



جامعة خنشلة

كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير



مطبوعة مقدمة لطلبة السنوات الثانية: علوم تجارية، علوم اقتصادية، علوم التسيير

تحت عنوان:

محاضرات في مقياس:

اقتصاد نقدي وأسواق رأس المال

من إعداد الدكتورة:

نصراوي دنيا زاد

السنة الجامعية: 2022/2021

فهرس

المحتويات

فهرس المحتويات

الصفحة	العنوان	
03	<u>فهرس المحتويات</u>	
05	تقديم	
07	القسم الأول- الاقتصاد النقدي	
08	التبادل والنقود	المحاضرة الأولى
9	تعريف وعيوب المقايضة	أولا
15	تعريف وخصائص النقود	ثانيا
20	وظائف وأنواع النقود	المحاضرة الثانية
21	وظائف النقود	أولا
26	أنواع النقود	ثانيا
37	الأنظمة والقواعد النقدية	المحاضرة الثالثة
38	الأنظمة النقدية	أولا
41	القواعد النقدية	ثانيا
54	المجمعات النقدية وإصدار النقود	المحاضرة الرابعة
55	البنك المركزي وإصدار النقود القانونية	أولا
62	البنوك التجارية وتوليد نقود الودائع	ثانيا
69	الطلب على النقود والنظريات المفسرة له	المحاضرة الخامسة
70	النظرية الكمية للنقود	أولا
79	الطلب على النقود والنظريات المفسرة له	المحاضرة السادسة
79	النظرية الكينزية	ثانيا
87	الطلب على النقود والنظريات المفسرة له	المحاضرة السابعة
87	نظرية الكينزيون الجدد	ثالثا

89	الطلب على النقود والنظريات المفسرة له	المحاضرة الثامنة
89	النظرية النقدية المعاصرة	رابعاً
93	السياسة النقدية	المحاضرة التاسعة
94	أساسيات السياسة النقدية	أولاً
107	السياسة النقدية في النظريات الاقتصادية	ثانياً
110	القسم الثاني- الأسواق المالية	
111	ماهية الأسواق المالية	المحاضرة العاشرة
112	مفهوم ووظائف السوق المالي	أولاً
116	أنواع السوق المالي	ثانياً
138	الأدوات المتداولة في سوق الأوراق المالية	المحاضرة الحادية عشر
139	الأوراق المالية	أولاً
148	المشتقات المالية	ثانياً
156	خاتمة	
157	قائمة المرجع	

تقديم

يشكل موضوع النقود جزءا هاما من التحليل الاقتصادي، وشغل حيزا كبيرا من اهتمام الباحثين والمفكرين، وكان محل جدل ونقاش حول دور النقود في الاقتصاد وتأثيرها على المؤشرات الكلية، واختلفت المدراس والنظريات الاقتصادية بشأن حياد النقود، وبالرغم من ذلك، هناك اتفاق بينها على أن الزيادة المفرطة في كمية النقود المتداولة، سيتسبب في ارتفاع المستوى العام للأسعار.

وعلى مدار السنوات السابقة، مرت النقود بسلسلة من التطورات التي نشأ عنها في كل مرة نوع جديد من النقود يناسب اتساع نطاق المبادلات وارتفاع وتيرة المعاملات الاقتصادية التي تتخذ النقود وسيطا لها.

حقق معدن الذهب استقرارا دام عقودا متتالية في النظم النقدية، إلا أن الندرة التي اتسم بها أدت إلى التخلي عن النقود الذهبية لتفسح المجال أمام النقود الورقية بوصفها أكثر مرونة واستجابة لمتطلبات المدفوعات المحلية والدولية.

تتضمن هذه المطبوعة الموجهة لطلبة السنة الثانية ليسانس؛ مجموعة من المحاضرات في مادة الاقتصاد النقدي وأسواق رأس المال. وبناء على ذلك، تهدف هذه الدروس إلى تحقيق الغايات التالية:

- دعم المعارف والمكتسبات السابقة للطلاب، وترسيخ المعلومات ذات الصلة بموضوع النقود.
- توضيح التطور الذي مرت به النقود والانواع التي استخدمتها المجتمعات والدول كوسيط تبادل ووسيلة لتسيير المبادلات على المستوى المحلي والدولي.
- توسيع دراية وإحاطة الطالب بدور النقود في الاقتصاد، وتباين وجهات نظر المدارس المتعاقبة حول الأثر الذي تمارسه النقود على المتغيرات الكلية.

يقسم مقياس الاقتصاد النقدي وأسواق رأس المال إلى قسمين، يرتبط القسم الأول منه بموضوع النقود، ومن خلاله يمكن إزالة الغموض عن كل جوانب النقود فتضمن المحاضرات التالية:

- المحاضرة الأولى: التبادل والنقود
 - المحاضرة الثانية: وظائف وأنواع النقود
 - المحاضرة الثالثة: الأنظمة والقواعد النقدية
 - المحاضرة الرابعة: المجمعات النقدية وإصدار النقود
 - المحاضرة الخامسة: النظرية الكمية للنقود
 - المحاضرة السادسة: النظرية الكينزية
 - المحاضرة السابعة: نظرية الكينزيون الجدد
 - المحاضرة التاسعة: السياسة النقدية
- أما القسم الثاني، فاحتوى على تعريف شامل للأسواق المالية وعرض أنواعها وحصر وظائفها ووصف الأدوات المتداولة فيها. وتضمن المحاضرات التالية:
- المحاضرة العاشرة: ماهية الأسواق المالية
 - المحاضرة الحادية عشر: الأدوات المتداولة في سوق الأوراق المالية

القسم الأول

الاقتصاد النقدي

الفصل الأول

التبادل والنقود

الفصل الأول: التبادل والنقود

يرتبط ظهور النقود وتطورها ارتباطاً وثيقاً بتطور نشاط المبادلة واتساع نطاقه، ولما كان هذا النشاط محدوداً وضيقاً يسوده الاكتفاء الذاتي في المجتمعات البدائية كانت الحاجة لاستخدام النقود غير ضرورية، لكن بمجرد اتساع حجم المبادلات مع ظهور التخصص وتقسيم العمل، أصبح استخدام النقود ضرورة ملحة فرضها تطور المجتمعات خاصة على الصعيد الزراعي والتجاري والاقتصادي الذي سمح بتحقيق فوائض الإنتاج التي فسحت بدورها المجال أما النظام التجاري الأول الذي عرفه الإنسان وهو نظام المقايضة.

أولاً: تعريف وعيوب المقايضة

قبل الانتقال إلى تعريف النقود يجب أولاً الإحاطة بنظام المقايضة الذي ساد خلال فترة طويلة من الزمن قبل أن تظهر النقود وتصبح هي الوسيط في تسوية المبادلات والمعاملات بين الأفراد وأداة لسداد الديون.

أ- تعريف المقايضة

يعتبر نظام المقايضة أو المبادلة (Barter) من أقدم أنواع الأنظمة النقدية، وقد كان يعتمد على مبادلة سلعة ما بسلعة أخرى دون وسيط. حيث يتم التعبير عن قيمة السلعة في السوق بقيم كل من السلع الأخرى المتاحة في السوق¹، فلو كانت في السوق سلعتين هما القمح والأرز وكانت قيمة كيس القمح تعادل قيمة أربع أكياس أرز، أي أن 4/1 كيس قمح تعادل كيس أرز، وإذا كان الأرز يعادل ثلاث أكياس من الذرة، فإن كيس القمح يعادل 12 كيساً من الذرة.

¹ محمود حسين الوادي وآخرون، النقود والمصارف، دار المسيرة للنشر والتوزيع، عمان: الأردن، 2010، ص ص:

ووفقا لذلك إذا كان عدد السلع المتاحة للتبادل في السوق هو مائة سلعة، فإن ذلك يتطلب من المتعامل تحديد نسب مبادلة سلعته مع كل السلع الأخرى وعددها 99 سلعة.

في ظل غياب وسيط للمبادلة، كان يجب التعامل بالعديد من نسب التبادل، ما أفضى إلى صعوبات في عملية المبادلة

ويمكن التعبير عن العدد الكلي لنسب التبادل بالعلاقة التالية:

$$BR \text{ (Barter Ratios)} = N(N-1)/2$$

BR يساوي العدد الكلي للأسعار أو نسب المقايضة والتبادل.

N يساوي عدد السلع المتبادلة

N-1 يساوي عدد نسب التبادل لكل سلعة ويقسم البسط على (2) لأن نسبة التبادل لأي سلعة يمكن أن يستخدم للسلعة الأخرى. وتطبيق المعادلة على المثال السابق (100) سلعة سيتم الحصول على النتيجة التالية:

$$BR = 100(100-1)/2 = 4950$$

وللتوضيح أكثر، يمكن الاعتماد على بيانات الجدول الموالي:

الجدول رقم (01): نسب المبادلة لمجموعة سلع

السلع	A	B	C	D	E	F
A	-	A/B	A/C	A/D	A/E	A/F
B	BA	-	B/C	B/D	B/E	B/F
C	C/A	CB	-	C/D	C/E	C/F
D	D/A	D/B	D/C	-	D/E	D/F
E	E/A	E/B	E/C	E/D	-	E/F
F	F/A	F/B	F/C	/FD	F/E	-

يتضح من خلال الجدول السابق أن في اقتصاد يتضمن ست سلع، سيكون لكل سلعة خمس نسب تبادل، أي:

$$BR = 6(6-1)/2 = 15$$

وفي المحصلة، توجد 15 نسبة تبادل في اقتصاد يضم ست سلع، فماذا لو كانت السلع الموجودة أكثر عددا، سيكون هناك العديد من نسب التبادل، ما يفضي إلى ارتباك وبلبلة واضطراب في عملية التبادل بين الأفراد.

فلو وجدت 1000 سلعة في الاقتصاد، سيكون عدد نسب التبادل:

$$1000 \times (1000-1)/2$$

ويتضح من ذلك وجود عدد كبير من نسب التبادل، وينتج عنها صعوبة سيطرة المتعاملين على المعلومات المطلوبة من نسب تبادل السلع المختلفة لتمكينهم من القيام بالعمليات التبادلية بصورة فورية.¹

¹ محمود حسين الوادي وآخرون، مرجع سبق ذكره، ص: 15.

ب- عيوب المقايضة

إلى جانب تعدد نسب التبادل بسبب عدم وجود وسيط في التبادل، نتج عن تطبيق نظام المقايضة مجموعة من الصعوبات التي ترد أدناه:¹

1- صعوبة إيجاد التوافق بين رغبات المتعاملين (البائع والمشتري) في

السوق Lack of Double Coincidence of Wants

يتطلب نظام المقايضة وجود توافق في رغبات الطرفين في تبادل سلع أو خدمات كليهما، فمن الضروري أن يجد الشخص الذي يرغب في تبادل سلعه وخدماته؛ شخصا آخر مستعدا لمبادلة سلعه وخدماته أيضا بشرط أن يمتلك السلع أو الخدمات التي يرغب الشخص الأول في الحصول عليها. فلو كان عند الشخص الأول قمحا ويريد استبداله بالأرز، ففي ظل نظام المقايضة يتعين عليه أن يجد شخصا آخر يملك أرزا ويريد مبادلته بالقمح وهنا يتحقق التوافق المادي في الرغبات، وتحققه يجب أن يرافق بالتوافق الزمني والمكاني أيضا أي يجب أن يلتقي مالك القمح مع مالك الأرز في نفس السوق وفي نفس الفترة الزمنية حتى تتم عملية المبادلة التي تحقق رغبة الطرفين، إلا أن وجود مثل هذه الصدفة المزدوجة في الرغبة احتمال بعيد وعملية شاقة جدا وتستغرق وقتا طويلا، وفي الغالب سيقوم مالك القمح بمبادلته ربما بالذرة ثم بالشعير قبل أن يتمكن من مبادلته بالأرز. وبالتالي يستهلك نظام المقايضة الوقت ويشكل عقبة كبيرة أمام تنمية التبادل وتوسيعه.

2- غياب مقياس مشترك للقيمة Lack of a Common Measure of Value

من عيوب نظام المقايضة عدم وجود وحدة مشتركة لقياس قيم السلع والخدمات، فحتى لو تحقق التوافق التام في الرغبات، فإن عائقا آخر سيحول دون إتمام المبادلة

¹ عزت قناوي، أساسيات في النقود والبنوك، دار النشر والتوزيع، الفيوم، مصر، 2005، ص ص: 10-09.

على النحو الذي يرضي كلا الطرفين بسبب عدم معرفة نسبة التبادل المناسبة والعادلة للسلعتين، ولأنه لا يوجد مقياس مشترك للقيمة، فإن سعر التبادل سيتحدد بصورة غير عادلة وفقا لكثافة الطلب على سلع كل منهما، والنتيجة لذلك هي خروج أحد أطراف المبادلة غير راض بسبب صعوبة تحديد الخسائر والأرباح.

علاوة على ذلك ففي ظل نظام المقايضة يتعين تحديد قيمة كل سلعة بالنسبة لكل السلع الموجودة في السوق أي تحديد نسبة تبادل كل سلعة بالنسبة للسلع الأخرى، وينتج عن ذلك عددا كبيرا من نسب التبادل التي يجب أن يكون المتعاملون على علم بها كلها وهو ما قد يتعذر في الواقع وتصبح إمكانية المحاسبة غير محتملة لأن ميزانية كل شخص ستألف من جرد طويل لمختلف أنواع وكميات السلع المملوكة وغير المملوكة.

3- عدم قابلية بعض السلع للتجزئة Indivisibility of Certain Good

يقوم نظام المقايضة على تبادل السلع مع سلع أخرى، إلا أن من الصعب تحديد نسب تبادل بعض السلع التي لا يمكن تجزئتها والتي تطرح مشكلة حقيقية في إطار المقايضة. فقد يرغب شخص في الحصول على حصان والآخر على خروف وقد يكون كلاهما على استعداد للتبادل، وقد يطلب الأول أكثر من أربعة أغنام على حصان، لكن الآخر غير مستعد لإعطاء خمسة أغنام وبالتالي لا يتم تبادل أي منهما إذا كانت الأغنام غير قابلة للقسمة، لأن دفع أربع ونصف خروف مقابل حصان قد يكون مرض بشكل متبادل، وعلى نحو مماثل، إذا كان الشخص مالك الحصان لا يريد سوى خروف، فكيف سيتبادل حصانه مع خروفين، وبما أنه من غير الممكن أن يقسم حصانه، فلن يكون من الممكن أن يتم تداول أي من السلعتين بين الشخصين، وبالتالي فإن عدم قابلية بعض السلع للتجزئة يجعل نظام المقايضة غير قابل للتنفيذ.

4- صعوبة تخزين بعض السلع Difficulty in Store Value

في ظل المقايضة، من الصعب تخزين القيمة بسبب تعرض بعض السلع للتلف بسرعة وبالتالي لا يمكن الاحتفاظ بها لفترة طويلة ويجب البحث عن من يريد مقايضتها بسلعته في وقت قصير، فإن تعذر ذلك فقد تصبح السلع غير صالحة أو تتدهور قيمتها، وبما أن معظم السلع المتداولة هي تلك الشائعة الاستهلاك كالحبوب والخضر والفواكه، وغيرها من السلع القابلة للتلف، فإن تخزينها مكلف للغاية وقد يحمل مالكمها خسارة كبيرة.

5- صعوبة دفع المبالغ المؤجلة Difficulty in Making Deferred Payments

في اقتصاد المقايضة، كان من الصعب تسديد المدفوعات في المستقبل، وبما أن المدفوعات تدفع في السلع والخدمات، فإن عقود الديون لا يمكن أن تكون ممكنة بسبب خلافات بين الطرفين بسبب ما يلي:

- كثيرا ما يثار الجدل بشأن نوعية السلع أو الخدمات التي يتعين سدادها.
- تعرض كلا الطرفين للخطر الذي قد تتعرض له السلعة بحيث يزداد السداد أو ينخفض بشكل خطير في القيمة خلال مدة العقد، على سبيل المثال، قد ترتفع قيمة القمح بشكل ملحوظ مقارنة بالسلع الأساسية الأخرى فيتحمل الطرف المدين تكلفة إضافية ناتجة عن زيادة كمية القمح التي سيبادلها مقابل سلعته.
- لتجاوز الصعوبات التي أفرزها نظام المقايضة، خاصة في ظل اتساع نطاق التبادل وزيادة حجم الإنتاج والمعاملات التجارية بين الأفراد؛ كان لابد من إيجاد وسيط في التبادل لتسهيل المبادلات وجعلها أكثر سرعة ويسرا وإرضاء لكل أطراف المبادلة، هذا الوسيط في التبادل مهما اختلفت طبيعته ومادة صنعه كان يجب أن يؤدي كل الوظائف التي تسير التطور في الجوانب الاقتصادية والتجارية للمجتمعات البشرية ويضع حدا لعيوب المقايضة¹.

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

ثانياً: تعريف وخصائص النقود

أ- التعريف بالنقود

1- التعريف اللغوي

النقد: من نقد، وجمعها نقود، والفاعل منها ناقد، وجمعه نقاد، وللقد معان متعددة منها الإعطاء فيقال نقدته الدراهم والدنانير أي أعطيته إياها، ويأتي بمعنى التمييز، فنقد الدراهم والدنانير تعني ميز بين الجيد منها والردىء. ويأتي بمعنى القبض والأخذ، فيقال انتقد الدراهم والدنانير، أي أخذها وقبضها.¹

2- التعريف الاصطلاحي

يمكن التمييز بين التعريف الوظيفي والتعريف المادي

1-2- التعريف الوظيفي

يتم تعريف النقود تبعاً لوظائفها أو خصائصها، أو من حيث قانونيتها.² حيث تعرف بأنها كل شيء يلقي قبولا عاما كوسيط للتبادل ومقياسا للقيمة ومستودعا للثروة. وهذا هو التعريف الوظيفي للنقود الذي يهتم بالوظائف الأساسية للنقود والتي وجد النقد في الأصل لأدائها بغية تسهيل المعاملات والمبادلات في الاقتصاد. فأى مادة تتحقق فيها الوظائف الثلاثة يمكن اعتبارها نقدا، وكل شيء يلقي قبولا عاما كوسيط للتبادل مهما كان ذلك الشيء وعلى أي حالة يكون.³ وفي هذا السياق يقول الاقتصادي الأمريكي F.A Walker (1840-1897) أن النقود هي أي شيء تفعله النقود (money is what money does). أما الاقتصادي كينز J.M Keynez فقد

¹ أنس إبراهيم جاموس، النقود الافتراضية - مفهوما، آلية التعامل بها، حكمها-، بحث مقدم إلى جامعة الشارقة، 2018، ص: 4-5.

² ما يقابل كلمة نقود في الإنجليزية كلمة money التي يرجع أصلها اللغوي في علم المصطلحات (Terminology) إلى التعبير اللاتيني (moneta) المقتبس من الفعل (moneo) الذي يعني الإنذار أو الرأي، حيث كانت كلمة نقود منقوشة على حجر الشاهد لـ جونون، أين كان يعتقد أنه جرى سك بعض أنواع النقود.

³ أكرم حداد، مشهور هذلول، النقود والمصارف: مدخل تحليلي ونظري، دار وائل للنشر والتوزيع، الأردن، 2005، ص: 20.

عرف النقود بأنها كل شيء يستخدم لتسوية المدفوعات باعتباره ذو قبول عام كوسيط للمبادلة ويستخدم لحفظ القوة الشرائية¹.

النقد هو شيء اعتباري سواء كان ذلك الاعتبار قانوني وشرعي أو عرف عام.

2-2- التعريف المادي

ينظر التعريف المادي للنقود على أنها أصل ورصيد يمكن قياس كميته في أي لحظة زمنية معينة، وتاريخيا، كانت تعريفات النقود تتركز حول قياس كمية وسائل الدفع في الاقتصاد باعتبارها مجموع تلك البنود التي تستخدم كوسيلة للمدفوعات في الاقتصاد، ولا تتشكل من النقود المتاحة لدى الأفراد والمستخدمة في التبادلات فحسب (النقود بالمعنى الضيق)، وإنما تتشكل أيضا من الحسابات الجارية ولأجل لدى البنوك التجارية (النقود بالمعنى الواسع). ويرجع هذا المفهوم الواسع للنقود للاقتصادي الأمريكي ميلتون فريدمان (Milton Fridman)، وقد حظي بقبول كبير في وسط الخبراء والاقتصاديين، حيث عرف النقود بأنها مجموع العملة

في يد عامة الناس بالإضافة إلى كل الودائع الجارية (تحت الطلب Demand Deposits) والآجلة (ودائع الادخار savings deposits) في البنوك التجارية، وكثيرا ما يرمز فريدمان لتعريفه للنقود بالمعنى الواسع بالرمز M2²، وإن كان حاليا يتم استخدام تعريفات أوسع للنقود من M2 هي M3 و M4 وغيرها.

العملة في يد عامة الأفراد (خارج الجهاز المصرفي) + الودائع الجارية = (النقود بالمعنى الضيق) M1

ودائع الادخار ولأجل لدى البنوك التجارية + M1 = (النقود بالمعنى الواسع) M2=

أشباه النقود + M2 = M3

أشباه النقود = مجموع الأصول النقدية المتداولة على مستوى السوق النقدية مثل أذون الخزانة الحكومية (أصول عالية السيولة).

الاستغناء عن بعض الأصول واستبدالها بأخرى أو يمكن زيادة أخرى حسب الوضعية النقدية لكل دولة وحسب أهداف البنك المركزي.

ب- التمييز بين العملة والنقد

يتوجب التفريق بين مفهومي النقد والعملة هو كل ما يتمتع بقبول عام في إتمام المبادلات والوفاء بالديون وعادة ما يكون ناشئاً عن الاتفاق أو العادة أو العرف أو ثقة الأفراد.

أما العملة فهي نوع من أنواع النقود الحكومية وهو ما يكون لها قوة إبراء الديون وتقتصر على المسكوكات المعدنية والعملة الورقية الحكومية.

والنقد يشمل إضافة لذلك الأوراق المصرفية المتداولة تحت مدلول ثقة المتعاملين في قدرة وملاءة البنك الذي أصدرها، بدفع قيمتها بعملة الدولة. فالعملة هي كل ما تعتبره السلطة الحاكمة نقوداً، وتضفي عليها قوة القانون صفة إبراء الذمة، فتلقى قبولاً عاماً. أما النقود فهي أعم من العملة إذا تشمل العملة وأشباه النقود إذن فكل عملة هي نقد، وليس كل نقد عملة. لذلك يرجح إطلاق كلمة النقود الإلكترونية على بطاقات الائتمان والنقود الافتراضية على البتكوين.

ج- خصائص النقود

يتطلب الشيء الاعتباري أو المادي الذي يقوم بدور النقود توفر مجموعة من الخصائص والشروط التي إذا وفرت فيها على نحو كامل تصبح نقوداً تستطيع القيام بوظائف النقود بالكفاءة المطلوبة، ويرد أدناه شرح لهذه الخصائص:¹

¹ طاهر فاضل البياتي، ميرال روجي سمارة، النقود والبنوك والمتغيرات الاقتصادية المعاصرة، دار وائل للنشر، الأردن: عمان، 2013، ص: 30-31.

1- الديمومة (Durability)

يشترط في النقود الاحتفاظ بها من لحظة استلامها والحصول عليها إلى غاية إنفاقها واستخدامها في تسوية المدفوعات مستقبلا دون أن تفقد قيمتها أو جزء منها جراء تعرضها للتلف وتفقد بذلك قدرتها الشرائية، ولذلك يجب أن تصنع النقود من مواد مقاومة للتلف والإهتراء الناتج عن عمليات التداول المتكررة أو نتيجة تخزينها أو إيداعها في البنوك لكونها مخزنا ومستودعا للثروة.

2- التجانس (Homogeneity)

يقصد بالتجانس تماثل الوحدات النقدية ذات الفئة الواحدة أي عدم وجود فروق في النوعية وفي قوة الإبراء الذي تمنحه وحدات نفس الوحدة إلى مالكيها، وإلا سيوجد أكثر من ثمن للسلعة أو الخدمة الواحدة.

3- قابلية الانقسام (Divisibility)

يجب أن تكون الوحدة النقدية قابلة للتقسيم إلى أجزاء صغيرة تسمح بإتمام المعاملات الصغيرة وتسهيل عمليات البيع والشراء للسلع ذات القيمة المنخفضة.

4- سهولة الحمل (Portability)

يجب أن يكون الشيء الذي يتخذ كنقود ملائما في حجمه ووزنه بحيث يسهل حمله عند أدائه لوظائفه المختلفة.

5- لا تتسم بالوفرة (Abundance)

لأجل الوصول إلى حالة التوازن الاقتصادي فإن كمية النقود المعروضة يجب أن تعادل من حيث القيمة الناتج القومي خلال فترة زمنية معينة، فإذا كانت كمية النقود المعروضة أكبر من قيمة الناتج القومي، فإن ذلك يعرض قيمتها التبادلية إلى الانخفاض، وفي نفس الوقت يجب أن لا تكون كميتها المعروضة أقل من قيمة الناتج القومي لأن ذلك يعيق تطور النشاط الاقتصادي. لذا فإنه من الضروري أن تكون كمية النقود المعروضة بالكمية التي تتلاءم مع حجم المبادلات واحتياجات الاقتصاد القومي.

الفصل الثاني

وظائف وأنواع النقود

الفصل الثاني: وظائف وأنواع النقود

أولاً: وظائف النقود

للنقود وظائف أساسية ووظائف مشتقة، تعد الوظائف الأساسية أصلية ووجدت النقود أساساً لتأديتها نظراً للحاجة إليها في ظل غياب وسيط التبادل الذي تميز به نظام المقايضة البدائي. أما الوظائف المشتقة، فظهرت نتيجة التطور السريع في المعاملات التجارية والذي صاحبه تطور كذلك في طرق تسوية الالتزامات الناتجة عن هذه المعاملات.

أ- الوظائف الأساسية للنقود

تتضمن الوظائف الأساسية للنقود، وظيفة النقود كوسيط مبادلة، ووظيفة النقود كمقياس للقيمة.

1- النقود كوسيط للمبادلات Medium Of Exchange

أحد العيوب الأساسية للمقايضة هو صعوبة التوافق المادي والمكاني والزمني للطلبات بسبب عدم وجود وسيط للتبادل يفصل بين عمليتي البيع والشراء، فالنقود كوسيط تبادل تمنح حائزها مجالاً أوسع للاختيار في الزمان والمكان وكذا الأشخاص المناسبين، وفي هذا تخفيف لتكاليف وعبء نفقات المعاملات (تخزين السلع ونقلها)، وتجنب هدر الجهود والوقت في سبيل البحث عن الفرصة الملائمة للمبادلة، وبدل ذلك يتم توجيه الجهود وتركيزها باتجاه تحسين وزيادة الإنتاج، وبذلك تكون النقود قد قضت على صعوبة توافق رغبات المتعاملين وفي الوقت ذاته ساهمت في التكيف مع التطور المستمر والشامل للمجتمعات الإنسانية والذي بدأ بعملية التخصص وتقسيم

العمل بين الأفراد والمهن، وزيادة الإنتاج الذي سمح بتبادل المنتجات واتساع حجم المعاملات الاقتصادية¹.

وما يجعل أداء النقود لوظيفة الوسيط في التبادل ممكنا، هو إمكانية الاحتفاظ بها خلال الفترة الزمنية التي تفصل بين عمليتي البيع والشراء، ذلك يفترض إمكانية تخزين النقود لفترات طويلة دون أن تفقد جزءا من قيمتها. إلى جانب أنها تتسم بالقبول العام من جميع الأفراد بحكم الثقة في التعامل بها من خلال ماتختص به من مقدرة على القيام بوظائفها، بحيث تمنح منفعة لكل فرد من أفراد المجتمع ما يجعله راغبا في حيازتها، ومصدر هذه المنفعة يكمن في قوتها الشرائية العامة التي تستمدتها من سلطة القانون الذي فرضها وألزمها في التداول، ما يجعل حائزها قادرا على تحويلها في أي لحظة زمنية إلى سلع أو خدمات².

2- النقود كمعيار للقيمة ووحدة حساب Measure Of Value

باستعمال النقود وقبولها قبولاً عاماً كوسيط للتبادل، كان من الطبيعي أن يعبر عنها كقيم للسلع والخدمات بحيث يتم تقدير قيمتها بوحدات حسابية ذلك أن النقود تقيس قيمة الأشياء. وقد تغلبت النقود على مشكلات تعدد نسب التبادل والحساب الاقتصادي في ظل نظام المقايضة، إذ أصبح يعبر عن قيمة وحدة واحدة في كل سلعة أو خدمة بوحدات نقدية أي بالثمن النقدي، ومن ثم أصبح لكل سلعة أو خدمة قيمة نقدية واحدة بدلا من آلاف القيم. وعلى الرغم من ذلك لا تصل النقود إلى مستوى القياس المطلق مثل وحدات قياس الأطوال والأوزان التي تتمتع بالثبات المطلق، ولا تتغير عبر الزمان والمكان، إذ أن قيمة النقود تتغير ارتفاعا وانخفاضا عبر الزمن وتبعا

¹ أحمد زهير شامية، اقتصاديات النقود والمصارف، مديرية الكتب والمطبوعات الجامعية، جامعة حلب، 2000، ص: 20.

² الطاهر لطرش، الاقتصاد النقدي والبنكي، الطبعة الثانية، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2010، ص: 20.

لأسعار السلع والخدمات، أما التعبير عن قيمة الوحدة النقدية يكون بكمية السلع والخدمات التي يمكن اقتناؤها في لحظة زمنية معينة بهذه الوحدة النقدية، وتزيد هذه الكمية في حالة الانكماش حيث تنخفض الأسعار بسبب انخفاض الطلب على السلع والخدمات وزيادة الميل إلى الاحتفاظ بالنقود. وتنخفض في حالة التضخم حيث يزيد الطلب على السلع والخدمات فترتفع أسعارها نتيجة الزيادة في إنفاق النقود. ولذلك يعد الثبات في قيمة النقود ثباتا نسبيا لقيمة الوحدة النقدية.

$$\text{Money value} = 1/p$$

Money value = قيمة النقود، p = مستوى الأسعار (prices)

ب- الوظائف المشتقة للنقود

تتضمن الوظائف المشتقة للنقود، الوظائف التي اشتقت من الوظائف الأصلية، والتي ظهرت بسبب تطور المعاملات كيفية إتمامها.

1- النقود مستودع للقيمة store of value

في ظل نظام المقايضة كان من الصعب تأجيل المبادلة بسبب خصائص بعض السلع التي تجعلها غير قابلة للاحتفاظ بها بسبب تعرضها للتلف بسرعة وفقدان جزء من أو كل قيمتها خلال الفترة التي تفصل بين عمليتي البيع والشراء، وذلك يعني عدم القدرة على تخزين قيمة السلع إلى حين بلوغ الوقت المناسب لاستخدامها.

أما في الوقت الحاضر، وبسبب خاصية الدوام والثبات، التي تتميز بها النقود كوسيلة للتبادل أمكن فصل عملية التقايض المباشر إلى عمليتي بيع وشراء كما أمكن تبعا لذلك تأجيل عملية الشراء بالاحتفاظ بالنقود ولفترة معينة. إذ يستطيع المرء أن يبيع منتجاته الاقتصادية الآن ثم يحتفظ بالنقود لاستخدامها عند الحاجة في

المستقبل، وهنا قامت النقود كقوة شرائية عامة وعلى المستوى الفردي بدور هام في اختزان القيم، وهذه الصفة بالمقارنة بالتخزين السلعي تعد النقود أكثر الوسائل تخزينا للقيم سهولة وأقلها تكلفة وأفضلها ملائمة وذلك للأسباب التالية:

- النقود لا تكلف شيئا في صورة نفقات تخزين.
 - لا تتعرض لتلف مادي يذكر من جراء تخزينها كما أنها كأصل مالي كامل السيولة.
 - تعطي لحائزها الحرية في الإنفاق على ما يريد عندما يستخدمها في المستقبل.
- ولا تستخدم النقود لوحدها في أداء هذه الوظيفة، فبالإمكان استخدام أدوات أخرى أيضا، مثل الأسهم والسندات وشهادات الاستثمار، والودائع الآجلة وودائع التوفير، هذه العناصر التي تحتفظ بقيمتها عبر الزمن، واستخدام هذه الأدوات كمستودع للقيمة يمتاز عن النقود من ناحيتين¹:

- أن هذه الأدوات تدر على صاحبها دخلا على شاكلة فائدة أرباح.
- قد يرتفع سعر هذه الأدوات بالنسبة للنقود إذا ارتفعت الأسعار، وبذلك يحقق صاحبها ربحا.

وفي مقابل هذه الميزات، هناك مساوئ يمكن ذكرها فيما يلي:

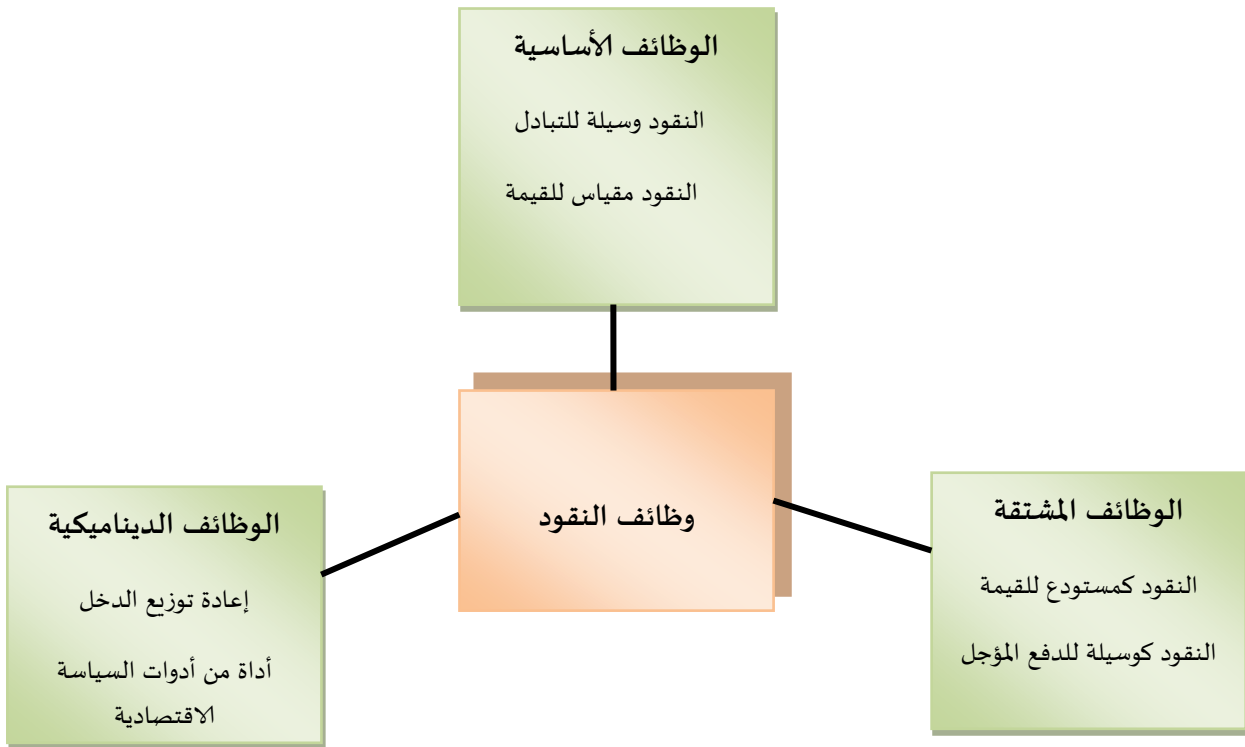
- صاحب هذه الأدوات قد يتحمل نفقات تخزين.
- النقود تمثل قمة السيولة، وتمثل قوة شرائية حاليا يمكن استبدالها في الحال بسلع وخدمات، أما هذه الأدوات فلا تتمتع بصفة القبول العام.

¹ عزت قناوي، مرجع سابق، ص:16.

2- النقود كمقياس للمدفوعات الآجلة (standard of deferred payment)

برزت أهمية هذه الوظيفة مع اتجاه الاقتصاديات الحديثة إلى تسوية المعاملات مستقبلا، ذلك أن جزءا من المعاملات غالبا لا يتم في الحاضر، بل يتم مقابل وعد بالدفع بالنقود في المستقبل، هنا قامت النقود بوظيفة معيار للدفع المؤجل، وتمارس هذه الوظيفة من خلال قدرتها على إبراء الذمة في أي وقت، هذا ولاستعمال النقود كمعيار للدفع المؤجل يتطلب وجود ثقة بين الأفراد في أن قيمة النقود تتميز بثبات نسبي، وقد ازداد استخدام النقود كوسيلة للمدفوعات الآجلة في الوقت الحاضر بعد أن أصبحت المعاملات في تزايد مستمر.

الشكل رقم (01): وظائف النقود



المصدر: من إعداد المؤلف

ثانياً: أنواع النقود

تطورت النقود منذ اكتشافها حتى وصلت إلى الصورة الحالية التي يتم التعامل بها، وكانت في كل مرة تعكس التطور الاقتصادي والاجتماعي للمجتمعات البشرية، فحسب مادة صنع النقود يمكن التمييز بين النقود السلعية والنقود الائتمانية، فالنقود السلعية هي النقود التي تتساوى تقريباً قيمتها النقدية مع قيمتها التجارية مثل النقود الطبيعية والنقود الذهبية والفضية. وتعتبر النقود الائتمانية عن النقود التي تكون قيمتها النقدية أكبر بكثير من قيمتها التجارية مثال ذلك النقود الورقية والنقود المعدنية المساعدة ونقود الودائع وهي عبارة عن قيود دفترية بالبنوك التجارية ويتم تداولها بواسطة الشيكات. وقد اختفت النقود السلعية من التداول ولم يبقى سوى النقود الائتمانية.

وقد فرض التطور التقني والتكنولوجي الذي ميز العصر الحديث أنواع جديدة من النقود كالنقود الإلكترونية والنقود الافتراضية (البتكوين) Bitcoin.

أ- النقود السلعية commodity money

تعتبر النقود السلعية أول أشكال النقود التي تم التعامل بها في المجتمعات القديمة بعد زوال نظام المقايضة، وذلك من خلال اختيار سلعة معينة يتم الاتفاق عليها فيما بينهم لتقوم بدور النقود وأداء الوظيفة الأساسية لها كوسيط مبادلة، وكان معيار اختيار هذه السلعة هو أن تتمتع بقبول عام من المتعاملين. وقد تنوعت السلع التي استخدمت كنقود وفقاً لطبيعة المجتمعات وعاداتها وتقاليدها وأعرافها وحتى الظروف البيئية والمناخية التي تعيش فيها. فمثلاً تم استخدام الماشية في مجتمعات الرعي كنقود (كالإغريق)، واستخدم الهنود الحمر التبغ، أما الصينيون فاستخدموا السكاكين، بينما استخدم قدماء المصريون القمح كوسيط تبادل.¹ وبمجرد استعمال هذه السلع

¹ نجلاء محمد بكر، اقتصاديات النقود والبنوك، أكاديمية طبية، مصر، 2000، ص: 10-11.

النقدية وسيطا في التبادل تحول نظام التجارة القائم على المقايضة إلى نظام تبادل يقوم على استعمال النقود، وأصبحت عملية المبادلة تمر بمرحلتين، بيع منفرد، وشراء منفرد، ولعدم استطاعة النقود السلعية تلبية احتياجات التبادل المتزايد؛ خرجت من التداول بسبب عدم قبول بعض السلع في مناطق أخرى، إلى جانب تكاليف النقل ومشاكله، فضلا عن عدم قابليتها للتجزئة والتخزين لفترات طويلة.

ب- النقود المعدنية (Metal (Token) Money

انتقلت النقود إلى مرحلة أخرى من مراحل تطورها هي مرحلة النقود المعدنية، فعلى الرغم من اعتبار المعادن سلعة تتساوى فيها قيمتها التجارية مع قيمتها الحقيقية¹، إلا أنها تتميز عن غيرها من السلع بأنها قابلة للتجزئة دون فقدان جزء من قيمتها، وقابلان للتخزين دون تلف، إضافة إلى تمتعهما بصفة القبول العام لدى جميع أفراد المجتمع ويصعب غشهما.² وقد شاعت النقود البرونزية والنحاسية في بداية استخدام النقود المعدنية لكن بسبب تأكلهما وتعرضهما للصدأ في حالة تخزينهما لمدة طويلة، تم استبدالهما بالذهب والفضة خاصة في ظل اتساع نطاق حجم المبادلات التجارية، وقد تميز هذين المعدنين بخصائص جعلت منهما أقدر السلع والمعادن على القيام بوظائف النقود لكونهما يمثلان قيمة مرتفعة نسبيا نظرا لندرتهما مما يجعل وزنا بسيطا من أيهما يمثل قيمة كبيرة إضافة إلى سهولة سكهما.

ج- النقود الائتمانية (Fiduciary Money)

تمثل النقود الائتمانية الشكل الأكثر انتشارا في العصر الحديث، وتتميز بانفصال قيمتها التجارية أو الحقيقية عن قيمتها النقدية أو الاسمية، فقيمتها كسلعة تكون منخفضة جدا أو تكاد تكون معدومة، أما قيمتها الاسمية التي تحددها السلطة النقدية،

¹ محمود حسين الوادي وآخرون، النقود والمصارف، دار المسيرة للنشر والتوزيع، الأردن: عمان، 2010، ص: 31.

² أنس البكري، وليد صافي، النقود والبنوك بين النظرية والتطبيق، دار المستقبل، الأردن: عمان، 2001، ص: 22.

لذلك تسمى نقودا ائتمانية لأن قبولها بين الأفراد في إتمام المعاملات إنما قائم أساسا على الإلزام القانوني الذي يضي عليها صفة الإلزامية، وليس على قيمتها التجارية كسلعة كما كان الحال بالنسبة للنقود الذهبية والفضية. وتنقسم النقود الائتمانية إلى نقود ورقية، نقود مساعدة، نقود مصرفية (نقود الودائع).

1- النقود الورقية Bank Note

خلال حملة الكشوفات الجغرافية التي امتدت ما بين القرنين الرابع عشر والثامن عشر في أوروبا تم التنقيب عن الذهب والفضة في المناطق الجديدة المكتشفة واستخراج كميات كبيرة منهما ما ساعد على سك كميات كبيرة من المعدنين واستخدامهما كنقود لإتمام المبادلات التجارية التي شهدت اتساعا كبيرا وامتدادا فسيحا داخليا وخارجيا، ونتج عن ذلك خطورة حمل كميات كبيرة من النقود الذهبية والفضية من قبل التجار بسبب إمكانية تعرضها للسرقة أو الضياع. وتوصلوا إلى طريقة جديدة لتسوية المبادلات الكبيرة، وذلك بإيداع ما لديهم من ذهب وفضة لدى المصرفين مقابل دفع عمولة واستلام شهادة تثبت قيمة النقود المودعة من قبل صاحب الوديعة، وقد كان المصرفيون الإيطاليون والهولنديون وصاغة لندن خلال القرن السادس عشر يمنحون شهادات إيداع مجزأة، يمكن تداولها بسهولة وقابلة للتظهير، الأمر الذي ساعد على قبولها قبولا عاما خلال القرن الذي تلاه واستخدامها كنقود رمزية مدعمة يقابلها غطاء كامل من الذهب أو الفضة 100% وكانت تسمى النقود النائبة لأنها كانت قابلة للتحويل بالكامل إلى نقود معدنية، وبفعل شيوعها وقبولها في المعاملات التجارية بالأخص الكبيرة؛ أصبح التعامل بها لا يحتاج إلا لتظهير فأصبحت تصدر لحاملها،¹

¹ محمد حسين الوادي وآخرون، مرجع سبق ذكره، ص: 19.

في مرحلة لاحقة بدأ المصرفيون باستخدام النقود المعدنية المودعة لديهم في خصم الأوراق التجارية في أول الأمر ثم منح قروض مقابل فوائد بدلا من بقائها مجمدة وعاطلة وتزيد في كثير من الأحيان عن حاجة السحب اليومية نظرا لأن مودعيها يفضلون استخدام شهادات الإيداع في إتمام المعاملات. ونتيجة لتطور نشاطهم في الاحتفاظ بالودائع وخصم الأوراق التجارية ومنح القروض تحول المصرفيون إلى مؤسسات بنكية، وبغرض تسهيل استخدام الصكوك في عملية التبادل التجاري وتشجيع الأفراد على التعامل بها قامت بإصدار صكوك محددة القيمة، من فئات مختلفة مناسبة للعمليات التجارية بمختلف أنواعها، ولم يعد الأمر مقتصرًا على التجار أو على العمليات التجارية الكبيرة فحسب، بل تعداها إلى العمليات الصغيرة، حيث أودع الأفراد ما لديهم من نقود معدنية، مقابل صكوك ورقية وذلك حفاظًا على المسكوكات المعدنية من فقدان جزء من قيمتها نتيجة تعرضها للتآكل من كثرة تداولها.

وفي عام 1609 بدأت بنوك أمستردام في هولندا بإصدار أوراق نقدية، تمثل شهادات إيداع للعملة المعدنية، وابتداء من عام 1619 بدأت بنوك عدد من الدول الأوروبية بإتباع ذلك الأسلوب. في عام 1656 أقدم بنك بالمستريخ (palmstruch) سنة 1656 في مدينة ستوكهولم في السويد على تجميع عمليتين في عملية واحدة، فقد قام بخصم الأوراق التجارية، لكنه لم يقدم مقابلها نقودا معدنية كما كان شائعا بل قدم بدلا عن ذلك تعهدا آخرا، عرف بالأوراق المصرفية (Bank notes) أو البنكنوت، يتعهد فيه بدفع قيمة القيمة المكتوبة في نص البنكنوت لحامله نقودا معدنية عند الطلب. وبدأت البنوك بعدها تصدر البنكنوت دون الحاجة إلى غطاء كامل من الذهب بل بغطاء جزئي، وصارت أوراق البنكنوت نقودا لا تستند على قيمة الغطاء من المعدن الثمين بل على الثقة في الجهات المصدرة لها التي سمحت بتداولها، لكنها على الرغم تبقى نقودا اختيارية لعدم وجود أي إلزام قانوني على الأفراد بقبولها.

في مرحلة تالية تدخلت الحكومات من أجل تنظيم عملية إصدار البنكنوت، وأوكلت هذه المهمة إلى جهة واحدة هي البنك المركزي وتم توحيد أوراق البنكنوت.

تداول الأفراد البنكنوت بحكم قابلية تحويله إلى معدن ثمين، لكن بمجرد توقف البنوك عن الاستجابة لطلبات التحويل عند سيادة ظروف الحرب العالمية والاضطرابات السياسية، أين يتدافع الناس إلى المصارف لتحويل البنكنوت إلى ذهب أو فضة في ظل توفر إمكانية التحويل، فترتب عن هذا الشكل من التعامل حدوث مشاكل عديدة للبنوك وللسلطات النقدية خصوصا في ظل الغطاء الجزئي للإصدار، لأن كميات كبيرة من البنكنوت يقابلها كميات قليلة من الذهب والفضة في خزائن الدولة، لذلك تم إلغاء قابلية تحويل البنكنوت إلى معدن ثمين، وطبقت أسعار إلزامية على هذه الأوراق وفرض بذلك السعر القانوني وأصبحت النقود المصرفية البنكنوت نقودا ورقية قانونية إلزامية، وانفصلت بذلك القيمة التجارية للنقود (قيمتها كسلعة) عن قيمتها الاسمية (قيمتها كنقود). ويمكن تحديد الفروق بين النقود الورقية والنقود المعدنية فيما يرد أدناه:¹

- النقود الورقية أخف وزنا من النقود المعدنية، إضافة إلى إمكانية إصدارها في فئات متفاوتة تتلاءم مع حاجات كل نوع من أنواع التعامل، كما أنها أسهل في النقل من مكان إلى آخر وأقل تعرضا لمخاطر الطريق.
- النقود الورقية أقل كلفة في الإصدار من النقود المعدنية بالنسبة للدولة لأن قبولها وضع حدا لما تتكبده الدولة في سبيل الحصول على الذهب اللازم للوفاء بحاجات التعامل في الداخل، كما أن تكاليف طبع النقود الورقية أقل بكثير من تكاليف سك النقود.

¹ حسين بن هاني، اقتصاديات النقود والبنوك - المبادئ والأساسيات، مكتبة الكندي للنشر والتوزيع، الاردن: عمان، 2014، ص: 27.

- النقود الورقية أكثر مرونة في الإصدار من النقود المعدنية، إذ يمكن التحكم في عرضها على نحو يكفل مواجهة كافة التغيرات المتوقعة في الطلب على النقود.
- النقود الورقية وسيلة ميسرة لمواجهة احتياجات تمويل الاقتصاد والتمويل الحكومي عند الضرورة لكن دون إفراط وبضوابط تفرضها ضرورة التوازن بين الاقتصاد العيني (الحقيقي) والاقتصاد النقدي.

2- النقود المساعدة

تسمى نقودا مساعدة لأنها تساعد النقود القانونية، وتتميز بأن قيمتها كسلعة أقل من قيمتها النقدية التي حددتها السلطة النقدية. وتستخدم النقود المساعدة لإتمام المعاملات ولتسهيل الصفقات صغيرة القيمة، وهي تمثل قيمة ضئيلة من العرض النقدي في الاقتصاد ككل، كما أن قوة إبرائها محدودة¹.

3- نقود الودائع أو النقود الكتابية Deposit Credit money

تعتبر أهم أنواع النقود، لأنها تمثل وسيلة هامة للدفع، كما تشكل نسبة مرتفعة من إجمالي النقود المتداولة في الدول ذات الأنظمة البنكية الحديثة. وتشكل هذه النقود من خلال إيداع الأفراد أموالهم لدى المصارف التجارية من خلال فتح حساب بنكي للطرف المودع يقوم بالسحب منه للوفاء بالتزاماته الناشئة عن تعاملاته التجارية أو المالية، لذلك تسمى نقودا كتابية لأنها تنشأ من الكتابة أو القيد في دفاتر البنك. وتعتبر هذه النقود من النقود الداخلية (حسابات جارية) لأنها قابلة للسحب في أي لحظة زمنية وتتحول بذلك إلى نقود قانونية نهائية متى أراد صاحبها ذلك، ووفقا لذلك فهي تستخدم كبديل تام عن النقود في إتمام المعاملات التجارية والمالية، وكنتيجة لذلك فإنها تدخل في تعريف النقود بالمعنى الضيق، وعلى هذا الأساس فهي تقوم بوظائف النقود الأساسية كوسيط مبادلة أداة للسداد الفوري، إلا أن هذه النقود تعتبر غير

¹ ميراندا زغلول رزق، النقود والبنوك، جامعة بنها، مصر، 2008-2009، ص: 32.

ملموسة وإن كان التعبير عنها يتم من خلال أداة ملموسة هي الشيك حيث يتم تداولها بواسطة. والجدير بالذكر أن الشيك لا يعتبر من الناحية القانونية نقوداً في حد ذاته ولا يتمتع بقوة إبراء غير محدودة، أي أن الدائن يستطيع أن يرفض الشيك، كوسيلة للوفاء بديونه ولا يلزمه القانون بقبول الشيك.

وقد وجدت البنوك أن غالبية المودعين لا يقومون بسحب جميع ودائعهم في نفس الفترة الزمنية مما يشكل لدى البنوك نقوداً مجمدة وفائضة عن طلبات السحب اليومي للنقود، هذا الأمر الذي يمنحها القدرة على إقراض هذه المبالغ مقابل فائدة تحصل عليها، وهذا ما يطلق عليه بإنشاء أو خلق نقود الودائع التي ينتج عنها الودائع المشتقة من خلال منح القروض من قبل البنوك لأشخاص يقومون بفتح حسابات لديها ويستطيع المقرض تحويل المبالغ باستخدام شيكات إلى نقود قانونية، وبذلك تحولت الودائع الأصلية لدى البنوك التجارية إلى قروض التي تحولت بدورها إلى ودائع مشتقة.

وتتميز النقود الكتابية بمجموعة من الإيجابيات فهي أداة أكثر مرونة في الوفاء بالالتزامات وإشباع الحاجات ومواجهة الإنفاق المتزايد، واستخدامها يقلل من مخاطر ضياع وسرقة النقود، كما أن الحماية القانونية التي يحيط بها المشرع للشيك قد زاد من ثقتها وقبولها العام. ومن خلال ما سبق يمكن تحديد الفروق بين النقود الورقية ونقود الودائع فيما يرد أدناه:¹

- يتم تداول نقود الودائع عن طريق الشيكات التي هي أمر بدفع النقود بمجرد الاطلاع عليه ويتم استخدامها لإتمام المعاملات التجارية أو المالية الكبيرة بينما تستخدم النقود الورقية في إتمام المعاملات الصغيرة.

¹ نجلاء محمد بكر، مرجع سابق، ص: 14.

- يضيف القانون على النقود الورقية صفة الإلزامية والإبراء المطلق، أما نقود الودائع فلها قوة إبراء الديون ولكنها اختيارية تتوقف على ثقة العملاء في البنوك التجارية التي تصدرها وثقتهم في الشخص الذي صدرت إليه.
- لا تقبل النقود الورقية التحويل إلى ذهب أو إلى أي معدن آخر أما نقود الودائع يكون البنك ملزما بتحويلها إلى نقود ورقية بمجرد طلب المودع.

د- النقود الإلكترونية (Electronic money)

لقد كان للتطور التكنولوجي الذي ميز العصر الحديث أثر كبير على تطور المعاملات التجارية وطريقة الوفاء بالالتزامات والديون الناتجة عنها من خلال جعلها أكثر سرعة ويسرا وأمانا وأقل كلفة في تحويل الأموال.

وتعرف النقود الإلكترونية أو كما تسمى أحيانا النقود الرقمية، حسب البنك المركزي الأوروبي بأنها قيمة نقدية مخزونة على شكل إلكتروني أو أداة إلكترونية يستخدمها حاملها في تسديد قيمة مشترياته بحيث تستخدم كأداة محمولة مدفوعة مقدما.

الجدول رقم (02): نقاط التشابه والاختلاف بين النقود وبطاقات الدفع الإلكترونية

النقود	بطاقات الدفع الإلكتروني
تستخدم النقود كوسيط للمبادلات عن طريق تخلي الشخص عن كمية من النقود مقابل حصوله على السلعة أو الخدمة التي يقدمها للطرف الآخر "البائع".	تستخدم كوسيط في المبادلات حيث يقدمها حاملها إلى البائع مقابل حصوله على السلعة أو الخدمة محل المبادلة.
يتخلى الشخص نهائيا للبائع عن النقود مقابل السلعة ومن ثم فإن النقود لها قيمة ذاتية.	المشتري حامل البطاقة لا يتخلى عنها بصفة نهائية للبائع وليست لها قيمة ذاتية.
تعتبر النقود أداة لتخزين القيمة (مخزن للقيم) بمعنى إمكانية ادخارها للحصول بها على السلع والخدمات وقت الحاجة إليها.	لا يمكن قيام بطاقة الدفع الإلكتروني بهذه الوظيفة من منطلق أنها أداة نائبة عن النقود الورقية أو نقود الودائع.

تتمتع النقود بالقبول العام من جانب الأفراد ووسيلة لإبراء الذمة وتستمد هذه الصفة بمقتضى القانون.	هذه البطاقة لا تتمتع بالقبول العام ومن ثم لا تعتبر نقودا إلا أنها تتمتع بالقبول الاختياري بين المتعاملين (البائعين والمشتريين).
---	---

المصدر: عبد الله بن سليمان بن عبد العزيز الباحث، النقود الافتراضية، المجلة العلمية للاقتصاد والتجارة، القاهرة، جامعة عين شمس، العدد 1 يناير، 2017، ص:22.

كما تتشابه الشيكات وبطاقات الدفع الإلكتروني في بعض الخصائص ويختلفان أيضا في مجموعة من النقاط يمكن توضيحها من خلال الجدول التالي:

الجدول رقم (03): نقاط التشابه والاختلاف بين الشيكات وبطاقات الدفع الإلكتروني

النقود	بطاقات الدفع الإلكتروني
تشابه الشيكات مع بطاقات الدفع الإلكتروني لأن كليهما يستخدم في تداول النقود والودائع ونقل ملكيتها من شخص إلى آخر وهي بذلك تعتبر أداة تداول للنقود ونقل ملكيتها.	تشابه بطاقات الدفع الإلكتروني مع الشيكات لأن كليهما يستخدم في تداول النقود والودائع ونقل ملكيتها من شخص إلى آخر وهي بذلك تعتبر أداة تداول للنقود ونقل ملكيتها.
ساحب الشيك يتخلى عنه للمستفيد الذي يقدمه بدوره إلى المصرف للحصول على قيمته نقدا أو إضافته إلى حسابه داخل البنك أو أي بنك آخر خاص به.	حامل البطاقة لا يتخلى عن البطاقة بصفة نهائية ولكنه يقدمها لبائع السلعة أو الخدمة بغرض تحويل المبالغ والحصول على قيمة المعاملة من حساب العميل (حامل البطاقة) إلى حساب التاجر (البائع) ثم يقوم البائع برد البطاقة إليه بعد إتمام المعاملة.
لا يتوفر للشيك شرط القبول العام ويستعمل في عملية واحدة ينتهي بعدها دوره كما أنه محدد بكمية من النقود	بطاقات الدفع الإلكتروني تكون مضمونة من بنك الإصدار ولذلك يكون التعامل بها أكثر قبولا من الشيكات وهي في هذه الخاصية تقارب

وبتاريخ معين.	النقود لتتمتع بشرط القبول العام كما أنها تستعمل في عمليات متعددة طالما كان الرصيد يسمح وتاريخ صلاحيتها مازال ساريا.
الشيكات تشبه النقود كوسيط في المبادلات من منطلق أنها وسيلة أو وسيط لمبادلة النقود بالسلع والخدمات.	بطاقات الدفع الإلكتروني تعتبر أيضا وسيطا أو وسيلة لنقل النقود من المشتري إلى البائع زمن ثم تعتبر بطاقات الدفع الإلكتروني بمثابة نقود نائبة أي تنوب عن النقود الحقيقية في القيام بوظيفة النقود كوسيط للمبادلات.

المصدر: عبد الله بن سليمان بن عبد العزيز الباحث، النقود الافتراضية، المجلة العلمية للاقتصاد والتجارة، القاهرة، جامعة عين شمس، العدد 1 يناير، 2017، ص:22.

هـ- النقود الافتراضية

تعرف بأنها نقود افتراضية تشفيرية مجهولة المنشأ (ليس لها كيان مادي ملموس أو وجود فيزيائي) منتجة بواسطة برامج حاسوبية ولا تخضع للسيطرة أو التحكم فيها من جانب بنك مركزي أو أي إدارة رسمية دولية، يتم استخدامها عن طريق الإنترنت في عمليات البيع والشراء أو تحويلها إلى عمليات أخرى، وتلقى قبولا اختياريا لدى المتعاملين فيها.¹

وتعرف البيتكوين ضمن النقود الافتراضية بأنها وحدة حسابية رقمية تمثل في مجتمع ما - حقيقي أو افتراضي- عملة تشفيرية لا مركزية.

وتعد البيتكوين أساس العملات الافتراضية، فهي عملة إلكترونية تشفيرية تتميز عن العملات الأخرى -الدولار أو اليورو- بعدة فوارق أساسية، من أبرزها أن هذه العملة هي

¹ عبد الله بن سليمان بن عبد العزيز الباحث، النقود الافتراضية، المجلة العلمية للاقتصاد والتجارة، القاهرة، جامعة عين شمس، العدد 1 يناير، 2017، ص:22.

عملة إلكترونية بشكل كامل تتداول عبر الإنترنت فقط من دون وجود ملموس لها، كما أنها تختلف عن العملات التقليدية بعدم وجود هيئة تنظيمية مركزية تقف خلفها، لكن يمكن استخدامها كأى عملة أخرى للشراء عبر الإنترنت أو حتى تحويلها إلى العملات التقليدية.

ويتوفر حاليا ما لا يقل عن 1500 عملة تشفيرية مختلفة، منها ما لا يقل عن 6 عملات يمكن وصفها بالرئيسية، وذلك اعتمادا على عدد المستخدمين وبنية كل شبكة. والجدير بالذكر أن تسجيل الموقع الرسمي الخاص بهذه العملة كان في سنة 2008، وفي عام 2009 تم تقدير قيمة نقود البيتكوين مقابل الدولار الأمريكي بواقع (1 دولار = 1309.03 بيتكوين)، احتسابا لها بقيمة الطاقة الكهربائية التي تستخدمها الكمبيوترات للعمليات الحسابية التي تنتج هذا العدد من عملة البيتكوين.

تؤدي التطورات التكنولوجية والثورات الرقمية دورا هاما في ظهور أنواع
حديثة للنقود

الفصل الثالث

الأنظمة والقواعد

النقدية

الفصل الثالث: الأنظمة والقواعد النقدية

لا يمكن إصدار النقد دون توفر إطار متكامل من الهيئات المؤسساتية والقوانين والأنظمة التشريعية التي تسن الأحكام وترتب الإجراءات وتنظم الآليات الخاصة بإصدار النقود، هذا النسق من المؤسسات والتشريعات يطلق عليه النظام النقدي.

أولاً: النظام النقدي

أ- تعريف النظام النقدي

يعبر النظام النقدي على المستوى المحلي على مجموع القواعد والإجراءات التي تحكم عملية إصدار وصك النقود، بالإضافة إلى سحب العملة من التداول، وتحديد وحدة التعامل النقدي.

أما على المستوى الدولي، يتضمن النظام النقدي مجموعة العلاقات النقدية الدولية المنبثقة من الاتفاقيات الدولية التي تتيح وسائل دفع تستخدم في تسوية المدفوعات الدولية كالذهب وحقوق السحب الخاصة.

وتتباين الأنظمة النقدية من دولة إلى أخرى تبعا لطبيعة الظروف الاقتصادية والاجتماعية المهيمنة على كل دولة من الدول، والتي بموجبها يتشكل نظامها النقدي¹.

ب- سمات النظام النقدي الجيد

يتصف النظام النقدي الجيد بالخصائص التالية:²

¹ علي كنعان، النقود والصرافة والسياسة النقدية، دار المنهل اللبناني للطباعة والنشر، لبنان، 2012، ص ص: 35-34.

² محمد حسين وادي وآخرون، مرجع سابق، ص ص: 30-29.

1- استقرار القوة الشرائية للوحدة النقدية

وقد أصبحت هذه السمة من أهم الأهداف التي يسعى إليها النظام النقدي، والتي أصبح من الصعوبة بمكان تحقيقها والمحافظة عليها في ظل ارتفاع المستوى العام للأسعار الذي أصبح يميز الاقتصاديات المختلفة في السنوات الأخيرة بسبب انخفاض الموارد أو عدم استغلالها بالكفاءة المطلوبة أو بسبب الاختلالات العميقة في هيكل وبناء الاقتصاديات خاصة النامية منها.

2- ثقة أفراد المجتمع في النقود المتداولة

وتستمد هذه السمة من الثقة في السلطة النقدية التي أصدرت النقود، ومن قوة القانون الذي يلزم أفراد المجتمع استخدام النقود المصدرة في معاملاتهم، وعندما يتعرض الاقتصاد إلى ضغوط تضمنته فإن قيمة النقود تهتز، وكلما ازدادت معدلات التضخم، كلما ازداد تدهور القوة الشرائية للنقود.

3- قابلية النقود المحلية للتحويل إلى عملات أجنبية

وهذا يعني قبول هذه العملات في الأسواق الخارجية، ويتحقق ذلك بقدر ما يتمكن الاقتصاد من النمو والتطور، وتفعيل لطاقاته الإنتاجية وتعزيز ميزانه التجاري، ووجود فائض في ميزان المدفوعات.

4- كفاءة وفعالية السلطة النقدية في إدارة الكتلة النقدية

ويقصد بذلك أن يكون البنك المركزي قادرا على إدارة العرض النقدي والتحكم في توسيع كمية النقود المعروضة وتقليصها بحرية كاملة، وبالسعة اللازمة بما يتناسب مع حاجات، ولحفاظ على قيمة العملة الوطنية وعلى استقرار المستوى العام للأسعار ، ورفع معدلات النمو الاقتصادي.

5- سهولة ويسر تحويل النقود المتداولة من نوع إلى آخر دون خسائر

ويقصد بهذه الخاصية أن يتمكن الأفراد من تحويل أي نوع أو فئة من النقود المتداولة (ورقية، معدنية) بسهولة دون أن يفقدوا بهذا التحويل جزءا من القوة

الشرائية لعملاتهم، وهذا يتطلب أن تكون النقود قابلة للتجزئة والمضاعفة فيما بينها وأن يحل كل نوع أو فئة منها إحلالاً تاماً محل الآخر.

ج- عناصر النظام النقدي

يتكون النظام النقدي من جميع أنواع النقود المتداولة في بلد معين، والمؤسسات المالية، والقوانين والإجراءات المنظمة لعملية الإصدار النقدي من الجهاز المصرفي (البنك المركزي، البنوك التجارية). ويمكن إيجاز عناصر النظام النقدي فيما يرد أدناه:¹

1- النقود المتداولة في المجتمع

المقصود بالنقود المتداولة، كمية المعروض النقدي من مختلف أنواع النقود السائدة في التداول داخل المجتمع في فترة زمنية معينة، وعموماً هي النقود التي تتألف من النقود الورقية، المسكوكات المعدنية المساعدة، ونقود الودائع، الأصول المالية عالية السيولة.

2- التشريعات والتنظيمات المنظمة لأداء النقود لوظائفها المختلفة

وتتضمن مجموع الأنظمة والقوانين والإجراءات الهادفة إلى توجيه وتنظيم وتحسين كفاءة إدارة النقود والائتمان داخل المجتمع، بما يضمن تحقيق الأهداف الاقتصادية التي تسعى الدولة إلى بلوغها مثل رفع معدلات الناتج الوطني، تحقيق الاستقرار في قيمة العملية الوطنية وغيرها الكثير من الأهداف الاقتصادية الأخرى.

3- المؤسسات النقدية والمصرفية التي تتولى مهمة الإصدار النقدي

وتتعهد المؤسسات المذكورة إلى جانب إصدار النقود القانونية، بتنظيم الإصدار والتحكم في كمية وسائل الدفع المتاحة زيادة ونقصاناً حتى لا تنعكس على أداء الاقتصاد ككل، هذه المؤسسات تتمثل في البنك المركزي وهو يمثل السلطة النقدية التي تتولى إصدار النقود القانونية وتحديد كميتها، وهو مسئول

¹ عبد المطلب عبد الحميد، اقتصاديات النقود والبنوك: الأساسيات والمستحدثات، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2007، ص:89.

أيضا عن الإشراف والرقابة على نشاط البنوك التجارية التي تقوم بتوليد نقود الودائع. يضاف إليه البنوك التجارية وهي تؤدي وظيفة أخرى لا تقل أهمية عن وظيفة البنك المركزي في الإصدار النقدي، حيث تتولى البنوك التجارية خلق وإنشاء نقود الودائع وهي بذلك تعمل على ضخ مزيد من السيولة للاقتصاد من خلال آلية مضاعف الائتمان. (سيتم شرح هذه الآلية بالتفصيل في الفصل الرابع)

ثانيا: القواعد النقدية

تعاقبت القواعد النقدية التي اعتمدها الدول على مر الزمن، وقد ارتبط ذلك بالأنواع العديدة من النقود التي استخدمها الأفراد في تسهيل عمليات المبادلة بدءا بالمقايضة ثم النقود السلعية ثم النقود المعدنية حتى الوصول إلى النقود الورقية والائتمانية. ويعود الفضل في هذا التنوع في القواعد النقدية التي تقرها الدول إلى التطور في التكنولوجيا والابتكارات و زيادة الوعي والثقافة الائتمانية والرقمنة التي أتاحت للأفراد إتمام تعاملتهم وصفقاتهم وتسوية التزاماتهم بسهولة وبأقل تكلفة.

أ- تعريف القواعد النقدية

ينصرف مفهوم القاعدة النقدية إلى نوع النقود الذي يعتبر أساسا للنظام النقدي، فقد سادت أنواع مختلفة من النقود، نقود ذهبية (مسكوكات)، سبائك، أوراق نقد قابلة للتحويل إلى ذهب، أوراق نقد إلزامية، وأي من هذه الأدوات أو غيرها، إذا ما تمتع بالسيادة على غيره في مجتمع ما وأصبح هو أساس النظام النقدي تم اعتباره القاعدة النقدية في هذا المجتمع. ويقصد بالسيادة أنه يعتبر الأساس الذي تنتهي إليه كل أنواع النقود الأخرى، أي أن النقود المصنوعة منه نقود نهائية، أي تحول له كل أنواع النقود الأخرى، فلو كان المجتمع يطبق قاعدة الذهب، فإن هذا يعني أن الوحدة من النقد تساوي معيارا معيناً من الذهب وأن جميع أنواع الأخرى تكون قابلة للصرف بالذهب

على أساس هذا المعيار، ولو كان المجتمع يطبق قاعدة النقود الورقية الإلزامية، فإن جميع المبادلات تتم عن طريق النقود الورقية ولا تتم عن طريق النقود الورقية، ولا يحق للدائن أن يتمسك بالصرف بأي وسيلة أعلى (كالذهب مثلا).

ب- أنواع القواعد النقدية

عرف التاريخ النقدي حتى الآن أربعة قواعد نقدية هي قاعدة الفضة (silver standard)، قاعدة الذهب (gold standard)، قاعدة المعدنين (bimetallic standard)، قاعدة النقود الورقية الإلزامية (paper money standard).

وقد تم إقرار واعتماد القواعد المذكورة حسب مدى توفر معدن الفضة في بعض الدول أكثر من معدن الذهب لذلك اختارت هذه الدول الأخذ بالنقود الفضية كقاعدة نقدية. أما الدول التي تتميز بوفرة في إنتاج معدن الذهب فقد اتجهت نحو قاعدة الذهب.

وتجدر الإشارة إلى أن القاعدة النقدية السارية الآن في جميع الدول هي قاعدة النقود الورقية الإلزامية، وأن القواعد الأخرى زالت تماما ولم تعد تشكل سوى حقائق تاريخية تفيد في التعرف على تطور النظام النقدي الدولي.

أ- قاعدة الفضة

خلال القرن الثامن عشر، كانت القاعدة النقدية السائدة في معظم الدول؛ قاعدة الفضة، ومن هذه الدول الولايات المتحدة الأمريكية وفرنسا وسويسرا وبلجيكا وإيطاليا، بحيث حددت كل دولة علاقة ثابتة قانونية بين وحدة نقدها ووزن معين من الفضة، وكانت جميع أشكال النقود المستخدمة قابلة للصرف بالفضة.

وفي عام 1820 اتبعت إنجلترا قاعدة الذهب واتبعتها عدد كبير من الدول، ورغبة في تحقيق مرونة أكبر في النظام النقدي بعد أن اتبعت بعض الدول قاعدة المعدنين وأصبحت وحدة النقود لها علاقة ثابتة بكل من الذهب والفضة تحددها السلطات

النقدية، وقد طبقت الولايات المتحدة الأمريكية قاعدة المعدنين عام 1792 وظل ساريا بها حتى عام 1873، وطبقته فرنسا عام 1803، وبموجب هذه القاعدة أصبح هناك علاقة ثابتة بين المعدنين، إلا أنه يمكن القول أن قاعدة المعدنين لم تكن سوى مرحلة تاريخية طبقت عند الانتقال من قاعدة الفضة إلى قاعدة الذهب.

ب- قاعدة المعدنين

بموجب هذه القاعدة تحدد الدولة نوعان من النقود المعيارية كل منهما من معدن مختلف ولكل منهما قوة إبراء غير محدودة، وترتبط قيمة النقود الورقية المصدرة بكميات معينة من كلا المعدنين. فمثلا الوحدة الواحدة من النقود تعادل 1 غرام ذهب و 5 غرامات فضة¹.

وتتلخص أسس هذه القاعدة فيما يلي:²

- وجود علاقة ثابتة بين قيمة وحدة النقود ووزن وعيار محدد من الذهب والفضة في آن واحد.

- تتمتع المسكوكات النقدية المصنوعة من الذهب والفضة (الوحدة النقدية) بقوة إبراء غير محدودة في سداد الالتزامات

- يتمتع كل من الذهب والفضة بحرية السك إلى نقود دون تكلفة، وحرية تحويل سبائك هذين المعدنين إلى مسكوكات وبالعكس وفقا للنسبة القانونية.

- الحرية الكاملة في استيراد وتصدير الذهب والفضة.

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

² محمد أحمد الأفندي، الاقتصاد النقدي والمصرفي، الطبعة الأولى، مركز الكتاب الأكاديمي، عمان، 2018، ص: 90-91.

- التوافق بين القيمة الإسمية القانونية للمسكوكات كنقد وبين القيمة السوقية التجارية للمعدن كسلعة، وعدم تحقق هذا الشرط ينتج عنه اختفاء المعدن الذي تكون قيمته الإسمية كنقد أقل من قيمته السلعية.

في ظل هذه القاعدة يوجد نوعان من النقود القانونية النهائية، نقود ذهبية ونقود فضية، وإذا كان هناك وحدتان نقديتان أساسيتان أحدهما ذهبية والأخرى فضية، فإن الحكومة تقوم بوضع نسبة قانونية ثابتة بين المعدنين، ويذكر التاريخ الاقتصادي أن الولايات المتحدة اتبعت هذه القاعدة عام 1792 حتى عام 1873 حيث كان وزن الدولار الفضي يعادل 16 مرة وزن الدولار الذهبي، ومعنى ذلك أن النسبة القانونية بين الذهب والفضة تكون 16/1 . وقد كان بالإمكان استبدال الفضة بالذهب في أي وقت طبقاً لهذه النسبة والتي تعبر عن سعر التعادل أو النسبة القانونية بين المعدنين.

- والجدير بالذكر أن العامل الأساسي في استقرار تداول المعدنين معا هو استمرار تعادل النسبة بين قيمتهما القانونية والنسبة بين قيمتهما السوقية، وأن الاختلاف بين هاتين النسبتين وهو ما يحدث عملياً يؤدي إلى اختفاء المعدن الذي ترتفع قيمته السوقية من التداول ويحل محله المعدن الأقل قيمة طبقاً لقانون غريشام *Law* Gresham's* والذي ينص على أن "النقود الرديئة تطرد النقود الجيدة من التداول" فعند زيادة المعروض من الفضة نتيجة زيادة الإنتاج مع بقاء الطلب دون تغيير، عندئذ ستنخفض القيمة السوقية للفضة وتصبح وحدة الوزن من الذهب مساوية لسبعة عشر وحدة من الفضة (بدلاً من ستة عشر وحدة طبقاً للنسبة القانونية) وبذلك تصبح النسبة السوقية 17/1، وفي هذه الحالة سيقبل الأفراد على صهر ما

* نسبة إلى السير توماس غريشام (1519-1579) وزير الخزانة في المملكة المتحدة البريطانية في القرن السادس عشر، لكن الباحثين في المجال النقدي، أكدوا أن العالم العربي تقي الدين المقرئزي (1364-1442) إلى اكتشاف هذا القانون بنحو قرن ونصف القرن وتحدث عنه في رسالته «إغاثة الأمة في كشف الغمة».

في حوزتهم من نقود ذهبية (حيث قيمتها السوقية مرتفعة عن قيمتها القانونية) وتحويلها إلى سبائك ثم استبدالها بالفضة للحصول على ربح يقدر بوحدة إضافية من الفضة، وعلى هذا فإن الأمر سينتهي باختفاء الذهب الذي ارتفعت قيمته من التداول. بعبارة أخرى، إذا كان يجري تداول نوعين من النقد، يكون أحده رديئاً، والآخر جيداً، فإن الرديء يطرد الجيد من التداول. وأضاف جريشام أنه كلما تم سك نقد جديد محل النقد القديم، فإن النقود الجديدة سرعان ما تختفي من التداول، وتفسير ذلك أنه طالما كان لنوعي النقود القوة الشرائية نفسها بحيث يكون للشخص مطلق الخيار بينهما في أداء ما عليه من ديون، فإنه يعمل على تسديدها بالعملة الرديئة محتفظاً بالعملة الجديدة لديه بعيداً عن التداول، ولا يستعمل سوى العملة الرديئة في مدفوعاته، ويكون الدائن ملزماً بقبولها لأن لهما القوة الشرائية نفسها. وعادة ما يتم توجيه النقود الجيدة لأغراضٍ عدةٍ منها تسوية الديون الخارجية، الاكتناز والادخار، الأغراض الصناعية، التحويل إلى سبائك.

وقد كان هذا سبباً لزوال قاعدة المعدنين وحلت قاعدة الذهب بدلاً عنها.

ج- قاعدة الذهب The Gold Standard

بموجب هذه القاعدة تتعادل قيمة وحدة النقد الأساسية مع قيمة ووزن معين من الذهب الخالص، وتقوم هذه القاعدة على الأسس التالية:¹

- تحدد السلطة النقدية ممثلة بالبنك المركزي، لوحدة النقود سعراً ثابتاً بالنسبة إلى الذهب، أي أن وحدة النقود كالدولار تساوي مقداراً معيناً من الذهب الخالص المحدد العيار بدرجة نقاوة معينة ووزن معين.

¹ عبد المطلب عبد الحميد، مرجع سابق، ص ص: 91-92.

- يجب أن تتساوى القيمة السوقية للذهب مع قيمته كنقود أي أن الوحدة النقدية إذا بيعت كمعدن لأغراض صناعية أي غير نقدية، يجب أن تتساوى قيمتها كقوة شرائية كوحدة نقدية، ويتحقق ذلك من خلال ضمان حرية السك والصهر للأفراد من قبل الدولة، أي أن لهم حرية تحويل السبائك الذهبية إلى نقود وصهر النقود وتحويلها إلى سبائك أو أي مصنوعات ذهبية أخرى.
- يجب أن تضمن الدولة للأفراد إمكانية تحويل قيمة أي نقود مساعدة سواء كانت من النحاس أو البرونز أو غيرها أو حتى ولو كانت أوراق إلى نقود ذهبية.
- يجب على الدولة ألا تضع أي قيود على تصدير واستيراد الذهب، أي أن هناك حرية كاملة في تصدير واستيراد الذهب ونقله من وإلى الدولة حتى تضمن تحقيق معدل ثابت لصرف عملتها على المستوى الدولي.
- يجب أن تحافظ الدولة على العلاقة بين كمية النقود في داخل الدولة وبين كمية الذهب التي تملكه أي ما يعرف بالغطاء الذهبي حيث يكون بمقدورها تحويل أي مبلغ من وحدات النقود إلى ذهب عند الطلب.
- وقد اتخذ نظام الذهب ثلاثة صور هي نظام المسكوكات الذهبية، نظام السبائك الذهبية، نظام الصرف بالذهب.

1- نظام المسكوكات الذهبية (Gold Coins Standard) (1816-1914)

وهي أول صور وأشكال قاعدة الذهب وأكثرها كمالاً على الإطلاق، ولذا فهي التي تقصد عادة عند الكلام عن قاعدة الذهب، إذ تسك النقود من معدن الذهب بحيث تمثل قيمة الوحدة الواحدة ما تحتويه من ذهب. وقد شكلت المسكوكات الذهبية القسم الغالب من النقد المتداول إلى جانبها أوراق نقدية نائبة تحول إلى مسكوكات عند الطلب، حيث وفي جميع الأحوال كانت المسكوكات هي النقد القانوني ولانتهائي. وللعمل

بقاعدة الذهب على الصعيد المحلي والخارجي وفي علاقته بالنظم النقدية الأجنبية التي تسير على نظام الذهب، يجب توافر شروط معينة يمكن ذكرها فيما يلي:¹

- تحديد قيمة ثابتة لوحدة النقد بوزن معين من الذهب الخالص، وهذا طبعا لا يشترط أن تكون النقود الذهبية متداولة فعلا، ولكن يكفي أن تكون النقود الورقية المتداولة قابلة للتحويل فعلا إلى ذهب بلا قيد أو شرط.
- يجب توافر حرية سك الذهب، وبأية كمية دون مقابل لمنع زيادة القيمة الاسمية عن القيمة الحقيقية.
- وجوب توافر حرية كاملة لصهر المسكوكات الذهبية، أي تحويلها إلى سبائك دون مقابل لمنع ارتفاع السعر السوقي عن السعر القانوني للذهب.
- قابلية أنواع النقود الأخرى للتحويل إلى ذهب، ومن المعروف أنه إذا كانت عملتان أو أكثر تسيران على نظام الذهب، فإن سعر الصرف بينهما يتحدد على أساس قسمة الوزن المعدني الصافي للجنيه الإسترليني مثلا على الوزن المعدني للدولار الأمريكي، فإذا كان القانون الإنجليزي يعرف الجنيه الإسترليني بأنه يساوي 7.32 غراما من الذهب، ولنفرض أن القانون الأمريكي يعرف الدولار على أنه يساوي 1.5 غرام، سعر صرف الجنيه الإسترليني بالدولار الأمريكي هو: $4.87 = 1.5 / 7.32$ دولار.
- ضمان حرية تصدير واستيراد الذهب (خروج ودخول الذهب) للمحافظة على التعادل بين القيمة الداخلية والقيمة الخارجية للذهب. وكان من شأن هذا التدبير أن حافظت أسعار الصرف على ثباتها واستقرارها.

¹ محمد أحمد الأفندي، مرجع سابق، ص: 72-72

2- نظام السبائك الذهبية golden buillion standrard (1935-1925)

ويعني أن الأوراق النقدية لم تعد قابلة إلى التحويل إلى ذهب في شكل قطع عملة ذهبية وإنما فقط في شكل سبائك ذهبية، لا يقل وزن السبيكة منها على قدر معين يحدده القانون. وقد تخلت الكثير من الدول عن نظام المسكوكات الذهبية لتسوية موازين مدفوعاتها، وكذلك لارتفاع نفقات إصدار العملات الذهبية، ولرغبة هذه الدول في عدم تركها في التداول في أيدي الجمهور¹.

وبذلك تميز نظام السبائك الذهبية عن نظام المسكوكات الذهبية بالاقتصاد في الاستعمال النقد للذهب وبعدم تداول المسكوكات الذهبية بين الناس، كما أن تحديد وزن مرتفع نسبيا للسبائك الذهبية التي تلتزم السلطات بتحويلها إلى نقود ورقية قد أدى إلى الحد من قدرة الأفراد على اكتناز الذهب نظرا لما يتطلبه تحويل هذه السبائك إلى مبلغ كبير جدا. وذلك يؤدي إلى الحد من استبدال العملة الورقية بالذهب كذلك فإنه في ظل هذا النظام تتحكم السلطات النقدية بسهولة في الاحتياطي الذهبي وإدخال نوع من الرقابة النقدية والتحكم في حركة الذهب.

وقد اتبعت بريطانيا قاعدة السبائك الذهبية خلال الفترة من 1925 إلى غاية 1931 حين منعت الحكومة البريطانية سك الذهب وتداول القطع الذهبية خلال هذه الفترة، ولم يعد مصرف إنجلترا ملزما بتحويل أوراق البنكنوت وغيرها إلى ذهب، ومع ذلك كان يحق لحاملي هذه الأوراق النقدية أن يطلبوا مبادلتها بسبائك ذهبية لا يقل وزنها عن 400 أوقية بشرط أن يكون الغرض منها تسوية معاملات خارجية.

ولقد اتبعت الولايات المتحدة قاعدة السبائك الذهبية في عام 1934 حيث أوقفت على إثره حرة السك لمعدن الذهب ومنعت تداول القطع الذهبية، ولكن سمح بموجب هذا النظام الحصول على سبائك ذهبية لأغراض الصناعة وتسوية المبادلات الخارجية.

¹ سامي السيد، النقود والبنوك والتجارة الدولية، مطبوعات جامعة القاهرة، مصر، 2018، ص ص 71-72.

ولم يستمر العمل بهذه القاعدة لمدة طويلة بسبب أن بعض المكتنزين للذهب في الخارج كانوا مستعدين لشراء سبائك الذهب وإيداعها لحسابهم في البنوك، بينما أمكن للمتعاملين الكبار أن يجزئوا السبائك الذهبية الكبيرة المسموح بشرائها وأعادوا بيعها إلى صغار المكتنزين مما أدى إلى تسرب الذهب وعدم استعماله بالتالي لأغراض التجارة الخارجية.

3- قاعدة الصرف بالذهب

الصورة الثالثة من قاعدة الذهب هي الصرف بالذهب وهذه القاعدة تعتبر أقل الصور أهمية، حيث تم من خلالها اتباع قاعدة الذهب بأسلوب غير مباشر وذو طابع دولي. أي لم يتم العمل بها وطنيا كما هو الحال بالنسبة للصورتين السابقتين. ففي هذه الصورة لا تكون النقود الوطنية قابلة للتحويل إلى مسكوكات ذهبية أو سبائك ذهبية ولكن يتم تحويلها إلى نقود ورقية أجنبية حيث تكون الأخيرة قابلة للتحويل إلى ذهب. ومن أجل تحقق ذلك تقوم الدولة بتحديد قيمة وحدة النقد الرسمي لديها في شكل وزن معين من الذهب وأن تربط هذه الوحدة بوحدة أخرى أجنبية من النقد الورقي القابل للتحويل إلى ذهب، وذلك وفقا لسعر تعادل محدد. أي أن عملة الدولة تكون قابلة للصرف بالذهب ولكن عن طريق عملة وسيطة لدولة أخرى. إذن قامت هذه القاعدة على ربط العملة المحلية بعملة أخرى قابلة للتحويل إلى ذهب بدلا من قابلية تحويل وحدة النقد المحلية بشكل مباشر. وقد كانت بريطانيا أول الدول المشجعة للتعامل بهذه الصورة خلال الفترة ما بين الحربين العالميتين الأولى والثانية، وقد عملت الهند بهذه الصورة سنة 1892 عندما كانت مستعمرة بريطانية.

وتضمنت قاعدة الصرف بالذهب مساوئ عدة من أهمها:¹

¹ خالد سعيد البحيصي، محاضرات في النقود والبنوك والأسواق المالية، منشورات الجامعة الإسلامية، غزة، 2018، ص: 04.

- تجسد علاقة التبعية الاقتصادية والسياسية للدول المستعمرة على مستعمراتها.
 - على المستعمرات أن تحتفظ بنسبة كبيرة من احتياطياتها المالية بعملة الدول التي تستعمرها.
 - ينتقل إنبيار الدول المستعمرة اقتصاديا مباشرة إلى المستعمرات وبشكل أكبر.
 - إلا أنه وبعد اندلاع الحرب العالمية الأولى وتدايعيات أزمة الكساد الكبير للفترة (1929-1933) واجهت اقتصاديات العديد من الدول صعوبات عديدة لمواجهة الآثار الاقتصادية لذلك، مما أدى إلى التخلي عن إتباع قاعدة الذهب وعدم الالتزام بأحكامها من قبل العدد من الدول مما أدى إلى انهيارها بسبب جملة من الصعوبات يمكن حصرها فيما يلي:¹
 - قصور الكميات المتوفرة لدى الدول من الذهب وعدم كفاية إنتاجه لمواكبة الطلب عليه ولمعالجة آثار الحرب العالمية الأولى ومواجهة نفقاتها.
 - عدم تكافؤ توزيع الاحتياطيات الذهبية بين الدول، إذ تركزت في بعضها متمثلة بالولايات المتحدة الأمريكية وفرنسا مقارنة بدول أوروبا الشرقية.
 - فرض بعض القيود على استيراد وتصدير الذهب لإجراء التبادلات التجارية الدولية وفرض القيود الجمركية والضريبية من قبل بعض الدول بهدف تعزيز المركز الاقتصادي لها وتحسين أوضاعها المحلية، وهو الإجراء الذي لجأت له الولايات المتحدة الأمريكية لدعم مركزها الاقتصادي المحلي وتعزيز تجارتها الخارجية.
- وقد حققت قاعدة الذهب عددا من المزايا يمكن حصرها فيما يلي:

¹ ميراندا زغلول رزق، مرجع سابق، ص ص: 94-95.

- ثبات القوة الشرائية للنقود: لعل الوظيفة الأساسية للنظام النقدي هي محاولة تثبيت القوة الشرائية للنقود. وفي ظل نظام الذهب كانت ترتبط القوة الشرائية للنقود بالقيمة السلعية للذهب، وتفوق الذهب على غيره من النقود السلعية في توفير درجة كبيرة من الثبات في قيمته. ويرجع ذلك أساسا إلى أن عرض الذهب على مر العصور كان محدودا نسبيا، وكانت الزيادة السنوية لإنتاجه ضئيلة بالنسبة لكميات الذهب الموجود في العالم. ففي ظل نظام الذهب إذا انخفضت القوة الشرائية للذهب كنقود عن قيمته السلعية، قام الأفراد بتحويل المسكوكات الذهبية إلى سبائك، فينقص عرض المسكوكات ويزيد عرض السبائك، وترتفع قيمة المسكوكات وتنخفض قيمة السبائك إلى القدر الذي تتعادل عنده القوة الشرائية للنقود مع قيمتها السلعية لما تحويه من ذهب. ونفس التوازن التلقائي يتحقق أيضا إذا حدثت العملية العكسية.

- ثبات واستقرار نسبي في سعر الصرف: وذلك لأن محتوى العملات من الذهب يبقى ثابتا مادام كمية الذهب وإنتاجه دوليا مستقرة وحتى وأن زادت هذه الكمية فإن تكون زيادتها طفيفة ولا تصل إلى الدرجة التي يتغير فيها محتوى العملة الوطنية من الذهب، وبناء على ذلك تبقى أسعار الصرف ثابتة ومستقرة.

تعتبر المملكة المتحدة أول بلد يتبنى قاعدة الذهب وذلك في عام 1821م، تلتها بعد ذلك كثير من الدول، ومنذ عام 1930م تناقص دور الذهب في أنظمة النقد العالمية، واختفى تأثيره في أواخر سبعينيات القرن العشرين

د- قاعدة النقود الورقية الإلزامية

وتعرف أيضا بقاعدة النقود الائتمانية، وأساس هذه القاعدة هو أن النقود الورقية أصبحت تتمتع بقوة إبراء قانونية مطلقة نابعة من القانون ولا يحق تحويلها إلى ما يساويها من ذهب أو معدن آخر. وبموجب هذه القاعدة تنقطع العلاقة بين كمية النقود الورقية المصدرة وبين كمية الذهب الموجود لدى الجهاز المصرفي¹. وتتميز هذه القاعدة بالخصائص التالية:²

- ليس للأوراق الإلزامية قيمة في حد ذاتها أي لا يوجد لها قيمة ذاتية كالنقود السلعية، وتحدد قيمتها بالقوة الإنتاجية للمجتمع.
- تحدد السلطات النقدية سعرا تحكيميا لصرف العملات الوطنية بالعملات الأجنبية.
- النظام الورقي يتميز بمرونة أكبر من النظام المعدني في مواجهة التضخم أو الانكماش من خلال تدخل السلطة النقدية عن طريق أدوات السياسة النقدية.
- وهناك عيوب أيضا للقاعدة الورقية تتلخص فيما يلي:³
- إصدار كميات كبيرة من النقود يؤدي إلى ارتفاع الأسعار، وهذا بدوره يؤدي إلى ازدياد التفاوت بين الدخل فتتضرر الفئات المحدودة الدخل.
- مهما كان إشراف السلطات النقدية على النظام الورقي فإنها يمكن أن تتجاهل كل الاعتبارات الاقتصادية إذا ما زادت حاجة الحكومة إلى نقود، ذلك أن إصدار النقود أسهل من فرض الضرائب.

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

² عزت قناوي، مرجع سابق، ص: 51.

³ المرجع السابق، ص: 52-53.

عزيزي الطالب النقود هي أي شيء مادي ملموس يؤدي وظائف الوسيط في المبادلة ومقياس للقيمة ومخزن للقيمة وأداة للمدفوعات المؤجلة، وبناءا على ذلك، استخدمت المجتمعات البشرية أنواع عديدة من السلع والمواد كوسيلة لإتمام المعاملات التجارية والمالية.

الفصل الرابع

المجمعات النقدية

وإصدار النقود

الفصل الرابع: المجمعات النقدية وإصدار النقود

تنحصر وظيفة إصدار النقود الورقية القانونية في معظم دول العالم في بنك واحد هو البنك المركزي ويسمى أيضا بنك الإصدار ، والذي يعد الجهة الوحيدة المخول لها بإصدار النقود القانونية. ويستخدم البنك المركزي في سياسته الرامية إلى إدارة عرض النقود والسيطرة على وسائل الدفع المتاحة في الاقتصاد مجموعة من الإحصاءات والمقاييس النقدية تسمى مجمعات نقدية كأهداف أولية للسياسة النقدية التي يشرف عليها.

أولاً: البنك المركزي وإصدار النقود القانونية

يشير مصطلح الكتلة النقدية إلى إجمالي تداول كمية النقود المصدرة خلال فترة زمنية معينة، أي إجمالي الرصيد النقدي الذي يتم تداوله في الاقتصاد ويعبر عنه أيضا بإجمالي السيولة المحلية في الاقتصاد وكذلك إجمالي وسائل الدفع في الاقتصاد¹. ويتولى البنك المركزي مراقبة تطور المعروض النقدي ليتناسب مع اتجاه المتغيرات الكلية وذلك عن طريق تصنيف هذا المعروض إلى مجموعات تختلف من حيث سيولتها.

أ- تعريف المجمعات النقدية

تعرف على أنها مجموعة من المؤشرات الإحصائية لقياس العرض النقدي، وهي تضم مجموع وسائل الدفع المتاحة في الاقتصاد، ويرتبط عدد هذه المجمعات بطبيعة الاقتصاد ودرجة تطور الصناعة المصرفية والمنتجات المالية، وتعطي هذه المجمعات معلومات للسلطات النقدية عن وتيرة نمو مختلف السيولات. وسيتم فيما يلي عرض أربع مقاييس هي الأكثر شيوعا في الاقتصاديات الحديثة مرتبة وفق درجة سيولتها من الأقل إلى الأعلى سيولة كما يلي:²

¹ عبد الحليم عمار غربي، الوجيز في الاقتصاد النقدي والمصرفي، المنشورات الإلكترونية لمركز أبحاث فقه المعاملات الإسلامية، 2018، ص: 23.

² عمي سعيد حمزة، بوهريرة عباس، أثر التغيرات في المجمعات النقدية على المتغيرات الاقتصادية الكلية -دراسة حالة الجزائر 1990-2015، مجلة الواحات للبحوث والدراسات، المجلد 10 العدد 2(2017)، ص ص: 848-821.

1- القاعدة النقدية M_0

تدعى كذلك الأساس النقدي أو المتاحات النقدية، وتتصف بالسيولة التامة، وتشمل مجموع النقود القانونية الإلزامية المتداولة خارج الجهاز المصرفي والمكونة من النقود الورقية التي أصدرها البنك المركزي والنقود المعدنية المساعدة التي تختص دار السك أو الخزينة العمومية بإصدارها.

2- المجمع النقدي M_1

ويسمى المقياس الضيق للنقود، وهو عبارة عن M_0 + مجموع جميع المبالغ المتوفرة في الحسابات الجارية (الودائع تحت الطلب بالعملة الوطنية). ويتوافق هذا المفهوم الضيق للنقود مع وظيفة النقود كوسيط تبادل، وذلك أن المدفوعات تتم إما باستخدام النقود الورقية أو النقود المساعدة وغالبا ما تتم بواسطة الشيكات.

3- المجمع النقدي M_2

ويسمى المقياس الواسع للنقود، ويشمل M_1 + مجموع الأنواع الأخرى من حسابات الادخار والودائع لأجل في حسابات البنوك التجارية. ويعتمد هذا المفهوم في قياس العرض النقدي على استخدام النقود كمستودع للقيمة، حيث يتم الاحتفاظ بالأصول المالية خلال الفجوة الزمنية التي تفصل بين الحصول على هذه الأصول وبين استخدامها في الدفع. وطبقا لهذا المفهوم فإن تعريف النقود لا يجب أن يقتصر فقط على النقود السائلة أو عالية السيولة كما هو موضح في التعري السابق M_1 بل يجب أن يشتمل أيضا على تلك الأصول ذات السيولة العالية نسبيا مثل الودائع الادخارية بالبنوك التجارية التي تسمى أشباه النقود.

4- المجمع النقدي M_3

يذهب البعض إلى أبعد من مفهوم M_2 الواسع فيدرجون في قياسهم للنقد عناصر مثل الودائع الآجلة الكبيرة في المؤسسات المالية غير البنكية مثل مؤسسات التأمين والمؤسسات العقارية.

ب- مقابلات الكتلة النقدية

تشكل الكتلة النقدية من النقود الورقية القانونية التي يصدرها البنك المركزي ونقود الودائع التي تولدها البنوك التجارية.

1- إصدار النقود الورقية القانونية

تتولى هذه المسؤولية هيئة وحيدة في الاقتصاد في أغلب الدول بغية تحقيق هدفين أساسين، أولهما هو تجنب تعددية الإصدار الذي قد يكون له تأثيرات سلبية على الاقتصاد، والثاني هو التحكم المطلق في الكتلة النقدية ووسائل الدفع ووضعه في يد مؤسسة وحيدة.

1-1- تعريف البنك المركزي

اعتبر قانون النقد والقرض 90-10 في مادته الحادية عشر البنك المركزي بأنه: مؤسسة وطنية تتمتع بالشخصية المعنوية والاستقلال المالي¹.

ويتميز البنك المركزي عن غيره من البنوك بمجموعة من الخصائص يمكن حصرها فيما يلي:

- البنك المركزي هو مؤسسة قادرة على خلق النقود القانونية وتدميرها أي أدوات الدفع التي تتمتع بالقدرة النهائية والإجبارية على الوفاء بالالتزامات والتي تمثل قمة السيولة.
- البنك المركزي هو المؤسسة المخولة من قبل السلطات السياسية في الدولة بالهيمنة على شؤون النقد والائتمان في الاقتصاد القومي.
- البنك المركزي يقع في قمة الجهاز البنكي ويمثل السلطة العليا على البنوك وغيرها من المؤسسات البنكية والمالية الخاضعة لرقابته.
- البنك المركزي مؤسسة وحيدة.

¹ القانون 90-10 المتعلق بالنقد والقرض الصادر في 14 أبريل 1990.

- البنك المركزي مؤسسة عامة، ويرجع ذلك إلى أهمية وخطورة الوظائف التي يعهد بها إلى البنك المركزي.

- لا يهدف البنك المركزي إلى تحقيق الربح، وإنما هدفه تحقيق المصلحة العامة.

- البنك المركزي لا يتعامل مع الأفراد مباشرة وإنما يتعامل معهم بشكل غير مباشر من خلال تعامله مع البنوك التجارية.

2-1- وظائف البنك المركزي

- وظيفة الإصدار البنكي

تحتكر البنوك المركزية في كافة دول العالم مسؤولية إصدار النقود القانونية ومن بين الأسباب الرئيسية لتركيز الإصدار النقدي في البنوك المركزية يمكن ذكر ما يلي:

- تأمين رقابة حكومية فعالة على إصدار هذه النقود.

- إعطاء خدمة أفضل للبنك المركزي لممارسة تأثيره على منح الائتمان في البنوك الأخرى.

- إعطاء مكانة متميزة لهذه الأوراق.

- وظيفة بنك البنوك

يحتل البنك المركزي الصدارة في الجهاز البنكي وبالتالي يتولد عن هذا الوضع المتميز مجموعة من الالتزامات الواجب القيام بها اتجاه البنوك التجارية، ويترتب عن البنوك التجارية مجموعة من الالتزامات الواجب القيام بها اتجاه البنك المركزي.

فمن خلال هذه الوظيفة يقوم البنك المركزي بما يلي:

- يقوم بنوع من الإشراف الإداري والفني على البنوك التجارية.

- إعادة خصم الأوراق التجارية في حالة احتياج البنوك الأخرى للسيولة.

- مساعدة البنوك الأخرى بتقديم الاستشارات المالية لها في أوقات الأزمات.

- الاحتفاظ بأرصدة البنوك التجارية والبنوك الأخرى الفائضة عن حاجتها وهذا يساعده على إجراء التسويات النقدية -الكتابية- من حقوق وديون للبنوك فيما بينها عن طريق ما يسمى بالمقاصة المركزية.
- وظيفة بنك الحكومة

اشتقت هذه الوظيفة من خاصيتي الوحدة والملكية العامة للبنك المركزي، وتركز القرارات المتعلقة بالسياسة النقدية في البنك المركزي، وملكية الدولة لهذه المؤسسة تهدف كلاهما إلى إيجاد علاقات وثيقة بين الحكومة والبنك المركزي ومن ثم فهو يقوم بـ:

- تقديم المشورة للحكومة في مختلف المسائل المالية والنقدية.
- الأداة الرئيسية لتنفيذ السياسة النقدية.
- تقديم مختلف القروض التي تحتاج إليها الدولة.
- يعتبر القيم على احتياطات الدولة من العملات الأجنبية.
- مسك حسابات الحكومة والإشراف على الاتفاقيات المالية التي تعقدها الدولة مع الدول الأخرى.
- تولى خدمة الدين العام، فهو المشرف على تسديد الدين العام ودفح الفوائد.
- قبول أذونات الخزينة الصادرة عن السلطة التنفيذية وإمدادها بوسائل الدفع اللازمة لأداء نشاطها.

- الملجأ الأخير للإقراض

المقصود بهذه الوظيفة وقوف البنك المركزي مستعداً على الدوام لم يد العون للسوق الائتماني في حالة الضيق المالي، أو عند الضرورة بوضعه ما يلزم من الأرصدة النقدية الحاضرة تحت تصرف البنوك التجارية أو غيرها من المؤسسات الائتمانية سواء كان ذلك بتقديم القروض مباشرة إليها أو بإعادة خصم ما تقدمه إليه من أوراق

تجارية. بل قد يعمل البنك على تخفيض حدة الضائق من تلقاء نفسه بالقيام بعمليات السوق المفتوحة ابتغاء المحافظة على سيولة النظام الائتماني ومرونته.

- البنك المركزي مسؤول ع على السياسة النقدية

باعتبار البنك المركزي خالق للنقود القانونية، وبنك البنوك يستطيع أن يتحكم في حجم وسائل الدفع، وكذلك في حجم الائتمان، وبهذا يمكنه التأثير في حجم النشاط الاقتصادي.

ج- مكونات مقابلات الإصدار النقدي

حتى يستطيع البنك المركزي إصدار النقود الورقية القانونية، يجب أن يحوز على مجموعة من الأصول التي تعد بمثابة مقابلات للكمية الجديدة المصدرة من النقود القانونية. ووفقا لذلك فإن لعملية الإصدار النقدي وجهان هما:

الوجه الأول: يتمثل في الحصول على أصول حقيقية أو نقدية أو شبه نقدية، أذونات الخزينة.

الوجه الثاني: يتمثل في التزامات البنك المركزي اتجاه المؤسسات والأفراد، فمثلا لو كان لدى البنك المركزي، كما يلي:

أصول	خصوم
ذهب	الأوراق النقدية
عملات أجنبية	الاحتياطيات الإجبارية
تمويل للخزينة العامة	
تمويل الاقتصاد	

وسيتم شرح كل منها فيما يلي:

1- ذهب وعمليات أجنبية

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

في حالة قيام الدولة بعمليات تصديرها فإنها تحصل على عملات أجنبية، حيث يحصل عليها البنك المركزي، وبما أن العملات الأجنبية لا يمكن تداولها محليا ، فإن البنك المركزي يتكفل بحفظها وإصدار ما يقابلها بالعملة الوطنية، ومن ثم فإن الصادرات تكون سببا في زيادة في إصدار العملة الوطنية الجديدة.

1- تمويل الخزينة العمومية

يعتبر البنك المركزي الممول الرئيسي للخزينة العمومية للدولة والمناخ الأساسي للأموال في حالة عجز الموازنة العامة الناتج عن ارتفاع النفقات العامة عن الإيرادات، وفي هذه الحالة تلجأ الخزينة العامة للبنك المركزي طلبا للتمويل وتمنحه مقابلها سندات تصدرها على نفسها تعترف فيها بمديونيتها له تتميز بأنها شديدة السيولة ومضمونة ويطلق عليها سندات الحكومة أو أدونات الخزينة التي تعد من مقابلات الإصدار النقدي الجديد للبنك المركزي.

2- تمويل الاقتصاد

يعتبر التمويل الذي يقدمه البنك المركزي للاقتصاد من العناصر المهمة التي تفسر سبب الإصدار النقدي لأنه هو العنصر الذي يمكن أن تتحكم فيه السلطات النقدية أكثر كمن غيره، ذلك أن هذا التمويل هو عبارة عن قروض تقدم من طرف البنوك التجارية لتمويل العمليات الاقتصادية للمؤسسات ورجال الأعمال من استثمار وإنتاج وتسويق، هذه القروض تكون مباشرة أو بخصم أوراق تجارية، أو فتح اعتمادات، وفي جميع هذه الصور تكون هناك عملية خلق لنقود الودائع، وهذا يدفع البنوك التجارية إلى إعادة خصم أوراقها التجارية لدى البنك المركزي أو تطلب قرضا منه باعتباره الملجأ الأخير للإقراض، ويستخدم البنك المركزي هذه الأوراق التجارية كمقابلات للإصدار النقدي الجديد.

ثانيا: البنوك التجارية ودورها في توليد نقود الودائع

تحتفظ البنوك التجارية بودائع العملاء في شكل حسابات جارية (ودائع تحت الطلب) أو في شكل حسابات آجلة (ودائع آجلة)، كما أنها تمنح القروض، ومن خلال هاتين الوظيفتين تساهم البنوك التجارية في خلق نقود الودائع.

أ- نشأة البنوك التجارية

يشير التطور التاريخي للبنوك التجارية إلى أن الأفراد كانوا يودعون أموالهم لدى الصاغة والصارفة الذين كانوا يصدرون شهادات إيداع لإثبات حقوق المودعين وكانوا يحصلون على عمولة لقاء الاحتفاظ بالأموال المودعة لديهم، وقد لاحظ الصارفة أن نسبة صغيرة فقط من شهادات الإيداع تعود إليهم لتحويلها إلى نقود، وبالتالي فقد تجمعت لديهم الكثير من أموال المودعين غير المسحوبة والعاطلة، فتوصلوا إلى فكرة إقراضها للأفراد مقابل فائدة، وقد تطور نشاط الصاغة وتوسع وتحولوا إلى مؤسسات بنكية تتلقى الودائع وتمنح القروض.

ب- تعريف البنوك التجارية

البنوك التجارية هي مؤسسات ينحصر دورها بصفة أساسية في قبول الودائع مهما كان شكلها ومنح الائتمان بمختلف أشكاله. من خلال هذا التعريف يمكن حصر خصائص البنوك التجارية فيما يرد أدناه:

- تعتبر مؤسسات بنكية من الدرجة الثانية في الجهاز المصرفي بعد البنك المركزي.

- مقدرة البنك المركزي في التأثير على قدرتها في منح الائتمان.

- هدف البنوك التجارية الأساسي هو تحقيق الربح على عكس البنك المركزي الذي يهدف لتحقيق المصلحة العامة.

ج- وظائف البنوك التجارية

تقوم البنوك التجارية بتأدية الوظائف التالية:

1- تلقي الودائع

وهي بذلك تعتبر وسيط مالي يحتفظ بمدخرات الأفراد في شكل ودائع قد تكون قصيرة الأجل كحالة الودائع الجارية والتي تكون بدون فائدة، أو طويلة الأجل كحالة الودائع الادخارية التي تكون بفائدة. وتشكل الودائع الجزء الأكبر من موارد البنك، وعندما تدخل النقود إلى البنك فإنها تأخذ بعد اقتصاديا وماليا أكثر أهمية، حيث تتحول هذه القوة الشرائية الفائضة عند بعض المتعاملين إلى إمكانية واسعة لخلق القرض وتوسيع النشاط.

2- منح القروض

النشاط الرئيسي للبنوك التجارية هو منح القروض أو الائتمان لمختلف القطاعات الاقتصادية أي المؤسسات سواء عمومية أو خاصة، وتعتمد في أداء هذه الوظيفة بصفة أساسية على الودائع التي تحصل عليها من الغير.

وبالإضافة إلى هذه الوظائف هناك وظائف أخرى هي كما يلي:

- إنشاء نقود الودائع.

- تقديم الخدمات لعملائها.

- تقديم الخدمات لسوق رأس المال من خلال بيع وشراء الأوراق المالية لصالح عملائها.

- بيع العملات الأجنبية للذين يطلبونها.

د- دور البنوك التجارية في توليد نقود الودائع

على عكس النقود القانونية، يتم إنشاء نقود الودائع من طرف البنوك التجارية وهي في الحقيقة ليس لها وجود مادي وإنما هي عبارة عن نقود ائتمانية تظهر من خلال التسجيلات المحاسبية للودائع والقروض وهي تعكس تداول الأموال باستعمال الشيكات وليس تداول حقيقيا. والقاعدة التي ينطلق منها البنك التجاري في إنشاء نقود الودائع لا تختلف كثيرا عن تلك التي يستعملها البنك المركزي في إنشاء النقود القانونية، إذا كان هذا الأخير لا يقوم بعملية الإصدار إلا إذا تحصل على نوع معين من الأصول، فكذلك الحال بالنسبة للبنك التجاري لا يستطيع إنشاء نقود الودائع إلا إذا تحصل على

النقود القانونية من الأفراد والمؤسسات في شكل ودائع ويتم إنشاء هذا النوع من النقود بالاعتماد على القاعدة التي تقول إن الودائع تمكن من الإقراض، كما أن النقود تخلق الودائع، ويعتمد البنك التجاري في إنشاء نقود الودائع على عنصرين أساسيين هما:

- نسبة أو معدل الاحتياطي القانوني أو الإجباري.

- قيمة أو مبلغ الوديعة.

فإذا افترضنا أن:

- المعدل الاحتياطي القانوني هو 10%.

- مبلغ الوديعة لدى البنك التجاري A هو 10.000 دج

فيجب على البنك التجاري الاحتفاظ باحتياطي إجباري قدره 1000 دج ووضع الباقي في متناول الأفراد والمؤسسات الراغبة في الاقتراض. وتكون وضعية البنك التجاري A كما يلي:

وضعية البنك التجاري A

الخصوم		الأصول	
10000	الودائع	1000	الاحتياط
		9000	قروض نقدية
10000	المجموع	10000	المجموع

نفترض أن الأفراد والمؤسسات يقومون بإيداع المبلغ الذي اقترضوه من البنك A في بنك آخر وهو البنك B والذي يقوم بالاحتفاظ بـ 10% منه أي 900 دج ويقوم بإقراض الباقي أي 8100 دج وتكون وضعيته كالتالي:

وضعية البنك التجاري B

الخصوم		الأصول	
9000	الودائع	900	الاحتياط
		8100	قروض نقدية
9000	المجموع	9000	المجموع

وفي حالة إعادة وضع القروض المقدمة من البنك B والمقدرة بـ 8100 دج في البنك C والذي يبقى على 810 دج كاحتياطي إجباري ويقدم الباقي كقروض نقدية للأفراد والمؤسسات فستكون وضعية البنك C كما يلي:

وضعية البنك التجاري C

الخصوم		الأصول	
8100	الودائع	810	الاحتياط
		7290	قروض نقدية
8100	المجموع	8100	المجموع

وهكذا تتوالى عملية النقود انتقال النقود من بنك إلى بنك أو من شخص إلى شخص في البنك نفسه، ويمكن توضيح هذه العملية في الجدول التالي:

الاحتياطي الإجباري	القروض الممنوحة	الودائع
1000	9000	10000
900	8100	9000
810	7290	8100
	.	.
	.	.
	.	.
10000	90000	100000

تتضاعف الودائع من خلال:

$$R/1 = (\text{money multiplier}) \text{ الودائع}$$

$$\text{الزيادة في الودائع} = 10.000 = 0.1 / 100.000 \text{ دج}$$

$$\text{الزيادة في الاحتفاظ} = 10.000 = 0.1 / 100$$

$$\text{الزيادة في القروض الممنوحة} = 90.000 = 0.1 / 9000 \text{ دج}$$

كلما زاد معدل الاحتياطي القانوني كلما انخفضت قدرة البنوك التجارية على منح القروض والتوسع فيها.

ويمكن أيضا تقديم المثال التالي:

- حالة بنك واحد

قام السيد (x) بإيداع مبلغ 1000 دينار كحساب جاري (وديعة تحت الطلب) في البنك A، وترد أدناه ميزانية البنك A بعد الإيداع.

أصول	خصوم
1000 نقود سائلة	1000 وديعة تحت الطلب (السيد X)
المجموع 1000	المجموع 1000

يستطيع البنك A إقراض مبلغ الوديعة كاملا، إلا أن البنك المركزي يلزم البنوك التجارية بالاحتفاظ بنسبة معينة من الودائع كاحتياطي قانوني وإلزامي في إطار السياسة النقدية والائتمانية التي ينتهجها، فإذا تم تحديد هذه النسبة بـ 10% تصبح ميزانية البنك A كما يلي:

أصول	خصوم
100 احتياطي قانوني	1000 وديعة تحت الطلب (السيد X)
900 احتياطي فائض	
المجموع 1000	المجموع 1000

يستطيع البنك A تقديم قروض تصل إلى 900 دينار، فإذا قام الشخص Y باقتراض مبلغ 900 دينار من البنك A، تصبح ميزانية هذا البنك كما يلي:

أصول	خصوم
100 احتياطي قانوني	1000 وديعة تحت الطلب (السيد X)
900 قرض (السيد Y)	
المجموع 1000	المجموع 1000

إذا قام السيد Y بإيداع 900 دينار كوديعة تحت الطلب في بنك A ، يقوم البنك بإضافة 90 دينار إلى الاحتياطي القانوني $(900 \times 10\%)$ ، ويضاف المبلغ المتبقي إلى الاحتياطي الفائض. وتصبح ميزانية البنك A كما يلي:

أصول	خصوم
190 احتياطي قانوني	1900 ودائع تحت الطلب السيد X = 1000 دينار السيد Y = 900 دينار
810 احتياطي فائض	
900 قرض (السيد Y)	
المجموع 1900	المجموع 1900

يتضح أن الحجم الكلي للودائع انتقل إلى 1900 دينار، علماً أن قيمة الوديعة الأولى هي 1000 دينار، وهذا ما يسمى بتوليد الودائع أو خلق النقود، وتتساوى قدرة البنك التجاري A على منح القروض بـ 900 دينار.

- حالة أكثر من بنك

نفترض من المثال السابق أن البنك A منح قيمة الاحتياطي الفائض 810 دينار كقرض للسيد Z الذي قام بدوره بإيداع المبلغ في حسابه الجاري لدى البنك B، فتكون ميزانية البنكين كما يلي:

البنك A

أصول	خصوم
190 احتياطي قانوني	1900 ودائع تحت الطلب السيد X = 1000 دينار السيد Y = 900 دينار
900 قرض (السيد Y)	
810 قرض (السيد Z)	
المجموع 1900	المجموع 1900

البنك B

أصول	خصوم
81 احتياطي قانوني	810 وديعة تحت الطلب (السيد Z)
729 احتياطي فائض	
المجموع 810	المجموع 810

يستطيع البنك B منح قرض بقيمة الاحتياطي الفائض تصل إلى 810 دينار إلى الشخص W الذي يقوم بدوره بإيداع قيمة المبلغ كوديعة تحت الطلب في حسابه الجاري لدى البنك C، فتصبح ميزانية البنكين كالتالي:

البنك B

أصول	خصوم
81 احتياطي قانوني	810 وديعة تحت الطلب (السيد Z)
729 قرض (السيد W)	
المجموع 810	المجموع 810

البنك C

أصول	خصوم
72.90 احتياطي قانوني	729 وديعة تحت الطلب (السيد Z)
656.10 احتياطي فائض	
المجموع 729	المجموع 729

يلاحظ أن المجموع الكلي للودائع يعادل 3439 دينار، علما قيمة ان الوديعة الأولية تعادل 1000 دينار.

يعتبر المجمع النقدي $M2 =$ النقود الورقية القانونية + الودائع الجارية + الودائع لأجل

المؤشر الإحصائي المناسب لقياس كمية النقود ووسائل الدفع المتاحة في الاقتصاد

الفصل الخامس

الطلب على النقود

والنظريات المفسرة له

الفصل الخامس: الطلب على النقود والنظريات المفسرة له

النظريات النقدية هي أفكار وتحليلات حاولت تفسير العلاقة بين كمية النقود والمتغيرات الاقتصادية التي ترتبط بها كالأسعار وسرعة تداول النقود. وتعود جذور النظرية النقدية الكلاسيكية إلى الإسهامات الأولية لـ ميل (1848) Mill ووالراس walrass وبيكسل wickssel (1900)، قبل أن يتطور مفهوم الطلب على النقود في إطار النظرية الكمية للنقود وفي دائرة التوازن الكلاسيكي الذي تأسس على افتراض جوهري هو أن الطلب على النقود هو طلب مشتق من الطلب على السلع والخدمات، الأمر الذي يحصر وظائف النقود في وظيفة واحدة تتمثل في كونها وسيطا للتبادل.

أولاً: النظرية الكمية للنقود (النظرية الكلاسيكية)

اهتمت النظرية النقدية الكلاسيكية منذ القرن التاسع عشر وحتى سنة 1929 (بداية أزمة الكساد الكبير) بدراسة العوامل المفسرة لقيمة النقود أو المستوى العام للأسعار، حيث تم ربط التغير في قيمة النقود بكميتها، ويمكن تناول هذه النظرية من خلال مدخلين؛ مدخل المبادلات بصياغة فيشر ومدخل الأرصد النقدية بصياغة مدرسة كمبريدج. وبالرغم من اختلاف المدخلين في كيفية حدوث هذا التأثير ونسبته، إلا أن كلاهما قد قام على افتراضات المدرسة الاقتصادية الكلاسيكية، هذه الافتراضات يمكن إيجازها فيما يلي:

- يعتبر الكلاسيك أن التوازن الاقتصادي يتحقق تلقائياً عند مستوى التشغيل الكامل.
- تقوم النقود بوظيفة وسيط التبادل ومقياس للقيمة، ويستبعد أدائها لوظيفة مخزن للقيمة لأن منفعة النقد معدومة، بل تكمن منفعتها في كمية السلع التي يمكن شراؤها، فالطلب على النقود مشتق من الطلب على السلع والخدمات التي يمكن أن تحوزها، لذلك يحصل الأفراد على الكميات النقدية في شكل دخول ليتم توجيهها إلى شراء السلع والخدمات، وهو الدافع الوحيد لحيازة النقود (دافع المعاملات).
- النقود حيادية أي أنها لا تؤثر على الاقتصاد الحقيقي ذلك أن المنتجات يتم مبادلتها بالمنتجات، وما النقود سوى أداة أو وسيلة تخفي الجوانب الحقيقية للنشاط الاقتصادي.

- وقوع الاقتصاد عند مستوى التشغيل الكامل، فلا وجود لأزمة بطالة شاملة في الاقتصاد، وإن وجدت فإن ذلك سيكون ظرفيا في أحد القطاعات وسرعان ما يتلاشى ليعود بعد ذلك الاقتصاد إلى توازنه وفي مختلف الأسواق استنادا إلى قانون ساي للمنافذ (العرض يخلق الطلب المساوي له).

أ- مدخل المبادلات بصياغة فيشر

تعتبر معادلة التبادل شكل من الإثبات الرياضي على صحة النظرية الكمية للنقود، في ضوء اعتبار النقود وسيطا في التبادل طبقا لقانون ساي للمنافذ وافترضه أن كل عرض يخلق طلبا مرافقا له، وأن كل تيار إنتاجي يولد إنفاقا مساويا له.¹

1- صيغة وتفسير المعادلة

وفقا لقانون ساي، فإن كل عملية بيع يقابلها عملية شراء، ونتيجة لذلك ستكون قيمة المبيعات مساوية لقيمة المشتريات على المستوى الكلي. وسيشكل مجموع السلع محل المبادلة خلال وحدة الزمن حجم المعاملات التي تم إتمامها في اقتصاد ما، ويرمز لها بالرمز (T)، وكمية أي سلعة (Xi) من هذه السلع سوف تتم مبادلتها بسعر محدد (Pi) ولذلك تعادل القيمة الإجمالية للمعاملات التي تمت في هذا الاقتصاد المقدار:

$$P_1X_1 + P_2X_2 + \dots + P_i X_i = \sum_{s=1}^n P_s X_s \dots$$

حيث (n) عدد السلع.

وبغية التوضيح يتم افتراض أن المستوى المتوسط المرجح للأسعار هو (P)، وأن مجموع كميات السلع معبر عنها بحجم المعاملات هو (T)، فتكون القيمة الإجمالية لهذه المعاملات مقومة بالنقود مساوية لحجم المعاملات مضروبة في المستوى العام للأسعار = P.T = حجم التبادل = حجم الإنفاق الكلي في الاقتصاد.

يجب أن تسوى القيمة الإجمالية لهذه المبادلات باستخدام حجم النقود الموجودة في الاقتصاد، أي باستخدام كمية النقود الموجودة بحوزتهم.

¹ علي كنعان، مرجع سابق، ص: 92.

وبما أن قيمة وسائل الدفع تشمل أيضا الودائع التي يتم تحريكها بواسطة الشيكات فإن وحدة النقد عادة ما تستعمل أكثر من مرة خلال العام، ومن ثم تكون الوحدة النقدية قادرة على إتمام العديد من المعاملات سنويا. فعندما تتحرك وحدة النقد مرة واحدة خلال العام وكان حجم كمية النقود بحوزة الجمهور غير المصرفي يساوي 200 مليار، فإنها قادرة على سداد معاملات بمقدار $(1 \times 200 = 200)$ مليار، وإذا كانت كمية النقود القانونية بحوزة الجمهور غير المصرفي تعادل 20 مليار وكان متوسط عدد المرات التي تتحرك فيها من يد إلى أخرى خلال السنة يساوي 10، فإن ذلك يعني أنها قادرة على سداد معاملات قدرها 200 مليار¹.

باعتقاد فيشر على سرعة دوران النقود، التي تمثل المقدار الذي يربط بين القيمة الإجمالية للمعاملات، أو حجم الإنفاق الكلي مقسوما على كمية النقود (Ms) أي أن:

$$V = P.T / Ms$$

وبضرب الطرفين في الوسطين نحصل على: (1) $Ms.V = P.T$

عرفت هذه المعادلة بمعادلة التبادل لفischer، ويمكن تفسيرها كمايلي:

تربط هذه المعادلة ما بين أربعة عناصر: وهي عرض النقود، سرعة دوران النقود، مستوى الأسعار وحجم المعاملات. وقد صاغ فيشر المعادلة بناء على مجموعة من الافتراضات يمكن حصرها فيما يلي:

- ثبات حجم المعاملات (T): لأن وقوع الاقتصاد عند مستوى التشغيل الكامل يضع هذا العنصر موضع الثبات، وبالتالي عدم تغيره باتجاه زيادته وخصوصا على المدى القصير، فهذا المقدار يتأثر بمتغيرات حقيقية تتحدد بحجم الموارد البشرية، الظروف الفنية للإنتاج والتنظيم، درجة استخدام وتوظيف عوامل الإنتاج، وتتميز هذه العوامل بالاستقرار في الفترة القصيرة ولا تتغير إلا خلال الفترة الطويلة، ولهذا يفترض الكلاسيك ثبات حجم المعاملات (T).

¹ حسين بن هاني، اقتصاديات النقود والبنوك: المبادئ والأساسيات، مكتبة الكندي للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2014، ص ص: 81-82.

- عرض النقود (Ms): ويقصد به كمية النقود القانونية ونقود الودائع لدى الأفراد. ويرى الكلاسيك بأن عرض النقود متغير خارجي، يصدر من السلطة النقدية التي تمتلك الوسائل الكفيلة بالتحكم في حجمه.

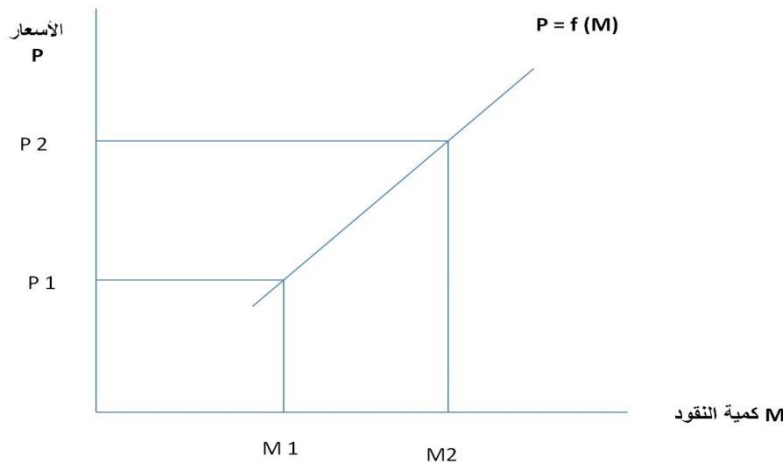
- سرعة دوران النقود (V): اعتبر فيشر أن سرعة تداول النقود ثابتة في المدى القصير وهذا راجع إلى طبيعة العوامل التي تحكمها متمثلة في مدى تقدم نظام الائتمان، وتطور طرق الدفع والتي تتميز بأنها مستقرة في المدى القصير.

في ضوء الافتراضات السابقة (ثبات كل من سرعة تداول النقود وحجم المعاملات) يبقى متغيرين اثنين هما (P) من جهة و (Ms) من جهة أخرى، وبما أن (Ms) متغير خارجي في يد السلطات النقدية وتتحكم فيه، فيصبح (Ms) سببا، و (P) نتيجة، فتصبح المعادلة رقم (1) كمايلي: $P=M.V/T$

فكل زيادة في كمية النقود بنسبة معينة باعتبارها المتغير المستقل ستؤدي إلى زيادة المستوى العام للأسعار بنفس النسبة، ولذلك ستنخفض قيمة النقود والعكس صحيح. وهذا ما توصلت إليه نتائج النظرية الكمية. فكل تغير في كمية النقود سيؤدي إلى تغير المستوى العام للأسعار في نفس الاتجاه ونفس النسبة، في ظل بقاء كل الافتراضات السابقة دون تغيير.

ويمكن توضيح ما سبق من خلال الشكل رقم (02).

الشكل رقم (02): العلاقة بين كمية النقود والأسعار وفقا لمعادلة التبادل



2- انتقادات معادلة التبادل

من خلال تقييم معادلة التبادل، أكد الاقتصاديون على قصورها في تفسير طبيعة العلاقة بين النقود ومستوى الأسعار، فضلا عن إغفال دوافع الطلب على النقود الأخرى من منطلق حصر وظائف النقود في الوساطة في التبادل. ويمكن إيجاز أهم الانتقادات فيما يلي:¹

- لم تحدد معادلة التبادل أي من المتغيرين (كمية النقود، المستوى العام للأسعار) المستقل وأيهما التابع، أي لم يتم توضيح المتغير الذي يؤثر بالآخر، وهذا يثبت محدودية إسهامها في التحليل الاقتصادي.

- قدمت هذه المعادلة تفسيراً ظرفياً للعلاقة بين كمية النقود والمستوى العام للأسعار لأنها اكتفت بالتحليل قصير الأجل، لذلك فهي تعتبر ساكنة لم تقدم نتائج حول العلاقة بين المتغيرين في الأجل الطويل.

- ثبات حجم المعاملات وسرعة تداول النقود هو تصور غير واقعي، حيث يتقلب هذان المتغيران بتقلب الدورة الاقتصادية.

- يفترض فيشر أن ثبات كمية النقود ستفضي إلى تثبيت المستوى العام للأسعار، وذلك غير مؤكد، فتوسع الائتمان الاستهلاكي في الاقتصاد سيدعم الطلب الكلي على السلع والخدمات وسيترتب عليه ارتفاع في المستوى العام للأسعار رغم ثبات العرض النقدي.

- إهمال وظيفة النقود كمخزن للقيمة والتي تنبثق من الرغبة في تفضيل السيولة أضعف فعالية المعادلة في تقديم نتائج يعتد بها، حيث تعمل هذه الوظيفة على تحييد جزء كبير من السيولة فلا يدخل في إطار المبادلات، وبناءً على ذلك تتعطل وظيفة النقود كوسيط تبادل من خلال الاكتناز والمضاربة، وتتعطل أيضا وظيفة

¹ محمد حسين الوادي، مرجع سابق، ص: 45.

النقود كمقياس للقيمة عندما تصبح النقود سلعة وتطلب لذاتها. فلا يبقى مقياس دقيق لتقييم السلع والخدمات.

وتم تصويب قصور معادلة التبادل من خلال معادلة الأرصدة النقدية لمارشال.

ب- مدخل الأرصدة النقدية بصياغة مارشال

حاول كل من مارشال وبيجو من جامعة كامبريدج، دراسة طلب الوحدات الاقتصادية للنقود وتفضيلهم للسيولة من خلال اهتمامهما بدراسة العلاقة بين كمية النقود والمستوى العام للأسعار بالتركيز على الأرصدة النقدية المحتفظ بها.

انطلق مارشال من معادلة التبادل لفيشر، واستبدل حجم المعاملات بحجم الدخل الوطني الحقيقي أو الإنتاج الحقيقي:¹

$$M.V = P.Yr \text{ أي أن: } (Yr)$$

فيكون الدخل النقدي ($Y=P.Yr$) مساويا لتدفق العرض النقدي ($M.V$)

أي أن:

$M.V=Y$ وبالتالي يكون: $M=1/V.(Y)$ ، أي أن كمية النقود المعروضة M هي النسبة $1/V$ من الدخل الوطني النقدي وهي النسبة التي يرغب الأفراد في الاحتفاظ بها من دخلهم النقدي في شكل سائل، هذه النسبة أطلق عليها نسبة التفضيل النقدي والتي يرمز لها بالرمز K وهي مقلوب سرعة دوران النقود V وتمثل عدد المرات التي تبقى فيها الوحدة النقدية الواحدة عاطلة ولا تنتقل خلال عمليات التبادل.

أي أن:

$$Md = K.P.Yr \dots (1)$$

¹ السيد محمد أحمد السريتي، محمد عزت محمد غزلان، اقتصاديات النقود والبنوك والأسواق المالية، مؤسسة رؤية، مصر، 2010، ص: 314.

حيث أن :

Md: تمثل الطلب النقدي الحقيقي

K: تمثل نسبة التفضيل النقدي

P.Yr: تمثل الدخل النقدي

تصبح المعادلة رقم (1) كما يلي:

$$Md/P=K.Yr$$

وبما أن:

$$Md= Ms$$

تصبح:

$$P.K.Yr=Ms$$

وبما أن:

Ms متغير خارجي يتم التحكم فيه من خلال السلطة النقدية فإن: $P=Ms/K.Yr$

فيصبح المستوى العام للأسعار هو محصلة التفاعل بين عاملين هما:

- الطلب الحقيقي للنقود K.Yr وهنا تظهر أهمية التفضيل النقدي أو تفضيل السيولة K، على اعتباره ممثلاً للطلب على النقود أو هو مقدار من القوة الشرائية التي يرغب الجمهور في الاحتفاظ بها سائلة من دخولهم النقدية.

- كمية النقود Ms

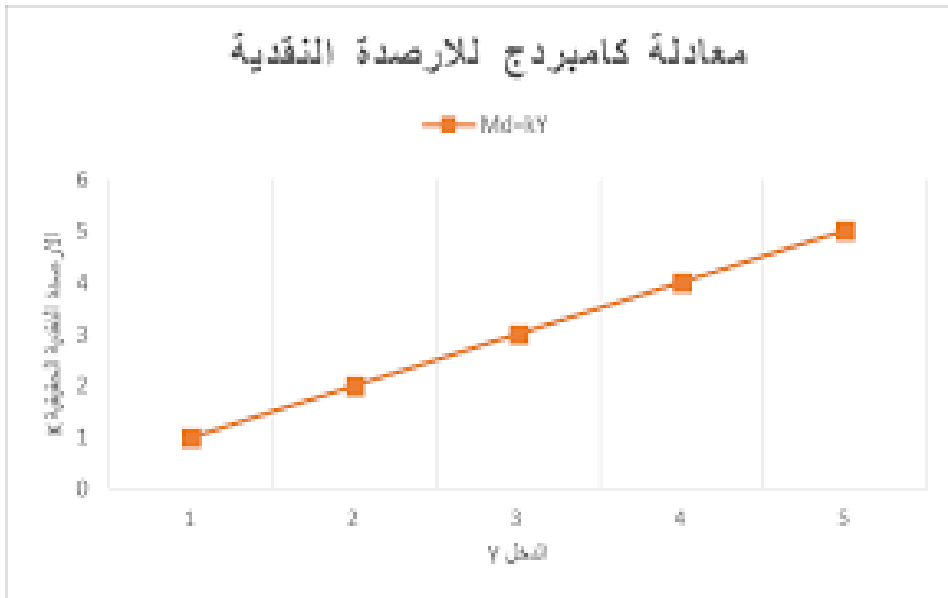
ويمكن تحديد أثر كل من تغير التفضيل النقدي وكمية النقود ضمن معادلة الأرصدية النقدية فيما يلي:

- 1- حدوث زيادة في كمية النقود وفق تدخل من البنك المركزي سيفضي إلى زيادة مستوى الأسعار بنفس النسبة وفي نفس الاتجاه في ظل افتراض ثبات الدخل

الحقيقي (Y_r) وثبات التفضيل النقدي (K). وهنا تصبح معادلة الأرصدة النقدية موافقة لنتائج النظرية الكمية.

2- في حالة حدوث تغير في النسبة (K) الممثلة للتفضيل النقدي، سيؤدي إلى حدوث تغير في مستوى الأسعار في الاتجاه المعاكس. فرغبة الأفراد في الحفاظ على مستوى معين من الأرصدة النقدية السائلة، سيؤثر على المستوى العام للأسعار، سواء في حالة زيادة كمية النقود أو تخفيضها، فعندما تزيد السلطات النقدية كمية النقود، فستزيد الأرصدة النقدية الفعلية التي يملكها الجمهور عن المستوى المرغوب، فيقوم الجمهور بالتخلص من هذه الزيادة بإنفاقها على شراء السلع والخدمات ومن ثم تميل الأسعار إلى الارتفاع في ظل ثبات حجم الإنتاج ويميل الرصيد النقدي الحقيقي إلى الانخفاض، وقد يصل هذا الرصيد إلى ما دون المستوى المرغوب. فيميل الجمهور إلى زيادته، ليتسبب في تخفيض الطلب على السلع والخدمات، فتميل الأسعار إلى الانخفاض ومن ثم ترتفع القيمة الحقيقية للأرصدة النقدية المحتفظ بها، إلى أن تصل إلى المستوى المرغوب.

الشكل رقم (3): العلاقة بين الدخل والأرصدة النقدية الحقيقية



ينظر إلى معادلة الأرصدة النقدية أنها بداية للتحليل الاقتصادي الموسع الشامل لجميع وظائف النقود دون استثناء والذي يخرج عن الإطار الضيق للتحليل الكلاسيكي الذي يختزل وظائف النقود في وظيفة واحدة هي الوساطة في التبادل. وعلى الرغم من التشابه الكبير بين المعادلتين، إلا أن معادلة الأرصدة النقدية تنفرد بكونها أخذت بمبدأ أن النقود تطلب لذاتها ولذلك فهي تؤثر على الكثير من المتغيرات الاقتصادية ولا يمكن اعتبارها حيادية.

وتتلخص الاختلافات الأساسية بين المعادلتين فيما يلي:¹

- قدمت معادلة كمبريدج توضيحا أكثر اتساقا للعلاقة السببية والطرديّة بين كمية النقود والمستوى العام للأسعار. فإذا تم تصور أن هناك توازنا بين الطلب على النقود وعرض النقود، ثم قررت السلطة النقدية زيادة المعروض النقدي فإن التوازن سيزول بحيث ستزيد كمية النقود المعروضة عن المطلوبة، هذا ما سيدفع النسبة من الدخل التي يرغب الأفراد الاحتفاظ بها في شكل نقود إلى الارتفاع أيضا عن النسبة المثلى، وسيتم التخلص من هذه الزيادة عن طريق زيادة الطلب على السلع والخدمات الاستهلاكية والاستثمارية، وسيترتب على ذلك ضغوط في اتجاه ارتفاع الأسعار (نقود كثيرة تطارد سلعا قليلة)، وبما أن الناتج الحقيقي ثابت عند مستوى التشغيل الكامل في الأجل القصير - كما يفترض الكلاسيك - ولأن قيمة k ثابتة فسينتهي الأمر بتحقيق توازن جديد، لكن بعد أن يتضاعف المستوى العام للأسعار، وهذه هي العلاقة المباشرة بين كمية النقود والمستوى العام للأسعار، إذ أن الزيادة في العرض النقدي تؤدي إلى زيادة الطلب على السلع والخدمات ومن ثم دفع الأسعار للأعلى.

- لم يقر أصحاب النظرية الكمية بتأثير سعر الفائدة على الطلب على النقود، لكن يبدو أن هناك إقرارا كامنا بالدور الذي يمارسه سعر الفائدة، فقد أشار بيجو إلى أن النقود لا تدر عائدا على حائزها على الرغم من أنها تمثل وسيطا جيدا في المعاملات،

¹ سامي السيد، النقود والبنوك والتجارة الدولية، منشورات جامعة القاهرة، 2018، ص ص: 130-135.

وشكل هذا الاعتراف فجوة بحثية في أعمال أصحاب النظرية الكمية النقدية، وقد استعمله بعد ذلك كينز في صياغة ووضع أسس نظريته في الطلب على النقود.

- أكد أصحاب معادلة التبادل تأكيدا قاطعا على ثبات سرعة تداول النقود، وفي المقابل كان أصحاب الأرصدة النقدية أكثر مرونة فيما يتصل بثبات نسبة التفضل النقدي من خلال اعتقادهم أن الفرد يحدد النسبة المثلى من الدخل التي يرغب في الاحتفاظ بها في شكل نقود سائلة.

ثانيا: النظرية الكينزية في النقود

يوصف الاقتصاد الرأسمالي بأنه اقتصاد الأزمات المتكررة والتي تتسبب في إحداث هزات عنيفة لاقتصاديات الدول، وتعد أزمة الكساد الكبير التي نشأت سنة 1929 واحدة من أشد الأزمات تأثيرا على الدول الرأسمالية، وقد شكلت تحولا جذريا في أسلوب التحليل الاقتصادي ومنهج التفكير العلمي والنمط الإيديولوجي و البناء النظري. حيث بقيت النظريات الكلاسيكية عاجزة عن إيجاد الحلول المناسبة للمعضلات والتحديات التي أفرزتها الأزمة.

حاول الاقتصادي الإنجليزي اللورد جون مينارد كينز J.M.Keyness، وضع تصورات ومقترحاته لعلاج الأزمة الاقتصادية مؤكدا عدم صحة التحليل الاقتصادي الكلاسيكي الذي كان مسيطرا وشائعا أثناء حدوث الأزمة.

عارض كينز كل الافتراضات والمبادئ التي وضعها الكلاسيك، وصاغ نظريته الشهيرة التي قدمها في مؤلفه "النظرية العامة للتوظيف، الفائدة، النقود" سنة 1936، والاختلاف المحوري الذي ميز التحليل الكينزي هو إدراج ودمج النقود وسعر الفائدة في صياغة نظريته، واهتم بإثبات أنها متغيرات تؤثر بصفة أساسية في الطلب على النقود وعلى الناتج الإجمالي وعلى العمالة، لذلك يعتبر كينز أول من طور نظرية متكاملة لتحديد الطلب الكلي على النقود.

أ- فروض النظرية الكينزية

اعتبر كينز أن للطلب على النقود ثلاث دوافع أساسية، وهو بذلك قد اختلف مع الكلاسيك فيما يتعلق بوظائف النقود، فقد حدد ثلاث أنواع للطلب على النقود يمكن توضيحها فيما يلي:

1- الطلب على النقود بدافع المعاملات Transaction Motive

وينشأ هذا الطلب من وظيفة النقود كوسيط مبادلات، ويمثل الجزء الأكبر من الطلب على النقود¹، وبناءا عليها يحتفظ الأفراد بالنقود بغرض إتمام معاملاتهم اليومية. ويتحدد هذا الطلب بمستوى الدخل النقدي للأفراد، حيث يتناسب معه تناسبا موجبا، ومن ثم يعتبر الطلب على النقود دالة طردية مع الدخل النقدي.

$$M_t = F(Y)$$

حيث: M_t ← الطلب على النقود بدافع المعاملات

Y ← مستوى الدخل النقدي

والعلاقة بينهما علاقة طردية فزيادة الدخل تؤدي إلى زيادة الطلب على النقود بدافع المعاملات.

2- الطلب على النقود بدافع الاحتياط Precautionary Motive

إلى جانب الطلب على النقود لغرض المعاملات، أضاف كينز أن الأفراد يطلبون النقود لغرض الاحتياط ومواجهة حالات الإنفاق الطارئة والمفاجئة، ويرتبط هذا نوع من الطلب على النقود أيضا بمستوى الدخل النقدي ويتناسب معه طرديا.

$$M_p = F(Y)$$

حيث: M_p ← الطلب على النقود لغرض الاحتياط

والعلاقة بينهما علاقة موجبة فزيادة الدخل تؤدي إلى زيادة الطلب على النقود بدافع المعاملات.

¹ ضياء مجيد، الاقتصاد النقدي: المؤسسات النقدية، البنوك التجارية، البنوك المركزي، مؤسسة شباب الجامعة، مصر، 2000، ص: 104.

3- الطلب على النقود لغرض المضاربة Speculative Motive

اعتبر كينز أن هناك دافعا ثالثا يشجع الأفراد على الاحتفاظ بالنقود هو الطلب على النقود لغرض المضاربة، ويقصد بالمضاربة شراء أصل من الأصول المالية كالأسهم والسندات، أو السلع الأولية كالحديد أو المواد الغذائية مثل الحبوب أو العقارات، وإعادة بيعها في وقت لاحق بسعر أعلى لتحقيق الربح من الفروقات في أسعارها السريع وفقا للتوقعات حول اتجاهات أسعار السوق¹.

وأكد كينز أن الطلب على النقود لغرض المضاربة يرتبط بسعر الفائدة. وقد قسم كينز الأصول التي تشكل مخزنا للثروة إلى قسمين هما النقود والسندات، بحيث تعتبر النقود أصلا كامل السيولة وتحقق عائدا لحائزها، أما السندات فتحقق عائدا دوريا ثابتا لحائزها، وهو سعر الفائدة، وبناء على ذلك فإن العائد المتوقع على النقود منعدم، والنقود في هذه الحالة هي النقود العاطلة أو الأرصدة المكتنزة، ويمكن اعتبار أن نقود الودائع تحت الطلب أيضا لا يحقق فائدة، أما العائد على السندات فيتكون من أقساط الفائدة الدورية إضافة إلى المكسب الرأسمالي المتوقع.

فإذا توقع الأفراد ارتفاع سعر السند السوقي، فإن ذلك سيدفعهم إلى شراء سندات اليوم بسعر سوقي منخفض بغرض بيعها في المستقبل بسعر سوقي مرتفع. وبما أن شراء السندات سيتم بواسطة النقود، أي أن الفرد سيدفع نقودا في مقابل حصوله على السندات، فإن حيازته للنقود ستخفض ما يعني أن طلبه على النقود سينخفض.

وفي الحالة العكسية التي يتوقع فيها الأفراد انخفاض سعر السند السوقي عن سعر السند الاسمي في المستقبل، فإن محاولتهم لتجنب الخسارة ستعكس على بيع سنداتهم حاليا مقابل النقود ما يعني أن حيازتهم للنقود ستزيد.

¹ ضياء مجيد ، مرجع سابق، ص: 121.

يرتبط الطلب على النقود ارتباطا عكسيا مع سعر الفائدة، فإذا ارتفع سعر الفائدة انخفض الطلب على النقود، ومع انخفاض سعر الفائدة يزيد طلب الأفراد على النقود.

مما تقدم يتضح أن الطلب على النقود بغرض المضاربة إنما هو احتفاظ بجزء من الثروة في شكل نقود سائلة بهدف المضاربة على أسعار السندات ومحاولة تحقيق مكاسب من خلال الفروق بين سعر السند السوقى وسعر السند الاسمي¹.

ويمكن توضيح ما سبق من خلال المثال التالي:

سعر السند 100 وحدة نقدية، سعر الفائدة الاسمي 10 % سنويا.

مقدار الفائدة السنوية= 10 وحدات نقدية

- الحالة الأولى

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

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

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

¹ نجلاء محمد بكر، مرجع سابق، ص: 65.

- الحالة الثانية

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

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

يلاحظ من خلال المثال السابق أن انخفاض السعر السوقي للسند قد أدى إلى ارتفاع معدل الفائدة السنوي إلى الضعف، وارتفاع السعر السوقي للسند إلى الضعف قد أدى إلى انخفاض المعدل السنوي للفائدة إلى النصف. ويمكن القول أن هناك علاقة عكسية بين السعر السوقي للسند وسعر الفائدة السوقي.

توجد علاقة عكسية بين سعر الفائدة السائد في السوق وبين سعر السند السوقي، فعند ارتفاع أسعار الفائدة فإن سعر السند السوقي سينخفض، لأن السند أصبح يدر عائداً أقل من سعر الفائدة السوقي، لذلك ستخفض القيمة الإسمية للسندات. وفي المقابل ترتفع قيمة السندات إذا انخفض سعر الفائدة السوقي، لأنها ستدر عائداً مرتفعاً عن السائد في السوق، ويرجع ذلك إلى أن سعر الفائدة على السند يبقى ثابتاً طوال عمر السند ولا يتغير بتغير سعر الفائدة السوقي.

4- تحليل الطلب على النقود لغرض المضاربة

ينشأ الدافع للاحتفاظ برصيد من النقود بالنقود بغرض المضاربة من الرغبة في تحقيق الأرباح والحصول على العوائد من توظيف الرصيد النقدي، وبما أن المضاربة ترتبط بالتوقعات حول ما ستؤول إليه أسعار السندات في المستقبل والتي تعتمد على ما ستكون عليه أسعار الفائدة الجارية، أي مقدار الفرق بين أسعار الفائدة الطبيعية

(i^*) محل التنبؤ وبين أسعار الفائدة الجارية (i). وتتشكل ثلاث حالات أساسية لتوقعات الأفراد، هي كما يلي:¹

الحالة الأولى: إذا كان $i^* < i$ فإن ذلك يعني أن الأفراد يتوقعون انخفاضه مستقبلا، فإن الفرصة تكون مواتية لتحقيق أرباح رأسمالية فيتجه الأفراد إلى شراء السندات وعدم الاحتفاظ بالأرصدة النقدية السائلة، فيزيد الطلب على النقود بغرض المضاربة.

الحالة الثانية: إذا كان $i^* > i$ يعني ذلك أن الأفراد يتوقعون ارتفاعه مستقبلا وتحمل خسائر رأسمالية عند شراء السندات في الوقت الحالي. لذلك يختار الأفراد الاحتفاظ بالأرصدة النقدية السائلة ويقل الطلب على النقود لغرض المضاربة.

الحالة الثالثة: إذا كان $i^* = i$ في هذه الحالة يمكن للأفراد الاحتفاظ بالنقود و السندات معا، وبما أن السندات تعود على حائزها بالعائد، فإن الاحتفاظ بها يعد أفضل من الاحتفاظ بالنقود العقيمة.

ويشكل الطلب على النقود لغرض المضاربة دالة متناقصة بالنسبة لسعر الفائدة أي أنه يرتبط ارتباطا عكسيا مع سعر الفائدة.

$$M_s = F(i)$$

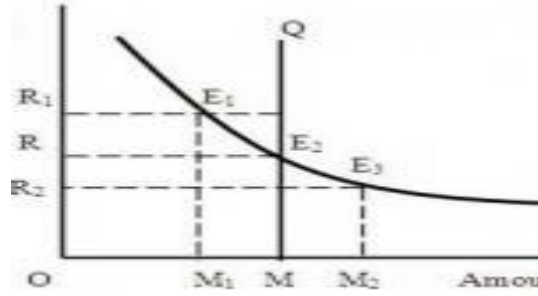
1- دالة الطلب على النقود عند كينز

تتشكل دالة الطلب على النقود الكلية من تجميع دالتي الطلب على النقود بغرض المعاملات والاحتياط ودالة الطلب على النقود لغرض المضاربة، وتكون الدالة كما يلي:

$$M_d = F(i^-, y^+)$$

¹ أحمد هني، العملة والنقود، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 1996، ص: 131.

الشكل (04): منحني الطلب على النقود



- الجزء OM_1 يمثل الطلب على النقود لغرض المعاملات والاحتياط ولا ترتبط بسعر الفائدة.

- الجزء OM يمثل الطلب على النقود لغرض المضاربة الذي يزداد بانخفاض أسعار الفائدة إلى أن يصل إلى أدنى حد ممكن R_2 .

- الجزء OM_2 يزداد الطلب على النقود بانخفاض أسعار الفائدة ووصولها إلى أدنى حد ممكن R_2 ويصبح عندها الطلب على النقود لا نهائيا، ويكون تفضيل السيولة عندها مطلقا. وقد وصل إلى 2% في الثلاثينيات، وفي هذه الحالة سيتم التخلي عن شراء السندات عند هذا الحد الأدنى من سعر الفائدة والذي لن يحقق أية عوائد وسيؤدي إلى تحمل خسائر رأسمالية لأن المرحلة المقبلة هي مرحلة الارتفاع في أسعار الفائدة وسيترتب عنها انخفاض في القيمة السوقية للسندات التي تكون أقل من السعر الذي تم به الشراء.

وعندما تنخفض أسعار الفائدة إلى أدنى حد، فسيدخل الاقتصاد في مصيدة السيولة، ويكون الطلب على النقود مرنا مرونة لا نهائية، وعندما يتدخل البنك المركزي بسياسة توسعية يهدف من ورائها إلى تخفيض أسعار الفائدة لتشجيع الاستثمار فلن يتحقق ذلك لأن الاقتصاد يقع عند أدنى مستوى لسعر الفائدة، لذلك ينعلم تأثير السياسة النقدية، وتتحول كل الكميات الإضافية من النقود إلى تمويل أرصدة المضاربة.

ويجب الإشارة إلى أن عرض النقود بالنسبة لكينز يعتبر عديم المرونة بالنسبة لتغيرات سعر الفائدة، فهو متغير خارجي، وهو ما يفسر رسم عرض النقود موازيا لمحور سعر الفائدة.

2- تقييم النظرية الكينزية

تعد النظرية الكينزية ثورة فكرية أبطلت كل المفاهيم السائدة من قبل، ودحضت ما توصلت إليه الفلسفة الكلاسيكية بأدلة وإثباتات واقعية وملموسة، ويمكن الإشارة إلى إسهامات وحدود النظرية فيما يلي:¹

1-2- إسهامات النظرية الكينزية

- سد الفجوة البحثية للنظرية الكمية للنقود المتعلقة بالاكْتفاء بدراسة الطلب على النقود لغرض المعاملات، حيث أدرج الطلب على النقود لغرض الاحتياط والمضاربة.

- بينما كان يوصف بأنه المردود التي يحصل عليه الفرد في مقابل تخليه عن الاستهلاك (ما يفسر توزيع الدخل بين الاستهلاك والادخار) وفقا للنظرية الكلاسيكية؛ أصبح ينظر لسعر الفائدة بأنه المردود المتوقع مقابل التنازل عن تفضيل السيولة وفقا للنظرية الكينزية (وأن مستوى سعر الفائدة يحدد بتوزيع الادخار بين شراء للسندات من جهة، والاكْتناز من جهة أخرى، والذي يمثل الاحتفاظ بأرصدة نقدية عاطلة).

- أقر كينز بمدأ تكلفة الفرصة البديلة في تفسير الطلب على النقود، حيث أن الفرد يختار وفقا لتوقعاته الاحتفاظ بالنقود أو شراء السندات حسب ما يراه أقل كلفة وخطرا.

1-2- حدود النظرية الكينزية

- فسرت النظرية الكينزية حالة الكساد التي يواجهها الاقتصاد، لكنها فشلت في تفسير حالة الكساد التضخمي، أي ارتفاع الأسعار والبطالة معا.

- انصب اهتمام النظرية الكينزية على التحليل الاقتصادي في المدى القصير، ولم تراعي تغير الأنماط الاستهلاكية للأفراد، ومحددات سعر الفائدة على المدى الطويل.

¹ حسين بن هاني، مرجع سابق، ص: 96-97

- فخ السيولة هي حالة نادرة قد لا يصل الاقتصاد إليها، وبالتالي لا يمكن تعميم نتائجها في كل الحالات.

ثالثاً: مدخل الكينزيون الجدد (التجديدات)

بعد الحرب العالمية الثانية ظهرت اتجاهات جديدة في تفسير دوافع الطلب على النقود بشكل أكثر وضوحاً من النموذج الكينزي، ويمكن عرض هذهالاتجاهات فيما يلي:

أ- نموذج بومول وتوبين

يعرف أيضاً باسم نموذج بومول-أليس-توبين (Baumol-Allais-Tobin (BAT) model ، هو نموذج لإدارة النقد ظهر عام 1952، يثبت أن الطلب على النقود والاحتياط يتأثر أيضاً بسعر الفائدة، وقد اشتق دالة الطلب على النقود من نظرية المخزون (Inventory Theory) التي تنطلق من فكرة احتفاظ الأفراد بجزء من أرصدهم في شكل نقود حاضرة والجزء الآخر في شكل ودائع جارية، كما يمكن للأفراد استبدال هذين الشكلين بأشكال أخرى وفقاً للتغير في اتجاهات أسعار الفائدة وارتفاع الدخل، وبناء عليه يرى بومول أن ارتفاع الدخل وحده لا يعد محدداً لحجم المعاملات التي يبرمها الأفراد ولا كمية الأرصدة التي يحتفظون بها بدافع الاحتياط، بل تتأثر الأرصدة المخصصة للاحتياط والمعاملات بسعر الفائدة أيضاً، فارتفاع سعر الفائدة إلى جانب ارتفاع الدخل، سيثجع الأفراد إلى الاحتفاء بجزء من أرصدهم لدافعي المعاملات والاحتياط، وسيوجه الجزء الآخر إلى توظيفه في شراء السندات والحصول على عائد¹.

وقد استخدم بومول أسلوب الأمثلية optimizing techniques، الذي عادة ما تستخدمه المؤسسات في تحديد الكمية المثلى من السلع التي يجب الاحتفاظ بها في تحديد حجم الرصيد الواجب الاحتفاظ به والمخصص للمعاملات، محاكياً بذلك سلوك

¹ أكرم حداد، مشهور هذلول، النقود والمصارف: مدخل تحليلي ونظري، دار وائل للنشر والتوزيع، الأردن، 2005، ص ص: 117-118.

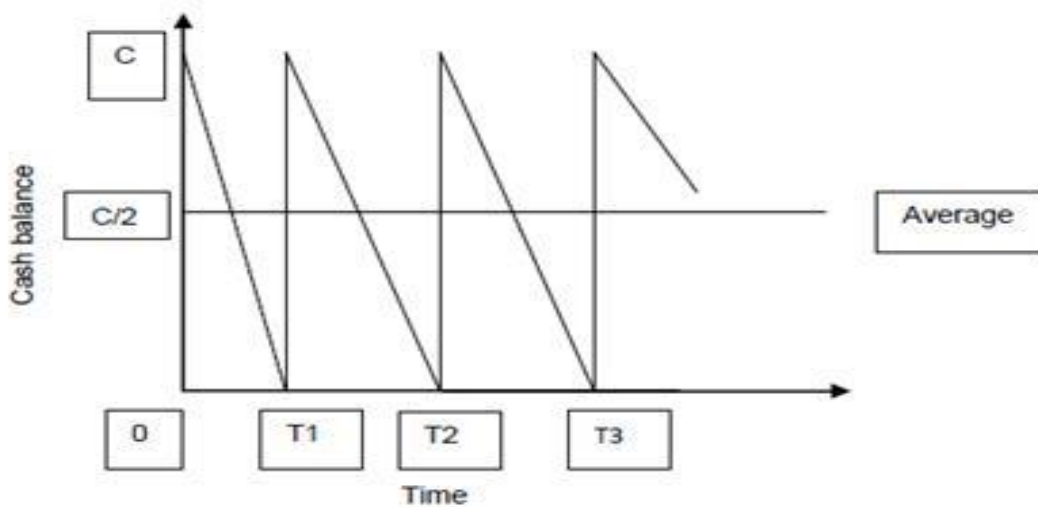
الفرد بسلوك المؤسسة واعتبار النقود مخزون لا يختلف عن المخزون السلعي ويجب التعامل معه بنفس الطريقة التي تتعامل بها المؤسسات مع مخزونها السلعي.

اعتمد بومول على تكاليف المعاملات التي تترتب على استبدال النقود بالسندات في تحليله للطلب على النقود، مرتكزا على الافتراضات التالية:

- يحصل الأفراد والمؤسسات على الدخل مرة واحدة بشكل دوري كالشهر مثلا.
- ينفق الأفراد والمؤسسات هذا الدخل بمعدل منتظم، بحيث يتم إنفاق كل الدخل مع نهاية الشهر.
- يوجد أصلين فقط في المحفظة المالية هما، النقود والسندات.
- العائد على النقود هو 0 أما العائد على السندات هو i .

وعلى سبيل المثال، إذا كان الفرد يحصل على راتب قدره 600 وحدة نقدية في الشهر فسيوزع هذا المبلغ على عدد أسابيع الشهر أي 150 أسبوعيا، والمبلغ المتبقي 450 سيستثمره بالسندات وفي نهاية الأسبوع الأول وبداية الأسبوع الثاني سيبيع السندات ويأخذ 150 أخرى لمصروفه ويبقى 300 مستثمرة وهكذا لبقية الشهر.

الشكل رقم (05): توزيع الدخل الشهري



ب- تجديد توبن

قدم توبن James Tobin نظرية التوازن العام للمحفظة الاستثمارية the general portfolio equilibrium theory ، والتي حاول من خلالها جمع الاقتصاد النقدي والاقتصاد الحقيقي في نموذج واحد¹.

ويتمثل إسهامه في إثبات أن الأفراد لا يحتفظون بالنقود أو السندات فقط كما تصور كينز، بل يمكن للأفراد الاحتفاظ بالنقود والسندات في آن واحد، كما يمكن أن يحتفظوا بالسلع أيضا، وبين أن الفرد لا يهتم بالعائد فقط وإنما ينظر أيضا إلى المخاطر التي قد يتحملها، وتقليل المخاطر يتطلب تنوع محفظة الأصول بين النقد والسندات والسلع، فإذا كانت التضحية بالعوائد مقابل تخفيض المخاطر أكبر مما يرغب فيه الأفراد، فسيزيد في هذه الحالة الطلب على السندات ويقل على النقود².

رابعاً: النظرية النقدية الحديثة

تسمى أيضا نظرية مدرسة شيكاغو Chicago School ، ويتزعمها الاقتصادي الأمريكي ميلتون فريدمان (Milton Friedman)، وقد اهتمت النظرية بالتأكيد على دور السياسة النقدية في التخفيف من حدة الأزمات الاقتصادية، وقد أسهمت في تقديم الإضافة للنظرية النقدية الكلاسيكية والنظرية الكينزية³.

وقامت هذه النظرية على الافتراضات التالية⁴:

- العلاقة بين التغير في كمية النقود والمستوى العام للأسعار هي علاقة سببية فقط وليست تناسبية.

- سرعة دوران النقود متغيرة وليست مستقرة وثابتة ويمكن التنبؤ بها.

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

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

³ عبد الحليم عمار غربي، مرجع سابق، ص: 47.

⁴ عبد الحليم غربي، مرجع سابق، ص: 48.

- ثبات حجم الإنتاج افتراض لا أساس له من الصحة حيث أثبت الواقع عدم تحققه.
- الطلب على النقود عديم المرونة لسعرالفائدة، ومن ثم فإن دالة الطلب على النقود مستقرة.

- يتكون مفهوم الثروة من الأصول التالية:

- الأصول النقدية (النقود).
- الأصول المالية (الأسهم والسندات)
- الأصول الحقيقية (سلع، آلات)
- الأصول البشرية (رأي المال البشري)

أ- الطلب على النقود في النظرية النقدية الحديثة

يعتمد الطلب على النقود وفقا لنظرية فريدمان على الثروة الكلية التي يمتلكها الأفراد والموزعة في أشكالها المختلفة، إضافة إلى الأسعار والعوائد من البدائل الأخرى للاحتفاظ بالثروة في شكلها السائل، إلى جانب الأذواق وترتيب الأفضليات بالنسبة لحائزي الثروة.

ويتم التعبير عن الطلب على النقود بالعلاقة التالية:

$$\frac{md}{p} = f(y_p, r_b - r_m, r_e - r_m, \pi_e - r_m, h - r_m)$$

حيث أن:

$$\frac{md}{p} = \text{الطلب الحقيقي على النقود}$$

y_p : الدخل الدائم، وهو القيمة الحالية المخصومة لتدفقات الدخل المتوقعة لفترة طويلة في المستقبل.

rb: العائد المتوقع من السندات.

rm: العائد المتوقع من النقود

re: العائد المتوقع من الأسهم

π_e : العائد المتوقع على السلع

h: الثروة البشرية (القدرة الشخصية على اكتساب الدخل)

أكد فريدمان أن للأفراد الحرية في اختيار البديل للاحتفاظ بالثروة وفقا لترتيب الأذواق والأفضليات. ويأخذ الطلب على النقود العوائد من مختلف البدائل الأخرى، فهناك عائد من احتفاظ الفرد بالنقود، والعائد من السندات، والعائد من الأسهم، والمفاضلة بين الاحتفاظ بنقد أو بدائل أخرى تعتمد على الفروقات في العوائد على هذه البدائل والعائد من الاحتفاظ بالنقود¹.

ب- تفسير ظاهرة التضخم

تعد الزيادة في كمية النقود السبب الرئيسي لارتفاع المستوى العام للأسعار حسب فريدمان، لأن عرض النقود يتغير باستمرار، بينما الطلب على النقود يتميز بقدر كبير من الثبات، فإذا زاد عرض النقود على الطلب عليها، فإن الأفراد سيتخلصون من هذه الزيادة عن طريق إنفاقها على السلع والخدمات فترتفع الأسعار. ويؤكد فريدمان أن المؤثر الأساسي في المستوى العام للأسعار هو تطور التغير في النسبة بين الكتلة النقدية والإنتاج، أي نصيب الوحدة المنتجة من كمية النقود والذي عرفه بحجم الأفراد النقدي ويتم تحديده كما يلي:

$$M^t = \lambda Y_i - M_i$$

حيث أن :

M^t : حجم الإفراط النقدي.

¹ طارق خليل محمد الأعرج، اقتصاديات النقود والبنوك، منشورات الأكاديمية العربية المفتوحة، الدانمارك، ص ص: 30-32.

Y_i : حجم الدخل الحقيقي بالأسعار الثابتة في السنة.

M_i : كمية النقود المتداولة في السنة.

λ : متوسط نصيب الوحدة من الناتج المحلي الخام الحقيقي من الكتلة النقدية المتداولة السائدة في سنة الأساس عند مستوى معين من الأسعار ويمكن حسابها كما يلي:

$$\lambda = M_i / Y_i$$

ج- الاختلافات بين نظرية كينز ونظرية فريدمان

يمكن تحديد الفروق بين النظريتين فيما يلي:

- يعتقد فريدمان أن الطلب على النقود يعتمد على الدخل الدائم، وفي المقابل وظيف كينز الدخل الحالي.
- لم يتم التركيز على سعر الفائدة من قبل فريدمان، وفي المقابل وضعه كينز موضع الاهتمام وخصص له جانبا كبيرا من تحليله النظري بإضافة دافع الطلب على النقود للمضاربة والذي يتحدد بسعر الفائدة.
- يفترض كينز أن سرعة دوران النقود غير مستقرة ويرتبط تغيرها بالتغيرات في سعر الفائدة، أما فريدمان فيؤكد أن الطلب على النقود يتسم بالاستقرار في الأجلين القصير والطويل ما يفضي أيضا إلى استقرار في سرعة دوران النقود، ويضيف أن التغيرات في عرض النقود هي التي تؤثر في حجم النشاط الاقتصادي، لذلك وجب على السلطة النقدية رسم ووضع سياسة نقدية فعالة تستهدف التحكم في العرض النقدي وفقا لمتطلبات الاقتصاد.

الفصل السادس

السياسة النقدية

الفصل السادس: السياسة النقدية

تعد السياسة النقدية جزءاً من السياسة الاقتصادية العامة إلى جانب السياسة المالية وسياسة سعر الصرف وسياسة التجارة الخارجية التي تستخدمها السلطات لمواجهة الأزمات الاقتصادية وعلاج الاختلال الذي يطرأ على مؤشرات الاقتصاد وإعادة التوازن للمتغيرات الكلية.

ويتولى البنك المركزي مهمة وضع أهداف وتنفيذ ومتابعة السياسة النقدية حسب الوضع الاقتصادي العام ووفقاً لرؤيته واستراتيجته المتصورة لتحقيق الاستقرار النقدي والاقتصادي.

أولاً: أساسيات السياسة النقدية

وقد برزت السياسة النقدية كأحد أهم السياسات التي يعتد بها لإرساء النمو الاقتصادي المستدام، وزيادة معدلات التشغيل من خلال التأثير في عرض النقود وزيادة ونقصاناً بغرض تحفيز الإنتاج، وقد تم التصديق على السياسة النقدية كسياسة وحيدة يتم اتباعها لتحقيق استقرار الأسعار إلى غاية سنة 1929 وأزمة الكساد الكبير التي أظهرت عجز أدوات السياسة النقدية عن علاج الأزمة ومنع انتشار آثارها في كل القطاعات الاقتصادية¹، وهو الأمر الذي استدعى ضرورة مراجعة آليات السياسة النقدية وتوسيع نطاق أهدافها ليمتد للتنسيق وتحقيق التكامل مع السياسات الاقتصادية الأخرى.

أ- تعريف وأنواع السياسة النقدية

1- تعريف السياسة النقدية

تعرف السياسة النقدية على أنها مجموع التدابير التي تتبناها البنوك المركزية للتأثير على مستويات السيولة والانتماء الممنوح من البنوك التجارية لتحقيق بعض الأهداف

¹ أحمد شفيق الشاذلي، قنوات انتقال أثر السياسة النقدية إلى الاقتصاد الحقيقي، منشورات صندوق النقد العربي، أبوظبي، الإمارات العربية المتحدة، 2017، ص: 04-05.

الاقتصادية الكلية ومن ضمنها تحقيق الاستقرار في الأسعار وحفز النمو الاقتصادي والتشغيل¹.

2- أنواع السياسة النقدية

تنقسم السياسة النقدية التي يمكن للبنوك المركزية اتباعها إلى قسمين أساسيين هما كما يلي:

1-2- السياسة النقدية التوسعية

يتم اعتماد سياسة نقدية توسعية في حالات الركود الاقتصادي (انخفاض وتيرة وديناميكية النشاط الاقتصادي، يتجه البنك المركزي في هذه الحالة إلى انتهاج حزمة من الآليات في إطار السياسة النقدية ترمي إلى زيادة العرض النقدي، وخفض أسعار الفائدة لتحفيز القطاع المصرفي على التوسع في منح الائتمان لتمويل الاستثمارات والمشروعات، وبالتالي زيادة معدلات الناتج المحلي الإجمالي وإنشاء فرص العمل جديدة. وبناء عليه يمكن اعتبار السياسة النقدية في هذا الجانب بأنها "سياسة نقدية توسعية". وما تجب الإشارة له، أن تراجع معدلات التضخم أو انتقالها في مجالات مقبولة يتيح للبنك المركزي أن يعتمد سياسة نقدية توسعية يتمكن من خلالها من زيادة المعروض النقدي لدعم النشاط الاقتصادي دون نشوء ضغوط تضخمية².

2-2- السياسة النقدية الانكماشية

تستهدف هذه السياسة علاج ظاهرة التضخم، وبناء على ذلك يتجه البنك المركزي إلى تخفيض المعروض النقدي، ما يسفر عن انخفاض وسائل الدفع المتاحة للعائلات والمؤسسات وهذا ما يفضي إلى الحد من الإنفاق على شراء السلع والخدمات.

¹ محمد إدريس، السياسة النقدية، منشورات صندوق النقد العربي، أبوظبي، الإمارات العربية المتحدة، 2021، ص: 12.

² محمد إدريس، مرجع سابق، ص: 16.

ب- كائز وأهداف السياسة النقدية

1- ركائز السياسة النقدية

تختلف السياسة النقدية التي تتبعها الدول باختلاف الهياكل الاقتصادية وسياسة الصرف التي تنتهجها ومدى انفتاح الاقتصاد ونطاق التطور في القطاع المالي والمصرفي. وتتبع الاقتصادات الناشئة التي تتسم بضعف هياكلها الإنتاجية وعدم التنوع في الصادرات والمنفتحة في الغالب على الخارج؛ سياسة نقدية ترمي إلى ضمان استقرار سعر صرف العملة الوطنية وحماية قيمتها من التدهور.¹

وفي السنوات الأخيرة، اتجهت معظم الدول إلى اعتماد أسعار الصرف المرنة مما أفضى إلى تبني دعامة أخرى للسياسة النقدية تمثلت في المجمعات أو المجمعات النقدية (Monetary aggregate) كوسيط للتحكم في الأسعار. إلا أن عدم الاستقرار في دالة الطلب على النقود بسبب الابتكارات المالية وظهور أدوات دفع جديدة؛ جعل أمر إدارة المجمعات النقدية من قبل البنوك المركزية عملية عسيرة، وترتب نشوء ما يعرف باستراتيجية استهداف التضخم التي تتضمن تعهد البنك المركزي بالحفاظ على معدل تضخم محدد ومستهدف خلال فترة زمنية معينة، ويلتزم البنك المركزي خلالها بالإعلان عن معدل التضخم المستهدف ومدى بلوغه بشكل دوري.²

وبالنسبة للدول العربية، تتبع خمسة عشر دولة عربية* نظام سعر الصرف الثابت مقابل الدولار أو اليورو أو سلة عملات، وهذا ما ينتج تأثير السياسات النقدية في هذه الدول بتغيير أسعار الفائدة على أدوات السياسة النقدية لعملات الربط. في الوقت الذي تنتهج فيه ست دول عربية نظم صرف مرنة**.

¹ محمد إدريس، مرجع سابق، ص: 12-13.

² المرجع نفسه.

* الدول العربية ذات سعر الصرف الثابت هي: (ربط مقابل الدولار الأمريكي أو اليورو: الأردن، الإمارات، البحرين، جيبوتي، السعودية، العراق، عمان، قطر، لبنان، جزر القمر، الصومال- ربط مقابل حقوق السحب الخاصة: سوريا وليبيا- ربط مقابل سلة عملات: الكويت والمغرب).

** الدول العربية ذات نظم الصرف المرنة هي: (تعويم مدار: تونس، مصر، الجزائر، السودان، موريتانيا- تعويم حر: اليمن).

2- أهداف السياسة النقدية

تتفاوت أهداف السياسة النقدية من حيث نطاق تطبيقها كما يلي:

1-2- أهداف نهائية

تتضمن الأهداف النهائية للسياسة النقدية تحقيق التوازن العام بمستوياته الداخلي والخارجي، وتشمل هذه الأهداف تحقيق استقرار المستوى العام للأسعار، استقرار أسعار الصرف وتوازن ميزان المدفوعات، رفع معدل التشغيل، رفع معدل النمو الاقتصادي، ويمكن إيجازها فيما يلي:

1-1-2- تحقيق استقرار المستوى العام للأسعار

يعتبر هدف الاستقرار في المستوى العام للأسعار من العوامل التي تساهم في بلوغ التوازن العام في المؤشرات الاقتصادية الكلية¹. وتتفق معظم المدارس الاقتصادية على أهمية دور السياسة النقدية في الوصول إلى حالة الاستقرار في الأسعار ووقاية الاقتصاد من تقلبات الانتعاش والكساد وما ينتج عنها من صدمات قوية تهز أسس وركائز الاقتصاد. ففي حالة التضخم تنخفض قيمة النقود وتنخفض القدرة الشرائية فيدخل الاقتصاد في حلقة لا نهائية من الانكماش والكساد تليها معدلات مرتفعة للبطالة إذا لم تتدخل السلطات النقدية من خلال تطبيق أدوات السياسة النقدية المناسبة.

وقد أظهر الواقع الاقتصادي على مدى سنوات عديدة أن التضخم هو ظاهرة نقدية، الأمر ذاته أكدته النظرية الحديثة للنقود بزعامة فريدمان من خلال افتراضهم أن العلاقة بين عرض النقود والمستوى العام للأسعار هي علاقة خطية وطرديّة حيث تنعكس الزيادة في عرض النقود في زيادة مماثلة في الأسعار بنفس النسبة. وفي نفس السياق اعتقد كينز أن السياسة النقدية تعمل عمل الحبل الذي يشد الاقتصاد ويقيده ويديره نحو التوازن².

¹ زكرياء الدوري، يسري السامرائي، البنوك المركزية والسياسة النقدية، دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2006، ص: 187.

² عبد الحسين جليل الغالبي، السياسات النقدية في البنوك المركزية، الطبعة الأولى، دار المناهج للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2015، ص: 179.

2-1-2- استقرار أسعار الصرف

يرتبط هدف الاستقرار في أسعار الصرف ارتباطا وثيقا بهدف الاستقرار في المستوى العام للأسعار، ذلك أن الارتفاع في الأسعار الداخلية مقارنة بالأسعار الخارجية سينتج عنه انخفاض الطلب على الصادرات التي ارتفعت قيمتها يتبعه انخفاض الطلب على العملة المحلية وبناء على ذلك ينخفض سعر صرفها مقابل العملات الأخرى، وهذه الحالة تتطلب تدخل البنك المركزي باتباع سياسة نقدية تستهدف دعم العملة الوطنية والحفاظ على قيمتها من التدهور من خلال شراء وسحب العملة المحلية من سوق العملات فتتخفف قيمتها المعروضة عن المطلوبة ما يعزز قيمتها من جديد، غير أن ذلك يتطلب استخدام الاحتياطي الذي يديره البنك المركزي من العملات الأجنبية¹.

2-1-3- رفع معدل التشغيل

أجمعت المدارس الاقتصادية في مختلف الفترات الزمنية على ضرورة أن يكون رفع معدل التشغيل هدفا أساسيا للسياسة النقدية، وفي هذا الإطار افترضت المدرسة الكلاسيكية أن الاقتصاد يقع عند مستوى التشغيل الكامل، ما يعني أن البطالة وفقا لتصورهم غير موجودة وإن وجدت ظرفية أو عرضية تمس بعض القطاعات وتختفي بسرعة، وفسروا هذه الرؤية من منطلق آلية الأجور والأسعار التي تكفل استعادة التشغيل الكامل كأحد عناصر التوازن الاقتصادي التلقائي الكلاسيكي.

أما النظرية الكينزية فقد دعمت فكرة الحفاظ على مستوى مرتفع للأجور لأنها ستساهم في تفعيل وتنشيط الطلب الكلي الفعال الذي يعمل وفقا لكينز كمحرك للاقتصاد والاستثمار وسيؤدي في النهاية إلى ارتفاع معدل التشغيل ومن ثم تراجع معدلات البطالة واقترب الاقتصاد من درجة التشغيل الكامل².

ووفقا للنظرية النقدية الحديثة، لا يمكن علاج البطالة عن طريق السياسة النقدية خاصة في الأجل الطويل، وسيؤدي تطبيق السياسة النقدية التوسعية في كثير من الأحيان إلى زيادة العرض النقدي ومن ثم ارتفاع المستوى العام للأسعار، إضافة إلى أن

¹ زكرياء الدوري، يسري السامرائي، مرجع سابق، ص: 188.

² عبد الحسين جليل الغالي، مرجع سابق، ص: 180.

البطالة حسب تصور النقديون ترتبط باختلال هيكل في الاقتصاد يجب معالجته بأساليب وآليات خارج الدائرة النقدية.

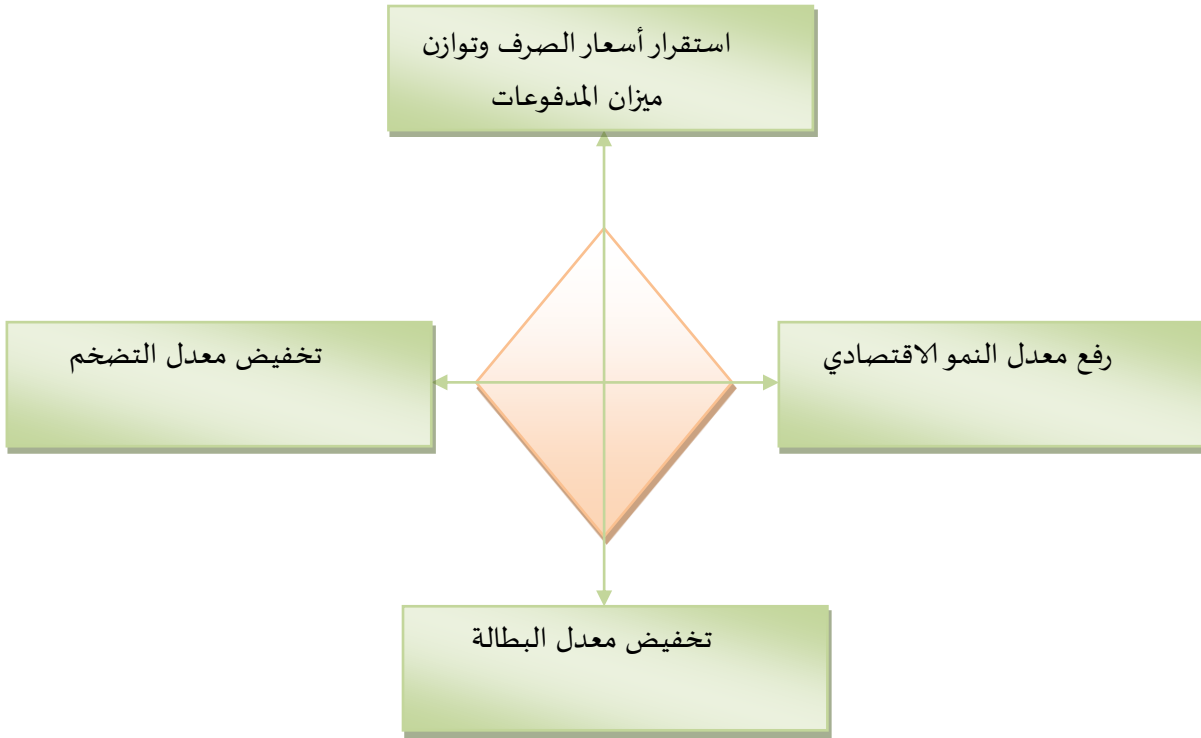
4-1-2- تحقيق النمو الاقتصادي

مسألة النمو الاقتصادي وتحقيق التنمية المستدامة هي قضية شغلت المفكرين على مدار الزمن، وكانت السياسات والآليات المناسبة لإحراز معدلات مرتفعة من النمو محل نقاش بين رجال الاقتصاد والسياسة لسنوات عديدة، وقد كسبت السياسة النقدية بداية من خمسينيات القرن الماضي؛ إجماع المدارس الاقتصادية المتعاقبة على فعاليتها في بلوغ مستويات نمو مقبولة من خلال صياغة القوانين ووضع الأطر التشريعية والتنظيمية من قبل الحكومات لتمكين السياسة النقدية من إقامة وتيرة عالية للنمو، وعلى الرغم من ذلك يتطلب نجاح السياسة النقدية تكاملها مع بقية السياسات الاقتصادية الأخرى، حيث لا يمكن أن تكون فعالة بمعزل عن استهداف الجوانب الأخرى للنمو الاقتصادي.

وتساهم السياسة النقدية في تحقيق هدف النمو عمليا من خلال تشجيع الادخار والتأثير على معدل الاستثمار من خلال السياسة الائتمانية التوسعية بما في ذلك تخفيض أسعار الفائدة على القروض بهدف تحفيز المستثمرين على زيادة الاستثمار ومن ثم زيادة التوظيف وارتفاع الدخل والاستهلاك ما يفضي إلى تحسين مستوى المعيشة والوصول إلى نمو مستدام.

ويمكن توضيح الأهداف النهائية للسياسة النقدية من خلال مخطط مربع كالدور.

الشكل رقم (06) : أهداف السياسة النقدية حسب مربع كالدور



المصدر: من إعداد المؤلف اعتمادا على:

أمال علي إبراهيم، دور السياسة النقدية في تحقيق أهداف السياسة الاقتصادية في مصر باستخدام مربع كالدور السحري، مجلة البحوث المالية والتجارية، المجلد 20، العدد الثالث، 2019، ص: 130.

2-2- الأهداف الوسيطة

تتضمن الأهداف الوسيطة للسياسة النقدية متابعة تطور بعض المتغيرات النقدية التي تتميز بوجود علاقة ثابتة بينها وبين الأهداف النهائية، ويمكن توضيح هذه المتغيرات فيما يلي: 1-2-2- المجاميع النقدية

تمثل المجاميع النقدية مؤشرات إحصائية لكمية النقود المتداولة، وهي تنطوي على جميع وسائل الدفع المتاحة في التبادل، ويطلق عليها في كثير من الأحيان "المسح النقدي" وهي تتيح للسلطة النقدية معلومات حول المتغيرات النقدية الكلية ومكونات الكتلة النقدية الأكثر استخداما في التداول وتعكس أيضا مدى تطور طرق ووسائل الدفع في

الاقتصاد. وفي هذا السياق يرى النقديون أن تثبيت معدل نمو الكتلة النقدية عند مستويات قريبة من نمو الاقتصاد الحقيقي يجب أن يكون الهدف الأساسي للبنوك المركزية، ويوصي فريدمان بضرورة الحفاظ ولعدة سنوات على معدل ثابت للكتلة النقدية يتراوح بين 3% و5%¹

2-2-2- أسعار الفائدة متوسطة وطويلة الأجل

تسعى السلطات النقدية إلى إقرار سعر فائدة حقيقي كهدف وسيط للسياسة النقدية، حيث يترتب على إغفال معدل التضخم في تحديد سعر الفائدة إلى إضعاف أهمية هذا الأخير كمؤشر حقيقي للائتمان، وقد يكون التأثير في سعر الفائدة المعمول به بين البنوك والمؤسسات المالية هو الأداة الفعالة لتحقيق هذه الهدف. إضافة إلى إجراء تعديلات في أسعار الفائدة الرسمية كسعر البنك المركزي للخصم والإيداع. وتتوقف فعالية استخدام سعر الفائدة كهدف وسيط للسياسة النقدية على درجة حيوية الاقتصاد والمدى الزمني اللازم لانتقال أثر أدوات السياسة النقدية إلى الاقتصاد الحقيقي، وهي تختلف من اقتصاد إلى آخر بناء على درجة التقدم الاقتصادي واستقلالية سياسات وقرارات البنك المركزي.²

ويجب التنويه إلى أن التغيرات في سعر الفائدة لا تتأثر باتجاهات السياسة النقدية وحدها، فهناك عوامل أخرى تعمل كمحددات لسعر الفائدة كعوامل السوق، وفي هذا الشأن يعتقد النقديون أن سعر الفائدة يتغير بالموازاة مع توجهات الدورة التجارية، ففي حالة الرواج الاقتصادي يتجه سعر الفائدة إلى الارتفاع أما في أوقات الكساد يتجه سعر الفائدة إلى الانخفاض، وبناء على ذلك يكون من الصعب تحديد نتائج السياسة النقدية المطبقة من قبل البنك المركزي، لذلك لا يتم الاعتماد على سعر الفائدة بشكل كبير في التأثير على الائتمان لأنه عادة ما يتحدد بعوامل خارجة عن نطاق وتحكم السلطة النقدية.³

¹ صالح مفتاح، النقود والسياسة النقدية: المفهوم والأهداف والادوات، دار الفجر للنشر والتوزيع، القاهرة، مصر، 2005، ص ص: 124-125.

² أحمد شفيق الشاذلي، مرجع سابق، ص ص: 7-8.

³ أحمد شفيق الشاذلي، مرجع سابق، ص: 08.

3-2-2- سعر الصرف

في ظل نظام أسعار الصرف المرنة قد يتعرض سعر صرف العملة المحلية إلى التدهور مقابل العملات الأخرى خاصة عملات الشركاء التجاريين، ويمكن للسياسة النقدية أن تساهم في تحقيق التوازن الاقتصادي من خلال رفع سعر صرف العملة المحلية اتجاه العملات الأجنبية وهو الأمر الذي يفضي إلى انخفاض معدل التضخم¹. ويتوقف نجاح السياسة النقدية في هذه الحالة على امتلاك الدولة لاحتياطي كبير من العملات الأجنبية حتى تتمكن من دعم عملتها المحلية في أسواق الصرف الدولية.

3-2- الأهداف الأولية (التشغيلية)

توصف الأهداف الأولية بأنها حلقة وصل بين الأهداف الوسيطة للسياسة النقدية وأدوات السياسة النقدية، لأنها نتغيرات يستهدف البنك المركزي التأثير فيها أولاً ثم بعد ذلك ينتقل تأثيرها للأهداف الوسيطة، فمثلاً عندما يقرر البنك المركزي التحكم في معدل نمو النقود الإجمالية، فإنه يجب تبني متغير احتياطي البنوك وظروف سوق النقد في الأجل الطويل، وتشمل الأهداف الأولية مجموعتين أساسيتين من التغيرات يمكن إيجازها فيما يلي:²

1-3-2- مجمعات الاحتياطيات

وتشمل القاعدة النقدية M0 ومجموع احتياطات البنوك واحتياطات الودائع الخاصة والاحتياطيات غير المقرضة، وتضم القاعدة النقدية النقود المتداولة المكونة من النقود الورقية القانونية والنقود المساعدة ونقود الودائع لدى الجمهور. وتضم الاحتياطيات المصرفية ودائع البنوك التجارية لدى البنك المركزي وتتكون من الاحتياطيات الإجبارية والإضافية والنقود الحاضرة في خزائن البنوك. أما الاحتياطيات المتوفرة للودائع الخاصة فهي تمثل الاحتياطيات الإجمالية مطروحا منها الاحتياطيات

¹ وسام ملاك، النقود والسياسات النقدية الداخلية: قضايا نقدية ومالية، دار المنهل اللبناني اللبناني للطباعة والنشر، بيروت، لبنان، 2000، ص: 205.

² مفتاح صالح، مرجع سابق، ص: 125.

الإجبارية على ودائع الحكومة والودائع في البنوك الأخرى، أما الاحتياطات غير المقترضة فهي الاحتياطات الإجمالية مطروحا منها الاحتياطات المقترضة.

2-3-2- أحوال سوق النقد

وتتشكل من الاحتياطات الحرة، ومعدل الأرصدة البنكية ، وأسعار الفائدة الأخرى في سوق النقد التي يمارس البنك المركزي عليها رقابة قوية وتعكس بشكل عام قدرة المقترضين ومواقفهم السريعة أو البطيئة في معدل نمو الائتمان ومدى ارتفاع أو انخفاض أسعار الفائدة وشروط الإقراض الأخرى. والاحتياطات الحرة تمثل الاحتياطات الفائضة للبنوك لدى البنك المركزي مطروحا منها الاحتياطات التي اقترضتها هذه البنوك من البنك المركزي وتسمى صافي الاقتراض، وتكون الاحتياطات الحرة موجبة إذا كانت الاحتياطات الفائضة أكبر من الاحتياطات المقترضة والعكس صحيح.

ج- أدوات السياسة النقدية

يستخدم البنك المركزي مجموعتين من الأدوات، تتمثل المجموعة الأولى في الأدوات الكمية (الأدوات غير المباشرة)، وتتكون المجموعة الثانية من الأدوات النوعية (الأدوات المباشرة)، ويرد أدناه شرح موجز لكل منها:

1- معدل إعادة الخصم

يعد معدل إعادة الخصم من الأدوات التقليدية التي استخدمتها البنوك المركزية في العالم منذ القرن الماضي وبالتحديد سنة 1847 إلى غاية اليوم في تطبيق السياسة النقدية*.

ويعرف معدل إعادة الخصم بأنه السعر الذي يخصمه البنك المركزي على السندات قصيرة الأجل التي تقدمها البنوك التجارية للحصول على السيولة.

ويتم تطبيق هذا المعدل عمليا حسب مستويات الكتلة النقدية والأسعار، فإذا اعتبر البنك المركزي أن مستوى الكتلة النقدية مرتفع وأن هناك فائض في السيولة النقدية،

* استخدم بنك الجزائر أداة معدل إعادة الخصم سنة 1972.

وهو ما يعد مؤشرا على تشكل ضغوط تضخمية، فإنه يتدخل عن طريق زيادة معدل إعادة الخصم فينخفض إقبال البنوك التجارية إلى خصم ما لديها من سندات تجارية فتقلص قدرتها على توزيع القروض.

أما إذا رأى البنك المركزي أن هناك نقص نقصا في السيولة الحالية، وهو ما يعد مؤشرا على اميل الاقتصاد إلى الانكماش، فإنه سيعمل على خفض معدل إعادة الخصم وهو ما يفضي إلى إقبال البنوك التجارية على إعادة خصم السندات ومن ثم التوسع في توزيع القروض.

وعلى الرغم مما تتميز به هذه الأداة من سهولة تطبيق، إلا أنها تقابل عدة صعوبات يمكن إيجازها على النحو التالي:¹

- عندما تتوفر البنوك التجارية على سيولة كافية يتضاءل دور البنك المركزي كملجأ أخير للإقراض، ويؤدي ذلك إلى انخفاض فعالية سياسة إعادة الخصم.
- عندما تكون مرونة طلب القروض بالنسبة لمعدل الفائدة منخفضة، فإن فعالية معدل إعادة الخصم ستتضاءل.

2- سياسة السوق المفتوحة

تشمل عمليات السوق المفتوحة تدخل البنك المركزي في السوق المالية لبيع أو شراء الأوراق المالية بشكل عام والسندات الحكومية بشكل خاص، بهدف التأثير في مستويات الكتلة النقدية الموازية مع متطلبات الظروف الاقتصادية، ولهذا فإن البنوك المركزية تحتفظ بكمية كبيرة من الأوراق المالية الحكومية مختلفة الأجل.

وتعد عمليات السوق المفتوحة أهم أدوات السياسة النقدية في اقتصاد رأسمالي، لأنها تتيح للسلطة النقدية ضخ وسائل الدفع (في حالة الانكماش) أو سحبها (في حالة الرواج) بالمقدر الملائم حسب ، وفي الوقت المناسب. ففي أوقات الانكماش يتجه البنك

¹ الطاهر لطرش، مرجع سابق، ص: 154.

المركزي لانتهاج سياسة نقدية توسعية من خلال دخوله للسوق النقدي أوسوق ما بين البنوك لشراء كمية من الأوراق المالية من أجل رفع مستوى الاحتياطيات النقدية للبنوك التجارية ومن ثم التوسع في عمليات الإقراض، إلى جانب ارتفاع حجم الاستثمار والدخل والعمالة كنتيجة للانخفاض في أسعار الفائدة الذي يرافق الزيادة في المعروض النقدي.

ويتجه البنك المركزي في أوقات الرواج إلى تخفيض الاحتياطيات النقدية لدى البنوك التجارية وبالتالي تصبح قدرتها على منح الائتمان محدودة وتفضي إلى تراجع مستوى المعروض النقدي الذي يترافق بزيادة سعر الفائدة ومن ثم تراجع حجم الاستثمار والدخل والعمالة¹.

وتتوقف فعالية سياسة السوق المفتوحة على العناصر التالية:

- اتساع نشاط سوق الأوراق المالية وفعاليتها.

- الاحتفاظ بقدر كافي من الأوراق المالية والسندات الحكومية من قبل البنك المركزي حتى يتمكن من توظيفها في التأثير على سيولة البنوك التجارية.

ويمكن القول أن أداة السياسة المفتوحة تتميز بفعاليتها في التحكم في مستويات المعروض النقدي في الدول المتطورة² بسبب تطور واتساع نطاق عمليات سوق الأوراق المالية فيها، غير أن هذه تطبيق هذه الأداة في الدول النامية يواجه عدة تحديات، يتمثل التحدي الأول في ضعف أسواقها المالية التي تتسم بالضيق الشديد أو غيابها وعدم فعاليتها في القيام بالدور المنوط بها³، فيصبح استخدام عمليات السوق المفتوحة إلى الحد اللازم للتأثير على احتياطيات البنوك التجارية أو على اتجاهات أسعار الفائدة أمرا صعبا. ويكمن التحدي الثاني في احتفاظ البنوك التجارية في الدول النامية باحتياطيات فائضة كبيرة نسبيا، لذا فإن تصبح عمليات السوق المفتوحة كأداة للتحكم

¹ أحمد أبو الفتوح الناقية، نظرية النقود والبنوك، دارشباب الجامعة، مصر، 1998، ص: 230-231.

² أحمد عزت غزلان، اقتصاديات النقود والمصارف، دار النهضة العربية، بيروت، لبنان، 2002، ص: 180.

³ أحمد رمضان نعمة الله وآخرون، النظرية الاقتصادية الكلية، كلية التجارة، جامعة عين شمس، الاسكندرية،

مصر، 2000، ص: 20.

في حجم الائتمان المصرفي محدودة المنفعة، وحتى وإن تم سحب جزء كبير من الاحتياطات الفائضة سيتلزم الأمر القيام بمبيعات كبيرة في السوق المفتوحة الأمر الذي سيفضي إلى انخفاض حاد في أسعار الأوراق المالية¹.

3- معدل الاحتياطي القانوني

يعرف معدل الاحتياطي القانوني بأنه النسبة المئوية من الاحتياطات والودائع البنكية التي يفرض البنك المركزي على البنوك التجارية الاحتفاظ بها في خزائنه على شكل أرصدة أو نقود سائلة، تم اعتماد هذه الأداة لأول مرة في الولايات المتحدة الأمريكية سنة 1913. وقد منح التشريع للبنوك المركزية صلاحية تغيير نسب الاحتياطي حسب الظروف الاقتصادية والمالية السائدة.

وتجدر الإشارة إلى أن أداة الاحتياطي القانوني تستخدم من طرف البنوك المركزية لتحقيق غرضين، أولهما هو حجز جزء من السيولة المتاحة للبنوك التجارية بهدف ضمان أموال المودعين في حالة إفلاس البنك، والغرض الثاني هو تمكن البنوك المركزية من خلال هذه الأداة في إدارة مستوى المعروض النقدي، ففي حالة الرواج يتدخل البنك المركزي برفع نسبة الاحتياطي القانوني حتى تقل قدرة البنوك التجارية على منح الائتمان، أما في حالة الانكماش فيعمل البنك المركزي على تخفيض نسبة الاحتياطي القانوني حتى تزيد قدرة البنوك التجارية على منح الائتمان.

وتوصف أداة الاحتياطي القانوني بأنها من أكثر أدوات السياسة النقدية استخداما جراء ما تتسم به من سهولة وسرعة في التطبيق، إلى جانب أنها مناسبة جدا لطبيعة اقتصاديات الدول النامية إذ لا تتطلب أسواق مالية متطورة²، إضافة إلى أنها تتسم بما يلي:³

¹ يونس محمود، اقتصاديات النقود والبنوك والأسواق المالية، دار التعليم الجامعي، مصر، 2013، ص: 327.

² نبيل حشاد، استقلالية البنك المركزي بين التأييد والمعارضة، اتحاد المصارف العربية، بيروت، لبنان، 1994، ص: 75.

³ صالح مفتاح، مرجع سابق، ص: 144-145.

- تتميز هذه الأداة بالفعالية الشديدة في أوقات التضخم حيث أن البنوك التجارية ملزمة بالاستجابة لتعليمات البنك المركزي في الآجال المحددة لزيادة نسبة الاحتياطي النقدي من أجل سحب الفائض من المعروض النقدي. أما في أوقات الانكماش فإن تخفيض نسبة الاحتياطي لا تكون لها فعالية كبيرة في تشجيع طلب القروض، وسبب ذلك يعود إلى أن قدرة البنوك على خلق الائتمان واستعدادها لزيادة حجم القروض وتقديمها قد لا يقابله طلب على هذه القروض من الأفراد والمؤسسات نظرا لانتشار حالة الكساد، ولذلك يجب أن يصاحب هذه السياسة إجراءات أخرى لتشجيع زيادة طلب القروض.

- توصف هذه الأداة بعدم المرونة من منطلق فرض نسبة واحدة للاحتياطي القانوني على كل البنوك مهما اختلف حجمها ونشاطها ونطاقها، أي لا يوجد تمييز بين البنوك التي تتمتع باحتياطات كبيرة أو صغيرة حيث تعامل كلها معاملة واحدة، وهذا يضعف من فعالية هذه الأداة.

- تؤثر التعديلات المتكررة في نسبة الاحتياطي النقدي القانوني على قدرة وقابلية واستمرارية البنوك في منح القروض وتوظيف أموالها، نتيجة لعدم التأكد من اتجاهات هذه التعديلات ومعدلاتها، وفي هذا السياق يؤكد فريدمان على ضرورة تثبيت الاحتياطي النقدي عند مستوى معين.

ثانيا: السياسة النقدية في إطار النظريات الاقتصادية

كان للنظريات والمدارس الاقتصادية المتعاقبة آراء متباينة حول فعالية السياسة النقدية، بحيث نظرت كل واحدة من هذه المدارس من زاوية محددة لتأثير السياسة النقدية، وقد كان للأوضاع والظروف السائدة والبيئة العامة التي ظهرت فيها توسعت فيها كل مدرسة من المدارس، دورا هاما في بلورة وصياغة المفاهيم التي تبنتها، وتطور النظريات التي أسستها.

أ- السياسة النقدية في إطار المدرسة الكلاسيكية

يؤكد اقتصاديو المدرسة الكلاسيكية على حيادية النقود من منطلق اعتقادهم بعدم تداخل الظواهر الاقتصادية والحقيقية، لذلك اعتبروا النقود ستارا يخفي وراءه

العمليات الحقيقية، وبناء أعلى هذا الاعتقاد فإن النقود بنظرهم تؤدي وظيفة واحدة هي الوساطة في التبادل، مما يعني أنهم استبعدوا قيام النقود بالوظائف الأخرى ككونها مخزناً للقيمة وأداة للدفع المؤجل.

وقد انصب اهتمام الكلاسيك بدراسة العوامل التي تحدد قيمة النقود، وتركزت كل جهودهم في إثبات العلاقة بين كمية النقود والمستوى العام للأسعار. وفي هذا الشأن ظهرت نظريتان نظرية معادلة التبادل ونظرية الأرصدة النقدية وقد خلصت كل منهما إلى نتائج متقاربة مضمونها أن زيادة كمية النقود المتاحة في التداول ستؤدي حتماً إلى زيادة في المستوى العام للأسعار.

وكمثل نظرتهم للنقود، اعتبر الكلاسيك أن السياسة النقدية محايدة، وينحصر دورها في إرساء قواعد وضوابط الإصدار النقدي فقط دون أن يكون لها أي دور في تحقيق الاستقرار الاقتصادي¹

ب- السياسة النقدية في إطار النظرية الكينزية

تميزت النظرية الكينزية بافتراضاتها المعارضة للنظرية الكلاسيكية خاصة فيما يرتبط بتأثير النقود على أداء الاقتصاد القومي، حيث يؤكد كينز أن النقود تنقل تأثيرها إلى كل المتغيرات الكلية ومن بينها العمالة، الإنتاج، الاستهلاك، الادخار والاستثمار. وبذلك تم الجمع بين الاقتصاد الحقيقي والاقتصاد النقدي في التحليل والتفسير الاقتصادي. وركز كينز على تأثير سعر الفائدة على التفضيل النقدي. وعلى صعيد الأسعار، تعتبر النظرية الكينزية أنها تتسم بالجمود، وبالتالي تعارضت مع النظرية الكلاسيكية التي افترضت مرونة الأسعار. وقد تحيز كينز للسياسة المالية على حساب السياسة النقدية، فقد أثبت كينز أن السياسة النقدية التوسعية تصبح عديمة الفعالية إذا انخفضت أسعار الفائدة إلى الحد الأدنى لأن، أي زيادة في كمية النقود ستنتقل لتغذية الرصيد النقدي الموجه للمضاربة، ولن يتم إنفاقها على شراء السلع الاستهلاكية والاستثمارية،

¹ عباس كاظم الدعبي، السياسة النقدية والمالية وأداء سوق الأوراق المالية، الطبعة الثانية، دار صفاء للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2014، ص: 25، 26.

وهنا يجب أن تتدخل الدولة عن طريق السياسة المالية وتعزيز الإنفاق الحكومي بغية تحريك الاقتصاد وتنشيطه.

ج- السياسة النقدية في إطار المدرسة النقدية

أعدت المدرسة النقدية بزعامة فريدمان الاعتبار للسياسة النقدية، حيث اعتبرت أن التقلبات التي تحدث في اقتصاديات الدول يكون سببها حدوث تغيرات في السياسة النقدية وليس التقلبات في جانب الطلب الخاص، وأن عرض النقود لا يؤثر على مستوى التوازن في الأمد الطويل وينبغي عدم النظر إلى العلاقات التناسبية بين التغيرات النقدية ومستوى الاسعار كظاهرة ثابتة في السياسة الاقتصادية. وقد تحيز فريدمان وزملاؤه للسياسة النقدية على حساب السياسة المالية، فوصفوها بأنها الأداة الفعالة في تحديد الاستقرار الاقتصادي، وأن التوسع في ضح السيولة النقدية سيكون له تأثير مباشر على الإنفاق الكلي وعلى الدخل في الأجل القصير، وأيدوا استبعاد دور الدولة في النشاط الاقتصادي وحصره في أضيق نطاق. وقد نمت أفكار فريدمان حول المدرسة النقدية، وازدادت معارضته لمقترحات السياسة التي تبناها علماء الاقتصاد الكينزيون ما بعد الحرب العالمية الثانية. إذ أيد تحرير معظم مجالات الاقتصاد، ونادى بالعودة إلى السوق الحر الذي دعا إليه علماء الاقتصاد الكلاسيكيين مثل آدم سميث. وتحدى الأفكار المعاصرة الداعمة للإنفاق الممول بالعجز، مبرراً ذلك بأن السياسة المالية التوسعية لن تنتج سوى الفوضى على المدى البعيد.

وجادل في صالح التجارة الحرة وتقليل حجم الحكومة والزيادة المتأنية والمستقرة للمعروض النقدي عندما يكون الاقتصاد في حالة نمو. وأصبح تركيزه على السياسة النقدية والنظرية الكمية النقدية يُعرفان معا بالمدرسة النقدية.

القسم الثاني

الأسواق المالية

الفصل السابع

ماهية الأسواق المالية

الفصل السابع: ماهية الأسواق المالية

أولاً: مفهوم ووظائف السوق المالي

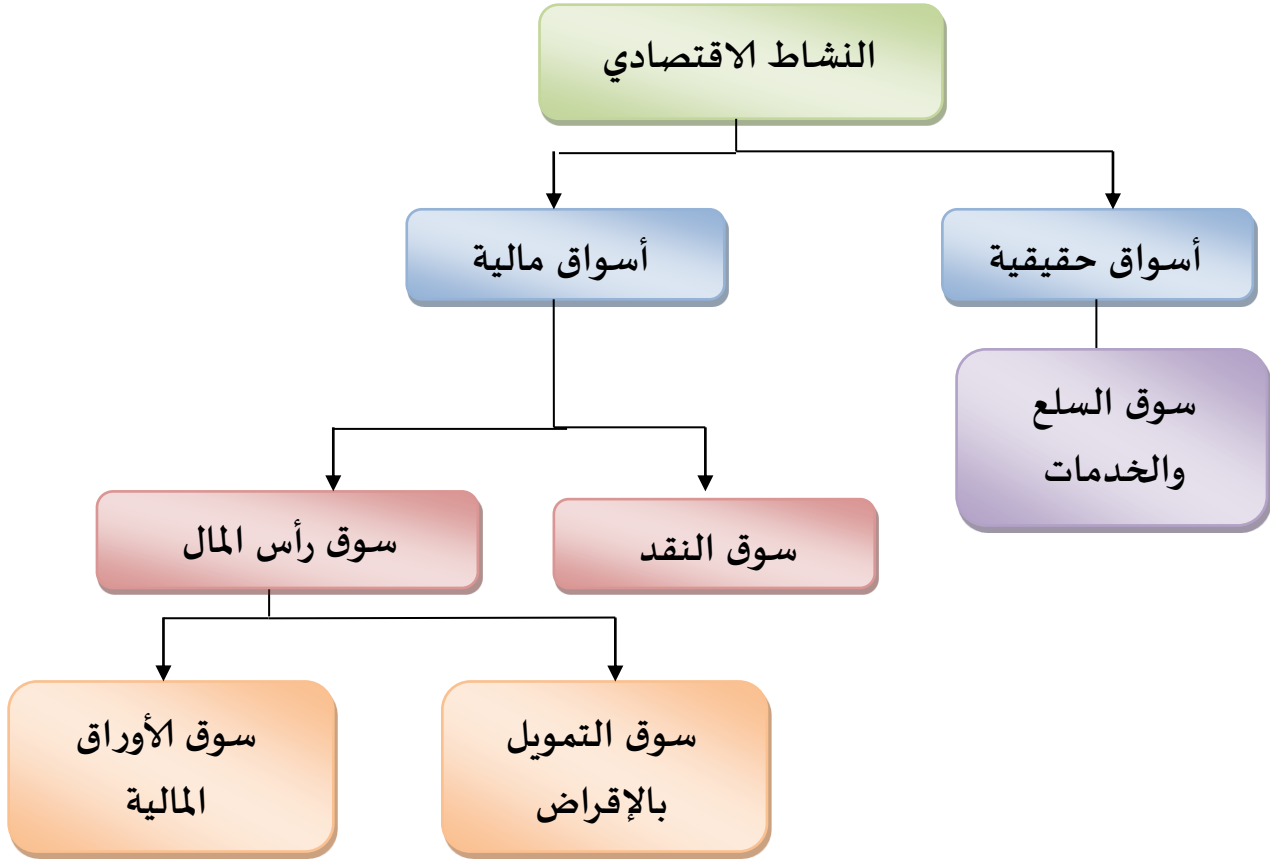
ينتقل النشاط الاقتصادي بين دائرتين، الأولى هي الدائرة الحقيقية التي ترتبط بالتدفقات العينية والأنشطة الخدمية في صورة إنتاج وتداول السلع والخدمات، ومستلزمات الإنتاج، والأخرى مالية تتعلق بحركة التدفقات النقدية Cash Flows وتداول الأصول المالية Financial Assests ،

أ- مفهوم السوق المالي

تقسم أسواق النشاط الاقتصادي إلى قسمين أساسيين، أولهما أسواق حقيقية Real Markets وموضوع التعامل في هذه الأسواق هو الأصول المادية الملموسة التي توصف بأنها أصل الثروة التي يحوزها الأفراد مثل العقارات، الأراضي، المباني، الآلات والمعدات ، المعادن النفيسة كالذهب والفضة والأحجار الكريمة، وأيضا الحبوب والسلع المادية الملموسة الاستهلاكية والاستثمارية، وثانيهما الأسواق المالية Financial Markets وتمثل الوسيط بين وحدات الفائض المالي التي ترغب في توظيف فوائضها بدلا من الاحتفاظ بها في شكل سيولة نقدية حاضرة وعاطلة، ووحدات العجز المالي التي تطلب الفوائض بهدف استثمارها ومواصلة نشاطها الاستغلالي والاستثماري، لذلك فإن أحد الأدوار الأساسية للأسواق المالية هو نقل الأموال من أصحاب الطاقة التمويلية الفائضة إلى الوحدات ذات الطاقة المالية المنخفضة، وعليه ينتج عن وساطة الأسواق المالية انتقال الموارد المالية من قطاع لآخر.¹

¹ سمير عبد الحميد رضوان حسن، المشتقات المالية ودورها في إدارة المخاطر ودور الهندسة المالية في صناعة أدواتها، دار النشر للجامعات، مصر، 2005، ص: 17

الشكل رقم (07): الأسواق المحركة للنشاط الاقتصادي



المصدر: رفعت السيد العوضي، الأسواق المالية في الاقتصاد المعاصر والاقتصاد الإسلامي، قضايا اقتصادية، كلية التجارة، مصر، ص: 433.

من خلال ما تقدم تعرف السوق المالية بأنها آلية لخلق وتداول الأصول المالية الطويلة والمتوسطة والقصيرة الأجل. وتتضمن ما يلي:

- موضوع المبادلة في هذه السوق هو المال لذلك تسمى سوق المال، والمال في هذه الحالة، هو المال في صورته النقدية، أي لا تدخل أسواق السلع مثل البترول والذهب، تدخل مفهوم والمحاصيل الزراعية في مفهوم السوق المالي كما لا تدخل فيه أسواق العملات، لأنه وإن كانت النقود هي محل التعامل في هذه الأسواق، إلا أنه يتعامل بها باعتبارها سلعة تباع وتشتري ويطلب فيها الربح من خلال فروق الأسعار، بخلاف التعامل في سوق المال حيث يكون الطلب عليها لغرض الحصول على المال اللازم لتمويل المشروعات أو سداد الالتزامات.

- تتمثل الوظيفة الأساسية للسوق المالية في جذب المدخرات والفوائض المالية بحوزة الأفراد

ومنشآت الأعمال و التي يعبر عنها بوحدة الفائض المالي، ومن ثم إتاحتها -وفقا لعقود معينة- إلى الجهات التي تحتاج إليها والتي يعبر عنها بوحدة العجز المالي.

- تؤدي السوق المالية وظيفتها من خلال أدوات مالية معينة كالأسهم والسندات والمشتقات المالية، حيث تصدرها الجهات المحتاجة إلى التمويل وتبيعها للجهات ذات الفائض المالي وتحصل في مقابلها على احتياجاتها المالية.

- تطلق السوق المالية على عملية تتكون من مرحلتين:

- مرحلة إصدار الورقة المالية وتتم في السوق الأولية.
- مرحلة تداول الورقة المالية وتتم في السوق الثانوية.

- موضوع التعامل في السوق المالية قد يكون أوراق مالية طويلة الأجل كالأسهم والسندات وتعرف بـ (سوق رأس المال)، وقد يكون أوراق مالية قصيرة الأجل كأذون الخزينة والأوراق التجارية وتعرف بـ (سوق النقد).

- تعتبر مؤسسات الوساطة المالية كالبنوك التجارية وشركات التأمين والمؤسسات الادخارية جزءا من السوق المالي.

ب- وظائف السوق المالي

تنطوي الأسواق المالية على قدر كبير من الأهمية، حيث يعتبر وجودها وتطورها أمرا ضروريا في مختلف الدول مهما كانت درجة نموها، وذلك بالنظر إلى أن الأسواق المالية تؤدي وظائف حيوية تسهم بشكل كبير في إرساء النمو والرفاه الاقتصادي، ويمكن إيجاز هذه الوظائف فيما يلي:

- تعبئة المدخرات وتوجيهها نحو المشروعات الاستثمارية. فمن المؤكد أن التنمية الاقتصادية تتطلب تعبئة رأس المال وتوجيهه للمشروعات المختلفة لتمويل إنشاء الأنشطة

أو التوسع، وتتوقف تعبئة رأس المال بدورها على معدلات الادخار وفرص الاستثمار، فالمشروعات تحتاج إلى رؤوس أموال ضخمة تلبى هذه الحاجة، ويتحقق لها ذلك من خلال الأسواق المالية لقدرتها على تسهيل تحويل الموارد الاقتصادية الحقيقية من المدخرين إلى المستثمرين.

- محدودية قدرة البنوك التجارية على التمويل المتوسط والطويل الأجل بسبب مشاكل التضخم والمخاطرة، حيث لا يترافق التمويل عن طريق أسواق رأس المال بأثار تضخمية عكس التمويل المصرفي القائم على خلق الائتمان.

- تساعد الأسواق المالية على منح قروض بشروط ميسرة وتكاليف قليلة، كما يتم تخصيص رأس المال للمشروعات الاستثمارية بحسب أهميتها ودرجة مخاطرها ومدى الكفاءة والفعالية.

- كثيرا ما تتعامل هذه الأسواق بالأوراق المالية القابلة للتداول بالعملات القابلة للتحويل حيث يمكن طرح أسهم وسندات لشركات من جنسيات مختلفة، وهو ما يسهل على المستثمرين المحليين والأجانب تقييم الشركات والقطاعات المختلفة، فضلا عن تشكيل تصور عن أداء الاقتصاد عموما وتوجهاته المستقبلية.

- التعامل بالأوراق المالية القابلة للتداول في الأسواق المالية، يساهم في تشجيع المستثمرين الصغار على توظيف أموالهم بشراء هذه الأوراق، إضافة إلى مواءمة الآجال وحسن إدارة المال، فوجود أسواق للأوراق المالية تمكن حملة الأسهم وهم مستثمرون في أدوات متوسطة وطويلة الأجل من تحويلها إلى سيولة (تسييلها) في أية لحظة، أي أن الأسواق تساعد في تضيق الفجوة بين الاستثمار قصير الأجل والاستثمارات طويلة الأجل.

- التعامل بالأوراق المالية القابلة للتداول يمكن حاملها من تحويل أموالهم إلى سيولة دون تحمل أية خسائر.

- وضع التشريعات والتعليمات اللازمة لحماية أسعار الأسهم الجديدة والمتداولة من التأثيرات الخارجية

- يعمل السوق المالي على تنظيم ومراقبة إصدار الأوراق المالية والتعامل بها بما يكفل سلامة التعامل وسرعته وسهولته.

- تعتبر الأسواق المالية مؤشرا للحالة الاقتصادية حيث يساعد في عملية التنبؤ التي تساعد المستثمرين من الاستثمار بالأوراق المالية الأكثر ربحا ، إلى جانب ذلك تلزم السوق المالي رفع الكفاءة الاقتصادية للمشروعات المدرجة من خلال إعداد ونشر نتائجها المالية بصفة دورية وفق معايير محاسبية ومالية متفق عليها، وهو ما يزيد من الشفافية ويعزز الحوكمة لهذه الشركات ويقلل حالات تضارب المصالح.

- تعكس أسواق المال عموما الوضع الاقتصادي للبلد، وهذا مفيد لكل الأطراف، إذ توفر بذلك مؤشرات للجهات الحكومية بغرض الرقابة على الأداء الاقتصادي، وتفيد الأفراد والشركات في اتخاذ القرارات الاقتصادية السليمة وتوجيه أموالهم واستثماراتهم نحو القطاعات الواعدة والنشطة.

ثانيا: أنواع السوق المالي

تقسم الأسواق المالية وفقا لعدة معايير على النحو التالي:

- حسب الوظيفة التنظيمية للسوق، فتصنف الأسواق المالية إلى صنفين أسواق نظامية وأسواق غير نظامية.

- حسب معيار الزمن، تقسم الأسواق المالية إلى أسواق فورية وأخرى مستقبلية، تتم في السوق الأولى المعاملات وإبرام العقود وتنفيذها بشكل فوري، وتتم في السوق المستقبلية المعاملات ذات الطابع الآجل أين يتم إبرام العقود في الحاضر لكن تنفيذها يكون في المستقبل وتعد عقود المشتقات المالية أحد أهم أشكال هذه الأسواق.

- حسب معيار نقل الملكية والتداول ، تقسم إلى أسواق أولية وأسواق ثانوية، حيث يتم إصدار الأوراق المالية في السوق الأولية، ويتم الاكتتاب فيها ونقل ملكيتها من متعامل إلى آخر في السوق الثانوي.

- من حيث النطاق المكاني للأسواق، تقسم الأسواق المالية إلى أسواق محلية وأسواق دولية، فالسوق المحلية تنشط في إطار الحدود الجغرافية للبلد. أما السوق الدولية فيمتد نشاطها إلى خارج حدود الإطار الجغرافي للبلد بهدف تعبئة أكبر قدر ممكن من المدخرات الدولية لذلك يكون التعامل فيها بالعملة الأجنبية وتحت تشريعات وقوانين وأنظمة تختلف من دولة إلى أخرى.

- وتقسم الأسواق المالية من حيث أنواع الأدوات وآجالها إلى سوق نقدية (موضوع التعامل هي الأدوات المالية قصيرة الأجل كشهادات الإيداع وأذونات الخزينة)، وسوق رأس المال (موضوع التعامل هي الأدوات المالية طويلة الأجل كالأسهم والسندات والمشتقات).

ويمكن الإشارة إلى أهم أنواع الأسواق المالية فيما يلي:

أ- السوق النقدية Money Market

سوق النقد هو سوق للاستثمار قصير الأجل لا تتجاوز أجال استحقاق الأدوات المالية فيه عن سنة واحدة. إضافة إلى أنه يعد مصدرا للتمويل قصير الأجل ولأنه خاص بالمعاملات قصيرة الأجل، فهو يتمتع بمزايا كثيرة أهمها الأمان والسيولة¹.

وتمثل مؤسسات الوساطة المالية كالبنوك التجارية وشركات التأمين والمؤسسات الادخارية جزءا من السوق المالي، ويعتبر الجهاز البنكي في السوق النقدي؛ المركز المالي الذي يتحكم في عرض النقود ومعدلات السيولة النقدية، حيث تتضمن السوق النقدية مجموعة من معاملات الإقراض والاقتراض التي تتم بين البنوك التجارية والبنك المركزي ومؤسسات التأمين، لذلك تعرف السوق النقدية أيضا بسوق ما بين البنوك، ويتحدد سعر الفائدة في هذه السوق حسب العرض والطلب على الأدوات المالية قصيرة الأجل، إلى جانب الظروف الاقتصادية والسياسية العامة التي تؤثر على آلية عمل السوق.

¹ عبد الكريم أحمد قندوز، الأسواق المالية، سلسلة كتيبات تعريفية صادرة عن صندوق النقد العربي، العدد 21، الإمارات العربية المتحدة، 2021، ص: 11.

وتتسم أدوات السوق النقدي بأجال استحقاق قصيرة تتراوح بين يوم واحد وحتى سنة واحدة ولا يمكن أن تتجاوز هذه المدة، إضافة إلى السيولة المرتفعة وانخفاض درجة المخاطرة،

لذلك يتم التركيز في هذه السوق على عنصرَي السيولة والأمان أكثر من عنصر الربحية¹.

1- وظائف السوق النقدي

وتكتسب السوق النقدية أهمية بالغة في إتاحة وتنظيم وإدارة السيولة، ويمكن إيجاز وظائفها فيما يلي:²

- تسهيل تخطيط وتنفيذ السياسة النقدية من خلال تدخل البنك المركزي عن طريق تعديل أسعار الفائدة وفقاً للأهداف المحددة وحسب المؤشرات الاقتصادية العامة، بغية التأثير في احتياطات السيولة النقدية للبنوك التجارية، وتعتبر السوق النقدية نطاقاً لتطبيق أدوات السياسة النقدية، وبالتالي تتوقف فعالية السياسة النقدية على مدى كفاءة السوق النقدية.

- إيجاد سيولة عالية للأصول المالية قصيرة الأجل، وهو ما يترتب عليه تخفيض تكاليف التمويل قصير الأجل وزيادة معدل دوران رأس المال العامل للمشاريع الاقتصادية ومن ثم ارتفاع الطاقة الإنتاجية.

2- أدوات السوق النقدية

تتميز السوق النقدية بالتعامل في الأدوات والأصول قصيرة الأجل، ويمكن الإشارة إلى هذه الأدوات فيما يرد أدناه:

¹ أزهرى الطيب الفكي أحمد، أسواق المال، الطبعة الأولى، دار الجنان للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2017، ص 19-20.

² عبد الكريم أحمد قندوز، مرجع سابق ص: 13.

1-2- سندات الخزينة

سندات الخزينة هي الأداة الأكثر شيوعاً في السوق النقدية، وتتميز بسيولة عالية ودرجة مخاطرتها تكاد تكون منعدمة لأنها تصدر عن الدولة، وتستخدم في تمويل العجز المالي المؤقت في ميزانيتها، وعادة، يشتري البنك المركزي باعتباره بنك الحكومة هذا النوع من السندات قصيرة الأجل بغية إمداد الدولة بالأموال اللازمة لتمويل نفقاتها في حالات العجز الاستثنائي، وفي بعض الأحيان يقوم البنك المركزي بدور الوسيط بين البنوك التجارية وخزينة الدولة بهدف شراء سندات الخزينة وتمويل الميزانية العامة.

2-2- شهادات الإيداع

تصدر البنوك التجارية شهادات الإيداع لفائدة العملاء الراغبين في شراء أصول مالية يمكن تحويلها إلى سيولة ييسر، حيث يمكن بيع هذا النوع من الأصول في السوق الثانوية إذا كانت قابلة للتداول وعائدها غالباً ما يكون أعلى من العائد المستحق على سندات الخزينة نظراً

لارتفاع درجة خطرها، وتستحق الدفع في تاريخ معين وبسعر فائدة محدد يتناسب طردياً مع تاريخ الاستحقاق، وهي تتأثر بالسياسة النقدية بناءً على أسعار الفائدة المقررة، وهي قابلة للتداول في أسواق رأس المال باعتبار أنها تمثل ودائع لأجل، لا يمكن استردادها قيمتها من البنك المصدر لها قبل تاريخ الاستحقاق، فإن السبيل الوحيد للتصرف فيها قبل ذلك التاريخ هو عرضها للبيع في السوق الثانوي¹. وبالإضافة لإمكانية تداولها في الأسواق المالية المحلية يمكن أيضاً تداول هذه الشهادات في الأسواق المالية الدولية مقابل الاحتفاظ بغطاء يقابلها من الأسهم المحلية وذلك بناءً على اتفاق مع شركة مصدرة محلية، ويتم إيداع الأوراق المالية الخاصة بتلك الشركة لدى وكيل بنك الإيداع أو بنك الإصدار (في المعتاد يكون بنك محلي) ومن ثم فإن هذه الشهادات يتم تداولها كبديل عن الأوراق المالية الأصلية، ولأن مالك شهادات الإيداع هو في حقيقة الأمر مالك الأسهم المحلية المقابلة لها

¹ منير إبراهيم هنيدي، الأوراق المالية وأسواق رأس المال، منشأة المعارف، الإسكندرية، مصر، 1993، ص: 52.

(حسب نسبة تحويل متفق عليها) فإن له كافة حقوق مالك السهم المحلي من حيث التوزيعات النقدية أو العينية وبيع الأسهم¹.

2-3- إتفاقيات إعادة الشراء Repurchase Agreement

تنطوي اتفاقية إعادة الشراء على بيع أصول قابلة للتسييل بسعر محدد، مع التعهد بشراؤها من المشتري في تاريخ محدد وسعر محدد متفق عليه. والتسمية الشائعة لهذه الاتفاقية في أسواق النقد هي: اتفاقية الريبو Repo، وفي الغالب تكون مدة الاستحقاق قصيرة الأجل، ولذا تصنف عمليات الريبو ضمن العمليات المتداولة في أسواق النقد².

ويهدف البائع من اتفاقية إعادة الشراء إلى الحصول على السيولة النقدية - أي أنه في مركز المتمول - فهو يبيع الأوراق المالية بقصد الحصول على ثمنها النقدي من المشتري، ثم في الموعد الآجل يسترد البائع أوراقه المالية بثمن أعلى من الثمن الأول، والفرق بين الثمنين هو تكلفة التمويل على البائع ويسمى عائد اتفاقية الشراء Repo Rate.

وتجب الإشارة إلى أن هذه الاتفاقية تسمى اتفاقية إعادة شراء من جانب بائع الورقة المالية، بينما إذا نظرنا إلى مشتري الورقة المالية فتسمى الاتفاقية معكوس اتفاقية إعادة الشراء، أو الريبو العكسي Reverse Repo، فالبائع يجري عملية ريبو والمشتري يجري عملية ريبو عكسي.

2-4- الكمبيالات المصرفية

تمثل الكمبيالات المصرفية Banker's Acceptances تعهد كتابي بإعادة مبلغ إقترضه شخص ما من أحد البنوك. ويمكن للبنك بالاحتفاظ بالتعهد (الذي يمثل عقد إقراض يتولد عنه فوائد) حتى تاريخ الاستحقاق، كما يمكنه بيعه لشخص آخر، يبيعه بدوره لطرف ثالث. وفي تاريخ الاستحقاق يحق لحامل التعهد استرداد قيمته من محرره (المقترض

¹ البورصة المصرية، البورصة خطوة بخطوة - شهادات الإيداع -، مصر، 2017، ص: 1-2.

² يوسف بن عبد الله الشبيلي، اتفاقية إعادة الشراء وبدائلها الشرعية، مجلة جامعة الشارقة، المجلد 10، العدد 2، الإمارات العربية المتحدة، 2013، ص: 164-165.

الأصلي)، وإذا لم يتمكن من ذلك يمكنه حينئذ الرجوع إلى البنك الذي قبل التعهد من البداية.

2-5- قرض فائض الاحتياطي الإلزامي

يمكن للبنوك التي يوجد لديها فائض في الاحتياطي الإلزامي أن تقرضه لبنوك أخرى تعاني من عجز فيه، ولا تعتبر تلك القروض أوراقا مالية بالنوعى المفهوم، ذلك أنها تتمثل في تعهد غير مكتوب - مضمون من البنك المركزي- يلتزم فيه البنك المقترض بسداد قيمة القرض مصحوبا بفائدة تتحدد وفقا لقانون العرض والطلب¹. وعلى الرغم من أن اقتراض هذه الأموال عادة ما يكون في حدود ليلة واحدة بهدف سد العجز في الاحتياطي الإلزامي، إلا أن الواقع قد أثبت أن تاريخ استحقاق تلك القروض قد يمتد لفترة أطول عندما يضطر البنك لاقتراض الأموال لاستخدامها في الاستثمار، وحينئذ يصبح لزاما عليه أن يطلب مد فترة القرض يوما بيوم. ويلعب البنك المركزي دور الوسيط في هذه الحالة بين البنوك المقرضة والبنوك المقترضة².

2-6- قرض الدولار الأوروبي

يستخدم اصطلاح الدولار الأوروبي Eurodollar للإشارة إلى الدولارات الأمريكية التي تحتفظ بها بنوك في خارج الولايات المتحدة الأمريكية، وعلى الأخص البنوك الأوروبية. ويتكون سوق الدولار الأوروبي من عدد من البنوك الكبيرة في لندن وبعض البلدان الأوروبية الأخرى، ويقتصر دورها على الدولار، أي أنها تقبل ودائع وتمنح القروض بالأمريكي فقط. وتتميز القروض التي تمنحها هذه البنوك بضخامة القيمة وقصر تاريخ الاستحقاق. وتتكون الدولارات الأمريكية لدى تلك البنوك نتيجة قيام بعض البنوك والشركات التي لها ودائع في بنوك أمريكية، بسحب جزء من تلك الودائع لإعادة إيداعها في صورة ودائع لأجل لدى البنوك الأوروبية التي تتعامل بالدولار، ربما بسبب ارتفاع معدلات الفوائد التي تمنحها³.

¹ منير إبراهيم هنيدي، مرجع سابق، ص ص: 44-45.

² المرجع نفسه، ص: 54.

³ المرجع نفسه، ص: 55.

7-2- القبول المصرفي

القبول المصرفي هي أداة مالية من أدوات السوق النقدية قصيرة الأجل حيث تتراوح فترة استحقاقها تتراوح بين شهر وتسعة أشهر، ويتحدد العائد عليها عن طريق الخصم من قيمتها الاسمية. وهي تستخدم أداة للاقتراض، كما تستخدم أداة ائتمان في المعاملات التجارية الخارجية لتمكين المستوردين من شراء البضائع التي يحتاجونها من الخارج بالأجل.

ويتمثل القبول المصرفي ، في توقيع أحد المصارف بالقبول، على كمبيالة عليه بدفع مبلغ معين من المال من قبل مستورد أو مصدر أو راغب في الاقتراض، وذلك عن طريق ختم الكمبيالة بكلمة مقبول، لذلك يمكن تعريف القبول المصرفي بأنه تعهد من قبل مصرف معين بدفع قيمة كمبيالة مسحوبة عليه عن طريق ختمها بكلمة مقبول¹.

ويتضمن الاتفاق الذي بموجبه يوقع المصرف على الكمبيالة بالقبول أن يقوم العميل الذي تم التوقيع بناء على طلبه بإيداع قيمة الكمبيالة في حسابه لدى المصرف قبل تاريخ الاستحقاق حتى يتمكن من تسليمها لحامل الكمبيالة، ومع ذلك، يلتزم البنك بموجب تعهده المتمثل في توقيعه بالقبول أن يدفع قيمة الكمبيالة لحاملها في تاريخ الاستحقاق، ولو لم يقم عميله بدفعها إليه².

8-2- الأوراق التجارية

الورقة التجارية هي مستند كتابي يحدد شكله في العادة القانون التجاري، وهو يتضمن التزاما بدفع مبلغ نقدي معين يستحق الأداء بمجرد الاطلاع، أو في أجل قصير لا يتجاوز في العادة 270 يوماً. تتميز الأوراق التجارية بكونها قابلة للتداول بالطرق التجارية ويقبلها العرف كأداة للوفاء تقوم مقام النقود، وحيث أنها لا تنطوي على أية ضمانات بالسداد إلا سمعة الشركة المصدرة وقوتها الائتمانية، فإنها تصدر في العادة من الشركات القوية التي تتميز بمراكز مالية قوية.

¹ مبارك بن سليمان آل فواز، الأسواق المالية من منظور إسلامي، جامعة الملك عبد العزيز، المملكة العربية السعودية، 2010، ص: 30.

² المرجع نفسه، ص: 31.

ومن ضمن الأوراق التجارية، يمكن الإشارة إلى أكثرها شيوعاً فيما يرد أدناه:

2-8-1- الكمبيالة

هي ورقة تجارية ثلاثية الأطراف، وتشمل أمراً صادراً من شخص يسمى الساحب إلى شخص يسمى المسحوب، والذي عليه أن يقوم بدفع مبلغ لشخص ثالث هو المستفيد أو حامل الكمبيالة عند الإطلاع أو بحلول أجل الاستحقاق. ويحدد القانون التجاري لكل دولة بيانات الكمبيالة، فيجب أن تتضمن اسم المستفيد والمسحوب عليه، موعد الإستحقاق، مكان الوفاء، تاريخ ومكان إصدار الكمبيالة وتوقيع من قام بإنشائها¹.

2-8-2- السند لأمر

يمثل صك محرر وفق شكل معين حدده القانون، يتضمن تعهد شخص يسمى المحرر بأن يدفع مبلغ من النقود في تاريخ معين أو قابل للتعين بمجرد الإطلاع لأمر شخص آخر المستفيد.

كما يعرف بأنه صك يمثل عقد شخص يسمى المحرر بالدفع لأمر شخص آخر يسمى المستفيد في تاريخ معين مقدار مالي². ويعرف أيضاً بأنه محرر مكتوب يلتزم بموجبه شخص يسمى المحرر بأن يدفع لأمر شخص آخر يدعى المستفيد مبلغاً معيناً من النقود في موعد محدد³.

وتجدر الإشارة إلى أن التطور الكبير في التكنولوجيا ووسائل الاتصال والثورة الرقمية، قد ساهم في اندماج وتوسع الأسواق النقدية مع الأسواق المالية. ويوضح الشكل رقم (08) التطور التاريخي لأسواق المال.

¹ عبد القادر البقيرات، القانون التجاري الجزائري: السندات التجارية، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2010، ص: 130.

² عبد القادر البقيرات، مرجع سابق، ص: 131.

³ صبيح عربي، محاضرات في القانون الجزائري، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 1999، ص: 151.

الشكل رقم (08): التطور التاريخي لأسواق المال



المصدر: عبد الكريم أحمد قندوز، الأسواق المالية، سلسلة كتيبات تعريفية صادرة عن صندوق النقد العربي، العدد 21، الإمارات العربية المتحدة، 2021، ص: 11.

ب- سوق رأس المال Capital Market

يتم في سوق رأس المال إصدار وتداول الأدوات المالية متوسطة وطويلة الأجل التي تزيد مدة استحقاقها عن سنة. ويضم سوق رأس المال شقين أساسيين، الأول هو القروض المصرفية طويلة الأجل التي تمنحها البنوك التجارية والبنوك المتخصصة. والشق الثاني هو

سوق الأوراق المالية (بورصة* الأوراق المالية) التي يتم فيه التعامل بأدوات الملكية (الأسهم بأشكالها المختلفة) وأدوات الدين (السندات)، وكلا الشقين يعتبر مصدرا لتمويل رأس المال الثابت للوحدات الاقتصادية.

1- تعريف سوق الأوراق المال

تعرف سوق الأوراق المالية بأنها سوق منظمة تقام في مكان ثابت، يتولى إدارتها والإشراف عليها هيئة لها نظامها الخاص، تحكمها لوائح وقوانين وأنظمة، ويلتقي فيه المتعاملون بالأوراق المالية بيعا وشراء، والمستثمرون الراغبون في توظيف أموالهم، والمضاربون الهادفون إلى الاستفادة من فروق الأسعار، وتنعقد جلساتها في المقصورة في آجال محددة، أين يقوم الوسطاء الماليون بتنفيذ أوامر البائعين والمشتريين¹.

والجدير بالذكر أن العلاقة بين البورصات السلعية وبورصة الأوراق المالية هي علاقة وطيدة، ويعبر عنها على أنها العلاقة بين الأصول العينية موضوع التعامل في البورصا السلعية، والأصول المالية متمثلة في أسهم هذه الشركات والتي يجري التعامل عليها في أسواق الأوراق المالية، وبناء على ذلك فإن الشركات التجارية والصناعية التي تقوم بتوفير احتياجاتها أو تصريف منتجاتها من خلال البورصات السلعية عن طريق عقد الصفقات وتنفيذ عقود البيع والشراء، يتم في الوقت ذاته التعامل على أسهمها في بورصات الأوراق المالية، لذلك تنعكس تقلبات الأسعار صعودا وهبوطا في البورصات السلعية على أسعار التداول في لاسهم هذه الشركات في بورصات الأوراق المالية، ويمكن القول أن العلاقة بينهما هي علاقة متغير تابع (بورصات الأوراق المالية) بمتغير مستقل (بورصات السلع)².

* يعود أصل كلمة بورصة إلى اسم عائلة فان در بورصن (Van der Bursen) البلجيكية التي كانت تعمل في مجال البنوك، واتفق على أن يكون الفندق الذي تملكه هذه العائلة بمدينة بروج البلجيكية مكاناً لالتقاء التجار المحليين في فترة القرن الخامس عشر، فأصبح بمرور الزمن رمزا لسوق رؤوس الأموال وبورصة للسلع.

¹ سمير عبد الحميد رضوان، أسواق الأوراق المالية ودورها في تمويل التنمية الاقتصادية، الطبعة الأولى، المعهد العالمي للفكر الإسلامي، القاهرة، مصر، 1996، ص: 27.

² المرجع نفسه، ص: 31.

2- وظائف سوق الأوراق المالية

تقسم وظائف سوق الأوراق المالية إلى وظائف رئيسية ووظائف مكملة، ويمكن شرحها فيما يلي:¹

2-1-1- الوظائف الرئيسية لبورصة الأوراق المالية

توصف الوظائف الرئيسية لبورصة الأوراق المالية بأنها من مقومات قيام هذا السوق، بحيث إذا فقدت هذه الوظائف فقدت السوق مبررات وجودها، وهي كما يلي:

2-1-1-1- بيع الحقوق

فإذا ما رغب المستثمر بالانسحاب من الشركة التي يمتلك جزءاً من أسهمها من ثم تصفية الأصول التي يمتلكها، فإنه يتوجه لسوق الأوراق المالية لبيع أسهمه، وبفضل وجود عدد كبير من المستثمرين الهادفين إلى توظيف رؤوس أموالهم، فإن سوق الأوراق المالية تقوم بدور مهم يتمثل في بيع الحقوق وشرائها دون التأثير على أصل الثروة المتمثلة في أصول المشروع من أراض ومبان وآلات ومعدات.

2-1-1-2- تسجيل حركة أسعار الصفقات

يتم تقديم عروض البيع والشراء في سوق للمزايدة Auction Market يحتشد فيها المتنافسون من البائعين والمشتريين وتتحدد الأثمان من خلال تفاعل قوى العرض والطلب، وإن كانت هذه الأسعار لا تمثل بالضرورة الثمن العادل لأسباب عديدة منها ما يتعلق بكفاءة السوق وعمقها واتساعها ومنها ما يتعلق بعمليات المضاربة.

2-1-1-3- توفر البورصة مؤشراً على ظروف الاستثمار واتجاهات الأسعار

ويرى بعض علماء التمويل والاستثمار وخبراء البورصات أن حجم العمليات والمستوى النسبي للأسعار يعتبر مؤشراً لقوة الاقتصاد الوطني وضعفه ولقطاع معين من القطاعات.

¹ المرجع نفسه، ص: 34.

4-1-2- التأثير على سوق التداول

ينعكس سوق التداول للأوراق المالية على الإصدارات الجديدة على الرغم من أنه لا يمثل استثماراً جديداً.

5-1-2- المساهمة في تنشيط الأعمال

وذلك بتوفير السيولة اللازمة لتمويل النشاط الجاري للمشروع دون التخلي عن الأوراق المالية المملوكة والاكتفاء باستخدامها كضمان مقبول للحصول على القروض اعتماداً على الأسعار المعلنة من قبل سوق الأوراق المالية.

6-1-2- سوق الأوراق المالية هي أداة للتأمين التجاري

يمكن للمضارب بفضل عملية التحويط Hedging في البورصة؛ تأمين مركزه ضد تقلبات الأسعار، فالمضارب في البورصة الذي يشتري سلعة لبيعها فيما بعد إذا ارتفع سعرها فإنه يحتاط لنفسه ببيع كمية مماثلة لما اشتراه في نفس الوقت، فإذا هبط السعر فإنه يشتري ما سبق أن باعه فيعوض بالشراء ما سبق أن خسره.

2-2- الوظائف المكملة لسوق الأوراق المالية

- تمثل سوق الأوراق المالية سلطة رقابية وغير رسمية على أداء الشركات، إذ تنعكس كافة القرارات المؤثرة التي تتخذها الشركة على أسعار تداولها فور انتشار أية معلومات إلى البورصة، فترتفع أسعارها أو تنخفض، فيكون قلب السعر هنا بمثابة تقويم فوري للأداء، خاصة وأن القيمة السوقية لشركة معينة ماهي في الواقع إلا قيمة الشركة من وجهة نظر المجتمع.

- توفر سوق الأوراق المالية مجموعة من الأدوات المالية التي تهيء للمستثمر فرصاً أوسع للاختيار في شتى مجالات الاستثمار، مما يجنب المدخرين مشقة البحث عن وجوه الاستثمار التي تناسب كلا منهم وتتلاءم مع ميولاتهم ولا يضطر المدخر لتوظيف أمواله في مجالات لا تحوز قناعاته.

- وجهت الاتجاهات التضخمية الأنظار إلى أسواق الأوراق المالية بناء على أن الاستثمار في أوراق الشركات يقلل من مخاطر التضخم المالي وتآكل القوى الشرائية ويعد وسيلة تعويضية عن ارتفاع الأسعار.

ثالثاً: كفاءة وتقسيما سوق الأوراق المالية

أ- كفاءة سوق الأراق المالية

يتطلب إنشاء سوق كفو للأوراق المالية؛ توفر مجموعة من الشروط، والعوامل والمعايير.

1- شروط إنشاء سوق الأوراق المالية

يمكن إيجازها فيما يرد أدناه:¹

- تشجيع الدولة للادخار الذي يعتبر حاضنة العمليات الاستثمارية المنتجة التي تتم من خلال تشغيل المؤسسات الإنتاجية والمالية المختلفة.

- توفر عدد مناسب من المؤسسات المالية في الدولة تسهم في جذب مدخرات الأفراد وتقوم بعمليات تمويل المستثمرين من أجل تنفيذ مشروعاتهم المختلفة.

- توفير الضمانات الكافية التي تمكن من تحويل المدخرات إلى استثمارات دون عقبات وتعقيدات حكومية.

-توفر البنية المالية السليمة والتي تتطلب وجود أجهزة رقابية فعالة تهتم بالضبط المؤسسي والشفافية وتراقب أداء أسواق المال من خلال تشريعات قانونية واضحة وملزمة.

¹ أزهرى الطيب فكي أحمد، مرجع سابق، ص: 25-26.

- توفر درجة من الاستقرار السياسي والاقتصادي والاجتماعي داخل الدولة تساعد في جذب رؤوس الأموال وتحويلها من الادخارات الخاصة إلى استثمارات طويلة الأجل من داخل وخارج الدولة.

- الشفافية التامة لإتاحة المعلومات والبيانات المتعلقة بالمؤسسات المالية ونشرها بوسائل الإعلام المختلفة بالمستوى الذي يمكن كل مستثمر وكل مدخر من اتخاذ قراراته على يقين تام صحة البيانات والمعلومات.

2- عوامل نجاح السوق المالي

لا يكفي قيام الشروط الأساسية لسوق الأوراق المالية لضمان نجاح السوق، بل يتطلب عناصر أخرى ضرورية لأداء الوظائف المرتبطة بهذا السوق على النحو الجيد، ويمكن الإشارة إلى هذه العوامل فيما يلي:¹

- صدور القوانين والنظم واللوائح الخاصة بتنظيم الأسواق المالية من قبل الجهات التشريعية بالدولة، على أن تتسم بالمرونة الكافية لتسهيل عمليات التداول.

- تنوع أدوات الاستثمار في السوق من أسهم وصكوك وسندات وصناديق استثمارية، بحيث تتيح خيارات متعددة أمام المستثمرين والمدخرين للتعامل فيها وفق رغباتهم.

- ارتفاع نسبة الوعي الادخاري لدى الأفراد وانتشار ثقافة الأوراق المالية.

- عدم وجود قيود تحد من من حرية التداول في السوق خصوصا فيما يتعلق بتداول الأجانب والقيود على حركة رأس المال الأجنبي.

¹ أزهرى الطيب فكي أحمد، مرجع سابق، ص ص: 26-27.

- توافر نظم المعلومات الحديثة التي تمكن من التعرف على المركز المالي الحقيقي للشركات والمؤسسات.

- يلعب الموقع الجغرافي للسوق المالي دورا هاما في نجاحه إذا كان مرتبطا بالأسواق الدولية.

3- معايير كفاءة سوق الأوراق المالية

للتعرف على كفاءة أداء سوق الأوراق المالية، يمكن تحديد ثلاث مقاييس وصفية تبرز من خلالها سرعة انتشار المعلومات بين كافة المتعاملين في السوق، هي عمق السوق، اتساع السوق، مرونة السوق. ويمكن شرحها بإيجاز فيما يلي:¹

1-3- عمق السوق Market's Depth

توصف سوق الأوراق المالية بالعمق إذا كانت هناك ثمة أوامر حقيقية أو غير حقيقية تتعلق بأوراق مالية معروضة للبيع أو مطلوبة للشراء بأسعار تزيد أو تقل عن الأسعار السائدة في سوق الأوراق المالية، أما الأوامر الحقيقية فهي التي تمثل تعاملات فعلية حقيقيا على أوراق مالية موجودة بالفعل، وأما الأوامر غير الحقيقية فهي التي يجري التعامل فيها على أوراق غير موجودة أو لا يمكن تغطيتها بسهولة. فحينما يجري التعامل في سوق ذات عمق على ورقة مالية يلاحظ أن ثمة اختلالات وقتية لأوامر البيع أو أوامر الشراء بمعنى عدم وجود أوامر عكسية لأي منها، تؤدي إلى حدوث تغيرات محسوسة في الأسعار ويترتب على هذه التغيرات إعادة التوازن بين أوامر البيع وأوامر الشراء.

وتتطلب السوق ذات العمق علم المستثمرين الفوري بأسعار العرض والطلب. ومن متطلبات هذه السوق أيضا أن يتولى مهمة تنفيذ أوامر البيع والشراء سماسرة على درجة

¹ سمير عبد الحميد رضوان، أسواق الأوراق المالية ودورها في تمويل التنمية الاقتصادية، مرجع سابق، ص ص:

عالية من الدراية بظروف السوق، وتعتبر المعرفة الفورية بالأسعار والتنفيذ الفوري للأوامر شروطاً مسبقة لوصف السوق بأنها سوق ذات عمق.

2-3- اتساع السوق Market's Breadth

توصف السوق بالاتساع إذا توفرت فيها أوامر البيع والشراء بأحجام كبيرة أو غير محدودة، وكلما زاد حجم السوق كلما زادت فرص استقرار التغيرات في الأسعار والتي تصاحب عادة اختلال أوامر البيع والشراء، وكلما زاد عدد المستثمرين الذين تتاح لهم المعلومات عن التغيرات في أسعار العرض والطلب بسرعة، كلما كان ذلك دليلاً على اتساع السوق وانتفاء محدوديته.

3-4- مرونة السوق Resiliency Of A Market

يعتبر السوق مرناً إذا تدفقت الأوامر على السوق استجابة لتغيرات الأسعار الناتجة عن اختلال عابر وغير دائم لأوامر البيع والشراء. ووجود علم المستثمرين بتغيرات الأسعار شرط مسبق لتحقيق المرونة، وكذلك فإن انتشار المعلومات بين المستثمرين على وجه السرعة يعد أمراً بالغ الأهمية للحفاظ على مرونة الأسواق.

وعموماً، تكون السوق أكثر سعة وأكثر عمقا وأكثر مرونة كلما كان لدى المستثمرين المقدرة على التعرف على الأسعار والتجاوب معها والتعامل عليها وفقاً لما تقتضيه مصالحهم، وكلما زادت سرعة الاتصالات كلما كانت السوق أكثر تكاملاً.

ب- تقسيمات سوق الأوراق المالية

تقسم سوق الأوراق المالية حسب أولوية الإصدار إلى سوق أولية (سوق الإصدار)، وسوق ثانوية (سوق التداول)، وفيما يلي شرح لكل منهما:

1- السوق الأولية

السوق الأولية هي السوق التي تنشأ عن طريق مؤسسة متخصصة تعرض للجمهور، ولأول مرة، أوراقا مالية قامت بإصدارها لحساب منشأة أعمال أو جهة حكومية معينة. وعادة ما يطلق على هذه المؤسسة بنكبير أو بنك الاستثمار (Investment Banker or Bank) أو المتعهد (Underwriter) في الدول المتطورة¹.

أما في الدول ذات الأسواق المالية الصغيرة فقد تتولى بعض البنوك التجارية عملية الإصدار. فالسوق الأولية أو سوق الإصدار هي السوق التي تنشأ فيها علاقة مباشرة بين المقرض والمقترض نتيجة مبادلة المال السائل (نقد) بالموجودات المالية (أسهم وسندات). وهناك أسلوبان شائعان في عملية إصدار الأوراق المالية في السوق الأولية:²

- الأسلوب المباشر Direct Approach

وفق هذا الأسلوب تقوم الجهة المصدرة بالاتصال بعدد من كبار المستثمرين مثل المؤسسات المالية الضخمة لكي تباع لها الأسهم أو السندات التي أصدرتها، وقد يأخذ تحديد أسعار الأوراق المالية أسلوب وبخاصة بالنسبة إلى الأوراق المالية الحكومية المزايمة.

- الأسلوب الغير المباشر Indirect Approach

قيام مؤسسات مالية متخصصة مثل (بنك الاستثمار) بالإصدار لحساب الشركات والمؤسسات الخاصة الراغبة في الحصول على تمويل، إذ تقوم هذه المؤسسات بإصدار الأوراق المالية وتوزيعها فضلا على تقديم المشورة والنصح للشركات المعنية.

¹ منير إبراهيم الهندي، الأسواق الحاضرة والمستقبلية: أسواق الأوراق المالية وأسواق الاستثمار وأسواق العقود المستقبلية، المعهد العربي للدراسات المالية والمصرفية، عمان، 1994، ص: 8.

² محمود محمد الداغر، الأسواق المالية: مؤسسات - أوراق- بورصات، دار الشروق للنشر والتوزيع، عمان، 2005، ص: 239.

2- السوق الثانوي

وهي السوق التي يتم فيها تداول الأوراق المالية بين المستثمرين بعضهم مع بعض، وليس بين المستثمرين والشركات والهيئات المصدرة لهذه الأوراق. وبناء على ذلك فإن السوق الأولية توفر تمويلًا فعليًا للمؤسسات والشركات المصدرة للأوراق المالية في حين نجد أن السوق الثانوية لا توفر أي تمويل فعلي لهذه المؤسسات. بعبارة أخرى فإن السوق الثانوية تتعامل في أوراق مالية سبق إصدارها وبيعها للمستثمرين في السوق الأولية، وبالتالي فإن التعامل في هذه السوق لا يعدو أن يكون نقلًا للملكية تلك الأوراق من مستثمر إلى آخر.

وتظهر أهمية السوق الثانوي من خلال النقاط التالية:¹

- توفر السوق الثانوية للمستثمرين السيولة والربحية معاً، وتمثل السيولة في إمكانية بيع الورقة المالية بالسرعة المطلوبة وتحويلها إلى نقد، بينما تتحقق الربحية عند ارتفاع القيمة السوقية للورقة المالية المشتراة، عندها يتحقق ما يسمى بالربح الرأسمالي Capital Gain
- تلعب السوق الثانوية دوراً هاماً في تعبئة المدخرات وإعادة استثمارها في المشروعات الاقتصادية وتمويل خطط التنمية الاقتصادية.
- إن نجاح السوق الثانوية سينعكس إيجابياً على أداء السوق الأولية فكلما شهدت السوق الثانوية نشاطاً وتداولاً كبيراً شجع ذلك على تأسيس شركات جديدة وتوسيع القائمة منها، وطرح أسهم جديدة للاكتتاب في السوق الأولية.
- وتقسم سوق الأوراق المالية حسب تنظيم الأسواق إلى أسواق منظمة وأسواق غير منظمة.

¹ ديب قاسم شندي، الأسواق المالية وأثرها في التنمية الاقتصادية، مؤتمر كلية بغداد للعلوم الاقتصادية الجامعة، 2013، ص: 6-7.

1- السوق المنظمة Organized Market

تتميز هذه السوق بوجود مكان مادي ملموس تتوفر فيه الوسائل اللازمة لالتقاء البائعين والمشتريين للأوراق المالية ووكلائهم. ويتم بيع الأوراق المالية في هذه السوق بالمزاد حيث يتم قبول السعر الأعلى ثم الأدنى فالأدنى إلى أن يتم تصريف كامل البضاعة.

ويطلق على هذه السوق أيضا بورصة الأوراق المالية Securities Exchange ويقتصر التعامل في هذا السوق على الأوراق المالية المسجلة فقط، إذ يجري تداول الأوراق المالية بواسطة شركات مرخصة وفقا لقوانين وأنظمة محددة تنظم عملية التداول. ويمكن تقسيم سوق الأوراق المالية المنظمة إلى أسواق مركزية وأسواق محلية.

ففي إطار السوق المركزية يتم التعامل بالأوراق المالية المسجلة لدى لجنة الأوراق المالية والبورصة، ومن أمثلتها بورصة نيويورك NEW YORK STOCK EXCHANGE – NYSE التي تعد أكبر سوق مالية في العالم، إذ تتعامل بحوالي 80% من الأوراق المالية المسجلة لدى لجنة الأوراق المالية والبورصة في الولايات المتحدة الأمريكية وتسمى أحيانا بالمجلس الكبير Big Board .

أما الشكل الثاني سوق الأوراق المالية المنظمة، يسمى بالسوق المحلية أو البورصة المحلية Regional Exchanges . إذ تتعامل هذه السوق بما تبقى من الأوراق المالية المسجلة، وتخدم هذه السوق صغار المستثمرين في المناطق الواقعة فيها فضلا على كبار المستثمرين كالهيئات والمؤسسات المتعاملة بالأوراق المالية بيعا وشراء، إذ تلجأ الأخيرة إلى البورصات المحلية لما تتميز به من بساطة في إجراء الصفقات، وانخفاض في عمولات السماسرة.

2- السوق الغير منظمة Unorganized Market

وتتضمن نوع من سوق الأوراق المالية الذي يجري التعامل فيه خارج حدود البورصة وتسمى هذه المعاملات بالمعاملات على المنضدة أو فوق الحاجز Over-The counter.

وتنشأ هذه الأسواق نتيجة عدم قدرة بعض منشآت الأعمال والشركات التجارية من دخول البورصة، بسبب القوانين والضوابط التي تحكم دخول السوق المنظمة، لذا يتم اللجوء إلى السوق غير المنظمة (الموازية) لتداول الأوراق المالية التي لم تكتسب الشروط القانونية للدخول إلى السوق المنظمة. وتتعامل السوق الغير المنظمة أساساً في الأوراق المالية غير المسجلة في الأسواق المنظمة (البورصات) وعلى الأخص السندات¹، غير أن ذلك لا يمنع تلك الأسواق من التعامل في الأوراق المالية المسجلة في الأسواق المنظمة وفي مقدمتها السندات الحكومية. وتدار السوق الموازية من قبل مجموعة من التجار يرتبطون بشبكة اتصالات قوية تعرف باسم ناسداك NASDAQ إذ تظهر طلبات البيع والشراء لأسهم الشركات المختلفة عبر شاشات الاتصال الإلكتروني على شكل عروض، وتتضمن السوق غير المنظمة - التي هي أحد مكونات السوق الثانوية - أسواق أخرى فرعية هي السوق الثالثة والسوق الرابعة، وفيما يأتي توضيح لهذين السوقين:

- السوق الثالثة

تمثل السوق الثالثة قطاعاً من السوق غير المنظمة إذ تتكون من بيوت السمسرة، من غير المسجلين في السوق المنظمة. ولهذه البيوت الحق بالمتاجرة بالأسهم المسجلة فضلاً على الأسهم غير المسجلة.

وتلجأ العديد من المؤسسات والشركات التجارية للتعامل بهذه السوق تفادياً للاختناقات الحاصلة في البورصة والمتربة على تنوع التعاملات وكثرتها، فضلاً على انخفاض العمولة على

¹ منير إبراهيم الهندي، الأسواق الحاضرة والمستقبلية: أسواق الأوراق المالية وأسواق الاستثمار وأسواق العقود المستقبلية، مردع سابق، ص: 61.

الصفقات المبرمة في هذه السوق، وذلك لأن بيوت السمسرة لا تدفع رسوم تسجيل أو رسوم عضوية في هذه السوق مثلما هو الحال في السوق المنظمة¹.

- السوق الرابعة

يتم التعامل في هذه السوق بصورة مباشرة ومن دون وساطة بين المؤسسات الكبرى، بهدف استبعاد شركات التجارة والسمسرة في الأوراق المالية، ومن ثم تخفيض النفقات الخاصة بالصفقات الكبيرة. وفي هذه الحالة فإن هذه المؤسسات عليها أن تبحث بنفسها عن بائع أو مشتر². ويمكن جمع تقسيمات الأسواق المالية في الجدول الموالي:

الجدول رقم (04): تقسيمات الأسواق المالية

التقسيمات		معياري التصنيف
<u>السوق الثانوي</u>	<u>السوق الأولي</u>	من حيث إصدار الأوراق المالية
هو السوق الذي يتم فيه بيع وشراء (تداول) الأوراق المالية المصدرة سابقاً بين المستثمرين	وهو السوق الذي يتم فيه إصدار الأوراق المالية لأول مرة	
<u>سوق رأس المال</u>	<u>سوق الأوراق المالية المشتقة</u>	<u>السوق النقدي</u>
هو السوق الذي يتم فيه بيع وشراء الأوراق المالية طويلة الأجل (التي تكون تواريخ	وهو السوق الذي يتم فيه بيع وشراء الأوراق المالية المشتقة الهادفة إلى	وهو السوق الذي يتم فيه بيع وشراء الأوراق المالية قصيرة الأجل (التي تقل تواريخ
		من حيث آجال الأوراق المالية المتداولة في السوق

¹ خالد وهيب الراوي، الاستثمار: مفاهيم- تحليل - استراتيجية، دار المسيرة للنشر والتوزيع، عمان، 1999، ص: 10.

² حيدر حسين آل طعمة، الأسواق المالية: المفهوم، النشأة، الأدوات، مركز الدراسات الاستراتيجية، جامعة كربلاء، العراق، 2014، ص: 20.

استحقاقها أكثر (من سنة)	تقليل المخاطر	استحقاقها عن سنة)	
<u>السوق غير منظم</u>		<u>السوق المنظم</u>	من حيث مكان الانعقاد
وهي الأسواق التي ليس لها وجود فعلي أو مكان تتواجد فيه		وهي الأسواق التي لها وجود فعلي ومكان تتواجد فيه أرضية التداول	

المصدر: من إعداد المؤلف

الفصل الثامن: الأدوات المتداولة في سوق الأوراق المالية

الفصل الثامن: الأدوات المتداولة في سوق الأوراق المالية

أولاً: الأوراق المالية

تعرف الأوراق المالية بأنها أدوات مالية قابلة للتداول، وتستخدم لزيادة رأس المال الاستثماري. وتنبع أهميتها من كون أن لها قيمة سوقية إلى جانب القيمة الإسمية التي صدرت بها. ويتم تحديد هذه القيمة السوقية عن طريق النشرات المالية لبورصة الأوراق المالية (بورصة التداول)، هذه القيمة تكون قابلة للارتفاع أو الانخفاض وبالتالي فهي قد تعود على حاملها بالربح المجزي في حال ارتفاع قيمتها السوقية عن قيمتها الإسمية، كما قد تحمله خسائر مالية في حال ما انخفضت قيمتها السوقية عن قيمتها الإسمية. وتعرف الأوراق المالية أيضا بأنها قيم منقولة تصدر من قبل أشخاص معنويين عموميين كانوا (كالدولة والسلطات الولائية أو المحلية)، أو شركات أعمال ومشاريع خاصة، وينتج عنه دين على عاتق الجهة المصدرة أو المشاركة في الملكية من قبل المشتريين لهذه الأوراق.

تعتبر الأوراق المالية السلعة الأساسية المتداولة في أسواق رأس المال، فهي تشكل محور وموضوع التعامل والصفقات في هذا السوق.

ويمكن تصنيف الأوراق المالية إلى:

- أوراق مالية تمثل ملكية (كالأسهم العادية والأسهم الممتازة).
- أوراق تمثل مديونية مثل السندات.
- أوراق مالية هجينة تجمع بين خصائص الأسهم والسندات.
- أوراق متداولة في أسواق العمليات الآجلة كالخيارات والمسقبلات وعقود المشتقات.

أ- الأسهم

1- تعريف الأسهم

تعرف الأسهم بأنها صكوك متساوية القيمة، قابلة للتداول، وتعتبر عن مستند يثبت ملكية حامله لجزء من رأسمال شركة المساهمة التي أصدرته، حيث يقسم رأسمال الشركة عند تأسيسها إلى أجزاء متساوية، يمثل كل جزء منها سهما، ويمثل هذا السهم بصك يثبت ملكية المساهم له.

ويمكن التمييز بين عدة قيم للسهم هي القيمة الإسمية، قيمة الإصدار، القيمة الدفترية، القيمة الحقيقية، القيمة السوقية، القيمة التصفوية.

- القيمة الإسمية: وهي القيمة المدونة على قسيمة كل سهم عند إنشاء الشركة، بحيث يشكل مجموع هذه القيم رأسمال الشركة عند إنشائها.

- قيمة الإصدار: وهي القيمة التي يصدر بها السهم، سواء عند تأسيس الشركة أو عند زيادة رأسمالها، وغالبا ما تكون مساوية للقيمة الإسمية، وقد تكون أكبر منها أحيانا.

- القيمة الدفترية: وهي القيمة المسجلة في دفاتر الشركة المصدرة.

- القيمة التصفوية: وهي نصيب السهم من قيمة موجودات الشركة عند تصفيته، بعد سداد حقوق الدائنين.

- القيمة الحقيقية: وهي المقدار الذي يستحقه السهم من إجمالي الموجودات الصافية للشركة (وتشمل رأس المال المدفوع + موجودات الشركة وأرباحها) بعد إعادة تقييمها

بالأسعار الجارية، بعد استبعاد ديونها (إلتزاماتها)، مقسوما على عدد الأسهم المصدرة، وقد

تختلف هذه القيمة عن القيمة الإسمية للسهم زيادة أو نقصانا، وذلك حسب نتائج أعمال الشركة (أرباح أو خسائر).

- القيمة السوقية: وهي القيمة التي يباع بها السهم في البورصة، وغالبا ما تتحدد وفقا لقوى العرض والطلب في سوق الأوراق المالية، وبدوره، يتأثر العرض والطلب على السهم باعتبارات كثيرة أبرزها الأرباح المحققة والمتوقعة، التوزيعات، تقدير الخطر الخاص بالشركة، طبيعة نشاط الشركة، الظروف الاقتصادية والسياسية الوطنية والعالمية، الكمية المعروضة من السهم، حجم الطلب والمضاربات على السهم في السوق.

2- خصائص الأسهم

عموما تتميز الأسهم سواء العادية أو الممتازة، بمجموعة من الخصائص يمكن إيجازها على النحو التالي:

2-1- الأسهم قيم متساوية

يقسم رأسمال الشركة المصدرة للسهم إلى أجزاء متساوية القيمة، وتبعا لذلك على ذلك تتساوى حقوق والتزامات المساهمين في الشركة.

2-2- عدم قابلية السهم للتجزئة

لا يقسم السهم عادة إلى أجزاء، وإذا اشترك أكثر من مساهم في السهم الواحد، فيجب اختيار أحدهم كممثل أمام الشركة نيابة عن الجميع.

2-3- قابلية السهم للتداول والتسييل

يمكن تداول الأسهم وتسييلها بمرونة عالية سواء في السوق المنظمة أو خارجها، كما يمكن أن تستخدم في مختلف أوجه التعامل التجاري والمالي كالبيع والشراء، الرهن، الإقراض، الوقف، الوصية، الإرث، الإهداء أو الهبة.

4-2- المسؤولية المحدودة لصاحب السهم

يعتبر حامل السهم مالكا لجزء من أصول الشركة، له حقوق وواجبات قانونية محددة، في حدود الحصة التي يساهم بها أو عدد ما يمتلكه من أسهم، فمثلا يكون الشركاء غير مسؤولين عن ديون الشركة إلا بمقدار الأسهم التي يمتلكها كل منهم، وإذا أفلست الشركة ولم تستطع تسديد ما عليها من ديون، فلا يلتزم الشركاء بسداد ديونها من أموالهم الخاصة.

3- أنواع الأسهم

تقسم الأسهم وفقا لمعايير مختلفة، ويمكن إيجاز هذه الأقسام فيما يلي:¹

1-3- حسب معيار الشكل القانوني

تقسم الأسهم وفقا لهذا المعيار إلى ما يلي:

- أسهم إسمية: تحمل اسم مالكيها، وعند تداولها يجب إثبات اسم المالك الجديد في سجل التنازلات في الشركة والذي يعد خصيصا لهذا الغرض

- أسهم لحاملها: وهي الأسهم التي لا يسجل عليها اسم مالكيها، وإنما يثبت فيها أن السهم لحامله، ويعد حامل السهم هو المالك في نظر الشركة، ويتم تداولها عن طريق عمليات البيع والشراء في سوق الأوراق المالية.

- أسهم إذنية أو لأمر: وهي أسهم يذكر فيها اسم مالكيها، إلى جانب ذكر أنها لإذنه أو لأمره، ويتم تداول هذا النوع من الأسهم بطريقة التظهير، وذلك بأن يدون البائع على ظهر شهادة السهم بأن ملكيتها قد انتقلت للمشتري.

2-3- حسب معيار الحصة المدفوعة

تقسم الأسهم حسب هذا المعيار إلى:

¹ سامر مظهر قنطقي، صناعة التمويل في المصارف والمؤسسات المالية الإسلامية، شعاع للنشر والعلوم، حلب، سوريا، 2010، ص ص: 53-55.

- أسهم نقدية: تكون الحصة المساهم بها في هذه الأسهم في شكل نقدي.
-أسهم عينية: تكون الحصة المساهم بها في هذا النوع من الأسهم عينية، كأن يقدم المساهم أرضاً، عقاراً منقولاً أو حقاً معنوياً، ويجب أن تكون محررة بالكامل عند الإكتتاب.

-أسهم مختلطة: يدفع المساهم في هذا النوع من الأسهم، جزءاً من قيمتها نقداً والباقي عينا.

- أسهم منحة (مجانية): وهي الأسهم التي تصدرها الشركة وتوزعها على المساهمين- بنسبة ما يملكه كل مساهم من أسهم-مقابل قيامها بترحيل جزء من الإحتياجات والأرباح المحتجزة وضمها إلى رأس المال الأصلي.

- حصص التأسيس: هي صكوك بدون قيمة إسمية، قابلة للتداول، ولا تمثل جزءاً من رأسمال الشركة، بل تصدر مقابل بعض الخدمات المقدمة للشركة، وتمنح أصحابها الحق في أرباح محددة ومحتملة، وهذا الحق معلق بوجود أرباح صافية، وليس لحامل حصص التأسيس حق التصويت والمشاركة في إدارة الشركة، كما أن حصص التأسيس قابلة للإلغاء من قبل الشركة، لأن حاملها ليسوا مساهمين فعليين في رأسمال الشركة.

3-3- حسب معيار استهلاكها

وفقاً لهذا المعيار، تقسم الأسهم إلى:

- أسهم رأس المال: ويتميز هذا النوع من الأسهم بعدم استرداد قيمتها من الشركة، طالما أن الشركة قائمة، وهذا هو الأصل بالنسبة لجميع الأسهم، لأن استرداد الأسهم ينتج عنه إنخفاض رأسمال الشركة، وبالتالي إضعاف حقوق دائئها.

- أسهم التمتع: أسهم تمنح للمساهم عوضاً عن أسهمه التي ردت إليه قيمتها الإسمية في أثناء قيام الشركة، وتصدر في بعض الحالات التي تدعو لإصدارها، كأن تكون الشركة مستغلة-وبامتياز من الحكومة- لأحد المرافق العامة مثلاً ولمدة محددة، ثم تصبح موجودات الشركة بعدها ملكاً للدولة، أو كانت ممتلكات الشركة مما يتلف مع مرور الزمن، كشركات المناجم. ولما لك أسهم التمتع حق التصويت في الجمعية العامة، وحق

في الأرباح أقل مما يعطاه مالك أسهم رأس المال، وحق في موجودات الشركة عند التصفية لكن بعد أن يستوفي أصحاب أسهم رأس المال قيمة أسهمهم.

3-4- حسب معيار الحقوق الممنوحة

تصنف الأسهم تبعاً لهذا المعيار إلى:

- الأسهم العادية **Common Stock** : تعطي المساهمين حقوقاً متساوية، ويحصل حاملها على قدر من الربح يتناسب مع حصته في الشركة، ويتحمل الخسارة أيضاً في حدود أسهمه. وتتمثل أهم حقوق حملة الأسهم العادية فيما يلي:

- حق حضور الجمعية العامة للمساهمين، والتصويت على قراراتها، وكذا الحق في الإطلاع على دفاتر الشركة.
- حق الترشح للعضوية في مجلس إدارة الشركة إذا كان يملك الحد الأدنى المطلوب من الأسهم، كما له الحق في انتخاب أعضاء مجلس الإدارة.
- حق الحصول على جزء من أرباح (Dividendes) الشركة في حالة تحققها وإقرار توزيعها، وكذلك الحق في حصة من موجوداتها عند التصفية.
- حق الأولوية في الإكتتاب في الأسهم الجديدة إذا قررت الشركة إصدارها لزيادة رأسمالها.
- حق تحويل ملكية السهم إلى شخص آخر بالبيع أو الهبة.

- الأسهم الممتازة **Preferred Stocks**

يتضمن هذا النوع من الأسهم مجموعة من الامتيازات تمنح لحاملها أكثر من ما هو مقرر لحملة الأسهم العادية، كأولوية في الأرباح الموزعة، الأسبقية في استرجاع أموالهم المستثمرة عند تصفية الشركة، كما لهم الحق في أرباح سنوية محددة بنسبة مئوية من القيمة الإسمية للسهم في حالة تحقيق الأرباح، إضافة إلى أن الأسهم الممتازة تتميز بمجموعة من الخصائص يمكن إيجازها فيما يلي:

- يمثل السهم الممتاز حصة من ملكية الشركة، وبما يعادل قيمته الإسمية فقط.
- الأسهم الممتازة ليس لها تاريخ استحقاق، إلا أنه قد ينص عقد إصدارها على حق الشركة في استدعائها، أي إعادة شرائها من أصحابها بقيمة تتجاوز قيمتها الإسمية، خلال فترة محددة من تاريخ إصدارها.
- يحرم حملة الأسهم الممتازة من حق الترشح، أو المشاركة في إدارة الشركة، كما ليس لهم الحق في التصويت على قرارات الجمعية العامة للشركة، إلا في حالات إستثنائية ينص عليها عقد الإصدار.

ثانيا- السندات

1- تعريف السندات

السند هو وثيقة مديونية، يمثل جزءا من قرض تصدره شركة أو هيئة عامة أو حكومية، وهو قابل للتداول ويتضمن علاقة ذاتية ومديونية تربط بين الجهة المصدرة له (المدين) وصاحب السند (الدائن)، ويتعهد المقترض بأن يسدد لصاحبها قيمتها عند تاريخ الإستحقاق، إلى جانب فائدة دورية ثابتة أو متغيرة ليس لها علاقة بما تحققه الجهة المصدرة من أرباح أو خسائر.

وتتميز السندات عن غيرها من الأوراق المالية بمجموعة من الخصائص التي ترد أدناه:

- يحصل حامل السند على عائد دوري ثابت أو متغير يمثل نسبة مئوية من القيمة الإسمية للسند وبغض النظر عن النتيجة التي تحققها الشركة، ربحا أو خسارة.
- السندات صكوك ذات قيمة متساوية، وإما أن تصدر بقيمة مساوية لقيمتها الإسمية، أو أكبر أو أقل منها، ويأتي أصحابها في المرتبة الأولى قبل حملة الأسهم الممتازة والعادية في استيفاء حقوقهم (الفوائد والقيمة الإسمية للسند عند تاريخ الإستحقاق، أو عند التصفية).
- لا يتدخل صاحب السند في الشؤون الإدارية للشركة، وليس له حق الترشح والانتخاب.

2- أنواع السندات

تصنف السندات إلى عدة أصناف تبعا للمعايير التالية:

1-2- معيار الجهة المصدرة

تنقسم السندات وفقا لهذا المعيار إلى:

- سندات حكومية (Government Bonds): وتمثل صكوك متساوية القيمة تصدرها وتضمها الحكومة، وتكون معدلات فوائدها ثابتة عادة، تطرح للإكتتاب العام وتتداول بالطرق التجارية. وتصدر السندات الحكومية إما لتمويل عمليات التنمية الاقتصادية، أو لمواجهة عجز في الموازنة العامة. وتمتاز هذه السندات بخلوها من المخاطر لضمان الدولة لها، إلى جانب إعفائها من الضرائب.

- سندات خاصة (سندات الشركات): هي سندات تصدرها المؤسسات المالية أو الشركات التجارية والصناعية والخدمية، بهدف تمويل مشاريعها، وتكون بمعدلات فائدة أكبر من تلك الخاصة بالسندات الحكومية، وذلك لارتفاع درجة مخاطرتها.

2-2- معيار تاريخ الوفاء بقيمتها

تصنف السندات وفقا لتاريخ الوفاء بقيمتها إلى:

- السندات ذات تاريخ وفاء محدد: وهي السندات التي ينص عقد إصدارها على التزام مصدرها بالوفاء بقيمتها الإسمية كاملة عند تاريخ الإستحقاق المنصوص عليه في العقد.

السندات التسلسلية: وينص عقد هذا النوع من السندات على إلزامية الوفاء بها وفق جدول زمني يتضمن تواريخ استحقاق متسلسلة حتى تاريخ الإستحقاق النهائي.

- السندات القابلة للإستدعاء (Callable Bonds): ينص عقد إصدار هذا النوع من السندات على حق الجهة المصدرة لها في إعادة شراء كل السندات المصدرة أو جزء منها في أي وقت تراه مناسبا لها، على أن يكون سعر الشراء أكبر من القيمة الإسمية للسند، والفرق يسمى علاوة الإستدعاء Call Premium.

- السندات القابلة للتحويل (Convertible Bonds): هي سندات تعطي لحاملها الحق في تحويلها إلى أوراق مالية أخرى لنفس الشركة (أسهم عادية أو ممتازة أو سندات)، بشروط محددة وفي خلال فترة زمنية معينة مسبقا في عقد الإصدار.

3-2- معيار العائد

تقسم السندات من حيث العائد الذي يحصل عليه حاملها إلى:

- سندات بمعدل فائدة ثابت (Fixed Rate Bonds): وهي السندات الأكثر شيوعا، ولها معدل فائدة ثابتة على القيمة الإسمية للسند مهما كانت نتيجة نشاط الشركة المصدرة.

- سندات بمعدل فائدة متغير (Floating Rate Bonds): يتميز هذا النوع من السندات بمعدلات فائدة متغيرة تبعا لتغيرات معدل الفائدة السوقي، وغالبا ما يعاد النظر في معدل فائدة هذه السندات كل ستة شهور.

- السندات ذات الكوبون الصفري (Zero Coupon Bonds): يتم بيع هذا النوع من السندات بخصم على القيمة الإسمية على أن يسترد صاحبها كامل القيمة الإسمية عند تاريخ الإستحقاق، كما يمكنه بيعها في السوق بالسعر السائد، ويتمثل العائد الذي يحققه المستثمر في الفرق بين ما دفعه لشراء السند وبين قيمته الإسمية أو سعر البيع في حالة بيعه في السوق.

- سندات النصيب: يحصل صاحب هذه السندات إضافة للفائدة الدورية، على جائزة أو مكافأة مالية معينة عند دخول سنده في اليانصيب، وإجراء عملية القرعة.

4-2- معيار الضمان

تبعا لهذا المعيار تقسم السندات إلى :

- السندات المضمونة (Secured or Guaranteed Bonds): وهي السندات التي يتقرر لصاحبها حق أو امتياز معين كأن تكون هذه السندات مضمونة بأصل من أصول

الشركة (عقار، معدات، أوراق مالية)، أو تكون مضمونة من طرف الحكومة أو مؤسسة مالية تضمن الوفاء بقيمة السند وفوائده المستحقة.

- السندات غير المضمونة (السندات العادية): لا تكون هذه السندات مضمونة بأي أصل من أصول الشركة، ولا من أي ضامن آخر، ولكن الضمان الوحيد لحملتها هو سمعة الشركة من حيث قوة مركزها المالي.

ثانيا- المشتقات المالية Financial Derivatives

تعتبر المشتقات المالية واحدة من ابتكارات الهندسة المالية التي نشأت في السنوات الأخيرة بغية تغطية مخاطر الاستثمار في البورصات وزيادة العوائد وتنويع المحفظة الاستثمارية.

وقد تزايد الاهتمام بالمشتقات كإحدى الأدوات الاستثمارية غير التقليدية المبتكرة حديثا

والتي تساهم في عملية التحوط من المخاطر المرتبطة بالاستثمارات المالية وزيادة عوائدها في الوقت الذي تصاعدت فيه تكنولوجيا الاتصالات وتأثيرها على الأسواق المالية وما تبعه من تقلب أسعار الفائدة وأسعار صرف العملات الأجنبية¹.

1- تعريف المشتقات المالية

تعرف المشتقات المالية على أنها عقود تشتق قيمتها من قيمة مرجعية، تمثل قيمة الأصول موضوع العقد، والتي تتنوع ما بين أسهم، سندات، سلع، عملات وغيرها من الأصول الحقيقية والمالية².

وفي تعريف آخر، أشار بنك التسويات الدولية Bank of International Settlements التابع لصندوق النقد الدولي؛ إلى أن المشتقات المالية عبارة عن عقود تتوقف قيمتها

¹ همت عصام الدين السويفي، مشكلات و مخاطر المشتقات المالية و عوامل الحد منها مجلة البحوث المالية والتجارية، المجلد 22، العدد الثالث، جامعة بورسعيد، مصر، 2021، ص: 372.

² سرارمة مريم، دور المشتقات المالية وتقنية التوريق في أزمة 2008 -دراسة تحليلية-، مذكرة ماجستير غير منشورة، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة قسنطينة، 2011/2012، ص: 10.

على أسعار الأصول المالية محل التعاقد، غير أنها لا تتطلب استثمار لأصل المال في هذه الأصول، وكعقد بين طرفين على تبادل المدفوعات على أساس الأسعار أو العوائد، وبناء على ذلك يصبح انتقال ملكية الأصل محل التعاقد والتدفقات النقدية المترتبة على ذلك أمراً غير ضرورياً¹.

ومن جهة أخرى، عرفت المجموعة الاستشارية للنظم المحاسبية القومية national Accounts group (SNA) system ، بصورة أكثر تفصيلاً من خلال اعتبارها أدوات مالية ترتبط بأداة مالية معينة أو مؤشر، أو سلعة، والتي من خلالها يمكن شراء أو بيع المخاطر المالية في الأسواق المالية. أما قيمة الأداة المشتقة فإنها تتوقف على سعر الأصول أو المؤشرات محل التعاقد. وعلى خلاف أدوات الدين فليس هناك ما يتم دفعه مقدماً ليتم استرداده وليس هناك عائد مستحق على الاستثمار. وتستخدم المشتقات المالية لعدد من الأغراض وتشمل إدارة المخاطر، والتحوط من المخاطر، والمراجعة بين الأسواق، والمضاربة.

وبناء على التعاريف السابقة، يمكن استخلاص العناصر الأساسية في تعريف المشتقات المالية كما يلي:

- هي عقود تتم تسويتها في تاريخ مستقبلي.
 - تعتمد قيمتها (المكاسب أو الخسائر) على الأصل موضوع العقد الذي اشتقت منه.
 - لا تتطلب استثمارات مبدئية أو تتطلب مبلغ مبدئي صغير مقارنة بقيمة العقد.
 - يمكن أن تنتهي بتسوية نقدية دون انتقال ملكية الأصل.
- ويتضمن العقد:

- تحديد سعر تنفيذ في المستقبل.
- تحديد الكمية التي يطبق عليها السعر.

¹ BIS, Issues of measurement related to market size and macro prudential risks in derivatives markets Basle Feb. 1995, p: 05.

- تحديد الزمن الذي يسري فيه العقد.
- تحديد الشيء محل العقد (سعر فائدة، سعر ورقة مالية، سعر سلعة، سعر صرف، عملة).

2- أنواع المشتقات المالية

يوجد أربعة أنواع للمشتقات المالية هي العقود الآجلة، العقود المستقبلية، عقود الخيارات، عقود المقايضات أو المبادلات.

1-2- العقود الآجلة Forward Contracts

تعرف بأنها عقود بين طرفين لبيع أو شراء أصل معين بسعر محدد وبتاريخ معين في المستقبل، لتجنب مخاطر تقلبات الأسعار، وهذه العقود تخضع شروطها للتفاوض بين البائع والمشتري، وبعد إبرام العقد يكون كلا الطرفين يكون ملزماً بالعقد قانونياً بغض النظر عن قيمة الأصل عند وقت التسليم . ومن بعد إتمام التفاوض بخصوص الشروط والأحكام يكون العقد ملزماً مع إيجاد شرط جزائي عند تراجع أحد الطرفين عن التنفيذ¹.

بدأ التعامل بالعقود الآجلة في مجال المنتجات الزراعية أولاً والتي تتعرض أسعارها لتقلبات

شديدة وتنعكس على المنتجين والصناعيين الذين يحتاجون هذه المواد للتصنيع ولتخفيف خطر هذه التقلبات؛ نشأت فكرة هذه العقود والتي كان هدفها في البداية تحديد أسعار المنتجات الزراعية المستقبلية لحماية المزارعين والصناعيين من الخسارة التي تنتج عن تقلبات الأسعار، وبعد ذلك دخل المضاربون إلى هذه الأسواق لاستغلال تقلبات الأسعار وتحقيق الأرباح. وبناءً على ذلك يكمن الدور الاقتصادي للأسواق العقود الآجلة في نقل أخطار تقلبات الأسعار من جانب المزارعين والصناعيين إلى جانب المضاربين الذين لديهم استعداد لتحمل هذه المخاطر بغرض تحقيق الأرباح. ومما سبق يمكن استنتاج خصائص العقود الآجلة كما يلي:

¹ Andrew M. Chisholm, Derivatives demystified : a step-by-step guide to forwards, futures, swaps and options , John Wiley & Sons, United Kingdom ,Ltd ,2nd ed. 2010, p: 2.

- عقد بين طرفين يحتمل حصول أي منهم على مكاسب أو خسائر.
- تعرض أطراف العقد الآجل لمخاطر الائتمان والتي تنتج عن عدم قدرة أحد الأطراف على الوفاء بالتزاماته.
- تمتاز العقود الآجلة بمرونة في التفاوض على أي شرط من شروطها بما يتفق مع مصلحة طرفي العقد.

2-2- العقود المستقبلية Futures Contracts

تعرف بأنها عقود نمطية (جميعاً لشروط عدا السعر، والكمية ليست محلاً للتفاوض).

تكون علاقة المتعاقدين فيها غير مباشرة حيث يتوسط بينهم أحد بيوت التسوية لضمان حقوق كل منهما، ويتم تداولها في سوق ثانوي ويمكن لأي طرف تسوية مركزه المالي في أي وقت، يستخدم هذا النوع من المشتقات لمواجهة مخاطر التدفقات النقدية وتحقيق الأرباح من جراء ذلك¹.

وتنقسم العقود المستقبلية إلى الأنواع التالية:²

- عقود معدلات الفائدة، وهي عقود يتم التعامل فيها على أساس معدل الفائدة على الودائع، السندات القروض. وقد استخدمت هذه العقود بسبب التقلبات التي تحدث لأسعار الفائدة على الأصول المالية.

- عقود أسعار الصرف، وهي عبارة عن عقديتم بين طرفين لشراء وبيع عملة معينة، وفي تاريخ محدد، يكون متفقا عليه بين الطرفين في تاريخ العقد. والغرض من هذا العقد هو التحوط من التقلبات الشديدة في أسعار صرف العملات في المستقبل.

¹ عبد الجبار الكبيسي، مدى ملائمة بيانات القوائم المالية للمصارف الأردنية لمتطلبات معيار المحاسبة الدولية 39 من وجهة نظر المحاسب ومدقق الحسابات، مجلة كلية التجارة للبحوث العلمية، العدد 2، مجلد 46، جامعة الإسكندرية، مصر، 2009، ص: 12.

² همت عصام الدين السويفي، مرجع سابق، ص: 373-374.

- عقود مؤشرات الأسهم، وهي عقود لبيع وشراء مؤشرات متنوعة من الأسهم لبيع التي يتم تداولها في سوق الأوراق المالية في تاريخ مستقبلي وبسعر محدد، وتستخدم العقود المستقبلية لمؤشر الأسهم لأغراض التحوط والمضاربة.

- عقود السلع، ويمثل هذا النوع من العقود التزاما من البائع بتسليم المشتري كمية متفقا عليها من سلعة ما (الذهب، النفط، المحاصيل الزراعية) بمواصفات متفق عليها خلال موعد محدد وسعر متفق عليه، يلتزم المشتري بدفعه عند الاستلام.

2-3- عقود الخيارات Options

يعرف عقد الخيار بأنه عقد بين طرفين مشتري ومحرر. ويعطي العقد للمشتري الحق في أن يشتري من أو أن يبيع إلى المحرر عدد من وحدات أصل حقيقي أو مالي، بسعر يتفق عليه لحظة توقيع العقد، على أن يتم التنفيذ في تاريخ لاحق، يطلق عليه تاريخ التنفيذ أو تاريخ انتهاء الصلاحية. وللمشتري الحق في عدم تنفيذ العقد، إذا كان التنفيذ في غير صالحه، وذلك في مقابل تعويض يدفعه للمحرر يطلق عليه مكافأة أو علاوة، هذه المكافأة تدفع عند التعاقد، وغير قابلة للرد وليست جزء من قيمة الصفقة، أي أنه مبلغ يدفعه المشتري في مقابل حق الخيار في تنفيذ أو عدم تنفيذ العقد. وحيث أن المشتري يحصل على هذا الحق منذ لحظة توقيع العقد، فإنه يخسر المكافأة في ذات اللحظة¹.

ويمكن تلخيص مكونات عقود الخيارات في الجدول الموالي:

الجدول رقم (05): مكونات عقود الخيار

1- مشتري أو حامل عقد الخيار	هو الطرف الذي يستفيد من الحق الذي يتيح له العقد بشراء الأصل إذا كان الخيار للشراء، أو بيع الأصل إذا كان الخيار للبيع.
2- بائع أو محرر عقد الخيار	هو الطرف الذي يقع عليه الالتزام بتنفيذ العملية موضوع العقد-شراء أو بيع الأصل موضوع العقد-في حالة طلب المشتري تنفيذ للعقد.

¹ منير إبراهيم هندي، إدارة المخاطر -عقود الخيارات-، منشأة المعارف، الإسكندرية، مصر، 2007، ص: 5-6.

3- سعر الممارسة أو التنفيذ	وهو السعر المحدد سلفا لتنفيذ عقد الخيار أي سعر الشراء أو البيع قبل تاريخ الاستحقاق.
4- العلاوة أو المكافأة	هو ما يدفعه المشتري لحق الخيار للبائع مقابل الشراء، وغالبا ما تحدد بنسبة مئوية من مبلغ العقد أو وفقا لدرجة تذبذب العملة أو الورقة المالية موضوع العقد.
5- السعر السوقي	هو سعر الأصل موضوع العقد في السوق في تاريخ تنفيذ العقد أو في آخريوم في فترة العقد
6- سعر التنفيذ	هو التاريخ الذي يقوم فيه مشتري العقد بتنفيذ الاتفاق
7- تاريخ الانتهاء	وهو آخريوم متفق عليه لصلاحية تنفيذ العقد.

المصدر: محمد عبد المنعم جودة حزين، دور المشتقات المالية في إدارة مخاطر سعر الفائدة وسعر الصرف في البنوك التجارية المصرية-دراسة تطبيقية، مجلة الدراسات المالية والتجارية، العدد الثالث، كلية التجارة جامعة القاهرة، 2003، ص: 253.

وتنقسم عقود الخيار غالبا إلى الأقسام الرئيسية التالية:

- خيار الشراء، وهو عبارة عن عقد بين طرفين، محررالخيار(البائع) ومشتري الخيار، وبموجبه يمنح المحرر للمشتري الحق في الاختيار بين أن يشتري عدد معين من أصل معين أو لا يشتري.
- خيار البيع، وهو عبارة عن عقد بين طرفين، محررالخيار(البائع) ومشتري الخيار. وبموجبه يمنح المحرر للمشتري الحق في أن يبيع عدد معين من أصل معين أو لا يبيع.
- الضمانات، وهي عبارة عن عقود خيار شراء، تصدر بواسطة الشركة على أسهمها. وغالبا ما تكون فتراتها طويلة بالمقارنة مع عقود خيار الشراء. ويمكن توضيح الحالات التي يكون فيها الخيار مربحا أو غير مربحا أو متكافئا فيما يلي:

الجدول رقم (06): حالات عقود الخيارات

عقود خيار البيع	عقود خيار الشراء	
سعر السوق > سعر التنفيذ	سعر السوق < سعر التنفيذ	الخيار المربح
سعر السوق < سعر التنفيذ	سعر السوق > سعر التنفيذ	الخيار غير المربح
سعر السوق = سعر التنفيذ	سعر السوق = سعر التنفيذ	الخيار المتكافئ

المصدر: عاطف فرحة، إدارة المشتقات المالية، منشورات كلية الاقتصاد، جامعة دمشق، سوريا، 2010، ص: 17.

5-2- عقود المبادلات Swap contracts

عقد المبادلة هو اتفاق تعاقدى يتم بواسطة وسيط بين طرفين أو أكثر لتبادل الالتزامات أو الحقوق. ويتعهد الطرفان بموجبه إما على مقايضة الدفعات التي تترتب على التزامات كان قد قطعها كل منهما للطرف الآخر وذلك دون إخلال بالتزام أي منهما تجاه الطرف الثالث غير المشمول بالعقد. أو بمقايضة المقبوضات التي تترتب لكل منهما على أصول يملكها وذلك دون إخلال بحق كل منهما لتلك الأصول¹.

وتجدر الإشارة إلى أن عقد المبادلة ملزم لطرفي العقد على خلاف ما هو معروف عن عقود الخيار، ولا تتم تسوية الأرباح والخسائر بشكل يومي كما في العقود المستقبلية، كما

لا تتم تسوية هذا العقد لمرة واحدة كما هو الحال في العقود الآجلة.

ويمكن الإشارة إلى عدة أنواع لعقود المبادلة، كما يرد أدناه:²

- عقود مبادلة أسعار الفائدة الثابتة بالمتغيرة: وهو النوع الأكثر انتشاراً، وفيه يوافق أحد الأطراف الداخل في المبادلة على أن يدفع سلسلة معدلات الفائدة الثابتة، وفي نفس الوقت يتسلم سلسلة من التدفقات النقدية التي تعتمد على معدلات الفائدة

¹ عاطف فرحة، إدارة المشتقات المالية، منشورات كلية الاقتصاد، جامعة دمشق، سوريا، 2010، ص: 22.

² المرجع نفسه، ص: 23-24.

العائمة ، ويتحدد هذا المعدل في كثير من الأحيان وفقا لمعدل الفائدة للتعاملات بين المصارف في لندن London Inter- Bank Offering Rate LIBOR

وتغطي اتفاقية المبادلة فترة معينة تحدد لسداد الفوائد والتي تمثل مضمون عقد المبادلة. ويتحدد مقدار المدفوعات الدورية على أساس مبلغ وهي أو اعتباري وهذا الأصل

الوهمي يمثل كمية نظرية أو اسمية تستخدم كمقياس لتحديد مقدار التدفقات النقدية التي تسدد وفقا لاتفاقية المبادلة. وتتم التسوية لعقود المبادلة على أساس دوري متفق عليه (كل ثلاثة أشهر، كل ستة أشهر). ولا تتم بصفة يومية لذلك تسمى الأرباح والخسائر المتولدة عن عقد المبادلة بالأرباح والخسائر الورقية.

- عقود مبادلة العملات Currency Swaps

تتمثل عملية المبادلة بين عملتين معينتين، في شراء أحدهما ولتكن العملة (س) وبيع الأخرى ولتكن العملة (ص) على أساس السعر الفوري لكل منهما، وفي الوقت نفسه إعادة بيع الأولى وشراء الثانية بموجب سعر المبادلة (الأجل) والذي يتم تحديده وفق الفرق القائم بين أسعار الفائدة السائدة على الإيداع والإقراض بالنسبة لكل من العملتين. ومعظم عقود المقايضة الكبيرة تنشأ بين البنوك، فمثلا إذا كان لدينا بنكين أحدهما أ لديه فائضا من الدولار في حين عليه أن يسدد التزامات استحققت عليه بالجنيه الإسترليني، في حين أن بنكا آخر ب لديه فائضا من الجنيه الإسترليني وعليه التزامات استحققت بالدولار. في مثل هذه الحالة فإنه من مصلحة كلا البنكين الدخول في عقد مقايضة للعملتين الدولار والجنيه الإسترليني. إذ بالإضافة إلى ميزة تخفيض تكلفة التمويل لكل منهما يحقق عقد المقايضة للطرفين ميزة التحوط من مخاطر تقلب أسعار الصرف.

خاتمة:

الطلبة الأعزاء، أضع بين أيديكم هذه المطبوعة المتضمنة محاضرات مقياس الاقتصاد النقدي وأسواق رأس المال، لتكون عوناً لكم في تحصيل وإدراك المعارف المرتبطة بهذا المقياس.

وقد جاءت مقسمة لقسمين، خصص القسم الأول لمحاضرات الاقتصاد النقدي، وتناولت موضوع النقود ووظائفها وأنواعها، كما عرض موضوع المجمعات النقدية والكتلة النقدية وإصدار النقود وخلق نقود الودائع، وأيضا النظريات المفسرة للطلب على النقود.

وقدم القسم الثاني محاضرات الأسواق المالية، وتم من خلاله استعراض أقسام الأسواق المالية ووظائفها والأدوات المتداولة فيها.

المراجع

- الكتب

- أزهرى الطيب الفكي أحمد، أسواق المال، الطبعة الأولى، دار الجنان للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2017.
- أكرم حداد، مشهور هذلول، النقود والمصارف: مدخل تحليلي ونظري، دار وائل للنشر والتوزيع، الأردن، 2005.
- أحمد زهير شامية، اقتصاديات النقود والمصارف، مديرية الكتب والمطبوعات الجامعية، جامعة حلب، 2000.
- أنس إبراهيم جاموس، النقود الافتراضية - مفهومها، آلية التعامل بها، حكمها، بحث مقدم إلى جامعة الشارقة، 2018.
- أنس البكري، وليد صافي، النقود والبنوك بين النظرية والتطبيق، دار المستقبل، الأردن: عمان، 2001.
- أحمد هني، العملة والنقود، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 1996.
- الطاهر لطرش، الاقتصاد النقدي والبنكي، الطبعة الثانية، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2010.
- أحمد شفيق الشاذلي، قنوات انتقال أثر السياسة النقدية إلى الاقتصاد الحقيقي، منشورات صندوق النقد العربي، أبوظبي، الإمارات العربية المتحدة، 2017.
- أحمد رمضان نعمة الله وآخرون، النظرية الاقتصادية الكلية، كلية التجارة، جامعة عين شمس، الاسكندرية، مصر، 2000.
- أحمد أبو الفتوح الناقه، نظرية النقود والبنوك، دار شباب الجامعة، مصر، 1998.
- أحمد عزت غزلان، اقتصاديات النقود والمصارف، دار النهضة العربية، بيروت، لبنان، 2002.
- السيد محمد أحمد السريتي، محمد عزت محمد غزلان، اقتصاديات النقود والبنوك والأسواق المالية، مؤسسة رؤية، مصر، 2010.
- بسام الحجار، الاقتصاد النقدي والمصرفي، دار المنهل اللبناني، لبنان، 2006.

- حيدر حسين آل طعمة، الأسواق المالية: المفهوم، النشأة، الأدوات، مركز الدراسات الاستراتيجية، جامعة كربلاء، العراق، 2014.
- حسين بن هاني، اقتصاديات النقود والبنوك -المبادئ والأساسيات-، مكتبة الكندي للنشر والتوزيع، الأردن: عمان، 2014.
- خالد سعيد البحيصي، محاضرات في النقود والبنوك والأسواق المالية، منشورات الجامعة الإسلامية، غزة، 2018.
- خالد وهيب الراوي، الاستثمار: مفاهيم- تحليل - استراتيجية، دار المسيرة للنشر والتوزيع، عمان، 1999.
- زكرياء الدوري، يسري السامرائي، البنوك المركزية والسياسة النقدية، دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2006.
- سامي السيد، النقود والبنوك والتجارة الدولية، مطبوعات جامعة القاهرة، مصر، 2018.
- سامر مظهر قنطقي، صناعة التمويل في المصارف والمؤسسات المالية الإسلامية، شعاع للنشر والعلوم، حلب، سوريا، 2010.
- سامر بطرس جلدة، النقود والبنوك، دار البداية، الأردن، 2009.
- سمير عبد الحميد رضوان حسن، المشتقات المالية ودورها في إدارة المخاطر ودور الهندسة المالية في صناعة أدواتها، دار النشر للجامعات، مصر.
- طاهر فاضل البياتي، ميرال روجي سمارة، النقود والبنوك والمتغيرات الاقتصادية المعاصرة، دار وائل للنشر، الأردن: عمان، 2013.
- طارق خليل محمد الأعرج، اقتصاديات النقود والبنوك، منشورات الأكاديمية العربية المفتوحة، الدانمارك.
- صالح مفتاح، النقود والسياسة النقدية: المفهوم والأهداف والادوات، دار الفجر للنشر والتوزيع، القاهرة، مصر، 2005.
- صبحي عرب، محاضرات في القانون الجزائري، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 1999.
- ضياء مجيد، الاقتصاد النقدي: المؤسسات النقدية، البنوك التجارية، البنوك المركزي، مؤسسة شباب الجامعة، مصر، 2000.

- عاطف فرحة، إدارة المشتقات المالية، منشورات كلية الاقتصاد، جامعة دمشق، سوريا، 2010.
- عزت قناوي، أساسيات في النقود والبنوك، دار النشر والتوزيع، الفيوم، مصر، 2005.
- عبد الله بن سليمان بن عبد العزيز الباحث، النقود الافتراضية، المجلة العلمية للاقتصاد والتجارة، القاهرة، جامعة عين شمس، العدد 1 يناير، 2017.
- علي كنعان، النقود والصيرفة والسياسة النقدية، دار المنهل اللبناني للطباعة والنشر، لبنان، 2012.
- عباس كاظم الدعبي، السياسة النقدية والمالية وأداء سوق الأوراق المالية، الطبعة الثانية، دار صفاء للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2014.
- عبد المطلب عبد الحميد، اقتصاديات النقود والبنوك: الأساسيات والمستحدثات، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2007.
- عبد الحليم عمار غربي، الوجيز في الاقتصاد النقدي والمصرفي، المنشورات الإلكترونية لمركز أبحاث فقه المعاملات الإسلامية، 2018.
- عبد الكريم أحمد قندوز، الأسواق المالية، سلسلة كتيبات تعريفية صادرة عن صندوق النقد العربي، العدد 21، الإمارات العربية المتحدة، 2021.
- عبد الحسين جليل الغالي، السياسات النقدية في البنوك المركزية، الطبعة الأولى، دار المناهج للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2015.
- عبد القادر البقيرات، القانون التجاري الجزائري: السندات التجارية، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2010.
- وسام ملاك، النقود والسياسات النقدية الداخلية: قضايا نقدية ومالية، دار المنهل اللبناني اللبناني للطباعة والنشر، بيروت، لبنان، 2000.
- منير إبراهيم هندي، إدارة المخاطر - عقود الخيارات-، منشأة المعارف، الإسكندرية، مصر، 2007.
- منير إبراهيم هندي، الأوراق المالية وأسواق رأس المال، منشأة المعارف، الإسكندرية، مصر، 1993.

- منير إبراهيم الهندي، الأسواق الحاضرة والمستقبلية: أسواق الأوراق المالية وأسواق الاستثمار وأسواق العقود المستقبلية، المعهد العربي للدراسات المالية والمصرفية، عمان، 1994.
- محمود حسين الوادي وآخرون، النقود والمصارف، دار المسيرة للنشر والتوزيع، الأردن: عمان، 2010.
- ميراندا زغلول رزق، النقود والبنوك، جامعة بنها، مصر، 2008-2009.
- مبارك بن سليمان آل فواز، الأسواق المالية من منظور إسلامي، جامعة الملك عبد العزيز، المملكة العربية السعودية، 2010.
- محمد أحمد الأفندي، الاقتصاد النقدي والمصرفي، الطبعة الأولى، مركز الكتاب الأكاديمي، عمان، 2018.
- محمد إدريس، السياسة النقدية، منشورات صندوق النقد العربي، أبوظبي، الإمارات العربية المتحدة، 2021.
- نجلاء محمد بكر، اقتصاديات النقود والبنوك، أكاديمية طيبة، مصر، 2000.
- نبيل حشاد، استقلالية البنك المركزي بين التأييد والمعارضة، اتحاد المصارف العربية، بيروت، لبنان، 1994.
- يونس محمود، اقتصاديات النقود والبنوك والأسواق المالية، دار التعليم الجامعي، مصر، 2013.
- محمود محمد الداغر، الأسواق المالية: مؤسسات - أوراق- بورصات، دار الشروق للنشر والتوزيع، عمان، 2005.

المذكرات

- سرارمة مريم، دور المشتقات المالية وتقنية التوريق في أزمة 2008 –دراسة تحليلية- ، أطروحة دكتوراه غير منشورة، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة قسنطينة، 2011/2012.

المجلات

- همت عصام الدين السويفي، مشكلات و مخاطر المشتقات المالية و عوامل الحد منها مجلة البحوث المالية والتجارية، المجلد 22، العدد الثالث، جامعة بورسعيد، مصر، 2021.

- عبد الجبار الكبيسي، مدى ملائمة بيانات القوائم المالية للمصارف الأردنية لمتطلبات معيار المحاسبة الدولية 39 من وجهة نظر المحاسب ومدقق الحسابات، مجلة كلية التجارة للبحوث العلمية ، العدد 2 ، مجلد 46 ، جامعة الإسكندرية، مصر، 2009.
- عمي سعيد حمزة، بوهريرة عباس، أثر التغيرات في المجمعات النقدية على المتغيرات الاقتصادية الكلية -دراسة حالة الجزائر 1990-2015، مجلة الواحات للبحوث والدراسات، المجلد 10 العدد 2(2017).

المؤتمرات

- ديب قاسم شندي، الأسواق المالية وأثرها في التنمية الاقتصادية، مؤتمر كلية بغداد للعلوم الاقتصادية الجامعة، 2013.