلتان في استعمال سياسة سعر الخصم كأداة من أدوات السياسة النقدية. المشكلة الأولى تأتي من إمكانية عدم استجابة البنوك التجارية للتغيرات في سعر الخصم بالطريقة التي يتوقعها أو يرغب فيها البنك المركزي فقد يرفع البنك المركزي من معدل سعر الخصم في إشارة منه لعزمه على إتباع سياسة نقدية انكماشية، ومع ذلك تستمر البنوك التجارية في منح الائتمان بنفس المعدلات السابقة. يحدث هذا في الحالات التي يعتقد فيها القطاع الخاص بجدوى الاستثمار في المشروعات الجديدة وبرمجيتها رغم ارتفاع سعر الفائدة وزيادة تكلفة الاقتراض، وذلك بسبب التنبؤات الإيجابية بالنسبة للنشاط الاقتصادي في المستقبل. أو قد يلجأ البنك المركزي إلى خفض سعر الخصم في إشارة منه لعزمه على إتباع سياسة نقدية توسعية، ومع ذلك لا ترتفع معدلات الاقتراض من البنوك التجارية، يحدث هذا في الحالات التي يعتقد فيها القطاع الخاص بعدم جدوى الاستثمار في مشروعات جديدة رغم الانخفاض الذي حدث في مستوى سعر الفائدة، وذلك بسبب تنبؤات سلبية بالنسبة للنشاط الاقتصادي في المستقبل.

المشكلة الثانية تتمثل في إمكانية إساءة فهم التغيرات التي يحدثها البنك المركزي في سعر الخصم. فكما أشرنا من قبل، فإن سعر الخصم Discount Rate عادة ما يكون أقل من سعر الفائدة في السوق Interest Rate، ويحاول البنك

<sup>1</sup> محمد سعيد السمهوري، المرجع السابق، ص ص 204 - 205

<sup>2</sup> السيد متولي عبد القادر، اقتصاديات النقود والبنوك، المرجع السابق، ص ص 192 - 193

المركزي دائما أن يحافظ على مستوى معين لمقدار الفرق بينهما، ومن ثم قد تكون التغييرات التي يحدثها البنك المركزي في سعر الخصم هدفها المحافظة على هذا الفرق  $(i - i_d)$  وليس بهدف إتباع سياسة نقدية معينة، وكمثال على ذلك أفترض أن أسعار الفائدة في السوق أخذت في الارتفاع لسبب ما، بينما ظل سعر الخصم على مستواه الذي حدده البنك المركزي في هذه الحالة، فإن الفرق بين سعر الفائدة وسعر الخصم سوف يزيد. فإذا قام البنك المركزي برفع سعر الخصم للمحافظة على مستوى فرق ثابت بينهما، فإن ذلك قد يعطي مؤشرا للسوق بان البنك المركزي يود إتباع سياسة نقدية انكماشية، وهو ما لم يكن يستهدفه البنك المركزي أساسا.<sup>1</sup>

كما أن سياسة سعر الخصم تستوجب وجود سوق نقدية متطورة يكون فيها التعامل نشطا بالأوراق التجارية وبقية أدوات الائتمان المصرفي قصيرة الأجل، ومثل هذه السوق لا تتوفر عادة في البلدان النامية لهذا فان وسيلة سعر الخصم تكون ذات أهمية متواضعة في البلدان النامية.<sup>2</sup>

**3.2. نسبة الاحتياطي القانوني:**

تشير نسبة الاحتياطي القانوني (أو الإجمالي) إلى الاحتياطات النقدية التي تلتزم البنوك التجارية، وفقا للقانون، بالاحتفاظ بها لدى البنك المركزي الذي يقوم بتحديددها وفقا لاعتبارات السياسة النقدية. ويتم احتساب هذه النسبة من قيمة مجموع الودائع النقدية لدى البنوك التجارية التي تقوم تبعا لذلك بالاحتفاظ بجزء من أموالها لدى البنك المركزي لمقابلة نسبة الاحتياط القانوني هذه. وكما ذكرنا من قبل، فإن البنك المركزي لا يقوم بدفع أي فوائد على هذه الأموال، وبالتالي فهي لا تدر عائدا للبنوك التجارية.<sup>3</sup>

تتأثر قدرة البنوك التجارية في منحها للائتمان بنسبة الاحتياطي النقدي القانوني التي يقررها البنك المركزي ويلزم المصارف التجارية باستقطاع جزء من ودائعها كاحتياطات نقدية تودع لدى البنك المركزي، لذلك يمكن للبنك المركزي استخدام هذه الوسيلة للتأثير على حجم وكمية الائتمان المصرفي الذي تمنحه البنوك التجارية. ويكون هذا التأثير بتوسيع أو تقييد حجم الائتمان المصرفي وبحسب مقتضيات الوضع الاقتصادي السائد. إذ يعتمد البنك المركزي عادة الى زيادة نسبة الاحتياطي النقدي القانوني في أثناء فترات الرواج الاقتصادي. وعلى العكس تماما يعتمد البنك المركزي الى تخفيض هذه النسبة في أثناء الركود والكساد الاقتصادي بهدف تشجيع المصارف التجارية على التوسع في منح الائتمان المصرفي. خاصة وأن العلاقة عكسية بين خلق الودائع من قبل المصارف التجارية من جهة ونسبة الاحتياطي النقدي القانوني من جهة أخرى.<sup>4</sup>

إن الطريقة التي يتم بها تحديد نسبة الاحتياطي القانوني تختلف من بلد لآخر، حسب درجة تطور النظام المصرفي والمالي فيها، وحسب حجم السلطات والصلاحيات التي يعطيها القانون للبنك المركزي. كما أنها تختلف باختلاف طبيعة عمل البنوك والمؤسسات المالية التي تخضع في عملها لمراقبة وإشراف البنك المركزي (كأن تكون هذه البنوك أساسا هي بنوك استثمار، أو بنوك ادخارية، أو بنوك تجارية، أو بنوك عقارية وهكذا...)، كما أنها تختلف باختلاف طبيعة ونوع الودائع لدى البنك الواحد (كأن تكون هناك نسب احتياطي قانوني للودائع الجارية، وأخرى للودائع الادخارية، وثالثة للودائع لأجل)، وقد يلجأ البنك المركزي أيضا إلى تحديد نسب مختلفة للاحتياطي القانوني في البنك الواحد، حسب حجم الودائع لديه (كأن يفرض مثلا نسبة 10% على الودائع الجارية حتى مبلغ 100 مليون دينار، ثم نسبة 15% على أي مبلغ يزيد عند ذلك).<sup>5</sup>

<sup>1</sup> محمد سعيد السمهوري، المرجع السابق، ص 205 - 206

<sup>2</sup> ناظم محمد نوري الشمري، المرجع السابق، ص 195

<sup>3</sup> محمد سعيد السمهوري، نفس المرجع، ص 207

<sup>4</sup> ناظم محمد نوري الشمري، نفس المرجع، ص 197 - 198

<sup>5</sup> محمد سعيد السمهوري، نفس المرجع، ص 208

ان تغيير نسبة الاحتياطي النقدي القانوني بالزيادة أو النقصان يعتبر من الوسائل الكمية الفعالة على الائتمان المصرفي وتحديد حجمه وخاصة في البلدان النامية فضلا عن أن السياسة الخاصة بتغيير نسبة الاحتياطي النقدي القانوني يمكنها أن تؤثر على حجم السيولة لدى المصارف وتضمن في الوقت نفسه حقوق المودعين.<sup>1</sup> ومما تقدم يتضح أن البنك المركزي يعتمد الى اتباع أكثر من وسيلة سواء كانت كمية أو نوعية أو مباشرة أو غير مباشرة بهدف تحقيق أغراض سياسته النقدية التي تمثل أهداف أساسية تضعها الدولة في حسابها لتحسين وتطوير الوضع الاقتصادي. واضحة في نظر الاعتبار تناسق وتلاؤم أهداف السياسة النقدية مع بقية أهداف ووسائل السياسة الاقتصادية الأخرى وخاصة السياسة المالية لأن تعارض السياستين المالية والنقدية خصوصا سيترتب عليه فشل الجهود المبذولة لتحقيق أهداف السياسة الاقتصادية العامة للدولة عموما وأهداف السياستين النقدية والمالية خصوصا.<sup>2</sup>

### ثالثا: أهداف السياسة النقدية

تسعى السياسة النقدية الى تحقيق مجموعة من الأهداف المختلفة التي تنقسم الى أهداف أولية ووسيلة ونهائية، وتحقيق هذه الأخيرة يتم بواسطة الاستراتيجية الحديثة للبنك المركزي التي تعتمد على الأهداف الأولية والوسيلة للوصول الى الأهداف النهائية وذلك باستخدام أدوات ملائمة. اذ يعمل البنك المركزي على التأثير في الأهداف الأولية التي يمكن الوصول اليها مباشرة من خلال الأدوات المباشرة وغير المباشرة للسياسة النقدية، والتي تؤثر بدورها على الأهداف الوسيطة وصولا الى الأهداف النهائية التي يمثلها مربع كالدور.

#### 1.1 الأهداف الأولية للسياسة النقدية:

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

##### 1.1.1 مجمعات الاحتياطات النقدية:

تتضمن هذه المجمعات كل من القاعدة النقدية، مجموع احتياطات الودائع الخاصة، والاحتياطات غير المقترضة، حيث تتكون القاعدة النقدية من النقود المتداولة لدى الجمهور، هذه الأخيرة التي تضم الأوراق النقدية، النقود المساعدة ونقود الودائع، كما تتكون القاعدة النقدية من الاحتياطات المصرفية التي تتضمن ودائع البنوك لدى البنك المركزي، الاحتياطات الاجبارية والاضافية وكذا النقود الموجودة في خزائن البنوك. أما احتياطات الودائع الخاصة فهي تشمل الاحتياطات الاجمالية مطروحا منها الاحتياطات الاجبارية لدى البنك المركزي والودائع لدى البنوك الأخرى، أما الاحتياطات غير المقترضة فتساوي الاحتياطات الاجمالية مطروحا منها الاحتياطات المقترضة. وفيما يخص المجمع الاحتياطي الأكثر فعالية وسهولة فيبقى الجدول قائما نظرا لأن هذه الفعالية تتعلق بالتجربة وليس بالتنظير، وكذا بمدى تحكم السلطة النقدية.<sup>3</sup>

##### 2.1 ظروف السوق النقدية:

يقصد بها مدى سهولة أو صعوبة أسواق الائتمان، ويعني قدرة المقترضين ومواقفهم السريعة أو البطيئة في معدل نمو الائتمان. ومدى ارتفاع وانخفاض أسعار الفائدة وشروط الاقراض الأخرى، وسعر فائدة الأرصدة

<sup>1</sup> ناظم محمد نوري الشمري، المرجع السابق، ص 198

<sup>2</sup> ناظم محمد نوري الشمري، نفس المرجع، ص 200

<sup>3</sup> بن البار أمحمد، أثر السياسة النقدية والمالية على التضخم في الجزائر خلال الفترة 1986-2014 - دراسة تحليلية قياسية، أطروحة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة محمد بوضياف المسيلة، 2017، ص 65

البنكية والمتمثل في سعر الفائدة على الأرصدة المقترضة لمدة قصيرة تتراوح من يوم الى يومين ما بين البنوك، وهذه المجموعة تحتوي على الاحتياطات الحرة ومعدل الأرصدة المصرفية وأسعار الفائدة الأخرى في سوق النقد.<sup>1</sup> حيث تمثل الاحتياطات الحرة الاحتياطات الفائضة للبنوك لدى البنك المركزي مطروحا منها الاحتياطات التي اقترضتها هذه البنوك من البنك المركزي وتسمى صافي الاقتراض، وتكون الاحتياطات الحرة موجبة اذا كانت الاحتياطات الفائضة أكبر من الاحتياطات المقترضة، والعكس صحيح.<sup>2</sup>

## 2.الأهداف الوسيطة للسياسة النقدية:

الأهداف الوسيطة هي المتغيرات النقدية التي تقوم السلطة النقدية بضبطها للوصول الى الأهداف النهائية، وتتمثل الأهداف الوسيطة في متغيرات نقدية كلية مثل المجمعات النقدية وسعر الفائدة وسعر الصرف:

### 1.1.سعر الصرف:

يعتبر سعر الصرف كهدف وسيط لأن انخفاضه يحسن من وضعية ميزان المدفوعات، وذلك من خلال زيادة الصادرات نتيجة لزيادة الطلب الخارجي على السلع المحلية، وذلك لانخفاض تكاليفها وبالتالي أسعارها في الأسواق العالمية، وثباته يعطي انطباع جيد على استقرار الأوضاع الاقتصادية.<sup>3</sup> بافتراض أن الأسعار في دولة ما انخفضت، هذا الانخفاض سوف يؤدي الى زيادة الصادرات (نظرا لأن أسعار هذه الصادرات هي بمثابة واردات الدول الأخرى سوف تنخفض وتشجع الدول الأخرى على المزيد من الاستيراد)، وسوف تؤدي زيادة الصادرات الى زيادة الطلب على عملة الدولة التي انخفضت فيها الأسعار، وزيادة الطلب على العملة سوف يؤدي الى ارتفاع سعر صرف عملتها مقابل العملات الأخرى.<sup>4</sup>

### 2.2.معدل الفائدة:

يرتبط تحديد معدلات الفائدة بنمو الكتلة النقدية ويعتبر من أبرز محددات سلوك العائلات والمستثمرين فيما يخص الادخار والاستثمار، لذا يجب على السلطات النقدية الاهتمام بتقلبات معدلات الفائدة، والاشكالية المطروحة هنا هي كيفية تحديد المستوى الأمثل لهذه المعدلات خاصة وأنها تتأثر بمعدلات الفائدة السائدة في الخارج في ظل اقتصاد السوق الى جانب طلب وعرض رؤوس الأموال، بالإضافة الى ارتباطها بالسياسة النقدية للدولة التي يجب أن تعمل على ابقاء تغيرات معدلات الفائدة ضمن هامش غير واسعة نسبيا تحقق التوازن في الأسواق وتجنب وقوع ضغوط تضخمية أو كساد.<sup>5</sup>

### 3.2.المجمعات النقدية:

وهي عبارة عن مؤشرات احصائية لكمية النقود المتداولة وتعكس قدرة الأعوان المقيمين على الانفاق، وتعطي هذه المجمعات معلومات للسلطات النقدية عن وتيرة نمو مختلف السيولات، وقبل تحديد هذه المجمعات ومستوياتها لابد من الحديث عن طلب وعرض النقود، وتعبر عن كمية النقود المتداولة (عرض النقود) حيث تضم مختلف وسائل الدفع للأعوان الماليين لأغراض داخلية ضرورية من أجل تحقيق الهدف النهائي المتمثل في استقرار الأسعار، حيث تعمل السلطات النقدية على تحديد معدل نمو للزيادة السنوية للكتلة النقدية،

<sup>1</sup> بلوافي محمد، أثر السياسة النقدية والمالية على النمو الاقتصادي - دراسة حالة الجزائر 1970- 2011، أطروحة مقدمة ضمن

متطلبات نيل شهادة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة أبو بكر بلقايد، تلمسان، 2013، ص 6

<sup>2</sup> عبد المطلب عبد الحميد، اقتصاديات النقود والبنوك، الدار الجامعية، مصر، 2007، ص 79

<sup>3</sup> عبد المجيد قدي، المدخل على السياسات الاقتصادية الكلية، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2003، ص 76

<sup>4</sup> زكرياء الدوري، يسرى السامرائي، البنوك المركزية والسياسات النقدية، دار اليازوردي، عمان، الأردن، 2006، ص 160

<sup>5</sup> بنابي فتيحة، السياسة النقدية والنمو الاقتصادي، مذكرة لنيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية، تخصص اقتصاديات المالية

والبنوك، جامعة أمحمد بوقرة، بومرداس، 2008-2009، ص ص 104- 105

وطوال السنة لابد على السلطات النقدية أن تستخدم كل الوسائل الموجودة بحوزتها حتى تضمن عدم تجاوز الكتلة النقدية لهذا المستوى المحدد.<sup>1</sup>

### 3.الأهداف النهائية للسياسة النقدية:

نظرا لأن السياسة النقدية تمثل أحد فروع السياسة الاقتصادية، ومن ثمة فإن الأهداف التي تسعى السياسة النقدية الى تحقيقها تكون بالضرورة هي نفسها الأهداف النهائية للسياسة الاقتصادية العامة، وتمثل في:

#### 1.3.العمالة الكاملة:

أي تحقيق التشغيل الكامل والاستغلال الأمثل للموارد الاقتصادية المتاحة في المجتمع، وتحقيق هذا الهدف يعني السماح بمعدل بطالة منخفض قد يتراوح بين 3% و 5%، وتخفيض البطالة يتم عن طريق زيادة الطلب الفعال من خلال قيام السلطات النقدية بزيادة العرض النقدي، فتتخفض بذلك معدلات الفائدة، فيقبل رجال الأعمال على الاستثمار، فيزداد التشغيل في الاقتصاد القومي، وبالتالي زيادة الاستهلاك فيرتفع الدخل.<sup>2</sup>

#### 2.3.استقرار الأسعار:

أي المحافظة على معدل تضخم منخفض. ويعتبر هذا الهدف أقل وضوحا من الهدف السابق، فمعدل التضخم المرتفع يعني تشغيلاً أكثر وتخفيض البطالة، بينما معدل تضخم منخفض يكون على حساب معدل بطالة أعلى. ويعني ذلك وجود اختيار أمام صانعي السياسة الاقتصادية بين تحقيق معدل تضخم منخفض وبطالة مرتفعة وبين معدل تضخم مرتفع في ظل معدل بطالة منخفض، هذا من ناحية.

ومن ناحية أخرى، فإن للتضخم آثار قد تكون سلبية بالنسبة لبعض فئات المجتمع وقد تكون ايجابية وفي صالح الفئات الأخرى من المجتمع نفسه. وعلى ذلك فإن تحديد معدل التضخم المطلوب والمرغوب يعتبر أمرا صعبا. ولكن بشكل عام تهدف السياسة النقدية الى الحفاظ على المستوى العام للأسعار بحيث لا يتقلب على الأقل بشكل حاد يهدد حالة الاستقرار الاقتصادي.

#### 3.3.تحقيق التوازن الخارجي:

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

#### 4.3.رفع معدل النمو الاقتصادي:

يعد تحقيق معدل مرتفع للنمو الاقتصادي من الأهداف الطويلة الأجل، في حين يعتبر استقرار الأسعار والنقد من الأهداف القصيرة الأجل، والتوفيق بين هذين الهدفين أمر في غاية الصعوبة خصوصا في الدول النامية التي تعاني الكثير من العقبات فيما يخص السياسات الانتاجية والتجارية وموازن المدفوعات، لذا تسعى السياسة النقدية الى المساهمة في رفع معدلات النمو في هذه البلدان من خلال تحقيق معدل مرتفع

<sup>1</sup> بن البار أمحمد، المرجع السابق، ص ص 68 - 69

<sup>2</sup> عبد المطلب عبد الحميد، السياسات الاقتصادية: تحليل كلي وجزئي، مكتبة الزهراء الشرق، القاهرة، مصر، 1997، ص 276

<sup>3</sup> السيد متولي عبد القادر، اقتصاديات النقود والبنوك، المرجع السابق، ص ص 195 - 196

للمدخرات والتأثير على معدل الاستثمار في السلع الرأسمالية من خلال التوسع الائتماني حتى يمكنها الوصول إلى معدلات النمو المطلوبة، بالإضافة إلى توجيه الائتمان المصرفي والمدخرات نحو الأهداف التنموية<sup>1</sup>.

<sup>1</sup> محمد ضيف الله القطابري، دور السياسة النقدية في الاستقرار والتنمية الاقتصادية (نظرية – تحليلية- قياسية)، دار غيداء للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2009، ص21

## المحور الخامس: الوساطة المالية، الجهاز المصرفي والأسواق المالية أولاً: الوساطة المالية

يتولد عن النشاط الاقتصادي في المجتمع توزيع مداخيل يقوم أصحابها لاحقاً بإنفاقها لشراء السلع والخدمات، وعند مقابلة مداخيل مختلف الأعوان مع النفقات التي يقومون بها تبرز الى الوجود أوضاع مالية تمثل فائض لبعض الأعوان وعجز لأعوان آخرين، ويؤدي هذا الأمر الى ظهور ما يسمى بالقدرة والحاجة الى التمويل<sup>1</sup>، ومن ثمة تظهر الوساطة المالية بين طرفان أساسيان هما<sup>2</sup>:

- أصحاب الفوائض المالية: وهم أولئك الذين تفوق مداخيلهم مجموع النفقات التي يقومون بها. وتبعاً لذلك، فهم يمثلون الطرف الذي له القدرة على التمويل. والأهداف التي تحركهم هي محاولة البحث عن أفضل التوظيفات لهذه الفوائض.
  - أصحاب العجز المالي: وهؤلاء، على عكس الطرف الأول، تفوق نفقاتهم في العادة مجموع المداخيل التي يحصلون عليها. وبالتالي يجدون أنفسهم في حاجة مستمرة الى أموال لتغطية عجزهم. ولذلك فهم يمثلون الطرف الذي له حاجة الى التمويل.
- يمكن أن يقوم أصحاب الفوائض المالية بإقراض تلك الفوائض التي بحوزتهم مباشرة الى أولئك الذين يعانون من عجز مالي. ولكن وجود مثل هذه العلاقة المالية المباشرة بين أصحاب الفائض المالي وأصحاب العجز المالي يترتب عليه ظهور مجموعة من المصاعب للطرفين. ومنه ظهرت العلاقة الغير مباشرة (ادماج الوساطة المالية).

### 1. مفهوم الوساطة المالية:

الوساطة المالية هي تلك الهيئات التي تسمح بتحويل علاقة التمويل المباشرة بين المقرضين والمقترضين المحتملين الى علاقة غير مباشرة، فهي تخلق قناة جديدة تمر عبرها الأموال من أصحاب الفائض المالي الى أصحاب العجز المالي. تقوم هذه الهيئات بتعبئة المدخرات (الفوائض المالية) الخاصة بالأفراد والمؤسسات من جهة والقيام بمنح قروض الى أطراف أخرى. وبهذه الطريقة فهي تصل بين طرفين متناقضين في أوضاعهما الحالية وأهدافهما المستقبلية. فالذين يقدمون الأموال هم أصحاب فائض التمويل، والذين يأخذون الأموال هم أصحاب الحاجة الى التمويل، والوساطة المالية هي الهيئات التي تربط بينهما. فهي تجمع فوائض التمويل من جهة وتقدمها في شكل قروض الى أصحاب العجز المالي<sup>3</sup>.

### 2. أشكال التمويل وفقاً لمعيار الوساطة المالية:

ظهر شكلين من أشكال التمويل وفقاً لمعيار الوساطة المالية وهما:

1.2. التمويل الغير مباشر (ادماج الوساطة المالية): هو طريقة التمويل التي لا يلتقي فيها الأعوان الاقتصاديون الباحثون عن مصادر التمويل مع الأعوان الذين يتوفرون على تلك المصادر بصفة مباشرة. أي يمر الطرفان عبر وسيط مالي لإتمام عملية الحصول على رؤوس الأموال بالنسبة للطرف الأول وتوظيف المدخرات بالنسبة للطرف الثاني. وهنا تظهر أهمية الوساطة المالية في التقريب بين الأعوان الاقتصاديين وانسياب رؤوس الأموال نحو المشاريع المختلفة لتلبية احتياجاتها التمويلية.

وقد يكون الوسيط بنكا أو مؤسسة مالية متخصصة، حيث يتم جمع الأموال من الجمهور العريض من أفراد مدخرين ومؤسسات تتوفر على سيولة بغرض توظيفها في مجالات تمويل الأعوان الذين يسجلون عجزاً أو نقصاً في

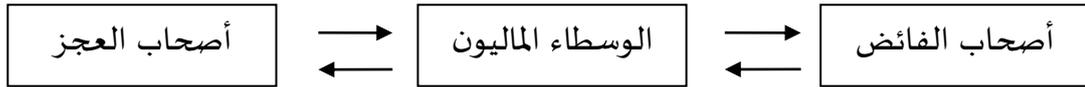
<sup>1</sup> الطاهر لطرش، الاقتصاد النقدي والبنكي، المرجع السابق، ص 35

<sup>2</sup> الطاهر لطرش، تقنيات البنوك، ديوان المطبوعات الجامعية، بن عكنون، الجزائر، الطبعة السابعة، 2010، ص 6-7

<sup>3</sup> الطاهر لطرش، تقنيات البنوك، نفس المرجع، ص 7

رؤوس الأموال، وذلك في شكل قروض أو نحوها من مصادر التمويل. من هنا جاءت وظيفة الوساطة المالية بين هؤلاء الأعوان، وعندئذ يقال أن التمويل قد تم بوساطة مالية أو بصورة غير مباشرة، حيث يسيطر في هذه الحالة النظام المصرفي والبنوك تحديدا على عملية تمويل مختلف القطاعات وعرف ذلك باقتصاد السوق. ويمكن تمثيل صيغة التمويل الغير المباشر بالشكل التالي:

### الشكل 7 : التمويل غير المباشر

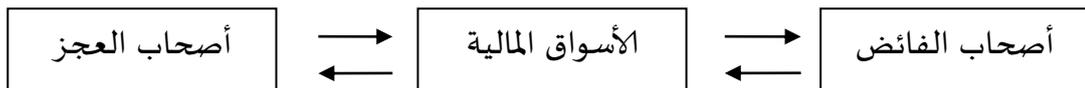


المصدر: محفوظ جبار، أسواق رؤوس الأموال: الهياكل، الأدوات والاستراتيجيات، الجزء الأول: مفاهيم أساسية، دار الهدى، عين مليلة، الجزائر، الطبعة الأولى، 2010، ص32

من الشكل السابق يتضح أن الوسيط المالي، كالبنك مثلا، يتلقى رؤوس الأموال في شكل ودائع وتوظيفات من المدخرين بسعر معين ثم يقرضها للشركات المحتاجة بسعر أعلى محققا هامشا من وراء نشاط الوساطة.

2.2. التمويل المباشر: يلتقي في هذا الشكل من أشكال التمويل الأعوان الاقتصاديون المحتاجون لرؤوس الأموال مع الأعوان الذين يتوفرون على تلك الأموال، وذلك بصورة مباشرة ودون وسيط مالي بالمفهوم الذي سبق شرحه. أي هناك علاقة مباشرة بين الطرفين أحدهما يتوفر على السيولة والآخر في حاجة إليها ويتم ذلك عن طريق الأسواق المالية المختلفة، حيث تقوم هذه الأخيرة بتوفير الآليات الضرورية للجمع بين هذين الطرفين. تتمثل هذه الآليات في تنظيم الاصدارات من أسهم وسندات وغيرها من الأدوات المالية، أي توفير المنتجات المالية الكفيلة بتجديد الادخار وانسيابه من المدخرين الى المشاريع المختلفة، لهذا عرفت هذه الصيغة أو الوضعية باقتصاد السوق المالية. ويمكن تمثيل التمويل المباشر بالشكل التالي:

### الشكل 8: التمويل المباشر



المصدر: محفوظ جبار، أسواق رؤوس الأموال: الهياكل، الأدوات والاستراتيجيات، الجزء الأول: مفاهيم أساسية، دار الهدى، عين مليلة، الجزائر، الطبعة الأولى، 2010، ص33

من الشكل السابق يمكن القول بأن الأسواق المالية لا تلعب هي الأخرى دور الوسيط المالي، كما هو الحال بالنسبة للبنوك في التمويل غير المباشر، وانما تلعب دور القناة لانسياب الادخار نحو المشاريع الطالبة للتمويل بتوفير الميكانيزمات الضرورية لذلك. اذ بدلا من استقبال الأموال واعادة تخصيصها، تقوم تلك الأسواق بالسهر على اتمام عمليات الاصدارات المختلفة من الأوراق المالية التي تستعملها الشركات والحكومات والهيئات في جمع الادخار. بعبارة أخرى توفر فرص تصريف تلك الاصدارات ثم توفر السيولة لها بعد ذلك، الأمر الذي يسهل جمع رؤوس الأموال المطلوبة.

لا نغادر اقتصاد السوق واقتصاد السوق المالية دون الإشارة الى ما عرف في الأدبيات المالية باقتصاد الاستدانة *économie d'endettement* ففي هذا النوع من الاقتصاديات تسيطر البنوك ومؤسسات الاقراض الأخرى على قنوات

التمويل، أي تمويل معظم القطاعات بالقروض المصرفية. وهذه الوضعية من أهم مظاهر التمويل غير المباشر الذي سبق التعرض له.<sup>1</sup>

أن مساهمة الوساطة المالية مهمة من عدة أوجه. إذ بالإضافة إلى القضاء على الصعوبات التي تنشأ عندما تكون هناك علاقة تمويل مباشرة، فإن الوساطة المالية تعتبر صانعة للتمويل، ويعتبر ذلك من أهم النتائج التي تحققها. فهي تجمع ادخارات صغيرة ومتناثرة وجارية في أغلبها، وتقوم بإعادة توزيعها على الذين هم في حاجة إليها في شكل قروض كبيرة ومركزة وذات فترات أطول. فهي إذ تقوم بالإقراض لفترات أطول مستعملة أموال يمكن لأصحابها أن يطلبوها في أي لحظة، ويعتبر هذا الأمر من أكبر النتائج التي تحققها الوساطة المالية. ولذلك، يمكن القول أن الوساطة المالية. من خلال الدور الفعال الذي تلعبه أثناء أداءها لوظيفتها، قد استطاعت أن توفق بين الأهداف المتعارضة لمختلف أطراف العلاقة وذلك من حيث السيولة والربحية والمخاطر.<sup>2</sup>

## ثانياً: الجهاز المصرفي

### 1. ماهية الجهاز المصرفي:

#### 1.1. تعريف الجهاز المصرفي (النظام البنكي):

يمكن تعريف الجهاز المصرفي - أو النظام البنكي- بما يلي:

- يأخذ الجهاز المصرفي شكل الهرم يقف في قمته البنك المركزي، وفي طرفي قاعدته البنوك التجارية والمؤسسات المصرفية الوسيطة، ويعبر هذا الجهاز عن مؤسسات الجهاز المصرفي والقوانين والأنظمة التي تعمل في ظلها هذه المؤسسات من أجل أداء وظائفها؛<sup>3</sup>
- ينصرف معنى الجهاز المصرفي (بالمعنى الضيق) إلى البنك المركزي والمصارف التجارية والمصارف المتخصصة، كما يمكن أن يضاف إلى ذلك بقية المؤسسات المالية والمصرفية الأخرى؛<sup>4</sup>
- كما يقصد بالجهاز المصرفي مجموع المصارف العاملة في بلد ما، وهو يضم مجمل النشاطات التي تمارس بها العمليات المصرفية وخاصة تلك المتعلقة بمنح الائتمان، وهو يشمل السلطات المسؤولة عن السياسة النقدية والمتمثلة في البنك المركزي والخزينة العامة والمؤسسات المالية المتخصصة؛<sup>5</sup>
- ومنه يمكن تعريف الجهاز المصرفي بالجهاز الذي يضم البنك المركزي والبنوك التجارية والبنوك الأخرى سواء الاستثمارية أو المتخصصة.

#### 2.1. تعريف البنك (المصرف):

يمكن تعريف البنك بما يلي<sup>6</sup> :

- البنك أو المصرف بشكل مبدئي يمثل مشروعاً ما، ولكن هذا المشروع يتميز عن باقي المشروعات غير البنكية بأن له طبيعة مزدوجة. فالبنك بجانب كونه مشروعاً يهدف إلى تحقيق الربحية فإنه يقوم

<sup>1</sup> محفوظ جبار، أسواق رؤوس الأموال: الهياكل، الأدوات والاستراتيجيات، الجزء الأول: مفاهيم أساسية، دار الهدى، عين مليلة، الجزائر، الطبعة الأولى، 2010، ص ص 31-33

<sup>2</sup> الطاهر لطرش، تقنيات البنوك، المرجع السابق، ص 7

<sup>3</sup> نعمة الله نجيب، محمود يونس، عبد النعيم مبارك، مقدمة اقتصاديات والصرافة والسياسات النقدية، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2001، ص 146

<sup>4</sup> ناظم محمد نوري الشمري، المرجع السابق، ص 139

<sup>5</sup> خيابة عبد الله، المرجع السابق، ص 179

<sup>6</sup> السيد متولي عبد القادر، اقتصاديات النقود والبنوك، المرجع السابق، ص 47

أيضا بوظيفة نقدية تتمثل في قدرته على تحويل الأصول الحقيقية النقدية وشبه النقدية (أي الأصول النقدية القريبة من النقود) التي يمتلكها وتظهر في ميزانيته، الى أصول نقدية سائلة أو العكس؛

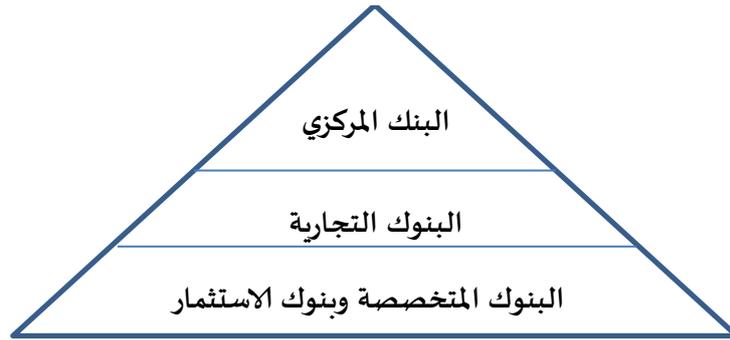
- هو منشأة مالية تتاجر بالنقود ولها غرض رئيس هو العمل كوسيط بين رؤوس الأموال التي تسعى للبحث عن مجالات الاستثمار وبين مجالات الاستثمار التي تسعى للبحث عن رؤوس الأموال.

## 2. هيكل الجهاز المصرفي:

وبداية فان هيكل وتنظيم وطريقة ادارة الجهاز المصرفي - أو البنكي - يختلف من دولة الى أخرى حسب فلسفة النظام الاقتصادي والاجتماعي السائد والقوانين والاجراءات التي تحكم النظام المصرفي، ولكن بصفة عامة فان الجهاز المصرفي يتكون من الهيكل التالي<sup>1</sup> :

- البنك المركزي؛
- البنوك التجارية؛
- بنوك الاستثمار؛
- البنوك المتخصصة وتشمل: البنوك العقارية، البنوك الصناعية، البنوك الفلاحية.

الشكل 9 : هرم الجهاز المصرفي



المصدر: خليل عبد القادر، مبادئ الاقتصاد النقدي والمصرفي، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2014، ص14

### 1.2. البنوك المركزية:

يناط بالجهاز المصرفي عمل خطير وهو القيام بإدارة الثروة النقدية المملوكة للمجتمع بأسلوب اقتصادي رشيد، ولذلك فمن الأهمية بمكان أن تكون هناك سلطة نقدية تهيمن وتشرف على هذا الجهاز، بهدف اصدار وتنظيم وتداول هذه الثروة النقدية، بما يتناسب مع نمو وتداول الثروة الحقيقية. وتتمثل هذه السلطة في البنك المركزي، وهذا البنك المركزي مع باقي الجهاز المصرفي يقوم برسم وتنفيذ السياسات النقدية.<sup>2</sup>

### 1.1.2. تعريف البنك المركزي:

يمكن تعريف البنك المركزي بما يلي:

<sup>1</sup> السيد متولي عبد القادر، اقتصاديات النقود والبنوك، المرجع السابق، ص46

<sup>2</sup> السيد متولي عبد القادر، نفس المرجع، ص49

- هو مؤسسة نقدية تهيمن على النظام النقدي والمصرفي في القطر، ويقع على عاتقها مسؤولية اصدار العملة ومراقبة الجهاز المصرفي، وتوجيه الائتمان لتدعيم النمو الاقتصادي والمحافظة على الاستقرار النقدي عن طريق توفير الكميات النقدية المناسبة داخل الاقتصاد، وربطها بحاجات النشاط الاقتصادي<sup>1</sup>؛
- هي البنوك التي تنشئها الدولة لتتولى عملية الاشراف والتوجيه والرقابة على الجهاز المصرفي، كما أن لها حق اصدار العملة والاحتفاظ بالأصول السائلة الخاصة بالدولة كالذهب والعملات الأجنبية، ويكون رأس مال البنوك المركزية ما تخصصه الدولة لها وكذلك من ودائع البنوك التجارية لديها؛
- فالبنك المركزي يتعدى دور البنك العادي من بنك قادر على تحويل الأصول الحقيقية الى أصول نقدية أو العكس، الى كونه بنك الحكومة الذي يقع على قمة الجهاز البنكي. فهذا البنك المركزي يعطى وحده حق أو امتياز اصدار النقود القانونية وحق التصرف في العمليات والشؤون النقدية والائتمانية للاقتصاد ككل<sup>2</sup>.

### 2.1.2. خصائص البنك المركزي:

ويتسم البنك المركزي بجملة من الخصائص كما يؤدي وظائف مختلفة عن تلك التي تؤديها البنوك التجارية. ومن هذه الخصائص ما يلي<sup>3</sup>:

- البنوك المركزية مؤسسات نقدية ذات ملكية عامة؛
- يمتلك البنك المركزي الحق المطلق في الادارة النقدية للبلد، وهو جزء من الادارة المالية، وهو بذلك يعتبر ممثلاً للسلطة النقدية التي تدير النظام النقدي وتشرف على سير العمل المصرفي والنشاط الائتماني والتحكم في عرض النقد؛
- هو ليس بنكا عادياً أو مؤسسة خاصة تهدف إلى تحقيق الربح ، وانما وجدت بهدف تحقيق الصالح العام للدولة؛ وهو بذلك يقوم بدور مميز ينفرد به دون غيره، ولا ينافس فيه أحد.
- أنه مؤسسة لا تتعامل مع الأفراد والقطاع الخاص، وانما تتعامل مع مؤسسات الحكومة والخزينة العامة والمؤسسات المصرفية الأخرى، ويعتبر المؤسسة الوحيدة التي تحتكر سلطة اصدار العملة.
- يطلق على البنك المركزي لقب "بنك الدولة"، و"بنك البنوك" وذلك بسبب الدور الذي يقوم به في خدمة الحكومة من ناحية، وخدمة البنوك العاملة في الجهاز المصرفي من ناحية ثانية.

### 3.1.2. وظائف البنك المركزي :

رغم أن طبيعة الدور الذي يلعبه البنك المركزي، وطبيعة الوظائف التي يؤديها، تختلف من اقتصاد إلى آخر حسب درجة تقدم الاقتصاد نفسه، ودرجة تطور الوساطة والأسواق المالية فيه، إلا أنه يمكن القول بشكل عام، أن مهمة البنوك المركزية الرئيسية تتمثل في القيام بالوظائف الآتية:

#### ■ البنك المركزي هو بنك الاصدار:

وتعني هذه الوظيفة اعطاء البنك المركزي وحده، دون غيره من عناصر النظام البنكي حق أو امتياز اصدار أوراق البنكنوت أو النقود القانونية، ومضمون هذه الوظيفة قيام البنك المركزي بتحويل الأصول الحقيقية أو حتى النقدية التي تؤول اليه الى وحدات نقود تقابل هذه الأصول. ويحصل البنك المركزي على هذه الأصول كحق له على الدولة أو

<sup>1</sup> طاهر فاضل البياتي، ميرال روجي سمارة، المرجع السابق، ص 187

<sup>2</sup> السيد متولي عبد القادر، اقتصاديات النقود والبنوك، المرجع السابق، ص ص 48- 49

<sup>3</sup> طاهر فاضل البياتي، ميرال روجي سمارة، نفس المرجع، ص 187

على الدول الأجنبية أو على المشروعات الصناعية والاستثمارية -غير البنكية -المحلية بالإضافة الى حقوقه على المؤسسات البنكية المحلية أو الأجنبية.

ويتكون جانب أصول البنك المركزي من حقوقه كافة على العناصر الاقتصادية السابقة سواء المحلية أم الأجنبية وسواء كانت مؤسسات مالية أم غير مالية أم كانت خاصة أم حكومية. وتخضع عملية تسجيل البنود في ميزانية الاصدار للبنك المركزي لنظرية القيد المزدوج، ومن ثم فان هذه الميزانية ستكون متوازنة دائما من الناحية المحاسبية، ولكن هذا التوازن المحاسبي (الموجودات = المطلوبات) لا يعني أن هناك توازن حقيقي - أي توازن من الناحية الاقتصادية - بين جانب الأصول والذي يعكس الامكانيات النقدية أو الناتج الفعلي للاقتصاد، وبين جانب الخصوم ممثلا في وسائل الدفع أو أوراق البنكنوت.

وتتكون بنود الأصول المملوكة للبنك المركزي من:

- الذهب كأصل حقيقي سواء بالسعر السوقي أم بالسعر الرسمي والذي يتحدد طبقا لقواعد صندوق النقد الدولي؛

- العملات الأجنبية، والتي تعتبر دينا على الحكومات الأجنبية التي أصدرتها؛

- الأوراق المالية، مثل أذون الخزانة التي تصدرها الحكومة والأوراق التجارية والكمبيالات المخصصة وغيرها من السندات.

ومكونات الأصول السابقة تلعب الدور الرئيسي في تقييد قدرة البنك المركزي على تحديد كمية الاصدار النقدي بما يتماشى مع احتياجات الاقتصاد القومي من وسائل الدفع. وحيث أن هذه الأصول تكتسبها الدولة من نشاطها الاقتصادي بشكل عام فان كمية الاصدار النقدي المقابل سوف يكون مرتبطا بمستوى النشاط الاقتصادي . ويستخدم البنك المركزي، في أي دولة، هذه الأصول كغطاء للإصدار النقدي أو النقود المتداولة، وهذا الغطاء تحتفظ به البنوك المركزية مقابل النقد الذي تقوم بإصداره للجمهور.

وأهمية هذه الأصول التي تستخدم كغطاء للإصدار (والتي تسجل في الجانب الدائن وهو جانب الأصول من ميزانية الاصدار للبنك المركزي) تكمن في تقييد قدرة البنوك المركزية ومن ثمة الحكومة في عملية طبع النقود الا طبقا للمقتضيات الاقتصادية .

والنقود القانونية أو النقد المصدر أو أوراق البنكنوت التي يقوم البنك المركزي بإصدارها تمثل التزاما عليه من قبل المؤسسات والأفراد، وتكون هذه النقود جزء من القاعدة النقدية. وتفيد هذه الالتزامات في الجانب المدين أي في جانب الحسوم (المطلوبات) من ميزانية الاصدار<sup>1</sup>.

#### ■ البنك المركزي هو بنك الدولة:

نظرا لأن البنك المركزي يكون مملوكا للدولة في كل دول العالم - ماعدا الولايات المتحدة الأمريكية- فانه يكون مؤهلا للقيام بالوظائف التالية:

- إدارة احتياطات النقد الأجنبي والعمل على تحقيق أكبر قدر ممكن من الاستقرار في سعر صرف العملة الوطنية، فالبنك المركزي هو الجهة التي تحتفظ عندها الدولة بالاحتياطات النقدية من العملات الأجنبية، وكذلك الاحتياطات غير النقدية، بهدف استثمارها من ناحية ولتأكيد من ناحية أخرى، من مدى كفايتها لسداد قيمة الاحتياجات من الواردات؛

<sup>1</sup> السيد متولي عبد القادر، اقتصاديات النقود والبنوك، المرجع السابق، ص ص 52- 55

- إدارة الدين العام: فالبنك يتولى متابعة جميع ما يتعلق بحجم القروض الداخلية للدولة، من حيث تحديد الحجم الأمثل للديون التي يمكن للاقتصاد تحملها، ودراسة مدى تأثيرها على الاقتصاد الوطني، والقيام بمتابعة عملية سداد الالتزامات التي تنشأ عنها، وإسداء النصيح للحكومة بخصوص كل ذلك.
- إدارة الجانِب النقدي من السياسة الاقتصادية للحكومة: أي وضع وتنفيذ ومتابعة السياسة النقدية، وذلك من خلال استعمال مجموعة من الأدوات التقليدية (التي تم ذكرها سابقاً) للتأثير على عرض النقود في الاقتصاد، وعلى سعر الفائدة، ومن ثم على المتغيرات الاقتصادية الكلية، بهدف تحقيق مجموعة من الأهداف تضعها الحكومة لنفسها لتحقيق نمو وتطور الاقتصاد الوطني. وفي هذه المهمة فإن البنك المركزي يعمل عن قرب، وبالتنسيق المشترك مع وزارة المالية، وهي الجهة المسؤولة عن وضع وتنفيذ ومتابعة الشق الثاني من السياسة الاقتصادية، أي السياسة المالية، وذلك لضمان عدم حدوث أي تضارب بين هذه السياسات<sup>1</sup>.
- قبول أذون الخزانة التي تصدرها الدولة، وامتداد الدولة مقابل هذه الأذون بوسائل الدفع التي تحتاجها بشكل دائم.<sup>2</sup>

#### ■ البنك المركزي هو بنك البنوك:

- يترتب على كون البنك المركزي واقفاً على قمة الجهاز البنكي، بحيث يليه في الأهمية باقي البنوك الأخرى والتي من أهمها البنوك التجارية، حقوقاً والتزامات من قبل هذه الأطراف بعضها البعض، ويمكن توضيحها على النحو التالي:
- التزام البنوك الأخرى التجارية بإيداع جزء من السيولة كاحتياطي لدى البنك المركزي، ويتحدد هذا الاحتياطي كنسبة من الودائع التي يودعها الأفراد لدى البنوك التجارية. وهذا الالتزام يحقق هدفين أساسيين:
  - الأول: ضمان تحقيق السيولة للبنك التجاري لمواجهة الظروف الطارئة.
  - الثاني: أن هذا الالتزام يمثل أداة هامة للتحكم في حجم الائتمان ومن ثمة يمثل أحد أدوات السياسة النقدية.
  - يلتزم البنك المركزي بتقديم السيولة لهذه البنوك في الأوقات التي تواجه فيها حالات الاعسار، فهو يقوم بدور المقرض أو الملاذ الأخير للنظام المصرفي.<sup>3</sup>
  - تسهيل أعمال المقاصة التي تتم لتسوية فروق الحسابات النقدية بين البنوك التجارية نتيجة الشيكات المسحوبة على بعضها البعض من طرف عملاء هذه البنوك، حيث يتم تسوية هذه الحسابات من خلال التغيرات التي تحدث في أرصدة البنوك التجارية المودعة لدى البنك المركزي.<sup>4</sup>

#### ■ البنك المركزي هو المشرف على الائتمان:

الائتمان هو أحد أنواع التمويل الذي تقدمه البنوك لباقي العناصر الاقتصادية، حيث يقوم البنك المركزي بالإشراف على عمل الجهاز المصرفي، وبالذات الطريقة التي تقوم بها البنوك العامة في الاقتصاد بإدارة أصولها وخصومها، ومراقبة حجم ونوعية الائتمان الذي تقدمه هذه البنوك، والتأكيد من مدى التزامها بتعليمات البنك المركزي بهذا

<sup>1</sup> محمد سعيد السمهوري، المرجع السابق، ص ص 193- 194

<sup>2</sup> السيد متولي عبد القادر، اقتصاديات النقود والبنوك، المرجع السابق، ص 55

<sup>3</sup> السيد متولي عبد القادر، نفس المرجع، ص ص 55- 56

<sup>4</sup> محمد سعيد السمهوري، نفس المرجع، ص ص 194- 195

الخصوص، حتى يمكن ضمان سلامة الجهاز المصرفي، وتجنب الاقتصاد الوقوع بأزمات مالية يمكن أن تعرضه للانهيار.<sup>1</sup>

## 2.2. البنوك التجارية (بنوك الودائع):

### 1.2.2. تعريف البنوك التجارية:

البنوك التجارية أو كما تسمى في بعض الدول ببنوك الودائع لها تعريفات متعددة منها:

- تعتبر البنوك التجارية أهم أنواع المصارف وأكثرها نشاطا، حيث أن معظم الودائع تتركز لديها، ومعظم القروض تمنح من خلالها وتؤدي معظم الخدمات عن طريقها، وتحتل موجوداتها ومطلوباتها الجزء المهم من موجودات النظام المصرفي ككل، وبالذات في الدول النامية، وبذلك فإن المصارف التجارية تعتبر من أهم المصارف التي تؤدي وظائف أساسية في الاقتصادات المعاصرة.<sup>2</sup>
- هي البنوك التي تزاوّل الأعمال المصرفية من قبول الودائع وتقديم القروض وحسم الأوراق التجارية أو تحصيلها، وفتح الاعتمادات المستندية، وقد تمارس هذه البنوك أعمالا أخرى غير مصرفية مثل: المشاركة في المشاريع الاقتصادية وبيع وشراء الأسهم والسندات.<sup>3</sup>
- هي مؤسسات ائتمانية غير متخصصة، تقوم بتلقي ودائع الأفراد القابلة للسحب عند الطلب أو بعد أجل قصير، والتعامل بصفة أساسية في الائتمان قصير الأجل.<sup>4</sup>
- هي مؤسسات مالية تخضع للقوانين والتشريعات المصرفية، وتهدف لتحقيق الربح من خلال نشاطها المصرفي والمتمثل في قبول الودائع ومنح الائتمان بشتى أنواعه وتقديم الخدمات.<sup>5</sup>

### 2.2.2. خصائص البنوك التجارية:

تتميز البنوك التجارية عن غيرها من البنوك والمؤسسات المالية الأخرى بمجموعة من الخصائص منها<sup>6</sup>:

- تتواجد البنوك التجارية في المرتبة الثانية من الترتيب الرأسي للجهاز المصرفي، وهذا بعد البنك المركزي الذي يتربع على قمة هذا الترتيب ويباشر رقابته عليها بوسائل مختلفة؛
- لكل دولة بنك مركزي واحد، غير أن البنوك التجارية تتعدد وتنوع وتنتشر عبر العديد من المناطق وحتى خارج الدولة الأم، ولا يحدها في ذلك غير حجم السوق وفرص الربح المتوقعة؛
- تتميز المصارف التجارية بخاصية توليد ودائع جارية، والودائع الجارية الجديدة (المشتقة) تشكل نقود لم تكن موجودة أصلا وتستمد صفة النقود من كونها قابلة للسحب بصكوك؛
- تهدف البنوك التجارية الى تحقيق الربح، وذلك من خلال التوسع وانتهاز الفرص المتاحة أمامها.

### 3.2.2. وظائف البنك التجاري:

تعددت وظائف البنوك التجارية وفقا لمتطلبات التطور في النشاط الاقتصادي مع مرور الزمن، ومن هذه الوظائف ما يلي:

#### ■ قبول الودائع بشتى أنواعها:

<sup>1</sup> محمد سعيد السمهوري، المرجع السابق، ص 194

<sup>2</sup> فليح حسن خلف، النقود والبنوك، المرجع السابق، ص 321

<sup>3</sup> السيد متولي عبد القادر، اقتصاديات النقود والبنوك، المرجع السابق، ص 48

<sup>4</sup> محمد زكي الشافعي، مقدمة في النقود والبنوك، دار النهضة العربية، بيروت، لبنان، 1970، ص 178

<sup>5</sup> طاهر فاضل البياتي، ميرال روجي سمارة، المرجع السابق، ص 154

<sup>6</sup> رضا صاحب أبو حمد آل علي، ادارة المصارف- مدخل تحليلي كمي معاصر، دار الفكر للطباعة والنشر والتوزيع، عمان، الأردن،

تعتبر هذه الوظيفة من أقدم الوظائف وأهمها، إذ تمثل الودائع المورد الأساسي لقيام البنوك التجارية بنشاطها، لذلك يطلق عليها اصطلاح بنوك الودائع. وان أهم ما يميز البنوك التجارية عن غيرها من البنوك المتخصصة هو قبولها للودائع المصرفية على اختلاف أنواعها، وهي كما يلي:

- **ودائع تحت الطلب:** وهي حسابات بنكية تمنح المودع القدرة على التعامل بالشيكات من خلال منحه دفتر شيكات، تسمى أيضا الحساب الجاري. ويمتاز هذا النوع من الودائع بقدرة العميل (المودع) على القيام بعمليات السحب والايذاع والتحويل دون قيود زمنية، حيث يلتزم البنك بالدفع عند الطلب نقدا أو من خلال الشيكات أو باستخدام البطاقات المصرفية عند اصدار الأمر بذلك من قبل المودع. لذلك فان البنوك لا تدفع فوائد على هذا النوع من الودائع الا في حالات استثنائية نادرة، لذلك تدرج ضمن الحسابات غير مستوفية الفوائد نظرا لسيولتها العالية، إذ أن ارتفاع أهميتها النسبية في ميزانية البنك دون غيرها من الودائع الأخرى تتطلب منه الاحتفاظ باحتياطات نقدية سائلة تناسب حجمها وذلك لتجنب تعرضه لمخاطر السيولة.

- **ودائع التوفير:** هي تلك المبالغ التي يقوم المودعين بإيداعها بالبنك التجاري و يحصل من خلالها المودع على دفتر خاص يبين دفعات الايداع والسحب، حيث تمنحه الحق في الحصول على نسبة فائدة معينة عادة ما تكون أقل من الودائع الثابتة أو الأجلة مع إمكانية إجراء عمليات السحب في أي وقت. الا أنها لا تمنح المودع حق السحب بموجب الشيكات.

- **الودائع الثابتة (الأجلة):** تمثل تلك الودائع التي يتم ايداعها لفترات طويلة بتاريخ استحقاق يتم الاتفاق عليه بين كل من العميل (المودع) والبنك بحيث يقوم البنك من خلالها بدفع نسبة فائدة محددة، ولا تعطي المودع الحق في السحب بموجب استخدام دفتر الشيكات، حيث تقوم البنوك عادة بتحديد حد أدنى لقيمة الودائع لأجل ولا يجوز للعملاء القيام بسحب ودائعهم قبل تاريخ استحقاقها، لتتيح بذلك للبنك فرصة استثمار مبالغ تلك الودائع خلال فترة الأجل. أما عند قيام العميل بطلب سحب جزء أو كامل وديعته قبل موعد استحقاقها، فيتوجب عليه التنازل عن قيمة الفائدة المستحقة عن المدة بين تاريخ الايداع وتاريخ سحب الوديعة أو جزء منها وهو ما يعرف بمصطلح كسر الوديعة. أما في حال تعامل المودعين بودائع آجلة بإشعار والتي تستوجب اشعار البنك مسبقا عند رغبة المودع بسحب وديعته وخاصة في حالات التعامل بمبالغ كبيرة نسبيا.

#### ▪ منح الائتمان (الاقراض):

تعني هذه الوظيفة أن يقدم البنك مبالغ نقدية الى الأفراد والمؤسسات ورجال الأعمال لأجل قصير، لا يتجاوز العام الواحد أو لأجل طويل. وذلك حتى يتمكن هؤلاء المقترضين من مباشرة أعمالهم أو استمرارها، على أن يقوموا برد هذه المبالغ عند حلول الأجل المتفق عليه، يضاف إليها نسبة معينة من مبلغ القرض، يسمى هذا المبلغ الاضافي بالفائدة، وتحسب على أساس سنوي.

وقد تكون القروض التي يحصل عليها الأفراد من البنوك مضمونة بضمانات خاصة، على شكل أصول ثابتة أو متداولة (كالأسهم والسندات)، أو غير مضمونة بضمانات خاصة، سوى الثقة والموقف المالي (الملاءة المالية) للمقترض. وقد يأخذ الائتمان الذي تمنحه البنوك التجارية شكلا آخر، يعرف بالاعتماد المستندي، الذي يعتبر من أهم وسائل الدفع في عمليات التجارة الخارجية. وهو يعني أن يتعهد المصرف للمستفيد وهو البائع، بناء على طلب فاتح الاعتماد وهو المشتري، أن يضع تحت تصرف المستفيد مبلغا من المال يدفع له مقابل تقديم مستندات ووثائق محددة ومعروفة، تبين عمليات شحن المنتجات خلال مدة معينة، حسب الشروط المتفق عليها.

#### ▪ خصم الأوراق التجارية:

يقوم المنتجون وتجار الجملة ببيع منتجاتهم بالأجل وهذا ما هو متعارف عليه الآن، حيث يلتزم المشترون بدفع ثمن مشترياتهم، بعد مضي مدة محددة من تاريخ الشراء لا تتجاوز السنة الواحدة، ويتم ذلك بموجب كمبيالات أو سندات أذنية. ولكن لا يستطيع المنتجون وتجار الجملة الانتظار حتى تستحق الأوراق المالية، فيقدم المنتج أو الشخص المستفيد من الورقة التجارية، هذه الورقة الى المصرف التجاري، بعد أن يظهرها لمصلحته، ويصبح المصرف هو المستفيد. وبالمقابل يدفع المصرف لهذا الشخص (المنتج أو تاجر الجملة)، المبلغ المذكور على الورقة التجارية، بعد أن يخصم منه مبلغا صغيرا، بمثابة الفائدة، التي يستحقها المصرف نظير الخدمة التي يقدمها لهذا الشخص. ان قيام البنوك بخصم الأوراق التجارية. يعتبر بمثابة منح الائتمان أيضا، ولكن بصورة غير مباشرة. ان قيام البنوك التجارية بقبول الودائع ومنح الائتمان وخصم الأوراق التجارية، ليس الا عملية متاجرة في النقود، وتدمج هذه الوظائف الثلاث في وظيفة واحدة يطلق عليها، الوظيفة النقدية للمصارف التجارية.

#### ■ تحصيل الشيكات والكمبيالات:

تمارس البنوك التجارية وظيفة تسوية الديون بين عملائها عن طريق المقاصة وتغيير مركز حسابات العملاء بالمبالغ المختلفة المدينة والدائنة من خلال القيود الكتابية التي تتم داخل البنوك، دون أن يكون هناك حاجة الى تداول كميات كبيرة من النقود خارج البنوك. وتتمثل هذه التسوية التي تؤديها المصارف في تحصيل الشيكات والكمبيالات والأوراق التجارية المختلفة، مقابل حصول المصارف التجارية على عمولة التحصيل، تغطي بها نفقاتها الادارية المختلفة، وتحقق الربح الذي تسعى اليه.<sup>1</sup>

#### ■ أعمال أخرى:

أعمال أخرى مثل: تقديم الاستشارات للعملاء، ادارة ثروات العملاء، أعمال الحفظ والتخزين، القيام ببعض الخدمات الخاصة بالأوراق المالية مثل: شراء وبيع الأوراق المالية وحفظها، وتحصيل الكوبونات نيابة عن العملاء أو دفعها نيابة عن الشركات، شراء وبيع العملات الأجنبية.<sup>2</sup>

✚ ولكن من الناحية الاقتصادية تقوم البنوك التجارية بوظيفتين أساسيتين هما<sup>3</sup> :

#### ■ الوساطة المالية بين المقرضين والمقترضين:

تقوم البنوك التجارية بوظيفة الوسيط المالي بين المقرضين والمقترضين. فهي تتلقى الودائع من الأفراد والمنشآت، وبذلك فهي تقوم بوظيفة تعبئة مدخرات المجتمع تمهيدا لإقراضها الى المشروعات، أي: ان هذه البنوك تقوم بدور الوسيط بين وحدات الفائض المالي ووحدات العجز المالي. ولا تختلف أو تتميز البنوك التجارية عن غيرها من البنوك بهذه الوظيفة فهناك مؤسسات وساطة مالية متعددة تقوم بمثل هذه الوظيفة.

#### ■ توليد نقود الودائع:

ان أهم ما تقوم به البنوك التجارية ولا يقوم به أي نوع آخر من البنوك هو الدور الذي تقوم به البنوك التجارية في التأثير على وسائل الدفع من خلال زيادة أو تخفيض النقود المصرفية (نقود الودائع). وبشكل محدد فان أهم ما يميز المصارف التجارية عن غيرها من مؤسسات مالية ومصرفية وأخطر ما تؤثر به على الاقتصاد ، هو قدرة هذه المصارف على خلق النقود سواء كان المصرف منفردا أو المصارف مجتمعة.

<sup>1</sup> طاهر فاضل البياتي، ميرال روجي سمارة، المرجع السابق، ص ص 156- 159

<sup>2</sup> السيد متولي عبد القادر، اقتصاديات النقود والبنوك، المرجع السابق، ص 58

<sup>3</sup> السيد متولي عبد القادر، نفس المرجع، ص 59

وتعني هذه الوظيفة ببساطة أن المصرف التجاري يمكن ويستطيع أن يقدم تسهيلات ائتمانية للعملاء - نقود ودائع مشتقة- بدون أن يكون هناك ودائع مخصصة ومقابلة لها موجودة بالفعل لديه، وبالتالي قدرة البنك التجاري على التأثير على عرض النقود والطلب عليها في المجتمع وكذلك تفاعلها مع السياسات النقدية تأثراً وتأثيراً فيها.

### 3.2. بنوك الاستثمار (بنوك الأعمال):

#### 1.3.2. تعريف بنوك الاستثمار:

من الصعب وضع تعريف محدد لبنوك الاستثمار وذلك بسبب تعدد الأنشطة التي تمارسها، وتسمى "بنوك تجارة" Merchant Banks في إنجلترا، وبنوك استثمار Investment Banks في الولايات المتحدة الأمريكية، وبنوك أعمال Banques d'Affaires في فرنسا<sup>1</sup> ويمكن تعريفها بـ:

- هي البنوك التي تعتمد بشكل رئيس على أموالها الخاصة بالإضافة إلى الودائع لأجل في قيامها بالأعمال التي أنشئت من أجلها، ومن أهم هذه الأعمال تقديم القروض طويلة الأجل للمشروعات أو المساهمة فيها لأغراض الاستثمار، والقانون سمح لهذه البنوك بإنشاء شركات استثمارية<sup>2</sup>.  
ومهما اختلفت التسميات فإن الدور الأساسي لهذه البنوك هو الأسهم في تمويل وإدارة الاستثمارات لتحقيق التنمية.

#### 2.3.2. وظائف بنوك الاستثمار:

عموماً يمكن حصر أهم الوظائف التي تقوم بها هذه البنوك في<sup>3</sup>:

- التعرف على فرص الاستثمار ودراسة جدواها الاقتصادية، ثم الاشراف والمشاركة في تأسيس المشروعات الجديدة، واتخاذ السبل الكافية للترويج لها، وتديبر أوجه التمويل وكذا الكوادر الادارية اللازمة لإدارتها؛
- تقديم المشورة الفنية لمشروعات الاستثمار القائمة، واصدار الاستشارات المالية في عمليات الاندماج والسيطرة واعادة تنظيم الشركات وانشاء الشركات التابعة، فضلا عن تقديمها للاستشارات القانونية في مجال الاصدارات الجديدة وعمليات البورصة؛
- تيسير عمليات التجارة الدولية من خلال تقديم بعض الخدمات الهامة في هذا المجال مثل قبول الأوراق التجارية اللازمة لتمويل عمليات التجارة الخارجية، وممارسة عمليات التعزيز المصرفي، وقبول ودفع قيمة السلع المستوردة للمشروعات الاستثمارية، ومنح كفالات الافراج عن السفن؛
- تقديم مجموعة من الخدمات الهامة في مجال سوق الصرف الأجنبي، مثل توفير العملات الأجنبية بالكميات المطلوبة للعملاء.

#### 4.2. البنوك المتخصصة:

##### 1.4.2. تعريف البنوك المتخصصة:

يمكن تعريف البنوك المتخصصة بـ:

- البنوك المتخصصة هي تلك البنوك التي تقوم بالعمليات المصرفية التي تخدم نوعاً معيناً من النشاط الاقتصادي، وفقاً للقرارات الصادرة بتأسيسها، والتي لا يكون قبول الودائع تحت الطلب من أوجه أنشطتها الأساسية<sup>4</sup>.

<sup>1</sup> عبد النعيم مبارك، مبادئ علم الاقتصاد، الدار الجامعية، مصر، 1997، ص 438

<sup>2</sup> السيد متولي عبد القادر، اقتصاديات النقود والبنوك، المرجع السابق، ص 49

<sup>3</sup> أحمد صلاح عطية، محاسبة الاستثمار والتمويل في البنوك التجارية، الدار الجامعية، مصر، 2003/2002، ص 15-16

<sup>4</sup> حسين بني هاني، اقتصاديات النقود والبنوك: المبادئ والأساسيات، المرجع السابق، ص 231

ومنه فان البنوك المتخصصة هي بنوك تختص بأنشطتها في خدمة قطاع معين دون غيره من القطاعات. وتختلف طبيعة وأجال القروض والتسهيلات التي تمنحها البنوك المتخصصة حسب نوع النشاط الذي يتم التعامل معه، فعلى سبيل المثال يمكن أن يصل أجل القروض في بنوك التجارة الخارجية الى ستة أشهر، بينما يصل في البنك العقاري الى ما يقرب 30 سنة، من ناحية أخرى تنحصر موارد البنوك المتخصصة في مصادر أخرى بخلاف الودائع حيث تضم رأس المال والاحتياطيات والسندات والقروض المستثمرة من قبل البنوك التجارية، ونتيجة لذلك لا تستطيع تلك البنوك أن تنطلق بلا حدود في أنشطتها، حيث يعتمد ذلك على حجم الموارد المتاحة لديها عكس البنوك التجارية التي تتوفر لديها موارد طائلة بفضل تلقيها الودائع، ومن ثمة يمكنها التوسع في أنشطتها الى أبعد مدى.<sup>1</sup>

#### 2.4.2. خصائص البنوك المتخصصة:

- تتميز البنوك المتخصصة بجملة من الخصائص تميزها عن المؤسسات المالية والمصرفية الأخرى. وتتمثل في<sup>2</sup>:
- لا تتلقى الودائع من الأفراد وإنما تعتمد على رؤوس أموالها وما تصدره من سندات تستحق الدفع بعد آجال طويلة، وما تعقده من قروض طويلة الأجل تحصل عليه من البنك المركزي ومن البنوك التجارية؛
  - قد يكون جانب من أهداف هذه البنوك قومياً اجتماعياً، لذلك قد تساعد الدولة وتمنحها قروض بسعر فائدة مميز؛
  - لا يقتصر نشاط هذه البنوك على عمليات الاقراض فقط، بل تقوم بالاستثمار المباشر اما عن طريق انشاء مشروعات جديدة، أو المساهمة في رؤوس أموال المشروعات وتقديم الخبرات الفنية والمشورة في مجال تخصص البنك؛
  - البنوك المتخصصة تدعم وتمول المشاريع التي تتسم بطول آجالها فيما تعتمد البنوك التجارية على ودائعها في تمويل النشاطات التي تتميز بقصر آجال استحقاقها وهي عموماً أنشطة تجارية بعكس البنوك المتخصصة والتي تتوجه لدعم النشاطات التنموية بمختلف القطاعات.

#### 3.4.2. أنواع البنوك المتخصصة:

##### ■ البنوك الصناعية: يمكن تعريفها بـ:

- تعرف هذه البنوك بأنها بنوك تهدف بصفة خاصة الى تقديم العديد من التسهيلات المباشرة وغير المباشرة الى المنشآت الصناعية لفترات متوسطة وطويلة الأجل، كما تسهم في انشاء الشركات الصناعية، وبذلك تخرج من مفهوم البنوك التجارية التي تعتمد على الاقراض قصير الأجل.<sup>3</sup>
- وهي البنوك التي تختص في التعامل مع القطاع الصناعي وتساهم في عملية التنمية الصناعية من خلال دعم المشاريع الصناعية، وذلك مقابل تقديم القروض ومنحها للتسهيلات المصرفية (البنكية والمصرفية).<sup>4</sup>

##### ■ البنوك الزراعية: يمكن تعريفها بـ:

- هي البنوك التي تقدم خدماتها الى القطاع الزراعي عن طريق تمويل شراء البذور والأسمدة والمبيدات، واستئجار الآلات الزراعية والمساهمة في تنمية الثروة الحيوانية. وبما أن هذه الخدمات الزراعية تعتمد على دورات موسمية، لذلك تكون فترات التمويل متوسطة الأجل ومرتبطة بالمواسم الزراعية.<sup>5</sup>

<sup>1</sup> أحمد صلاح عطية، المرجع السابق، ص ص 16- 17

<sup>2</sup> عبد الغفار حنفي، ادارة المنشآت المتخصصة: ادارة البنوك، الدار الجامعية، الاسكندرية، مصر، 1997، ص 97

<sup>3</sup> خالد أمين عبد الله، العمليات المصرفية: الطرق المحاسبية الحديثة، دار وائل للنشر، عمان، الأردن، الطبعة الثانية، 2000، ص 19

<sup>4</sup> السيد متولي عبد القادر، اقتصاديات النقود والبنوك، المرجع السابق، ص 48

<sup>5</sup> خالد أمين عبد الله، نفس المرجع، ص 19

- هي البنوك التي تتعامل مع المؤسسات الزراعية حيث تختص بتقديم التسهيلات والخدمات المصرفية كافة لمساعدة هذه المؤسسات لأداء دورها في عملية التنمية الزراعية سواء كانت هذه المؤسسات تابعة لأفراد أم جمعيات تعاونية.<sup>1</sup>

#### ■ البنوك العقارية: يمكن تعريفها بـ

- هي البنوك التي تتعامل مع قطاع الاسكان والمرافق والذي يحتاج الى توافر أموال كبيرة ومستعدة للتوظيف لأجل طويلة وبأسعار مناسبة تقابل طول مدة القرض والمخاطر التي يتعرض لها الادخار.<sup>2</sup>

- وهي البنوك التي تقدم التسهيلات والخدمات المصرفية كافة للأفراد أو المؤسسات أو الجمعيات التعاونية السكنية لمساعدتها في انشاء العقارات.<sup>3</sup>

### ثالثا: الأسواق المالية

تؤدي الأسواق المالية دورا بارزا في تكوين حلقة الوصل بين الوحدات الاقتصادية ذات الفائض المالي والوحدات الاقتصادية ذات العجز المالي، بهدف التخصيص الأمثل للأموال وتوجيهها بما يخدم مصلحة الاقتصاد الوطني من خلال توفير مجموعة متنوعة من الأدوات المالية التي تناسب ورغبات المستثمر من حيث السيولة والعائد والمخاطرة في ظل آليات قوى العرض والطلب.

#### 1. ماهية الأسواق المالية:

##### 1.1. تعريف السوق المالي:

تطور المفهوم العام للسوق المالي نتيجة لتطور وسائل الاتصال، حيث لم يعد هناك حصرا لمكان واحد يتم به التعامل في هذه الأسواق. ولا يعتمد على مكان التقاء المتعاملين كشرط أساسي من شروط السوق المالي. وبالتالي وقيل الوصول الى تعريف حقيقي وفعال للسوق المالي لا بد من الإشارة الى أن السوق المالي: "هو السوق الذي تباع وتشترى فيه الأدوات المالية". ومع أنه يعتبر من الأسواق الحديثة مقارنة مع أسواق السلع الأخرى، إلا أنها أظهرت نوعا من التنظيم، والامكانيات العالية، ويعود ذلك لضخامة حجم الاستثمارات داخل هذه الأسواق.<sup>4</sup>

#### ■ لغويا:

يتكون مصطلح "السوق المالي" أو سوق المال من كلمتين هما: "السوق" و"المال". و"السوق" له تعريفات عدة منها: أنه الاطار أو الوسيلة أو المجال الذي يجمع البائعين (جانب العرض) والمشتريين (جانب الطلب) لسلعة أو خدمة أو أصل مالي أو أصل نقدي أو لعناصر الانتاج، خلال فترة زمنية معينة وفي منطقة معينة، والسوق بهذا المعنى يجب أن يحقق شرطين أساسيين:

- الشرط الأول: الاتصال الوثيق بين البائعين والمشتريين، سواء حصل هذا الاتصال بالمقابلة المباشرة أو عن طريق وسيط (سمسار) أو عن طريق الهاتف أو عن طريق شبكة المعلومات أو بالمراسلات أو غير ذلك من الوسائل.

<sup>1</sup> السيد متولي عبد القادر، اقتصاديات النقود والبنوك، المرجع السابق، ص 48

<sup>2</sup> زينب عوض الله، أسامة محمد الفولي، أساسيات الاقتصاد النقدي والمصرفي، منشورات الحلبي الحقوقية، بيروت، لبنان، 2003، ص117

<sup>3</sup> السيد متولي عبد القادر، نفس المرجع، ص 48

<sup>4</sup> وليد صافي، أنس البكري، الأسواق المالية والدولية، دار المستقبل، عمان، الأردن، الطبعة الأولى، 2012، ص16

- الشرط الثاني: وحدة (أو تعادل) الثمن للسلعة الواحدة أو للسلع المتماثلة في السوق الواحد أو في كل السوق، ولا يؤثر في ذلك اختلاف الثمن الذي يرجع الى اعتبارات معينة مثل: تكاليف النقل أو الرسوم الجمركية أو نحو ذلك.
- أما كلمة "المال" وطبقا لعلم الاقتصاد هو أي شيء يحقق منفعة ما أو يكون له ثمن أيا كان نوعه أو قيمته، فكل شيء يمكن أن يعرض في السوق ويكون له قيمة يعتبر مال.<sup>1</sup>
- اقتصاديا:
- يعرف السوق المالي من منظور علم الاقتصاد على أنه:
- "هو الاطار الذي يجمع بائعي الأوراق المالية بمشترتي تلك الأوراق، وذلك بغض النظر عن الوسيلة التي يتحقق بها هذا الجمع أو المكان الذي يتم فيه، ولكن بشرط توفر قنوات اتصال فعالة فيما بين المتعاملين في السوق بحيث تجعل الأثمان السائدة في أي لحظة زمنية معينة واحدة بالنسبة لأي ورقة مالية متداولة فيه."<sup>2</sup>
- "هو تلك الآلية التي يمكن من خلالها حشد وتجميع وتوجيه ادخارات الشركات والحكومات والأفراد على مختلف أوجه الاستعمال الانتاجية وغير الانتاجية."<sup>3</sup>
- "هو الاطار الذي يجمع بين الوحدات المدخرة التي ترغب بالاستثمار ووحدات العجز التي هي بحاجة الى أموال، عبر فئات متخصصة عاملة في السوق بشرط توافر قنوات اتصال فعالة."<sup>4</sup>
- "هو الآلية التي تمكن وتيسر للناس القيام بإصدار وتداول أدوات الاستثمار قصيرة وطويلة الأجل، بتكلفة معاملات منخفضة وأسعار تعكس فرضية السوق الكفاء."<sup>5</sup>
- "هو وسيلة (ينتهي فيها شرط المكان)، يلتقي خلالها (المشتررون والبائعون والوسطاء والمتعاملون الآخرون والاداريون) من ذوي الاهتمامات (المادية أو المهنية) بالأدوات (الرأسمالية والنقدية) أو ب(الصرف الأجنبي) بغرض تداول وتوثيق وتعزيز الأصول المختلفة (الحقيقية والمالية والنقدية...) لفترات متباينة (طويلة وقصيرة) اعتمادا على (قوانين وأنظمة وتعليمات) وإلى حد ما (عادات وتقاليد وأعراف) معتمدة (محليا أو دوليا)."<sup>6</sup>
- ونشير هذه التعاريف الملاحظات التالية:
- أن السوق المالي يستمد مفهومه من مفهوم السوق بشكل عام، أي أن السوق المالي هو الوسيلة التي يلتقي من خلالها البائع والمشتري بغض النظر عن المكان المادي للسوق.<sup>7</sup>
- لا بد من توفر الشروط التالية في السوق المالي:
- الآلية: تمثل المجال أو الاطار أو الاجراءات والقواعد التي يدار على أساسها سوق المال، فالسوق المالي لم يعد مجرد مكان فقط؛

<sup>1</sup> السيد متولي عبد القادر، الأسواق المالية والنقدية في عالم متغير، دار الفكر، عمان، الأردن، 2010، ص 67

<sup>2</sup> محمد مطر، ادارة الاستثمارات، مؤسسة الوراق للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، الطبعة الثالثة، 1999، ص 140

<sup>3</sup> مروان عطون، الأسواق النقدية والمالية: البورصات ومشكلاتها في عالم النقد والمال، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2003، ص 16

<sup>4</sup> أرشد فؤاد التميمي، أسامة عزمي سلام، الاستثمار بالأوراق المالية، دار المسيرة للنشر، عمان، الأردن، الطبعة الأولى، 2004، ص 110

<sup>5</sup> السيد متولي عبد القادر، الأسواق المالية والنقدية في عالم متغير، نفس المرجع، ص 67

<sup>6</sup> هوشيار معروف، الاستثمارات والأسواق المالية، دار الصفاء، عمان، الأردن، الطبعة الأولى، 2009، ص 58

<sup>7</sup> عزيزة بن سميعة، البورصة والأسواق المالية: دراسة تحليلية، دار الأيام للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، الطبعة الأولى، 2017، ص 21

- المتعاملون: هم الأفراد والمؤسسات بأنواعها كافة والحكومات، سواء كانوا يمثلون وحدات الفائض المالي أو وحدات العجز المالي؛
- اصدار وتداول: تعني أن هناك سوقين هما سوق الاصدار وسوق التداول لأدوات الاستثمار؛
- أدوات الاستثمار: تشمل الأوراق المالية مثل الأسهم والسندات وأذونات الخزينة وشهادات الايداع وغيرها؛
- تكلفة معاملات منخفضة: أي أن سوق المال يجب أن يحقق الكفاءة التشغيلية.<sup>1</sup>
- ليس شرطاً أن يكون المتعاملين في هذه الأسواق فقط هم من بين فئة المالكين للأوراق المالية بل ممكن أن تكون أيضاً من فئة تقوم بعمليات التنظيم وإدارة عمليات التبادل بين البائعين والمشتريين، ودعم وتوفير المعلومات اللازمة لأطراف التعامل. ويمكن أن نطلق على هذه الفئة اسم الوسطاء - السماسرة - الوكلاء.<sup>2</sup>
- 2.1.المشاركون في الأسواق المالية:
- هناك ثلاثة شركاء لا غنى لأسواق المال عنهم، يعملون بجانب الهيئات الرقابية وجهات التحكيم المعترف بها، وهؤلاء الشركاء يشملون ثلاثة أصناف هم<sup>3</sup>:
- طالبوا الأوراق المالية:
- طالب الأوراق المالية اما أن يطلبها في السوق الأولي (سوق الاصدارات) وفي هذه الحالة يطلق عليه لفظ "المدخر الأول" أو عارض المال أو المستثمر المالي، أو أن يطلبها من السوق الثانوي أي البورصة وفي هذه الحالة يطلق عليه لفظ "المستثمر" في الأوراق المالية. وعموماً يمكن تقسيم طلاب الأوراق المالية الى الأقسام الخمسة التالية:
- الأفراد: وهم في العادة يطلبون الأوراق المالية عبر الوسطاء الماليين أو المصارف التجارية أو مباشرة في بعض الحالات الخاصة في بعض البورصات.
- المؤسسات المالية المصرفية: ويقصد بها المؤسسات المالية التي تمارس عملاً مصرفياً كالبنوك التجارية، ويمكن أن تشارك بصفقتها بنوك أعمال للمؤسسة المتعاملة في البورصة.
- المؤسسات المالية غير المصرفية: وهي المؤسسات المالية التي لا تمارس أعمالاً مصرفية (كالوصول على ودائع أو تمويل آخرين) وتشمل هذه الفئة شركات التأمين وصناديق التكافل وصناديق الاستثمار وصناديق دعم الودائع وصناديق المعاشات وصناديق الضمان الاجتماعي وما شابهها.
- الشركات والمؤسسات التجارية: تشمل كل المؤسسات التجارية ذات الطابع الاقتصادي التي تهدف الى استثمار أموالها.
- الجمعيات والاتحادات والمنظمات الطوعية: في كثير من الأحيان ترغب الاتحادات والجمعيات والمنظمات الطوعية في استثمار أموالها في شراء الصكوك والسندات ومختلف الأوراق المالية للاستفادة من عائدات الأوراق المالية في الصرف على أنشطتها المختلفة.
- عارضوا الأوراق المالية:
- يسمى العارضون للأوراق المالية في السوق الأولية بالمصدرين وفي السوق الثانوية بالبائعين، ويمكن أن نميز بين ثلاثة أنواع من العارضين للأوراق المالية:

<sup>1</sup> السيد متولي عبد القادر، الأسواق المالية والنقدية في عالم متغير، المرجع السابق، ص ص 67-68

<sup>2</sup> وليد صافي، أنس البكري، المرجع السابق، ص 17

<sup>3</sup> أزهري الطيب الفكي أحمد، أسواق المال، دار الجنان للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، الطبعة الأولى، 2017، ص ص 60-63

- المؤسسات السيادية: كالبنوك المركزية وسلطات النقد المركزية ووزارات المالية والخزانة التي تصدر الصكوك والسندات الحكومية، وهي التي يطلق عليها الصكوك أو السندات السيادية، وهي تعتبر أقل مخاطرة من التي تصدر بواسطة الجهات غير الحكومية.
- مؤسسات الجهاز المصرفي: والتي تتدخل عادة في السوق الأولي لتصريف الأوراق المالية أي كبنوك اصدار وتتدخل في السوق الثانوي لتسيير المحافظ المالية لصالحها أو لصالح عملائها، وتعتبر بنوك الاستثمار هي متخصصة في هذا الشأن، كما أن البنك المركزي قد يتعامل في أسواق الأوراق المالية بغرض تحقيق أهداف السياسة التمويلية أو حتى لأغراض تجارية بحتة.
- المؤسسات والشركات المرخص لها: وتتمثل عادة في شركات المساهمة العامة والشركات الصناعية والتجارية الكبيرة والشركات القابضة التي تقوم بإصدار صكوك وأسهم وسندات لتمويل احتياجاتها وتقوم بعرضها في السوق الأولي للاكتتاب فيها تمهيدا لإدراجها في السوق المالي.

#### ■ الوسطاء الماليون:

يتميز العصر الحديث بأنه عصر التخصص الذي يفرض علينا استشارة المختصين عندما نرغب في الولوج الى أي مجال جديد علينا لسد النقص في المعرفة وقلة المعلومات والمهارات لدينا في هذا المجال، وهذا ينطبق على عمليات التداول في الأسواق المالية الذي توجد به مجموعة من الوسطاء الماليين ذوي الخبرة والكفاءة المهنية والمعرفة والامام بضوابط التداول ومخاطر العمليات المختلفة ولهذا يلجأ المتعاملون مع السوق لهؤلاء الوسطاء للعمل من خلالهم، حيث يقوم الوسيط بعقد عمليات بيع وشراء الأوراق المالية من خلال البورصة في المواعيد المحددة مقابل عمولة معروفة، ويعتبر مسئولاً وضامناً لصحة كل عملية.

#### 3.1. وظائف السوق المالي:

- تؤدي السوق المالية وظائف تفسر وجودها وأهميتها الاقتصادية، ومن خلال هذه الوظائف يتمكن النظام المالي من تحقيق الاستثمار الأفضل للموارد المالية وتحقيق التوازن في توزيعها. ومن أهم هذه الوظائف<sup>1</sup>:
- اكتشاف السعر، فالسوق المالية توفر الوسائل اللازمة لتفاعل البائعين والمشتريين لتحديد سعر الأصل المالي، أو بتعبير آخر معدل العائد المطلوب؛
- توسيع قاعدة الملكية والمديونية لهيكل رأس المال للشركات المساهمة؛
- اضافة صفة السيولة والمرونة العالية للأصول المالية والتي يصعب تصورها في حالة غياب هذه الأسواق؛
- تساهم الأسواق المالية بتخفيض كلفة المعلومات وكلفة البحث عن الصفقة؛
- توسيع قاعدة الخيارات لأصحاب المدخرات والثروات؛
- حركة الأسواق ونشاطها هو انعكاس أو مؤشر لحركة الاقتصاد الوطني؛
- تخفيف الضغط على النظام الائتماني والمساهمة في استقرار أسعار الفائدة من خلال ايجاد مصادر بديلة للتمويل؛
- تساعد بفعالية على ترصين قاعدة رأس المال والتخصيص العادل والكفؤ للموارد.

#### 2. أنواع الأسواق المالية:

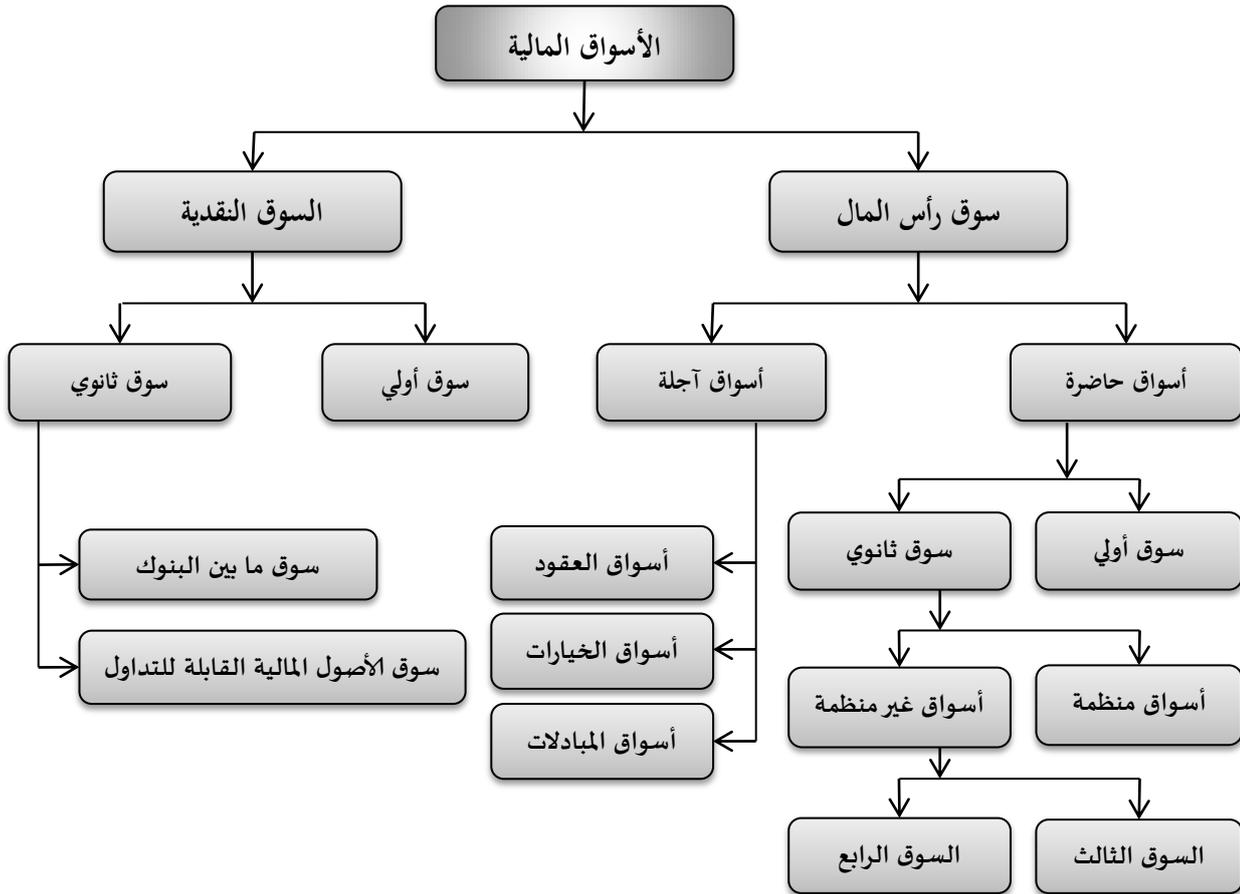
نظراً للتنوع الكبير الذي تمتاز به الأسواق المالية سنحاول أن نصنفها وفقاً لمعايير محددة، ويظهر كل تصنيف الفرق الموجود بينها، على الرغم من أنها متداخلة في كثير من الأحيان. حيث في الواقع تختفي الحدود الفاصلة بين هذه التقسيمات للأسواق<sup>1</sup>.

<sup>1</sup> أرشد فؤاد التميمي، الأسواق المالية: اطار في التنظيم وتقييم الأدوات، دار اليازوري، عمان، الأردن، 2010، ص ص 25- 26

وفي هذا الصدد يمكن التمييز بين عدد من الأسواق المالية باستخدام عدة معايير على النحو التالي:

- معيار العمر الزمني للأوراق المالية المتداولة: سواء كانت هذه الأوراق أوراق قصيرة الأجل أو طويلة الأجل (أسواق النقد وأسواق رأس المال)؛
- معيار طبيعة الأوراق المالية المتداولة: سواء كانت هذه الأوراق أوراق جديدة أو أوراق قديمة تم إصدارها من قبل (أسواق أولية وأسواق ثانوية)؛
- معيار تنظيم تداول الأوراق المالية: حسب الطريقة أو طبيعة المكان الذي تباع فيه الأوراق المالية (أسواق منظمة وأسواق غير منظمة)؛
- معيار زمن تنفيذ الصفقة: سواء كان التنفيذ فوري أو أجل (أسواق فورية أو حالية وأسواق مستقبلية)؛
- معيار طريقة تداول الأوراق المالية: حسب طريقة التفاوض على الأوراق المالية المتبادلة (السوق المفتوحة و سوق التفاوض أو المساومة).

الشكل 10: أنواع الأسواق المالية



المصدر: عباس كاظم الدعي، السياسات النقدية والمالية وأداء سوق الأوراق المالية، مجموعة النيل العربية، القاهرة، مصر، 2003 ،

ص 145

<sup>1</sup> السيد متولي عبد القادر، الأسواق المالية والنقدية في عالم متغير، المرجع السابق، ص93

سيتم التركيز على معيارين هما معيار العمر الزمني للأوراق المالية المتداولة عبر التعرف على ماهية أسواق النقد وأسواق رأس المال، ومعيار طبيعة الأوراق المالية المتداولة فيها عبر التعرف على ماهية الأسواق الأولية والأسواق الثانوية.

1.2. تصنيف الأسواق المالية حسب معيار العمر الزمني للأوراق المالية المتداولة (أسواق النقد وأسواق رأس المال):

تصف الأسواق المالية حسب العمر الزمني للأوراق المالية المتداولة فيها الى نوعين هما أسواق النقد وأسواق رأس المال، وستاؤها الآن باختصار لأنه سيتم التطرق لها بشيء من التفصيل لاحقاً.

#### ■ أسواق النقد:

تتعامل سوق النقد مع أصول مالية قصيرة الأجل، حيث تتمثل الوظيفة الأساسية لها في تسهيل عقد الصفقات المالية بين الوحدات ذات العجز المالي والوحدات ذات الفائض المالي المؤقت، من خلال تبادل الأصول قصيرة الأجل. مثل الأوراق التجارية وأذون الخزانة. ومنه يلجأ المقترضون الى سوق النقد عادة لمواجهة ضعف عارض في السيولة النقدية يتطلب مواجهة سريعة.<sup>1</sup>

#### ■ أسواق رأس المال:

تتعامل أسواق رأس المال في أصول مالية متوسطة وطويلة الأجل مثل الأسهم والسندات. ويلجأ المقترضون الى سوق رأس المال بهدف الحصول على الأموال اللازمة لتنمية الاستثمار في رأس المال الثابت، مثل اقامة منشآت وتركيب آلات. وأغلب المقترضين في سوق رأس المال منشآت انتاجية، أو وحدات ذات نشاط مالي مثل الحكومة المركزية، والحكومات المحلية والأفراد الراغبين في تمويل الرهون العقارية. وأغلب المقرضين فيها أفراد يرغبون في الحصول على أصول مالية تولد ايراداً.<sup>2</sup>

2.2. تصنيف الأسواق المالية حسب معيار طبيعة الأوراق المالية المتداولة فيها (الأسواق الأولية والأسواق الثانوية):

يمكن تمييز الأسواق المالية من حيث المساهمة المباشرة في الاستثمار أو في التداول الى : أسواق مالية أولية وأسواق مالية ثانوية.

#### ■ الأسواق المالية الأولية:

هي الأسواق التي تشهد الاصدارات الأولية للأوراق المالية، والتي تكون بغرض الحصول على رأس مال الشركة الأساسي أو بقصد زيادة رأس المال.<sup>3</sup> ومنه تباع في هذه الأسواق الأوراق المالية بأنواعها المختلفة عند القيام بإصدارها لأول مرة، بهذا المعنى فان جميع الأوراق المباعة في السوق الأولي هي "أوراق جديدة"، الهدف من وراء إصدارها هو الحصول على أموال تكون وحدات العجز في حاجة إليها. والعلاقة في الأسواق الأولية تكون علاقة مباشرة بين وحدات العجز التي تقوم بإصدار الأوراق المالية الجديدة، وبين من يقوم بشراء هذه الأوراق لأول مرة.<sup>4</sup> وبذلك يمكن للدولة أو المؤسسات أن تجمع الأموال التي تحتاجها، لرفع رأسمالها من أجل تمويل الاستثمارات الجديدة أو التوسع في استثمارات سابقة وغيرها من أشكال التزود برؤوس الأموال، عبر السوق الأولية. خاصة اذا كانت تتمتع بسمعة لا بأس بها لدى الجمهور والمؤسسات المالية المختصة.

<sup>1</sup> السيد متولي عبد القادر، الأسواق المالية والنقدية في عالم متغير، المرجع السابق، ص93

<sup>2</sup> باري سيجل، النقود والبنوك والاقتصاد: وجهة نظر النقديين، ترجمة طه عبد الله منصور، عبد الفتاح عبد الرحمن عبد المجيد،

دار المريخ للنشر، الرياض، المملكة العربية السعودية، 1987، ص85

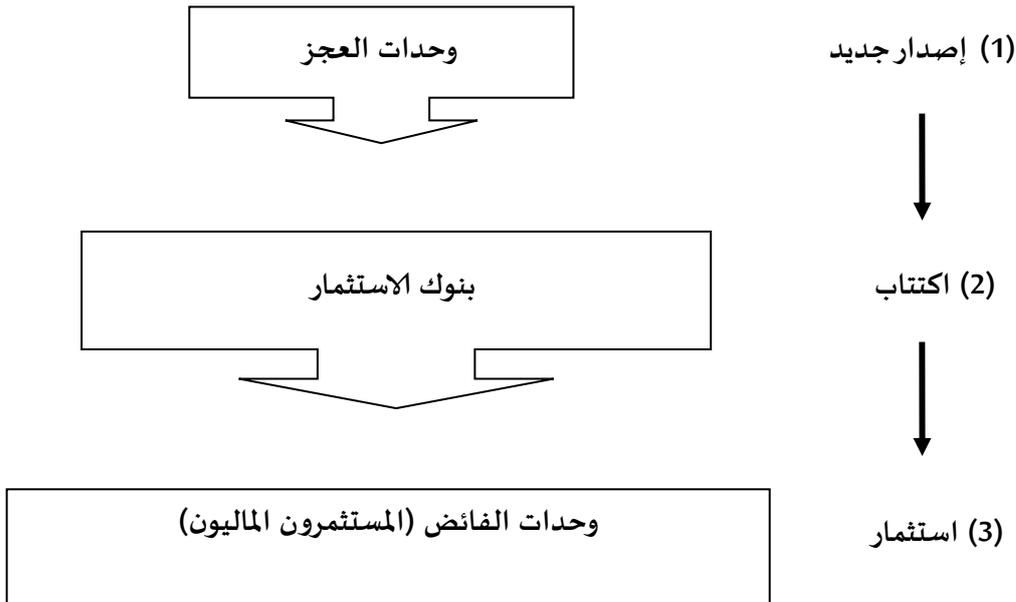
<sup>3</sup> وليد صافي، أنس البكري، المرجع السابق، ص32

<sup>4</sup> محمد سعيد السمهوري، المرجع السابق، ص60

تكون العمليات في هذه السوق على نوعين مباشرة وغير مباشرة. فالعمليات المباشرة تتم عندما تباع الشركة المصدرة الأسهم والسندات والأوراق المالية المصدرة للجمهور - من أفراد ومؤسسات مختصة- مباشرة، أي للمستثمرين الذين فضلوا أوراقها المالية، وهو ما يعرف باللجوء العلني للاذخار. وعادة ما تمتاز العمليات المباشرة بارتفاع تكاليفها لأن البحث عن المشتري قد يطول، مما يرفع من تكاليف العملية. أما العمليات غير المباشرة فتتم ببيع تلك الأسهم والسندات بالجملة الى وسيط معين -عادة ما يكون مؤسسة مالية مختصة- بنك استثماري مثلا كما هو الحال في الولايات المتحدة، أو شركة أوراق مالية. ويقوم ذلك الوسيط ببيعها مرة أخرى بالتجزئة للجمهور والمؤسسات التي ترغب في الاستثمار في تلك الأوراق، وهذا ما يعرف بتنظيم أو الاشراف على الاصدار *underwriting*. وقد لوحظ أن التكاليف الخاصة بهذه العمليات عادة ما تكون أقل من سابقتها.<sup>1</sup>

وفي هذا الصدد تلعب بنوك الاستثمار دورا هاما في عملية تسهيل بيع هذه الأوراق. وفي مساعدة وحدات العجز لإنجاح عملية الإصدار الأولى. فبالإضافة إلى قيامها بتقديم المشورة فيما يتعلق بكمية الأوراق التي يمكن تسويقها، والأسعار التي يمكن أن تباع بها هذه الأوراق، والنصائح التي تقدمها بالنسبة لطول فترة الاستحقاق ومعدلات الفائدة (في حالة أدوات المديونية)، فان بنوك الاستثمار تقوم بالاكتتاب بهذه الأوراق المالية، أي القيام بشرائها من وحدات العجز، ثم بيعها بعد ذلك للمستثمرين (كما هو مبين في الشكل الموالي).

### الشكل 11: خطوات عملية تسويق الإصدارات الجديدة في الأسواق الأولية



المصدر: محمد سعيد السهموري، اقتصاديات النقود والبنوك، دار الشروق للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، الطبعة الأولى، 2012، ص 62

لهذا السبب فان الأسواق الأولية تعتبر القناة الرئيسية التي يتم من خلالها تحويل أو انتقال الموارد المالية من وحدات الفائض إلى وحدات العجز، وهي بذلك تعتبر أسواق أساسية في عملية الوساطة المالية، وفي ما تقوم به هذه الوساطة من دور مركزي وهام في تنشيط الحركة الاقتصادية. ومن المهم الإشارة هنا إلى أن الأساس في عمل الأسواق

<sup>1</sup> محفوظ جبار، أسواق رؤوس الأموال: الهياكل، الأدوات والاستراتيجيات، الجزء الثاني: الأسواق والأدوات المالية، دار الهدى، عين مليلة، الجزائر، الطبعة الأولى، 2011، ص 553-554

الأولية هو أن يتم من خلالها توزيع الموارد المالية على أفضل المجالات الممكنة للاستثمار، وبأقل تكلفة ممكنة. فان تحقق ذلك، يكون السوق الأولي قد حقق كفاءة اقتصادية مزدوجة: كفاءة في توزيع الموارد، وكفاءة في طريقة العمل.<sup>1</sup> وعليه فان الأسواق الأولية هي التي تعطي اضافة حقيقية الى الاستثمارات لأن اقتناء الأدوات الصادرة عن المنشآت المختلفة يعني مساهمة مباشرة في استثمار رؤوس أموال هذه المنشآت، سواء كان ذلك في شكل أسهم أو في شكل سندات وبمصادرها المختلفة. ومنه تعكس الأسواق الأولية بشكل عام كلا من: تطور الاستثمارات في الاقتصاد المعني؛ المناخ الاستثماري السائد في البلد؛ والنظام السوقي المعتمد.

وعليه ففي الاقتصاديات التي تتسم بارتفاع معدلات تنميتها وتزداد فيها الامكانيات المالية والمادية والبشرية المرنة لتوسع الاستثمارات، وتتسم مجتمعاتها بالاستقرار والأمان والتطور ويسود فيها النظام التنافسي السوقي الحر الذي يسهل فيه نشر المعلومات، في هذه الاقتصاديات تتعاظم ساعات الأسواق المالية الأولية وتمتد تعاملاتها الى أوسع نطاق.<sup>2</sup>

غير أن حامل الأوراق المالية من أسهم وسندات وغيرها، أي المستثمر، قد يحتاج الى سيولة في أي وقت من الأوقات لسبب أو لآخر، وعندئذ لا يمكنه العودة للشركة أو الهيئة المصدرة لاستعادة أمواله مرة أخرى، طبقاً للقوانين واللوائح المعمول بها في كافة الأسواق المالية العالمية، وعليه بإمكانه بيع تلك الأوراق لمستثمر آخر والحصول على السيولة المطلوبة، وهذا موضوع السوق الثانوية.<sup>3</sup>

#### ■ الأسواق المالية الثانوية:

هي الأسواق التي يتم فيها تداول (أي بيع وشراء) الأوراق المالية التي تم إصدارها من قبل، ومنه فان جميع الأوراق المتداولة في السوق الثانوي هي "أوراق أو إصدارات قديمة" لا يترتب على تبادلها حصول الجهات التي أصدرتها سابقاً على أي أموال جديدة من وراء عملية التبادل.<sup>4</sup> وبالتالي لا تضيف التبادلات الجارية في هذه الأسواق أي رأسمال الى الشركة أو المؤسسة التي تعود اليها، بل ان المسألة باختصار لا تتعدى الاستثمار في أدوات خاضعة للتداول واقتنائها من خلال شرائها والتخلي عنها (ترك الاستثمار deinvestment) بسبب تفضيل السيولة النقدية.<sup>5</sup>

وعلى الرغم من أهمية السوق الأولي في توفير الأموال التي تحتاجها وحدات العجز، إلا أن الأسواق الثانوية تلعب، في حقيقة الأمر، دوراً أكثر أهمية، بل أن وجودها يعتبر أساسياً لاستمرار وجود السوق الأولي، ولإنجاح عملية الوساطة المالية برمتها. يعود السبب في ذلك إلى أن الأسواق الثانوية تقوم بمهمة توفير السيولة النقدية لحاملي الأوراق المالية من المستثمرين، وذلك من خلال توفير الفرص لهم لبيع هذه الأوراق، وتحويلها إلى نقود متى شاءوا ذلك. وبصيغة أخرى، فان وجود الأسواق الثانوية هو الذي يجعل الأوراق المالية أكثر سيولة، وبالتالي يجعل عملية تبادلها أكثر سهولة مقارنة بما يمكن أن يكون عليه الحال في ظل غياب هذه الأسواق. والمنطق وراء ذلك بسيط ومباشر، فالمستثمر المالي الذي يفكر في القيام بشراء أي ورقة مالية سوف يتردد كثيراً في القيام بذلك إذا لم يكن متأكداً من وجود طريقة أو آلية معينة تمكنه من التخلص من هذه الورقة المالية وبيعها متى شاء، ولأي سبب كان. هذه الفرصة يوفرها له وجود الأسواق المالية الثانوية.<sup>6</sup>

<sup>1</sup> محمد سعيد السمهوري، المرجع السابق، ص 60-61

<sup>2</sup> هوشيار معروف، المرجع السابق، ص 61

<sup>3</sup> جبار محفوظ، أسواق رؤوس الأموال: الهياكل، الأدوات والاستراتيجيات، الجزء الثاني: الأسواق والأدوات المالية، المرجع السابق، ص 555

<sup>4</sup> محمد سعيد السمهوري، نفس المرجع، ص 60

<sup>5</sup> هوشيار معروف، نفس المرجع، ص 62

<sup>6</sup> محمد سعيد السمهوري، نفس المرجع، ص 62

وعليه فان السوق الثانوية هي مكان لقاء الباعة والمشتريين (المستثمرين) لأوراق مالية سبق وأن بيعت في السوق الأولية. فالبائعون تحركهم دوافع شتى أهمها: تحقيق سيولة وأرباح على مستثمراتهم، والمشترون مدفوعون بالرغبة في الاستثمار في تلك الأوراق بغرض إعادة بيعها وتحقيق الأرباح أيضا، أو بغرض الاحتفاظ بها في المحافظ المالية لوقت لاحق<sup>1</sup>. ومنه فان الوظيفة الرئيسية للسوق الثانوية هي تحويل الأدوات المالية الى نقد جاهز أي القيام بوظيفة تحقيق السيولة، بالنسبة للبائع، أما بالنسبة للمشتري فتكون الوظيفة الرئيسية هي خزن القوة الشرائية عن طريق استبدال النقود بورقة مالية<sup>2</sup>.

كما أن للأسواق الثانوية دورا هاما وان كان غير مباشر في حركة الاستثمارات (الحقيقية) للشركات أو المؤسسات المعنية لأن أي هبوط أو تدهور في نشاطات هذه الشركات أو المؤسسات، وخاصة بالنسبة لحجم مبيعاتها أو لقيمة أرباحها الموزعة ينعكس على حركة تداول أدواتها ويؤدي ذلك غالبا الى انخفاض قيم هذه الأدوات في السوق الثانوي. وان هذا الاتجاه قد يتضاعف بتأثيراته السلبية وفي حلقات متتالية من خلال مزيد من الاساءة الى سمعة التنظيمات المذكورة ونشاطاتها السوقية والاستثمارية الحقيقية<sup>3</sup>.

ومما سبق يمكن تلخيص أهم الفروق بين السوقين في الجدول التالي:

الجدول 3 : ملخص لأهم الفروق بين السوق الأولي والسوق الثانوي

معيار التفرقة	السوق الأولية	السوق الثانوية
الوظيفة الأساسية	اصدار الأوراق المالية	تبادل الأوراق المالية
الدوام	ظرفية محددة بفترة الاكتتاب	مستمرة طوال السنة
الأهمية بالنسبة للمستثمر	توظيف الادخار	توظيف الادخار وامكانية تنوع المحفظة المالية
طبيعة الاصدارات	الاصدارات الجديدة	الاصدارات القديمة

المصدر: محفوظ جبار، أسواق رؤوس الأموال: الهياكل، الأدوات والاستراتيجيات، الجزء الثاني: الأسواق والأدوات المالية، دار الهدى، عين مليلة، الجزائر، الطبعة الأولى، 2011، ص 557

من الجدول السابق يتضح أن السوق الثانوية هي الجزء الأهم في السوق المالي باعتباره دائما ومستمر، على عكس الجزء الآخر أو السوق الأولية التي تعتبر ظرفية -ان صح التعبير- بالنسبة للأوراق المالية المعنية. فعمليات الطرح العام الجديدة وما يلحقها من اكتتاب قد تتم مرة كل سنة أو مرتين أو عدة مرات على الأكثر بالنسبة لكل شركة، بينما عملية تداول تلك الأوراق في البورصة فهي عملية يومية تقريبا. من هنا تأتي أهمية هذه المؤسسة المالية في توفير السيولة للأوراق المالية المتداولة<sup>4</sup>.

### 3.2. تصنيف الأسواق المالية حسب معيار تنظيم تداول الأوراق المالية (الأسواق المنظمة والأسواق غير المنظمة):

بعد أن تتم عملية بيع الإصدارات المالية الجديدة في السوق الأولي (سواء كانت هذه الإصدارات عبارة عن أسهم أو سندات)، وحصول وحدات العجز على القيمة النقدية لهذه الأوراق المالية التي قامت بنوك الاستثمار بالمساعدة على تسويقها لمن يرغب من المستثمرين في حيازتها، يأتي بعد ذلك الدور المحوري للأسواق الثانوية (أو ما يعرف عادة باسم

<sup>1</sup> جبار محفوظ، أسواق رؤوس الأموال: الهياكل، الأدوات والاستراتيجيات، الجزء الثاني: الأسواق والأدوات المالية، المرجع السابق، ص 555-556

<sup>2</sup> مصطفى يوسف كافي، محمود عزت اللحام، علاء مسلم البكور، أسواق مالية ونقدية، دار الاعصار العلمي للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، الطبعة الأولى، 2017، ص 44

<sup>3</sup> هوشيار معروف، المرجع السابق، ص 62

<sup>4</sup> جبار محفوظ، نفس المرجع، ص 558

بورصة الأوراق المالية) في توفير الفرصة للمستثمرين الماليين لتداول (أي بيع وشراء) هذه الأوراق فيما بينهم وفق توقعاتهم الذاتية الخاصة بظروف السوق، وفق تقديراتهم لحجم العائد المتوقع من وراء الاستثمار. ويمكن في هذا الصدد التفرقة بين نوعين من الأسواق الثانوية: أسواق ثانوية منظمة، وأسواق ثانوية غير منظمة.<sup>1</sup>

#### ■ الأسواق المالية المنظمة (البورصات):

وهي الأسواق المالية الثانوية التي يتم التعامل فيها في مكان محدد وزمان محدد وبأدوات مالية لشركات مدرجة في السوق وفق شروط معينة.<sup>2</sup> ومنه تتبع الأسواق المنظمة أو النظامية القواعد والأنظمة والأساليب والاجراءات المعتمدة في الأسواق المركزية الرسمية التي ترتبط بها في تسيير عملياتها ونشاطاتها.<sup>3</sup> ومنه فالأسواق الثانوية المنظمة، لها موقع جغرافي محدد، ومكان معروف للجميع (مثل بورصة نيويورك أو بورصة لندن، أو بورصة طوكيو مثلا)، وبه يتم تداول الأوراق المالية (وخاصة الأسهم) الصادرة عن شركات ومؤسسات معروفة ولها مكانتها وسمعتها المالية. ويخضع تداول هذه الأوراق في السوق لشروط وقواعد محددة يضعها "مجلس إدارة السوق" سواء بالنسبة لنوعية الشركات المسجلة في البورصة، والمسموح لأوراقها بالتداول فيها، أو بالنسبة لمؤهلات الأشخاص المرخصين رسميا بدخول البورصة للقيام بمهمة بيع وشراء الأوراق المتداولة فيها. هؤلاء الأشخاص هم "سماسرة الأوراق المالية"، الذين يقومون ببيع وشراء الأوراق المالية داخل السوق عن طريق المزادات بناء على أوامر بيع، أو أوامر شراء يتلقونها من المستثمرين الماليين من خارج السوق، حيث يقتصر دور السماسرة فقط على تنفيذ هذه الأوامر وتحقيق التوافق بين رغبات البائعين والمشترين من المستثمرين مقابل حصولهم على عمولة معينة من وراء هذا العمل.

وفي نهاية يوم التداول، يعلن السوق في العادة عن حجم التداول الإجمالي في البورصة (أي القيمة النقدية للأوراق المالية التي تم تداولها) في ذلك اليوم، وعن السعر الذي تم فيه بيع وشراء كل ورقة من الأوراق المالية المتداولة في البورصة، في بداية اليوم (سعر الافتتاح) وفي نهايته (سعر الإغلاق)، ومن ثمة التغيرات التي حدثت على هذا السعر، ارتفاعا وهبوطا.<sup>4</sup>

#### ■ الأسواق المالية غير المنظمة :

الأسواق غير المنظمة والتي تدعى غالبا بـ أسواق خارج المقصورة Over The Counter OTC وتسمى أيضا بالأسواق الثالثة، فهي أسواق مالية ثانوية لا تخضع للأساليب والتنظيمات التي تتبناها عادة الأسواق المنظمة، وبالتالي فان نشاطات هذه الأسواق لا تجري وفق تشريعات البورصات الرسمية ولا تعتمد تنظيمات ادارية محددة لنشر وتبادل وتوثيق الأدوات المالية، غير أنها لا تعد ضمن الأسواق غير المشروعة بسبب التزامها العام بالتشريعات السائدة في الدولة (أو في الدول) التي تدار فيها أعمالها. حيث بعبارة أخرى تتقيد باطار محدد من العمليات شبه المنظمة وتخضع في النهاية للرقابة الرسمية كأى سوق مالية نظامية.

وهكذا تظهر الأسواق غير النظامية OTC على أطراف الأسواق النظامية، حيث تتوفر الأدوات المالية لدى المتاجرين الراغبين في شراء أو بيع هذه الأدوات عند الأسعار المعلنة في ظل نظام تنافسي واضح. وعليه تسعى هذه الأسواق بالأسواق التفاوضية بسبب تركيزها على نشاطات التفاوض المباشر بين المستثمرين والمتاجرين على كافة الأدوات

<sup>1</sup> محمد سعيد السمهوري، المرجع السابق، ص 63

<sup>2</sup> مصطفى يوسف كافي، محمود عزت اللحام، علاء مسلم البكور، المرجع السابق، ص 45

<sup>3</sup> هوشيار معروف، المرجع السابق، ص 58

<sup>4</sup> انظر كل من:

- محمد سعيد السمهوري، نفس المرجع، ص ص 63- 64

- السيد متولي عبد القادر، الأسواق المالية والنقدية في عالم متغير، المرجع السابق، ص 96

المالية الخاضعة للتداول والتي لم تسجل داخل البورصة<sup>1</sup>. تكون هذه الأدوات المالية تابعة لشركات غير مدرجة أوراقها للتداول في الأسواق المنظمة. لأن هذه الشركات تكون في العادة شركات صغيرة، أو غير معروفة، أو حديثة التكوين، ولا تستوفي بالتالي الشروط المطلوبة منها للتسجيل في البورصة المنظمة<sup>2</sup>. وتتمتع الأسواق غير النظامية OTC بمرونة عالية نسبيًا في التعامل وخاصة لاستمرار أعمالها بعد اغلاق البورصة (أو توقف أو تعليق نشاطها) خلال 24 ساعة يوميًا. هذا فضلًا عن التسهيلات المتاحة فيها وقلة تكاليفها (النسبية)<sup>3</sup>. ومنه فإن هذه الأسواق غير المنظمة هي عبارة عن أسواق مالية بالمعنى الواسع للكلمة، حيث لا ترتبط بمكان أو بموقع جغرافي محدد يلتقي فيه البائعون والمشترون وجها لوجه كما هو الحال في حالة الأسواق المالية المنظمة، وإنما هي عبارة عن شبكة واسعة من الاتصالات الالكترونية، تمتد ليس فقط داخل الدولة الواحدة، ولكن عبر أرجاء العالم، وتجمع من خلال وسائل الاتصال الحديثة بين كل المتعاملين ببيع وشراء الأوراق المالية التي يجري تداولها في هذه الأسواق.

وفي هذه الأسواق غير المنظمة يقوم سمسرة الأوراق المالية بنفس الدور الذي يقومون به في الأسواق المنظمة، أي بعمليات بيع وشراء الأوراق بناء على الأوامر التي يتلقونها من المستثمرين الماليين، وحصولهم مقابل هذا الجهد على عمولة معينة. هذا الدور يختلف عن دور عملاء السوق المالي، والذين يقومون بشراء الأوراق المالية لصالحهم وفق أسعارها السائدة، ولكن ليس بهدف الاحتفاظ بها، وإنما بهدف إعادة بيعها بعد ذلك بسعر أعلى، محققين بذلك ربحًا مساويًا للفرق بين السعرين<sup>4</sup>.

ومن الجدير بالذكر أن هناك مجموعة أخرى من النشاطات المالية غير النظامية تبعد عن اطار OTC ، حيث تتم بين طرفي التبادل، وهما غالبًا الشركات بالإضافة إلى الصناديق الاستثمارية والمستثمرين (الأفراد) الكبار ، حيث تباع وتشتري الأوراق المالية مباشرة فيما بين هذين الطرفين، وذلك دون أي توسط مالي بل باعتماد شبكات الاتصالات الدولية والمحلية. وتدعى الأسواق التي تجري فيها هذه النشاطات بالأسواق الرابعة<sup>5</sup>.

4.2. تصنيف الأسواق المالية حسب معيار زمن تنفيذ الصفقة (الأسواق الفورية أو الحالية والأسواق المستقبلية): يمكن اعتماد الزمن من حيث فترات التعاقد و/أو الانجاز كأساس لتمييز الأسواق المالية بين: الأسواق المالية الحالية والأسواق المالية المستقبلية.

#### ■ الأسواق المالية الفورية (الحالية):

وهي الأسواق التي يتم فيها تنفيذ الصفقة، أي تسليم الأدوات المالية المشتراة، فورًا وقد يكون أجل التسليم خلال ثلاثة أيام وتظل الصفقة تعتبر فورية. أما إذا زاد على ذلك فهي صفقة آجلة<sup>6</sup>. تسود الأسواق الحالية تبادلات متباينة من حيث الأزمنة والأصول، فمنها ما هو طويل أجل يتعلق بالأسهم والسندات أي بالأصول الرأسمالية، ومنها ما هو قصيرة الأجل (لأقل من سنة) وهي تخص الأدوات المعروفة بالنقدية لسرعة سيولتها، كأذونات الخزينة والقبولات المصرفية وشهادات الايداع القابلة للتداول والأوراق التجارية.

<sup>1</sup> هوشيار معروف، المرجع السابق، ص 59

<sup>2</sup> محمد سعيد السمهوري، المرجع السابق، ص 65

<sup>3</sup> هوشيار معروف، نفس المرجع، ص 59

<sup>4</sup> محمد سعيد السمهوري، نفس المرجع، ص 65-66

<sup>5</sup> هوشيار معروف، نفس المرجع، ص 60

<sup>6</sup> مصطفى يوسف كافي، محمود عزت اللحام، علاء مسلم البكور، المرجع السابق، ص 47

ولاشك أن الصفقات الرأسمالية طويلة الأجل هي التي تمثل محور النشاط الاستثماري في الأسواق الحالية، غير أن الصفقات النقدية قصيرة الأجل تعد غالباً نشاطات مضاربة تغذي الأسواق المعنية بالسيولة الضرورية وذلك ان جرت التعاملات فيها بشكل متفاعل لصالح التوازن الاقتصادي.<sup>1</sup>

#### ■ الأسواق المالية المستقبلية (الأجلة):

هي أسواق يتم التعامل فيها بعقود يتم تنفيذها في المستقبل، كأن تشتري أوراقاً مالية وتتعاقد عليها الآن ولكن التسليم سيتم بعد فترة زمنية قد تطول الى عدة شهور. والهدف من هذه الصفقات هو الحد من المخاطر التي قد يتعرض لها المشتري بسبب ارتفاع الأسعار في المستقبل، فهو يتوقع أن تتوفر لديه النقود بعد شهرين من الآن مثلاً، ولكن يخشى أن ترتفع أسعار الأوراق المالية التي يرغب في شرائها خلال ذلك فيتعاقد على شرائها الآن وبسعر يتفق عليه الآن ولكن التسليم بعد شهرين ودفع الثمن أيضاً سيتم عند التسليم. ومن الطبيعي أن يكون السعر المتفق عليه مبنيًا على توقعات الفرقاء المتعاقدين.<sup>2</sup>

ظهرت هذه الأسواق حديثاً وأصبحت الأكثر انتشاراً، وهي أسواق يتم التعامل فيها -أيضاً- بالأوراق المالية المشتقة، ولكن من خلال عقود واتفاقيات يتم تنفيذها في تواريخ لاحقة ومن أهم هذه الأسواق: سوق الاختيارات والسوق المتقدمة وسوق المستقبلية، والتعامل في هذه العقود قد يكون في الأسواق المنظمة.<sup>3</sup> ومنه تعرف هذه الأسواق أيضاً بأسواق المشتقات المالية، وذلك لأنها تقوم على مبدأ اشتقاق أسعار الأدوات فيها من أدوات الأسواق المالية الرئيسية (الأسهم والسندات).<sup>4</sup>

والعقود الآجلة تسمح للمستثمرين بأخذ مواقع على تطور السعر في المستقبل، أين يكون الهدف اما الحد من المخاطر أو المضاربة على تغيرات الأسعار، فهي تسمح بحماية المستثمرين من المخاطر الناتجة عن تقلبات الأسعار، كما تسمح للمضاربين بتحقيق أرباح رأسمالية.<sup>5</sup>

5.2. تصنيف الأسواق المالية حسب معيار طريقة تداول الأوراق المالية (أسواق مفتوحة و أسواق التفاوض أو المساومة)

يتم التفاوض على الأوراق المالية المتداولة في الأسواق المالية بطريقتين: طريقة المزايمة وطريقة التفاوض، وتنقسم الأسواق بناء عليه الى: الأسواق المفتوحة وأسواق التفاوض.

#### ■ الأسواق المفتوحة:

يتم بيع السندات أو الأسهم في الأسواق المفتوحة (أسواق المزايمة) لمن يدفع رأسمال، وتسمى السوق التي يتم فيها هذا النوع من التعامل بالسوق المفتوحة، وقد يتم بيع وشراء نفس السهم عدة مرات خلال عدة صفقات في اليوم الواحد في هذا السوق، فهي اذا سوق يتم فيها:

- البيع بالمزاد؛
- قد يتم فيها تداول الأداة التي يتم بيعها (أسهم أو سندات أو ما شابه) أكثر من مرة في بعض الأحيان اذا رغب المتعاملون في ذلك؛
- عدد المتعاملون يكون عادة كبير؛
- يتم التعامل في مكان محدد وفي زمن محدد ولذلك فهي قد تكون سوق منظمة في أغلب الأحيان؛

<sup>1</sup> هوشيار معروف، المرجع السابق، ص 65

<sup>2</sup> مصطفى يوسف كافي، محمود عزت اللحام، علاء مسلم البكور، المرجع السابق، ص 47

<sup>3</sup> السيد متولي عبد القادر، الأسواق المالية والنقدية في عالم متغير، المرجع السابق، ص 96

<sup>4</sup> هوشيار معروف، نفس المرجع، ص 65

<sup>5</sup> عزيزة بن سميثة، المرجع السابق، ص 78

■ أسواق التفاوض أو المساومة:

يتم التعامل فيها بناء على مفاوضات ومساومات تسبق عملية البيع أو الاقتراض حيث يتم التفاوض على السعر وعلى الكمية وعلى شروط التسليم وموعده وكيفية الدفع وغيرها.<sup>1</sup> ومنه يتضح مما تقدم وجود العديد من الأسس والمبادئ المعتمد عليها في عمليات تصنيف وتقسيم وتنوع الأسواق المالية والنقدية، إلا أنه يلاحظ التداخل الكبير بينها فمن الصعب إيجاد فاصل حدي بين نوع معين ونوع آخر، وذلك لأن المعلومات وتطورها وكيفية استخدامها تكون سهلة بالأسواق المالية والنقدية مقارنة مع الأنواع الأخرى من الأسواق.<sup>2</sup>

<sup>1</sup> مصطفى يوسف كافي، محمود عزت اللحام، علاء مسلم البكور، المرجع السابق، ص43

<sup>2</sup> وليد صافي، أنس البكري، المرجع السابق، ص29

## المحور السادس: السوق النقدي

### أولاً: ماهية سوق النقد

تعتبر سوق النقد المكان المناسب لعرض وطلب السيولة البنكية اللازمة لتمويل الاقتصاد ولتحقيق التوازن من قبل السلطات النقدية. وتستند أهمية السوق النقدية الى تنظيم محكم لها، والى نشاط المؤسسات التي تتدخل فيها، إضافة الى طبيعة الخدمات المتنوعة التي تقدمها الى مختلف الوحدات الاقتصادية.<sup>1</sup>

#### 1. تعريف سوق النقد:

يمكن تعريف سوق النقد بما يلي:

- "سوق النقد هو السوق الذي يتعامل مع الأوراق المالية (وبالتحديد أدوات الدين) قصيرة الأجل، أي تلك التي تقل فترة استحقاقها عن سنة واحدة. ويعمل سوق النقد على تسهيل انتقال رؤوس الأموال قصيرة الأجل من وحدات الفائض إلى وحدات العجز."<sup>2</sup>
- "هي السوق التي تتداول فيها الأوراق المالية قصيرة الأجل من خلال السماسرة والبنوك التجارية، وكذا من خلال الجهات الحكومية وذلك بالنسبة للأوراق المالية قصيرة الأجل التي تصدرها الحكومة. كما تعتبر بمثابة سوق القروض قصيرة الأجل فيما بين المؤسسات المالية، أو كما تعرف بسوق السيوليات أو سوق رؤوس الأموال قصيرة الأجل. وعليه فإن السوق النقدية هي تلك السوق التي يلتقي فيها العارضون والطالبون لرؤوس الأموال قصيرة الأجل."<sup>3</sup>
- "أسواق النقد هي الأسواق التي يتم من خلالها الاقراض والاقتراض بين البنوك بشكل أساسي، وترتكز على عامل أساسي مهم هو سعر الفائدة والذي يتحدد بناء على العرض والطلب على رؤوس الأموال قصيرة الأجل في السوق، ويعتبر سوق النقد رافدا هاما للتمويل قصير الأجل إذ أنه يوفر الفرصة للمقترضين بالحصول على الأموال اللازمة بالأجل القصير، ومن مزاياه المرونة والسيولة العالية وانخفاض درجة المخاطرة."<sup>4</sup>
- "هي أسواق مفتوحة تنافسية تتعامل بالأدوات المالية القصيرة الأجل والتي لا تتجاوز فترات استثمارها غالبا سنة واحدة، وبالتالي فإن تسمية الأسواق المعنية بهذه الأدوات أسواق نقدية جاءت بسبب سرعة وسهولة تحويلها الى سيولة. ومن أهم المؤسسات التي تتوسط الأسواق النقدية هي البنوك التجارية، حيث تحاول هذه البنوك أن تسهم الأسواق المذكورة في تعديل مركز سيولتها من خلال الاقتراض أو الاقراض أو الاستثمار لفترات قصيرة. كما وأن المتاجرين dealers يتولون شراء أدوات السوق النقدية وذلك دعما لإمكاناتهم الخاصة ثم يقومون ببيع مخزوناتهم من هذه الأدوات عند تحقق فرص التبادل."<sup>5</sup>
- "يعتبر السوق النقدي أقدم أسواق رأس المال، حيث ارتبطت نشأته بظهور الأوراق النقدية، وهو سوق للتمويل قصير الأجل يتم فيه تداول الأدوات المالية قصيرة الأجل، وتقوم البنوك المركزية لكل بلد بمهمة تنظيم العمليات المدرجة في السوق النقدي، وتتعامل في هذه السوق البنوك التجارية التي تقوم باستثمار فوائدها وتحصيل احتياجاتها من السوق النقدي اعتمادا على احتياطياتها لدى البنك المركزي."<sup>6</sup>

<sup>1</sup> عزيزة بن سميحة، المرجع السابق، ص 40

<sup>2</sup> محمد سعيد السمهوري، المرجع السابق، ص 75

<sup>3</sup> جبار محفوظ، أسواق رؤوس الأموال: الهياكل، الأدوات والاستراتيجيات، الجزء الثاني: الأسواق والأدوات المالية، المرجع السابق، ص

558-559

<sup>4</sup> جمال جويدان الجمل، دراسات في الأسواق المالية والنقدية، دار الصفاء للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2002، ص 30

<sup>5</sup> هوشيار معروف، المرجع السابق، ص 69

<sup>6</sup> مروان عطون، الأسواق النقدية والمالية: البورصات ومشكلاتها في عالم النقد والمال، المرجع السابق، ص 16

- "السوق النقدية سوق العمليات الائتمانية قصيرة الأجل غالبا، والتي تسمح بتدخل مختلف المؤسسات النقدية ممثلة في البنك المركزي والبنوك التجارية، الى جانب بعض المؤسسات المالية غير البنكية مثل شركات التأمين والخزينة العمومية ومؤسسات التوفير والاحتياط."<sup>1</sup>
- "تعرف أسواق النقد على أنها الجزء من سوق المال الذي يتم فيه تداول الأوراق قصيرة الأجل مثل أذونات الخزينة والأوراق التجارية وشهادات الايداع، والتي لا تتجاوز فترة سدادها عاما واحدا، ويلجأ الى أسواق النقد عادة المقترضون الذين يعانون من شح طارئ في السيولة وبالتالي يقومون ببيع أوراق مالية قصيرة الأجل."<sup>2</sup>

ومن خلال التعاريف السابقة يمكن تسجيل الملاحظات التالية:

- يتركز في سوق النقد عرض وطلب الأموال القابلة للاقتراض لفترة تقل عن عام، فيتولد عرض هذه الأموال من جانب كل من يرغب في توظيف مدخراته (فوائضه المالية) عن طريق التخلي عن منافع نقوده لفترة قصيرة، في مقابل الحصول على عائد مالي، بينما يشكل الطلب عليها من جانب جميع الراغبين في الحصول على منافع نقود الغير في فترة قصيرة مقابل دفع فائدة ما.
- جميع الأدوات التي تنشأ في هذه السوق أو يجري تداولها بين المتعاملين تستند من الناحية العملية الى هيكل سعر الفائدة قصيرة الأجل، اذ يختص هذا السوق بالجانب قصير الأجل من العمليات التمويلية والتي تمتد في الغالب وحسب ما هو متعارف عليه حتى السنة.<sup>3</sup>
- نظرا لقصير فترات أدوات الأسواق النقدية فان الاستثمار في هذه الأدوات قد يكون أكثر أمانا من الاستثمار في أدوات سوق رأس المال،<sup>4</sup> ومن أمثلتها أذونات الخزينة، الأوراق التجارية، القبولات المصرفية، شهادات الايداع المصرفية واتفاقية اعادة الشراء، وجميعها قريبة من النقد، لذلك اكتسب السوق تسميته من أدواته.<sup>5</sup>

## 2. خصائص سوق النقد:

- تتسم هذه الأسواق النقدية بخصائص عديدة تميزها عن غيرها من الأسواق المالية والتي يمكن أن نذكر منها ما يلي:
- ليس للسوق النقدي هيكل مؤسسي وتنظيمي محدد، اذ أن مجموعة المؤسسات المالية والمصرفية المنتشرة جغرافيا تشكل هيكل السوق، وتمثل البنوك التجارية اللاعب الرئيس في السوق؛<sup>6</sup> أي ان الأسواق النقدية لا يوجد لها مكان محدد يلتقي فيه البائعون بالمشترين بشكل منظم لممارسة عمليات البيع والشراء؛<sup>7</sup>
  - ان غالبية الأسواق النقدية تتعامل بأدوات ذات قيم كبيرة تتجاوز في الولايات المتحدة الأمريكية مثلا مليون دولار، وبالتالي يصنف السوق النقدي على أنه "سوق جملة". وهذا بلا شك يجعل الاستثمار في هذه الأسواق مركزا على المؤسسات الكبيرة بدلا من الأشخاص الطبيعيين، و يجري التبادل من خلال توسط سماسرة أو

<sup>1</sup> عزيزة بن سمينة، المرجع السابق، ص41

<sup>2</sup> محمود حامد عبد الرزاق، المرجع السابق، ص 340

<sup>3</sup> عزيزة بن سمينة، نفس المرجع، ص41

<sup>4</sup> هوشيار معروف، المرجع السابق، ص69

<sup>5</sup> أرشد فؤاد التميمي، الأسواق المالية: اطار في التنظيم وتقييم الأدوات، المرجع السابق، ص60

<sup>6</sup> أرشد فؤاد التميمي، نفس المرجع، ص61

<sup>7</sup> زياد رمضان، مروان شموط، الأسواق المالية، الشركة العربية المتحدة للتسويق والتوريدات، القاهرة ، مصر، 2008 ، ص51

- متاجرين يتركز دورهم في جمع الزبائن في صالات خاصة بالتبادل في البنوك الكبيرة، ولذلك من الصعب على صغار المستثمرين أو المستثمرين الأفراد بشكل عام أن تمتلك هذه الأدوات وعلى انفراد؛<sup>1</sup>
- عدد المتعاملين في هذه الأسواق كبير جدا. ونظرا لوجود العديد من المستثمرين والبائعين تعد الأسواق النقدية أسواق عميقة؛<sup>2</sup>
  - تتداول في الأسواق النقدية أدوات مالية قصيرة الأجل تتراوح فترات تسديدها ما بين يوم واحد في بعض الحالات وسنة واحدة بشكل عام؛
  - تتميز الأسواق النقدية بسيولتها العالية نسبيا وذلك لسهولة تحويل الأدوات المتداولة فيها الى نقود وهذا ما دفع الناس الى اطلاق اسم الأسواق النقدية عليها؛
  - ان غالبية الأدوات النقدية قابلة للخصم وذلك لأنها تباع عادة بأقل من قيمتها المحددة باستثناء الودائع المصرفية؛<sup>3</sup>
  - يمتاز السوق النقدي بانخفاض درجة المخاطرة وذلك لسببين هما:
    - تدني درجة المخاطر النقدية التي تنشأ عن احتمالات انخفاض أسعار الأوراق المالية المتداولة فيه. لأن آلية التعامل بهذه السوق تكون لأجال قصيرة لذا تترك التغييرات الحادثة في أسعار الفائدة السوقية أثارا محدودة على الأسعار السوقية لهذه الأوراق مثل شهادات الايداع والقبولات المصرفية، مما يجعل قيمتها الاسمية عند الاستحقاق شبه مؤكدة، وبالتالي لا يتحمل حاملها خسائر كبيرة فيما لو قام بخصمها قبل موعد استحقاقها؛
    - تدني درجة مخاطر الائتمان والتي ترتبط باحتمالات عجز المدين عن الوفاء بدينه عند استحقاقه. وذلك نظرا لأن الأوراق المالية المتداولة فيه (خصوصا في قطاعه الثانوي)، تكون صادرة عن مؤسسات ذات مراكز ائتمانية قوية كالبنوك التجارية، أو البنك المركزي، أو المؤسسات الحكومية لذا تكون احتمالات عدم الوفاء بالدين منخفضة جدا وقد تكون شبه معدومة؛<sup>4</sup>
  - ان النظام التنافسي السائد في الأسواق النقدية وقصر فترات سداد الأدوات المتداولة يحققان لهذه الأسواق خصائص هامة، أهمها تجاوز أو تخفيف الكثير من المخاطر المتعلقة بتدهور الأسعار، وتخفيض تكاليف انجاز المعاملات لأغراض البيع أو الشراء؛<sup>5</sup>
  - أغلب أدوات السوق ذات قابلية تسويقية عالية، أي بالإمكان تسيلها بسرعة وبمرونة عالية؛
  - أغلب أدواتها تتمتع بدرجات ضمان عالية، فغالبا ما تستخدم كضمان للقروض؛
  - أدواتها توفر عائد مناسب للمستثمر الذي لا يرغب بتحمل المخاطر.<sup>6</sup>
- 3. أهمية سوق النقد:**
- يمارس السوق النقدي من خلال أدواته دورا اقتصاديا تظهر أهميته في الآتي:

<sup>1</sup> مصطفى يوسف كافي، محمود عزت اللحام، علاء مسلم البكور، المرجع السابق، ص 106

<sup>2</sup> هوشيار معروف، المرجع السابق، ص 69

<sup>3</sup> مصطفى يوسف كافي، محمود عزت اللحام، علاء مسلم البكور، نفس المرجع، ص ص 105 - 106

<sup>4</sup> زياد رمضان، مروان شموط، المرجع السابق، ص ص 45-46

<sup>5</sup> هوشيار معروف، نفس المرجع، ص 70

<sup>6</sup> أرشد فؤاد التميمي، الأسواق المالية: اطار في التنظيم وتقييم الأدوات، المرجع السابق، ص 61

- الجمع بين من لديهم فوائض مالية سائلة متوفرة لمدة قصيرة نسبيا، ومن لديهم عجز مالي مؤقت من أفراد ومؤسسات، وبالتالي توفر لهم تمويل قصير الأجل لتسديد مستحقاتهم الآتية دون الحاجة الى اللجوء الى الديون متوسطة أو طويلة الأجل؛
- توفر هذه السوق فرصا جيدة للادخار والاستثمار لأجل قصيرة نسبيا وبذلك يتخلص المتعاملون الاقتصاديون، من أفراد ومؤسسات، من السيولة الفائضة لمدة قصيرة والاستفادة من الفوائد على تلك السيولة. بعبارة أخرى فان هذه السوق تساعد في القضاء على الاكتناز ولو على الأمد القصير؛<sup>1</sup>
- توفر السوق النقدي فرصة لبعض الأطراف منها منشآت الأعمال ذات السيولة الفائضة المؤقتة من استثمارها بأدوات ذات عائد ومخاطر منخفضة جدا، وذات قابلية تسويقية عالية؛
- تؤمن لعموم المتعاملين في السوق امكانية تحويل الأصول المالية قصيرة الأجل بسرعة الى أرصدة نقدية سائلة، وبذلك تؤمن السيولة وبطريقة مأمونة؛
- تأمين السيولة للجهاز المصرفي، حيث تمكن المصارف من توظيف ودائعها بطريقة مأمونة وذات سيولة مرتفعة؛<sup>2</sup>
- تمثل السوق النقدي الاطار العام لتنفيذ السياسة النقدية للدولة والسيطرة على عرض النقد، ص60 من خلال التأثير على حجم الائتمان عبر أدواتها الكمية والنوعية، وذلك تحقيقا للعديد من الأهداف الاقتصادية؛<sup>3</sup>
- تمكن البنك المركزي من ممارسة دورا فعالا في تغيير أسعار الفائدة قصيرة الأجل، وذلك عن طريق التحكم في احتياطات البنوك التجارية التي تلعب دورا رئيسيا في هذا السوق، كما أن التحكم المباشر في معدلات الفائدة قصيرة الأجل بواسطة البنك المركزي يمكنه من التحكم بصورة غير مباشرة بمعدلات الفائدة طويلة الأجل أيضا؛
- بوجود سوق نقدي فعال تتوفر سيولة مرتفعة للأصول المالية قصيرة الأجل وهذا يؤدي بدوره الى انخفاض تكلفة التمويل قصير الأجل، وبالتالي يزيد من سرعة دوران رؤوس الأموال العاملة للمشروعات الاقتصادية على اختلاف أنشطتها. فتكون المحصلة زيادة في الطاقة الانتاجية لهذه المشروعات مما يخلق انتعاشا اقتصاديا.<sup>4</sup>

## ثانيا: هيكل سوق النقد

### 1. مكونات سوق النقد:

تتكون سوق النقد من سوقين:

#### 1.1. السوق الأولية:

<sup>1</sup> جبار محفوظ، أسواق رؤوس الأموال: الهياكل، الأدوات والاستراتيجيات، الجزء الثاني: الأسواق والأدوات المالية، المرجع السابق، ص561

<sup>2</sup> عزيزة بن سميحة، المرجع السابق، ص43

<sup>3</sup> أرشد فؤاد التميمي، الأسواق المالية: اطار في التنظيم وتقييم الأدوات، المرجع السابق، ص61

<sup>4</sup> زياد رمضان، مروان شموط، المرجع السابق، ص46

هو سوق النقد الأولي، هو سوق أولي لرؤوس الأموال قصيرة الأجل، والذي يتم فيه إصدار أدوات الدين لأول مرة من قبل وحدات العجز التي ترغب في الحصول على أموال لفترات قصيرة، والتي يقوم بشرائها المستثمرون الماليون أو وحدات الفائض.<sup>1</sup>

وهي السوق التي يتم فيها الحصول على الأموال المراد توظيفها لأجل قصيرة، وبأسعار فائدة تتحدد حسب مصدر هذه الأموال ومكانة المقترض وسمعته المالية.<sup>2</sup> ومنه فان السوق الأولية هي محل إصدارات جديدة وتمثل البيع الأول لأدوات الدين.<sup>3</sup>

### 2.1.2.1 السوق الثانوية:

سوق النقد الثانوي هو السوق الذي يتم فيه تداول بيع وشراء الأوراق المالية قصيرة الأجل بعد إصدارها، وبأسعار تتحدد حسب قانون العرض والطلب.<sup>4</sup>

فاذا كان السوق الأولية محل إصدارات جديدة تمثل البيع الأول لأدوات الدين، فان السوق الثانوية هي محل تداولها بين مشتريها الأول والمشتريين الآخرين.<sup>5</sup> على الرغم من أن غالبية المستثمرين في العادة يفضلون الاحتفاظ بهذه الأوراق المالية حتى يحين موعد استحقاقها، وذلك نظرا لقصير فترتها الزمنية.<sup>6</sup>

وتتكون سوق النقد الثانوية من سوقين هما: سوق الخصم وسوق القروض قصيرة الأجل، كالتالي:

#### 1.2.1.1 سوق الخصم the discount market

هو السوق الذي يتم فيه خصم أدوات الائتمان قصيرة الأجل، ومن أهمها: الأوراق التجارية (الكمبيالات والسندات الأذنية)، القبولات المصرفية، أذونات الخزانة. وهذه الأدوات وغيرها سيتم تناولها بالتفصيل لاحقا.<sup>7</sup>

والمقصود بعملية الخصم هنا أن يقوم حامل الورقة ببيعها لأحد البنوك التجارية، والحصول على قيمتها النقدية فورا. ويقوم البنك التجاري مقابل موافقته على شراء الورقة قبل موعد استحقاقها، بخصم جزء من قيمتها النقدية أجرا له.<sup>8</sup> وبعد أن يحصل البنك على الورقة يمكنه هو الآخر صرفها قبل تاريخ الاستحقاق أيضا (بسبب نقص في السيولة لديه أو لأي غرض آخر)، وذلك لدى البنك المركزي وهذا ما يعرف بـ "إعادة الخصم" Réescompte.<sup>9</sup> حيث يتقاضى البنك المركزي سعرا من البنوك التجارية نظير إعادة الخصم للكمبيالات والأوراق المالية المختلفة.

ويضم سوق الخصم بيوت الخصم، وبيوت القبول، والبنوك التجارية والبنك المركزي.<sup>10</sup>

#### 2.2.1 سوق القروض قصيرة الأجل short term loan market

هي السوق الفرعية الثانية لسوق النقد، بواسطتها يلتقي العارضون والطالبون لرؤوس الأموال لفترات قصيرة نسبيا قد تصل إلى يوم واحد، كما قد تصل المدة إلى 6 أشهر أو سنة على الأكثر. يتمثل العارضون لتلك الفوائض من

<sup>1</sup> محمد سعيد السمهوري، المرجع السابق، ص75

<sup>2</sup> السيد متولي عبد القادر، الأسواق المالية والنقدية في عالم متغير، المرجع السابق، ص93

<sup>3</sup> عزيزة بن سمينة، المرجع السابق، ص44

<sup>4</sup> السيد متولي عبد القادر، نفس المرجع، ص93

<sup>5</sup> عزيزة بن سمينة، نفس المرجع، ص44

<sup>6</sup> محمد سعيد السمهوري، نفس المرجع، ص75

<sup>7</sup> السيد متولي عبد القادر، نفس المرجع، ص94

<sup>8</sup> محمد سعيد السمهوري، نفس المرجع، ص79

<sup>9</sup> جبار محفوظ، أسواق رؤوس الأموال: الهياكل، الأدوات والاستراتيجيات، الجزء الثاني: الأسواق والأدوات المالية، المرجع السابق،

ص559

<sup>10</sup> زياد رمضان، مروان شموط، المرجع السابق، ص51

السيوليات في البنوك التجارية والمؤسسات المالية المتخصصة في منح القروض قصيرة الأجل، ويتمثل الطالبون لتلك السيوليات في الأفراد والمؤسسات بغرض تغطية العجز الطارئ والمؤقت أو التمويل قصير الأجل.<sup>1</sup> ويصل الحد الأدنى للإقراض قصير الأجل في بعض أسواق النقد الأوروبية مثل إنجلترا وألمانيا لليلة واحدة، بحيث يتم تجديد القروض يوميا.<sup>2</sup> وهي تشمل الودائع المصرفية والحسابات الجارية المدينة والدائنة على حد سواء، كما نضيف نضيف هنا أسواق العملات الأجنبية وتحديدًا اليورو دولار، وتستخدم في تمويل التجارة الخارجية.<sup>3</sup> ان هيكل سوق النقد يختلف حسب البلد وتطوره وتطور سوق النقد وكذا حسب قدرة وسيطرة الدولة على السوق النقدية من حيث الرقابة والتنظيم، فعلى سبيل المثال في الولايات المتحدة الأمريكية تتكون السوق النقدية من فرعين خصص كل منهما لنوع من العمليات، حيث يتمثل الأول في سوق الخصم، أما الفرع الثاني فهو سوق القروض قصيرة الأجل. أما في فرنسا فهي أيضا تنقسم الى نوعين : الأول عبارة عن "السوق ما بين البنوك"، أما السوق الفرعية الثانية فهي "سوق القيم المدينة المتداولة"، حيث تكون هذه السوق مفتوحة لكافة المتعاملين على عكس الفرع الأول الذي يكون مخصصا للبنوك فقط. وعلى الرغم من اختلاف طريقة تقسيم السوق النقدية في الولايات المتحدة عنها في فرنسا وربما تختلف في بلد ثالث ، إلا أنها تشترك في تحقيق نفس الأهداف.<sup>4</sup>

## 2.تنظيم سوق النقد:

تعتبر السوق النقدية مصدرا أساسيا تلجأ اليه البنوك التجارية بهدف إعادة تجديد سيولتها، وتوظيف فوائدها النقدية عن طريق عرضها في هذه الأسواق، في علاقة مع أي متدخل عموما كان مؤسسة مصرفية وغير مصرفية يسمح لها بالتدخل في السوق النقدية لتوظيف فوائدها المالية. وتجدر الإشارة الى عدم وجود موقع معين للسوق النقدية كما هو الشأن بالنسبة لسوق رأس المال، حيث يتلاقى فيها المقترضون والمقترضون عن طريق الوسطاء الذين يعملون على ربط الصلة عبر مختلف وسائل الاتصال السلوكية واللاسلكية.<sup>5</sup>

## 1.2.المتدخلون على مستوى سوق النقد:

ينشط على مستوى السوق النقدية العديد من المتدخلين هم:

### ■ البنك المركزي:

تصدر البنوك المركزية قمة الأجهزة المصرفية لما لها من القدرة على تحويل الأصول الحقيقية الى أصول نقدية والأصول النقدية الى حقيقية فهي التي تقوم بإصدار النقد. ويتمثل دور البنوك المركزية في السوق المالي والنقدي في ما يلي:

- توجيه السياسة النقدية؛
- مراقبة البنوك التجارية من حيث الاحتياطي المفروض عليها؛
- مراقبة عمليات بيع وشراء العملات الأجنبية؛
- ممارسة سياسة السوق المفتوحة، وبالإشراف على أدوات السوق النقدي من بيع وشراء للسندات وأذونات الخزينة مثلا؛

<sup>1</sup> جبار محفوظ، أسواق رؤوس الأموال: الهياكل، الأدوات والاستراتيجيات، الجزء الثاني: الأسواق والأدوات المالية، المرجع السابق، ص 559-560

<sup>2</sup> عزيزة بن سميحة، المرجع السابق، ص45

<sup>3</sup> زياد رمضان، مروان شموط، المرجع السابق، ص52

<sup>4</sup> عزيزة بن سميحة، نفس المرجع، ص45

<sup>5</sup> عزيزة بن سميحة، نفس المرجع، ص46

- إصدار النقد وعرضه في السوق مع مراقبة وضبط سعر الفائدة بما يحقق الازدهار الاقتصادي. وهكذا يرتبط البنك المركزي بسوق الخصم من خلال ما يطرحه من أدوات الخزينة في السوق النقدي نيابة عن الحكومة.

#### ■ البنوك التجارية:

تقوم البنوك التجارية بوظيفتين أساسيتين في سوق الخصم هما:  
- توفر لبيوت الخصم التمويل من خلال الاقتراض المباشر للأرصدة النقدية اللازمة لشراء الكمبيالات:

- تقوم البنوك بشراء الكمبيالات والاحتفاظ بها حتى تاريخ الاستحقاق.

ويتضح لنا أهمية الوظيفة الأولى في هذا المجال حيث لا تتوفر عادة لبيوت الخصم أرصدة نقدية كافية لمواجهة الطلب على خصم الكمبيالات من المتعاملين التجار والخزانة، ويتم التغلب على ذلك بالاقتراض من البنوك التجارية التي توفر الائتمان اللازم لبيوت الخصم لغرض شراء أو خصم الكمبيالات المطلوبة بسعر فائدة منخفض. وبسبب قصر أجل الائتمان الذي تمنحه البنوك الى بيوت الخصم، والذي عادة ما يكون لمدة أيام معدودة فنجد أن سعر الفائدة يكون محدودا. وفي المقابل نلاحظ أن سعر الفائدة أي سعر الخصم أعلى في حالة حيازة البنوك للكمبيالات، الا أن الوضع القائم في السوق يشير الى أن أغلب معاملات البنوك يكون من خلال إعادة خصم الكمبيالات لبيوت الخصم بعد اقتراب آجال استحقاقها.

وهكذا أخذت البنوك التجارية تلعب دور الوسيط في السوق المالي من خلال شراء وبيع الأوراق المالية مقابل عمولة، كما عملت على شراء وبيع الأوراق المالية لحسابها الخاص. وأصبحت البنوك بذلك تعمل على تنمية الادخارات وتوجيهها نحو الاستثمارات فأخذت تعمل في السوق المالية والنقدية من خلال توظيفها للأموال ومنح القروض وإصدار شهادات الإيداع والقبولات المصرفية وتقديم الخدمات الاستشارية للعملاء وتحصيل الأوراق التجارية إضافة لشراء وبيع العملات الأجنبية.<sup>1</sup>

#### ■ الخزينة العمومية:

تعتبر الخزينة العمومية المقترض الرئيسي في الأسواق النقدية نظرا لما تمثله أدوات الخزينة والسندات الحكومية قصيرة الأجل من أهمية في الأدوات التي يتم التعامل بها في هذه الأسواق.<sup>2</sup>

#### ■ المؤسسات الأخرى والأفراد:

تشارك مؤسسات وشركات أخرى في أعمال السوق النقدي، كشركات التأمين وصناديق التقاعد وصناديق الادخار وغيرها، وذلك عن طريق الاستثمار في أدوات السوق النقدي، حيث توفر لها عوائد مجزية وبدرجات عالية من السيولة. فتستثمر في أدوات الخزينة والسندات القصيرة الأجل التي تدر عليها عائدا، وتتمتع بدرجة عالية من السيولة لتؤمن لها احتياجاتها اللازمة للوفاء بالتزاماتها.

كذلك فإن الأفراد يتعاملون في السوق النقدي بشكل كبير من خلال الودائع التي يحتفظون بها لدى البنوك، ومن خلال أدوات الاستثمار قصيرة الأجل المتداولة فيها. فالسوق النقدي توفر للأفراد عوائد على استثماراتهم وتعمل على تسهيل مدفوعاتهم.<sup>3</sup>

<sup>1</sup> زياد رمضان، مروان شموط، المرجع السابق، ص ص48-49

<sup>2</sup> فليح حسن خلف، الأسواق المالية والنقدية، جدارا للكتاب العالمي، عمان، الأردن، 2006، ص102

<sup>3</sup> شقيري نوري موسى وآخرون، المؤسسات المالية المحلية والدولية، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة، عمان، الأردن، 2009، ص 30

وهكذا يتضح لنا أن أهم العاملين والقائمين على تحقيق أهداف ووظائف السوق النقدي مؤسسات متنوعة وليست أفراداً، فنجد أن هذه المؤسسات التي تعمل داخل السوق النقدي تلتقي بالبايعين والمشتريين في مختلف صور وأشكال القروض قصيرة الأجل، وهي التي تتلقى المدخرات والفوائض وتعرضها للمتعاملين لهدفين: أولاً، تلبية احتياجات الوحدات العاجزة نقدياً، وثانياً، تحقيق الأرباح والعوائد المالية.<sup>1</sup>

لا أن هذه المؤسسات لا تلعب نفس الدور على مستوى هذه السوق، ويتضح ذلك فيما يلي:<sup>2</sup>

#### ■ المؤسسات التي تلعب دور المقرض:

ويتمثل نشاطها الأساسي في استقبال الأموال والبحث عن توظيفها لأجل قصيرة في الغالب، وتتكون أساساً من المؤسسات المالية غير المصرفية، فتتدخل هذه الأخيرة في السوق النقدية لتوظيف فوائضها المالية في استثمارات مختلفة. وعموماً تعرف الأسواق النقدية في معظم دول العالم هذا النوع من المؤسسات ومن أمثالها، شركات التأمين، صناديق التقاعد، شركات الادخار والتوفير... الخ

#### ■ المؤسسات التي تلعب دور المقرض:

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

#### ■ المؤسسات ذات الدور المختلط:

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

#### 2.2. وسطاء سوق النقد:

يتدخل الوسطاء في سوق النقد لربط الصلة بين جماعة المقرضين والمقرضين وهما كالتالي:

#### ■ السماسرة:

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

#### ■ بيوت الخصم:

تأخذ شكل بنوك أو مؤسسات مالية يسمح لها بالقيام بدور الوسيط في السوق النقدية، فتقتصر من بعض المؤسسات من أجل إعادة اقراضها لجهات أخرى سواء بنفس تاريخ الاستحقاق، بحيث يكون الفارق في معدل الفائدة، أو عند تواريخ استحقاق مختلفة، فمثلاً قد يكتب في سندات الخبزينة لمدة سنة، ويوافق على منح قروض لمدة سنة أو سنتين أو أكثر، والفارق في المعدل بين هاتين العمليتين يمثل ما يسمى بهامش

<sup>1</sup> زياد رمضان، مروان شموط، المرجع السابق، ص 50

<sup>2</sup> عزيزة بن سمينة، المرجع السابق، ص 46-47

الريح. بالإضافة الى ذلك فان لبيوت الخصم دور جد هام ، يتمثل في التوسط بين البنوك والبنك المركزي في العديد من التدخلات التي يقوم بها هذا الأخير.<sup>1</sup>

#### ■ بيوت القبول:

هي مؤسسات خاصة بعمليات الاستيراد والتصدير، تقوم بقبول الأوراق التجارية بالتوقيع على هذه الأوراق المسحوبة على عملائها، هذا ما يؤكد تعهدا بدفع قيمة الأوراق عند حلول تاريخ الاستحقاق، الذي هو عادة لأجل قصير، وهذا ما يساعد على زيادة تداول الأوراق التجارية داخل السوق النقدي.<sup>2</sup>

#### ■ بيوت التوفير:

يقصد بها المؤسسات التي تتلقى الأموال قصيرة الأجل، من أجل توظيفها في استثمارات طويلة الأجل. فمهمتها تتمثل في تجميع ما يوفره الأفراد من نقود وتوظيفه في استثمارات هامة، على الرغم من ضآلتها، في شراء أسهم وسندات المشروعات. وتتمكن من ذلك بسبب وفرة المبالغ التي تجمعها، كما أنها ودائع شخصية لا يسمح بسحبها من غير صاحبها.<sup>3</sup>

### ثالثا: الأدوات المالية المتداولة في السوق النقدي

ان الأدوات المالية التي يتم تداولها في الأسواق النقدية هي أدوات الدين قصيرة الأجل (تلك التي لا تتجاوز فترة استحقاقها عام واحد) والتي تقوم بإصدارها وحدات العجز، سواء كانت هذه الوحدات من القطاع الحكومي أو من قطاع الأعمال الخاص. وتتميز هذه الأوراق بما يلي:

- ارتفاع درجة سيولتها؛

- انخفاض درجة التقلبات في أسعارها؛

- وانخفاض معدلات العائد من ورائها مقارنة بالأوراق المالية التي يتم تبادلها في سوق رأس المال.<sup>4</sup>

وتعود امكانية تسهيل الأوراق المالية في سوق النقد، بسهولة وبدون خسارة، نظرا لقصير أجل الاستحقاق وامكانية إعادة خصمها حيث يمكن لحاملها التصرف فيها قبل تاريخ الاستحقاق بعرضها في سوق النقد والحصول على سعر أقل من القيمة الاسمية، لكنها تكون عادة أعلى من السعر الذي دفعه عند حصوله عليها، حيث تزداد القيمة الاسمية كلما اقترب أجل الاستحقاق.<sup>5</sup>

وسوف نعرض فيما يلي أهم أنواع أدوات الدين قصيرة الأجل التي يتم تداولها في سوق النقد:

#### 1.أذونات الخزينة Treasury Bills:

الاذن هو أداة دين تباع بخصم عن القيمة الاسمية وبطريقة المزايدة العلنية، تعطي الحق لحاملها في الحصول على القيمة الاسمية المثبتة بشهادة الاذن عند الاستحقاق.<sup>6</sup> أي أنها تباع بسعر يقل عن قيمتها النقدية الاسمية. وبالتالي فان العائد على أذونات الخزانة يتمثل، بالنسبة للمستثمرين، في الفرق بين السعر الذي تباع فيه الورقة، وبين القيمة النقدية الاسمية لهذه الورقة التي يحصل عليها المستثمر كاملة حين يأتي موعد استحقاقها.

<sup>1</sup> عزيزة بن سمينة، المرجع السابق، ص48

<sup>2</sup> عادل أحمد حشيش، أساسيات الاقتصاد النقدي والمصرفي، دارالجامعة الجديدة، القاهرة، مصر، 2004، ص153

<sup>3</sup> سوزي عدلي ناشد، المرجع السابق، ص198

<sup>4</sup> محمد سعيد السمهوري، المرجع السابق، ص69

<sup>5</sup> زياد رمضان، مروان شموط، المرجع السابق، ص52

<sup>6</sup> أرشد فؤاد التميمي، الأسواق المالية: اطار في التنظيم وتقييم الأدوات، المرجع السابق، ص62

أذونات الخزنة هي أدوات دين غالبا ما تصدرها الحكومة، ويقوم البنك المركزي بتسويقها الى المستثمرين (أفراد وشركات)، بهدف تمويل العجز في ميزانيتها الجارية (زيادة النفقات الجارية عن الإيرادات الجارية) أو لسد حاجتها المؤقتة والطارئة من السيولة النقدية فهي تشكل جزء من الدين العام للدولة.. وتصدر هذه الأوراق في فئات مختلفة من ناحية القيمة النقدية الاسمية، وتتراوح الفترة الزمنية لاستحقاقها بين ثلاثة أشهر وسنة .

وتكمن جاذبية أذونات الخزنة بالنسبة للمستثمرين الماليين في عنصر الأمان الذي يتوفر فيها بسبب قوة الجهة التي تقوم بإصدارها، وهي الحكومة، والتي تقدم الضمان الكافي لسداد قيمة الأذن عند موعد الاستحقاق، وبالتالي تحمي المستثمرين من مخاطر الإفلاس التي تقترن عادة بأدوات الدين القصيرة الأجل التي تصدر عن جهات غير حكومية. فالحكومة تستطيع دائما الوفاء بالتزاماتها نحو الدائنين وذلك من خلال ممارسة حقها السيادي في زيادة الضرائب، أو في القيام بطبع نقود جديدة، وهي مصادر إيرادات لا تتوفر بطبيعة الحال للقطاع الخاص. كذلك تتميز هذه النوعية من الأوراق المالية بارتفاع درجة سيولتها (أي إمكانية تحويلها إلى نقود سائلة بسرعة وبدون خسارة أو تكاليف كبيرة) وذلك بسبب قصر فترة استحقاقها، وإمكانية بيعها في السوق الثانوي بسهولة.<sup>1</sup>

وعادة ما يكون المستثمرون في أذونات الخزنة مؤسسات استثمارية (وليسوا أفرادا) مثل البنوك وشركات التأمين.<sup>2</sup> تتمتع أذونات الخزنة بأسواق ثانوية نشطة لا سيما في الدول ذات الاقتصادات المتقدمة، كما هو الحال في أسواق النقد الأمريكية، أما في الوطن العربي فلا توجد أسواق ثانوية نشطة لهذه الأدوات أي أن الجمهور لا يتعامل بها، لذلك فإنها محصورة التداول بين المؤسسات المالية والمصرفية بشكل عام، والبنوك التجارية بشكل خاص كجزء من احتياطاتها الثانوية.

وتتمتع أذونات الخزنة بأهمية اقتصادية ومالية في آن واحد، وتتمثل في:

- تمويل العجز في الميزانية، وهي عبارة عن عملية اقراض من الجمهور للحكومة لتمويل أنشطتها؛
  - تستخدم كأداة في التأثير على عرض النقد، وبالتالي فهي تشكل وسيلة من وسائل السيطرة على التضخم النقدي؛
  - تشكل قناة استثمارية للأموال الفائضة بشكل مؤقت لبعض الشركات غير المالية.
- وتتميز أذونات الخزنة بالخصائص التالية:
- خالية من المخاطر كون الحكومة قادرة على تسديد قيمتها عند الاستحقاق؛
  - ذات قابلية تسويقية عالية، ويمكن تسيلها قبل الاستحقاق؛
  - تباع بالمزايدة العلنية، وبخصم عن القيمة الاسمية؛
  - تصدر بانتظام وبفئات مختلفة وبمبالغ كبيرة وفقا لاحتياجات الدولة؛
  - الدخل من أذونات الخزنة معفى من الضريبة.<sup>3</sup>

## 2. الأوراق التجارية Commercial Papers:

الورقة التجارية عبارة عن تعهد غير مضمون بأصول مادية وتباع بخصم عن القيمة الاسمية مثل أذونات الخزنة، وتقوم بإصدارها الشركات العاملة في القطاع الخاص والتي تتمتع بسمعة تجارية طيبة وذات المراكز الائتمانية والمالية القوية، وتعطي الحق للمستثمر في الحصول على القيمة الاسمية عند الاستحقاق.

<sup>1</sup> محمد سعيد السمهوري، المرجع السابق، ص ص 75-76

<sup>2</sup> زياد رمضان، مروان شموط، المرجع السابق، ص 55

<sup>3</sup> أرشد فؤاد التميمي، الأسواق المالية: اطار في التنظيم وتقييم الأدوات، المرجع السابق، ص ص 62-63

يتضح من التعريف أن الضمان للورقة التجارية يستدل عليه بالدرجة الائتمانية للجهة المصدرة، وفي بعض الحالات يتم تعزيز ضمانه الورقة التجارية من خلال تقديم بعض البنوك، وبطلب من الجهة المصدرة، الى تخصيص خطوط ائتمان Credit line لا تستخدم الا في حالة عدم قدرة الجهة المصدرة على تسديد قيمة الورقة التجارية عند الاستحقاق. وهذا ما يقوي المركز المالي لتلك الأوراق.<sup>1</sup>

ومن أهم مميزات هذه الأداة أنه من غير الضروري أن تكون مضمونة بأي أصل من أصول المنشأة المقترضة، فالضامن الأساسي هو سمعة المنشأة ومكانتها، والتي بفضلها قبلت البنوك التجارية الالتزام بسداد قيمة تلك الأوراق في تاريخ الاستحقاق.<sup>2</sup>

ويمكن في كثير من الحالات لحامل الورقة التجارية، أي الجهة المستفيدة منها، إذا ما رغب في الحصول على قيمتها نقدا قبل موعد استحقاقها، القيام بخصم هذه الورقة لدى أحد البنوك التجارية. ومما يزيد من جاذبية الأوراق التجارية، ومن درجة سيولتها النقدية، أن البنوك التجارية تستطيع إعادة خصم هذه الأوراق التي سبق أن خصمتها هي نفسها، لدى البنك المركزي لقاء فائدة يحصل عليها البنك الأخير، هذه الفائدة تسمى سعر إعادة الخصم.

ان الغرض الأساسي لإصدار هذه الأوراق من قبل الشركات غير المالية هو تمويل بعض العمليات قصيرة الأجل كتمويل الاحتياجات الموسمية، أو تمويل رأس مال التشغيل. وتتراوح فترات الاستحقاق الزمنية للأوراق التجارية في العادة ما بين 20 يوم إلى 45 يوم.<sup>3</sup> والفئة الأكبر من المستثمرين في هذه الأوراق يتخذون شكل المستثمر المؤسسي لتوظيف الفائض النقدي من الأموال، وتشكل صناديق التقاعد والصناديق المشتركة وبعض المستثمرين الأفراد النسبة الأعلى لمبيعات هذه الأوراق في سوق النقد.<sup>4</sup>

وتعتبر الكمبيالة والسند الاذني من أكثر الأوراق التجارية شيوعا في الاستخدام بين شركات القطاع الخاص بهدف تسهيل المعاملات التجارية بين بعضها البعض من ناحية، وبينها وبين قطاع المستهلكين من ناحية أخرى. كما تعتبر الكمبيالة والسند الاذني من أدوات المديونية قصيرة الأجل، والفرق بينهما أن الأول، أي الكمبيالة، هي أمر بالدفع يصدره الدائن إلى المدين، بينما السند الاذني هو تعهد بالدفع يكتبه المدين على نفسه. وفي الحالتين فان المدين يلتزم بدفع مبلغ الدين، إما لصالح الطرف الدائن أو لصالح طرف ثالث يحدده الدائن بنفسه، على أن يتم الدفع (أي سداد الدين) في المستقبل، في تاريخ متفق عليه.

وأخيرا وبسبب احتمال إفلاس الجهات المدينة التي قامت بإصدار الأوراق التجارية. سواء كانت كمبيالات أو سندات أذنية، فان البنوك التجارية التي تقوم بخصم هذه الأوراق التجارية، ترغب في الحصول من ورائها على معدل عائد أعلى مقارنة بالعائد الذي يمكن أن تحصل عليه من وراء الاستثمار في أذونات الخزنة الحكومية.<sup>5</sup>

### 3. شهادات الایداع Certificates of Deposit:

شهادة الایداع ويرمز لها بـ CDs هي عبارة عن إيصال بالمبلغ المودع لدى الجهة المصدرة، تعطي لحاملها الحق في الحصول على الفائدة وأصل المبلغ عند الاستحقاق. ويتضح من مفهوم شهادة الایداع أنها وديعة، لذلك هذه الصفة تجعل من جهة إصدارها تتمثل في البنوك التجارية، الا أنه لا يمنع من إصدارها من قبل مؤسسات مالية غير إيداعية

<sup>1</sup> أرشد فؤاد التميمي، الأسواق المالية: اطار في التنظيم وتقييم الأدوات، المرجع السابق، ص 65

<sup>2</sup> زياد رمضان، مروان شموط، المرجع السابق، ص 55

<sup>3</sup> محمد سعيد السمهوري، المرجع السابق، ص 78-79

<sup>4</sup> أرشد فؤاد التميمي، نفس المرجع، ص 66

<sup>5</sup> محمد سعيد السمهوري، نفس المرجع، ص 78-79

في الآونة الأخيرة نتيجة تحرير هذه المؤسسات من القيود. كما يلاحظ من مفهوم الشهادة أنها تصدر على أساس معدل الفائدة، أي أنها لا تباع بخصم عن القيمة الاسمية.<sup>1</sup>

تعتبر هذه الشهادات من أهم أدوات الاستثمار في سوق النقد، ولا يعطي لحاملها الحق في استرداد قيمتها من البنك المصدر إلا في تاريخ الاستحقاق، أما قبل ذلك التاريخ فإنه لا سبيل أمام حاملها سوى عرضها للبيع في السوق الثانوي الذي يتضمن البنوك التجارية والمستثمرين والوسطاء الذين يتعاملون بمثل تلك الشهادات.

وتصدر هذه الشهادات بطريقتين:

- الاصدار الاعلاني: وفيه يعلن البنك للجماهير عن طرح شهادات للبيع وهنا تسمى بمصطلح Tranch؛
- الاصدار للعملاء: وفيها يتفق البنك مع مجموعة من العملاء المودعين بإصدار تلك الشهادات لصالحهم، وهنا تسمى بمصطلح Tap.

تصدر شهادات الايداع بفئات مختلفة أي بقيم اسمية مختلفة وبمدد مختلفة حسب مدة الوديعة، ولكنها دائماً أقل من سنة، ويثبت عليها عادة سعر الفائدة وطريقة احتسابها وسدادها،<sup>2</sup> لا سيما تلك التي تصدر بالدولار الأمريكي، وفئاتها لا تقل عن 10 آلاف دولار ومضاعفاتها، وفي بعض الدول لا تقل عن 100 ألف دولار أمريكي خاصة تلك الغير قابلة للبيع، والتي اصدرت حسب طلب الزبون المستثمر.

تكمن أهمية شهادات الايداع في كونها وسيلة لتعبئة الادخارات وزيادة الوعي المصرفي، وأصبحت اليوم أداة من أدوات المنافسة بين المؤسسات العاملة في سوق النقد للحصول على الأموال، خاصة تلك الشهادات القابلة للتداول في السوق الثانوية. بالإضافة الى توفير أداة ذات عائد مستقر بالنسبة للمستثمر يتمثل بالفائدة. ويتحدد معدل الفائدة على شهادات الايداع بناء على ثلاثة عوامل:

- الدرجة الائتمانية للجهة المصدرة، معدل الفائدة على الشهادة الصادرة من بنك أجنبي أعلى من فائدة الشهادة الصادرة من بنك محلي؛
  - مدة استحقاق الشهادة؛
  - العرض والطلب على القروض المصرفية، فاذا كانت الشهادات جزء من ادارة مطلوبات البنك فان الطلب على الشهادة يشق من حجم الطلب على القروض من جانب وكلفة التمويل للمصادر البديلة، اذ تنخفض معدلات الفائدة اذا كان الطلب ضعيف والعكس صحيح.<sup>3</sup>
- وتوفر شهادات الايداع للمستثمر بها (صاحب الوديعة) عدة مميزات منها:
- فرصة الحصول على السيولة قبل موعد الاستحقاق وبذلك يتنازل عن جزء من العائد عند بيعها.

ص54

- تعتبر أداة قابلة للتداول في السوق النقدي؛
- تحقق عائدا للمستثمر (الفائدة) أعلى من فائدة حسابات التوفير.
- غالبا ما تكون هذه الشهادات مضمونة من البنك المركزي،
- تجنب المستثمر مخاطر تقلب أسعار صرف العملات الأجنبية.

<sup>1</sup> أرشد فؤاد التميمي، الأسواق المالية: اطار في التنظيم وتقييم الأدوات، المرجع السابق، ص69

<sup>2</sup> زياد رمضان، مروان شموط، المرجع السابق، ص ص 53- 54

<sup>3</sup> أرشد فؤاد التميمي، نفس المرجع، ص ص69-70

ومن الجدير بالذكر أن التعامل بشهادات الايداع يتم في السوق الثانوي للأوراق المالية، وذلك على نفس الأسس المتبعة في التعامل بالسندات، إذ أن شهادات الايداع مثلها مثل السند تباع على أساس المردود أو الربح وليس على أساس الخصم كما هو الحال لمعظم أدوات سوق النقد.<sup>1</sup>

#### 4.القبولات المصرفية Bankers Acceptances:

تمثل القبولات المصرفية التزاما على البنك الذي قام بإصدارها، يلتزم فيه بدفع مبلغ معين من النقود لصالح طرف ثالث في فترة زمنية ما في المستقبل. وتنشأ الحاجة إلى هذا النوع من الأوراق المالية قصيرة الأجل خاصة في حقل التجارة الخارجية، حينما يكون طرفي التعامل - المصدر والمستورد- لا يعرفون بعضهم البعض. هنا يلجأ المستورد إلى أحد البنوك العاملة في بلده ومعه تعهد بأن يدفع مبلغ من النقود ثمنا للبضائع التي يريد استيرادها من بلد آخر، ويطلب من البنك أن يقوم بضمان هذا التعهد. فان قبل البنك بذلك يقوم بوضع ختمه على هذا التعهد بكلمة "مقبول" ( من هنا جاء اسم القبولات المصرفية)، ثم يقوم البنك بإرسالها إلى البنك الأجنبي الذي يتعامل معه المصدر في بلده. وعندما يقوم هذا البنك الأخير بإشعار المصدر بأنه قد استلم هذا التعهد (أو القبول المصرفي)، يبدأ المصدر في شحن البضاعة إلى المستورد.<sup>2</sup>

ومنه فان القبولات المصرفية عبارة عن أداة دين صادرة عن البنوك تتضمن تعهدات البنك بدفع قيمة الدين عند الاستحقاق في حالة عدم تسديدها. ويظهر القبول المصرفي هنا بمثابة ضمانة للدين لصالح المستفيد، بخصوص دفع قيمة الأصل الذي أنشأ من أجله القبول المصرفي، لا سيما في مجال التجارة الخارجية.

اذ تقدم البنوك خدمات القبول المصرفي مقابل عمولة، لتشجيع التجارة وتغطية عمليات الاستيراد والتصدير. لذلك يتم اصدار هذه القبولات لتغطي الوقت المطلوب لتهيئة البضاعة وشحنها. وعليه تصدر هذه القبولات بفئات مختلفة.<sup>3</sup> أي بقيمة اسمية تساوي ثمن البضاعة، وبأجل يساوي المهلة الزمنية للسداد المتفق عليها بين المورد والمستورد.<sup>4</sup>

وبالطبع يمكن للمصدر أن يحتفظ بهذا القبول المصرفي حتى يحين موعد استحقاق دفعه (الفترة هنا تتراوح بين 30 إلى 270 يوما)، أو القيام بخصمه في سوق النقد، أي بيعه قبل موعد استحقاقه بأقل من قيمته الإجمالية، حيث يقوم بتقديم القبول لأحد البنوك المعتمدة وبموجب معدل خصم. ولكون أن أغلب القبولات تخصم لدى البنك، نجد أن أسواقها الثانوية ضعيفة جدا وأقل تطورا.

أما المستورد فانه يقوم في نهاية الفترة، وبعد استلامه للبضائع المستوردة، بدفع قيمة التعهد المالي إلى البنك التجاري في بلده، مضافا إليه مبلغ معين من المال (عمولة) مقابل الخدمة التي قام البنك بتقديمها له.<sup>5</sup>

#### 5.قروض السماسرة تحت الطلب Brokers call:

هي عبارة عن تلك المبالغ التي تقرضها البنوك لسماسرة الأوراق المالية لتمويل مشتريات الزبائن من الأسهم والسندات وبطريقة الهامش.

<sup>1</sup> زياد رمضان، مروان شموط، المرجع السابق، ص54

<sup>2</sup> محمد سعيد السهموري، المرجع السابق، ص80

<sup>3</sup> أرشد فؤاد التميمي، الأسواق المالية: اطار في التنظيم وتقييم الأدوات، المرجع السابق، ص78

<sup>4</sup> زياد رمضان، مروان شموط، نفس المرجع، ص56

<sup>5</sup> تم الاعتماد على:

- محمد سعيد السهموري، المرجع السابق، ص80

- أرشد فؤاد التميمي، نفس المرجع، ص78

يتضح من التعريف أن شركات السمسرة في بورصة الأوراق المالية تقوم بعملية استخدام الرفع المالي لتنفيذ عمليات التداول بالهامش Margin trading لصالح المتعاملين في البورصة. إذ يقوم السمسار باقتراض ذلك الجزء من قيمة الصفقة المراد تمويلها من قبله، من أحد البنوك. وتكون الأموال المقرضة تحت الطلب، لذلك تسمى بالقروض تحت الطلب Loan call . حيث يتفق السمسار مع البنك المعني بإعادة القرض مباشرة عند طلبه من قبل المقرض. يمثل معدل الفائدة على هذه القروض ذلك المعدل الذي يدفعه السمسار إلى البنك مقابل عمليات الاقتراض بالهامش Margin Loan . وعادة يتحدد هذا المعدل بنسبة أعلى من ذلك المعدل على أذونات الخزينة وبمقدار 1% . ويقوم السمسار بإضافة علاوة على المعدل تحت الطلب، تتحدد بناء على التفاوض بين الزبون والسمسار، وفي كثير من الأحوال حجم الصفقة ونوعها يمكن أن تؤثر على قيمة العلاوة، هذا بجانب طبيعة الأوراق المالية التي على أساسها تم الاقتراض من البنك.<sup>1</sup>

#### 6. الأموال الفيدرالية Federal Fund:

وهي تمثل الودائع التي تحتفظ بها البنوك التجارية لدى البنوك المركزية لمقابلة المتطلبات الخاصة بالاحتياطي القانوني. وتسمح البنوك المركزية للمؤسسات المصرفية بإقتراض هذه الأموال فيما بينها. فالمؤسسات التي تشهد عجز في متطلباتها الاحتياطية تحاول أن تقترض قيمة هذا العجز من المؤسسات ذات الفائض بالاحتياطي. وعادة أجل القرض لا يتجاوز اليوم الواحد Over Night O/N ولكن هذا لا يمنع من وجود قروض أسبوعية وشهرية. ويكون الاقتراض بمعدل يتحدد من قبل البنك الفيدرالي وبموجب سعر فائدة الاقتراض بين البنوك الأمريكية. كما قامت جمعية البنوك البريطانية بتكوين مؤشر مرجعي لسعر الاقتراض بين البنوك البريطانية يسمى اللابور LIBOR ، ويعتمد المؤشر على أسعار ثمانية بنوك يتم اختيارها اعتمادا على السمعة وحجم نشاطها في سوق لندن المالي. ويستخدم بشكل واسع كمعدل مرجعي للأدوات المالية المختلفة مثل معدل أسعار الفائدة للعقود المستقبلية قصيرة الأجل وللرهن العقاري وللسوق العملات وغيرها. ويتم حساب المؤشر بعمولات مختلفة منها الدولار الأمريكي والجنيه الاسترليني والفرنك السويسري والدولار الكندي والدولار الاسترالي.<sup>2</sup>

#### 7. اتفاقية إعادة الشراء Repurchase Agreement :

هي عبارة عن عقد بيع أوراق مالية، يتعهد البائع بإعادة شرائها في تاريخ محدد وسعر محدد يذكر في عقد الاتفاقية مسبقا.

التسمية الشائعة لهذه الاتفاقية في سوق النقد هي الريبو Repo وهي بمثابة قروض مضمونة، عنصر الضمان يتمثل في الورقة المالية موضوع العقد، وهي إما أذونات الخزينة أو سندات حكومية، أو أوراق مالية مدعومة برهونات عقارية، أو أوراق مالية مدعومة بموجودات. سعر البيع يمثل قيمة القرض، كما أن سعر إعادة الشراء يمثل ضمنا قيمة القرض وفوائده. ولذلك الفرق بين سعر إعادة الشراء وسعر البيع يسمى بالهامش كونه منخفض جدا قياسا بكلفة الاقتراض المصرفي، كما أن الاتفاقية تعد من الأدوات الجذابة من وجهة نظر الزبون لتوفر عنصر الضمان العالي والأجل القصير.

هناك نوعين من اتفاقية الريبو، النوع الأول يسمى بالريبو ليوم واحد Overnight Repo، والثاني يسمى بالريبو ذو الأجل Term Repo كون استحقاق الاتفاقية يكون لأكثر من يوم واحد.

<sup>1</sup> أرشد فؤاد التميمي، الأسواق المالية: اطار في التنظيم وتقييم الأدوات، المرجع السابق، ص ص 80-81

<sup>2</sup> أرشد فؤاد التميمي، نفس المرجع، ص 79

بتخذ أطراف الاتفاقية تسميات عديدة، فالوسيط البائع للضمان يسمى Reversing out أو يسمى Selling collateral، أما الزبون المشتري يطلق عليه Reversing in أو To do Repo.<sup>1</sup>

### 8. سوق اليورو دولار Eurodollars Markets :

يحتل الدولار الأمريكي مركزا قويا بين العملات الأجنبية لأسباب عدة أهمها:

- الثبات النسبي لقيمته النقدية والذي يجعل البنوك المركزية في العالم حريصة على الاحتفاظ به كأصل احتياطي لتسوية ديونها الدولية؛
  - المركز القيادي الذي يحتله الاقتصاد الأمريكي في التجارة الخارجية قد جعل الدولار وسيلة هامة من وسائل التمويل المستخدمة في البنوك التجارية؛
  - اضافة لاعتباره من قبل الأفراد المدخرين كملاذ آمن لاستثمار مدخراتهم.
- ازاء ما تقدم أصبح الدولار عملة أساسية في تنفيذ معظم الصفقات المالية التي تبرم في أسواق النقد العالمية، فأصبحنا نسمع مصطلحات متعددة تتردد في الأسواق مثل: سوق اليورو دولار وسوق البترو دولار Petrodollars بالإضافة الى أداة هامة من أدوات الاستثمار في سوق رأس المال وهي المستندات الدولارية Bondollars . وقد اكتسب سوق اليورو دولار تسميته الأصلية عندما أخذت بعض البنوك الأوروبية تفتح لعملائها حسابات ودائع لأجل بالدولار، وتلتزم بدفعها لهم بحلول أجلها بالدولار أيضا، وذلك بخلاف العرف السائد لدى البنوك التجارية والقاضي بدفع الودائع بالعملات المحلية، وقامت تلك البنوك باستخدام ما لديها من ودائع بالدولار في عمليات اقراض بالدولار وأيضا بفوائد أعلى من تلك التي تدفعها على الودائع، من هذا استمد سوق اليورو دولار تسميته.<sup>2</sup>
- كما ازدادت ودائع الشركات الأمريكية بالدولار في بنوك غير أمريكية نتيجة زيادة المعاملات التجارية العالمية التي تقوم بها الشركات الأمريكية بالدولار خارج الولايات المتحدة وخاصة في أوروبا، وأطلق على هذا النوع من الودائع شهادات الايداع باليورودولار، كما كان للقيود على الحد الأعلى لأسعار الفوائد في أمريكا أثر في زيادة الودائع بالدولار الأمريكي خارج الولايات المتحدة الأمريكية طمعا في الحصول على فوائد أعلى.<sup>3</sup>
- لكن مصطلح اليورو دولار أصبح لا يطلق حاليا للدلالة فقط على أنشطة سوق اليورو دولار خصوصا بعد أن عممت البنوك الأوروبية تجربتها في معظم أنحاء العالم، كما أن الأمر لم يعد مقتصرا لديها على قبول الودائع بالدولار فقط بل بعملات أخرى من العملات الأجنبية الرئيسية كالبيورو والين الياباني، ولذا يقترح البعض استبدال هذه التسمية بتسمية أعم وأشمل هي سوق عملات اليورو Euro Currencies.<sup>4</sup>
- كما ساعد على تطوير عمليات سوق اليورو دولار العديد من العوامل من بينها:<sup>5</sup>
- الاتجاه المتزايد من قبل الدول نحو تخفيف القيود على حركة رؤوس الأموال وتحويل العملات بعضها الى البعض الآخر؛
  - عدم اخضاع الودائع بالعملات الأجنبية الى متطلبات الاحتياطات القانونية التي يتم فرضها على ودائع المصارف التجارية بالعملة المحلية.

<sup>1</sup> أرشد فؤاد التميمي، الأسواق المالية: اطار في التنظيم وتقييم الأدوات، المرجع السابق، ص 74

<sup>2</sup> زياد رمضان، مروان شموط، المرجع السابق، ص ص 57- 58

<sup>3</sup> شقيري نوري موسى وآخرون، المرجع السابق، ص ص 37-38

<sup>4</sup> زياد رمضان، مروان شموط، المرجع السابق، ص 58

<sup>5</sup> فليح حسن خلف، الأسواق المالية والنقدية، المرجع السابق، ص 297

كما أن بعض الشركات الأوروبية وغيرها من الشركات غير الأمريكية التي تحصل على أثمان صادراتها بالدولار، بدلا من قيامها بتحويل حصيلة صادراتها من الدولار الى عملتها المحلية، تقوم باستثمار هذه الدولارات في شهادات ايداع باليورو دولار، لاستخدامها عند الحاجة لتسديد أثمان مستورداتها في المستقبل.<sup>1</sup>

وترجع أهمية سوق اليورو دولار ما يلي:

- تسهيل عمليات التمويل بالعملات الأجنبية وبتكلفة معقولة؛
  - انخفاض الفروقات بين أسعار الفائدة على القروض الدولية في أسواق اليورو دولار.
- وبسبب حرية حركة الأموال في هذا السوق بين الدول، فقد انعكست آثار ذلك على أسعار العملات المحلية المقومة بالعملات الأجنبية، فأصبحت أسعار الصرف لهذه العملات تتقلب حسب زيادة أو انخفاض عرض العملات الأجنبية في سوق اليورو دولار.<sup>2</sup>

<sup>1</sup> شقيري نوري موسى وآخرون، المرجع السابق، ص 38

<sup>2</sup> زياد رمضان، مروان شموط، المرجع السابق، ص 58

## المحور السابع: سوق رأس المال

### أولاً: ماهية سوق رأس المال

شهدت السنوات الأخيرة اهتماماً متزايداً بأسواق رؤوس الأموال في الدول النامية والدول المتقدمة على حد سواء، نظراً للدور الهام الذي تلعبه في الحياة الاقتصادية، فالجزء الأكبر من موارد الدول تتجه نحو هذه الأسواق باعتبارها الوعاء الذي عن طريقه يتم توجيه هذه الموارد نحو الأنشطة الاقتصادية المختلفة. ومن أجل ذلك سنحاول التعرف أكثر على هذا النوع من الأسواق من خلال ما يلي:

### 1. تعريف سوق رأس المال:

يمكن تعريف سوق رأس المال بما يلي:

- "هي الأسواق التي ينصب التعامل فيها على الأدوات المالية المتوسطة وطويلة الأجل، أي التي تغطي فترة تزيد عن السنة الواحدة، وتتعامل هذه الأسواق بشكل رئيسي بالأسهم والسندات بالإضافة إلى المنتجات المبتكرة."<sup>1</sup>
- "هي أسواق متخصصة في الاستثمارات بعيدة المدى والتي تتجاوز فترات سدادها السنة الواحدة، وتتعامل بشكل رئيسي بالأسهم (العادية والممتازة) والسندات، سواء كانت هذه الأدوات تعود إلى شركات خاصة أو مؤسسات حكومية أو خزينة مركزية أو مصالح اقليمية."<sup>2</sup>
- "تمثل أسواق رأس المال أسواقاً يتم بها تداول أدوات تمويل ذات استحقاقات طويلة الأمد أي التي تتجاوز مدتها العام، وأهم هذه الأدوات السندات، الأسهم والأوراق المالية الأخرى، سواء كانت هذه الأدوات تعود إلى شركات خاصة أو مؤسسات حكومية أو خزينة مركزية."<sup>3</sup>
- "هي سوق يتم فيها التعامل بالأدوات المالية طويلة الأجل كالأسهم والسندات، وتؤدي هذه السوق دوراً كبيراً في تمويل الاحتياجات المالية للمؤسسات والمشاريع الاقتصادية مقابل التخلي عن جزء أو كل ملكيتها بطرح الأسهم، على غرار شركات المساهمة، أو بإصدار سندات دين. ونفس الشيء يمكن أن يقال عن الحكومات في حال رغبتها في الحصول على الأموال اللازمة لتغطية العجز المالي أو لتمويل المشاريع الجديدة."<sup>4</sup>
- "سوق رؤوس الأموال أو سوق رؤوس الأموال طويلة الأجل تميزها لها عن سوق رؤوس الأموال قصيرة الأجل أو السوق النقدية التي سبق وأن تعرضنا لها. على العموم يمكن القول أن سوق رؤوس الأموال هي تلك السوق التي تتم فيها التعامل على مساهمات وقروض طويلة الأجل. إذ تقصدها المؤسسات للتزود بأموال إضافية مقابل التخلي عن جزء أو كل ملكيتها وهي شركات المساهمة وذلك بطرح أسهمها للاكتتاب العام، أو قد تجمع تلك الأموال في صورة دين وذلك بطرح السندات. نفس الشيء يمكن أن يقال عن الحكومة عندما تريد أن تزود بالأموال لتغطية العجز أو لتمويل مشاريع جديدة أو لأي غرض آخر."<sup>5</sup>

وتطرح هذه التعاريف حول سوق رأس المال الملاحظات التالية:

- ان أسواق رأس المال تمثل محور العملية الاستثمارية في الأسواق المالية وذلك حيث تتحول السيولة النقدية إلى أدوات تستثمر لفترات طويلة نسبياً وتحمل عوائد مستقرة ومنتظمة غالباً. وبالتالي فإن الاحتفاظ بها خلال

<sup>1</sup> عبد المنعم السيد علي، نزار سعد الدين العيسى، المرجع السابق، ص 119

<sup>2</sup> هوشيار معروف، المرجع السابق، ص 68

<sup>3</sup> محمد صالح الحناوي، أساسيات الاستثمار في بورصة الأدوات المالية، الدار الجامعية، الاسكندرية، مصر، 1997، ص 7

<sup>4</sup> محفوظ جبار، البورصة وموقعها من أسواق العمليات المالية، الجزء الأول، دارهومة، الجزائر، 2002، ص 72

<sup>5</sup> جبار محفوظ، أسواق رؤوس الأموال: الهياكل، الأدوات والاستراتيجيات، الجزء الثاني: الأسواق والأدوات المالية، المرجع السابق،

فترة عمر مردودها الاقتصادي يكرس خصائص المستثمر العادي (النموذجي) الذي يتناقض تماما مع المضارب الذي يتعامل بالأدوات المالية للاستفادة من الفروقات السريعة لأسعار الشراء والبيع؛<sup>1</sup>

- أن المؤسسات، خاصة الانتاجية منها تتوفر على معدات وتجهيزات معمرة، أي الأصول الثابتة التي يجب تمويلها برؤوس أموال دائمة أو طويلة الأجل. وهنا تكمن أهمية سوق رؤوس الأموال في تزويد الشركات بما تحتاجه من أموال لشراء وسائل الانتاج المختلفة، وتمويل الاستثمارات والتوسع بصفة عامة؛<sup>2</sup>
- يتضح من التعريف بأن السمة الأساسية لهذه الأسواق هي المخاطرة العالية كون أدواتها ذات استحقاق لأكثر من سنة. وعليه فان المستثمر يعطي الأولوية لعملية المبادلة بين العائد والمخاطرة مقارنة بسوق النقد. أي أن المستثمر يطلب عائدا أعلى على الأدوات المالية ذات المخاطرة الأعلى؛<sup>3</sup>
- يختلف سوق رأس المال عن سوق النقد في كونه مصدرا للتمويل طويل الأجل. وعليه بينما يكون لعنصري السيولة والأمان الأولوية من قبل المستثمر في سوق النقد، يكون لعنصر الدخل الأولوية من قبل المستثمر في سوق رأس المال؛

- يجب أن تتوافر أدوات الاستثمار المناسبة لتخصيص الأموال المتاحة فيه للاستخدامات الرأسمالية الأكثر انتاجية وبأقل تكلفة ممكنة. وهذا شرط هام لأنه في هذا السوق تطرح الاصدارات المالية للمشروعات الاقتصادية عند تكوينها، وعليه يتوقف نجاحها الى حد كبير على نجاحها في الحصول على رؤوس الأموال بالتكلفة المناسبة.<sup>4</sup>

## 2. خصائص سوق رأس المال:

سوق رأس المال هي السوق التي تشمل على العناصر ذات الاستحقاق لأكثر من سنة، كما يمكن اجمال خصائص سوق رأس المال في النقاط التالية:

- يرتبط سوق رأس المال بالأوراق المالية طويلة الأجل؛
- له دور فعال في تمويل المشروعات الانتاجية طويلة الأجل؛
- العوائد مرتفعة نسبيا في أسواق رأس المال مقارنة مع الاستثمار في الأسواق الأخرى؛
- سوق رأس المال أكثر تنظيما من الأسواق الأخرى لأن المتعاملين به من الوكلاء المتخصصين؛<sup>5</sup>
- يتطلب سوق رأس المال وجود سوق ثانوي نشط يوفر للأوراق المالية الصادرة فيه درجات كافية من السيولة تتيح لمن يحملها تحويلها الى نقد اذا ما رغب في بيعها قبل حلول موعد آجالها. وهذا الشرط هام أيضا لأنه يزيد من سرعة تداول هذه الأوراق ويوفر لسوق رأس المال سمعة العمق والاتساع؛<sup>6</sup>
- الاستثمار في سوق رأس المال يكون أكثر مخاطرة وأقل سيولة من الاستثمار في السوق النقدية، لأن أدوات الاستثمار فيه طويلة الأجل، مما يجعله معرضا لمخاطر سوقية أو سعرية مختلفة؛
- تعتبر أسواق رأس المال أسواق جملة وتجزئة في نفس الوقت، حيث تعقد فيها صفقات ضخمة وأخرى صغيرة، حسب حاجة المتعاملين وطبيعتهم؛<sup>1</sup>

<sup>1</sup> هوشيار معروف، المرجع السابق، ص 68

<sup>2</sup> جبار محفوظ، أسواق رؤوس الأموال: الهياكل، الأدوات والاستراتيجيات، الجزء الثاني: الأسواق والأدوات المالية، المرجع السابق، ص 562

<sup>3</sup> أرشد فؤاد التميمي، الأسواق المالية: اطار في التنظيم وتقييم الأدوات، المرجع السابق، ص 92

<sup>4</sup> زياد رمضان، مروان شموط، المرجع السابق، ص 82، 84

<sup>5</sup> وليد صافي، أنس البكري، المرجع السابق، ص 32

<sup>6</sup> زياد رمضان، مروان شموط، المرجع السابق، ص 84

- فضلا عما سبق تعد أسواق رأس المال كمقياس لصحة اقتصاد السوق وهي تعكس مستوى الركود أو الانتعاش أو الرخاء في هذا الاقتصاد.<sup>2</sup>

### ثانياً: هيكل سوق رأس المال

تنقسم أسواق رأس المال الى أسواق عاجلة وأسواق آجلة، علماً أن الأسواق العاجلة تنقسم بدورها الى عدة أقسام، وهي السوق الأولية، السوق الثانوية بنوعها المنظمة وغير المنظمة، وهذه الأخيرة تنقسم بدورها الى السوق الثالثة والسوق الرابعة، وسوف يتم التطرق الى كل نوع، وذلك كما يلي:

#### 1.1 الأسواق العاجلة (الحاضرة أو الفورية):

هي أسواق تتعامل في الأوراق المالية طويلة الأجل (الأسهم والسندات)، وهنا تنتقل ملكية الورقة للمشتري فوراً عند اتمام الصفقة، وذلك بعد أن يدفع قيمة الورقة أو جزء منها<sup>3</sup>. كما يقصد بالأسواق الفورية تلك الأسواق التي يتم فيها تداول الأوراق المالية طويلة الأجل (الأسهم والسندات) حيث يتم تسليمها فور اتمام الصفقة<sup>4</sup>.

وتعرف هذه الأسواق بالأسواق الحاضرة أو الفورية نظراً لإمكانية انتقال حقوق الملكية فوراً من بائع الورقة المالية الى مشتريها بعد دفع قيمتها واستلامها من البائع بعد أن تم الاتفاق على شرائها (الأسهم والسندات والأوراق التجارية طويلة الأجل). وتنقسم الأسواق الحاضرة من حيث العلاقة بين المصدرين والمستثمرين<sup>5</sup> الى:

#### 1.1.1 السوق الأولية (سوق الاصدار):

يختص هذا السوق بالتعامل في الاصدارات الجديدة سواء لتمويل مشروعات جديدة أو التوسع في مشروعات قائمة، وذلك من خلال الزيادة في رأسمال هذه المشروعات.<sup>6</sup>

أو هي سوق الاصدار للأوراق المالية، وقد يتعلق الاصدار الجديد بشركات تحت التأسيس والتي تقوم بطرح أسهمها للاكتتاب العام لأول مرة. أو يمثل زيادة في رأس المال للشركات القائمة والعاملة من خلال الاكتتاب العام أو اصدار السندات بغرض زيادة مواردها المالية.<sup>7</sup>

ومنه تنشأ في السوق الأولية علاقة مباشرة بين مصدر الورقة المالية (السهم أو السند) و المكتتب الأول فيها، وبعبارة أخرى، هي السوق التي تنشأ بين المقترض والمقرض نتيجة مبادلة المال السائل (النقد) بمال ورقي (السهم أو السند)، وفي هذه الحالة فان السوق الأولية هي تلك السوق التي تتحول فيها المدخرات الخاصة الى استثمارات. وتترجم هذه العلاقة بخلق حقوق والتزامات مالية جديدة بين المقرضين والمقترضين.

والسوق المالية الأولية في العادة تخلقها شركات الأعمال والمشاريع والأجهزة الحكومية للاستثمار العام بهدف الحصول على رؤوس أموال جديدة لتمويل الاستثمارات الجديدة وتكوين أصول مادية ورأس مال تشغيل، وذلك من خلال وساطة المصارف المتخصصة التي توفر التغطية والمشورة والخدمات الأخرى لمصدري هذه الأوراق، مثل البنوك الاستثمارية.<sup>8</sup> ومنه يعتبر بنك الاستثمار من الشركات الهامة في السوق الأولية، وذلك من حيث<sup>1</sup>:

<sup>1</sup> عزيزة بن سميحة، المرجع السابق، ص 69

<sup>2</sup> هوشيار معروف، المرجع السابق، ص 68

<sup>3</sup> عبد الغفار حنفي، رسمية زكي قرياقص، الأسواق والمؤسسات المالية، الدار الجامعية، مصر، 2004، ص 243

<sup>4</sup> حسين بني هاني، الأسواق المالية: طبيعتها، تنظيمها، أدواتها المشتقة، دار الكندي، عمان، الأردن، 2002، ص 24

<sup>5</sup> منير ابراهيم هندي، ادارة الأسواق والمنشآت المالية، المعارف للطباعة والنشر، الاسكندرية، مصر، 2002، ص 481

<sup>6</sup> عبد الغفار حنفي، رسمية زكي قرياقص، نفس المرجع، ص 281

<sup>7</sup> زياد رمضان، مروان شموط، المرجع السابق، ص 86

<sup>8</sup> مصطفى يوسف كافي، محمود عزت اللحام، علاء مسلم البكور، المرجع السابق، ص ص 53- 54

- يمثل أداة الوصل والوساطة بين جمهور المستثمرين المتوقعين لشراء الورقة المالية من الجهة التي قررت إصدارها.
- يقوم بنك الاستثمار بتمويل شراء الإصدار بهدف إعادة بيعه للجمهور.
- كما يقوم بتسويق الأوراق المالية المصدرة من الشركات في سوق رأس المال الأولي، نظرا لمعرفته الواسعة بالأوضاع داخل السوق.

ويتم بيع الأوراق المالية في السوق الأولي من خلال اتباع الأساليب التالية:

- أسلوب البيع المباشر: يتم من خلال قيام الشركات المصدرة نفسها ببيع الأوراق المالية التي تعود إليها مباشرة إلى المستثمرين الطبيعيين والمعنويين في السوق دون تدخل وسطاء، أي من خلال الاتصال بالمستثمرين مباشرة، وذلك لتوفير الوقت والجهد وعدم الالتزام بالتسجيل في البورصة.<sup>2</sup> وفي الحياة العملية تلجأ الشركات لمثل هذا التعامل إذا كان حجم الإصدار صغيرا، أي أن الإصدار ليس ضخما ولا توجد حاجة للاستعانة ببيوت الخبرة أو الوساطة المالية المتخصصة أو بنك الاستثمار في عمليات تغطية الاكتتاب وتسويق الأسهم والسندات.

وفي ضوء ذلك تقوم الجهات المصدرة في هذه الحالة بجهد تسويقي يعتمد على العلاقات الشخصية في ظاهره ولكن بصفة رسمية من ناحية أخرى للتأثير على الجهات المتوقعة لمساعدتها في الشراء مثل البنوك التجارية أو شركات التأمين أو صناديق الادخار والتقاعد وغيرها من الأطراف المتعاملة في الأسواق المالية.<sup>3</sup> إلا أنه قد يترتب على هذا الأسلوب تكاليف عالية بالإضافة لعدم كفاية الخبرة التسويقية المناسبة.

- أسلوب البيع بالمزاد: ويتم من خلال دعوة المستثمرين المحتملين لتقديم عطاءات تتضمن الكميات المراد بيعها وسعر البيع، حيث يتم قبول العطاءات صاحبة السعر الأعلى ثم الأقل إلى أن يتم بيع كامل الإصدار.
- أسلوب البيع غير المباشر: ويتم من خلال قيام طرف ثالث نيابة عن الشركة المصدرة بعملية الاكتتاب والتسويق والبيع على المستثمرين وذلك من أجل تلافي التكاليف العالية والشروط القاسية وتجنب الوقوع في المشاكل الناجمة عن عدم الخبرة، لكن عليها تحمل ما قد يترتب على ذلك من تكاليف وعمولات إضافية لا بد وأن يتقاضاها هذا الوسيط، والذي قد يكون بنكا استثماريا أو بنكا تجاريا حيث يقوم بالإضافة إلى ذلك بإسداء النصيح والمشورة حول الحجم والتوقيت والجدوى من الإصدار ويتولى اتخاذ كافة الإجراءات التنفيذية اللازمة للإصدار والبيع.<sup>4</sup>

ومنه يتضح مما سبق أن السوق الأولية تقوم بدور رئيسي في تقدم النشاط الاقتصادي، ودعامة قوية من دعاماته، لأنه إحدى الآليات الهامة التي تقوم بتجميع المدخرات المتاحة لاقتصاد أي بلد وتوجيهها مباشرة نحو المشروعات الانتاجية. أي مقابلة الوحدات أو القطاعات ذات الفائض المالي للوحدات ذات العجز في الموارد المالية، وفي الواقع تشكل الأسواق الأولية مصدرا تمويليا أصيلا لضمان استمرار التدفقات النقدية.<sup>5</sup>

#### ■ خصائص وأهمية السوق الأولية:

يمكن حصر خصائص وأهمية السوق الأولية فيما يلي<sup>6</sup>:

<sup>1</sup> زياد رمضان، مروان شموط، المرجع السابق، ص 86

<sup>2</sup> مصطفى يوسف كافي، محمود عزت اللحام، علاء مسلم البكور، المرجع السابق، ص 45

<sup>3</sup> زياد رمضان، مروان شموط، نفس المرجع، ص 87

<sup>4</sup> مصطفى يوسف كافي، محمود عزت اللحام، علاء مسلم البكور، نفس المرجع، ص 54

<sup>5</sup> زياد رمضان، مروان شموط، نفس المرجع، ص 86

<sup>6</sup> عبد الغفار حنفي، رسمية قرياقص، الأسواق والمؤسسات المالية، المرجع السابق، ص 243

- تبرم العقود في السوق الأولية مباشرة بين مصدري الأوراق المالية وبين مستثمري الأوراق المالية من المقرضين أو المساهمين؛
- تحصل الشركات المصدرة للأوراق المالية على احتياجاتها من الأموال ببيع الأوراق المالية التي أصدرتها؛
- يتم التعامل في هذه السوق بالأوراق المالية عند إصدارها لأول مرة، عن طريق الاكتتاب في حالة تأسيس الشركات الجديدة، أو عند الرغبة في زيادة رأسمالها بعد التأسيس.

### 2.1.2. السوق الثانوية (سوق التداول):

هي السوق التي يتم تداول الأوراق المالية فيها شراء وبيعاً عبر السماسرة والوسطاء أو بشكل مباشر، لذلك يطلق عليها سوق التداول.<sup>1</sup> وعليه يقصد بالسوق الثانوية المكان الذي يتم فيه تداول الأوراق المالية بعد إصدارها، أي بعد توزيعها بواسطة بنوك الاستثمار.<sup>2</sup>

ومنه فانه يتم بواسطة هذه السوق الثانوية تداول (بيع وشراء) الأوراق المالية التي سبق وأن تم إصدارها في السوق الأولية بفارق أن الحصيلة النقدية لا تذهب هنا للشركة المصدرة للأوراق المالية، وإنما تتحرك باستمرار بين مستثمر مالي وآخر وبالأتجاهين ودون أن تتأثر الشركة المصدرة للأوراق المالية. أما في السوق الأولى وكما أسلفنا سابقاً في تتحرك من مستثمر مالي (المدخر) الى مستثمر مادي (الشركة المصدرة) وباتجاه واحد فقط، في حين أن الحصيلة النقدية في السوق الثانوي تذهب من وإلى حملة الأوراق المالية وليس للمؤسسات أو الشركات المصدرة للأوراق المالية، مثلما عليه الحال في السوق الأولية. الأمر الذي يضمن توفير عنصر السيولة بشكل دائم بالإضافة لما يترتب على الأسعار السوقية للأوراق المالية المتداولة فيه من افصاح لحظي عن القيمة الاقتصادية للشركات المصدرة.<sup>3</sup> أما عن دوافع المستثمرين للتعامل في السوق الثانوية، فهي تتمثل في ما يلي<sup>4</sup>:

✓ دافع السيولة: يرتبط تعامل المستثمرين الذين تكون دوافعهم السيولة في السوق الثانوية بمركزهم القائم بخصوص ما لديهم من سيولة سواء في حالة الفائض أو العجز. فالمستثمرون الذين لديهم فوائض من السيولة سيقررون شراء المزيد من الأوراق المالية، أما الذين يتعرضون لعجز مالي فسيميلون إلى بيع بعض أو كل ما يملكونه من الأوراق المالية للحصول على احتياجاتهم من السيولة.

✓ دافع المعلومات: أما المستثمرون المدفوعون بدوافع المعلومات فيؤمنون أن ما لديهم من معلومات دقيقة ومستقصية بشكل مدروس حول بعض الأوراق المالية مثل الأسهم والسندات وأن لديهم معلومات أكثر من غيرهم وتقودهم هذه المعلومات إلى الاعتقاد بأن أسعار الأوراق المالية في السوق ليست ملائمة للاحتفاظ بها مثلاً، فيتخذون بناء على ذلك قراراً ببيع جزء منها أو كلها وفق نوعية المعلومات التي حصلوا عليها، وقد يحصلون على معلومات أخرى ذات النوع الجيد للاستثمارات المالية وهذا يعني أن الأسعار الحالية للأوراق المالية في السوق أقل مما تستحق وسوف يقررون على إثرها شراء المزيد منها أملاً في زيادة الأرباح المستقبلية المتوقعة لهم بناء على المعلومات .

### ■ خصائص وأهمية السوق الثانوية:

يمكن حصر خصائص وأهمية السوق الثانوية فيما يلي:<sup>5</sup>

<sup>1</sup> السيد متولي عبد القادر، الأسواق المالية والنقدية في عالم متغير، المرجع السابق، ص 95

<sup>2</sup> منير ابراهيم هندي، الأسواق والمؤسسات المالية، دار الفكر الجامعي، مصر، 2007، ص 14

<sup>3</sup> مصطفى يوسف كافي، محمود عزت اللحام، علاء مسلم البكور، المرجع السابق، ص 55

<sup>4</sup> زياد رمضان، مروان شموط، المرجع السابق، ص ص 89- 90

<sup>5</sup> مصطفى يوسف كافي، محمود عزت اللحام، علاء مسلم البكور، المرجع السابق، ص ص 62- 63

- توفر السيولة للمستثمرين الذين اشتروا الأوراق المالية في السوق الأولي، حيث تمكنهم من التخلص منها في الوقت الذي يريدونه وبالسعر الذي يرغبون فيه؛
- تكون هذه السوق بمثابة مؤشر مهم من خلال أسعار الاغلاق اليومية للمنشآت التي ترغب في زيادة رأسمالها بقصد التوسع في عملياتها مقابل طرح أسهم أو سندات جديدة، وبالتالي اتخاذ قرار مناسب حول ملائمة توقيت التوسع أو عدم ملائمتها؛
- السوق الثانوي متاح لعدد أكبر من المدخرين مقارنة بالسوق الأولي لأن عملية إعادة البيع تسمح لمدخرين آخرين باستثمار أموالهم؛
- يساعد السوق الثانوي على النشر المستمر وطوال العام للأوراق المالية، بينما الاصدارات في السوق الأولي تحدث في فترات قليلة ومختلفة على مدار العام.

وتنقسم الأسواق الثانوية من حيث طبيعة التنظيم إلى:

### 1.1.2.1. السوق الثانوية المنظمة (البورصة):

وتسمى كذلك بالبورصة وهي سوق تنعقد في أماكن مركزية في أوقات دورية (منتظمة) يلتقي فيها المتعاملون لشراء وبيع الأوراق المالية المقيدة في تلك السوق، وفقا لنظم ثابتة ولوائح وقوانين محددة تنظم قواعد التعامل وعقد الصفقات والشروط الواجب توفرها في المتعاملين<sup>1</sup>. ويتم البيع والشراء على الأوراق المالية في هذه الأسواق عن طريق المزادات، ويقوم السماسرة بالتعامل نيابة عن المستثمر مقابل حصولهم على عمولة<sup>2</sup>. ومنه فان هذه الأسواق هي أسواق مزيدة حيث تعرف فيها كافة أوامر البيع والشراء على كافة المشتريين في آن واحد، وتسود السوق حرية المنافسة وصولا لأفضل الأسعار المقبولة من جميع الأطراف والتي يتم بها تنفيذ العمليات. وهذه السوق طالما هي مستمرة فان البائعين والمشتريين ينافسون بعضهم البعض، والتنافس هنا هو التزاحم من قبل المتعاملين لإتمام الصفقات بما يروونه في مصلحتهم، أي تباع الأوراق المالية الى الوسطاء الذين يعرضون أعلى سعر للشراء، وتشتري الأوراق المالية من الوسطاء الذين يقبلون بأدنى سعر للبيع. ويلاحظ أن البورصات أو الأسواق المنظمة تتميز بالعديد من السمات والخصائص، أهمها ما يلي:

- ✓ المكان: ويقصد به الصالة أو الردهة المخصصة للتداول، حيث أن معظم القوانين والتشريعات تعتبر أن أي صفقة تتم خارج المكان المخصص للبورصة رسميا ومن غير اشرافها لاغية وباطلة، حيث أن حصر التداول في صالة البورصة المخصصة لذلك يضمن تأمين سوق منظمة وعادلة في التعاملات المالية لأنها تحت اشراف هيئتها الرسمية الموكلة بذلك؛
- ✓ أوقات العمل محددة وفق شروط وضوابط معروفة لجميع المتعاملين بها؛
- ✓ تجرى في البورصة عمليات التداول للأوراق المالية المقبولة في البورصة وتستجيب لشروطها؛
- ✓ تشترط البورصة لعملية التداول وجود أشخاص محددين للقيام بذلك يطلق عليهم "الوسطاء" يخضعون لشروط وأنظمة البورصة عند قبولهم كأعضاء فيها لتحديد لهم شروط عملهم؛
- ✓ تتخذ عمليات التداول بالأوراق المالية في السوق المنظمة شكلين رئيسيين هما:
  - عمليات فورية وعاجلة: حيث يتم التعامل فيها بالأسهم والسندات، بحيث يتم نقل ملكية الورقة المالية للمشتري فورا عند اتمام الصفقة، بعد أن يدفع قيمة الورقة أو جزء منها؛

<sup>1</sup> عزيزة بن سميعة، المرجع السابق، ص75

<sup>2</sup> السيد متولي عبد القادر، الأسواق المالية والنقدية في عالم متغير، المرجع السابق، ص95

- عمليات مستقبلية وأجلة: حيث تتعامل أيضا بالأسهم والسندات، ولكن من خلال عقود واتفقيات (مثل عقود الخيارات، والعقود المستقبلية futures....) يتم تنفيذها كصفقة لاحقا وبتاريخ لاحق، بمعنى أن يدفع المشتري جزء من قيمة الورقة ويتسلمها في تاريخ لاحق.
- ✓ توفير الحماية اللازمة لحقوق المتعاملين، وتعزيز الثقة بالبورصة لأنها تخضع لإشراف جهات رقابية رسمية تكون موجهة مباشرة من الحكومة.
- ومما سبق يتضح أن موافقة الجهات الرسمية ممثلة بلجنة الأوراق المالية (الهيئة المشرفة على البورصة) أمر في غاية الأهمية لكل المتعاملين في هذه السوق وفق شروط ومعايير معينة (تكوينهم، مؤهلاتهم...)، وكذلك الشروط الواجب توفرها في الشركات لتسجيل أوراقها المالية للتداول بالبورصة (كالمركز المالي للشركة وأرباحها السنوية...). كما تعمل على التنظيم والرقابة على سلامة تنفيذ العمليات في البورصة، كما توفر النظام الفعال لتداول الأوراق المالية مثل الدفع والمقاصة<sup>1</sup>.
- ويجري تسجيل الأوراق المالية في البورصة عند توفر شروط معينة في الشركات المصدرة لها (كحجم الشركة وأرباحها السنوية...) ثم دفع الرسوم السنوية المفروضة، وقد تنتفي واحدة أو أكثر من الشروط بعد التسجيل، مثل انخفاض التداول على الورقة المالية بصورة كبيرة مما يؤدي الى الغاء التسجيل<sup>2</sup>.
- أشكال العضوية في السوق الثانوية المنظمة:
- يمكن التعامل مع سوق الأوراق المالية المنتظمة كونها منشأة أعمال، وتتكون هذه المنشأة من مجموعة شركات مسسرة يدعون بالأعضاء. ان انطباق شروط العضوية على شركة مسسرة يجعلها تمتلك مقعدا أو أكثر في السوق ويجعلها قادرة على المتاجرة في الأوراق المالية. ويمكن توضيح أشكال العضوية في السوق الثانوي المنظم في ما يلي:
- ✓ السماسرة بالعمولة: يقوم هؤلاء السماسرة بتنفيذ أوامر العملاء الخاصة بالشراء أو البيع بالبورصة ويحصلون على عمولة مقابل تنفيذ الأوامر.
- ✓ سماسرة الصالة: في حالة عدم امكانية تنفيذ العملية بواسطة السمسار بالعمولة شخصيا، بسبب عدد الأسهم أو بسبب نشاط السوق، يلجأ السمسار بالعمولة الى خدمات سمسار القاعة وفي هذه الحالة يتم اقتسام عمولة السمسرة بينهما ويساهم سمسار القاعة في سرعة تنفيذ الأوامر.
- ✓ تجار الطلبيات الصغيرة: يتم البيع والشراء في بورصة الأوراق المالية في شكل حلقي Round على أساس وحدة تعامل Lot كل وحدة تضم 100 ورقة مالية (100 سهم مثلا). ويتم اللجوء الى تجار الطلبيات الصغيرة الذين يتعاملون في الطلبيات التي تقل عن وحدة التعامل (100 ورقة) لتنفيذ عمليات الشراء والبيع.
- ✓ تجار الصالة: يقوم هؤلاء التجار بالبيع والشراء لحسابهم وبالتالي لا يدخلون في عمليات مع الجمهور أو الوساطة مع أعضاء آخرين، بل يقومون بالتجول داخل صالة التداول للبحث عن فرص للبيع أو الشراء. ويقوم تجار القاعة بالشراء بغرض إعادة البيع بعدها مباشرة، وتتوقف أرباح تاجر القاعة على حجم وسرعة تدويره للأسهم وعلى دقة تقديراته لتحركات الأسعار في المستقبل، ولا يقوم هؤلاء التجار بسداد أي عمولة وبالتالي يمكنهم عرض أسعار أقل من الأسعار المعروضة من باقي المتعاملين<sup>3</sup>.
- ✓ المتخصصون: يكون المتخصص مختصا بالتعامل في ورقة (أو أوراق) مالية بعينها، يحتكر التعامل فيها ولا يجوز لمتخصص آخر العمل فيها. ويلعب الأعضاء المتخصصون دورا هاما في استقرار البورصة، ففي حالة

<sup>1</sup> زياد رمضان، مروان شموط، المرجع السابق، ص ص 90-92

<sup>2</sup> مصطفى يوسف كافي، محمود عزت اللحام، علاء مسلم البكور، المرجع السابق، ص 57

<sup>3</sup> مصطفى يوسف كافي، محمود عزت اللحام، علاء مسلم البكور، نفس المرجع، 2017، ص ص 58-59

كثافة العروض في الورقة المالية يلجأ المتخصصون الى تخفيض المدى أي هامش الربح لجذب مشتريين جدد كما يبدي في ذات الوقت استعداداه لشراء ما يعرض منها، والعكس في حالة كثافة الطلب فيقومون بعرض جزء من مخزونهم لكسرحدة الطلب.<sup>1</sup>

### 2.2.1. السوق الثانوية غير المنظمة (الموازية):

تسمى أحيانا أسواق ما فوق الكاونتر over the counter ويطلق عليها أيضا مصطلح السوق الموازية، وتسمى أيضا السوق الغير الرسمية<sup>2</sup>. هي أسواق ليس لها اطار مؤسسي، أو هيكل تنظيمي محدد، وتمثل بيوت السمسرة والوسطاء والمؤسسات المالية المنتشرة جغرافيا، يتداول فيها الأوراق المالية غير المدرجة في السوق المنظمة، وتشكل عملية التفاوض بين البائع والمشتري أساس آلية التسعير.

هذه الأسواق تتميز بعدم خضوعها لإجراءات وقواعد تنظيمية واضحة كتلك المطبقة في الأسواق الثانوية المنظمة، حيث يعمل في هذه الأسواق غالبا شركات السمسرة وتجار الأوراق المالية، وأداة التواصل بين أطراف التعامل تتمثل في شبكات الاتصال الالكترونية التي تتضمن التواصل في كل وقت، حيث يتلاشى في هذه الأسواق عنصر المكان والزمان، ويتسم ابرام الصفقات فيها بالمرونة التامة.<sup>3</sup>

وتعرف السوق الغير المنظمة بأنها سوق للمفاوضة غير الرسمية وغير المركزية، ويجري التعامل فيها بصفة أساسية على الأوراق المالية غير المقيدة في السوق المنظمة. وبالتالي فهي أسواق تتم المعاملات فيها خارج نطاق البورصة، وليس لها مكان محدد لإجراء المعاملات. وتضم هذه الأسواق شبكة من شركات الوساطة المالية وبعض التجار الذين يحتفظون بكميات من الأوراق المالية المختلفة يقفون على استعداد للتعامل بها بيعا وشراء حيث تتم العمليات بدون القواعد والاجراءات التي تفرضها البورصة ولا تخضع لرقابتها وأنظمتها.<sup>4</sup>

ومن أبرز الأسواق المالية غير المنظمة سوق NASDAQ (الاتحاد الوطني لتجار الأوراق المالية للبيع والشراء الالكتروني)، وتتعامل بأسهم ما يقارب 5400 شركة منها شركات التقنية العالمية<sup>5</sup>،.... أهم الفوائد والوظائف التي تقدمها السوق غير المنظمة للمتعاملين هي ما يلي<sup>6</sup>:

- تؤدي خدمة كبيرة للمستثمرين المتعاملين بها من حيث توفير الجهد والوقت الذي يبذونه ويقضونه في البحث عن مشتري لبعض أوراقهم أو بائع لبعض الأوراق التي يرغبون فيها؛
- تقوم السوق غير المنظمة بتسييل الأوراق المالية التي يقتضي الأمر بيعها بكميات كبيرة وبسرعة فائقة. وهذا يتعدر حدوثه في السوق المنظمة بالسعر المناسب وفي الوقت المناسب، اذا كانت مقيدة في السوق؛
- كما توفر السوق غير المنظمة للمتعاملين بها سهولة وسرعة تسييل الأوراق المالية بحيث تتفوق على غيرها من الأسواق المنظمة بل وتصبح منافسا لها.

### ■ أنواع الأسواق غير المنظمة:

تنقسم الأسواق غير المنظمة بدورها الى نوعين:

#### ✓ السوق الثالثة:

<sup>1</sup> أزهرى الطيب الفكي أحمد، المرجع السابق، ص 65

<sup>2</sup> زياد رمضان، مروان شموط، المرجع السابق، ص 93

<sup>3</sup> عزيزة بن سمينة، المرجع السابق، ص 76

<sup>4</sup> زياد رمضان، مروان شموط، نفس المرجع، ص 93

<sup>5</sup> مصطفى يوسف كافي، محمود عزت اللحام، علاء مسلم البكور، المرجع السابق، ص 60

<sup>6</sup> زياد رمضان، مروان شموط، نفس المرجع، ص ص 93 - 94

هو قطاع من السوق الغير منظم بمعنى أن صفقات بيع وشراء الأوراق المالية يتم خارج البورصة (أي السوق المنظمة) ويتم التعامل من خلال أعضاء من بيوت السمسرة خارج أعضاء السوق المنظم. وهذه الأسواق على استعداد لشراء أو بيع الأوراق المالية بأي كمية سواء كانت كبيرة أو صغيرة، وكذلك نجد أنه من حق أعضاء بيوت السمسرة هذه التعامل في الأوراق المسجلة في السوق المنظم (البورصة)، بينما أعضاء السوق المنظم ليس لهم الحق بتنفيذ أو عقد صفقات خارج السوق المنظم على هذه الأوراق المالية المسجلة فيها. ومنه فإن أعضاء بيوت السمسرة هذه قد تشكل عنصرا منافسا للأعضاء داخل السوق المنظم، خاصة وأن العملاء في السوق غير المنظم هم المؤسسات الاستثمارية الكبيرة مثل صناديق المعاشات وصناديق الاستثمار.<sup>1</sup>

وقد نشأت الحاجة الى هذه السوق نتيجة عدم تمتع شركات الاستثمار الكبيرة مثل صناديق المعاشات وصناديق الاستثمار بمميزات خصم العمولة عند تعاملها بالبورصة، في حين يتيح لها السوق الثالث التفاوض في هذا الشأن والحصول على تخفيضات في العمولة، هذا من ناحية، ومن ناحية أخرى تجد الشركات الكبيرة صعوبة بعدم قدرة الوسطاء المتخصصين في السوق المنظمة على تنفيذ العمليات الكبيرة وبالسعة المطلوبة.<sup>2</sup>

ومنه اعتقاد العملاء، أي المؤسسات الاستثمارية، بأن تنفيذ العمليات يتم بسرعة كبيرة وأيضاً إمكانية التفاوض في مقدار العمولة التي يحصل عليها أعضاء بيوت السمسرة من خارج البورصة الى حد الحصول على تخفيضات مغرية، خاصة أن سمسرة هذه السوق غير ملزمين بحد أدنى للعمولة، هذا من جانب، ومن جانب آخر نجد أن تعاملهم مع كبار المستثمرين ذوي الخبرة العالمية لا يتطلب منهم تقديم أي خدمات خاصة أو اضافية من مشورة وغيرها الا في حدود ضيقة جداً.<sup>3</sup>

#### ✓ السوق الرابعة:

تعتبر السوق الرابعة سوق غير منظمة، تقوم بين الشركات الكبيرة ومنشآت الأعمال العائلية للتعامل فيما بينهم، ويقصد هنا الأفراد الأثرياء الذين يملكون تلك الأعمال.<sup>4</sup> وهو يشبه السوق الثالث في أن الصفقات تتم خارج السوق المنظمة غير أن التعامل يتم عن طريق الاتصال المباشر بين المؤسسات الاستثمارية الكبيرة أو بين الأفراد الأغنياء دون الحاجة لأعضاء بيوت السمسرة. ومما يسهل هذا الاتصال وجود شبكة قوية في الاتصالات سواء عن طريق التليفون أو الحاسب الآلي، وعليه توفر هذه السوق سرعة انجاز الصفقات المالية نتيجة الاتصال المباشر، وهذا ينعكس أيضاً بالإيجابية على الأسعار في حالتي البيع والشراء.

والجدير بالذكر أنه قد يتم الاستعانة بوسيط لإتمام الصفقة والمعروف أن أعباء الوسيط تكون أقل بكثير من تكلفة وعمولة السمسرة. ويقتصر دور الوسيط في هذه السوق على تسهيل المعاملات بين الأطراف، ونظراً لدوره المحدود جداً فقد كانت عمولته منخفضة جداً مقارنة بالأسواق الأخرى التي تحدثنا عنها من قبل. وبالتالي يمكن القول أن أهم أسباب وجود هذا السوق هو الحد من العمولات التي تدفع للسمسرة. وفي هذا السوق يتم التعامل على كافة الأوراق المالية المتداولة سواء كانت داخل السوق المنظم أو خارجه.<sup>5</sup>

#### 2. الأسواق الأجلة:

<sup>1</sup> مصطفى يوسف كافي، محمود عزت اللحام، علاء مسلم البكور، المرجع السابق، ص 64

<sup>2</sup> زياد رمضان، مروان شموط، المرجع السابق، ص 95

<sup>3</sup> مصطفى يوسف كافي، محمود عزت اللحام، علاء مسلم البكور، نفس المرجع، ص 64

<sup>4</sup> زياد رمضان، مروان شموط، نفس المرجع، ص 95

<sup>5</sup> مصطفى يوسف كافي، محمود عزت اللحام، علاء مسلم البكور، نفس المرجع، ص 65

أسواق العقود الآجلة فهي أسواق تتعامل بالأسهم والسندات من خلال عقود واتفاقيات تبرم بين المتعاملين يتم تنفيذها في تاريخ لاحق والغرض من وجود تلك الأسواق هو التغطية من مخاطر تغير أسعار الأصول.<sup>1</sup> والعقود الآجلة تسمح للمستثمرين بأخذ مواقع على تطور السعر في المستقبل، أين يكون الهدف اما الحد من المخاطر أو المضاربة على تغيرات الأسعار، حيث تسمح بحماية المستثمرين من المخاطر الناتجة عن تقلبات الأسعار، كما تسمح للمضاربين بتحقيق أرباح رأسمالية.<sup>2</sup> وتنقسم الأسواق المالية الآجلة الى ثلاثة أقسام كما يلي:

### 1.2. سوق العقود المستقبلية:

وهو سوق لبيع الأوراق المالية وشرائها في المستقبل، حيث يستعمل المستثمرون هذه العقود للحماية ضد مخاطر التغير مستقبلا خصوصا فيما يتعلق بأسعار الفائدة والصرف، كما يلجأ إليها بعض المضاربين لغرض تحقيق المكاسب السريعة.

وتعرف العقود المستقبلية بأنها اتفاق ما بين طرفين لتسليم موجودات مالية أو حقيقية معينة أو استلامها بسعر معين في وقت لاحق، ومن هذا التعريف يتضح أن هناك طرفا بائعا وآخر مشتري له، أما بالنسبة للأصول المتداولة والتي يسري عليها التعامل فإنها تتنوع بين الأصول الحقيقية كالسلع الزراعية والمعادن والعملات بأنواعها أو الأصول المالية كالأسهم والسندات وغيرها، وتتميز العقود المستقبلية بالآتي:

- يتم تداولها في الأسواق المنظمة؛
- العقود المستقبلية ذات شروط وبنود نمطية لا تختلف من عقد لآخر.<sup>3</sup>

### 2.2. سوق عقود الخيارات:

الخيار أو الاختيار هو عقد يبرم بين طرفين مشتري ومحرر، ويعطي العقد للمشتري الحق في شراء أو بيع عدد وحدات من أصل ما بسعر يحدد لحظة التعاقد، على أن يتم التنفيذ في تاريخ لاحق. ويعطي العقد للمشتري الخيار في أن ينفذ العقد أو لا ينفذه، وذلك حسب رغبته، على أن يدفع المشتري للمحرر في مقابل حق الخيار مكافأة عند التعاقد، وهي مكافأة غير قابلة للرد وليست جزء من قيمة الصفقة. وبعبارة أخرى سوف يخسر مشتري العقد قيمة المكافأة سواء نفذ العقد أم لم ينفذه.<sup>4</sup>

### 3.2. سوق عقود المبادلات:

عقد المبادلة هو اتفاق بين طرفين أو أكثر لتبادل سلسلة من التدفقات النقدية خلال مدة لاحقة، لذلك فهي سلسلة من عقود لاحقة التنفيذ، إذ تتم تسوية عقد المبادلة على فترات دورية. وعقد المبادلة ملزم لطرفي العقد على عكس ما هو معروف في عقود الاختيار، ثم ان المتحصلات أو المدفوعات (الأرباح والخسائر) لا تتم تسويتها يوميا مثلما هو معروف في العقود المستقبلية، يضاف الى ذلك أن عقد المبادلة لا يتم تسويته مرة واحدة مثلما هو الحال في العقود اللاحقة وعلى هذا الأساس عرفت عقود المبادلة بأنها سلسلة من عقود لاحقة التنفيذ، وتستخدم هذه العقود في الغالب لتغطية المخاطر وخاصة مخاطر تغير أسعار الفائدة والصرف، وعلى الرغم من توسع عقود المبادلات لتشمل أنواع عديدة من الأصول الا أنها غالبا ما تركز على أوراق الدين.<sup>5</sup>

<sup>1</sup> عبد الغفار حنفي، رسمية قرياقص، أسواق المال: بورصات، مصارف، شركات تأمين، شركات استثمار، دار الجامعة الجديدة، الإسكندرية، مصر، 2000، ص12

<sup>2</sup> عزيزة بن سمينة، المرجع السابق، ص78

<sup>3</sup> عباس كاظم الدعبي، المرجع السابق، ص151

<sup>4</sup> منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في إدارة المخاطر: الهندسة المالية باستخدام التوريق والمشتقات، الجزء الثاني: المشتقات، العقود الآجلة والعقود المستقبلية، منشأة المعارف، الإسكندرية، مصر، 2003، ص7

<sup>5</sup> عباس كاظم الدعبي، نفس المرجع، ص153

### ثالثاً: الأدوات المالية المتداولة في سوق رأس المال

تنقسم الأوراق المالية المتداولة في أسواق المال إلى مجموعتين: أوراق أو أدوات مالية أساسية وأوراق أو أدوات مالية مشتقة. وتتضمن المجموعة الأولى ضمن ما تتضمن السندات والأسهم، التي تمثل عصب أسواق رأس المال الحاضرة التي يتم فيها تسليم الأوراق التي تتضمنها الصفقة وسداد قيمتها خلال أيام معدودة، يتم في إثباتها اتخاذ الإجراءات اللازمة لنقل الملكية. هذا بالإضافة إلى أن تلك الأسواق أي الأسواق الحاضرة والأصول المالية التي تتداول فيها، تعد مطلب أساسي لوجود المجموعة الثانية من الأوراق المالية أي عقود المشتقات.<sup>1</sup>

#### 1. الأدوات المالية الأساسية (المتداولة في الأسواق الحاضرة):

يتعامل سوق رأس المال مع الأوراق المالية طويلة الأجل، أي تلك التي تزيد فترة استحقاقها عن سنة، سواء كانت هذه الأوراق على شكل أدوات دين عامة (مثل السندات الحكومية) أو أدوات دين خاصة (مثل السندات التي تقوم بإصدارها بعض شركات القطاع الخاص)، أو كانت أدوات ملكية (كأسهم بعض الشركات والمؤسسات العاملة في الاقتصاد).

ويعمل سوق رأس المال على تسهيل عملية انتقال رؤوس الأموال طويلة الأجل من وحدات الفائض إلى وحدات العجز، وذلك من خلال وجود الآلية التي تحدثنا عنها سابقاً، والمتمثلة في سوق رأس المال الأولي الذي يتم فيه تداول الأوراق المالية طويلة الأجل عند إصدارها لأول مرة. كما أن هناك سوق ثانوية يتم فيه تداول هذه الأوراق بعد إصدارها. ونظراً لطول فترة استحقاق هذه الأوراق المالية، والتي قد تصل أحياناً إلى 30 سنة بالنسبة للسندات، فإنها تكون عرضة لتقلبات أسعارها في السوق المالي، كما أنها تكون معرضة لمخاطر إفلاس الشركات الخاصة التي قامت بإصدارها. لهذا السبب، فإن معدلات العائد التي يطلبها المستثمرين على هذه الأوراق تكون في العادة أكبر من العائد على الأوراق المالية قصيرة الأجل المتداولة في سوق النقد. وسوف نتناول بالشرح نوعين من الأدوات المالية التي يتم تداولها في سوق رأس المال: أدوات الملكية (الأسهم) وأدوات المديونية (السندات).<sup>2</sup>

#### 1.1. أدوات الملكية (الأسهم):

##### 1.1.1. تعريف السهم:

تمثل الأسهم صكوك ملكية تقوم الشركات بطرحها وبيعها في السوق للمساهمين عند التأسيس أو عندما تحتاج إلى تمويل إضافي، وهي قابلة للتداول. وتعد الأسهم أداة التمويل الرئيسية لتكوين رأس المال في الشركات المساهمة، وأن حامل الأسهم يشارك في المخاطر التجارية أو غيرها، كما يخول السهم لصاحبه الحق في ملكية جزء من صافي أصول الشركة بقدر حصته المدونة كقيمة اسمية في الصك ذاته أو قيمة التصفية عند انتهاء الشركة وتصفيتها.<sup>3</sup> فلو امتلك أحد الأفراد مثلاً 10% من أسهم أحد الشركات الخاصة، فإنه في هذه الحالة يكون لديه الحق في الحصول على 10% من الأرباح الصافية (بعد خصم تكاليف الإنتاج والضرائب) لهذه الشركة، على أساس أنه يمتلك 10% من قيمة أصولها.<sup>4</sup> وعليه فالسهم هو عبارة عن ورقة مالية تثبت امتلاك حائزها لجزء من رأس مال المؤسسة التي أصدرته مع الاستفادة من كل الحقوق وتحمل كل الأعباء التي تنتج عند امتلاك هذه الورقة.

#### 2.1.1. خصائص السهم:

هناك عدة خصائص للسهم نذكر منها:

<sup>1</sup> منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في إدارة المخاطر: الهندسة المالية باستخدام التوريق والمشتقات، المرجع السابق، ص 5

<sup>2</sup> محمد سعيد السهموري، المرجع السابق، ص 81

<sup>3</sup> السيد عليوة، تحليل مخاطر الاستثمار في البورصة والأوراق المالية، دار الأمين، مصر، 2006، ص 12

<sup>4</sup> محمد سعيد السهموري، نفس المرجع، ص 81

- السهم هو ورقة تثبت ملكية صاحبها لجزء من رأس المال في حدود قيمته الاسمية، وعلى هذا الأساس فحامل السهم هو شريك في المؤسسة<sup>1</sup>؛
- القابلية للتداول: توفر هذه الخاصية للسهم مرونة كبيرة في سوق رأس المال تجعل بالإمكان التنازل عنه بالطرق التجارية. وخاصية التداول وان كانت تتوفر استثناء في بعض الأوراق المالية الأخرى، فهي صفة مطلقة بالنسبة لأسهم الشركات المساهمة العامة. لكن القوانين التجارية تضع في معظم الأحيان شروطاً خاصة على عملية التداول بقصد الحد من عمليات المضاربة غير المشروعة بالأسهم. منها على سبيل المثال عدم السماح للمؤسسين أن يتصرفوا في أسهمهم إلا بعد مضي سنتين على تأسيس الشركة نهائياً، أو بعد توزيع نسبة مئوية من أرباحها على المساهمين؛
- الأسهم متساوية القيمة: حيث لا يجوز إصدار أسهم على نفس الشركة بقيم مختلفة، بينما لا يحكم هذا الشرط إصدار الأوراق المالية الأخرى. إذ يمكن لشركة معينة أن تصدر مثلاً سندات مختلفة القيمة الاسمية في آن واحد<sup>2</sup> والحكمة في تساوي قيمة الأسهم وعدم قابلية السهم للتجزئة هو تسهيل عملية توزيع الأرباح على المساهمين وتقديم الأغلبية في الجمعيات العامة للشركة، ويترتب على مبدأ تساوي قيمة الأسهم المساواة في الحقوق التي يمنحها السهم وهي الحق في الأرباح والتصويت ونتائج التصفية وكذلك المساواة في الالتزامات<sup>3</sup>؛
- يسمى العائد الذي يحصل عليه حامل السهم ربحاً، وهو دخل متغير يتوقف مقداره على مستوى الأرباح الصافية التي تحققها الشركة من ناحية، وعلى حجم الأرباح التي ترغب الشركة في توزيعها على حاملي الأسهم من ناحية أخرى (حيث يمكن أن تحتفظ الشركة المساهمة بجزء من الأرباح ولا يتم توزيعه على المساهمين وذلك بهدف إعادة استثماره في الشركة لتعزيز مركزها المالي، وتوسيع طاقتها الإنتاجية، ومن ثمة زيادة أرباحها المستقبلية)؛
- يمكن تداول الأسهم في السوق الثانوي (بيعا وشراء) ومنه يمكن لحامل السهم أن يحقق عائداً رأسمالي تتوقف قيمته على التغيرات التي قد تحدث على سعر السهم في السوق المالي، والتي تؤدي إلى حصول حامل السهم على مكاسب رأسمالية في حالة ارتفاع أسعار الأسهم في السوق عن سعر الشراء، أو تحقيق خسائر رأسمالية في حالة انخفاض أسعار الأسهم عن سعر الشراء<sup>4</sup>؛
- السهم هو ورقة مالية غير محددة الأجل، وأجله النظري هو حياة المؤسسة ذاتها، وبالتالي يعتبر بالنسبة للمؤسسة مصدر تمويل دائم؛
- صاحب السهم له الحق في المشاركة في تسيير المؤسسة، وذلك عن طريق المشاركة في عملية التصويت على القرارات المتخذة في الجمعية العامة<sup>5</sup>.

### 3.1.1 أنواع الأسهم:

يمكن تقسيم الأسهم الى أنواع مختلفة على أسس مختلفة، لكن سوف نكتفي بتقسيم الأسهم على أساسين هما:

- شكل الاصدار وطريقة التداول؛
- نصيبها في توزيع الأرباح وفائض التصفية.

<sup>1</sup> عزيزة بن سميعة، المرجع السابق، ص 83-84

<sup>2</sup> زياد رمضان، مروان شموط، المرجع السابق، ص 97

<sup>3</sup> صلاح السيد جودة، بورصة الأوراق المالية، مكتبة ومطبعة الاشعاع الفنية، الاسكندرية، مصر، 2000، ص 158

<sup>4</sup> محمد سعيد السمهوري، المرجع السابق، ص 67، 82

<sup>5</sup> عزيزة بن سميعة، نفس المرجع، ص 84

■ تقسيم الأسهم على أساس شكل الاصدار وطريقة التداول:

يمكن تقسيم الأسهم حسب شكل اصدارها الى ثلاثة أنواع كما يلي:

✓ سهم لحامله: يكون السهم لحامله عندما يصدر بشهادة لا تحمل اسم صاحبها (المساهم)، ومن أهم مزايا هذا الشكل من أشكال الاصدار أنه يتيح مرونة كبيرة لتداول السهم في سوق الأوراق المالية، إذ تكتسب ملكية السهم من هذا النوع بمجرد استلامه، لكن من أهم عيوبه الأخطار الكبيرة التي تتعرض لها حقوق صاحب السهم سواء بالسرقة أو بالضياع. لذا تحرم معظم قوانين الشركات اصدار هذا النوع من الأسهم.

✓ السهم الاسمي: ويصدر هذا النوع من الأسهم باسم صاحبه مثبتا في الشهادة ويسجل أيضا باسمه في سجلات الشركة. وعليه يتطلب انتقال ملكية السهم هنا القيد في دفاتر الشركة المصدرة.<sup>1</sup>

✓ السهم الأذني أو لأمر: تقيد ابتداء باسم المكتتب، ولكن يكفي لتداولها مجرد التظهير، أي تأشير التخلي عن ملكيتها بتوقيع المالك دون الحاجة الى القيد في سجلات الشركة.<sup>2</sup>

■ تقسيم الأسهم على أساس نصيبها في توزيع الأرباح وفائض التصفية:

تنقسم على أساس نصيبها في توزيع الأرباح وفائض التصفية الى نوعين: الأسهم العادية، والأسهم الممتازة

✓ الأسهم العادية:

يعرف السهم العادي على أنه وثيقة مالية تصدر عن شركة مساهمة بقيمة اسمية ثابتة، تضمن حقوقا وواجبات متساوية للملكية وتطرح على الجمهور عن طريق الاكتتاب العام في الأسواق الأولية، ويسمح لها بالتداول في الأسواق الثانوية فتخضع قيمتها السوقية لتغيرات مستمرة والتي تعود الى أسباب وتقييمات متباينة.

وهكذا فإن الأسهم العادية هي الأداة الأولى التي تصدرها الشركة، وفي حالة تصفية ممتلكات الشركة تكون آخر ما يجري تسديدها. ولحاملها حصة الملكية في الشركة ولهم الأولوية الأدنى في طلب العوائد، حيث يسبقهم في هذا الطلب أصحاب الأسهم الممتازة والسندات المعتمدة. وحسب ما يحمله أصحاب الأسهم العادية من حصص فإن لهم حقوق التصويت في مجلس الإدارة والتدخل في الشؤون الادارية.

وتتم الأسهم العادية بمرحلتين في التعامل: في المرحلة الأولى يجري الاكتتاب العام في الأسواق الأولية، وبالتالي فإنها تعد اضافة حقيقية الى رأسمال الشركة. وفي المرحلة الثانية يتم تداول هذه الأسهم كأداة استثمارية تعرض في الأسواق الثانوية وبأسعار تخضع لقوى العرض والطلب، وبالتالي فإن هذه المرحلة لا تمثل أي اضافة الى رأسمال الشركة، بل انها مجرد عملية التداول بين البائعين والمشترين (والوسطاء) ونقل حقوق الملكية من شخص الى آخر. وبذلك فإن المستثمر يحصل على أسهم الشركات بشرائها من الأسواق الأولية أو الأسواق الثانوية.

وفضلا عن هذين المصدرين، من المتوقع لأي مساهم أن يضيف الى محفظته الاستثمارية من خلال عملية الرسملة Capitalization والتي تقوم بها بعض الشركات لا لزيادة رؤوس أموالها بل لزيادة عدد الأسهم المكتتبه، وذلك عندما تكون أسعار الأسهم عالية جدا فتحس الشركات المعنية بأن أسهمها أصبحت أقل جذبا للمستثمرين. ونتيجة لهذه الرسملة تنخفض أسعار الأسهم الموزعة وبالتالي تكون الأسهم أكثر جاذبية، لأن المستثمر يشعر بأنه يمتلك عددا أكبر منها.

ويمكن زيادة عدد أسهم المساهمين أيضا من خلال تجزئة قيمة السهم الواحد وذلك مع الإبقاء على الرأسمال الاسمي الكلي للشركة دون تغيير. فمثلا عند تجزئة قيمة سهم بدولار واحد وتحويلها الى نصف دولار يزداد عدد الأسهم الى الضعف.

<sup>1</sup> زياد رمضان، مروان شموط، المرجع السابق، ص 98

<sup>2</sup> عزيزة بن سميثة، المرجع السابق، ص 85

- ويقابل ذلك دمج الأسهم والذي هو معاكس للتجزئة، حيث ترفع القيمة الاسمية لكل سهم الى الضعف. مع بقاء الرأسمال الاسمي دون تغيير فان عدد الأسهم سيتقلص الى النصف.<sup>1</sup>
- خصائص الأسهم العادية: تختلف الأسهم العادية عن غيرها من أدوات سوق رأس المال في خصائص عديدة، منها:
- ليس لها تاريخ استحقاق محدد، فهي مستمرة طالما أن الشركة قائمة في نشاطها؛
  - حق الملكية، حيث يكون المساهم مالكا جزئيا لموجودات الشركة، وذلك بقدر نسبة مساهمته في الأسهم المعروضة. ويستمر هذا الحق الى غاية تصفية الشركة<sup>2</sup>؛
  - تعطي لحاملها حق المشاركة في الأرباح السنوية المحققة؛
  - لا يحصل حملتها على أي توزيعات للأرباح الا بعد سداد جميع الالتزامات الأخرى أي الأرباح المتبقية؛
  - المشاركة في تحمل الخسائر المالية حال حدوثها وبمشاركة جميع المساهمين؛
  - في حالة حاجة الشركة لزيادة التمويل الذاتي، على حملتها الالتزام بقرار الجمعية العمومية بتوزيع جزء من الأرباح أو عدم اجراء توزيعات للأرباح؛
  - في حالة تصفية المشروع وانهاء اعمالها بالكامل فان أصحاب الأسهم العادية هم آخر من يتحصل على حقوقهم من حصيلة بيع أصول الشركة، بعد كافة الدائنين وبعد حملة الأسهم الممتازة<sup>3</sup>؛
  - ان أصحاب الأسهم العادية يمتلكون حق الأولوية في الأسهم الجديدة التي يجري عرضها للاكتتاب العام. وفي الغالب يجري ذلك بالنسبة لهؤلاء المالكين من خلال تحويل جزء من حصص المساهمين في الأرباح الموزعة الى أسهم جديدة تضاف الى ما يمتلكونه سابقا من أسهم؛
  - يحق للمساهمين بيع جزء أو كل الأسهم التي يمتلكونها في الأسواق الثانوية، غير أنهم في المقابل لا يحق لهم مطالبة الشركة بقيمة هذه الأسهم قبل تصفيتها، وبذلك فان الأسهم العادية قابلة للتحويل الى السيولة حينما يحتاج أصحابها الى ذلك؛
  - يمكن لأصحاب الأسهم العادية باعتبارهم أصحاب المشروع ومالكيه المشاركة في انتخاب أعضاء مجلس الادارة، والتدخل في سياسات الشركة واجراءاتها الادارية، وينفرد هؤلاء بعضوية المجلس العمومي كما يحق لهم - على الأقل نظريا- مراقبة العمليات الجارية.<sup>4</sup>
- قيم الأسهم العادية: خلال مراحل حياة الشركة المختلفة يتخذ السهم العادي عدة قيم يمكن ايجازها كما يلي<sup>5</sup>:
- القيمة الاسمية للسهم: هي القيمة التي تتحدد عند تأسيس الشركة وتثبت في شهادة الأسهم الصادرة مالكا، وهي قيمة لا تمثل التقييم الحقيقي للسهم.
  - القيمة الدفترية للسهم: وتستخرج من سجلات ودفاتر الشركة على أساس قيمة الأصول في دفاتر الشركة، وسميت كذلك لاستخراج قيمتها من الدفاتر.
  - القيمة السوقية للسهم: وهي قيمة السهم في سوق رأس المال، أي السعر الذي يتم التعامل به بين المتعاملين في السوق. وهذه القيمة لا تتميز بالثبات بل بالتذبذب والتغير تبعا لتغير قوى العرض والطلب. وفي الواقع نجد أن هذه القيمة هي التي تهتم المساهمين والمستثمرين على حد سواء، وتبنى عليها كافة التحليلات والتنبؤات عند اتخاذ واجراء التداول اليومي في السوق المالي.

<sup>1</sup> هوشيار معروف، المرجع السابق، ص ص 92- 94

<sup>2</sup> هوشيار معروف، نفس المرجع، ص 94

<sup>3</sup> زياد رمضان، مروان شموط، المرجع السابق، ص ص 99- 100

<sup>4</sup> هوشيار معروف، نفس المرجع، ص 94

<sup>5</sup> زياد رمضان، مروان شموط، نفس المرجع، ص ص 100- 101

- القيمة التصفوية للسهم: وهي القيمة التي يتوقع حامل السهم الحصول عليها في حال تصفية أصول المشروع وانتهاء أعماله بالكامل.
- ✓ الأسهم الممتازة:
- السهم الممتاز يعتبر أداة ملكية ويطلق على حامله مصطوح مساهم ممتاز، وهي شهادات تصدرها الشركات للتزود برؤوس الأموال عند الحاجة، مثلها في ذلك مثل الأسهم العادية، إذ تمثل هي الأخرى ملكية المساهم الممتاز لجزء من الشركة، يتوقف ذلك الجزء على ما بحوزته من تلك الأسهم، كما أن للسهم الممتاز قيمة اسمية، وقيمة دفترية وأخرى سوقية وليس له تاريخ استحقاق.
- كما تعرف على أنها تلك الأسهم التي يتمتع حاملها بميزة خاصة سواء من أرباح الشركة أو أصولها عند التصفية<sup>1</sup>.
- خصائص الأسهم الممتازة: تتميز الأسهم الممتازة بالخصائص التالية:
- من حيث العوائد يحصل حامل السهم الممتاز على نصيب سنوي ثابت يحدد اما في شكل نسبة مئوية ثابتة من القيمة الاسمية للسهم، أو في صورة مبلغ محدد؛
- حق الأولوية في الحصول على الأرباح في حال تحقيقها، قبل حملة الأسهم العادية. ففي حالة وجود أرباح قابلة للتوزيع يكون لحامل السهم الممتاز الحق في الحصول على نصيبه منها قبل حامل السهم العادي، ولكن بشرط صدور قرار بالتوزيع من الجمعية العمومية بعد توصية من مجلس الإدارة<sup>2</sup>؛
- حق تراكم العوائد وذلك بتجميعها لفترات متتالية ثم استلامها بعد عدة سنوات ضمن الفترة المحددة لهذه الأسهم، وان هذا الحق كثيرا ما يحرم منه أصحاب الأسهم العادية؛
- حق الأولوية في اقتسام موجودات الشركة عند التصفية، حيث يكون حملة الأسهم الممتازة في مركز سابق لمركز حملة الأسهم العادية في استفاء حقوقهم من أصول الشركة في حالة الإفلاس أو في حالة حل الشركة؛
- هناك فترات محددة للاحتفاظ بالأسهم الممتازة وذلك بعكس الأسهم العادية التي تستمر حقوقها حتى نهاية (تصفية) الشركة؛
- تضمن الشركة حقوق أصحاب الأسهم الممتازة بموجوداتها الاستثمارية، علما أن هذه الضمانة المادية لا يجري توفيرها لأصحاب الأسهم العادية. وهكذا فان الأسهم الممتازة أقل ضمانا من السندات وأكثر ضمانا من الأسهم العادية؛
- لا يحق لأصحاب الأسهم الممتازة المشاركة في التصويت أو الترشيح لعضوية مجلس الإدارة أو المشاركة في المجلس العمومي أو التدخل في القرارات أو الشؤون الادارية المختلفة؛
- حق تحويل الأسهم الممتازة الى أسهم عادية، وذلك عندما يجد أصحاب الأسهم الممتازة أن حصص الأسهم العادية من الأرباح الموزعة عالية نسبيا مقارنة بعوائد الأسهم التي يمتلكونها<sup>3</sup>.
- الأسباب التي تدعو الى اصدار أسهم ممتازة:
- زيادة الموارد المتاحة للشركة: فالأسهم الممتازة تقابل رغبات النوع المحافظ من المستثمرين مثل شركات التأمين والمتقاعدين؛
- المتاجرة بالملكية: إذ يمكن استثمار حصيلة بيع الأسهم الممتازة بحيث تحقق أرباح تفوق الأرباح التي ستوزع على حملتها؛

<sup>1</sup> عزيزة بن سميعة، المرجع السابق، ص 90

<sup>2</sup> زياد رمضان، مروان شموط، المرجع السابق، ص 102

<sup>3</sup> هوشيار معروف، نفس المرجع، ص 101-102

- استعمال أموال الغير دون اشراكهم في الادارة (السيطرة).<sup>1</sup>

#### أنواع الأسهم الممتازة:

تصدر الأسهم الممتازة بفئات مختلفة حسب المزايا التي تحققها كل فئة منها سواء للمستثمر أو للشركة المصدرة خصوصا من حيث توزيعات الأرباح أو القابلية للتحويل الى أسهم عادية، أو قابليتها للاستدعاء من قبل الشركة المصدرة، وعلى هذا الأساس تقسم الأسهم الممتازة الى الأنواع التالية:

• الأسهم الممتازة مجمعة الأرباح: اذا تخلفت المنشأة عن دفع الأرباح الموزعة في سنة ما لعدم وجود أرباح كافية لدفع النسبة المحددة للأسهم الممتازة، فان الأرباح الموزعة لتلك السنة تنتقل للسنة القادمة، ويتوجب في السنة القادمة على الشركة أن تسدد أرباح الأسهم الممتازة المتأخرة والمستحقة قبل أن تستطيع القيام بأي توزيعات للأرباح على الأسهم العادية.<sup>2</sup> ذلك بخلاف السهم العادي الذي لا يضمن لحامله مثل هذا الحق اذ يسقط حق المساهم العادي في المطالبة بتوزيعات سنوات سابقة، كما يسقط بالمثل حق حامل السهم الممتاز غير مجمع الأرباح.

• الأسهم الممتازة المشاركة في الأرباح: والتي تسمح لحملتها بعد استيفاء نسبة الأرباح المحددة لهم في عقد الشركة، مشاركة حملة الأسهم العادية في الأرباح المتبقية. اما بالكامل أو جزئيا. فمثلا اذا أصدرت الأسهم الممتازة بمعدل 10% فهذا يعني أنها اذا كانت من النوع المشارك ستمكن حاملها من الحصول على نصيب اضافي من الأرباح اذا ما تجاوزت نسبة توزيع الأرباح لحملة الأسهم العادية 10%. هذا ويمكن لحق المشاركة في الأرباح أن يكون مطلقا غير محدد، كما يمكن أن يكون لهذا الحق حد أقصى فتكون في هذه الحالة جزئية.

• الأسهم الممتازة القابلة للتحويل: تعتبر قابلية السهم الممتاز للتحويل الى أسهم عادية ميزة كبيرة تعطى لحامل هذا النوع من الأسهم، اذ تتيح له أفضلية الحصول على نصيبه من الأرباح قبل المساهم العادي، وفي الوقت نفسه توفر لحاملها أيضا وخلال فترة زمنية محددة الفرصة لتحويل هذه الأسهم الى أسهم عادية اذا ما ارتفع السعر السوقي للسهم العادي، مما يحقق له مكاسب رأسمالية.

• الأسهم الممتازة القابلة للاستدعاء: وهي الأسهم التي يحق للشركة ردها، بالرغم من عدم وجود تاريخ استحقاق للأسهم الممتازة كالسندات، وتقوم الشركة بدفع علاوة اضافية على القيمة الاسمية للأسهم تسمى بعلاوة الاستدعاء. وقابلية الأسهم الممتازة للاستدعاء تعطي للشركة المصدرة الحق في الزام المساهم الذي يحمل هذا النوع من الأسهم بردها للشركة بسعر محدد وعلى مدار فترة زمنية محددة من تاريخ الاصدار، مما يوفر ميزة للشركة المصدرة نفسها بأن يكون لها الحق في استهلاك هذه الأسهم اذا ما شعرت بأن لديها فائض من الأموال يمكنها من تضييق قاعدة المساهمين الممتازين لحساب المساهمين العاديين وبالتالي تخفيض الرفع المالي للشركة على أساس أن الأسهم الممتازة تحمل الشركة أعباء ثابتة تزيد من مخاطر الرفع المالي.

وغالبا ما يصدر شرط القابلية للاستدعاء مقترنا بشرط القابلية للتحويل الى أسهم عادية. وذلك على اعتبار أن شرط القابلية للتحويل من صالح المساهم، في حين يعتبر شرط القابلية للاستدعاء في صالح الشركة.<sup>3</sup>

<sup>1</sup> زياد رمضان، مروان شموط، المرجع السابق، ص 104

<sup>2</sup> محمد صالح الحناوي، جلال ابراهيم العبد، بورصة الأوراق المالية: بين النظرية والتطبيق، الدار الجامعية، الاسكندرية، مصر، 2005، ص32

<sup>3</sup> زياد رمضان، مروان شموط، نفس المرجع، ص ص 103- 104

## 2.1. أدوات المديونية (السندات):

## 1.2.1. تعريف السندات:

السندات Bonds هي شهادات مديونية تصدرها منشآت الأعمال المختلفة والدولة وبعض مؤسساتها المركزية، ويلجأ إلى الاستثمار فيها المستثمرين الراغبين بعائد ثابت وبدرجة من الأمان في التحقيق، ولهذا تعبر السندات عن علاقة مديونية ودائنية بين طرفين، الأول هو الجهة المصدرة للسند والثاني هو المستثمر في السند، ويترتب على هذه العلاقة حقوق والتزامات معترف وملتزم بها قانوناً بين المدين (صاحب السند) والدائن (المستثمر في السند)، وتطرح السندات للاكتتاب العام عادة بقيمة تسمى القيمة الاسمية. وتلتزم الجهة المصدرة لهذه السندات بتسديد هذه القيمة في تاريخ استحقاق متفق عليه. ويضمن السند للمستثمر عائد دوري ممثل بفائدة ثابتة تلتزم الجهة المصدرة بتسديدها بتواريخ قد تكون سنوية أو نصف سنوية أو ربع سنوية.

وتتحدد أسعار الفائدة على السندات وفق عدد من المتغيرات مثل سعر الفائدة السائد في السوق والمركز المالي للجهة المصدرة والقيمة الاجمالية كذلك وحاجة الجهة المصدرة لهذه السندات وطول مدة الدين، أي تاريخ اطفاء السندات وفيما كانت السندات تحمل مزايا أخرى<sup>1</sup>.

ومنه تعرف السندات بأنها صكوك دين مالمكها، وهي أداة تمويل مباشرة ما بين وحدات العجز (المقترض) ووحدات الفائض (المقرض)، لذلك فهي عبارة عن قرض مجزأ إلى وحدات قياسية كل وحدة منها تدعى سند، يتميز التمويل بالسندات مقارنة بالقرض التقليدي بمرونة التسييل العالية لحامله بوجود سوق الأوراق المالية، فضلاً عن إمكانية تحقيق المكاسب الرأسمالية، من خلال عمليات التداول وصورة التجزئة للسندات، التي تتيح للجماهير التعامل به بشكل واسع<sup>2</sup>.

وبشكل عام يحتوي السند عند إصداره على المعلومات التالية<sup>3</sup>:

- اسم الجهة المدينة التي قامت بإصدار السند؛
- القيمة النقدية الاسمية للسند، وهي المبلغ الذي يتعهد المدين بدفعه كاملاً عند موعد استحقاق السند؛
- تاريخ الاستحقاق، وهو تاريخ آخر دفعة نقدية يقوم المدين بدفعها؛
- سعر الفائدة على السند، وهو نسبة مئوية من القيمة النقدية الاسمية للسند، وهذا يطلق عليه اسم "الكوبون"؛
- تاريخ ومواعيد دفع قيمة الكوبونات (أو مبلغ الفائدة الدوري).

## 2.2.1. خصائص السندات:

كما هو الشأن بالنسبة لبقية الأوراق المالية، فإن للسندات خصائص مميزة نذكر منها:

- أنها أدوات تعاقدية تقوم على التزامات مالية بين المصدر والمستثمر، تتحدد فيها العوائد الدورية حتى نهاية فترة التسديد بمعدلات ثابتة، وذلك مهما تقلبت الأسعار السوقية ومهما كانت ربحية الجهات المصدرة وظروفها المالية؛

<sup>1</sup> مصطفى يوسف كافي، محمود عزت اللحام، علاء مسلم البكور، المرجع السابق، ص ص 135-136

<sup>2</sup> محمود محمد الداغر، الأسواق المالية: مؤسسات، أوراق، بورصات، دار الشروق، عمان، الأردن، 2019، ص 201

<sup>3</sup> محمد سعيد السمهوري، المرجع السابق، ص 84

- تتحرك عوائد السندات في اتجاه معاكس لأسعارها وذلك لأن مستثمري السندات يخصصون التدفقات النقدية المستقبلية الثابتة عند الأسعار المرتفعة للعوائد، وهنا فان المعدلات الأعلى للخصم تعطي قيمة حالية أدنى للسندات<sup>1</sup>؛
- حامل السندات ليس له أي حق للتدخل في شؤون تسيير المؤسسة؛
- كما هو الشأن بالنسبة للسهم، فان السند يشكل موضوعا للمضاربة في البورصة، الا أن قيمته الجارية تتحدد على أساس سعر الفائدة السائد في السوق المالية لحظة اتخاذ قرار البيع؛
- للسندات فترة اطفاء محددة، اذ يتم اطفاء قيمة السند عند حلول موعد الاستحقاق المثبت صراحة في وثيقة الاصدار، ويرتبط معدل الفائدة على السند بفترة الاطفاء وسعر الفائدة السائد في السوق؛
- قابلية التسديد الجزئي (السندي)، وهنا تعتمد الجهات المصدرة للسندات، وذلك تحفيزا للمستثمرين، باستعدادها لتسديد جزء من قيم السندات المعنية سنويا وقبل الموعد النهائي لإطفاء القيم الكلية. ولا شك بأن هذه القابلية تمثل ضمانا للمستثمرين، فتعمق ثقتهم بالأداة المذكورة، غير أن في ذلك جانبا سلبيًا أيضا، لأن التسديد الجزئي يحمل خصما على الفوائد المستحقة، أي أن تكون العوائد التي سيتلقاها المستثمرون فعلا أقل من العوائد التي تتضمنها القيمة الكلية في نهاية الفترة.<sup>2</sup>

### 3.2.1. أنواع السندات:

- للسندات عدة أنواع اذ تصدر وفقا لرغبة الجهة المصدرة لها وأيضا وفقا لما يرغب به المستثمرين، ومنه يمكن تقسيم السندات حسب عدة معايير منها ما يلي:
- تقسيم السندات حسب جهة الاصدار:

#### - السندات الحكومية (سندات الخزينة العامة):

تصدرها الدولة لتمويل عجز الموازنة العامة فيها، أو لتمويل بعض المشاريع وتعتبر السندات الحكومية أكثر جاذبية بالنسبة للمستثمرين من الأفراد والبنوك والجهات المستثمرة الأخرى، بسبب ما تتمتع به من محدودية في درجة المخاطرة والالتزام العالي من الدولة في تسديد قيمة السند وفوائده بتواريخ الاستحقاق المتفق عليها، أضف الى ذلك أن السندات الحكومية عادة ما تكون مغرية للمستثمرين بسبب الاعفاء الضريبي على عوائدها (فوائدها)، وأيضا بسبب درجة سيولتها لأن السندات الحكومية أكثر سيولة من السندات الأخرى، اذ تلتزم الدولة عند طرحها لهذه السندات بأن تعطي الحق للمستثمر بتحويل تلك السندات الى نقد من قبل البنك الوسيط بين الدولة وصاحب السند. وقد لعبت السندات الحكومية دورا فريدا في تغطية عجز موازنات الكثير من الدول سواء في ظروفها العادية أو عندما تواجه بعض الأحداث الكبرى مثل الحروب أو الفيضانات.

#### - السندات غير الحكومية (سندات الشركات):

تطرح السندات غير الحكومية للاكتتاب من قبل منشأة الأعمال المختلفة حيث تعتبر بالنسبة لها طريقة مهمة من طرق التمويل بالإقراض قد تكون الأفضل اذا ما قورنت بالقروض المباشرة التي تحصل عليها منشأة الأعمال ببعض الشروط تعد تدخلا في شؤون المنشأة الداخلية.

<sup>1</sup> هوشيار معروف، المرجع السابق، ص 110

<sup>2</sup> عزيزة بن سميعة، المرجع السابق، ص 93

ونظرا لأن الفرد المستثمر في مثل هذا النوع من السندات عادة ما يكون واحد من بين آلاف المستثمرين الذين أقبلوا على شراء تلك السندات، وأن مشترياته لا تمثل سوى جزء ضئيل من القيمة الكلية للإصدار. فإنه لا يستطيع عمليا متابعة استفتاء المنشأة للشروط التي تضمنها العقد، لذا تنص التشريعات على دخول طرف ثالث قد يكون بنكا تجاريا يعمل بمثابة وكيل أو حارس توكل اليه تلك المهمة.

#### ■ تقسيم السندات حسب شكل الاصدار:

##### - سندات لحاملها:

هو ذلك السند الذي يخلو من اسم المستثمر، ويعد ورقة مالية يتم تداولها بيعا وشراء وتنازلا مثل بقية الأوراق المالية، ولكون فائدة هذا النوع من السندات يدفع من خلال كوبونات Coupon مرفقة. فان هذا النوع من السندات يسمى بسندات الكوبون Coupon Bonds حيث يحصل المستثمر على الفائدة بمجرد نزع الكوبون المرفق بالسند ويتقدم به الى البنك الذي يتوسط عن الجهة المصدرة للسند ليدفع له الفائدة نقدا.

##### - سندات اسمية أو مسجلة:

هو السند الذي يصدر باسم صاحبه، وهو سند غير قابل للتداول مثل السندات لحاملها، وانما تتم عملية البيع والشراء وفق القواعد القانونية لنقل الملكية بالنسبة للأصول الأخرى، ويضم هذا النوع من السندات الحماية الكاملة للمستثمر من ناحية السرقة أو التلف.

والسندات الاسمية أو ما يسمى السندات المسجلة يمكن أن تكون مسجلة بالكامل، ويشمل التسجيل هنا كلا من الدين الأصلي والفائدة، لذا لا يصرف أي منهما الا بشيك يحمل اسم صاحب السند وعن طريق البنك. كما يمكن أن تكون مسجلة تسجيليا جزئيا، ويقصد بالتسجيل هنا على أصل الدين فقط، أما الفائدة فتأخذ كما هو الحال في السندات لحاملها أي على شكل كوبونات ترفق بالسند وتزج منه بمجرد استحقاقها لتحصيلها من البنك مباشرة.

#### ■ تقسيم السندات حسب الضمان:

##### - سندات مضمونة:

يشير الضمان عادة الى أصل من الأصول الحقيقية مثل الأبنية والمعدات، ويقصد بالسندات المضمونة هي تلك السندات التي تعطي لحاملها الحق في المطالبة بالضمان المحدد عندما تنكل المنشأة المصدرة لها بالوفاء بأصل السند أو فائدته.

##### - سندات غير مضمونة:

أما السندات غير المضمونة فهي السندات التي تخلو من أي رهن لصالحها سوى تعهد المنشأة المصدرة لها بالتسديد وتسمى هذه السندات بالسندات العادية<sup>1</sup>.

#### ■ تقسيم السندات حسب القابلية للتحويل:

##### - سندات قابلة للتحويل:

تتمتع هذه السندات بميزة حق استبدالها بأسهم عادية وعلى أساس رغبة حاملها، ويتم تحديد طريقة الاستبدال ونسبتها وموعدها بشرط الاصدار، وتتمتع هذه السندات بمرونة، وحاملها يحصل على فوائد ثابتة في فترات الركود، ويمكنه الحصول على حصة من الأرباح في فترات الرواج بعد استبدال السندات بأسهم عادية<sup>2</sup>.

<sup>1</sup> مصطفى يوسف كافي، محمود عزت اللحام، علاء مسلم البكور، المرجع السابق، ص 136 - 141

<sup>2</sup> عزيزة بن سمينة، المرجع السابق، ص 94

تعد السندات القابلة للتحويل من أشهر أنواع السندات التي يهتم بها المستثمرين، حيث ينص صراحة بأن حامل السند يمكن له تحويل قيمة السند وفوائده إلى أسهم عادية في المنشأة المصدرة، أي أن يتحول المقرض إلى مساهم، ويتم ذلك بشروط محددة بنسبة تبادل Ratio of Exchange ويعبر عن نسبة التبادل بسعر التحويل Conversion Price أو بنسبة التحويل، ويقصد بالتحويل عدد الأسهم العادية التي تتحول إليها السندات القابلة للتحويل. أما سعر التحويل فإنه السعر الذي يتم به تبديل السندات القابلة للتحويل إلى أسهم عادية، كما تحدد الفترة التي يمكن التحويل فيها.

- سندات غير قابلة للتحويل:

أما السندات غير القابلة للتحويل هي الشكل الشائع لسندات الإقراض، لأن الأصل في السندات هي غير قابلة للتحويل، وإن منحت ميزة خاصة فإنها تكون قابلة للتحويل.<sup>1</sup>

▪ تقسيم السندات حسب القابلية للاستدعاء أو الإطفاء:

- سندات غير قابلة للاستدعاء :

وهي السندات التي يكون لحاملها الحق في الاحتفاظ بها لحين انتهاء أجلها ولا يجوز للجهة المصدرة استدعائها للإطفاء لأي سبب من الأسباب، والأصل أن تكون السندات غير قابلة للاستدعاء إلا إذا نصت على قابلية استدعائها بصراحة في عقد الإصدار.

- السندات القابلة للاستدعاء:

وهي السندات المشمولة بشرط الاستدعاء وتصدر عادة بعلاوة استدعاء يقصد بها تشجيع المستثمر على شرائها.<sup>2</sup>

3.1. الفرق بين الأسهم والسندات:

بين السهم والسند تمايزا ظاهرا واختلافا أصليا، فحين يشكل السهم نصيبا في رأس مال الشركة، يشكل السند ديناً على عاتق الشركة، فصاحب السهم شريك وصاحب السند دائن، وبين الشريك والدائن فرق كبير، ومن أهم الفروق بين الأسهم والسندات ما يلي:

- إن حملة السند هم دائنين، في حين أن حملة الأسهم مالكيين أي أن السند هو أداة دين، وأن السهم هو أداة ملكية؛

- يستحق حملة السندات فائدة محددة وثابتة تدفعها الشركة (الجهة) المصدرة للسند بمواعيد دورية منتظمة، وبغض النظر عن نتائج أعمالها ووصفها المالي، بينما أرباح الأسهم لا تستحق إلا عندما تحقق الشركة أرباح، أي أنها مرتبطة بنتائج أعمالها، وأن هذه الأرباح لا يتم دفعها إلى حملة الأسهم، إلا عندما تقرر الشركة توزيع هذه الأرباح. ولذلك فإن عائد السندات ثابت تمثله الفائدة التي تحملها، والتي تدفع لحاملي السندات سواء ربحت الشركة أم لم تربع، وحتى في حالة تحقيق خسارة. في حين أن عائد الأسهم مرتبط بتحقيق أرباح، وعندما يتقرر توزيعها على حملة الأسهم. وبالتالي فإن العائد الدوري الذي يحصل عليه المساهم، ينمو أو ينكمش مع نمو أو انكماش مركز الشركة المالي في السوق، ومع حجم الأرباح التي تحققها الشركة، ومع السياسة التي تتبعها في توزيع الأرباح على المساهمين في رأس مالها؛

- كل شركة مساهمة لها أسهمها، وليس بالضرورة أن يكون للشركة المساهمة سندات؛

<sup>1</sup> مصطفى يوسف كافي، محمود عزت اللحام، علاء مسلم البكور، المرجع السابق، ص 138 - 140

<sup>2</sup> محمد مطر، المرجع السابق، ص 224

- لا يمكن اصدار أسهم بأقل من قيمتها الاسمية، بينما يصدر السند بأقل من قيمته الاسمية، كما في السند الصادر بعلاوة اصدار؛
- الاستثمار في السندات يتأثر سلبا بالتضخم، أي أن المستثمر فيها (الدائن) يتضرر نتيجة للتضخم ويستفيد المقترض أي الشركة (الجهة المصدرة للسند)، في حين أن الاستثمار في الأسهم يمكن له أن يستوعب التضخم، وقد يتأثر به سلبا، أي أن السهم مشاركة في ملكية أصول الشركة باعتباره حق ملكية، وهذه الأصول تزداد في قيمتها، في أسعارها مع الزيادة العامة في الأسعار التي ترافق حصول التضخم في الاقتصاد؛
- حامل السهم له حق الرقابة وادارة الشركة عن طريق الجمعية العامة، بينما حامل السند ليس له الحق في الادارة الا في حالتين: تغيير الشكل القانوني أو ادماج في شركة أخرى؛
- حامل السهم لا يسترد ماله الا بالبيع في البورصة أو عند التصفية، ولا يشترط أن يكون ما دفعه هو ما يسترد وهو قابل للزيادة أو النقصان، أما حامل السند فيسترد رأس ماله في الموعد المحدد لاستحقاق السداد بالكامل<sup>1</sup>؛
- حامل السند يعتبر دائنا، ولذلك يكون له دائما حق الأولوية على حامل السهم بالنسبة لحصوله على مستحقاته المالية. فبغض النظر على مركز الشركة المالي، أو حجم الأرباح أو الخسائر التي تحققها الشركة خلال السنة، فان الشركة تكون دائما ملزمة، قانونيا، بسداد ديونها، وبدفع المستحقات بالكامل لحامل السند (مبلغ الفائدة الدوري + القيمة الاسمية للسند التي تدفع بالكامل في نهاية فترة الاستحقاق). ومقابل حق الأولوية هذا، فان حامل السند لا يستفيد في العادة من أي أرباح تحققها الشركة في أوقات التوسع أو الانتعاش الاقتصادي، فهو ليس له سوى مبلغ المديونية ومبلغ الفائدة الدوري، وكلاهما مبالغ ثابتة ومحددة ومعروفة سلفا.<sup>2</sup>

## 2. الأدوات المالية المشتقة (المتداولة في الأسواق الآجلة):

### 1.1.2. تعريف المشتقات المالية derivatives :

كما يدل عليه اسمها، فان وجود تلك العقود وكذا قيمتها السوقية تشتق أو تتوقف كليا على القيمة السوقية لأصل آخر يتداول في سوق حاضر. فسعر العقد المستقبلي لشراء القمح يتوقف على سعر القمح في السوق الحاضر الذي يتداول فيه. وقيمة عقد خيار لشراء سهم ما، تتوقف على القيمة السوقية للسهم في سوق الأوراق المالية. ويتم اللجوء إليها لعدة أسباب أهمها: محاولة زيادة حجم العائد على المحفظة الاستثمارية نتيجة لاشتقاق أداة مالية جديدة من ذات الأصل، أو استخدامها المستثمر بغرض التحوط لتغطية المخاطر المتعلقة بالمحفظة الاستثمارية الخاصة به. وللمشتقات عدة أشكال، حيث تعتبر عقود الخيارات وعقود المستقبلات والعقود الآجلة من أشهر المشتقات استخداما.<sup>3</sup>

ويعتبر عام 1973 عام الثورة في هذه العقود، إذ شهد تطورا لعقود المشتقات، وانتقالها إلى الأصول المالية بعد أن كان أمرها قاصرا (قبل ذلك) على العقود الآجلة والمستقبلية في السلع الزراعية والموارد الطبيعية كالذهب والفضة. كما اتجهت الخيارات للتداول في السوق المنظمة بعد أن كان تداولها قاصرا على السوق غير المنظمة.<sup>4</sup>

<sup>1</sup> عزيزة بن سميعة، المرجع السابق، ص ص 96- 97

<sup>2</sup> محمد سعيد السهموري، المرجع السابق، ص 86

<sup>3</sup> أزهرى الطيب الفكي أحمد، المرجع السابق، ص ص 42- 43

<sup>4</sup> منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في إدارة المخاطر: الهندسة المالية باستخدام التوريق والمشتقات، المرجع السابق، ص ص 5-6

## 2.2. أنواع المشتقات المالية:

لقد ابتكرت المشتقات المالية للتحوط من المخاطر (مخاطر تدهور أسعار الأدوات المالية التي تكون بحوزة مستثمر ما أو مخاطر تذبذب أسعار الفائدة وأسعار الصرف)، قبل أن تتحول بدورها الى أدوات استثمارية، شأنها في ذلك شأن الأوراق المالية العادية كالأسهم والسندات. لهذا تنوعت تلك المشتقات حسب طبيعة الأصل المعني أو المرتبط بها وكذا حسب آجالها. وتمثل في العقود التالية:

## 1.2.2. عقود الخيارات Option Contract:

الخيار هو عقد يعطي الحق (وليس الالتزام) لحامله، أي المشتري في أن يشتري أو يبيع أصلا من الأصول مثل الأسهم، السندات، العملات أو السلع...الخ مقابل عمولة غير قابلة للاسترداد، على أن يكون تسليم الأصل المعني وتسديد مبلغه في تاريخ قادم يحدد بالاتفاق بين طرفي العقد. يشترك سعر الخيار أو قيمته من قيمة الأصل المعني، ويكون الطرف الثاني أي بائع الخيار ملزما بتسليم أو استلام الأصل اذا ما طلب المشتري تنفيذ العقد في التاريخ المتفق. كما عرف أيضا على أنه أداة استثمارية تعطي لحائزها الحق في أن يشتري أو يبيع شيء ما بسعر ثابت محدد، اما في تاريخ محدد أو في أي وقت خلال فترة سريان العقد.

وبهذا فان الخيار عقد يقوم بموجبه محرر العقد بمنح مشتري العقد الحق في أن يشتري منه أو يبيع له أو الاثنین معا أصلا معينا وبكمية معينة خلال فترة زمنية معينة أو بتاريخ محدد. وتصنف الخيارات وفقا لمعيار توقيت التنفيذ الى:

- الخيار الأمريكي: هو عقد يسمح فيه للمشتري بأن يمارس حقه في الاختيار بالتنفيذ في أي وقت خلال فترة العقد، أي يمكن شراء الأوراق المالية أو السلع المتفق عليها في أي لحظة يشاء المشتري حتى وان كانت قبل تاريخ استحقاق الاختيار.
- الاختيار الأوروبي: هو عقد يكون فيه للمشتري الحق في طلب تنفيذ العقد فقط في تاريخ انتهاء صلاحية هذا الأخير.

## 2.2.2. العقود الآجلة forward contract :

هي عقود تبرم بين طرفين لشراء أو بيع كمية معينة من الأصول كالسلع والعملات والأوراق المالية بسعر محدد وقت اتمام العقد، ويلتزم الطرفان أن يكون التسليم والتسديد في فترة قادمة متفق عليها بمجرد إبرام العقد. تستعمل هذه العقود في الاحتماء والتحوط من المخاطر كما يستعملها المستثمرون والمضاربون كأدوات استثمار. تبرم هذه العقود المرنة غير النمطية في الأسواق الآجلة.<sup>1</sup>

## 3.2.2. العقود المستقبلية future contracts :

هي عقود ملزمة نمطية أي هي التزام متبادل بين طرفين يفرض على أحدهما أن يسلم الآخر أو يستلم منه، وبواسطة طرف ثالث (الوسيط)، كمية محددة من أصل أو سلعة معينة في مكان وزمان محددين وبسعر محدد. ويتم التعامل بهذه العقود في سلع حقيقية مثل: البن والسكر والقطن والنفط والمعادن الثمينة من الذهب والفضة، أو مالية كالسندات والأسهم والودائع والعملات الأجنبية، كما يمكن أن تشمل أيضا على مؤشرات السوق المالي.

كما تعرف بأنها عقود تعطي الحق في شراء أو بيع كمية من أصل معين بسعر محدد مسبقا على أن يتم التسليم في تاريخ لاحق في المستقبل، ويلتزم كل من الطرفين (البائع والمشتري) بإيداع نسبة من قيمة العقد لدى السمسار الذي

<sup>1</sup> جبار محفوظ، أسواق رؤوس الأموال: الهياكل، الأدوات والاستراتيجيات، الجزء الأول: مفاهيم أساسية، المرجع السابق، ص 246-

يتعامل معه، وذلك اما في صورة نقدية أو في صورة أوراق مالية بغرض حماية كل طرف من المشكلات التي قد تترتب على عدم مقدرة الطرف الآخر على الوفاء بالتزاماته<sup>1</sup>.

وعلى عكس النوع السابق من العقود، يتم تداول المستقبلات في أسواق منظمة مخصصة وبمساعدة غرف للمقاصة أو بيوت التسوية. تستعمل المستقبلات أيضا في التحوط من المخاطر والاستثمار، أي إعادة بيع العقد قبل تاريخ الاستحقاق بغرض تحقيق الأرباح.

#### 4.2.2. عقود المبادلة swaps:

عقد المبادلة هو عقد ملزم يتم بين طرفين خارج الأسواق المالية de gré à gré بغرض استبدال تركيبة مالية معينة أو تدفقات مالية محددة ناتجة عن القروض أو صفقات العملاء أو غيرها من العمليات المالية مقابل تركيبة أو تدفقات أخرى بغرض تخفيض تكاليف تلك الصفقات. من الأمثلة الشائعة عن عقود المبادلة عقود مبادلة أسعار الفائدة، حيث يقوم مشتري العقد باستبدال قرض بسعر فائدة متغير مقابل حصوله على قرض بسعر فائدة ثابت وبالتالي يقوم بائع العقد باستبدال سعر فائدة ثابت مقابل حصوله على سعر فائدة متغير. ومن الأمثلة الأخرى عقود مبادلة العملات. تستعمل هذه العقود للتحوط من تقلبات أسعار الفائدة وأسعار الصرف وغيرها من المخاطر.<sup>2</sup>

<sup>1</sup> سليمان موصللي، عدنان سليمان، الأسواق المالية، منشورات جامعة دمشق، سوريا، 2013، ص208

<sup>2</sup> جبار محفوظ، أسواق رؤوس الأموال: الهياكل، الأدوات والاستراتيجيات، الجزء الأول: مفاهيم أساسية، المرجع السابق، ص248

## قائمة المراجع أولاً: الكتب

1. أحمد صلاح عطية، محاسبة الاستثمار والتمويل في البنوك التجارية، الدار الجامعية، مصر، 2003/2002
2. أرشد فؤاد التميمي، أسامة عزمي سلام، الاستثمار بالأوراق المالية، دار المسيرة للنشر، عمان، الأردن، الطبعة الأولى، 2004
3. أرشد فؤاد التميمي، الأسواق المالية: اطار في التنظيم وتقييم الأدوات، دار اليازوري، عمان، الأردن، 2010
4. أزهرى الطيب الفكي أحمد، أسواق المال، دار الجنان للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، الطبعة الأولى، 2017
5. أكرم حداد، مشهور هذلول، النقود والمصارف: مدخل تحليلي ونظري، دار وائل للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2005
6. باري سيجل، النقود والبنوك والاقتصاد: وجعة نظر النقديين، ترجمة طه عبد الله منصور، عبد الفتاح عبد الرحمن عبد المجيد، دار المريح للنشر، الرياض، المملكة العربية السعودية، 1987
7. بسام الحجار، الاقتصاد النقدي والمصرفي، دار المنهل اللبناني، بيروت، لبنان، الطبعة الأولى، 2006
8. جمال جويدان الجمل، دراسات في الأسواق المالية والنقدية، دار الصفاء للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2002
9. حسين بني هاني، اقتصاديات النقود البنوك: المبادئ والأساسيات، دار ومكتبة الكندي للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2014
10. حسين بني هاني، الأسواق المالية: طبيعتها، تنظيمها، أدواتها المشتقة، دار الكندي، عمان، الأردن، 2002
11. خالد أمين عبد الله، العمليات المصرفية: الطرق المحاسبية الحديثة، دار وائل للنشر، عمان، الأردن، الطبعة الثانية، 2000
12. خبابة عبد الله، الاقتصاد المصرفي: البنوك الالكترونية - البنوك التجارية - السياسة النقدية، دار شباب الجامعة، الاسكندرية، مصر، 2008
13. رضا صاحب أبو حمد آل علي، ادارة المصارف- مدخل تحليلي كمي معاصر، دار الفكر للطباعة والنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2002
14. زكرياء الدوري، يسرى السامرائي، البنوك المركزية والسياسات النقدية، دار اليازوري، عمان، الأردن، 2006
15. زياد رمضان، مروان شموط، الأسواق المالية، الشركة العربية المتحدة للتسويق والتوريدات، القاهرة ، مصر، 2008
16. زينب عوض الله، أسامة محمد الفولي، أساسيات الاقتصاد النقدي والمصرفي، منشورات الحلبي الحقوقية، بيروت، لبنان، 2003
17. سليمان موصلي، عدنان سليمان، الأسواق المالية، منشورات جامعة دمشق، سوريا، 2013
18. سوزي عدلي ناشد، مقدمة في الاقتصاد النقدي والمصرفي، منشورات الحلبي القانونية، بيروت، لبنان، 2005
19. السيد عليوة، تحليل مخاطر الاستثمار في البورصة والأوراق المالية، دار الأمين، مصر، 2006
20. السيد متولي عبد القادر، اقتصاديات النقود والبنوك، دار الفكر، عمان، الأردن، الطبعة الأولى، 2010
21. السيد متولي عبد القادر، الأسواق المالية والنقدية في عالم متغير، دار الفكر، عمان، الأردن، 2010

22. السيد محمد أحمد السريتي، محمد عزت غزلان، اقتصاديات النقود والبنوك والأسواق المالية، مؤسسة رؤية، مصر، 2010
23. شامية أحمد زهير، النقود والمصارف، دارزهران للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، الطبعة الأولى، 2010
24. شقيري نوري موسى وآخرون، المؤسسات المالية المحلية والدولية، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة، عمان، الأردن، 2009
25. صالح مفتاح، النقود والسياسة النقدية: المفهوم، الأهداف، الأدوات، دار الفجر للنشر والتوزيع، القاهرة، مصر، 2005
26. صلاح السيد جودة، بورصة الأوراق المالية، مكتبة ومطبعة الاشعاع الفنية، الاسكندرية، مصر، 2000
27. طاهر فاضل البياتي، ميرال روجي سمارة، النقود والبنوك والمتغيرات الاقتصادية المعاصرة، دار وائل للنشر، عمان، الأردن، الطبعة الأولى، 2013
28. الطاهر لطرش، الاقتصاد النقدي والبنكي، ديوان المطبوعات الجامعية، بن عكنون، الجزائر، الطبعة الثانية، 2010
29. الطاهر لطرش، تقنيات البنوك، ديوان المطبوعات الجامعية، بن عكنون، الجزائر، الطبعة السابعة، 2010
30. عادل أحمد حشيش، أساسيات الاقتصاد النقدي والمصرفي، دار الجامعة الجديدة، القاهرة، مصر، 2004
31. عباس كاظم الدعوي، السياسات النقدية والمالية وأداء سوق الأوراق المالية، مجموعة النيل العربية، القاهرة، مصر، 2003
32. عبد الحليم عمار غربي، الوجيز في الاقتصاد النقدي والمصرفي، مطبوعات KIA Publications، الاصدار الأول (الالكتروني)، يناير 2018
33. عبد الغفار حنفي، ادارة المنشآت المتخصصة: ادارة البنوك، الدار الجامعية، الاسكندرية، مصر، 1997
34. عبد الغفار حنفي، رسمية زكي قرياقص، الأسواق والمؤسسات المالية، الدار الجامعية، مصر، 2004
35. عبد الغفار حنفي، رسمية قرياقص، أسواق المال: بورصات، مصارف، شركات تأمين، شركات استثمار، دار الجامعة الجديدة، الاسكندرية، مصر، 2000
36. عبد المجيد قدي، المدخل على السياسات الاقتصادية الكلية، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2003
37. عبد المطلب عبد الحميد، اقتصاديات النقود والبنوك، الدار الجامعية، مصر، 2007
38. عبد المطلب عبد الحميد، السياسات الاقتصادية: تحليل كلي وجزئي، مكتبة الزهراء الشرق، القاهرة، مصر، 1997
39. عبد المنعم السيد علي، نزار سعد الدين العيسى، النقود والمصارف والأسواق المالية، دار الحامد للنشر، عمان، الأردن، الطبعة الأولى، 2003
40. عبد النعيم مبارك، مبادئ علم الاقتصاد، الدار الجامعية، مصر، 1997
41. عزيزة بن سمينة، البورصة والأسواق المالية: دراسة تحليلية، دار الأيام للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، الطبعة الأولى، 2017
42. علي كنعان، النقود والصرافة والسياسة النقدية، دار المهمل اللبناني، بيروت، لبنان، الطبعة الأولى، 2012
43. فليح حسن خلف، الأسواق المالية والنقدية، جدارا للكتاب العالمي، عمان، الأردن، 2006

44. فليح حسن خلف، النقود والبنوك، عالم الكتب الحديث للنشر والتوزيع، اربد، الأردن، الطبعة الأولى، 2006
45. لعلو موسى بوخاري، سياسة الصرف الأجنبي وعلاقتها بالسياسة النقدية، مكتبة حسين العصرية، بيروت، لبنان، 2010
46. محفوظ جبار، أسواق رؤوس الأموال: الهياكل، الأدوات والاستراتيجيات، الجزء الثاني: الأسواق والأدوات المالية، دار الهدى، عين مليلة، الجزائر، الطبعة الأولى، 2011
47. محفوظ جبار، أسواق رؤوس الأموال: الهياكل، الأدوات والاستراتيجيات، الجزء الأول: مفاهيم أساسية، دار الهدى، عين مليلة، الجزائر، الطبعة الأولى، 2010
48. محفوظ جبار، البورصة وموقعها من أسواق العمليات المالية، الجزء الأول، دار هومة، الجزائر، 2002
49. محمد أحمد الأفندي، الاقتصاد النقدي والمصرفي، مركز الكتاب الأكاديمي، عمان، الأردن، الطبعة الأولى، 2018
50. محمد زكي الشافعي، مقدمة في النقود والبنوك، دار النهضة العربية، بيروت، لبنان، 1970
51. محمد سحنون، الاقتصاد النقدي والمصرفي، دار بهاء الدين للنشر والتوزيع، قسنطينة، الجزائر، 2003
52. محمد سعيد السهموري، اقتصاديات النقود والبنوك، دار الشروق للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، الطبعة الأولى، 2012
53. محمد صالح الحناوي، أساسيات الاستثمار في بورصة الأدوات المالية، الدار الجامعية، الاسكندرية، مصر، 1997
54. محمد صالح الحناوي، جلال ابراهيم العبد، بورصة الأوراق المالية: بين النظرية والتطبيق، الدار الجامعية، الاسكندرية، مصر، 2005
55. محمد ضيف الله القطايري، دور السياسة النقدية في الاستقرار والتنمية الاقتصادية (نظرية – تحليلية- قياسية)، دار غيداء للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2009
56. محمد مطر، ادارة الاستثمارات، مؤسسة الوراق للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، الطبعة الثالثة، 1999
57. محمود حامد عبد الرزاق، اقتصاديات النقود والبنوك والأسواق المالية، الدار الجامعية، الاسكندرية، مصر، الطبعة الأولى، 2013
58. محمود محمد الداغر، الأسواق المالية: مؤسسات، أوراق، بورصات، دار الشروق، عمان، الأردن، 2019
59. مروان عطون، الأسواق النقدية والمالية: البورصات ومشكلاتها في عالم النقد والمال، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2003
60. مروان عطون، النظريات النقدية، دار البعث للطباعة والنشر، قسنطينة، الجزائر، 1989
61. مصطفى رشدي شبحه، النقود والمصارف، دار الجامعة الجديدة للنشر، الاسكندرية، مصر، 1999
62. مصطفى يوسف كافي، محمود عزت اللحام، علاء مسلم البكور، أسواق مالية ونقدية، دار الاعصار العلمي للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، الطبعة الأولى، 2017
63. منير ابراهيم هندي، ادارة الأسواق والمنشآت المالية، المعارف للطباعة والنشر، الاسكندرية، مصر، 2002
64. منير ابراهيم هندي، الأسواق والمؤسسات المالية، دار الفكر الجامعي، مصر، 2007
65. منير ابراهيم هندي، الفكر الحديث في إدارة المخاطر: الهندسة المالية باستخدام التوريق والمشتقات، الجزء الثاني: المشتقات، العقود الآجلة والعقود المستقبلية، منشأة المعارف، الإسكندرية، مصر، 2003

66. ناظم محمد نوري الشمري، النقود والمصارف والنظرية النقدية، دار زهران للطباعة والنشر، عمان، الأردن، 2007
67. نعمة الله نجيب، محمود يونس، عبد النعيم مبارك، مقدمة اقتصاديات والصرافة والسياسات النقدية، الدار الجامعية، الاسكندرية، مصر، 2001
68. هوشيار معروف، الاستثمارات والأسواق المالية، دارالصفاء، عمان، الأردن، الطبعة الأولى، 2009
69. هيل عجمي جميل الجنابي، رمزي ياسين يسع أرسلان، النقود والمصارف والنظرية النقدية، دار وائل للنشر، عمان، الأردن، الطبعة الأولى، 2009
70. وليد بشيشي، دور السياسة النقدية في تحقيق النمو الاقتصادي، دار الكتاب الجامعي، الامارات، 2017
71. وليد صافي، أنس البكري، الأسواق المالية والدولية، دار المستقبل، عمان، الأردن، الطبعة الأولى، 2012

### ثانياً: الأطروحات

1. بلوافي محمد، أثر السياسة النقدية والمالية على النمو الاقتصادي – دراسة حالة الجزائر 1970-2011، أطروحة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة أبو بكر بلقايد، تلمسان، 2013
2. بن البار أمحمد، أثر السياسة النقدية والمالية على التضخم في الجزائر خلال الفترة 1986-2014 – دراسة تحليلية قياسية، أطروحة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة محمد بوضياف المسيلة، 2017
3. بناي فتيحة، السياسة النقدية والنمو الاقتصادي، مذكرة لنيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية، تخصص اقتصاديات المالية والبنوك، جامعة أمحمد بوقرة، بومرداس، 2008-2009

### ثالثاً: التقارير

1. هبة عبد المنعم، توجهات المصارف المركزية العربية نحو اصدار عملات رقمية، دراسات اقتصادية، صندوق النقد العربي، العدد 92، 2022، على الرابط:  
<https://www.amf.org.ae/sites/default/files/publications/2022-02>، تاريخ الاطلاع: 2022/10/15