

وزارة التعليم العالي والبحث العلمي

جامعة ابن خلدون - تيارت

كلية العلوم الاقتصادية، التجارية وعلوم التسيير

قسم: العلوم المالية والمحاسبة



مطبوعة موجهة للسنة الثانية ليسانس

في مقياس:

اقتصاد نقدي وأسواق رأس المال

من إعداد: الأستاذ صافة محمد

السنة الجامعية: 2022-2023

## توطئة

تهدف هذه المطبوعة إلى تمكين الطالب من التعرف على مختلف المفاهيم المتعلقة بالنقود، ووظائفها وأنظمتها التي عرفها الاقتصاد النقدي في مراحلها المختلفة، بالإضافة إلى مداخل عامة حول الأسواق المالية وأنواعها وأدواتها، وكذا التعرف على بعض الجوانب من الأسواق المالية الدولية كسوق الأورو-عملة والساحات المالية الدولية. وحسب عروض التكوين المطبقة على مستوى كلية العلوم الاقتصادية، التجارية وعلوم التسيير بجامعة تيارت، فمقياس الاقتصاد النقدي وأسواق رأس المال يتكون من جزئيين، الجزء الأول يتعلق بالاقتصاد النقدي، والجزء الثاني يتعلق بأسواق رأس المال.

بالنسبة للجزء الأول فيتم التمييز فيه بين الاقتصاد الحقيقي والاقتصاد النقدي وتوضيح العلاقة التي تربطهما، ليتم بعد ذلك التعرف على مفهوم النقود وخصائصها، ومختلف الأشكال التي عرفت عبر التاريخ النقدي، ووظائف النقود وتطور أنظمتها النقدية، وكذلك التعرف على مختلف المجاميع النقدية وكيفية حسابها، وفي الأخير التعرف على مختلف النظريات المفسرة للنقود، والسياسات النقدية.

أما الجزء الثاني ، فنتطرق فيه إلى السوق النقدي ومختلف تصنيفاته والمتدخلون فيه، وهيئاته وأدواره، وكذلك التعرف على السوق المالي ومختلف تصنيفاته، وعقود الخيار والمبادلات، لنتطرق بعد ذلك الى مختلف العقود الآجلة وعقود المستقبلات والتفرقة بينهما، وكذلك عقود الخيارات والمبادلات، وفي الأخير يتم التعرف على أسواق الأورو-عملة وأهميتها، وأنواعها، بالإضافة إلى الساحات المالية الدولية وأنواعها وأهميتها، وشروط قيامها، مع الاقتصار على بعض البورصات المالية مثل بورصة نيويورك، بورصة لندن، بورصة طوكيو، بورصة دبي، بورصة بيروت.

# فهرس المحتويات

## فهرس المحتويات

7	مقدمة:
	الجزء الأول: الاقتصاد النقدي
10	المحور الأول: مقدمة حول الاقتصاد الحقيقي والاقتصاد النقدي
10	أولاً: الاقتصاد الحقيقي
10	ثانياً: الاقتصاد النقدي
11	المحور الثاني: النقود: مفهوم، أشكال، وظائف، تطورات.
11	أولاً: مفهوم النقود وخصائصها
14	ثانياً: أشكال النقود
25	ثالثاً: وظائف النقود
29	المحور الثالث: المجاميع والإحصاءات النقدية ( MONETARY AGGREGATES )
29	أولاً: تعريف المجمعات النقدية
29	ثانياً: معايير تعريف المجمعات النقدية
30	ثالثاً: تبويب العناصر المكونة للكتلة النقدية
33	المحور الرابع: الأنظمة النقدية (نظام المعدن، الصرف بالذهب، نظام سعر الصرف المعوم):
33	أولاً: النظام النقدي: مفهومه، خصائصه وأركانه
35	ثانياً: الأنظمة النقدية
45	المحور الخامس: النظريات والسياسات النقدية
45	أولاً: النظريات النقدية
67	ثانياً: السياسات النقدية
82	المحور السادس: الوساطة المالية
82	أولاً: تعريف الوساطة المالية وأهمتها:
84	ثانياً: وظائف الوساطة المالية ومؤسساتها
89	المحور السابع: جهاز المصرفي الجزائري
89	أولاً: مرحلة انشاء جهاز مصرفي
91	ثانياً: مرحلة إعادة هيكلة المؤسسات المصرفية والإصلاحات المصرفية
93	ثالثاً: قانون النقد والقرض 90-10 وتعديلاته
97	الجزء الثاني: أسواق رأس المال

98	<b>المحور الثامن : السوق المالي</b>
98	أولاً: تعريف السوق المالي وأهميته:
100	ثانياً: وظائف السوق المالي وأنواعه:
107	<b>المحور التاسع: السوق النقدي</b>
107	أولاً: السوق النقدي: تعريفه-أهميته-مزياءه
108	ثانياً: هيكل السوق النقدي وشروط قيامه
111	ثالثاً: المتعاملون في السوق النقدي وأدواته:
116	<b>المحور العاشر: الأسواق الآجلة (المستقبليات-الخيارات-المبادلات)</b>
116	أولاً: نشأة وتعريف المشتقات المالية
117	ثانياً: أنواع الأوراق المالية المتداولة في السوق الآجلة:
129	<b>المحور الحادي عشر: سوق رؤوس الأموال الدولي (الأورو-عملة)</b>
129	أولاً: تعريف سوق رؤوس الأموال الدولي:
130	ثانياً: سوق الأورو – عملة
134	<b>المحور الثاني عشر: الساحات المالية الدولية</b>
134	أولاً: تعريف الساحات المالية الدولية وأنواعها
136	ثانياً: خصائص الساحات المالية الدولية ووظائفها:
138	رابعاً: شروط قيام الساحات المالية الدولية والجوانب الإيجابية والسلبية لها
141	خامساً: أهم المراكز المالية الدولية
148	<b>قائمة المراجع والمصادر</b>

# مقدمة

## مقدمة:

تسعى بلدان عالم اليوم على خلاف أنظمتها إلى البحث عن مختلف السبل التي من شأنها تحقيق الاستقرار الاقتصادي والنقدي بصفة خاصة، ولعل مجموعة البلدان النامية لاقت هي الأخرى كثيرا من الاختلالات على المستوى النقدي مما أثر سلبا على مختلف الموازين الداخلية والخارجية لها. وعليه تعتبر النقود من أهم المتغيرات المؤثرة على النشاط الاقتصادي، فهي من جهة تمثل أداة لتسوية المبادلات، وأداة مهمة لتعبئة الادخار، وتسوية المدفوعات الآجلة، كما يمكن القول أن حركيتها تنتقل وتنعكس بصورة مباشرة أو غير مباشرة على مختلف المتغيرات الاقتصادية الكلية، مثل الناتج المحلي الإجمالي والحقيقي ومعدلات النمو الاقتصادي، ومن جهة أخرى فهي بمثابة القاعدة الأساسية التي يتشكل من خلالها العرض والطلب على النقود.

وبالنظر إلى تاريخ النقود، نجد أن هذه الأخيرة قد حظيت باهتمام كبير من طرف مختلف المفكرين والباحثين الاقتصاديين الذين ساهموا من خلال تحاليلهم، في تبيان الدور ومكانة النقود كمتغير أساسي في تحقيق الأهداف الاقتصادية الكلية المرجوة للبلد، والمتمثلة أساسا في رفع معدل النمو الاقتصادي، تحقيق الاستقرار في مستوى الأسعار، توسيع دائرة التشغيل، المساهمة في تحقيق التوازن للمدفوعات الأجنبية، وقد تجسدت هذه الدراسات والأبحاث في مختلف النظريات النقدية، وفي مقدمتها النظرية الكمية للنقود التي اعتبرت في البداية أن النقود ليس لها من وظيفة تؤديها سوى كونها وسيط للمبادلة، وهذا ما فسره الاقتصادي "فيشر" من خلال معادلته للتبادل التي تؤكد أن كل زيادة في كمية النقود تترجم تلقائيا إلى الزيادة في الأسعار بنفس النسبة خلال فترة زمنية معينة، طالما سرعة دوران النقود وحجم المعاملات ثابتتان والعكس صحيح.

ومن جهة ثانية نجد الاقتصادي ألفرد مارشال الذي اهتم كثيرا بمفهوم الاحتفاظ بالنقود في شكلها السائل، والتي لا تدر عائد ولكنها تضمن تسوية بعض المدفوعات الآجلة، وقد طور وفسر أفكاره من خلال نظرية الأرصد النقدية الحاضرة، ولكن مع أزمة 1929 فقد ثبت أن زيادة كمية النقود لم تؤدي كما كان متوقعا إلى زيادة الاستهلاك، ومن ثم زيادة الطلب مما يؤدي إلى زيادة الأسعار كما كان يرى فيشر، وإنما حدث العكس فقد احتفظ الأفراد بالنقود بدل التخلي عنها ظنا منهم أن الأسعار سوف تنخفض في المستقبل، وهذا ما أكسب النقود وظيفة ثانية المتمثلة في كونها أداة للاختزان، وبذلك ظهرت أفكار الاقتصادي كينز الذي اهتم بالطلب على النقود، حيث يرى أن النقود تطلب نتيجة ثلاث أسباب أو دوافع والمتمثلة في دافع المعاملات، دافع الاحتياط ودافع المضاربة، والتوازن في السوق النقدي، حسب كينز يتحقق بتساوي الطلب مع العرض على النقود، بالإضافة إلى ما سبق فقد ساهم كينز في تحليل وتفسير مفهوم فخ أو مصيدة السيولة، وفعالية السياسات النقدية والمالية في معالجة الأزمات الاقتصادية.

وتطورت الأحداث فيما بعد لتظهر نظريات أخرى لتفسير النقود أطلق عليها بالنظرية الكينزية الجديدة وهي في

الأساس مشتقة من التحليل الكينزي، حيث أنها كانت تفسر الأحداث الاقتصادية بما يتوافق ويتقارب مع الواقع الاقتصادي، فمثلا كينز عند تفسيره للطلب على النقود بدافع المضاربة يعتقد أن الأفراد يحتفظون بثروتهم إما في جمع النقود أو جمع السندات، ومن الناحية الواقعية فهذا غير صحيح كون الأفراد يحتفظون بثروتهم في شكل مزيج من المال والسندات، وهذا ما أشار إليه جمس توبين وأمثاله من خلال مفهوم المحفظة المالية.

ولكن بالرغم من أن هذه النظريات استطاعت إلى حد كبير تفسير الظواهر الاقتصادية من الناحية الواقعية إلا أنها عجزت عن تحليل وتفسير بعض الظواهر الاقتصادية، كتعايش التضخم مع الكساد خلال الحرب العالمية الثانية، وهذا ما جعل مجموعة من العلماء الاقتصاديين وفي مقدمتهم ميلتون فريدمان يفكرون في إعادة تصحيح النظرية الكمية للنقود، وإجراء بعض التعديلات عليها، حتى أصبحت تعرف بالنظرية الكمية للنقود المعاصرة، حيث ترى هذه الأخيرة أن الطلب على النقود يتوقف على محدوداته لا على دوافعه التي أشار إليها كينز، وتتمثل هذه المحددات في الثروة، والأسعار، والعوائد من الأشكال الأخرى البديلة للاحتفاظ بالثروة في صورة سيولة، والأذواق. بالإضافة إلى ما سبق، فالنقود أصبحت في الوقت الحالي تشكل محورا مهما وأساسيا في الأسواق المالية، هذه الأخيرة التي تصنف إلى سوقين، سوق أولي لإصدار الأوراق المالية، وسوق ثانوي لتداول الأوراق المالية، حيث ساهمت الهندسة المالية في ابتكار العديد من المنتجات المالية كان أبرزها المشتقات المالية المتمثلة أساسا في العقود الآجلة، والعقود المستقبلية والخيارات والمبادلات، كما شهد العصر الحالي تطورا ملحوظا في الأسواق المالية ولعل تكنولوجيا المعلومات والاتصال كان لها دورا فعالاً في تسهيل وتطوير عمليات التبادل على المستوى المحلي والدولي، وكان من نتيجة ذلك ظهور ما يسمى بالساحات المالية الدولية.



## الجزء الأول: اقتصاد نقدي

## المحور الأول: مقدمة حول الاقتصاد الحقيقي والاقتصاد النقدي

لقد كان الاعتقاد السائد لدى الكلاسيك بأن النقود مجرد وسيلة للتبادل، أي أنها بمثابة عربة لنقل البضائع، تترجم من خلالها التيارات النقدية إلى تيارات مادية أي سلع وخدمات، ولكن مع أزمة 1929 وظهر مختلف النظريات الاقتصادية المفسرة للنقود أصبح للنقود عدة وظائف علاوة عن وظيفتها التقليدية المتمثلة في انها وسيط للمبادلة، فهي أداة للادخار واختزان للثروة وأداة لتسوية المدفوعات الآجلة، وهذا ما جعل المفكرين الاقتصاديين يفرقون بين الاقتصاد الحقيقي (العيني) وبين الاقتصاد النقدي (المالي).

### أولاً: الاقتصاد الحقيقي

يرتبط مفهوم الاقتصاد الحقيقي بمختلف الأنشطة الاقتصادية، التي من شأنها المساهمة في إنتاج السلع والخدمات أو شرائها، وتدفعاتها داخل الاقتصاد، أو بصيغة أخرى هو عبارة عن النشاط الذي من خلاله يتم توفير مختلف السلع والخدمات اللازمة لإشباع حاجيات المجتمع، ويتحقق ذلك من خلال مختلف الوظائف الاقتصادية كالإنتاج، الاستهلاك، التوزيع.

لكن مع تطور المجتمعات، وزيادة عدد السكان بات من الضروري البحث عن آلية تساعد في تحقيق التبادل بين الوحدات التي لديها فائض في الانتاج الحقيقي، وبين الوحدات التي تعاني نقص في الانتاج الحقيقي، بالإضافة إلى أن عملية الانتاج أو التوزيع أو الاستهلاك تتطلب هي أخرى تمويلاً لذلك، وقد تمثلت هذه الآلية في مفهوم النقود وعليه نتساءل عن مفهوم الاقتصاد النقدي.

### ثانياً: الاقتصاد النقدي

الاقتصاد المالي هو أحد فروع الاقتصاد، يرتبط مفهومه عادة بالأنشطة النقدية، حيث اهتم في بداية ظهوره بعمليات المبادلات، ومع تطور العلاقات الاقتصادية، وتنوع نظم الإنتاج، واتساع دائرة التسويق، والتطور الهائل في تكنولوجيا الاتصال والاعلام، لم تعد النقود كافية لتحقيق أنشطة الاقتصاد المالي، وبات من الضروري البحث عن أدوات مالية أخرى أكثر ديناميكية واستجابة للتطورات الراهنة، والتي تمثلت أساساً في الأسهم والسندات ومختلف الأوراق التجارية التي ساهمت الى حد كبير في تطوير الأسواق المالية ونموها.

وفي هذا المجال وبغية تحقيق التوازن بين الاقتصاد الحقيقي والنقدي، ينبغي أن تترجم كل حركة في السلع والخدمات إلى حركة نقدية.

## المحور الثاني: النقود: مفهومها، أشكالها، وظائفها.

في المجتمعات القديمة كانت القبيلة تتكون من مجموعة من الأفراد يعيشون حياة بسيطة ومحدودة، وبالتالي كانوا يعتمدون على أنفسهم في تلبية حاجياتهم البسيطة والمحدودة من خلال القيام بعملية الإنتاج، وهذا ما جعل عملية التبادل في مثل هذه المجتمعات منعدمة، ومع تطور المجتمعات وتزايد عدد السكان، وتنوع وسائل الانتاج والحاجيات لدى المجتمع أصبح الافراد عاجزين على تلبية حاجياتهم بأنفسهم، وتزامنا مع ظهور مفهوم التخصص في الإنتاج ، أدرك المجتمع ضرورة الاستفادة من فائض الإنتاج، حيث تتواجد وحدات لديها فائض من السلع معينة وتعاني من عجز في انتاج سلع أخرى هي في حاجة إليها، في حين توجد وحدات أخرى لديها فائض منها، كما أنها تعاني من عجز في انتاج السلع الأخرى، وهذا ما جعل المجتمع يقوم بعملية تبادل السلع ما بين الأفراد وهو ما أطلق عليه بالمقايضة، لكن نظام المقايضة رغم ما حققه من مزايا في تحقيق وتوسيع عملية التبادل إلا انه ينطوي على كثير من العيوب من أهمها صعوبة نقل البضائع وتجزئتها وتعدد نسب التبادل ، ومن أجل التغلب على هذه العيوب، ونتيجة لتطور المجتمعات واتساع دائرة الإنتاج والتخصص وتقسيم العمل، أصبح من الضروري إيجاد آلية تصلح لأن تكون مقياسا حقيقيا للقيمة وأداة صالحة للاختزان وتسوية المدفوعات العاجلة والآجلة، والتي عرفت فيما بعد بالنقود .

### أولا: مفهوم النقود وخصائصها

في هذا الإطار نقدم مجموعة من التعاريف للنقود والتي على أساسها يتم استنتاج تعريف شامل للنقود، الذي نستخلص من خلاله مجموعة من الخصائص للنقود.

#### 1- مفهوم النقود:

اختلفت وتعددت تعريف النقود باختلاف المفكرين والعلماء الاقتصاديين في آراءهم وباختلاف الظروف القائمة والأزمنة المتواجدين فيها، فالتعريف الذي نادى به مفكرو القرن العشرين أمثال فيشر و الفرد مارشال وبيقوا غير الذي نادى به مفكرو القرن التاسع عشر أمثال آدم سميث .. ، بل وقد يختلف تعريف النقود حتى في نفس الفترة الزمنية، فالتعريف الذي نادى به فيشر والمبني على وظيفة واحدة في تحديده لمفهوم النقود غير ذلك الذي أشار إليه ألفريد مارشال إذ أنه يتسع لوظيفتين تؤديهما النقود، وبصفة عامة نذكر التعاريف التالية:

تعريف ابن خلدون في مقدمته: "إن الله خلق الحجرين المعدنيين من الذهب والفضة قيمة لكل متمول".

تعريف المقريري: "إن النقود التي تكون أثمانا للمبيعات، وقيما للأعمال إنما هي للذهب والفضة فقط".

تعريف بينو *R.Penau* النقود: "هي مجموعة وسائل الدفع المستعملة لإتمام كل المدفوعات على كامل الإقليم".

هنري غيتون: "النقود هي أساسا أداة أو وسيلة تعطي في النهاية لحائزها بالمعنى الاقتصادي قوة شرائية

وبالمعنى القانوني وسيلة تحرير ووسيلة تصفية أو تسديد ديون ."

تعريف واللك: " النقود هي أي شيء تفعله النقود".

تعريف فيشر: 1911 " كل حق ملكية من شأنه أن يحظى بالقبول العام في المبادلات يمكن ان نسميه نقدا".  
تعريف آدم سميث:

"إن قيمة السلع التي تشتري وتباع سنويا في بلد ما يحتاج لكمية محددة من النقد لتداول هذه السلعة وتوزيعها على من يستهلكها (قناة التداول تجذب إليها مبلغا يكفي لمنهأ، ولا تقبل المزيد)" كتاب ثروة الأمم - الكتاب الرابع - الفصل الأول.

كما يرى آدم سميث الى النقود من حيث قيمتها وفي هذا المجال يقول "تساوي قيمة السلعة بالنسبة للشخص الذي يمتلكها (ولا يريد أن يستخدمها أو يستهلكها بنفسه بل يريد أن يقايسها بسلعة أخرى) مقدار العمل الذي يمكن هذا الشخص من شراء السلعة أو حيازتها، وبالتالي فإن العمل هو المقياس الحقيقي لقيمة جميع البضائع عند المقايضة". كتاب ثروة الأمم - المجلد الأول - الفصل الخامس.

وبصفة عامة تعرف النقود على أنها كل شيء يتمتع بالقبول العام، كوسيط للتبادل ومقياسا للقيمة ومستودع لها، وأداة للمدفوعات الآجلة.

## 2-خصائص النقود:

من خلال هذا التعريف يمكن أن نستنتج الخصائص التالية للنقود:

### 2-1-القبول العام:

أي يوجد اعتراف وقناعة تامة لدى الأفراد للنقود في النقود من حيث تأدية مهامها ووظائفها، ولا أحد بإمكانه أن ينكر أو يتجاهل وظائفها ومهامها، ونشير إلى أن هذه القناعة هي وليدة عملية تاريخية طويلة، حيث يتحقق هذا القبول العام باتفاق جميع الأفراد المجتمع على استخدام النقود كمييار للدفع أو بحكم القانون الذي تطبقه الحكومات.

### 2-2-إمكانية تجزئتها إلى وحدات متجانسة من القيم:

فقابليتها لتجزئة تجعل منها مقياسا حقيقيا للقيمة حيث تتمكن بسهولة من تسعير قيمة أي سلعة أو خدمة بفضل مختلف أجزائها.

### 2-3-النقود هي أعلى درجات السيولة:

تتميز النقود من حيث أنها تنفرد بقابلية تحويلها وبكل سهولة إلى سلع وخدمات، على خلاف ذلك فإن تحويل السلع والخدمات الى سيولة يتطلب وقتا يتم من خلاله بيع هذه السلع والخدمات حتى تصبح سيولة، وتجدر الإشارة في هذا المجال على أن الأصول الأخرى مثل أوراق التجارية، حسابات البنكية غير الجارية... الخ، هي أقل سيولة من النقود المتداولة خارج الجهاز المصرفي والمودعة تحت الطلب.

## 2-4- سهولة الحمل والنقل والتعرف عليها:

تتميز النقود من حيث أنها قابلة للحمل بسهولة كونها مصنوعة في الغالب من الأوراق بشكل يجعلها سهلة الحمل، فكثيرا ما نجد الأشخاص يحملون نقودهم في جيوبهم أو محافظهم ويتقلون بها إلى الأسواق أو المحلات التي يرغبون في التعامل معهم بكل أريحية، على خلاف ذلك نجد أنه في نظام المقايضة كانت توجد صعوبة كبيرة في عملية حمل ونقل مخزون من السلع المراد استبدالها، كما تتميز النقود من حيث أن تصميمها في الفئة الواحدة يكون واحدا من حيث شكلها ولونها وحجمها الأمر الذي يجعل المتعاملين بها يتعرفون عليها بسرعة.

## 2-5- غير قابلة للتلف والتقليد:

تقوم الحكومات على إصدار النقود بشكل احترافي بمهارات عالية يصعب على أي جهة أخرى صناعة نقود مماثلة لها، كما أنها تسخر جهات أمنية مختصة في محاربة كل أشكال التزوير والتقليد للعملة وهذا ما يجعلها أكثر موثوقية من قبل الأفراد، كما تتميز هذه النقود من حيث قابليتها للتحمل وعدم تلفها بسهولة، فهي لا تتعرض للتلف بمجرد نزول المطر أو وقوع حرائق أو ما شابه ذلك، إذا أنه يمكن تخزينها ووضعها في أماكن مخصصة لذلك والحصول عليها عند الحاجة إليها مثل البنوك.

## 2-6- سيطرة الحكومة على عملية الاصدار:

عملية إصدار النقود هي مهمة يقوم بها البنك المركزي أو من ينوب عنه وفق القوانين المعمول بها في البلد، مما يمنح البنك المركزي صفة المراقب الأول على تطور حجمها في البلد.

## 2-7- أداة محددة بإقليم معين:

تتميز النقود بأنها تتمتع بالقبول العام داخل البلد فقط، إذ لا يمكن أن تستخدم النقود خارج إقليم الدولة، حيث تتلشى صفة القانونية والإلزامية للنقود في تسوية المعاملات الدولية، فمثلا إذا سافر فرد ما إلى دولة أجنبية وجب عليه تحويل نقوده إلى عملات أجنبية، قابلة للتحويل إلى عملات البلد المقيم فيه حتى يتسنى له التعامل بهذه النقود، ونشير في هذا السياق إلى أن العملات الحرة الداخلة في النظام النقدي العالمي تستثنى من هذه الميزة، مثل الدولار الأمريكي أو الأورو.

## 2-8- أداة عامة وشاملة:

ويقصد بذلك أن النقود غير محددة بشراء سلعة معينة وإنما تصلح لتسوية أية مدفوعات تكون داخل الوطن غير محددة بنطاق معين، مثلا تذكرة الدخول إلى ملعب كرة القدم تمثل نقودا مقابل خدمة حضور لمشاهدة مباراة معينة، ولا يمكن استخدام هذه التذكرة خارج ملعب كرة القدم لأنها مخصصة أساسا لحضور مباراة كرة القدم في ملعب

معين خلال زمن محدد فقط.

## 2-9- قابلية الدوام والثبات النسبي في القيم:

تتميز النقود بأنها لا تفقد قيمتها في تسوية المدفوعات الآجلة، وإنما لها ميزة البقاء والاستمرار النسبي، بعبارة أخرى فإن النقود المخصصة للإنفاق في المستقبل والمحتفظ بها لا يعرضها لفقدان قوتها الشرائية، كونه تمثل حقا على السلع والخدمات المتوفرة في السوق حاضرا ومستقبلا.

### ثانيا: أشكال النقود

النقود التي نتعامل بها اليوم ما هي إلا جملة من التراكمات والنتائج التي افرزتها طبيعة تطورات المجتمعات عبر التاريخ، فمنذ أن خلق الانسان على وجه الأرض وهو يسعى دوما إلى البحث عن تلبية حاجياته اليومية من مأكّل وملبس وسكن، ومع تطور المجتمعات وزيادة عدد السكان وتنوع حاجياته، بات من الضروري التفكير والبحث عن إيجاد وسيلة تساعد في تحقيق رغباته، وبدأ الأفراد يتعاونون فيما بينهم من اجل تحقيق ذلك ، ومع مرور الزمن اتسع مفهوم التخصص وأحست المجتمعات البشرية آنذاك بضرورة تبادل السلع فيما بينها ، وتطورت هذه الفكرة فيما بعد إلى المقايضة، إلا أن هذه الأخيرة تخللتها عدة عيوب، وبغية التغلب على هذه النقائص إهتدى الانسان إلى تحديد سلعة معينة تستخدم كمقياس لبقية السلع ومن ثم تجرى عليها عملية التبادل، وهو ما أطلق عليه مفهوم النقود السلعية، رغم أن هذه النقود السلعية ساهمت كثيرا في توسيع دائرة المبادلات إلا أنه مع تشابك العلاقات ما بين المجتمعات وتطورها وتنوع الحاجيات، تطور مفهوم النقود السلعية إلى النقود المعدنية (النفيسة)، وبعد ذلك إلى نقود ورقية ومن ثم إلى نقود المصرفية، ومع تقدم نظم المعلومات والاتصالات وظهور شبكات الانترنت ظهرت النقود الالكترونية.

### 1- المقايضة:

نقتصر في تحليلنا للمقايضة كأحد أهم أشكال التبادل على تعريفها وتفسيرها حسب مختلف المفكرين اقتصاديين مثل آدم سميث، دافيد ريكاردوا، وجون ستيوارت ميل، مع تقديم بعض الأمثلة.

### 1-1- تعريف وتحليل المقايضة:

المقايضة هي أول نظام للمبادلات اعتمده البشرية قديما، ويقصد بها مبادلة سلعة أو خدمة يكون الفرد غير محتاج إليها مقابل سلعة أو خدمة أخرى يكون في حاجة إليها، على أن تكون موازية لها من حيث القيمة وليس بالضرورة أن تكون مشابهة لها أو من نفس النوع والكمية، فعلى سبيل المثال يوجد شخصان في السوق، الشخص "A" يملك 10 وحدات من السلعة "X" والشخص "B" يملك 20 وحدة من السلعة "Y"، والشخصان قد أبديا رغبتيهما في المبادلة حيث إتفقا على مبادلة وحدة واحدة من السلعة "X" مقابل وحدتين من السلعة "Y"، وعليه تتم مبادلة

10 وحدات من السلعة "X" مقابل 20 وحدة من السلعة "Y"، وحسب هذا الأسلوب توجد عدة إمكانيات للتبادل فإذا كان عدد السلع المتواجدة في المجتمع هو  $n$  سلعة متقاربة من حيث قيمتها فان عدد الإمكانيات (معدلات التبادل

$$C_n^2 = \frac{n!}{2!(n-2)!} = \frac{n(n-1)}{2} \text{ هي}$$

فعلى سبيل المثال إذا كان عدد السلع هو 4 فإن عدد الإمكانيات هو 6، وفي هذا السياق يرى آدم سميث أن الأسواق نشأت نتيجة تقسيم العمل، حيث اتجه الأفراد نحو التخصص في حرف معينة، وهذا ما أدى بهم إلى الاعتماد على الآخرين في تلبية ما يحتاجون إليه عن طريق المبادلة للسلع وهو ما عرف بالمقايضة، وقد عبر آدم سميث على ذلك من خلال قدرة السلعة على شراء سلع أخرى، كما يعتقد آدم سميث أن السلعة تقاس بكمية العمل المبذول عليها، ويتم التخصص في السلع التي تتميز بأقل تكلفة عمل بالمقارنة مع تكلفة السلع الأخرى، وفي هذا المجال يقول: "تساوي قيمة السلعة بالنسبة للشخص الذي يمتلكها (ولا يريد أن يستخدمها أو يستهلكها بنفسه بل يريد أن يقايضها بسلعة أخرى) مقدار العمل الذي يمكن هذا الشخص من شراء السلعة أو حيازتها، وبالتالي فإن العمل هو المقياس الحقيقي لقيمة جميع البضائع عند المقايضة". كتاب ثروة الأمم - المجلد الأول - الفصل الخامس.

كما يوضح عملية التبادل حيث يقول "في تلك الحال المبكرة والخشنة التي كان عليها المجتمع قبل تراكم مخزون البضائع وامتلاك الأرض، كانت النسبة بين كميات العمل الضرورية لاحتياز مختلف الأمتعة فيما يبدو، الظرف الوحيد الذي يتيح أية قاعدة لمبادلة بعضهما ببعض، فإذا كان اصطياد القندس يستلزم عادة ضعف العمل اللازم لاصطياد الأيل، ينبغي إذا مبادلة القندس برأسين من الأيل. ومن الطبيعي أن يستحق ما ينتج في يومي عمل أو ساعتين عمل ضعف ما ينتج عادة في يوم عمل أو ساعة عمل". كتاب البحث في أسباب وطبيعة ثروة الأمم.

وعلى خلاف آدم سميث يرى دافيد ريكاردو أن المبادلات تتم على أساس الاختلاف في التكاليف النسبية للسلعة المقيمة بالعمل، حيث يتخصص كل الراغبون في التبادل في انتاج المنتجات التي تمثل لهم أقل تكلفة، وفي هذا المجال يقول دافيد ريكاردو "إن قيمة سلعة ما أو كمية بضاعة التي تقابلها من أي سلعة أخرى، تعتمد على الكمية النسبية لمقدار العمل اللازم لإنتاج هذه السلعة، وليس على التعويض المدفوع مقابل هذا العمل، قل أو كثر" كما يوضح في أهمية كمية العمل النسبي كقاعدة للمبادلة قائلا: "من الضروري بالنسبة لي أن أشير إلى أنني لم أقل أنه بسبب توظيف المزيد من العمل في انتاجها بحيث تكلفه احدى السلع 1000 جنيه وأخرى 2000 جنيه بأن قيمة الوحدة هي 1000 والثانية 2000، ولكنني قلت قيمتهما مقابل بعضهما البعض هي اثنان لواحد وبهذا الشكل من النسبة والتناسب يمكن مبادلتها، انه غير مهم بالنسبة لصدقية هذه الشرعية أن تباع احدى هذه السلع بـ1100 جنيه والثانية بـ2200 أو واحدة بـ1500 والثانية بـ3000، إنني لم أدخل حالا في تلك المسألة، إنني أؤكد فقط بما يحكم نسبة قيمتهما هو الكميات النسبية للعمالة الداخلة في انتاجهما" كتاب مبادئ الاقتصاد السياسي، الفصل الأول.

وفي مجال اقتصاد المبادلات الدولية يمكن إشارة إلى أن دافيد ريكاردو استطاع أن يبين حدود التبادل، معدل التبادل

الأدنى ومعدل التبادل الأعلى، ولكن التساؤل المطروح ما هو معدل التبادل الحقيقي الذي يتم على أساسه التبادل ما بين الدول، وإجابة على هذا التساؤل تقودنا إلى نظرية القيم الدولية لجون ستيوارت ميل، الذي اعتبر أن معدل التبادل الدولي الحقيقي يقع ما بين الحد الأدنى والأعلى للتبادل، وهو الذي يجعل الطلبات العكسية متساوية.

### 1-2-مثال تطبيقي:

نفترض وجود قبيلتين، القبيلة "A" والقبيلة "B" ترغبان في إنتاج سلعتين مختلفتين "القمح" و"القطن"، وكانت تكاليف الإنتاج لكل سلعة (ساعات العمل لكل وحدة منتجة) حسب كل قبيلة موضحة وفق الجدول التالي:

المجموع	القطن	القمح	القبيلة
540	240	300	A
390	120	270	B
930	360	570	المجموع

المطلوب:

هل توجد إمكانية لإجراء عملية المقايضة حسب نظرية دافيد ريكاردوا؟

أوجد معدل المقايضة الحقيقي؟

الحل:

نقوم أولاً بحساب معدلات التبادل، إذا اعتمدنا على مبادئ آدم سميث في التخصص في العمل نجد أن القبيلة "B" تتمتع بميزة مطلقة في إنتاج السلعتين معاً، وهذا ما يجعل عملية التبادل في هذه الحالة غير ممكنة، ولكن حسب أفكار دافيد ريكاردوا يمكن للقبيلة "A" القيام بعملية الإنتاج حتى وإن كانت ضعيفة في إنتاج السلعتين معاً، إذ يكفيها أن تخصص في إنتاج السلعة التي يكون فيها ضعفها أقل، وعليه نقوم بحساب تكاليف الإنتاج لكل بلد كما يلي:

$$\frac{\text{عدد ساعات العمل المبذولة لإنتاج السلعة القمح}}{\text{عدد ساعات العمل المبذولة لإنتاج السلعة القطن}} = \text{التكلفة النسبية لإنتاج القمح مقابل القطن في القبيلة A}$$

$$1.25 = \frac{300}{240} = \text{التكلفة النسبية لإنتاج القمح مقابل القطن في القبيلة A}$$

وحدة قمح ← 1.25 وحدة قطن، أي: وحدة قطن ← 0.80 وحدة قمح

$$\frac{\text{عدد ساعات العمل المبذولة لإنتاج السلعة القمح}}{\text{عدد ساعات العمل المبذولة لإنتاج السلعة القطن}} = \text{التكلفة النسبية لإنتاج القمح مقابل القطن في القبيلة B}$$

$$2.25 = \frac{270}{120} = \text{التكلفة النسبية لإنتاج القمح مقابل القطن في القبيلة B}$$



وحدة قمح ← 2.25 وحدة قطن، أي: وحدة قطن ← 0.44 وحدة قمح

إذن التكاليف النسبية مختلفة  $2.25 \neq 1.25$  وبالتالي توجد إمكانية للتخصص والاستفادة من التبادل.

بالنظر إلى القبيلة "A" يتبين أن الأفراد إذا تخصصوا في إنتاج القمح فسوف يستبدلونه بـ: 1.25 وحدة من القطن داخل القبيلة، وخارج القبيلة أي في القبيلة "B" فيتم استبداله بـ: 2.25 وحدة من القطن، أي أكبر من داخل القبيلة وبالتالي من مصلحة القبيلة "A"، التخصص في إنتاج القمح، ومن جهة ثانية نلاحظ أنه من مصلحة القبيلة "B" التخصص في إنتاج القطن إذ أنه يمكن لها أن تبيعه في القبيلة "A" بـ: 0.8 وحدة من القمح، وهو أكبر من السعر الداخلي (0.44 للوحدة).

### إيجاد معدل المقايضة الحقيقي:

بالاعتماد على المثال السابق وإذا ابدت القبيلتان A، B رغبتيهما في التبادل وكانت الكميات المعروضة من طرف كل قبيلة موضحة حسب الجدول التالي:

القبيلة B		القبيلة A		معدلات التبادل
طلب القمح	عرض القطن	طلب قطن	عرض القمح	
—	—	؟	200	2.25
؟	330	؟	190	2
؟	315	؟	180	1.75
؟	300	؟	170	1.5
؟	285	—	—	1.25

**المطلوب:** ما هو معدل المقايضة الحقيقي الذي تجرى على أساسه عملية التبادل؟

أحسب الربح معبرا عنه بساعات العمل وبالوحدات المنتجة؟

### الحل:

نلاحظ أنه عند معدل التبادل وحدة قمح مقابل 2.25 وحدة قطن، القبيلة "A" هي المستفيد الوحيد من التبادل ولكن القبيلة "B" لا تبدي أي رغبة في المقايضة، ونفس الشيء عند معدل التبادل وحدة قمح مقابل 1.25 وحدة قطن، فالقبيلة "B" هي المستفيد الوحيد من التبادل، لكن القبيلة "A" لا تقبل بالمقايضة، ولما ينخفض سعر القمح إلى وحدتين من القطن، سوف تنخفض كمية القمح المعروضة إلى 190 وحدة، مقابل ارتفاع في كمية القطن المطلوب لذلك ( $380 = 2 \times 190$  وحدة قطن)، داخل القبيلة "A" ولكن القبيلة "B" لا تعرض إلا 330 وحدة قطن أي أقل مما هو مطلوب من القبيلة "A" كما أن القبيلة "B" تطلب مقابل 330 وحدة قطن ما يعادل ( $165 = 2 \div 330$ )

وحدة قمح، وهي كذلك أقل مما هو معروض من طرف القبيلة "A" أي 190 وحدة قمح، وبالتالي لا تتم المقايضة حسب هذا المعدل ويرجع ذلك لانعدام توافق رغبات القبيلتين من حيث الكميات موضوع التبادل، وعليه وطبقا لقانون العرض والطلب كلما انخفض سعر القمح زاد الطلب عليه من طرف القبيلة "B"، وانخفض عرضه من طرف القبيلة "A"، والعكس صحيح، ونفس الشيء للقطن فكما انخفض سعره زاد الطلب عليه من طرف القبيلة "A" وانخفض عرضه من طرف القبيلة "B"، وحسب "ميل" فمعدل التبادل الحقيقي هو الذي يجعل الطلبات العكسية متساوية أي طلب القبيلة "A" على القطن يساوي عرض القبيلة "B" للقطن، وكذلك عرض القبيلة "A" للقمح يساوي طلب القبيلة "B" للقمح، وبا اعتماد على معدلات التبادل المعطاة في الجدول نقوم بحساب الطلبات للقبيلتين، ويتبين أنه عند معدل المقايضة وحدة قمح مقابل 1.75 وحدة قطن يتساوى عرض القبيلة "A" للقمح (180 وحدة منتجة) مع طلب القبيلة "B" عليه  $(180=1.75 \div 315)$  وحدة منتجة)، ونفس الشيء للقطن، حيث يتساوى عرض القبيلة "B" للقطن (315 وحدة منتجة) مع طلب القبيلة "A" عليه  $(315=1.75 \times 180)$  وحدة منتجة).

### حساب الأرباح:

بالنسبة للقبيلة "A" فإنها تقايض 180 وحدة قمح بـ: 315 وحدة قطن من القبيلة "B" وهي أكبر من تلك الكمية التي يمكن أن تتحصل عليها داخل قبيلتها  $(225=1.25 \times 180)$  وحدة قطن، وبالتالي تحقق أرباحا قدرها 315-225=90 وحدة قطن أي  $(90=1.25 \div 90)$  وحدة قمح، أي ان الربح بالساعات يساوي  $300 \times 72 = 21600$  ساعة عمل، أما القبيلة "B" فإنها تقايض 315 وحدة قطن مقابل 180 وحدة قمح من القبيلة "A" عند معدل تبادل وحدة قمح مقابل 1.75 وحدة قطن، ولكن كمية القطن الواجب عرضها مقابل 180 وحدة قمح داخل القبيلة "B" هي  $405=2.25 \times 180$  وحدة قطن، أي أن القبيلة "B" تحقق أرباحا قدرها  $405-315=90$  وحدة قطن أي ما يعادل  $90 \times 120 = 10800$  ساعة عمل. أما الأرباح على مستوى القبيلتين فيساوي  $90+90=180$  وحدة قطن، أي ما يعادل  $10800+21600=32400$  ساعة عمل، وتجدر الإشارة أنه ليس بالضرورة أن تكون الأرباح متساوية.

### 1-3- الانتقادات الموجهة لنظام المقايضة:

رغم أن نظام المقايضة استطاع تسوية المبادلات والتخلص من مشكل الفائض إلا أن تطور المجتمعات وزيادة عدد السكان الذي صاحبه ازدياد في الحاجيات وتنوعها واتساع دائرة التخصص، جعل نظام المقايضة عاجزا وغير قادر على مجارة التطور الاقتصادي الحاصل، وبصفة عامة يمكن إرجاع ذلك إلى الصعوبات التالية:

### أ-وجود صعوبة في تحقيق رغبات طرفي التبادل:

في اقتصاد المبادلات كثيرا ما يجد البائع صعوبة في إيجاد الشخص الذي يرغب في شراء الفائض لديه، وحتى

وإن تمكن من إيجاد هذا الزبون يصادف مشكل عدم التوافق من حيث الكمية، وفي بعض الأحيان جودة السلعة وصعوبة إيجاد المكان المناسب لتبادلها، وهذا ما يتطلب منه البحث عن زبائن آخرين، مما قد يخلق له مشكل تلف السلعة نتيجة تنقلها عبر الأسواق أو ربما تعرضها للسرقة.

### ب- صعوبة تجزئة السلعة:

صعوبة تقسيم وتجزئة بعض السلع أثناء المبادلة، يترتب عنه إلحاق الضرر بين طرفي التبادل، فمثلا شخص يمتلك حصان معين ويريد مقايضته بسلعة أخرى تتمثل في القمح، وعندما يلتقي مع الراغب في التبادل تظهر مشكلة التجزئة للحصان، من حيث أن القمح كسلعة غير كاف من الناحية الكمية في تسوية مبادلته للحصان وصاحب هذا الأخير من غير المعقول أن يقوم بتجزئته.

### ج- صعوبة تخزين بعض السلع:

في حقيقة الأمر وفي ظل اقتصاد المقايضة، تعتبر السلع كمخزن للثروة، حيث أن الانسان يحتفظ بما يتبقى له من سلع بعد المقايضة حتى يتسنى له استخدامها في تلبية حاجياته، أو أنه يقوم بمبادلتها عندما تقتضي الحاجة إلى ذلك، ومن أجل تحقيق ذلك يقوم بتوفير مساحات معينة للتخزين مثلا الاسطبلات لتخزين الماشية والمحافظة عليها ورعايتها من البرد والحر، وكذلك حراستها حتى لا تتعرض للسرقة أو الضياع...الخ، ويترتب عن هذه العمليات بطبيعة الحال جملة من الأعباء قد تكون مكلفة، لكن ما يلفت الانتباه هو أن بعض السلع غير قابلة للتخزين وهذا ما ينعكس سلبا على مخزون الثروة للفرد، فمثلا نجد بعض المواد الغذائية كالطماطم والحليب والسمنك تتعرض بسرعة للتلف، كما أنها تفقد قيمتها من حيث جودتها نتيجة الوقت المستغرق في تخزين، مثل القمح الذي يصبح باليا أو نتيجة تعرضها للكسر نتيجة إعادة حملها بهدف مقايضتها من جديد مثل الأواني الفخارية وما شابهها، كما أن عملية التخزين كثيرا ما تكون متعبة ومكلفة مما يُصعّب من عملية التخزين.

ونتيجة لهذه الصعوبات فكثيرا ما يزهد مالك هذه السلعة فيها إلى درجة مبادلتها بمجموعة من السلعة هي أقل منها.

### د- صعوبة إيجاد وسيلة للدفع المؤجل:

كثيرا ما يجد الأفراد أنفسهم عاجزين عن تسديد بعض المنتجات التي هم في حاجة إليها، مثلا شخص يحتاج إلى بعض الحطب والقمح كوقود يستخدمه في فصل الشتاء، ولكن لا تتوفر لديه السلعة محل المبادلة، ولتكن القمح مثلا، فيمكن لهذا الشخص أن يتفق مع البائع على أن يسدد له كمية القمح آجلا أي في فصل الصيف، وفي هذه الحالة من يضمن المخاطر التي يتعرض لها القمح أو ربما تتخفص قيمة القمح أو ترتفع قيمته، فهذه المخاطر

وأمثالها تجعل من نظام المقايضة عاجزا عن تسديد وتسوية المدفوعات الآجلة.

### هـ- صعوبة وتعقد التسعير في حالة تعدد السلع:

في بعض الأسواق نصادف العديد من السلع الموجهة للبيع، وعملية تحديد أثمانها يتطلب وقت فمثلا إذا كان عدد السلع المرشحة للتبادل هي 120 سلعة، فإن عدد الإمكانيات للتبادل هو: 7140 إمكانية، وبالتالي تتعقد الحسابات وربما يضيع الوقت في كيفية حساب معدلات التبادل والاتفاق عليها، وهذا ما يعكر ويزعج أطراف التبادل في السوق. وبالنظر إلى عيوب المقايضة وصعوباتها، ظهرت الحاجة الملحة بين أفراد المجتمع للبحث عن الوسيلة المناسبة التي يجرى على أساسها التبادل، وأخيرا تظن الإنسان وأدرك أنه يمكن استخدام بعض السلع التي تتوفر فيها شروط التخزين وسهولة الحمل ومقبولة ومطلوبة من غالبية المجتمع كنقود يتم بموجبها تحديد أثمان بقية السلع الأخرى.

### 2-النقود السلعية:

ظهرت النقود السلعية، كتصحيح وتدارك عما عجز على تحقيقه نظام المقايضة، وتعتبر بمثابة أصل النقود أي أنها أول نقود استخدمها الإنسان في تسوية مبادلاته، ويمكن تعريفها على أنها عبارة عن سلعة يتم التوافق عليها كمعيار يصلح لأن يكون مقياسا للقيمة وأداة لتسوية المدفوعات العاجلة والآجلة، ومخزن للقيمة، ويشترط في هذه النقود السلعية أن تكون مطلوبة من الأغلبية ولها منفعة أو قيمة لدى المجتمع، وما يميز هذه النقود أنها تكتسب صفة الطلب المزدوج فهي نقود سلعية تطلب لتسوية المبادلات وتطلب من جهة ثانية كسلعة لإشباع حاجيات معينة، ومن أمثلة النقود السلعية التي تداولها الإنسان آنذاك نجد: القمح لدى المصريين، الماشية عند الإغريق، السكاكين عند الصينيين، وبعض الأنواع من الأقمشة عند الأفارقة.

وبمقارنة نظام المقايضة مع النقود السلعية نجد هذه الأخيرة تنخفض فيها عدد إمكانيات التبادل، فمثلا إذا كان عدد السلع المتواجدة في السوق والمعروضة للتبادل تساوي 120 سلعة، فحسب نظام المقايضة فإن عدد الإمكانيات يساوي  $C_{120}^2 = 7140$  إمكانية، في حين إذا اعتمدنا على النقود السلعية واعتبرنا أن إحدى السلع المعروضة تمثل نقود يجرى على أساسها التبادل، فإن عدد معدلات التبادل تنخفض وتصبح  $C_{119}^1 * C_1^1 = 119$  إمكانية، أما إذا تم اتخاذ سلعتين كنقود فإن عدد معدلات التبادل ترتفع أكثر وتصبح  $C_{118}^1 * C_2^1 + C_2^2 = 237$  ، ويمكن التعبير عن معدلات التبادل حسب نظام النقود السلعية بالصياغة الرياضية التالية:

$$C_{\text{عدد النقود السلعية}}^1 * C_{\text{عدد السلع}}^1 + C_{\text{عدد النقود السلعية}}^2$$

وهكذا كلما زادت النقود السلعية زادت إمكانيات التبادل، ويمكن ملاحظة أن نظام المقايضة كان يستخدم نصف السلع كنقود والباقي كسلع والعكس، وهذا ما جعل عدد الإمكانيات  $C_{60}^2 * C_{60}^1 + 2 = 7140$  ، وهي تمثل كل الإمكانيات الممكنة، وعليه يمكن أن نستنتج انه كلما كان عدد النقود السلعية المستخدمة قليل كانت

إمكانيات التبادل قليلة، وهذا ما توصلت اليه المجتمعات آنذاك، إذ راودتها فكرة الاقتصار على استخدام بعض المعادن النفيسة مثل الذهب والفضة كنقود سلعية، حتى تتخطى مشكل كثرة الإمكانيات للتبادل ومن جهة ثانية يعتبر الذهب والفضة من المعادن النفيسة التي تتميز بندرتها وارتفاع قيمتها وقابليتها للخرن دون تلف، وتتميز كذلك بسهولة حملها وتجزئتها على خلاف السلع الأخرى التي تفنقر إلى مثل هذه الخصائص.

### 3- النقود المعدنية:

يعتبر نظام النقود المعدنية تطور وامتداد لنظام النقود السلعية، فصعوبة حمل النقود السلعية وتجزئتها في بعض الأحيان، وتخزينها بالكيفية السليمة، كان من أهم الأسباب التي دفعت المجتمعات إلى استخدام المعادن كنقود مثل البرونز والحديد والنحاس، والمعادن النفيسة، ولكن مع تطور المجتمعات وتنوع وسائل الإنتاج وتوسع مفهوم الدولة وتطور الأسواق، أصبحت الحاجة ملحة في الاقتصار على المعادن النفيسة فقط كنقود دون غيرها، بحكم عدم قابليتها لصدأ، وندرتها، وارتفاع قيمتها، وهي مصدر من مصادر الثروة. وتوجد بصفة عامة ثلاثة أشكال للنقود المعدنية كل شكل فيها يعبر عن مرحلة من مراحل تطور النقود المعدنية.

### 3-1- النقود المعدنية عن طريق الميزان:

في ظل هذا النظام يتم وزن المعدن محل المبادلة بحضور كل من البائع والمشتري بميزان خاص من طرف شخص يطلق عليه بـ"حامل الميزان"، ويحدد كميته وشكله ليتم بعد ذلك تسليم الكمية المتفق عليها من المعدن الموزون إلى البائع، ويحصل بذلك المشتري على السلعة المعنية وبتقنة تامة، وهذا ما كان متعارف عليه عند الرومان والصين، وما يعاب على هذا النوع من النقود هو حضور حامل الميزان و طرفي التبادل عند وزن المعدن، وهو أمر متعب ويتطلب وقتا كبيرا.

### 3-2- النقود المعدنية القابلة للعد:

في هذا النوع من النقود يطلب صاحب المعدن من الحداد أو أنه يقوم بنفسه بنقطيع اليدوي للمعدن إلى قطع دائرية أو بيضوية مسطحة الشكل ، ليتم عدّها والتعامل بها في تسوية المبادلات، ومن مميزات السرعة في العدّ وتحديد ثمنها مباشرة عند تسوية الصفقة، وعلى عكس النقود المعدنية بالميزان التي تشترط حضور ما يسمى بحامل الميزان، فإن استخدام النقود المعدنية القابلة للعد لا يتطلب حضور من يعد القطع المعدنية وإنما يعدها المشتري بنفسه ويسلمها مباشرة الى البائع الذي يعدها مرة ثانية ليتأكد منها بنفسه، رغم أن هذه النقود ساهمت في تسريع وتيرة عملية التبادل، إلا أنها تنطوي على مجموعة من العيوب منها عدم تجانس القطع المعدنية المسطحة، وتعدد أوزانها، وتأكلها نتيجة تداولها، وفي بعض الحالات يمكن أن يتحايل من يملكها بخلطها بمعادن أخرى غير نفيسة، كونها غير مراقبة وبيعية التغلب على هذه العيوب ومع تطور وتقدم مفهوم الدولة، ومن أجل حماية المعدن النفيس ووضعها، تحت رقابة

الدولة، تم ادخال مفهوم جديد على النقود وهو سك النقود بخاتم الدولة.

### 3-3 - المعادن المسكوكة:

وهو المرحلة الأخيرة من مراحل تطور النقود المعدنية، حيث تكفلت الدولة بسبك المعادن النفيسة، طبقاً للموصفات القانونية، وهذا ما منح الثقة في التعامل بها، ولا يمكن لأي شخص أن يقوم بسك المعادن غير الدولة لتصبح حكراً عليها، ويقصد بسك المعدن أي صهر معدن النقود وتحويله إلى شكل هندسي مثلاً دائري في الغالب، وتسجيل وزنه بالإضافة إلى وضع ختم على أحد وجهي النقود و الوجه الآخر صورة الملك وبعض التصاميم مثلاً، وقد ظهرت أولى القطع المعدنية المسكوكة في القرن السابع قبل الميلاد في مدينة ليديا الواقعة في آسيا الصغرى، وبعد غزوا الفرس لمملكة ليديا سنة 546 قبل الميلاد، تعلموا منها عملية سك المعادن وتم تداولها في بلاد الفرس، وكان يطلق عليها بالدرهم الفضية، لتنتشر فيما بعد إلى مختلف الممالك فانقلت إلى الفينيقين والقرطاجيين مع حلول القرن الخامس قبل الميلاد، لتنتقل فيما بعد إلى الرومان عام 362 قبل الميلاد ثم الهند مع القرن الثاني قبل الميلاد، وفي العصر الإسلامي يعتبر عبد الملك بن مروان أول من قام بسك عملة عربية إسلامية مستقلة سنة 77 للهجرة الموافق ل: 696 ميلادي، وبصفة عامة، تعتبر العملات المعدنية كمنقطة فاصلة في تاريخ النقود، كونها ساهمت في تحويل الدفع عن طريق الوزن إلى الدفع عن طريق العد، مما سهل من عمليات التبادل، وتخفيض الجهد وتقليل الوقت، كما ساعد على الدفع المؤجل، والادخار للأفراد والدولة.

وفي هذا السياق نميز بين نوعين من الأنظمة نظام المعدن الواحد ونظام المعدنين

### 4-النقود الورقية:

ظهرت النقود الورقية كنتيجة لحل المشاكل التي كان يتلقاها الأشخاص، خاصة التجار عندما يسافرون من بلد إلى آخر وهم يحملون النقود المعدنية الذهبية أو الفضية، مما قد يتسبب في سرقتها أو في بعض الأحيان ضياعها، وهذا ما دفع بهم إلى الاحتفاظ بها لدى الصاغة الذين يسهرون على حمايتها من مخاطر السرقة والضياع، وبطبيعة الحال لا يتم ذلك مجاناً وإنما مقابل عمولة يدفعونها لهم، على أن يقوم الصاغة بتحرير مستندات مكتوبة تثبت للمودعين حقهم في ملكية ودائعهم والحق في استرجاعها في أي وقت يرغبون فيه، وهذه المستندات هي بمثابة بديل للعملات المعدنية المودعة، حيث تصدر باسم صاحب الوديعة (إسمية)، مثلاً إذا قام شخص يمتلك شهادة إيداع لأمواله لدى أحد الصاغة بشراء سلعة معينة من عند تاجر، في هذه الحالة يظهر له الشهادة حتى يتأكد من وجود المال ومن ثم يذهب معه إلى مكان الصاغة ويقدم هذه الشهادة إلى مركز الصاغة، ويسحب أمواله بنفسه لأنها مكتوبة باسم صاحب الوديعة ويسدد دينه، هذا الأمر سهل من عملية التبادل مما أدى إلى زيادة استخدام هذا النوع من الشهادات في المعاملات خاصة وأن الصاغة يلتزمون بتسديد قيمة الوديعة، مما زاد من ثقة أصحاب الوديعة في

الصاغة، وأخيرا قرر الصاغة التأشير على ظهر شهادة الإيداع بعبارة لحامل الشهادة، على أن عملية استخراج النقود المعدنية تكون من مركز الصاغة الذي تمت فيه عملية الإيداع، وبهذه الخطوة توسعت عمليات المبادلة بين التجار وأصحاب الودائع، وشيئا فشيئا أصبحت هذه الشهادات (الأوراق) تنوب عن النقود حتى سميت بالنقود النائبة. وحسب الدراسات التاريخية يعتقد أن الصين هو أول بلد قام بطبع النقود عام 618-907، أما في أوروبا فنجد أن مصرف ستوكهولم هو أول مصرف أوروبي قام بإصدار النقود على يد مالكة "بالمستراخ" وذلك في عام 1660 ميلادي، حيث أصدر ورقة نقدية تمثل التزاما بالدفع عند الطلب وهذه الورقة قابلة للتداول، وبهذه الطريقة ظهرت الأوراق النقدية التي يتم تداولها، حيث يتم تغطية قيمتها بالذهب في البنك ومن ثم تطبع الورقة النقدية وتصبح جاهزة للتداول، صحيح أن هذه الورقة النقدية ليس لها قيمة ذاتية ولكن تغطية قيمتها بكمية من الذهب في البنك وطبعها طبقا للقانون يكسبها صفة القبول وتصبح محل ثقة لأن تكون وسيطا للتداول ومقياسا للقيمة، و مستودعا لها.

### 5-النقود الائتمانية(المصرفية):

ظهرت النقود المصرفية كنتيجة لظهور الأوراق النقدية، فعملية إيداع الأوراق النقدية لدى المصارف تتطلب قيادا وتسجيلا لها في دفاتر البنك هذا من جهة، ومن جهة أخرى يمكن لصاحب الوديعة أن يقوم بشراء ما يحتاجه ويقوم بتحرير شيك باسمه لفائدة البائع، هذا الأخير يتحصل على أمواله من البنك بتقديم هذا الشيك، وعليه يمكن القول أن النقود المسجلة كقيود في دفاتر البنك المتمثل في حسابات المصرفية هي نقود كتابية تثبت أحقية مالك في الحصول عليها حسب اتفاقه من البنك، كما أن البنوك تحتفظ بجزء من النقود الورقية المودعة لها لمواجهة الطلب الجاري لديها وجزء الآخر تقدمه كقروض للمؤسسات مالية أخرى التي تقوم بتسجيله في دفاترها المحاسبية، وفي هذه الحالة نلاحظ أن النقود مسجلة في المصرف الأول (الإيداع الأول)، ثم تم تسجيل جزء منها في المصرف الثاني (الإيداع الثاني) أي أنه تم اشتقاق الوديعة الثانية من الوديعة الأولى وهذا ما يطلق عليه بعملية خلق النقود، أي أن النقود الكتابية تم تداولها من بنك إلى آخر من خلال تغيير الأرصدة في الحسابات المصرفية ما بين البنوك.

وعليه تعرف النقود الكتابية على أنها مجموع الأرصدة الدائنة في الحسابات الجارية لدى المصارف التي يتم تداولها عن طريق الشيكات، وبالبطاقة المصرفية من أجل تسديد المدفوعات والوفاء بالديون، وتعتبر من أهم الأشكال الحديثة التي يتم استخدامها في المعاملات التجارية خاصة في الدول المتطورة، وتختلف النقود الكتابية عن النقود الورقية من حيث أن الأولى هي عبارة عن قيود مسجلة في دفاتر البنوك بينما النقود الورقية هي ملموسة، بالإضافة إلى أن النقود الكتابية هي اختيارية في المعاملات على خلاف النقود الورقية فهي إجبارية بحكم القانون، والبنك المركزي يؤدي عملية الرقابة على النقود الورقية بصفة مباشرة، على خلاف النقود الكتابية فتكون مراقبته غير مباشرة لأنه تم اشتقاقها من قبل البنوك التجارية.

## 6- النقود الإلكترونية:

مع التقدم التكنولوجي وتطور نظم المعلومات والاتصالات، ظهرت الحسابات الإلكترونية، والتي تم استخدامها داخل البنوك والمؤسسات المالية المصرفية، وحسب مؤتمر *Basel* لسنة 1998 تعرف النقود الإلكترونية على أنها "عبارة عن القيمة المخزنة أو آليات الدفع المدفوعة مسبقاً لتنفيذ الدفعات عن طريق أجهزة بيع خاصة، وإنشاء النقل بين أداتين أو شبكات الحاسوب المفتوحة كالإنترنت"، وبعبارة أخرى تعرف النقود الإلكترونية على أنها العملة التي تخزن إلكترونياً على مواقع أو أنظمة إلكترونية أو على قواعد بيانات رقمية خاصة بها، مع توضيح أن العملة الإلكترونية مغطاة بالنقود الورقية لدى المصارف المعتمدة، وتوجد عدة تسميات لها نقود رقمية، نقود افتراضية وتتميز بأنها غير مرتبطة بالزمان والمكان، لاعتمادها على شبكات الإنترنت مما يسهل عملية التبادل، ومخزنة على وسيلة إلكترونية، كما أنها تمتاز بالسرية والأمان، وقابليتها للتحويل بسرعة من حساب إلى آخر أو من الزبون إلى المستهلك دون وساطة، و قابليتها إلى التجزئة إلى وحدات صغيرة.

### أنواع النقود الإلكترونية:

بصفة عامة توجد صورتان للنقود الإلكترونية، المحفظة الإلكترونية، النقود الرقمية

### -المحفظة الإلكترونية:

وهي عبارة عن بطاقة إلكترونية ذكية يتم استخدامها في المعاملات التجارية والمالية باستخدام الإنترنت، تحتوي على رقاقة لتخزين القيمة النقدية، وتشغل باستخدام كلمة سر، ولا تحتاج إلى طرف ثالث مثل بطاقة الائتمان المصرفية، وهذا ما يجعلها قريبة من حيث الاستخدام من النقود الورقية، وتتميز بأنها قابلة للشحن والتعبئة، وتستخدم في تسوية المدفوعات من خلال نقل جزء من الرصيد إلى البائع أو الحصول على النقود الإلكترونية من عند البائع شريطة أن يكون المتعامل يملك كذلك بطاقة إلكترونية مسجلة لدى الجهاز المصرفي، وهي متعددة الاستخدام وتحتوي على ذاكرة قادرة على تخزين الكثير من المعلومات الشخصية، المالية، مهنية، الطبية الخاصة بالمستهلك.

### -النقود الرقمية:

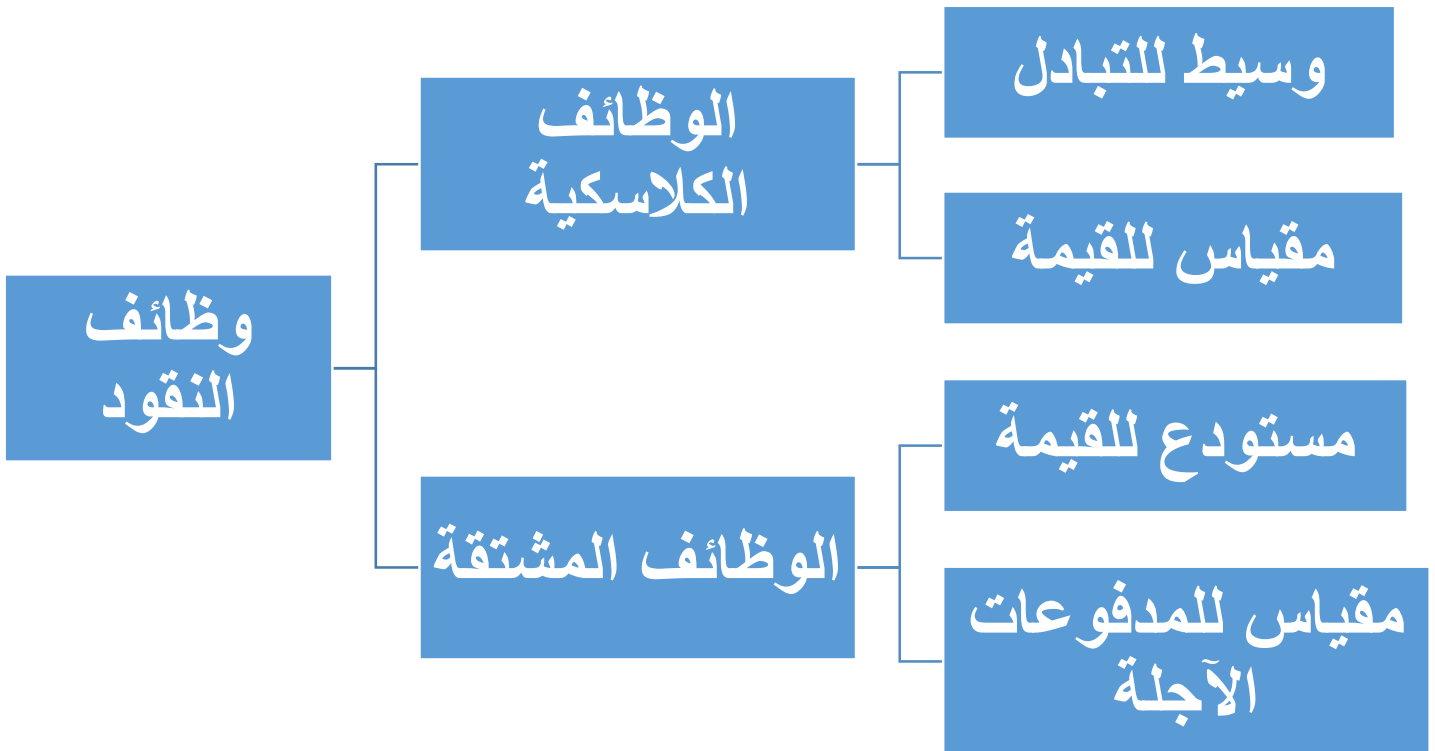
في هذا النوع من النقود يتم خزن قيمة النقود في أقراص الحاسوب الصلبة، حيث يستخدم المستهلك حاسوبه الشخصي وبعتماد على برامج معينة، مع توفر شبكة الإنترنت، تنتقل الوحدات الإلكترونية من حاسوب إلى آخر عن طريق الرسائل الإلكترونية، ويشترط وجود وسيط بين المتعاملين تابع للمركز المالي ليوثق العملية إلكترونياً من خلال فك الرسائل الإلكترونية المرسلة وذات الدلالات الرمزية، ومن ثم يحول الرصيد الإلكتروني إلى الجهة المعنية، وتستخدم النقود الرقمية خاصة في المعاملات والتحويلات الكبيرة، وفي الأخير يمكن القول أن النقود الورقية لا زالت إلى حد



الساعة تعتبر الأفضل مقارنة مع النقود الإلكترونية في تسوية المبادلات وإبراء الذمم، وهذا ما يدفعنا للتساؤل عن سبب عدم اختفاء النقود الورقية وإحلال محلها النقود الإلكترونية، ويمكن إرجاع ذلك إلى قلة الأجهزة الإلكترونية المستخدمة وضعف شبكة الأنترنت، والخوف من القرصنة وسرقة المعلومات الإلكترونية وانتحال الشخصيات بهدف سرقة الأموال الإلكترونية، قلة الخبرة والتجربة في التعامل بالنقود الإلكترونية بين الأشخاص بمقارنة مع استخدام الشيكات المصرفية الورقية.

### ثالثا: وظائف النقود

يقصد بوظائف النقود تلك المهام والمنافع التي تؤديها للمتعاملين بها، وبالرجوع إلى تاريخ النقود نجدها في البداية كانت تهدف إلى تسوية المبادلات التجارية فقط، لكن مع تطور المجتمعات تغير شكلها عبر التاريخ وبالتالي توسع مفهومها وتعددت مهامها، وأصبحت تؤدي وظائف أخرى، كقياس للقيمة ومستودع لها، ومعيار للمدفوعات الآجلة، وبصفة عامة نقسم وظائف النقود إلى وظائف كلاسيكية ووظائف حديثة ونوضحها حسب الشكل التالي:



### 1-الوظائف الكلاسيكية:

يرى الكلاسيك أن النقود مجرد وسيلة للمبادلات وأداة لقياس القيم وليس لها من وظيفة أخرى، وفي هذا المجال يعتقد ساي أن العرض يخلق دائما طلبا مساويا له، والنقود ماهي إلا وسيلة لتسهيل المبادلات ومقياسا للقيم، والتوازن يحدث تلقائيا، فالتقليديون يتصورون أن النقود لن يكون لها أي تأثير على الاقتصاد، وبالتالي فقد ركزوا تحاليلهم حول

الاقتصاد العيني كما لو أن الاقتصاد النقدي غير موجود.

### 1-1- النقود وسيلة للمبادلة:

تعتبر هذه الوظيفة أقدم وظيفة للنقود، ففي نظام المقايضة كان يتم تبادل سلعة مقابل سلعة أخرى، وبالتالي صعوبة إيجاد التوافق بين طرفي التبادل مما يؤخر من عملية التبادل، وفي بعض الأحيان لا تتم إلا بعد انقضاء فترة من الزمن، وبظهور النقود السلعية ثم تطورها إلى النقود المعدنية وأخيرا الورقية استطاع النقد أن يفصل بين البائع والمشتري، وأصبح بذلك وسيلة هامة، يتحصل من خلالها المشتري على السلعة التي هو في حاجة إليها ويسدد مقابل ذلك نقود إلى البائع الذي بواسطتها يستطيع هو الآخر تسوية صفقة أخرى يكون في حاجة إليها،  
سلعة \_\_\_\_\_ نقود \_\_\_\_\_ سلعة، أي أن دوران النقود من يد إلى أخرى يترجم دوران السلع والخدمات.

### 1-2- النقود مقياس للقيمة:

وهي الوظيفة الثانية للنقود، فالنقود هي عبارة عن أداة للقياس والحساب الكمي للسلع والخدمات المتواجدة في السوق، فمن خلالها يتمكن البائع والمشتري من تحديد وتقدير السلع والخدمات المزمع إنتاجها وبيعها أو شرائها، كما أنها ذات أهمية بالغة في قياس ثروة الأمم، ومن الجدير بالذكر أن النقود قد ترتفع وتنخفض قيمتها حسب حركات الأسعار من انخفاض وارتفاع باعتبار أن قيمة النقود الحقيقية ماهي إلا معكوس الأسعار ( $P/1$ )، وفي حالة التضخم تنزوي وتنقلص أهمية النقود كمقياس للقيمة.

وبالنظر إلى نظام المقايضة، نجد أن النقود كمقياس للقيمة قلص كثيرا من إمكانيات الإنتاج، فمثلا لو أن عدد السلع المتواجدة في السوق والمعروضة للمبادلة هي 150 سلعة، فإن عدد معدلات التبادل يساوي 11175 إمكانية وهو عدد كبير جدا، على خلاف ذلك نجد أن الاقتصاد المبني على النقود تتحدد فيه معدلات التبادل بـ: 150 سعر فقط، أي كل سلعة لها سعر نقدي خاص بها، وبالتالي النقود هي مقياس واحد لجميع السلع والخدمات، ولكن تختلف كمية النقد عند القياس من سلعة إلى أخرى.

### 2- الوظائف المشتقة:

وهي الوظائف التي تم اشتقاقها من الوظائف الأساسية أو التقليدية للنقود، فمن الناحية التحليلية نجد أن النقود كوسيط للمبادلة استطاعت الفصل بين عمليتي الشراء والبيع، فمثلا إذا قام شخص بشراء سلعة معينة من عند البائع وتمت المبادلة، حيث يتحصل البائع على النقود، فهناك مدة فاصلة قد تطول أو تقصر يحتفظ فيها البائع بالنقود، ثم يقوم بتحويل هذه النقود إلى سلع أو خدمات معينة حسب احتياجاته، وعليه فاحتفاظ بالنقود في هذه الفترة يفسر بوجود وظيفة ثالثة للنقود وهي مخزن للقيمة، حيث كان يرى الكلاسيك أن هذه الفترة الفاصلة هي قصيرة وبالتالي لا

تسمح للنقود بممارسة وظيفتها كمخزن للقيمة، ولكن التحاليل الحديثة خاصة تحاليل كينز بينت أن النقود تطلب بدافع المعاملات كما تطلب بدافع الاحتياط والمضاربة، أي أنه يمكن الاحتفاظ بها لمدة معينة، وهذا ما يجعل منها أداة لتخزين القيمة، ومن الناحية الواقعية فبعد الحرب العالمية الأولى قامت الدول الأوروبية بغية تشجيع الاستثمار والقضاء على الركود الاقتصادي، بزيادة الكتلة النقدية متوقعين بذلك زيادة الإنفاق الاستهلاكي الذي يؤثر إيجابيا على الإنتاج، ولكن حدث العكس فزيادة الكتلة النقدية لم تؤدي إلى زيادة الإنفاق الاستهلاكي كما كان متوقعا، فلقد احتفظ الأفراد بالنقود بدل إنفاقها لمدة معينة، لأنهم كانوا يتوقعون انخفاض الأسعار في المستقبل، هذه الفترة أكسبت النقود وظيفة جديدة وهي مخزن للقيمة، ومن هذه الوظيفة تم اشتقاق وظيفة أخرى للنقود وهي معيار للمدفوعات الآجلة، أي أن عملية تخزين النقود والمحافظة على قيمتها نسبيا عبر الزمن، حتما سيجعل الأفراد أو المتعاملين بالنقود يقبلون فكرة تسوية مدفوعاتهم في المستقبل.

## 2-1- النقود مخزن للقيمة:

وحسب هذه الوظيفة يمكن للمتعاملين بالنقود اختزانها لمدة من الزمن بهدف إنفاقها، أي أن النقود تسمح بتأجيل الإنفاق إلى وقت لاحق، وبالتالي فهي بمثابة قوة شرائية مخزنة، وبعبارة أخرى النقود كمخزن للقيمة تسمح بتحويل القوة الشرائية من الحاضر إلى المستقبل، وتجدر الملاحظة إلى أنه في حالات التضخم تنقلص وظيفة النقود كمخزن للقيمة لأن قوتها الشرائية في انخفاض مستمر، وفي هذه الحالة يزداد الإقبال على تحويل النقود والتخلص منها من خلال شراء السلع كالعقارات، والذهب.. الخ.

## 2-2- النقود مقياس للمدفوعات الآجلة:

لقد بينا سابقا أن نظام المقايضة انطوى على الكثير من العيوب وكان من أهمها صعوبة تخزين السلع، مما جردها من تحقيق وظيفتها كمقياس للمدفوعات الآجلة، على خلاف ذلك نجد أن النقود تستطيع تأدية هذه الوظيفة، وتظهر خاصة من خلال تسوية المستحقات كدفع أجور العمال الشهرية، والمعاشات، وتسديد فواتير الشراء الآجلة، ومختلف القروض والديون، ومما سبق ليس بالضرورة أن تكون النقود هي المستودع الوحيد للقيمة، وإنما يمكن أن تخزن الثروة أو الأموال في صورة ادخار أو شراء أسهم وسندات أو في شكل أراضي وعقارات وغيرها، ولكنها تتطلب فترة لتحويلها إلى سيولة، على خلاف النقود التي تكون سيولتها تامة والجدير بالذكر أن وظيفة النقود كمقياس للمدفوعات الآجلة، تتخللها مشكلة عدم استقرارية القوة الشرائية للنقود، الذي يؤثر على مصداقية وكفاءة هذه الوظيفة. فإذا انخفضت قيمة النقود أثناء فترة السداد يتضرر أصحاب الديون أي الدائنين حيث تنخفض ارصدتهم، ويتحملون خسائر مالية في الحين ترتفع قيمة الأرصدة لدى المدينين ويحققون مكاسب مالية، ويحدث العكس لو أن قيمة النقود ارتفعت أثناء فترة السداد، حيث يتحمل المدينون خسائر مالية بينما يحقق الدائنون مكاسب مالية، وعليه يمكن القول

أن هذه الوظيفة مرهونة بمدى استقرارية القوة الشرائية للنقود، فكلما كان هناك استقرار في قوتها الشرائية تزيد مصداقية وكفاءة النقود في تأدية وظيفتها كمقياس للمدفوعات الآجلة، وإذا حدث العكس تقل مصداقيتها، وفي هذه الحالة يفضل الكثير من المتعاقدين حول الدين البحث عن أنواع أخرى من الأصول لاستخدامها في تسوية العقود الآجلة.

## المحور الثالث: المجاميع والإحصاءات النقدية (Monetary aggregates):

بعد أن تعرفنا على النقود وخصائصها وتطورها التاريخي، نتساءل عن الكيفية التي يتم من خلالها قياس النقود أي العناصر المكونة لها والمتمثلة في المجمعات النقدية ، والتي تؤدي دورا مهما في التعرف على سلوك المتعاملين الاقتصاديين، وتساعد في تحديد السياسة النقدية الواجب انتهاجها داخل البلد، حيث أنها تساعد في الحصول على معلومات تتعلق بالاستقرار المالي للبلد، فيمكن ملاحظة أن المجمعات النقدية التي تزيد بمعدل متزايد قد تتسبب في تفاقم التضخم ، وفي هذه الحالة يمكن للقائمين على وضع السياسة النقدية رفع سعر الفائدة أو العمل على الحد من نمو المعروض النقدي ، والمجاميع النقدية عادة ما يتم الحصول عليها من مختلف منشورات البنك المركزي، مثلا في الجزائر نجد البنك الجزائري يقدم إحصائيات حول الكتلة النقدية والعناصر المكونة لها، سواء عبر الموقع الإلكتروني له ، أو من خلال المنشورات الشهرية أو السنوية التي يعلنها.

### أولاً: تعريف المجمعات النقدية

تعرف المجاميع النقدية بصفة عامة على أنها مجموعات متجانسة تصنف على أساس معايير معينة، أو بعبارة أخرى هي فئات واسعة تقيس المعروض النقدي في الاقتصاد لدى بلد ما، خلال فترة زمنية معينة، ونشير إلى وجود اختلاف في تصنيفات المجمعات النقدية بين الدول، حيث تعكس هذه التصنيفات الأنواع المختلفة للسيولة التي يمتلكها كل بلد.

### ثانياً: معايير تعريف المجمعات النقدية

توجد عدة معايير لتعريف المجمعات النقدية من أهمها:

درجة السيولة، الحد الأدنى للودائع، تاريخ الاستحقاق الأصلي للودائع، خصائص مالك الأصول، الودائع المقومة بالعملة الأجنبية، أنواع مصدري الأموال، أنواع المؤسسات المالية، نطاق أصحاب المال، موقع مؤسسات الإيداع.

#### 1-معيار السيولة:

حسب هذا المعيار يتم إدراج الأصول المالية ذات السيولة العالية في الفئات الأضيق، بينما الأصول المالية ذات السيولة المنخفضة يتم إدراجها في المقاييس الأوسع، مثلا يتم تضمين الودائع تحت الطلب في  $M1$ ، أما الودائع الادخارية والودائع لأجل فيتم ادراجها في مجاميع أوسع من  $M1$ .

#### 2-الحد الأدنى للودائع:

يتم إدراج الأدوات المالية التي تتطلب فئات صغيرة أو مستويات دنيا منخفضة في المجاميع الضيقة، ويفترض

أن تكون الأسر تميل إلى امتلاكها. أما الأدوات المالية التي تتطلب فئات كبيرة أو حد أدنى للمستويات العليا يتم إدراجها في المجاميع أوسع أو تكون غير مدرجة على الإطلاق، على سبيل المثال في الولايات المتحدة الأمريكية، في الوقت القصير يتم إدراج الودائع وصناديق الاستثمار المشتركة في أسواق المال بالتجزئة تدرج ضمن المجمع  $M2$  ذات الآجال القصيرة، في حين أنه يتم استبعاد الودائع وصناديق الاستثمار المشتركة في أسواق المال بالتجزئة ذات الآجال الطويلة.

### 3-تاريخ الاستحقاق الأصلي للودائع:

ويطلق عليه كذلك مدة نضج الأصل، ويتم إدراج الودائع ذات آجل القصيرة في مجاميع ضيقة، مثلما نجده في البنك المركزي الأوروبي، حيث يدرج مدخرات قابلة للاسترداد ذات الأجل ثلاثة أشهر وودائع آجال استحقاقها يصل إلى سنتين في المجمع  $M2$ .

### 4-خصائص مالك الأصول:

حسب هذا المعيار يتم إدراج الأصول النقدية الشخصية في مجاميع أضيق بالمقارنة مع الأصول النقدية غير الشخصية، أي أن الودائع لأجل الشخصية تدرج في المجمع  $M2$ ، بينما يتم إدراج الودائع لأجل غير الشخصية في المجمع  $M3$ .

### 5-موقع مؤسسات الإيداع:

في هذا المعيار يتم استبعاد أو إدراج الودائع في الفروع الخارجية للمستودعات المحلية في مجاميع أوسع من تلك الموجودة في مؤسسات الإيداع الموجودة محليا، على سبيل المثال في الولايات المتحدة الأمريكية يتم استبعاد المجاميع النقدية المقومة بالدولار في الفروع الخارجية للبنوك الأمريكية، لكن في المكسيك فإن المجمع  $M4$ ، يشمل ودائع المقيمين وغير المقيمين عند تقويمها بالعملة الأجنبية.

### 6-أنواع المؤسسات المالية:

بصفة عامة يتم إدراج الودائع لدى البنوك التجارية في مجاميع أضيق من تلك المتواجدة في المؤسسات غير المصرفية، كما أن الودائع لدى المؤسسات المالية الأخرى غير الوداعية، فيتم إدراجها في المال العام أو استبعادها مثل الودائع الجارية في المكاتب البريدية تدرج في السيولة الجاهزة، وشركات التأمين على الحياة يتم إدراجها في المجمع  $M2$ .

### ثالثا: تبويب العناصر المكونة للكتلة النقدية

يتم تبويب العناصر المكونة للكتلة النقدية وفقا لنوع وحجم الحساب الذي يتم فيه الاحتفاظ بالأداة المالية، وفي

هذا المجال سوف نقتصر على معيار السيولة في تحديد المجاميع النقدية، من أضيق مجمع نقدي إلى أوسع مجمع نقدي، كما أننا نستخدم الرمز  $M_s$  في ذلك، على سبيل المثال  $M_0$  القاعدة النقدية،  $M_1$  المجمع النقدي الضيق،  $M_2$  المجمع النقدي الواسع،  $M_3$  المجمع النقدي الأوسع،  $M_4$  المجمع النقدي.

### 1-المجمع النقدي $M_0$ :

في بعض الأحيان يرمز له بالرمز  $B$ ، ويقصد به القاعدة النقدية التي تتكون من الأوراق النقدية مضافا إليها القطع النقدية الجزئية، ويتميز بالسيولة العالية والتامة، وهو متغير خارجي تتحدد كميته من قبل البنك المركزي، وتجدر الإشارة إلى أنه عند احتساب الكتلة النقدية يجب استبعاد الجزء غير المتداول من المجمع ( $B$ ) الذي يمثل الاحتياطات المصرفية وبطبيعة الحال هو غير متداول، وعادة ما يرمز له بالرمز ( $R$ )، وعليه يمكن كتابة معادلة المجمع ( $B$ ) كما يلي:

$$B=E+R \quad \text{حيث } E \text{ يمثل النقد المتداول خارج الجهاز المصرفي ، ومنه نجد: } E=B-R$$

### 2-المجمع النقدي $M_1$ :

يطلق على هذا المجمع بالمفهوم الضيق (*Narrow Money*) للنقود أو وسائل الدفع الجاهزة، يأتي في المرتبة الثانية من حيث درجة سيولته بعد المجمع  $M_0$ ، وهو أوسع منه حيث يتضمن بالإضافة إلى النقد القانوني المتداول خارج الجهاز المصرفي تلك الودائع الجارية أي تحت الطلب (*Demand Deposits*) بالعملة المحلية، التي يتم تداولها بالشيكات والموجودة لدى مؤسسات الإقراض والخزينة والأجهزة الأخرى مثل البريد، وذلك بحسب القوانين المتعارف عليها في البلد، ويعبر عن هذا المجمع بالعلاقة الرياضية التالية:

$$M_1=M_0+DD \quad \text{حيث: } DD \text{ يمثل الودائع الجارية (تحت الطلب)، ويتناسب هذا المجمع النقدي مع مفهوم}$$

النقود كوسيط للتبادل

### 3-المجمع النقدي $M_2$ :

وهو المفهوم الموسع للنقود ويطلق عليه كذلك بالسيولة المحلية الخاصة، ويتكون بالإضافة إلى المجمع النقدي  $M_1$  من الودائع لأجل التي تمثل أشباه النقود، وهي الودائع المحددة بأجل معين والودائع بإشعار أي التي تستدعي تقديم طلب السحب في فترة زمنية تسبق تاريخ السحب، و الودائع المخصصة مثل ودائع المؤسسة المخصصة لتسديد أجور العمال، وسندات الصندوق والتي يصدرها البنك لأجل محدد، حيث يقوم المكتتب بإيداع مبلغ نقدي ويقوم بالسحب منه حسب الأجل، والودائع الدفترية وهي ودائع الادخار الموجود لدى المصارف وهي غير قابلة للتحريك بالشيك ولكن يتم تحريكها بتقديم دفتر الادخار ، مضافا إليها ودائع الخزينة العمومية قصيرة الأجل ، ويعبر عن المجمع  $M_2$  بالصياغة الرياضية التالية:  $M_2=M_1+DT$ ، حيث  $DT$  تمثل الودائع لأجل (أشباه النقود)، ويتوافق هذا

المجمع النقدي مع مفهوم النقود كوسيط للمبادلة ومستودع لها.

#### 4-المجمع النقدي $M_3$ :

ويعبر عن المفهوم الأوسع للنقود، وهو السيولة المحلية، ويتكون من المجمع  $M_2$ ، بالإضافة إلى مجموعة الودائع في المؤسسات غير المصرفية، والمتمثلة في الودائع لدى صناديق التوفير والاحتياط، وكذا سندات الخزينة العمومية والمكتتبه من طرف الخواص، والمؤسسات غير المالية أو سندات الخزينة العمومية على الوثائق، والتي تشبه سندات الصندوق التي تصدرها البنوك التجارية، كما يدرج بعض الخبراء في الإحصاء والمالية ضمن هذا المجمع كل أشكال التوظيفات النقدية بالعملة الأجنبية للمقيمين، مثل ودائع تحت الطلب، حسابات لأجل.

#### 5-المجمع النقدي $M_4$ :

ويندرج في هذا المجمع كل من العناصر المكونة للمجمع  $M_3$ ، بالإضافة إلى أوراق الخزينة التي يحوزها الأعوان غير المالكين الصادرة عن المؤسسات، كذلك سندات الخزينة القابلة للتداول الصادرة عن الدولة والموجودة بيد الأعوان غير المالكين. وتجدر الإشارة إلى أن مكونات الكتلة النقدية تختلف من دولة إلى أخرى، وبالنظر إلى الدول النامية نجد سرعة دوران النقود ضعيفة مما يجعلها تعتمد على المجمع  $M_1$  وأقصى تقدير تعتمد على المجمع  $M_2$ ، بينما في الدول المتقدمة تزداد سرعة دوران النقود حيث تعتمد في الغالب على المجمع  $M_3$  والمجمع  $M_4$ ، ويمكن تلخيص المجمعات النقدية حسب الشكل التالي:





## المحور الرابع: الأنظمة النقدية (نظام المعدن، الصرف بالذهب، نظام سعر الصرف المعموم):

بالرجوع إلى التاريخ النقدي، نجد أن المجتمعات البشرية في الأزمنة القديمة كانت تعتمد على ذاتها في تلبية احتياجاتها، ولم يكن آنذاك معنى لوجود التبادل ما بين الأفراد وسميت تلك المرحلة بالاكفاء الذاتي، ولكن مع تطور المجتمعات وزيادة الحاجيات وتنوعها ظهرت الحاجة إلى الاستفادة من مزايا التخصص في العمل وتقسيمه، وتبادل السلع المنتجة فيما بين الأفراد، والتي عرفت فيما بعد بالمقايضة، هذه الأخيرة حتى وإن كان ظهورها تلقائي و كنتيجة حتمية لتسوية المبادلات، إلا أننا إذا شخصنا مبادئها وجدناها عبارة عن نظام للمبادلة، يتكون من مجموعة من العناصر التي تتفاعل فيما بينها بعلاقات معينة لتحقيق أهداف محددة، فتحققها يتطلب وجود طرفين للتبادل، وموضوع للتبادل وهو التخلص من الفائض الإنتاج وسد العجز منه، ومقياس للتبادل وهو المقايضة أي تبادل سلعة مقابل سلعة أخرى بناءً على رضا وتوافق أطراف التبادل، وكثيراً ما كانت تتم المقايضة في الأسواق، ورغم أنها ساهمت عبر التاريخ في تسوية المبادلات إلا أنها لا تندرج ضمن النظام النقدي، ولكنها تعتبر صورة من صور اقتصاد المبادلات الحقيقية (العينية)، التي تلاشت مع الزمن وحلت محلها النقود، وانتقل العالم إلى اقتصاد جديد سمي بالاقتصاد نقدي نسبة إلى النقود وما تؤديه من وظائف ومنافع للمجتمع، وهذا لا يعني أن الاقتصاد الحقيقي غير موجود، وإنما يتعلق بمختلف الأنشطة التي تساهم في إنتاج السلع والخدمات، أما الاقتصاد النقدي فيتعلق بمختلف الأنشطة والعمليات التي تتعلق بالمعاملات النقدية، ومن هذا المنطلق نتساءل عن مفهوم النظام النقدي وما هي الأنظمة النقدية التي عرفها الاقتصاد النقدي.

### أولاً: النظام النقدي: مفهومه، خصائصه وأركانه

قبل التعرف على مختلف الأنظمة النقدية، ينبغي التعرف على مفهوم النظام النقدي وخصائصه والاركان التي يرتكز عليها في اقامته.

#### 1- مفهوم النظام النقدي:

يعرف النظام النقدي على أنه مجموعة من المؤسسات والترتيبات التي تدعم التبادل النقدي، أو بعبارة أخرى هو جميع أشكال النقود المتواجد في البلد كالنقود الورقية وأجزاء النقود وأنظمة الدفع وما إلى ذلك، وجميع المؤسسات والهيئات التي لها سلطة إصدار وإلغاء النقود أو تدميرها، كالبنك المركزي والخزينة العمومية، والبنوك التجارية ووزارة المالية، بالإضافة إلى كل الأطر والقوانين والإجراءات والتعليمات المرتبة والمنظمة لعملية خلق النقود وإلغائها (تدميرها) داخل البلد.

نشير إلى أن تطور مفهوم النظام النقدي، واتساع نشاط الدول وعلاقتها الدولية، ساهم في ظهور نظام نقدي ما بين الدول وينحصر مفهومه حول العلاقات النقدية الدولية الناتجة عن مختلف العقود والاتفاقيات المبرمة بين الدول

في ظل وجود وسائل دفع دولية لتسوية المبادلات الدولية.

## 2- خصائص النظام النقدي:

بصفة عامة يتميز النظام النقدي بالخصائص التالية:

- النظام النقدي هو نظام مركب من مجموعة من العناصر التي تكون أساسية وثنائية، في هذا النظام تعتبر القاعدة النقدية العنصر الأساسي في تكوينه وهي معيار لقياس القيم الاقتصادية، كما أنها تعكس طبيعة النظام السائد.

- النظام النقدي هو نظام ديناميكي وتاريخي: حيث يتأثر ويؤثر في البيئة المتواجدة فيها، فهو يؤثر فيها من خلال مخرجاته التي يستجيب من خلالها للمتطلبات المتغيرة لقطاع العائلات والشركات والمتعاملين، ويتأثر بها من خلال مدخلاته التي تنتجها البيئة التي ينشط فيها، ولعل التطورات الحديثة في مجال التكنولوجيا أهم متغيرات البيئة التي تأثر بها، كما أن النظام النقدي يتغير مع التطور التاريخي، حيث أنه انتقل من نظام المبني على النقود السلعية إلى النظام المبني على المعدن مثل الذهب والفضة، إلى النظام المبني على الأوراق النقدية والنقود الكتبية والالكترونية الحديثة.

- فرع من النظام الاقتصادي والاجتماعي للبلد، فهو يتطور ويتكيف مع مختلف التغيرات الهيكلية التي تحدث في الاقتصاد والمجتمع. فالنظام النقدي في ظل النظام الرأسمالي يختلف عن ذلك المتواجد في البلدان التي تنتهج النظام الاشتراكي أو المجتمعات الاسلامية المبني اقتصادها على أحكام الشريعة الإسلامية. فمثلا الاقتصاد الجزائري تحول من النظام الاشتراكي إلى نظام اقتصاد الحر، الذي صاحبه تحول في النظام النقدي حيث أصبح السعر يتحدد بتفاعل العرض مع الطلب في السوق، عكس المرحلة الاشتراكية التي كان فيها السعر محدد من طرف الدولة (التدخل النقدي).

## 3- أركان النظام النقدي:

في الوقت الراهن تكاد تكون الأنظمة النقدية متشابهة في جميع البلدان، وبصفة عامة نجد ثلاث مستويات لأركان النظام النقدي وهي:

- النقود المستخدمة في المجتمع بمختلف أنواعها أي عرض النقود.

- الجهات التي تتولى عملية إصدار وخلق النقود وتدميرها، كالبانك المركزية التي تحتكر عملية إصدار النقود، والبنوك التجارية والخزينة العمومية بإمكانهما خلق النقود، وتدمير النقود، غالبا ما يكون من صلاحيات البنك المركزي أو الخزينة العامة.

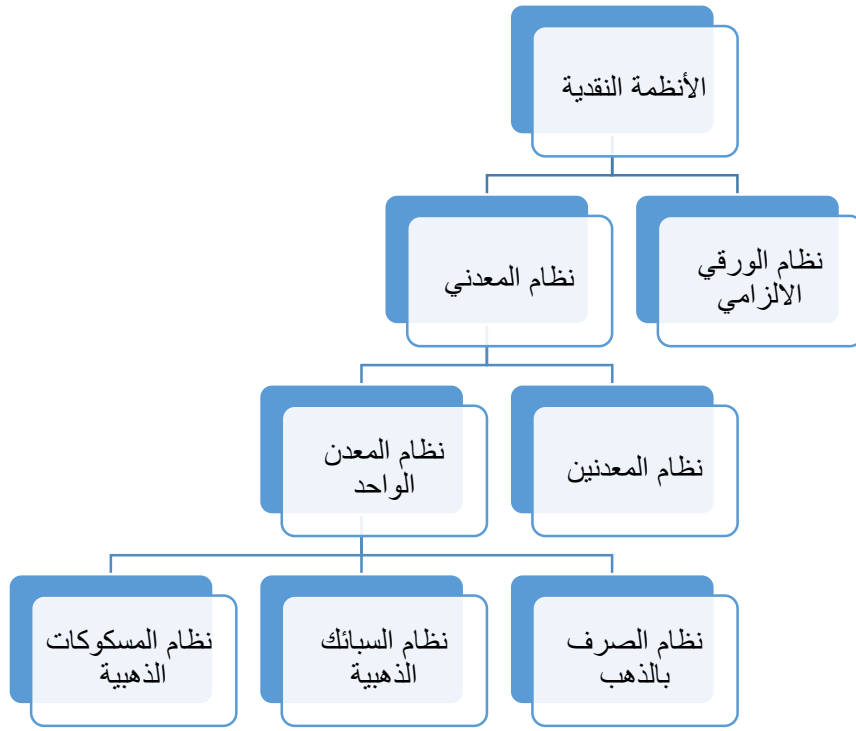
- التشريعات والتنظيمات والقواعد المنظمة والمسهلة لأداء النقود لوظائفها.

#### 4- خصائص النظام الجيد:

- حتى يكون النظام النقدي جيدا يجب أن تتوفر فيه المميزات التالية:
- الكفاءة والفعالية في إدارة كمية النقود: وهي مهمة البنك المركزي أو من يمثله حيث يسعى إلى التحكم والحد من التوسع النقدي المفرط ومعالجة الانكماش النقدي، في إطار ما يحقق رفاهية المجتمع في البلاد.
  - مرونة النقود: توجد أطر ونصوص قانونية تسمح بالتبادل ما بين أنواع النقود بدرجة مرتفعة المرونة، فكلما كانت العناصر المكونة للنقود على درجة عالية من المرونة كلما استطاع الأفراد مسايرة التغيرات النقدية، فمثلا إذا قام البنك المركزي بتحديد كمية النقود المتداولة يكون بإمكان الأفراد سحب ودائعهم الجارية بكل سهولة، نتيجة الموقع المالي الحسن للبنوك، أو تحويل نقودهم إلى نقود جزئية بكل سلاسة دون وجود عوائق نتيجة المناخ النقدي المرن.
  - تعادل القوة الشرائية بين الأنواع المختلفة للنقود: أي أن الأفراد باستطاعتهم تحويل أي نوع من النقود إلى نوع آخر دون أن تتخفف قوته الشرائية، مثلا إذا كان شخص يملك 10000 وحدة نقدية تمكنه من شراء 5 طاولات، وإذا افترضنا أن هذا الشخص قام بإيداع هذا المبلغ في حسابه الجاري المصرفي، فيمكن له أن يحرر شيك بنفس المبلغ مقابل شراء نفس الكمية من هذه البضائع، دون أن تكون هناك خسارة بغض النظر عن تلك المصاريف التي يتحملها في شكل خدمات مالية وهي قليلة من حيث قيمتها.
  - الثبات النسبي في القوة الشرائية: القوة الشرائية هي قيمة النقود ويعبر عنها بمقلوب الأسعار، فكلما كان هناك استقرار في الأسعار كلما كان هناك ثبات في قوة الشرائية للنقود.
  - الشعور بالأمان: من مميزات النظام النقدي الجيد أنه يسمح للجميع بإجراء التعاملات المالية بطريقة سليمة وآمنة وفعالة، وعلى الرغم من أن النقود في الأنظمة الحديثة ليس لها قيمة ذاتية كالنقود السلعية أو المعدنية مثل الذهب والفضة، إلا أن قيمتها تظهر من قوة القانون، وذلك أن الحكومات تضمن هذه النقود مما يجعلها محل ثقة في إجراء المبادلات.
  - مرنا على المستوى الخارجي: ويظهر ذلك من خلال درجة استعمال النقود المحلية في البلدان الأجنبية، فكلما كان استعمالها بكمية كبيرة كلما دل على قوة النظام النقدي للبلد، ولعل الدولار الأمريكي وعملة الأورو الأوروبي تكاد تكون العملتان المستعملتان بكثرة في العالم الخارجي، مما يجعل نظام النقدي سواء الأمريكي أو الأوروبي من أقوى الأنظمة في العالم الحديث.

#### ثانيا: الأنظمة النقدية

وتتمثل في مختلف أنواع النقود التي عرفتتها المجتمعات عبر التاريخ ابتداء من نظام المعدن الواحد، إلى نظام المعدنين، والنظام الورقي الإلزامي، ويمكن التعبير عن هذه الأنظمة من خلال الشكل التالي:



## 1-النظام المعدني:

ونقصد به نظام النقود المعدنية التي ظهر عقب فشل المقايضة والنقود السلعية في تأدية مهامها في المبادلات، وهو نظام يرتكز على المعادن، حيث في بداية ظهوره ارتكز على المعادن الرخيصة كالبرونز ثم بعد ذلك ارتكز على المعادن النفيسة كالذهب والفضة في قياس القيم الاقتصادية، ومقارنتها مع بعضها البعض وقد عرف هذا النظام شكلين، نظام معدن الواحد ونظام المعدنين.

### 1-1-نظام المعدن الواحد:

وهو نظام يرتكز على معدن واحد، الذهب أو الفضة، وتشكل قاعدة المعدن الواحد بناءً على وزن معين تقره الدولة، بعد تحديد درجة نقاوته، ليصبح وحدة نقدية قابلة للاستخدام في عملية التبادل ، ومن أهم قواعد نقود المعدن واحد قاعدة الذهب، وقاعدة الفضة إلا أن هذه الأخيرة لم تستخدم بكثرة من قبل الدول، وبالتالي كان تأثيرها على النشاط الاقتصادي محدوداً، ويعتبر نظام قاعدة الذهب من أقدم الأنظمة التي عرفها التاريخ ، والنموذج التقليدي لنظام المعدن الواحد، وتوجد ثلاثة صور لنظام قاعدة الذهب، نظام المسكوكات الذهبية، نظام السبائك الذهبية، نظام الصرف بالذهب.

### أ-نظام المسكوكات الذهبية: 1816-1914

وهو أولى الأشكال التي عرفها نظام قاعدة الذهب، حيث اعتمده بريطانيا بشكل رسمي عام 1821، وفيه يتم سك الذهب بوزن معين، بعد تحديد عياره، ليشكل الوحدة النقدية، الممثلة بقطعة نقدية التي تكون متجانسة من حيث

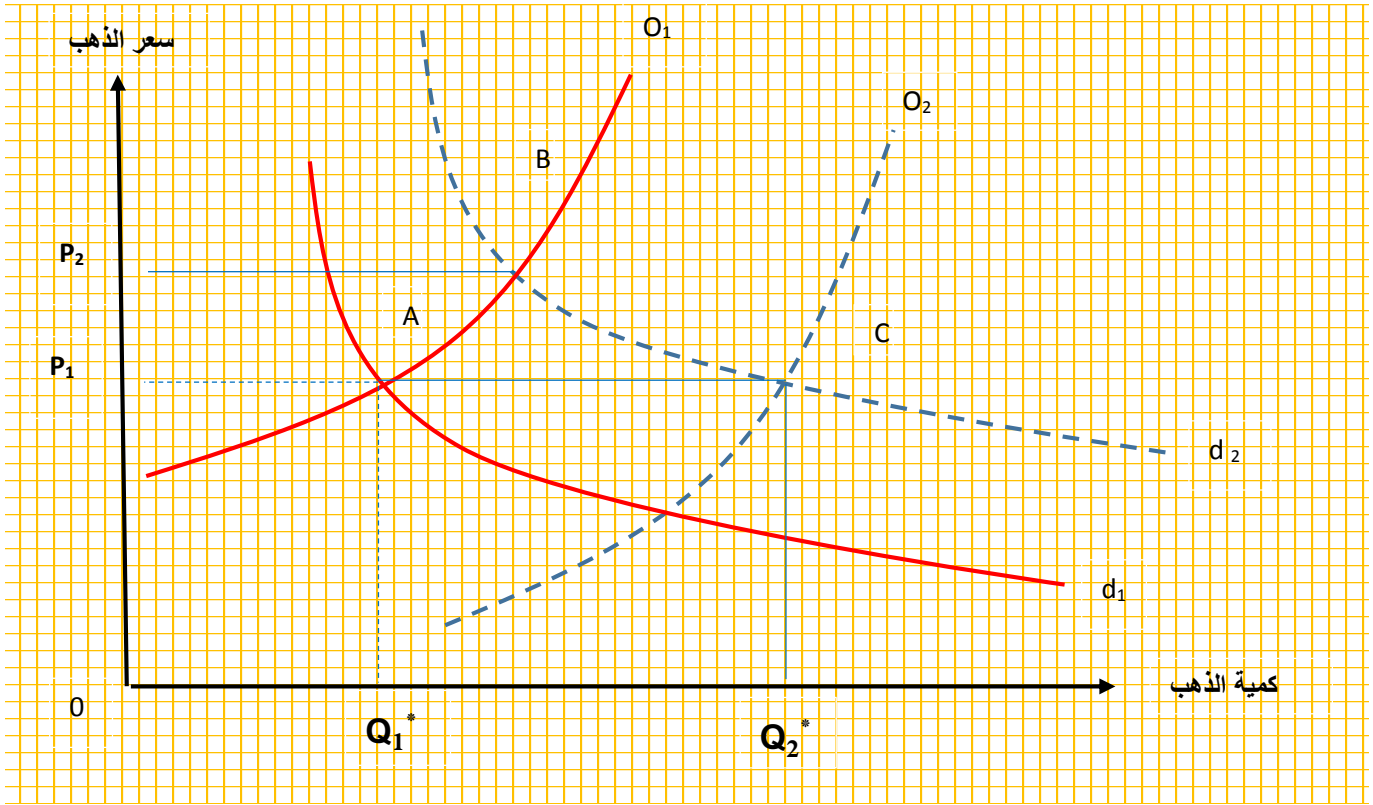
الوزن والشكل ويوضع عليها بعض رموز الدولة، ويشترط في نظام المسكوكات الذهبية توفر الشروط التالية:  
 -تبنى الوحدة النقدية على أساس وزن ثابت وعيار من الذهب، تفرضه الدولة في جميع أنحاء البلاد.  
 - حرية سك الذهب إلى سبائك ذهبية بدون مقابل، حتى وإن كان هناك مقابل يكون زهيدا، وهذا تجنباً لارتفاع القيمة الإسمية عن الحقيقية للمسكوكات الذهبية.  
 -حرية تحويل المسكوكات الذهبية إلى سلع ذهبية بدون أي قيود أو شروط، تقاديا لانخفاض القيمة الإسمية عن القيمة الحقيقية للمسكوكات الذهبية.  
 -توجد إمكانية لتحويل كل أنواع العملات إلى مسكوكات ذهبية، فمثلا إذا يمكن تحويل النقود الورقية الى مسكوكات ذهبية.

-السهر على حرية تصدير واستيراد الذهب، بغية الحفاظ على ثبات القيمة الداخلية عند صرفها بالقيمة الخارجية لها.

بالنظر إلى الشروط السابقة يعتبر الشرط الأول شرطا أساسيا لقياس القيم الاقتصادية، وهو يمثل القاعدة الأساسية لإصدار النقود الذهبية، أما الشرط الثاني والثالث هما شرطان ضروريان لضمان تساوي القيمة الحقيقية للمسكوكات الذهبية مع القيمة الإسمية لها، ويمكن توضيح ضرورة توفر هذان الشرطان باستخدام فكرة العرض والطلب في السوق.

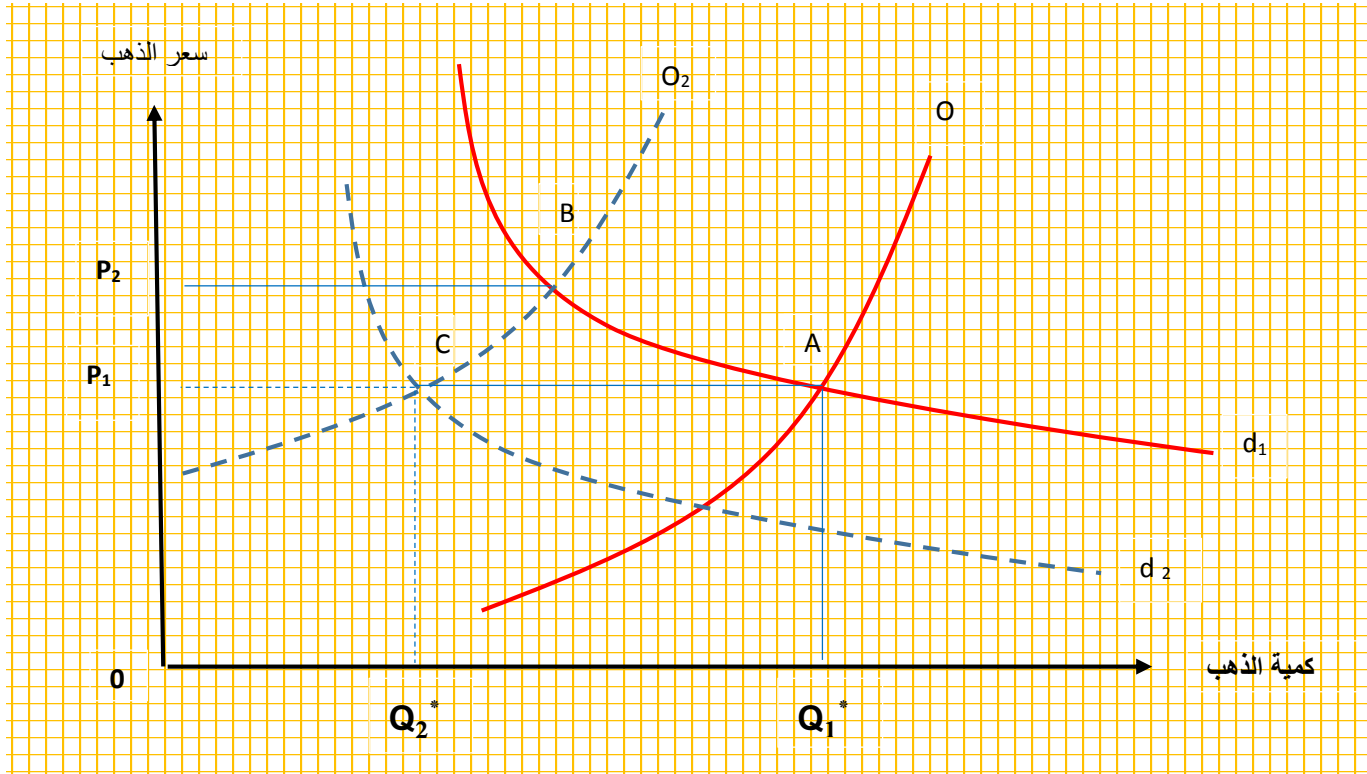
### بالنسبة لشرط الثاني:

نفترض أن القيمة الإسمية للمسكوكات الذهبية  $P_1$  تساوي القيمة الحقيقية (القيمة السوقية) لها، ولنفرض كذلك أنه لسبب ما ارتفع الطلب على الذهب، هذا ما يؤدي إلى انتقال منحى الطلب على الذهب ( $d_1$ ) إلى أعلى ممثلا بمنحى ( $d_2$ )، محدثا بذلك توازنا جديدا عند النقطة ( $B$ )، أي أن سعر الذهب في السوق يرتفع من  $P_1$  إلى  $P_2$ ، وهذا ما يدفع الأفراد إلى الاحتفاظ بالذهب، والتخلص من المسكوكات الذهبية التي يملكونها لأن سعرها الحقيقي ارتفع، من خلال تحويلها إلى ذهب وبيعه في السوق رغبة في تحقيق الأرباح، طالما عملية الصهر والتحويل غير مكلفة، مما يزيد من عرض الذهب في السوق (يرتفع من  $O_1$  إلى  $O_2$ )، وتستمر العملية إلى أن يتساوى العرض مع الطلب عليه في السوق ( $d_2=O_2$ )، وذلك عند النقطة ( $C$ )، أي تتحدد كمية توازن جديدة ( $Q^*_2$ ) عند نفس سعر التوازن السابق ( $P_1$ ) أي عند القيمة الاسمية للمسكوكة الذهبية، أما إذا انعدم هذا الشرط أي أن تحويل المسكوكات الذهبية إلى ذهب يتطلب ثمن أكبر من أو يساوي الفارق بين القيمة الحقيقية والقيمة الاسمية للمسكوكات الذهبية، فإن عملية التحويل تصبح غير هادفة. وبالتالي تتفوق القيمة الحقيقية للمسكوكات الذهبية عن القيمة الإسمية لها، مما يجرد هذا النظام من كونه مقياس حقيقي للقيم. ويمكن توضيح ذلك من خلال الشكل التالي:



### بالنسبة لشروط الثالث:

نفترض أن القيمة الإسمية للمسكوكات الذهبية ( $P_1$ ) تساوي القيمة الحقيقية (القيمة السوقية) لها، ولنفرض كذلك أنه لسبب ما انخفض الطلب على الذهب فإن ذلك يؤدي إلى انتقال منحى الطلب على الذهب ( $d_1$ ) إلى أسفل ممثلاً بالمنحى ( $d_2$ )، محدثاً بذلك نقطة توازن جديدة ( $B$ )، حيث ينخفض سعر الذهب في السوق (من  $P_1$  إلى  $P_2$ )، وهذا ما يدفع الأفراد إلى الاحتفاظ بالمسكوكات الذهبية لأن سعرها الحقيقي انخفض، والتخلص من ما يملكونه من الذهب لأن سعره في السوق قد انخفض وذلك بتحويله إلى مسكوكات ذهبية بحثاً عن تحقيق الأرباح، طالما عملية الصهر والتحويل الذهب إلى مسكوكات ذهبية ممكن، مما يخفض من عرض الذهب في السوق (من  $O_1$  إلى  $O_2$ )، وتستمر العملية إلى أن يتساوى العرض مع الطلب عليه ( $d_2 = O_2$ )، ويتحدد بذلك التوازن في السوق عند نقطة جديدة ( $C$ )، أي عند كمية التوازن جديدة ( $Q_2^*$ ) وعند سعر الاسمي للذهب ( $P_1$ )، أما إذا انعدم هذا الشرط أي أن تحويل الذهب إلى مسكوكات ذهبية غير ممكن نتيجة قيود معينة، فإن عملية التحويل تصبح غير مبررة، وبالتالي تتفوق القيمة الاسمية عن القيمة الحقيقية للمسكوكات الذهبية، مما يجرد هذا النظام من كونه مقياس حقيقي للقيم. ويمكن توضيح ما سبق بالاعتماد على الشكل التالي:



أما فيما يخص الشرط الرابع فهو يتعلق بتحديد العملة الوطنية بدلالة العملة الأجنبية بقيمة ثابتة، حيث أن حرية التصدير والاستيراد للذهب يحافظ على تعادل سعر الذهب محليا ودوليا، وبطبيعة الحال يتم أخذ في الحسبان تكاليف نقل وتأمين الذهب.

### ب- نظام السبائك الذهبية: 1925-1936

عقب الحرب العالمية الأولى وما تطلبته من نفقات لتمويل العمليات الحربية خاصة تلك المتعلقة بشراء الأسلحة والعتاد العسكري، وكاستجابة لهذا الوضع عملت البنوك المركزية على تحويل جزء كبير من الذهب لمقابلة نفقات الحرب، مما قلل من كمية الذهب الموجهة لإنتاج المسكوكات الذهبية داخل البلدان، الذي انعكس سلبا على طلبات الأفراد على هذه المسكوكات الذهبية نتيجة زيادة حاجياتهم، ومن أجل تلبية هذه الطلبات قامت البنوك المركزية بتقليص نسبة الغطاء الذهبي، متجاوزة بذلك أهم بنود وشروط نظام المسكوكات الذهبية، كما تميزت هذه الفترة باستحالة تصدير الذهب من بريطانيا إلى الدول الأخرى، وأمام هذه الظروف الصعبة وفي عام 1921 قررت مجموعة من البلدان والمتمثلة في إنجلترا وفرنسا، وإيطاليا والولايات المتحدة الأمريكية عقد مؤتمر في "جنوا" في إيطاليا، الذي اتفقوا فيه على ما يلي:

-التخلي عن نظام المسكوكات الذهبية، واستبداله بنظام السبائك الذهبية ابتداء من سنة 1925

-تقييد عملية سك وصهر النقود المعدنية.

- الحد من عملية تحويل النقود الورقية إلى ذهب، من قبل الأفراد عن طريق تضخيم حجم السبيكة الذهبية. وبموجب هذا النظام لم يعد بالإمكان تحويل الأوراق النقدية إلى مسكوكات ذهبية، وإنما يتم تحويلها إلى سبائك ذهبية كبيرة، مما قلص من فرص الأفراد في حصولهم على السبائك الذهبية ، بالإضافة إلى ما سبق تستخدم الأوراق النقدية المضمونة بالذهب في المبادلات الداخلية، بينما يستخدم الذهب بصفة مباشرة في المبادلات الدولية الكبيرة حيث يتم تحويله إلى العملات الأجنبية القابلة للتحويل، ويتميز هذا النظام بأنه يساعد على تجميع الاحتياطيات الذهبية لدى البنوك المركزية، مما يساهم في إحكام الرقابة على أسعار الذهب وحركاته الدولية، مما يساعد على نجاح الإدارة نقدية ومجابهة الازمات النقدية بإجراء السياسات النقدية المناسبة للمحافظة على الاستقرار النقدي.

رغم أن نظام السبائك الذهبية استطاع إلى حد كبير تجاوز بعض المشاكل التي ظهرت في نظام المسكوكات الذهبية إلا أنه أصبح عاجزا وفاشلا أمام تفاقم الأوضاع خاصة الاقتصادية ، حيث أنه في سنة 1929 شهد العالم أزمة اقتصادية حادة انعكست سلبا على جميع المستويات ، فارتفعت بذلك معدلات التضخم إلى حدود قصوى (أكثر من 60 % )، كما انخفض سعر الصرف وارتفعت معدات البطالة نتيجة افلاس المؤسسات، وفي خضم هذه الظروف الصعبة ضعفت ثقة الأفراد في الأوراق المالية وزاد طلبهم على النقود، في الوقت الذي أصبحت البنوك غير قادرة على تلبية مطالبهم نتيجة انخفاض الاحتياط من الذهب في كافة البلدان، ومع استمرار الوقت أدركت الدول ضرورة التخلي عن هذا النظام فتخلت عنه إنجلترا عام 1931 وأمريكا عام 1933 وفرنسا وباقي دول العالم عام 1936.

### ج- نظام الصرف بالذهب:

هو آخر الصور لقاعدة الذهب، ظهر مع الأحداث التي صاحبت أزمة 1929 وما خلفته من آثار سلبية على اقتصاديات بلدان العالم، كما أن فترة الحرب العالمية الأولى، شهدت تسرب كميات كبيرة من الذهب من الدول الأوروبية إلى الولايات المتحدة الأمريكية من أجل تمويل العمليات الحربية، وبذلك تضررت الدول الأوروبية من انخفاض مخزون الذهب الاحتياطي، وتعززت أمريكا باحتياطيات كبيرة منه ، ضف إلى ذلك فإنها من بين البلدان التي تأخرت في دخول الحرب العالمية ، مما قلل من خسائرها، وأكسبها موقعا نقديا رائدا، وبغية التخلص من مشكل صعوبة اصدار السبائك الذهبية بسبب نقص احتياطي الذهب، عازمت مجموعة البلدان العظمى في العالم عقد اجتماع لتدارس الوضع الذي نتج عنه استبدال نظام السبائك الذهبية بنظام جديد وهو نظام الصرف بالذهب، حيث يتم إصدار الأوراق النقدية مقابل عملات أجنبية تكون مغطاة بالذهب، أي هناك عملات مركزية تكون مغطاة بالذهب وعملات تكون تابعة لها، وقد رحبت كثيرا بهذا النظام الجديد الولايات المتحدة الأمريكية ، باعتبارها قوة نقدية عالمية تملك أكبر احتياطيات الذهب، وتعزز بذلك الدولار الأمريكي وأصبح عملة مركزية تستند إليه معظم الدول في إصدار النقود بدل الذهب الذي كان المرجع الأساسي لإصدار النقود، كما رحبت به إنجلترا من كونها تجنبت تلك الاستنزافات



لاحتياطاتها الذهبية التي كانت تتحملها نتيجة التحويل بالذهب في مستعمراتها، حيث أنها أصبحت تصدر سندات حكومية لإصدار النقود ، ويتميز هذا النظام من حيث أنه ذو صبغة عالمية على خلاف النظام السابق الذي كان نظام محلي وقومي، ترتبط فيه العملة بطريقة غير مباشرة بالذهب، حيث يمكن إصدار عملات البلد مقابل عملة أساسية تكون مغطاة بسبائك الذهبية، مثلا عندما يقوم بلد ما بتصدير سلعة معينة إلى أمريكا حتما يتحصل على دولارات أمريكية، هذه الأخيرة تعتبر كأساس لإصدار نقود وطنية يتم التعامل بها داخل البلد، كما يمكن الاعتماد على السندات وأذونات الخزينة في إصدار النقود.

## 1-2- نظام المعدنين:

يرتكز هذا النظام على قاعدة نقدية ذات معدنين، الذهب والفضة، حيث تعرف الوحدة النقدية بوزن و عيار معين من الذهب أو الفضة تجرى على أساسها عملية التبادل، ويرجع استخدام هذا النظام إلى كون وجود معدنين كفيل بإعادة التوازن في حالة حدوث تغيرات في أحد المعدنين، إذ يتم تعويضه بالمعدن الثاني الذي يتميز بخصائص تكون معاكسة للمعدن الأول، كما أن استخدام معدنين يجنب المجتمع من مشكلة ندرة الذهب والمحافظة عليه، أي توسيع قاعدة النقود، حيث تتمكن الدولة من مواجهة طلبات المجتمع اتجاه النقود المعدنية. ويقتضي تبني نظام المعدنين توفر الشروط التالية:

- تحديد وزن و عيار معين لتعريف الوحدة النقدية سواء كانت الذهب أو الفضة، مما يحدد العلاقة القانونية بين المعدنين، على سبيل المثال وحدة نقدية من الذهب تساوي 12 وحدة نقدية من الفضة، الرقم 12 يمثل معدل أو نسبة الذهب إلى الفضة التي من خلاله تتعادل الودعتان النقديتان.

- توجد حرية سك المعدنين، أي تحويل الذهب أو الفضة كسلعة إلى نقود معدنية بموجب القانون، بدون أن تتحمل تكلفة واضحة، وهذا حتى لا تقل القيمة الحقيقية للمعدن عن قيمتها الاسمية.

- توجد حرية صهر النقود سواء الذهبية أو الفضية وتحويلها إلى سلع بدون قيود، حتى لا ترتفع القيمة الحقيقية عن القيمة الاسمية للمعدن.

- يسمح هذا النظام بتصدير واستيراد المعدنين بكل حرية.

لقد استخدم هذا النظام من قبل الكثير من الدول، فقد تبنته الولايات المتحدة الأمريكية عام 1792، وحددت قيمة 24,75 غرام من الذهب الخالص كوزن ومعيار للوحدة النقدية المتمثلة في الدولار الأمريكي، أما وحدة النقدية للفضة فقد حددت لها وزن و عيار 371.25 غرام من الفضة الخالصة، وقياس وزن الفضة بالنسبة إلى وزن الذهب، نتحصل على النسبة القانونية التالية: وحدة نقدية من الذهب تساوي 15 وحدة نقدية من الفضة أي واحد غرام من الذهب يساوي خمسة عشر غرام من الفضة، كما اتبعت فرنسا هذا النظام عام 1803 حيث عادلت بين 1 غرام من الذهب بـ: 15,5 غرام من الفضة في تحديد الوحدة النقدية الواحدة.

وحسب شروط نظام المعدنين يجب أن تتساوى النسبة القانونية للذهب إلى الفضة مع النسبة التجارية للذهب إلى الفضة، فلو حدث وأن انخفضت النسبة التجارية للذهب إلى الفضة، بطبيعة الحال مع بقاء النسبة القانونية على حالها، في هذه الحالة نقول أن القيمة التجارية للذهب ارتفعت والقيمة التجارية للفضة انخفضت، فعلى سبيل المثال لدينا بلد معين حدد القيمة القانونية للوحدة النقدية بـ: 1 غرام من الذهب الخالص أو 12 غرام من الفضة الخالصة، فتكون النسبة القانونية للذهب إلى الفضة تساوي  $12 \text{ غ} \div 1 \text{ غ} = 12$ ، ولنفتراض أنه لسبب ما ارتفعت النسبة التجارية للذهب إلى الفضة وأصبحت 15، أي 1 غرام من الذهب يساوي 15 غرام من الفضة، وفي هذه الحالة نقول أن القيمة التجارية للذهب ارتفعت أي أن قيمة واحد غرام من الذهب ارتفع من 12 غرام فضة إلى 15 غرام فضة، أي بزيادة قدرها 3 غرام من الفضة ( $25\% = 12 \div 3$  من الفضة)، بينما انخفضت القيمة التجارية للفضة، من 12 إلى 15 غرام من الفضة، أي أننا كنا نزن 12 غرام للحصول على غرام واحد من الذهب أصبحنا نزن 15 غرام من الفضة للحصول على غرام واحد من الذهب، أي قيمة الفضة انخفضت بـ: 3 غرام من الفضة ( $25\%$  من الفضة).

وفي حالة ما قام الأفراد بصهر المسكوكات الذهبية ذات 1 غرام إلى ذهب في شكل سلعة، طالما عملية الصهر لا تتطلب تكاليف ولا يفقد الذهب الكثير من وزنه، ليتم بيعه في السوق بـ: 15 غرام من الفضة، أي 1,25 مسكوكة فضية، بعبارة أخرى نتحصل على مسكوكة فضية تزن 12 غرام، بالإضافة إلى ( $0,25 = 12 \div 3$ ) مسكوكة فضية والتي تزن 3 غرام من الفضة، وهي تمثل قيمة الربح، وعليه يمكن القول أن عملية صهر نقود الذهب تجعله يختفي، ويتم تعويضه بالمسكوكات الفضية، أي حجم نقود الفضة يرتفع، وبالتالي نقود الفضة تطرد نقود الذهب من خارج التداول النقدي، وهذا ما أشار إليه قريتشام في القرن السادس عشر بمقولته الشهيرة "نقود رديئة تطرد نقودا جيدة"، وتجدر الإشارة إلى أن العالم شهد هذه الحالة حيث تزايد حجم الذهب في السوق نتيجة اكتشاف مناجم الذهب مثلا في سنة 1847 في كاليفورنيا و أستراليا ما بين 1851 و 1859 وجنوب إفريقيا 1884-1885، حيث انخفضت القيمة التجارية للذهب، مما أدى إلى التخلي عن النقود الفضية الجيدة واستبدالها بالنقود الذهبية الرديئة، ومع اكتشاف مناجم الفضة في عام 1870، زاد عرضها كسلعة في السوق وبالتالي انخفضت قيمتها السوقية، بالمقارنة مع الذهب، مما أدى إلى التخلي عن الذهب كنقود جيدة، وزيادة استخدام الفضة كنقود رديئة، ورغم كل المحاولات والمجهودات التي تبنتها الدول في إطار المحافظة على نظام المعدنين، أي نقود الذهب إلى جنب نقود الفضة إلا أنها فشلت مثل دول الاتحاد اللاتيني، وفي النهاية تم تبني نظام المعدن الواحد وخصوصا معدن الذهب الذي كان غطاءً ثميناً لإصدار الأوراق النقدية.

## 2-النظام الورقي الإلزامي:

إن المنتبع للاقتصاد النقدي، ليدرك تماما أن أشكال النقود ما هي إلا انعكاس لدرجة تطور الثقة فيها ما بين أفراد المجتمع، حيث أن النظام النقدي قد قطع مراحل تاريخية طويلة، بدءاً من مرحلة النقود السلعية والمعدنية سواء

الذهب أو الفضة وكلاهما نقود استمدتا ثقة الجمهور من القيمة الذاتية لهما، لتزداد درجة الثقة في النقود حيث تحولت إلى نقود ورقية ليس لها قيمة ذاتية ولكنها مغطاة بالذهب بطريقة مباشرة أو غير مباشرة، لتزداد الثقة في التعامل بها عبر التاريخ إلى درجة التخلي عن تغطيتها، حيث أصبحت النقود مجرد أوراق نقدية لا قيمة لها ولا مقابل حقيقي لها، وإنما تستمد ثقتها في التداول من قوة القانون، وهي النقود الورقية الإلزامية.

وقد ظهر نظام الأوراق الإلزامية كنتيجة حتمية لعجز نظام الذهب كقاعدة نقدية في حل ومواجهة الأزمات النقدية خاصة في الحروب ، حيث تزايد الطلب على الذهب المخصص سواء لإنتاج العملات أو لإنتاج المنتجات الذهبية، فبعد الحرب العالمية الثانية وما خلفته من أزمات وأحداث قرر مجموعة من البلدان الكبرى من بينها الولايات المتحدة الأمريكية وبريطانيا في عام 1943 التفكير في عقد اجتماع والتباحث حول وضع نظام نقدي جديد، يكون كفيل بتسوية ما خلفته الحرب العالمية، وبالفعل فقد عقد هذا الاجتماع في سنة 1944 وأطلق عليه مؤتمر بريتن وودز حضره حوالي 730 مندوب من بين 44 دولة، وقد أقيم هذا الاجتماع في نيوها موبشر في الولايات المتحدة الأمريكية، حيث توافد المشاركون فيه من 1 يونيو إلى 22 يونيو من عام 1944 ، للمشاركة في المؤتمر النقدي والمالي للأمم المتحدة، وقد توصل الاجتماع إلى التخلي عن النظام السابق النقدي لقاعدة الذهب، واستبداله بنظام جديد مبني على تحديد سعر لكل عملة من خلال الذهب أو الدولار الأمريكي المغطى بالذهب، ويمكن لأي بلد في حالة وجد أن أسعار الصرف قد انحرفت أو انخفضت قيمتها أن يقوم بتثبيتها بالاتفاق مع صندوق النقد الدولي الذي أحدث بموجب هذا المؤتمر، وهذا ما يجعل سعر الصرف يمكن أن يكون ثابتا أو مرنا. ومع تطور اقتصاديات بلدان العالم، وازدياد تحويل العملات إلى دولارات أمريكية، زادت الثقة أكثر وأكثر في الدولار، وأخيرا قررت الولايات المتحدة الأمريكية التخلي عن تغطيته بالذهب عام 1971، ليصبح الدولار عملة عالمية غير مغطاة بالذهب، ولكن تكتسب قيمتها من ثقة الأفراد فيها على المستوى العالمي، وعليه أصبحت النقود التي يتم التعامل بها مجرد أوراق ولكنها تصدر بقوة القانون، ويقصد بنظام الورق الإلزامي ذلك النظام الذي لا يرتكز على الذهب أو أي معدن آخر سواء بطريقة مباشرة أو غير مباشرة في إصدار النقود وإنما تستمد قيمتها من القوة الإلزامية لها، حيث يتم إصدار النقود بناءً على متطلبات واحتياجات النشاط الاقتصادي وأوضاعه، وحسب كمية احتياطات من العملة الأجنبية المتواجدة في البلد.

ويختلف هذا النظام عن نظام قاعدة الذهب من حيث أنه يمكن زيادة الكتلة النقدية أو تخفيضها حسب الوضعية الاقتصادية، سواء كانت انكماش نقدي أو تضخم، وينصح بعدم الإفراط في إصدار الأوراق النقدية من قبل السلطات النقدية حتى لا تتخفف قيمتها الحقيقية، أي تقاوم التضخم وبالتالي تفقد ثقتها لدى الجمهور.

وتجدر الإشارة إلى أن النقود الورقية الإلزامية لا يمكن التعامل بها دوليا إلا إذا كانت نقودا ارتكازية، تتمتع بالقبول العام كأداة لتسوية المبادلات الدولية، ومخزنا لتوفير الاحتياطات من السيولة الدولية.

وفي الوقت الحالي لا يزال النظام النقدي قائماً على الدفع الورقي والالكتروني جنباً إلى جنب، في حين أن الاقتصاد العالمي يتجه نحو الاقتصاد الرقمي، مما يتطلب نظاماً نقدياً يتكيف مع هذا الاقتصاد أي نظام مبني على النقود الرقمية، وعليه فعالم اليوم مطالب أكثر من أي وقت مضى بالمضي قدماً نحو استخدام تكنولوجيا المتقدمة والتشريعات والترتيبات اللازمة، لإنجاح النقود الرقمية في تسوية المعاملات المالية، على المستوى المحلي والعالمي بالطريقة المقبولة والصحيحة والهادفة.

ولكن نتساءل هل أن نظام النقدي الرقمي المرتقب هو تطور وامتداد للنظام النقدي الالزامي، أم أن قيام النظام الرقمي يتولد عنه ظهور عملات رقمية ارتكازية جديدة، تقلب موازين القوى النقدية في العالم.

### 3-نظام سعر الصرف المعموم:

في سنة 1971 تخلت أمريكا عن تغطية الدولار بالذهب، وأصبح سعر الصرف يتحدد عن طريق العرض والطلب، فالطلب على العملة ينشأ من عملية الاستيراد، فعندما يقوم البلد بشراء سلعة معينة من أمريكا مثلاً فإنه يطلب على الدولارات الأمريكية من أجل تسديد هذه السلع أي صرف العملة المحلية بالدولار الأمريكي، أما العرض العملة فينشأ نتيجة التصدير، فعندما يقوم بلد ما بشراء سلعة معينة من الولايات المتحدة الأمريكية مثلاً فإنه يتحصل على الدولارات الأمريكية التي تزيد من العرض، وعليه كلما زادت صادرات البلد زاد عرض العملة والعكس صحيح، ونفس الشيء للطلب كلما زاد الاستيراد زاد الطلب على العملة الأجنبية.

وعليه كل زيادة في العرض للعملة مع ثبات الطلب على العملة يؤدي إلى انتقال منحنى العرض نحو اليمين، محدثاً بذلك انخفاضاً في سعر صرف الدولار، كما أن زيادة الطلب على العملة يؤدي إلى انتقال منحنى الطلب نحو الأعلى، محدثاً بذلك ارتفاعاً في سعر صرف الدولار، ويتفاعل العرض والطلب على العملة يتحدد سعر الصرف.

## المحور الخامس: النظريات (الكلاسيكية والحديثة) والسياسات النقدية

لقد حظي موضوع النقود بأهمية بالغة لدى مختلف المفكرين والعلماء الاقتصاديين في آرائهم وتحليلهم، باعتبارها متغير أساسي يؤثر ويتأثر بمختلف المتغيرات الاقتصادية للبلد، فهي أحد المواضيع المهمة التي تناولتها النظرية النقدية كونها جزء من النظرية الاقتصادية، حيث ركزت في تفاسيرها للنقود على العوامل المحددة والمؤثرة على قيمة النقد خلال فترة زمنية معينة، كما تبحث هذه النظرية في مختلف الآثار والنتائج التي تتركها النقود نتيجة تغيراتها على مؤشرات الاقتصاد الكلي للبلد، كما تناولت هذه النظرية مختلف الحلول الموضوعية في إطار معالجة حركات النقود على اقتصاد، وهذا ما عرف بالسياسات النقدية.

### أولاً: النظريات النقدية

تعرف النظرية النقدية على أنها مجموع التحاليل والأفكار التي يقدمها العلماء الاقتصاديين في إطار تفسيرهم للظواهر النقدية في فترات معينة، وقد اهتمت النظرية النقدية بتفسير العوامل والقوى التي المؤثرة على قيمة النقود، أي العوامل المحددة للمستوى العام للأسعار، ونجد على رأس هذه النظريات النقدية، النظرية الكمية للنقود، التي اهتمت بتفسير النقود من خلال صورتين، معادلة التبادل لـ: "فيشر"، ومعادلة الأرصد النقدية الحاضرة لألفريد مارشال، ومع أزمة 1929 ظهرت أفكار جديد على يد الاقتصادي "جون مينارد كينز"، الذي اعتبر أن النقود ليست وسيلة للمبادلة فقط، وإنما تطلب لثلاث دوافع، دافع المعاملات، دافع الاحتياط، دافع المضاربة، وتوالت الأحداث بعد ذلك وقدمت عدة تفاسير للنقود من طرف الكينزيين الجدد أمثال توبين، وتواصلت الأبحاث والدراسات بشأن النقود إلى أن ظهر النظرية الكمية للنقود المعاصرة بزعامة "ميلتون فريدمان"، والتي اهتمت بمحددات النقود وليس أغراضها. وبصفة عامة سوف نقتصر على دراسة ثلاث نظريات محورية للنقود، وهي النظرية الكلاسيكية، النظرية الكينزية، النظرية المعاصرة.

### 1- النظرية الكلاسيكية:

هي أولى النظريات المفسرة للنقود، فقد ظهرت عدة أفكار ومعالم للنظرية النقدية قبل ظهور المدرسة الكلاسيكية، حيث ظهر التجاريون "الميركانتيليون" الذين اعتبروا أن الثروة تقاس بما تملكه الدولة من معادن نفيسة والمتمثلة في الذهب والفضة، حيث أن الأفكار السائدة آنذاك كانت تنصب حول بناء الدولة القوية الغنية، وهذا ما جعل الدولة تولي أهمية للتجارة الخارجية وتفرض قيود على منع تسرب الذهب إلى الخارج، ومع اكتشاف أمريكا وما تملكه من مناجم ارتفعت الأسعار، هذا ما دفع بالعديد من المفكرين وعلى رأسهم "جون بودان" إلى البحث في العلاقة التي تربط بين زيادة كمية النقود وارتفاع الأسعار التي تؤدي إلى انخفاض قيمتها، وذلك سنة 1568، وقد دعمت هذه الأفكار والتحليل مجموعة من المفكرين أمثال "دافيد هيوم"، "وليم بيتي" وغيرهم من العلماء.

وقد نشأت المدرسة الكلاسيكية على يد "آدم سميث" في بريطانيا مع نهاية القرن الثامن عشر وبداية القرن التاسع عشر، ثم طور أفكارها مجموعة من العلماء من أهمهم "جون ستيوارت ميل" و"دافيد ريكاردوا"، ثم بعد ذلك ظهرت أفكار المدرسة النيوكلاسيكية ومن أهم روادها "مارشال" و "بيجو".

### 1-1- مبادئ النظرية الكلاسيكية:

وتتمثل في:

#### أ- الحرية الاقتصادية وعدم تدخل الدولة في الاقتصاد:

في هذا المجال يقول آدم سميث "دعه يعمل دعه يمر"، أي أن الفرد حر في عمله من دون أي قيد، حيث يختار بكل حرية ماذا يريد أن يعمل، ما هي وسائل الإنتاج التي يستخدمها، كذلك الأسواق تتميز بالحرية أي حرية خروج ودخول إليها سواء بالنسبة للأفراد أو المنتجات، ويتحدد السعر بكل حرية من دون تدخل الدولة في تحديد السعر، وتتولى الدولة بصفة عامة الدفاع عن الوطن (الدولة الحارسة) والقيام ببعض النشاطات ذات النفع العام.

#### ب- الملكية الخاصة:

أي أن وسائل الإنتاج تكون ملكيتها خاصة ولا تكون محتكرة من طرف الدولة.

#### ج- المنافسة الحرة:

أي لا يوجد احتكار سواء من طرف المنتج أو المشتري، فالمنافسة الحرة تتحقق بوجود عدد كبير من المشتريين، والبائعين بحيث تزول كل أشكال الاحتكار.

#### د- قانون السوق:

يتحقق التوازن في السوق تلقائياً، حيث يرى آدم سميث أن هناك يد خفية كآلية لتصحيح الخلل الذي يحدث في السوق، بالإضافة الى مبدأ "ساي" الذي يرى أن كل عرض يخلق طلباً مساوياً له، أي أن كل زيادة في الإنتاج تقابلها زيادة في الإنفاق النقدي.

#### هـ- مبدأ الربح:

وهو أساس الإنتاج والمحفز له، فالمنتجون دائماً يسعون إلى تحقيق الأرباح التي تزيد من ثروة المنتجين وتساهم في زيادة الأجور، ومن ثم زيادة الإنتاجية مما يزيد من جودة وكميات المنتجات.

## و-حيادية النقود:

حسب الكلاسيك النقود ليست إلا وسيلة للمبادلة فقط، حيث يدفع الفرد النقود لشراء سلعة معينة، وبطبيعة الحال البائع بدوره يقوم بإنفاق تلك النقود لتلبية احتياجاته، مما يجعل النقود تنتقل من المشتري الى البائع الذي يملكها، ومن ثم تنتقل الى بائع آخر وهكذا أي أنها عربة لنقل القيم.

## ز- مرونة سعر الفائدة في تحقيق التوازن التلقائي:

يرى الكلاسيك أن سعر الفائدة هو تكلفة استخدام راس المال، والمكافأة المتحصل عليها عند القيام بعملية الادخار، وبالتالي يتساوى الادخار مع الاستثمار عند سعر الفائدة التوازني، وتوجد علاقة عكسية بين الاستثمار وسعر الفائدة وعلاقة طردية بين الادخار وسعر الفائدة.

## 1-2-فرضيات النظرية الكلاسيكية:

بنى الكلاسيك تحاليلهم على مجموعة من الفرضيات ومن أهمها:

### أ-فرضية ثبات حجم الإنتاج عند مستوى التشغيل التام:

ترتكز هذه الفرضية على قانون "ساي" للمنافذ حيث أن العرض يخلق طلبا مساويا له، فكل زيادة في الإنتاج مستقلة عن الطلب، حيث يتحدد حجم الإنتاج بعوامل موضوعية لا علاقة لها بالنقود فهو متغير خارجي أي ثابت، ويتم استخدام عناصر الإنتاج عند مستواها التشغيلي التام لتحقيق الإنتاج، بمعنى أنه لا توجد بطالة وحتى وإن كانت فهي ناتجة عن عدم رضا العمال بأجورهم بالمقارنة مع الجهد المبذول، والتوازن يتحقق تلقائيا طالما الإنتاج يخلق الطلب المساوي له.

### ب-ثبات سرعة دوران النقود:

تعرف سرعة دوران النقود بأنها متوسط عدد مرات انتقال النقود من يد إلى أخرى، لتسوية المبادلات خلال فترة زمنية معينة. والكلاسيكيون يفترضون أن سرعة دوران النقود ثابتة على المدى القصير، لأنها تحكمها عوامل بطيئة لا تتغير في المدى القصير، مثل الكثافة السكانية، العادات والتقاليد، تطور الجهاز المصرفي والأسواق المالية والنقدية.

### ج-وجود ارتباط بين تغير الأسعار بتطور كمية النقود:

أي توجد علاقة طردية بين كمية النقود ومستوى العام للأسعار طالما العوامل الأخرى ثابتة.

### 1-3- صور النظرية الكمية للنقود:

تظهر النظرية الكمية للنقود في صورة معادلتين، معادلة التبادل لـ: "ارفينج فيشر" ومعادلة الأرصدة النقدية لـ: "ألفريد مارشال".

#### أ-معادلة التبادل "إرفنج فيشر" :

ظهرت أفكار وتحاليل الاقتصادي " فيشر" للنقود من خلال كتابه "القوة الشرائية للنقود" عام 1911، الذي بين فيه علاقة النقود بالائتمان والفائدة والأزمات بالكساد الذي شهدته أوروبا أثناء الحرب العالمية الأولى، كما قام بتحليل قيمة النقود وعلاقتها مع زيادة حجم الذهب والمبادلات في إنجلترا خاصة في الفترة 1896-1914، وقد ظهرت معادلة التبادل على يد الاقتصادي الأمريكي "ارفينج فيشر"، عام 1917 ، وهي عبارة عن مطابقة حسابية، مفادها أن كل انفاق نقدي يقابله كمية من النقود المتداولة عند زمن محدد، وقد صاغ فيشر هذه المطابقة في معادلة أطلق عليها معادلة التبادل، وتكتب بالعلاقة الرياضية التالية:  $MV = PT$ ، حيث:

$M$ : تمثل كمية النقود المعروضة خلال فترة زمنية معينة.

$V$ : سرعة دوران النقود.

$P$ : المستوى العام للأسعار.

$T$ : حجم المعاملات خلال نفس الفترة الزمنية.

فعلى سبيل المثال لو افترضنا أن المجتمع يتكون من أربعة افراد  $A, B, C, D$ ، حيث يمتلك الفرد "A" عند الزمن  $t_0$  كمية من النقود تساوي 10 وحدات نقدية ، وفي الزمن  $t_1$  يقوم بشراء 5 وحدات من السلعة "X" بسعر وحدي يقدر بـ: 2 وحدة نقدية من عند البائع وليكن الفرد "B"، حيث يقوم هذا الأخير بإنفاقها عند الزمن  $t_2$  من أجل الحصول على 15 وحدات من السلعة "Y"، بسعر 0,66 وحدة نقدية للوحدة من عند الشخص "C"، ولنفترض أن هذا الأخير يقوم باستخدامها عند الزمن  $t_3$  لشراء 10 وحدات من السلعة "Z"، مقابل وحدة نقدية واحدة من عند الفرد "D"، فلو طلب منا تحديد قيمة الدخل أي قيمة السلع المشتراة حسب الزمن مع تحديد كمية النقود المتداولة، نقوم أولاً بحساب قيمة السلع المشتراة أي الدخل النقدي المنفق حسب الزمن  $t$ ، حيث:

مجموع قيمة السلع المشتراة = الكميات المشتراة × سعر بيعها

$$\sum_{i=1}^3 P_i \cdot Q_i = P_1 Q_1 + P_2 Q_2 + P_3 Q_3$$

$$\sum_{i=1}^3 P_i \cdot Q_i = (5 \times 2) + (15 \times 0,66) + (10 \times 1) = 30$$



لنحسب ثانيا كمية النقود التي تم تداولها في الزمن  $t$ :

أي النقود التي تم تداولها من شخص إلى آخر وعليه:

$$\sum_{i=1}^3 M_i = 10 + 10 + 10 = 10 \times 3 = 30$$

نلاحظ أن كمية النقود المتداولة عبر الزمن هي نفسها قيمة الانفاق النقدي، فالشخص "B" تحصل نتيجة بيعه للسلعة "X" على كمية من النقود (10=2×5) وأصبحت بحوزته ولنرمز لها بالرمز "M<sub>1</sub>"، ليتملكها شخص "C" نتيجة بيعه للسلعة "Y" ونرمز لها بالرمز "M<sub>2</sub>"، ليتملكها الشخص "D" نتيجة قيامه ببيع السلعة "Z"، ونرمز لها بـ: "M<sub>3</sub>"، ولكن:  $M_1 = M_2 = M_3 = M = 10$ ، أي أن كمية النقود "M" انتقلت من الشخص "B" إلى الشخص "C" ثم إلى الشخص "D" عبر الزمن، وبالتالي كمية النقود ماهي إلا كمية النقود الموجودة × عدد مرات انتقالها، والتي يطلق عليها بسرعة دوران النقود "V"، وبالتالي نستطيع أن نعمم هذه العملية على المستوى الكلي وترجمها بالصياغة التالية:  $MV$ ، ومن جهة ثانية، فالإنفاق النقدي يمكن تعميمه على جميع عمليات الشراء التي تتم ونقوم بجمع الأسعار المختلفة بسعر واحد، باستخدام طريقة "مؤشر لاسبير"، حيث نرمز له بالرمز "P"، ونفس الشيء نقوم بجمع الكميات المباعة المختلفة بكمية واحدة تكون على المستوى الكلي، ونطلق عليها اسم حجم المعاملات و التي نرمز لها بالرمز "T"، وعليه نترجم الانفاق النقدي بالصياغة الرياضية التالية:  $PT$  وبالمساواة ما بين كميات النقود المتداولة في المجتمع خلال فترة زمنية معينة مع الانفاق النقدي نتحصل على:  $MV = PT$  وهي معادلة التبادل.

وحسب هذه المعادلة يفترض فيشر أن سرعة دوران النقود (V) وحجم المعاملات (T) ثابتان، وبالتالي كل زيادة أو انخفاض في كمية النقود المتداولة (M) يؤدي إلى زيادة أو انخفاض في مستوى العام للأسعار (P) وبنفس النسبة، فإذا تغيرت النقود بـ:  $(\Delta M)$ ، فإن الأسعار تتغير بـ  $(\Delta P)$  وبالتعويض في معادلة التبادل نجد:

$$(M + \Delta M)V = (P + \Delta P)T \text{، ومنه:}$$

$$1 + \frac{\Delta M}{M} = 1 + \frac{\Delta P}{P} \text{، ومنه: } M(1 + \frac{\Delta M}{M})V = P(1 + \frac{\Delta P}{P})T$$

$$e = \frac{\frac{\Delta M}{M}}{\frac{\Delta P}{P}} = 1 \text{، ومن نستنتج أن المرونة تساوي الواحد أي:}$$

وعليه يمكن إعادة كتابة معادلة التبادل بالشكل التالي:

$$P = \left(\frac{V}{T}\right) M \text{، بما أن } \left(\frac{V}{T}\right) \text{ ثابت فإن هذه المعادلة هي معادلة خط مستقيم يمر بالمبدأ، وميله } \left(\frac{V}{T}\right) \text{ موجب}$$

(العلاقة طردية)، مثلا إذا كانت سرعة دوران النقود تساوي 20 وحجم المعاملات 50 فيمكن كتابة معادلة التبادل

على الشكل التالي:  $P = \left(\frac{20}{50}\right) M$  ومنه:  $P = 0,4M$ ، ويمكن أن نطرح التساؤل التالي ما هو مستوى الأسعار

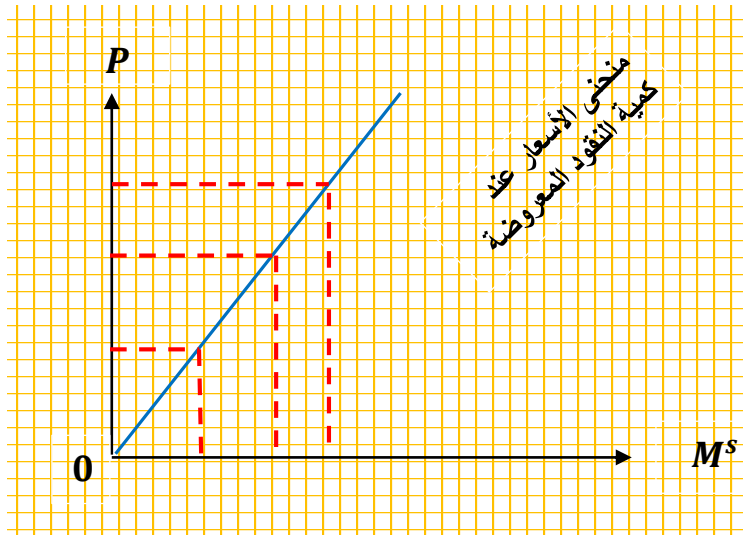
اللازم اذا تحددت كمية النقود بـ: 100 وحدة نقدية، وعليه نعوض في دالة النقود فنجد:

فإذا زادت الكتلة النقدية بـ: 20 وحدة نقدية، فإن الأسعار ترتفع بنفس النسبة أي،  $P = 0,4(100) = 40$

$$\frac{\Delta P}{P} = \frac{\Delta M}{M} = \frac{20}{100} = 20\%$$

أي أن الأسعار تزيد بـ:  $8=(0,2) \times 40$ ، ويمكن التعبير عن هذه المعادلة بيانياً بالشكل التالي الذي يمثل

العلاقة بين المستوى العام للأسعار وكمية النقود المعروضة:



بالنظر إلى معادلة التبادل، فقد تم إضافة النقود المصرفية إليها والتي يرمز لها بالرمز  $M'$ ، حيث أخذت الشكل

التالي:  $PT = MV + M'V'$ ، وبهذا الشكل تم الفصل بين النقود القانونية والنقود المصرفية وسرعة تداولهما، وتبقى

فكرة أن كل زيادة في النقود تتبعها زيادة في المستوى العام للأسعار قائمة.

### ب- معادلة الأرصدة النقدية الحاضرة:

وهي المعادلة التي صاغها الاقتصادي "ألفريد مارشال"، ويطلق عليها معادلة كمبريدج، نسبة إلى جامعة

كمبريدج، حيث كان يرى الاقتصادي "فيشر" من خلال معادلته للتبادل أن النقود هي وسيلة للمبادلة فقط، وأن زيادة

النقود لن تتسبب إلا في زيادة الأسعار طالما الإنتاج ثابت وسرعة دوران النقود ثابتة، لكن ألفريد مارشال وبيقوا وهما

من المدرسة الكلاسيكية طوروا أفكار فيشر، وتوصلوا إلى أن النقود يمكن أن يحتفظ بها الأفراد في شكل سائل لمواجهة

المدفوعات الآجلة، فبعد الحرب العالمية الأولى وبغية إصلاح ما دمرته الحرب العالمية قامت السلطات آنذاك بزيادة

كمية النقود، من أجل زيادة الاستهلاك ومن ثم تشجيع الاستثمار والخروج من الركود الاقتصادي، ولكن حدث العكس

فالأفراد قاموا باحتفاظ بالنقود في شكلها السائل معتقدين أن الأسعار سوف تنخفض في المستقبل، وهذا ما تناقض مع

معادلة التبادل التي ترى أن كل زيادة في النقود تتبعها زيادة في الأسعار في نفس الاتجاه وبنفس النسبة، و أدرك

"مارشال" بذلك أن النقود يمكن أن تؤدي وظيفة ثانية تتمثل في اختزان القيمة، أي اختزان النقود في شكلها السائل،

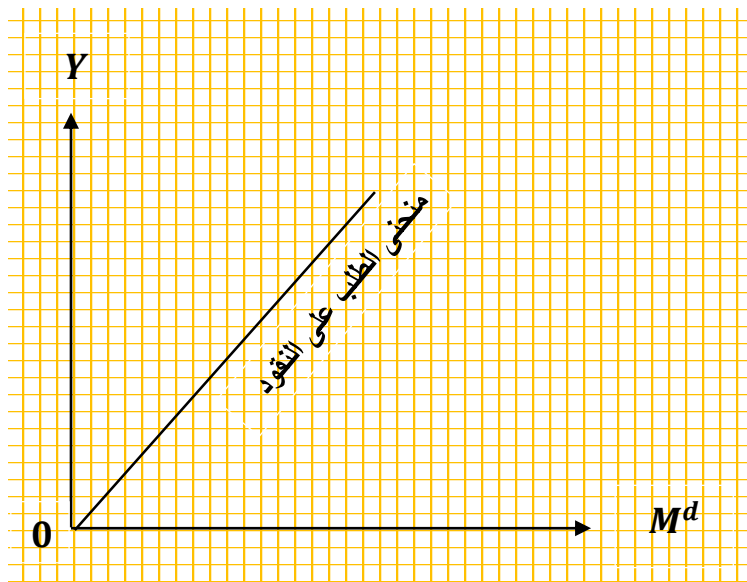
حيث يفضل الأفراد الاحتفاظ بالنقود طالما يتحصلون على منافع مستقبلية، مثل توقعهم انخفاض الأسعار في المستقبل، وبالتالي بدأ "مارشال" في البحث عن الكيفية التي من خلاله يتم تحديد كمية النقود المحتفظ بها، حيث اعتمد على معادلة التبادل واشتق منها معادلة تشرح كمية النقود المحتفظ بها، ويمكن توضيح هذا جبريا كما يلي:

لدينا معادلة التبادل لـ: "فيشر"،  $MV=PT$ ، ومنه، وبتعويض:  $\frac{1}{V}$  بـ:  $K$ ، و  $T$  بـ  $Y$ ، نتحصل على:

$M^d = KPY$ ، حيث  $K$  تمثل نسبة الاحتفاظ بالنقود،  $Y$  يمثل الدخل الحقيقي، بما أن سرعة دوران النقود ثابتة، فإن  $K$  ثابتة، كما أن  $Y$  ثابت، وبالتالي فإن كمية النقود المطلوبة هي نسبة من الدخل الاسمي، فكلما زادت نسبة الاحتفاظ بالنقود زادت كمية النقود المحتفظ بها أي التفضيل للسيولة، حيث أن نسبة الاحتفاظ بالنقود تعتمد على توقعات الأفراد، فإذا كانت نظرتهم للمستقبل متفائلة وإيجابية تنبئ بانتعاش الاقتصاد وزدهاره، فإن نسبة الاحتفاظ بالنقود تكون منخفضة، كون الأفراد يتخلون عن النقود التي بحوزتهم من أجل إنفاقها والعكس صحيح، كما تعتمد على تحركات الأسعار، فكلما كانت الأسعار تتجه نحو الارتفاع كلما زاد قلق الأفراد من هذه التغيرات وبالتالي يفضلون الاحتفاظ بها والعكس صحيح، كما ترتبط نسبة التفضيل للسيولة بحجم ثروة الأفراد، حيث أن زيادة ثروتهم تخفض من خوفهم وقلقهم اتجاه المستقبل وبالتالي تنخفض نسبة الاحتفاظ بالنقود والعكس صحيح، وباستخدام المفاضلة في معادلة الأرصدة النقدية الحاضرة وعند مستوى معين من الأسعار تكون كمية النقود المطلوبة للاحتفاظ نسبة من الدخل النقدي، وبافتراض أنه لسبب ما زادت نسبة الاحتفاظ بالنقود فإن:

$$M^d + \Delta M = (K + \Delta K)PY \text{، ومنه } M(1 + \frac{\Delta M}{M}) = K(1 + \frac{\Delta K}{K})PY$$

،  $\frac{\Delta M}{M} = \frac{\Delta K}{K}$ ، وعليه فكل تغير في نسبة الاحتفاظ بالنقود يؤدي إلى التغير في الكمية المطلوبة من النقود بنفس النسبة، مما يؤثر على الانفاق الذي ينعكس بدوره على الأسعار، وعليه تولي هذه المعادلة أهمية كبيرة للأرصدة النقدية الحاضرة من كونها محدد رئيسي للتغيرات الأسعار، ويمكن تمثيل دالة الطلب على النقود لألفريد مارشال كما يلي:



## 1-4- الانتقادات الموجهة لنظرية الكمية للنقود:

بنيت النظرية الكلاسيكية في تحليلها وتفسيرها للظواهر النقدية على مجموعة من الفرضيات والمبادئ، التي أثبت التجارب والأحداث التاريخية عدم صحتها، وفرضية ثبات حجم الإنتاج عند مستوى التشغيل التام التي اعتبرها الكلاسيكيون الحالة العادية للاقتصاد، فحسب قانون ساي العرض يخلق طلبا مساويا له، وأي تغير في النقود لن يؤثر على الإنتاج وإنما يؤدي الى تغير الأسعار، وبالتالي العرض مستقل عن الطلب وتحكمه محددات موضوعية، ولكن مع سنة 1929 اصطدم العالم مع أزمة حادة أثرت على مجمل القطاعات الاقتصادية والاجتماعية لبلدان، حيث أسفرت عن وجود بطالة إجبارية بدل اختيارية كما كان يعتقد الكلاسيك، التي أثرت على الأفراد لفترة من الزمن، مما يجعل حجم الإنتاج لا يتوافق مع حالة الاستخدام التام، وهذا ما عجزت عن تفسيره النظرية الكلاسيكية للنقود.

كما أن فرضية ثبات سرعة دوران النقود غير صحيحة، فقد أثبتت التجارب الدولية أن سرعة دوران النقود غير ثابتة وتتغير حسب حجم المعاملات وظروف الكساد والرواج التي تشهدها الأسواق، وخير دليل على ذلك أزمة الكساد العالمي الذي أصاب العالم، حيث انخفضت سرعة دوران النقود في الولايات المتحدة الأمريكية، نتيجة احتفاظ الأفراد بالنقود بدل إنفاقها مما قلل من سرعة تداولها، الأمر الذي أدى إلى انخفاض الإنفاق النقدي، مما أدى الى ارتفاع الأسعار ومن ثم انخفاض قيمتها، ونفس الشيء للصين التي تسارعت فيها زيادة الأسعار بمعدل يفوق معدل زيادة كمية النقود، نتيجة زيادة دوران النقود.

وبالنسبة للعلاقة الطردية لكمية النقود على الأسعار فهي غير صحيحة دائما، فكثيرا ما تتغير الاسعار نتيجة عوامل أخرى غير كمية النقود مثل ارتفاع التكاليف ونفقات الإنتاج، احتكار السلع، المضاربة، كما يمكن أن تتأثر كمية النقود بالسعر بدل أن تؤثر فيه، بالإضافة الى أن المستوى العام للأسعار قد يتأثر بمعدل الفائدة.

كما أن فرضية حيادية النقود غير واقعية، فالنقود تعتبر متغير ذو أهمية بالغة في النشاط الاقتصادي، حيث تعد النقود وسيلة للمبادلة كما أنها مخزن للقيم وهذا ما أثبتته أزمة الكساد العالمي، حيث تم الاحتفاظ بالنقود من أجل إنفاقها في المستقبل، كما يمكن أن تستخدم النقود لتسديد المدفوعات الآجلة، وتطلب النقود لعدة أغراض كالمعاملات والمضاربة والاحتياط وهذا ما أشار إليه كينز.

رغم هذه الانتقادات الموجهة للنظرية الكلاسيكية إلا أنها كانت سببا في ظهور النظريات النقدية الأخرى، كما أن هذه النظرية كانت مبنية على فرضيات تم استنتاجهم من الواقع المعاش آنذاك، مما يعني أن تحليلها وتفسيراتها كانت صحيحة حسب البيئة المتواجدة فيها والواقع البسيط في تلك المرحلة، لكن مع ظهور الكساد العالمي، وتغير الظروف الاقتصادية والدولية، أصبحت تلك الفرضيات غير صالحة لبناء النظرية الكلاسيكية، مما مهد لظهور نظريات جديد أخرى قادرة على تفسير الوضع الاقتصادي بعد أزمة 1929، وعلى رأسها "نظرية جون مينارد كينز" والتي عرفت باسم النظرية الكينزية.

## 2- النظرية الكينزية للنقود:

ظهرت النظرية الكينزية على يد الاقتصادي "جون مينارد كينز"، وهو في الأصل من أتباع المدرسة الكلاسيكية، حيث قام بالتحليل والبحث في أسباب الكساد العالمي الذي عرفه العالم مع أزمة 1929، وقدم بعض الاقتراحات والحلول لمعالجة هذا الكساد، بعد أن انتقد النظرية الكلاسيكية، واعتبر أن النقود متغير فعال ومؤثر في النشاط الاقتصادي، على خلاف الكلاسيكيين الذين يعتبرونه محايد، وأن زيادة الاسعار ما هي إلا ترجمة لزيادة كمية النقود، كما عارض فكرة توازن التلقائي للسوق أي أن العرض يخلق طلبا خاصا له، والإنتاج عند مستوى الاستخدام التام ما هو الا حالة استثنائية وليس الحالة العادية، كما رفض التركيز على وظيفة واحدة للنقود وهي أداة للمبادلة في تفسيرها لظواهر النقدية، واعتبر أن الطلب على النقود يتعدى وظيفة واحدة وإنما يطلب كذلك بغرض المضاربة والاحتياط. وقد لخص كينز تحاليه في كتابه الشهير " النظرية العامة للتوظيف والفائدة والنقود، عام 1936.

## 2-1- مبادئ وفرضيات النظرية الكينزية:

ومن أهم مبادئ وفرضيات النظرية الكينزية نذكر:

-التشغيل الجزئي هو الحالة العادية للتوازن الكلي، والتشغيل التام ما هو إلا حالة استثنائية قد يصادفها النشاط الاقتصادي.

-وجود إمكانية لتدخل الدولة في النشاط الاقتصادي، في بعض الحالات توجيه الاستثمار ومراقبته، أو من أجل معالجة بعض المشاكل الاقتصادية مثل السياسة النقدية الموضوعة في محاربة التضخم، والسياسة المالية من خلال زيادة الانفاق الحكومي لامتناس البطالة.

-البطالة تحدث نتيجة عدم كفاية الاستثمارات وليست اختيارية كما يرى الكلاسيك.

-الاستهلاك الكلي يرتبط بالدخل الوطني، وهو أحد مكونات الطلب الكلي الذي يمثل الدخل الكلي، ومن ثم الاستهلاك يؤثر على الاستثمار، على خلاف الكلاسيك الذين يعتقدون أن الادخار هو من يؤثر على الاستثمار فقط.

-ترتبط الأجور بانخفاض القوة الشرائية، وكذا دور النقابات العمالية في رفعها والمطالبة بالحد الأدنى لها، على خلاف الكلاسيك الذين يعتبرون الأجور ترتبط بالأسعار هبوطا وصعودا.

-تمخض عن أزمة الكساد العالمي 1929 زيادة العرض عن الطلب وهذا ما يتناقض مع فكرة ساي للأسواق حيث أن "العرض يخلق طلبا مساويا له"، وبالتالي يرى كينز أن الطلب يخلق العرض وهذا هو الواقع، حيث أن المنتج لا يقوم بالعملية الإنتاجية إلا بعد دراسة الأسواق والبحث عن سبل تصريف المنتجات قبل انتاجها.

-سعر الفائدة متغير يتحدد في سوق النقد من خلال التوازن بين العرض والطلب على النقود، وليس كما يعتقد الكلاسيك أنه يتحدد في السوق الحقيقي عند تعادل الاستثمار مع الادخار.

-أدخل كينز مفهوم جديد في تحليله وهو الطلب الفعال والذي يقصد به الرغبة في الشراء مع توفر القدرة على الشراء، حيث يرى كينز أن الطلب الكلي يتكون من طلب الاستهلاك وطلب الاستثمار، فالطلب الاستهلاكي هو دالة تتحكم فيه العوامل الموضوعية والذاتية، فالاستهلاك هو دالة تابعة للدخل المتاح والميل الحدي للاستهلاك يكون موجبا، كما انه في علاقة عكسية مع سعر الفائدة حيث أن زيادة سعر الفائدة يزيد من الادخار ويقلل من الاستهلاك، أما العوامل الذاتية فتتمثل في العادات والتقاليد التي اكتسبتها العائلات فمن خلالها يتم تحديد نوع و كمية الاستهلاك ووقت الاستهلاك.

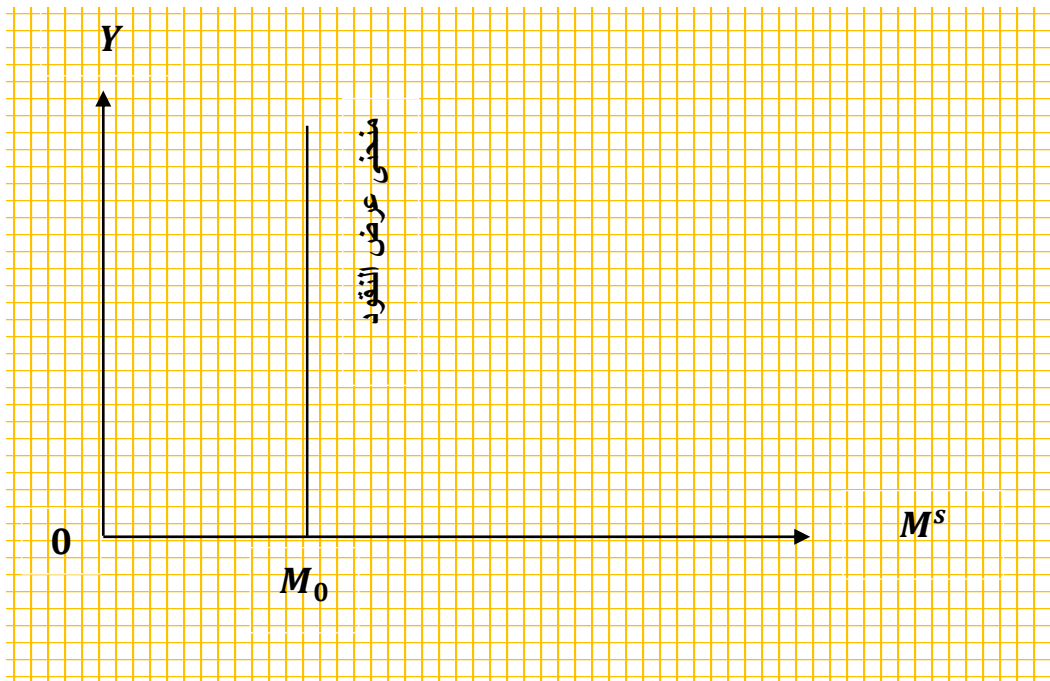
أما الطلب الاستثماري فهو يرتبط بعلاقة عكسية مع سعر الفائدة، حيث كلما زاد معدل الفائدة كلما زاد الادخار على حساب الاستثمار، ويفضل الأفراد ادخار أموالهم بدل استثمارها، والعكس صحيح، وكذلك يرتبط الاستثمار بالكفاية الحدية لرأس المال وهي علاقة طردية حيث كلما زادت الكفاية أي مردودية الاستثمار كلما اقبل الأفراد على عملية الاستثمار، والعكس صحيح، وقرار الاستثمار الذي يتخذه المستثمر يجب أن يقارن فيه بين سعر الفائدة و معدل الكفاية الحدية فان كان معدل الفائدة أكبر من الكفاية الحدية فمن الأفضل التخلي عن هذا الاستثمار، وفي حالة العكس فان المستثمر يقبل على الاستثمار أملا في ذلك تحقيق الأرباح، والعكس صحيح حيث يفضل المستثمر ادخار أمواله في المصارف لتحقيق فوائد أكبر من الكفاية الحدية لرأس المال.

## 2-2- تفسير النقود عند الكينز:

على خلاف الكلاسيك، قدم كينز رؤية مختلفة للنقود، حيث أولى الاهتمام إلى الطلب على النقود، فقد بين أن الأفراد يفضلون الاحتفاظ بالنقود لثلاث دوافع، من أجل تسوية المعاملات، تستخدم كاحتياط لمواجهة المدفوعات الآجلة، وتستخدم كذلك للمضاربة، كما اهتم بتحليل عرض النقود ومكوناتها، وفي هذا الاطار قدم مفهوما جديداً قد ينتج عند زيادة الكتلة النقدية من طرف البنك المركزي أو من يمثله وهو فح السيولة، وبعد أن وضح كينز الطلب على النقود وعرضه، قام بتحليل وتفسير التوازن في السوق النقدي، ومختلف الحالات التي يمكن أن تحدث.

## أ- عرض النقود:

تتشكل النقود من النقود الورقية والنقود المساعدة التي يصدرها البنك المركزي المتواجد في البلد، بالإضافة إلى النقود الكتابية (نقود الودائع) التي تصدرها البنوك التجارية أو ما يعرف بعملية خلق النقود، ويعتبر كينز عرض النقود متغير خارجي، ويعود ذلك إلى اعتقاده أن الدولة يمكن لها أن تتدخل في النشاط الاقتصادي، ومن خلال البنك المركزي تتحدد كمية النقود المعروضة أي أنها تتحدد من خارج النموذج وبالتالي فهي مستقلة، وغير مرتبطة بسعر الفائدة أو أي متغير آخر، فعملية الإصدار تكون مطلبات النشاط الاقتصادي، ويرمز لها في العادة بالرمز:  $M^S = M_0$ ، أي أنها ثابتة لمدة معينة و تمثل بيانيا بمستقيم عمودي يوازي محور الترتيب، وفي ما يلي منحنى عرض النقود.



### ب-الطلب على النقود:

يرى كينز أن النقود متغير أساسي في النشاط الاقتصادي، فهي أداة للمبادلة، ومقياس للقيم وتصلح لتسوية المدفوعات الآجلة، وبالتالي يتصور كينز أن النقود تطلب للتفضيل للسيولة، وذلك نتيجة ثلاث دوافع، وهي دافع المعاملة ودافع المضاربة ودافع الاحتياط.

### -دافع المعاملة:

ونقصد به أن الأفراد و أصحاب المشاريع يقومون بالاحتفاظ بجزء من النقود من أجل تسديد المعاملات اليومية، ويتم تحديد ذلك الجزء من الدخل سواء للأفراد أو أصحاب المشاريع، فأفراد لما يتقاضون أجورهم أو يتحصلون على مداخيلهم ، يحددون جزء من الدخل يضحون به لمواجهة المدفوعات الجارية مثل مصاريف شراء الأكل والملابس مصاريف النقل وتسديد بعض الفواتير المستحقة الدفع، ونفس الشيء بالنسبة للمشروعات حيث أنها تتطلب مصاريف جارية لتسديد فواتير الشراء وتسديد أجور العمال، وبعض المصاريف المتعلقة بالتسويق المنتوجات وما شبه ذلك، فكلها مصاريف ترغب أصحاب المشاريع بالاحتفاظ بجزء من المداخيل كسيولة لمواجهةها، وعليه يعتبر كينز أن هذا

الجزء محدد بالدخل، وبالتالي فهو نسبة من الدخل ويعبر عنه بالعلاقة الرياضية التالية:  $M_t^d = \alpha_t Y$

حيث:  $Y$  يمثل الدخل سواء للأفراد أو لأصحاب المشاريع،  $M_t^d$  تمثل كمية النقود المحتفظ بها بدافع المعاملات،  $\alpha_t$  تمثل نسبة من الدخل، وهي ميل منحنى النقود بدافع المعاملات، أي المشتق هذه الدالة، ويعبر عنه كذلك ب:

أي ذلك التغيير في النقود بدافع المعاملات الناتج عن تغيير الدخل بوحدة نقدية واحدة، وبالتالي  $\alpha_t = \frac{\Delta M^d_t}{\Delta Y}$

توجد علاقة خطية وطرديّة بين كمية النقود المحتفظ بها بدافع المعاملات وبين الدخل.

### -الطلب على النقود بدافع الاحتياط:

يرى كينز أن النقود وسيلة في غاية الأهمية لمواجهة المدفوعات الآجلة غير المتوقعة، فالأفراد كثيرا ما يحتاجون النقود في أوقات الأزمات مثل المرض أو تعرض لحادث ، وقوع زلزل، فقدان العمل، التعرض للسرقة، وما شابه ذلك، ونفس الأمر لأصحاب المشاريع حيث يحتفظون بالأموال لمواجهة بعض المصاريف الناتجة عن حوادث العمل، أو أزمات اقتصادية كثيرا ما تتعلق بارتفاع تكاليف الإنتاج، مثل ارتفاع الأجور نتيجة مطالب النقابات العمالية، أو ارتفاع نفقات المواد الأولية المفاجئ وما شابه ذلك، ولهذا فالأفراد والمؤسسات يحتاطون لمثل هذه النفقات، حيث يخصصون جزء من مداخيلهم لمواجهة مثل هذه المصاريف المستقبلية، ويعبر عن كمية النقود بدافع الاحتياط بالصياغة الرياضية التالية:

حيث:  $M^d_p = \alpha_p Y$  ،  $M^d_p$  تمثل كمية النقود المحتفظ بها من أجل الاحتياط،  $\alpha_p$  تمثل ميل أو المشتق

لدالة النقود بغرض الاحتياط، ويعبر عنه كذلك ب:  $\alpha_2 = \frac{\Delta M^d_p}{\Delta Y}$  ، وهو يقيس ذلك التغيير في كمية النقود المحتفظ بها بغرض الاحتياط نتيجة التغيير في الدخل بوحدة نقدية واحدة، وتجدر الإشارة إلى أن كمية النقود بدافع الاحتياط تتأثر ببعض المتغيرات الأخرى على المدى الطويل، والتي يعتبرها كينز ثابتة على المدى القصير، وبالتالي يبقى الدخل هو المتغير الرئيسي، ومن أمثلة هذه العوامل نذكر رؤية الأفراد أو المؤسسات إلى المستقبل، حيث أنه في فترات الرخاء تقل كمية النقود لغرض الاحتياط مقارنة مع فترة الكساد التي يزيد فيها الخوف من المستقبل المجهول، كما أن وجود سوق مالي، قادر على تحويل الأوراق المالية بسرعة وسهولة إلى سيولة، وقادر على تقديم الائتمان بالحجم الكافي، وفي الوقت المناسب، يقلل من كمية النقود المحتفظ بها والعكس صحيح.

وبما أن الكمية النقود المحتفظ بدافع المعاملات ترتبط بالدخل، ونفس الشيء لكمية النقود المحتفظ بها بدافع

الاحتياط، فيمكن جمع دالتي الطلب على النقود في دالة واحدة على الشكل التالي:

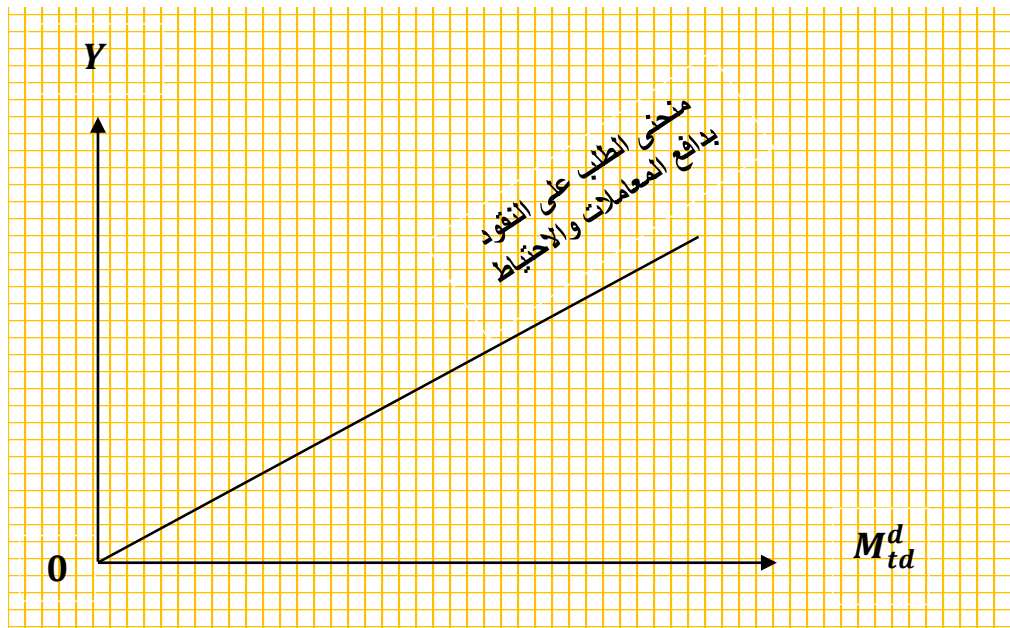
$$M^d_t + M^d_p = M^d_1 = \alpha_t Y + \alpha_p Y = (\alpha_t + \alpha_p) Y = \alpha Y$$

$$M^d_t = \alpha Y$$

ودالة طلب النقود لغرض المعاملة والاحتياط هي دالة خطية للدخل وطرديّة.

ويمكن التعبير عنها بيانيا بالشكل التالي:



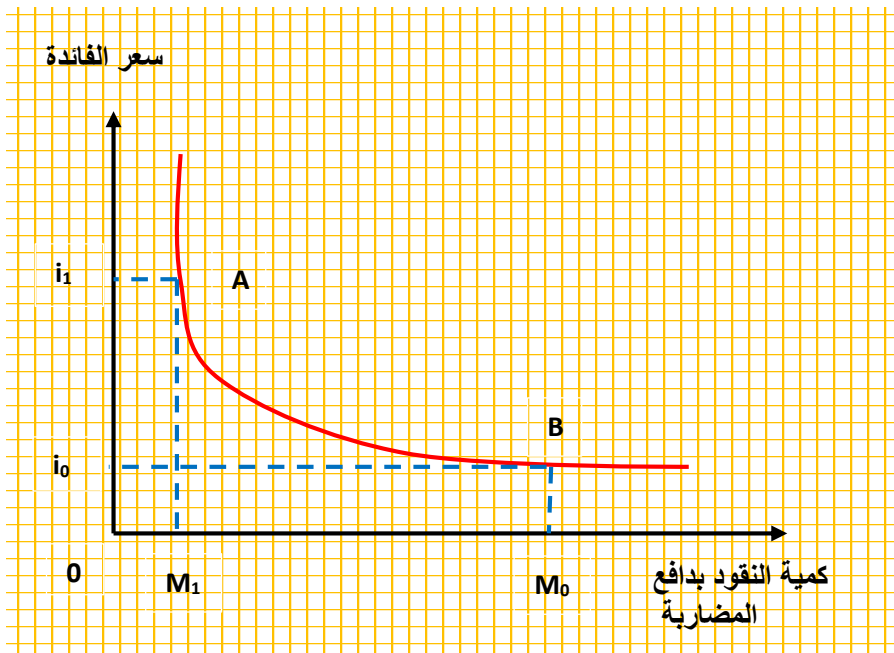


### -الطلب على النقود بدافع المضاربة:

قبل أن نشرح هذا العنصر نتساءل، لماذا يحتفظ الأفراد بالنقود في شكلها السائل حيث لا تدر عائداً، بدل السندات التي تحقق عائداً يتمثل في سعر الفائدة خلال فترة من الزمن؟

لقد أوضح كينز من خلال تحاليله للنقود أنه يمكن للأعوان الاقتصاديين، أن يحتفظوا بجزء من النقود في شكل سائل وانتظار الفرصة المواتية لشراء السندات بأسعار يتوقعون ارتفاعها في المستقبل لتحقيق الأرباح، حيث أن السندات ترتبط عكسياً مع سعر الفائدة، فالمستثمرون يقبلون على شراء السندات التي تنخفض أسعارها، أي لما ترتفع أسعار الفائدة، معتمدين في ذلك على دراسة أوضاع السوق المالي وتوقعاته المستقبلية، حيث يتوقعون ارتفاع أسعار السندات في السوق أي انخفاض أسعار الفائدة، ولما تحين تلك الفرصة يقومون ببيع هذه السندات ويحصلون على أرباح، وهذا ما يطلق عليه بالمضاربة. ويمكن تعريف المضاربة بأنها عملية يتم من خلالها الاحتفاظ بالنقود في شكلها السائل أي لا تدر عائداً، حيث يتم ترقيب سوق راس المال ودراسة حركاته وتوقعاته، فإذا بينت التوقعات أن أسعار الفائدة سوف تنخفض في المستقبل، فسوف يقبل الأفراد على شراء السندات آمليين في بيعها بأسعار مرتفعة، ولما تحين الفرصة المناسبة يبيع هؤلاء المستثمرين هذه السندات ويحققون أرباحاً. وعليه تعتبر أسعار الفائدة المحدد الرئيسي للاحتفاظ بالسندات أو الاحتفاظ بالنقود في شكلها السائل، ومنه نتوصل إلى أنه عند زيادة ارتفاع الفائدة أي انخفاض أسعار السندات سوف يقوم المستثمرون بشراء السندات، أي انخفاض نقود المضاربة والعكس صحيح. إذن توجد علاقة بين نقود المحتفظ بها في شكل مضاربة وسعر الفائدة وهي علاقة عكسية، ويمكن التعبير عنها بالصياغة الرياضية التالية:  $M^d_S = f(i)$  ، حيث:  $M^d_S$  تمثل كمية النقود بغرض المضاربة،  $i$  معدل الفائدة وفيما يلي:

التفسير الهندسي للنقود المحتفظ بها من أجل المضاربة:



من خلال المنحنى نلاحظ أن هناك ثلاث مجالات لتطور منحنى الطلب على النقود بدافع المضاربة.

المجال الأول:  $[i_1; +\infty[$  ، في هذا المجال يكون منحنى الطلب على النقود بدافع المضاربة على شكل خط عمودي يوازي محور الترتيب (محور سعر الفائدة)، أي أن التغيير في سعر الفائدة لا يؤثر على كمية نقود المضاربة وبالتالي فهو غير مرن.

المجال الثاني:  $[i_0; i_1]$  ، في هذا المجال يكون منحنى الطلب على النقود بدافع المضاربة مرناً ، أي أن التغيير النسبي في سعر الفائدة أقل من التغيير النسبي في كمية النقود المحتفظ بها، وفي هذا المجال تتحقق العلاقة العكسية بين  $M_2^d$  و  $i$ ، فكل انخفاض في سعر الفائدة يؤدي إلى زيادة كمية النقود المحتفظ بها، والعكس صحيح.

المجال الثالث:  $[0; i_0]$  ، وفي هذا المجال يكون منحنى الطلب على النقود بدافع المضاربة، على شكل خط مستقيم يوازي محور الفواصل، أي أنه لانهائي المرنة، بمعنى آخر لما  $i$  تقترب من  $i_0$  فإن أي انخفاض طفيف في سعر الفائدة يؤدي إلى زيادة كبيرة في كمية نقود المضاربة، ويعبر عن ذلك رياضياً كما يلي:  $\lim_{i \rightarrow i_0} M_2^d = +\infty$

$$\text{أي: } \left(\frac{\Delta i}{i}\right) \rightarrow 0 \Rightarrow \frac{\Delta M_2^d}{M_2^d} \rightarrow \infty +$$

ونلاحظ أنه لما يصل سعر الفائدة إلى الحد  $i_0$  وهو الحد الأدنى لسعر الفائدة فإن أسعار السندات تكون في حدها الأقصى، وبالتالي الأفراد لا يشترون السندات بل يتخلون عن السندات التي يمتلكونها، وكل زيادة في كمية النقود من طرف السلطة النقدية (البنك المركزي) بهدف تشجيع الاستثمار، تؤدي إلى زيادة النقود المحتفظ بها لغرض المضاربة، لأن المضاربين يعتقدون أن أسعار السندات سوق تنخفض في المستقبل وهذا حدها الأقصى للارتفاع، وتعرف هذه الحالة بفخ السيولة. ومما سبق يمكن إيجاد دالة الطلب على النقود الكلية من خلال الجمع بين دالة الطلب على النقود بدافع المعاملات والاحتياط وبين دالة الطلب على النقد بدافع المضاربة حيث نتوصل إلى:

$$M^d_t + M^d_s = M^d = \alpha Y + f(i)$$

$$M^d = M(i; Y)$$

ج-توازن سوق النقود عند كينز:

يتحقق التوازن لما يتساوى العرض مع الطلب على النقود أي:

$$\begin{cases} M^s = M_0 \\ M^d = \alpha Y + f(i) \\ M^s = M^d \end{cases} \Rightarrow M_0 = \alpha Y + f(i)$$

$$Y = \frac{M_0 - f(i)}{\alpha_1} = Y(i)$$

التوازن في هذه الحالة هو عبارة عن دالة أي الدخل بدلالة معدل الفائدة، وهو خط مستقيم مائل، ومن أجل إيجاد نقطة التوازن لا بد أن نبحث عن التوازن في سوق السلع والخدمات ثم بعد ذلك يتحقق التوازن الكلي، أي أن معدل الفائدة هو متغير حساس ويربط ما بين السوق النقدي والسوق الحقيقي، وليس كما كان يعتقد الكلاسيك أن سعر الفائدة مجرد ثمن للاستثمار.

## 2-3- انتقادات النظرية الكينزية:

استطاعت النظرية الكينزية بفضل تحاليلها المبنية على الطلب الكلي الفعال من معالجة أزمة الكساد العالمي، حيث بينت أن النقود متغير يتأثر ويؤثر في النشاط الاقتصادي، على خلاف الكلاسيك الذين كانوا يعتقدون أن النقود وسيلة للمبادلة فقط، فكينز يعتبر أن النقود تطلب بدافع المعاملات والاحتياط وكذلك بدافع المضاربة، والتوازن يتحقق من خلال تعادل الطلب على النقود مع عرض النقود، فهي بحق كانت ثورة على الفكر الكلاسيكي وثروة للفكر الاقتصادي. رغم مزايا النظرية الكينزية إلا أنها لم تخلو من الانتقادات ومن أهم هذه الانتقادات نذكر:

- يرى كينز أن الطلب على النقود بدافع المعاملات والاحتياط يتحدد بالدخل، كون الأفراد أو أصحاب المشاريع يحتفظون بكمية مسبقة من النقود لتسديد هذه المصاريف الجارية، ولكن نتساءل عن أن الاحتفاظ بالنقود في شكلها السائل لا يدر عائداً ولكن توجد تكلفة فرصة البديلة أو الضائعة، وبالتالي طالما أن استلام الدخل لا يتوافق مع موعد الانفاق فإنه في استطاعة الأعوان الاقتصاديين احتفاظ بجزء جاري لمواجهة فترة الانفاق الأولى، والباقي يمكن استثماره لأجل يتناسب مع المدفوعات، حيث يتم سحبه أو تحويله لمواجهة المصاريف العادية، ولمواجهة الاحتياطات التي من الممكن أن لا تقع أصلاً، وهذا ما أكده الكينزيون الجدد أمثال جيمس توبين، وويليام بومل، وبالتالي الطلب على النقود يرتبط بالدخل بالإضافة إلى معدل الفائدة و تكلفة التحويل مثل عملات التوسط وما شابه ذلك.

- حسب كينز الأعوان الاقتصاديون يحتفظون إما بالسندات أو النقود فيما يخص دافع المضاربة، وهذا غير صحيح فقد انتقد ذلك توبين وبين أن الاعوان الاقتصاديين يحتفظون بكليهما في إطار ما يسمى بالمحفظة المالية،

كما بين توبين أن هناك متغيرات أخرى تؤثر على نقود المضاربة وهي الثروة والتي تتكون من محفظة الأوراق المالية، النقود السيولة، الأصول الحقيقية، بالإضافة إلى المخاطر التي يتعرض لها مردود كل أصل من الأصول الثروة. ركزت نظرية كينز على معالجة سعر الفائدة على المدى القصير، وليس المدى الطويل مما يجعلها ساكنة أكثر منها ديناميكية.

-اهتمت كثيرا نظرية كينز بمعالجة أزمة الكساد العالمي 1929، وبالتالي جل أفكار كينز كانت مبنية على تلك الفترة، مما يجعلها قاصرة عن تفسير التضخم الذي تعايش مع الكساد في فترة السبعينيات.

-صنف كينز الطلب على النقود من حيث ثلاث دوافع، دافع المعاملات و دافع الاحتياط اللذين يرتبطان بالدخل ودافع المضاربة الذي يرتبط بسعر الفائدة، حيث كينز يبحث عن التوازن في سوق السلع، الذي يتحدد فيه الدخل التوازني، الذي يتم تعويضه في دالة الطلب على النقود لأغراض المعاملات والاحتياط، ثم بعد ذلك تجمع قيمته مع دالة النقود بدافع المضاربة مشكلة دالة الطلب على النقود بدلالة سعر الفائدة فقط وبمقارنتها مع دالة عرض النقود نتحصل على معدل الفائدة التوازني، ولكن هناك من الاقتصاديين من عارضوا كينز وبيّنوا أن توازن سوق النقد يكون في شكل دالة، أي تجمع دوال الطلب على النقود الثلاثة في دالة واحدة للطلب على النقود، ويتم مقارنتها مع العرض النقدي وبالتالي نتحصل على دالة الدخل بدلالة سعر الفائدة ، ثم يتم تحديد كذلك التوازن في سوق سلع والخدمات وهو عبارة عن دالة للدخل بدلالة سعر الفائدة ، ليتم في الأخير إيجاد التوازن الكلي، بمقارنة دالة الطلب والعرض وبالتالي يتحدد الدخل التوازني وسعر الفائدة في التوازن، وهذا ما أشار إليه هانس وهيكس وعرف بنموذج *IS-LM*.

-يرى كينز أن عرض النقود هو متغير خارجي محدد من طرف السلطة النقدية الممثلة بالبنك المركزي، ولكن الاتجاهات الحديثة للنقود تعتبر أن اصدار النقود يرتبط بالنشاط الاقتصادي، كما أن المؤسسات المصرفية تعرض النقود بناء على رغبات الافراد والمؤسسات، وبالتالي عرض النقود هو متغير تابع للتغيرات الأوضاع الاقتصادية.

### 3-النظرية الكمية للنقود المعاصرة لميلتون فريدمان

#### (Friedman's Modern Quantity Theory Of Money):

ظهرت نظرية الكمية للنقود المعاصرة في ظروف تعايش فيها الكساد مع التضخم في الولايات المتحدة الأمريكية مع نهاية الحرب العالمية الثانية ونهاية خمسينيات القرن الماضي، وهي ظاهرة لم تعدها الدول من قبل، حيث وجدت النظرية الكينزية نفسها عاجزة عن تفسير هذا الوضع، فتبني سياسة نقدية توسعية عن طريق زيادة الانفاق الحكومي (إصدار سندات خزينة) أو زيادة الاستثمار (قروض الاقتصاد) من أجل القضاء على البطالة يؤدي إلى زيادة التضخم ، أوتبني سياسة انكماشية التي من شأنها تخفيف معدلات التضخم و في نفس الوقت تؤدي إلى زيادة معدلات البطالة، وأمام هذه الظروف ظهرت النظرية النقدية المعاصرة -كثورة مضادة للنظرية الكينزية- على يد الاقتصادي "ميلتون فريدمان *Milton Friedman* " بمدرسة شيكاغو ، من خلال كتاباته حيث نشر مقالة بعنوان " النظرية الكمية: إعادة صياغة *The Quantity Theory :A Restatement* " عام 1956، بالإضافة إلى مقالة أخرى المعنونة بـ "الطلب على النقد " المنشورة سنة 1959، وتعتبر النظرية النقدية المعاصرة كامتداد للنظرية الكمية للنقود الكلاسيكية، حيث أدخل فريدمان بعض المفاهيم والتحليل التي تتماشى مع الواقع الاقتصادي المعاصر، لتجديد وإعادة صياغة النظرية الكمية للنقود، كما اعتمد على بعض الأفكار الكينزية.

#### 3-1-مبادئ النظرية النقدية المعاصرة:

ترتكز النظرية المعاصرة للنقود على مجموعة من المبادئ من أهمها:

-يرى فريدمان أن نظريته هي نظرية للطلب على النقود وليست نظرية إنتاج أو دخل نقدي أو مستوى أسعار.  
-يفرق فريدمان بين نوعين من الطلب على النقود، نوع يتعلق بالطلب على النقود بدافع المعاملات، أي أن النقود أداة للمبادلة، وبالتالي يتوافق مع أفكار النظرية الكمية للنقود الكلاسيكية، ونوع آخر يُطلب من حيث أنه أصل مالي أي جزء من الثروة، وهذا يخص القطاع العائلي، أما المؤسسات أي المنتج فهي تعامل النقود على أساس أنها سلعة رأسمالية، بمعنى أنها عامل من عوامل الإنتاج (رأس مال) التي تدمج مع عوامل الإنتاج الأخرى، للمساهمة في الإنتاج الذي تبنيه المؤسسة.

- يعتبر فريدمان الطلب على النقود مثله مثل أي طلب آخر على سلعة استهلاكية دائمة التي يتم تحليلها حسب نظرية اختيار المستهلك.

-صاغ فريدمان دالة للطلب على النقود من خلال العوامل المؤثرة عليها، على خلاف كينز الذي جمع بين دوال الطلب على النقود لأنها كانت مبنية على دوافع الطلب.

### 3-2- فرضيات النظرية الكمية للنقود المعاصرة:

من بين هذه الفرضيات نذكر:

- الطلب على النقود يتشابه مع الطلب على السلع وبالتالي فهو يخضع للعوامل المؤثرة عليه.
- استقرار دالة الطلب على النقود.
- عرض النقود هو متغير خارجي ومستقل عن الطلب عليها.
- ا همال فكرة "مصيدة السيولة" وعدم ادراجها عند بناء دالة الطلب على النقود.
- يفترض فريدمان أن الأفراد، لا يندفعون بالوهم النقدي، وبالتالي فهم يرفضون الاحتفاظ بالأصول الاسمية، ويقبلون الاحتفاظ بالأصول الحقيقية من الأرصد النقدية.

### 3-3- عرض النقود عند فريدمان:

فريدمان كغيره من المفكرين الاقتصاديين، اعتبر عرض النقود متغير خارجي، يتحدد من قبل السلطات النقدية، ويوصي بأن تكون زيادة المعروض النقدي منسجمة مع النمو الاقتصادي، باعتبار أن العرض النقدي ليس له أثر على النشاط الاقتصاد في المدى البعيد، وإنما تنتقل آثاره إلى الأسعار، وبالتالي تتشابه النظرية النقدية في تحليلها للعرض النقدي مع أفكار فيشر في المدى البعيد، على خلاف ذلك، فزيادة العرض النقدي على المدى القصير من شأنه أن يؤثر على الإنفاق ومن ثم على الدخل، ولهذا ينصح فريدمان السلطات النقدية بالمراقبة والتحكم في المعروض النقدي بمختلف الوسائل المستخدمة، باعتباره من أهم المتغيرات الرئيسية المتحكمة في النشاط الاقتصادي.

### 3-4- الطلب على النقود عند فريدمان:

قام فريدمان بصياغة دالة الطلب على النقود من خلال البحث في محددات الطلب على النقود، حيث يتساءل عن الكيفية المناسبة التي من خلالها يتم الاحتفاظ بالنقد، هل نحفظ بكامل النقد في شكل سيولة وهذا غير واقعي في ظل وجود الرشادة الاقتصادية، حيث يتجنب الاعوان الاقتصاديون السيولة التي لا تدر عائداً ويهتمون بتكلفة الفرصة البديلة لها، أو أن الأعوان الاقتصاديون يشكلون محفظة مالية تتكون من مزيج متنوع من الأصول المالية والنقدية ذات العوائد المختلفة، وعليه يرى فريدمان أن الطلب على النقود شأنه شأن أي أصل آخر يركز على ثلاث مجموعات رئيسية من العوامل وهي:

#### أ-الثروة الكلية:

يحلل فريدمان الثروة من وجهة أوسع حيث تشمل جميع مصادر الدخل، المتمثلة في القدرة الإنتاجية للإنسان التي يتحصل من خلالها على دخل، والأصول النقدية والمالية والحقيقية، وعليه تعتبر الثروة (وليس الدخل) أحد أهم

قيود الميزانية للوحدات الاقتصادية التي تحدد طلبها على النقد، وقد لاحظ فريدمان أن سعر الفائدة متغير مهم كونه يفسر الدخل بالثروة الكلية، أي أنه يعبر عن العلاقة الموجودة بين مخزون الثروة والتدفق المتمثل في الدخل، فإذا رمزنا إلى الثروة بـ  $W$ ، والدخل بـ  $Y$ ، ومعدل الفائدة، نجد:  $W = \frac{Y}{i}$ ، وعليه حسب فريدمان الثروة هي القيمة الحالية لمجموع مصادر الدخل، وهذا ما عبر عنه بمفهوم الدخل الدائم، حيث يشمل جميع التدفقات المتوقعة من الأشكال الخمسة للثروة والمتمثلة في النقود، الأصول النقدية (السندات)، والأصول المالية (الأسهم) والأصول الطبيعية (رأس المال العيني)، ورأس المال البشري، خلال فترة زمنية معينة، وتوصل فريدمان إلى أنه يصعب من الناحية العملية تقدير الثروة الكلية، ولهذا يتم استبدالها بالدخل الدائم الذي يعتبر بمثابة المحدد الرئيسي للطلب على النقود، وتجدر الإشارة إلى أن الطلب على النقود يرتبط بعلاقة طردية مع الدخل الدائم، حيث أن الفرد الذي يرتفع دخله الدائم يفضل الاحتفاظ بأرصدة نقدية.

### ب- عوائد الثروة:

في هذا العنصر يتم البحث عن مختلف العوائد والمنافع الممكن تحقيقها نتيجة الاحتفاظ بالثروة في أشكالها المختلفة.

### - النقود:

يتحصل حائزي النقود على عائد غير نقدي يتمثل في الراحة والأمان، ويتمثل العائد الحقيقي لهذه النقود فيما لها من قدرة على شراء السلع والخدمات أي قوتها الشرائية، فلما يرتفع المستوى العام للأسعار ( $p$ ) تنخفض قيمة النقود المحتفظ بها في شكلها السائل، مما يزيد من تكلفة الفرصة البديلة للاحتفاظ بالنقود، حيث يفضل الأفراد تحويل نقودهم إلى أصول أخرى تحقق لهم عائد أو على الأقل تحافظ على قيمة النقود وتضمن عدم انخفاضها، والعكس صحيح.

### - السندات:

وهي أصول نقدية، أي مستند مديونية له قيمة اسمية ومردود ثابت، ويتأثر عائد السند ( $R_b$ ) نتيجة تغير القيمة الحقيقية للسند في السوق سواء ارتفاع أو انخفاض.

### - الأسهم:

وهي أصول مالية، أي مستند ملكية له قيمة إسمية، والحق في الحصول على نصيب من توزيع الأرباح في المؤسسة أو تحمل الخسارة في المؤسسة حسب نتيجة المؤسسة، ويتأثر عائد السهم ( $R_e$ )، بتوزيع الأرباح في المؤسسة، وتغير قيمة الأسهم في السوق المالي.

## -الأصول الطبيعية:

وهي الأصول في شكلها المادي أي رأس المال المادي، ومن أمثلتها، الأراضي، المباني، الآلات، ويتحدد العائد على هذه الأصول بتغير قيمة هذه الأصول في السوق، بالإضافة إلى انخفاض قيمتها نتيجة الاهتلاك ( $\Pi_e$ ).

## -رأس المال البشري:

في الوقت المعاصر يصعب تقدير رأس المال البشري، لأنه لا توجد أسواق لتحويل الثروة البشرية إلى نقود، حيث يرى فريدمان أن المصدر الرئيسي للثروة هو القدرة الإنتاجية للبشر التي تمثل الثروة البشرية، والجدير بالذكر أن تحويل الثروة البشرية إلى ثروة غير بشرية أو العكس مرهون بقيود مؤسسية، حيث يمكن شراء ثروة غير بشرية باستخدام أرباح الحالية، كما أنه بالإمكان استخدام الثروة غير البشرية لتمويل مصاريف التكوين والتدريب واكتساب المهارات، وعليه يرى فريدمان أهمية استخدام نسبة الثروة غير البشرية إلى الثروة البشرية، أي الدخل الذي يتحقق من الثروة غير البشرية إلى الدخل الذي يتحقق من الثروة البشرية، حيث يرى فريدمان أن هناك علاقة طردية بين الطلب على النقود وهذه النسبة، فكلما زادت نسبة الثروة غير البشرية إلى الثروة البشرية زاد الطلب على النقود في شكلها السائل من طرف الأفراد، كون الأصول غير البشرية يمكن تحويلها إلى نقود، بينما يصعب تحويل الثروة البشرية إلى نقود، ففي فترات الكساد حيث ينخفض الطلب على العمل وبالتالي من الصعب تحويل قدرة الإنتاجية للعامل إلى نقود. وكنتيجة كلما ارتفعت نسبة الثروة البشرية إلى مجمل الثروة ( $H$ ) كلما زادت نسبة الاحتفاظ بالنقود من طرف الأعوان الاقتصاديين لمواجهة فترات البطالة.

## -الأذواق والتفضيلات:

بعد أن تعرفنا على عوائد أشكال الثروة وعلاقتها بالاحتفاظ بالنقود، يشير فريدمان إلى أنه يوجد عامل نوعي مهم في تحديد الطلب على النقود، والمتمثل في الأذواق والتفضيلات ( $U$ )، حيث يقوم الأفراد بترتيب أشكال الثروة حسب أذواقهم وتفضيلاتهم، مثلاً قد نجد أعوان اقتصاديين يحتفظون بالنقود في شكلها السائل ولا يحتفظون بالأصول الأخرى، كما نجد اشخاص آخرين يحتفظون بالأصول ويتحملون المخاطر، بينما لا يحتفظون بالنقود في شكلها السائل، ويفترض فريدمان أن الأذواق والتفضيلات ثابتة على المدى القصير ومتغيرة على المدى البعيد.

## ج-دالة الطلب على النقود عند فريدمان:

بناء على الفرضيات السابقة والتفسيرات المتعلقة بعوائد أشكال الثروة، قام فريدمان باشتقاق دالة الطلب على

$$M^d = f \left( P; R_b; R_e; \frac{1}{P} \frac{dP}{dt}; H; Y; U \right)$$

النقود بالصياغة الرياضية التالية:



حيث:  $\frac{M^d}{P}$  الطلب على النقود بشكل أرصدة نقدية حقيقية،  $\frac{Y}{P}$  الدخل الدائم،  $R_b$  عائد السندات،  $R_e$  عائد الأسهم،  $\frac{1}{P} \frac{dP}{dt}$  معدل التغير في الأسعار،  $H$  نسبة الثروة غير البشرية إلى الثروة البشرية،  $\frac{Y}{P}$  الدخل الحقيقي الدائم،  $U$  الأذواق والتفضيلات.

وحسب فريدمان عندما تكون هناك تغيرات في الدخل من السعر والنقود سيكون هناك تغير متناسب في الطلب على النقود، وعليه يجب اعتبار الدالة السابقة متجانسة من الدرجة الأولى في  $(P)$  و  $(Y)$  وبإدخال  $\lambda = \frac{1}{P}$  في دالة الطلب نتحصل الصيغة الآتية:

$$M^d \left( \frac{1}{P} \right) = f \left[ P \left( \frac{1}{P} \right); R_b; R_e; \frac{1}{P} \frac{dP}{dt}; H; \left( \frac{1}{P} \right) Y; U \right]$$

وتكتب دالة الطلب على النقود بالصياغة الرياضية التالية:

$$\frac{M^d}{P} = f \left( \frac{Y}{P}; R_b; R_e; \frac{1}{P} \frac{dP}{dt}; H; U \right)$$

من خلال دالة الطلب على النقود الحقيقية يتبين لنا أن الطلب على النقود يتحدد بالدخل الدائم و بعوائد أشكال الثروة بالإضافة إلى الأذواق والتفضيلات، حيث أن الاحتفاظ بالنقود أو عدمه يتوقف على ما تدره هذه النقود وأشكالها من منافع وعوائد، فالأعوان الاقتصاديين لهم الحرية في الاختيار ما بين أشكال الثروة اعتمادا على عوائدها، فكلما زادت العوائد انخفضت فرصة الاحتفاظ بالنقود، والعكس صحيح، أو بعبارة أخرى فزيادة العوائد معناها زيادة تكلفة الفرصة البديلة للنقود، أي أن الاحتفاظ بالنقود سوف يضيع فرصة الحصول على عائدات من السندات ومن الأسهم والأصول الطبيعية والعكس صحيح، وبالتالي فهذه الفرص تمثل تكلفة التخلي أو التضحية بالاستثمار في الأصول المالية والنقدية والطبيعية بغية الاحتفاظ بالنقود، وعليه كلما انخفضت تكلفة الفرصة البديلة للنقود زاد الطلب على النقود في شكله السائل.

ومما سبق نستنتج أن زيادة الطلب على النقود للاحتفاظ بها على شكل سائل يكون نتيجة زيادة الثروة، وانخفاض تكلفة الفرصة البديلة للاحتفاظ بالنقود بسبب انخفاض العوائد التي تدرها السندات والأسهم والأصول الطبيعية، وانخفاض معدل التضخم المتوقع، وانخفاض نسبة الثروة البشرية الى اجمالي الثروة، بالإضافة إلى زيادة نسبة التفضيل والأذواق للاحتفاظ بالنقود السائلة.

قام ميلتون فريدمان باختبار النظرية الكمية للنقود المعاصرة على اقتصاد الولايات المتحدة الأمريكية، في الفترة الممتدة من 1870 إلى 1954، وتوصل إلى أن الدخل الدائم هو المحدد الرئيسي للطلب على النقود للاحتفاظ بها في شكلها السائل، حيث أن التغير في أسعار الفائدة له أثر هامشي على سرعة تداول النقود ودالة الطلب، كما أن التغير في الأسعار لا يظهر أثره إلا في فترات التضخم المرتفع، أما في الحالات العادية فتكون أثاره ضعيفة، كما تأكد له أن دالة الطلب على النقود هي مستقرة نسبيا في المدى القصير بالنسبة للدخل الدائم باعتباره متغير مستقر

في المدى القصير، وعليه يمكن كتابة دالة الطلب على الشكل التالي:  $\frac{M^d}{P} = f\left(\frac{Y}{P}\right)$  ، ومنه:  $\frac{M^d}{P} = KY$  ،

حيث:  $K$  تمثل نسبة الاحتفاظ بالنقود الحقيقية من الدخل الدائم. وتتشابه هذه الدالة مع دالة تفضيل السيولة الكلاسيكية لألفريد مارشال، إلا أنها تختلف عنها من حيث أن ألفريد مارشال يعتمد على الدخل الجاري، أما فريدمان فيتناول هذه الدالة بشكل موسع حيث يعتمد على الدخل الدائم، وهو مجموع القيم الحالية المتوقعة لمختلف أشكال الثروة، كما أن سرعة التداول بالنسبة للدخل الدائم تتميز بعدم الثبات، كونها تابعة لمتغيرات اقتصادية معينة ولمموسة يمكن التنبؤ بها، وبالتالي تختلف عن تلك التي فسرها فيشر في معادلته للتبادل التي تتميز بالثبات. كما يختلف فريدمان مع الكلاسيك الذين ينسبون كل زيادة في الأسعار إلى كمية النقود المعروضة، مما يتسبب في انخفاض قيمة النقود في ظل التشغيل التام، غير أن فريدمان فله رؤية مخالفة لذلك، حيث يعتقد أن كل زيادة في النقود المعروضة تؤدي إلى زيادة التشغيل طالما الاقتصاد لم يصل بعد إلى التشغيل التام، ومن ثم زيادة الإنتاج وبالتالي الدخل الوطني، كما أنها تؤدي إلى الزيادة في المستوى العام للأسعار، وسوف نتطرق إلى هذا بشيء من التفصيل في الجزء الخاص بالسياسة النقدية.

وحسب فريدمان فعرض النقود متغير مستقل عن الطلب على النقود، حيث يتحدد من قبل السلطات النقدية، يحدث وأن يتغير عرض النقود لكن يبقى الطلب على النقود مستقراً إلى حد ما، أي أن النقود التي يتحصل عليها الفرد في شكلها السائل أو كوديعة مصرفية ثابت إلى حد ما في دخله الدائم، فمثلاً إذا قام البنك المركزي من خلال السوق المفتوحة بشراء أوراق مالية، فالأفراد الذين يتحصلون على الأموال الإضافية، ينفقون كمية منها في شراء السلع والخدمات الاستهلاكية، والجزء لشراء الأصول، وعليه فهذا الانفاق يخفض من الأرصدة النقدية للأفراد، وبطبيعة الحال يساهم في زيادة الدخل الوطني، والعكس صحيح عندما يقبل البنك المركزي على بيع الأوراق المالية، حيث تنخفض كمية النقود المحتفظ بها لدى الأفراد فيما يتعلق بدخلهم الدائم، ولهذا يحاولون زيادة السيولة النقدية من خلال تخفيض جزء من طلبهم الاستهلاكي، وبيع جزء من الأصول، وهذا ما يؤدي إلى انخفاض الدخل الوطني، وبالتالي في كلتا الحالتين يبقى الطلب على النقود مستقراً.

### 3-5- تقييم النظرية الكمية للنقود المعاصرة:

تعتبر النظرية الكمية للنقود المعاصرة من أهم النظريات التي استطاعت تفسير الظواهر الاقتصادية، خاصة تلك الفترة التي تزامن فيها التضخم مع الكساد، حيث عجزت النظرية الكينزية عن تصحيح هذا الوضع، وتوصل ميلتون من خلال تحاليله إلى أن التضخم وفي كل الأحوال هو ظاهرة نقدية، وبالتالي لا بد أن يكون علاجه كذلك نقدياً عن طريق الإبطاء في النمو النقدي، في هذا الإطار يتم زيادة الكتلة النقدية التي تؤدي إلى زيادة التشغيل في ظل انعدام التشغيل التام، مما يساهم في زيادة الإنتاج ومن ثم زيادة الدخل الوطني، حيث لا حظ فريدمان أن كل من

الدخل الوطني والعرض النقدي قد زاد، ولكن إذا تفوقت الزيادة النسبية للدخل الحقيقي عن الزيادة النسبية للأسعار، سيؤدي ذلك إلى انخفاض معدل التضخم، أي أن فريدمان بهذه النظرية عالج التضخم وفي نفس الوقت البطالة (زيادة التشغيل) من خلال زيادة الكتلة النقدية، واستنتج أن هناك معدل نمو طبيعي للأسعار، يتوجب على السلطات النقدية مراعاته عند زيادة الكتلة النقدية حتى لا يحدث التضخم.

كما توصف هذه النظرية بأنها شاملة، حيث جمعت بين أفكار الكلاسيك وأفكار الكينزيين مع إضافة بعض التعديلات في بناء نموذج الطلب على النقود، الذي يعتبر أهم إسهام لهذه النظرية. لكن رغم مزايا هذه النظرية، إلا أن ما يعاب عليها، أنها أهملت أهم عنصر وهو سعر الفائدة في تفسير الطلب على النقود، وهذا ما أشار إليه الاقتصادي "ميلتزر" سنة 1963، حيث أجرى عدة اختبارات في هذا المجال على عدة دول وتوصل إلى دور سعر الفائدة في تحديد الطلب على النقود، كما اعتمدت هذه النظرية على نموذج الطلب على النقود الذي يحتوي على بعض المتغيرات التي يصعب قياسها بدقة، مثل الأذواق والثروة البشرية، كما أن معالجتها للالتزامات النقدية خاصة التضخم يركز كثيرا على السياسة النقدية، أي على دور النقود واهمال الجوانب الأخرى المؤثرة على النشاط الاقتصادي، كالاختكارات المتواجدة في البلد، ونوع النظام الاقتصادي ومميزاته في البلد، والعلاقات الاقتصادية الدولية وغيرها.

### ثانيا: السياسات النقدية

تسعى بلدان العالم منذ القدم جاهدة إلى البحث عن مختلف الطرق والوسائل التي تحقق لها رفاهية المجتمع، حيث تتبنى مجموعة من السياسات الاقتصادية، الاجتماعية، والثقافية وغيرها، بغية تحقيق هذا الهدف المنشود، كما أن الواقع الاقتصادي كثيرا ما يتعرض إلى أزمات ومشاكل اقتصادية، تنعكس في مجملها سلبا على مختلف أوجه النشاط الاقتصادي، هذا ما دفع بالعديد من حكومات إلى البحث عن مختلف الحلول المناسبة لحل هذه المشاكل والأزمات الاقتصادية، والسعي إلى تحقيق الرفاه الاقتصادي لها.

وتعتبر السياسة النقدية من أهم السياسات الاقتصادية التي تعتمد عليها الحكومات لتحقيق الاستقرار النقدي، ومواجهة الأزمات النقدية، حيث يتدخل البنك المركزي أو من يمثل السلطة النقدية في تحديد مختلف التدابير، التي من شأنها التحكم في العرض النقدي بما يتناسب مع متطلبات النشاط الاقتصادي.

### 1- مفهوم السياسة النقدية وأهدافها:

لم تأخذ السياسة النقدية مفهوما واضحا المعالم إلا مع مطلع القرن التاسع عشر، حيث كان التجاريون يمنعون تسرب الذهب والنقد إلى الخارج ويشجعون على دخوله، كسياسة تجارية في إطار بناء الدولة القوية الغنية، لكن هذه السياسة في حقيقة الأمر ما هي إلا سياسة نقدية، كون الذهب آنذاك كان يمثل عملة نقدية يتم على أساسها التبادل

ومع تطور المجتمعات وبداية القرن التاسع عشر، ظهر مفهوم السياسة النقدية وتطورت مع تطور النظريات النقدية، التي ظهرت نتيجة الازمات والمشاكل الاقتصادية التي تزامنت في تلك الفترات، حيث تشكلت معالمها مع ظهور أفكار النظرية الكلاسيكية، لتأخذ رؤية جديدة مع أفكار "جون مينارد كينز"، ثم تطورت أكثر مع مختلف النظريات النقدية الحديثة، خاصة مدرسة شيكاغو وعلى رأسها الاقتصادي "ميلتون فريدمان"، ويمكن القول بصفة عامة أن السياسات النقدية ما هي إلا النموذج الواقعي للنظريات النقدية، وقد تعددت أهدافها وتنوعت تبعاً للظروف الداخلية والخارجية للبلد.

### 1-1- تعريف السياسة النقدية:

تعددت تعاريف السياسة النقدية بتعدد المفكرين والعلماء الاقتصاديين، وبالتباين في آراءهم والاختلاف في الأزمنة والظروف السائدة، فالتعريف الذي ساد في بداية القرن التاسع عشر غير الذي عرفتها فترة ما بين الحربين العالميتين، كما يختلف هذا الأخير عن ذلك الذي نادى به مفكرو القرن الواحد والعشرين. ومن أهم هذه التعاريف نذكر:

تعريف *George Parient*: "مجموع التدابير المتخذة من قبل السلطات قصد احداث أثر على الاقتصاد ومن أجل ضمان استقرار أسعار الصرف"

تعريف *A.J Shapiro*: "السياسة النقدية هي ممارسة سيطرة البنك المركزي على المعروض النقدي كأداة لتحقيق أهداف السياسة الاقتصادية"

تعريف *R.P.Knet*: "السياسة النقدية هي إدارة التوسع والانكماش في حجم الأموال المتداولة لغرض صريح وهو تحقيق هدف محدد مثل التوظيف الكامل"

وبصفة عامة تعرف السياسة النقدية على أنها مجموعة الإجراءات والتدابير التي تضعها الحكومة، في إطار معالجة مشكلة اقتصادية، أو تشجيع وضع اقتصادي معين، أو استهدافه بما يحقق الاستقرار الاقتصادي في البلد، من خلال التحكم في الكتلة النقدية وإدارتها، وكذا الائتمان وإدارته، بمختلف الوسائل والإمكانات المتوفرة، والطرق المستخدمة من طرف البنك المركزي خلال فترة زمنية معينة.

### 1-2- أهداف السياسة النقدية:

كما هو معروف فالسياسة النقدية ليست غاية في حد ذاتها تسعى الحكومات إلى تحقيقها، ولكنها وسيلة تستخدمها لتحقيق أهدافها، وهذه الأهداف تختلف من دولة إلى أخرى، ومن فترة زمنية إلى أخرى وذلك حسب الظروف والأنظمة الاقتصادية المطبقة، ودرجة تقدمها، فالسياسة النقدية المتبناة في البلدان المتقدمة عموماً تنحصر حول هدف واحد وهو معالجة التضخم، أي تحقيق الاستقرار النقدي، في حين أن البلدان النامية تتعدد فيها أهداف السياسة

النقدية، كونها تعاني من التخلف الاقتصادي الذي يظهر في صوره المختلفة، كارتفاع معدلات البطالة، تضخم الأسعار، انخفاض معدلات النمو، ارتفاع معدلات الصرف الأجنبي لعملاتها، بالإضافة إلى وجود اختلالات على مختلف موازينها الداخلية والخارجية، وبصفة عامة تهدف السياسة النقدية إلى تحقيق أهداف نهائية مثل استقرار الأسعار، توازن ميزان المدفوعات، معالجة البطالة، رفع معدلات النمو وغيرها، وأهداف وسيطة حيث أنه في بعض الحالات لا تتمكن السياسة النقدية من تحقيق أهدافها بصفة مباشرة، وإنما يتطلب منها التأثير على متغيرات نقدية تكون غير مراقبة جيدا، وهذا ما ينعكس في النهاية على الأهداف الرئيسية.

### أ-الأهداف النهائية:

وتتمثل في:

### -استقرار نسبي في مستوى العام للأسعار:

يمكن القول أن هذا الهدف هو مشترك ما بين اهداف السياسة النقدية لدى الدول النامية والدول المتقدمة، فارتفاعات المستمرة في الأسعار تضعف القدرة الشرائية للمستهلكين، وتمثل هاجس مخيف لدى المستثمرين، كما يلقي التضخم بأثارة السلبية على مجمل قطاعات البلد خصوصا داخل البلدان النامية، حيث تعمل الدول المتقدمة على استهدافه ما بين 1% إلى 2%، بفضل استقلالية بنوكها المركزية، واتساع وتطور أسواقها المالية، ومرونة نظام أسعارها، ونشير إلى أن ارتفاع الأسعار بمعدل معقول يساعد على زيادة الإنتاج، بحثا عن تحقيق المزيد من الأرباح، كما أن زيادة الإنتاج تعني زيادة التشغيل مما يساهم في تخفيض البطالة ورفع معدلات النمو الاقتصادي.

### -تحقيق التوظيف الكامل ومحاربة البطالة:

تسعى البلدان إلى تحقيق الاستغلال الأمثل لعناصر الإنتاج، خاصة عنصر العمل حيث أن توفير فرص العمل لكل شخص قادر على العمل، يحقق له دخل يساهم في زيادة الطلب الاستهلاكي، وبالتالي امتصاص فائض الإنتاج مما يؤدي إلى زيادة الدخل الوطني، كما أن تحقيق العمالة الكاملة يساهم في زيادة كمية الإنتاج، ومن ثم الدخل الوطني، وعليه يمكن القول أن السياسة النقدية بإمكانها تحقيق هذا الهدف بمختلف أدواتها، حيث أن التوسع في حجم النقود يؤدي إلى انخفاض سعر الفائدة، مما يزيد من حجم الاستثمار، الذي بدوره يزيد من حجم التشغيل (محاربة البطالة) الذي ينعكس إيجابيا على الإنتاج، مما يساهم في زيادة الدخل، ومن ثم رفع معدل النمو الاقتصادي، شريطة ألا يزيد معدل نمو الأسعار عن معدل نمو الإنتاج الحقيقي، وتجدر الإشارة إلى أن الدول الصناعية المتقدمة تعتمد بنسبة كبيرة على الآلة مما يجعل مسألة تحقيق العمالة الكاملة أمرا مستحيلا، وبالتالي القبول بمستوى معقول من البطالة، الذي يرتبط بمعدل نمو الأسعار.

## -رفع معدل النمو الاقتصادي:

تهدف معظم دول العالم إلى رفع معدل النمو الاقتصادي، حيث يقاس هذا المعدل بنصيب الفرد من الناتج الوطني الحقيقي، ويعبر عنه من خلال استبعاد معدل نمو السكان من معدل نمو الناتج المحلي الخام الحقيقي، وعليه ينصب الاهتمام الكبير من أصحاب القرار في بلوغ السياسة النقدية لتحقيق هذه الغاية ، حيث يقوم البنك المركزي للبلد برفع حجم الكتلة النقدية مما يتسبب في انخفاض أسعار الفائدة، التي تؤدي بدورها إلى رفع حجم الاستثمار المحلي، مما يؤدي إلى ارتفاع التشغيل وبالتالي حجم الإنتاج، مما يساهم في رفع الناتج الوطني، وفي حالة ما إذا ارتفع النمو السكاني بمعدل أقل من معدل نمو الناتج الوطني، نقول عندئذ أن النمو الاقتصادي للبلد قد ارتفع، مع اعتبار التغير الذي يحدث في الأسعار نتيجة التوسع النقدي هامشي.

## -أحداث توازن على مستوى ميزان المدفوعات:

يمكن للبلدان في إطار محاولة تصحيح اختلال ميزان مدفوعاتها أن تستخدم السياسة النقدية، حيث يقوم البنك المركزي بتخفيض حجم الاستثمار بالتأثير على الائتمان المصرفي، باستخدام أحد أدوات السياسة النقدية، سواء معدل إعادة الخصم، أو سياسة السوق المفتوحة ، معدل الاحتياط القانوني، فمثلا إذا قام البنك المركزي برفع معدل إعادة الخصم إلى المستوى الذي يؤثر به على حجم السيولة داخل البنوك التجارية فتتخفض، مما يزيد من سعر الفائدة الذي يؤثر بدوره سلبا على حجم الائتمان، وإيجابا على حجم الودائع داخل المصارف، مما يقلل من الطلب على السلع والخدمات فتتخفض الأسعار المحلية، وعليه يزداد حجم صادرات البلد نظرا لانخفاض الأسعار المحلية بالمقارنة مع الأسعار الأجنبية، ويقل حجم الواردات من الخارج نتيجة غلاءها في الخارج بالمقارنة مع الأسعار الداخلية، وبالتالي ينخفض العجز المتواجد على الميزان التجاري، كما أن ارتفاع أسعار الفائدة يشجع الأجانب على إيداع أموالهم في هذه المصاريف بحثا عن الربح، مما يزيد من دخول رؤوس الأموال، وهذا ما ينعكس إيجابا على ميزان راس المال، وبالتالي ينخفض العجز المتواجد على مستوى ميزان المدفوعات للبلد، ويشترط لنجاح هذه السياسة أن يكون الجهاز الإنتاجي مرنا للطلب على السلع والخدمات المحلية، و أن تتميز هذه السلع والخدمات المحلية بالجودة حتى تتمكن من منافسة السلع الأجنبية، ونشير إلى أن تأثير السياسة النقدية على تحقيق استقرار الأسعار المحلية يساهم في تحقيق استقرار نسبي لسعر الصرف الأجنبي للعملة المحلية.

بالإضافة إلى ما سبق يمكن الاعتماد على سياسة تخفيض قيمة العملة الخارجية، أي رفع قيمة الصرف الأجنبي للعملة المحلية يؤدي إلى انخفاض قيمة الصادرات بالعملة المحلية مقارنة بالعملة الأجنبية مما يزيد من قيمة الصادرات، كما تؤثر سياسة تخفيض قيمة العملة على الواردات التي ترتفع قيمتها بالعملة الأجنبية بالمقارنة بالعملة المحلية، مما يقلل من الواردات، وبالتالي زيادة الصادرات وانخفاض الواردات يساهم في التقليل من عجز المتواجد في الميزان

التجاري.

نشير في الأخير إلى أن السياسة النقدية يمكن أن تحقق بعض الأهداف الأخرى الثانوية كمساعدة البلدان في تخطي الأزمات النقدية الحادة من خلال تبني سياسة نقدية توسعية أو انكماشية، مثل الدول المتقدمة التي تتميز اقتصاداتها على العموم بفترات الرواج تدوم لفترات طويلة ولكنها تتعرض لازمات اقتصادية صعبة، مثلما حدث في الولايات المتحدة الأمريكية عام 2008، بالإضافة إلى ما سبق فإن تطبيق السياسة النقدية يخلف أثراً إيجابية على مستوى النشاط الاقتصادي.

### ب-الأهداف الوسيطة:

أحيانا لا يمكن استخدام أدوات السياسة النقدية في التأثير المباشر على الهدف المراد تحقيقه، وإنما يتم استهداف متغيرات وسيطة التي لها علاقة تقريبا مستقرة بهذه الأهداف الرئيسية، وتكون قابلة للمراقبة، فعلى سبيل المثال إذا كانت السياسة النقدية المنتهجة تهدف إلى تخفيض معدلات البطالة في البلد، فيتم استهداف سعر الفائدة عند مستوى معين، الذي من شأنه أن يؤثر على حجم الائتمان، مما يؤدي إلى زيادة الاستثمار ومن ثم التشغيل، أي تقليص حجم البطالة. ومن أهم المتغيرات المستخدمة كوسيط لتحقيق الأهداف الرئيسية نذكر:

### -المجمعات النقدية:

سبق وأن تطرقنا إلى موضوع المجمعات النقدية وتعرفنا على مختلف مستوياتها، فالمجمعات النقدية توفر للسلطات النقدية مختلف المعلومات حول نمو عناصر السيولة النقدية، مما يساعد على استهداف وضبط المجمع النقدي المناسب لتأثير على المتغيرات الاقتصادية الكلية، وفي هذا الإطار تعمل البنوك المركزية على تحديد هذه المستويات واحتسابها، وبالتالي ضبطها حسب ظروف الاقتصادية للبلد، وفي الغالب يتم ضبط المجمعات بشكل أوسع مثلا في الجزائر يستخدم المجمع  $M_2$ .

### -سعر الفائدة:

تعتمد عليه السلطات النقدية كهدف وسيط ضمن أهداف السياسة النقدية، حيث يتم استهداف سعر الفائدة بالقيمة الحقيقية له، وقد أعطى الاقتصادي كينز أهمية كبيرة لهذا المتغير، باعتباره متغير يربط ما بين الاقتصاد الحقيقي والاقتصاد النقدي، كما أشار إلى مفهوم مصيدة السيولة، وقد ساهمت النظريات الكينزية الجديدة في تحديد معدل سعر الفائدة التوازني من خلال نماذج  $(IS-LM)$ ، وفسرت كيف يمكن لسعر الفائدة نقل مختلف الآثار التي تحدث في سوق السلع والخدمات إلى السوق النقدي، التي بدورها تؤثر على هذا الأخير، لكن المدرسة النقدية لم تعر اهتمام كبير لسياسة سعر الفائدة، واعتبرته يتأثر بالأوضاع الاقتصادية، فهو يرتفع في فترات الرواج وينخفض

في فترات الكساد، وبالتالي يصعب التحكم فيه، وينصح بعدم الاعتماد عليه كمتغير وحيد في السياسة النقدية، بالإضافة إلى ما سبق يعاب على هذا الوسيط هو تأثيره بمعدلات التضخم المتوقعة، مما يجعله عرضة لتغيرات في قيمته الحقيقية، وبالتالي يفقد أهميته كوسيط فعال في التأثير على مختلف متغيرات الاقتصاد الكلي.

### -متغير سعر الصرف:

يعتبر متغير سعر الصرف من أهم المتغيرات الوسيطة التي تعول عليها السلطات النقدية، من خلال سياساتها النقدية، حيث يتم استهداف سعر صرف معين، بهدف التقليل من الواردات وزيادة الصادرات، مما ينعكس إيجاباً على رصيد الميزان التجاري، ومن ثم على رصيد ميزان المدفوعات، كما تسعى السلطات النقدية إلى تحقيق الاستقرار في هذا المعدل، الذي يعكس صورة حسنة عن استقرار الأوضاع الداخلية اتجاه الغير، ولهذا نجد بعض الدول قد تبنت سعر الصرف الثابت، ولكن تغطية العجز في ميزان المدفوعات عن طريق تثبيت سعر الصرف يؤدي إلى تآكل احتياطات الصرف الأجنبية، كما أن بعض الدول عملت على ربط عملتها بعملات قوية مثل الدولار الأمريكي للحفاظ على استقرار سعر الصرف.

### 2-قنوات انتقال أثر السياسة النقدية إلى الأهداف الرئيسية:

ويقصد بها المسالك التي يمر من خلالها أثر متغيرات السياسة النقدية، إلى المتغيرات المستهدفة، ويمكن التعبير عنها بالعلاقة التالية: متغير السياسة النقدية ← قناة نقل الأثر ← المتغير المستهدف وبصفة عامة توجد أربعة قنوات انتقال وهي:

### 2-1-قناة سعر الفائدة:

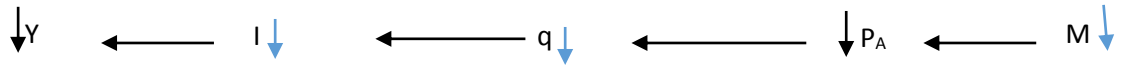
يرى الكينزيون أن سعر الفائدة هي قناة لنقل أثر السياسة النقدية إلى معدلات النمو، أي نقل أثر السياسة النقدية من القطاع النقدي (سوق النقدي) إلى القطاع الحقيقي (سوق السلع والخدمات)، حيث أن زيادة الكتلة النقدية يساهم في زيادة السيولة، مما يؤدي إلى انخفاض سعر الفائدة، أي زيادة سعر الفائدة الحقيقي، مما يؤدي إلى انخفاض تكلفة رأس المال، وهذا ما يزيد من حجم الائتمان أي زيادة حجم الاستثمار، الذي ينعكس بدوره على حجم الإنتاج ومن ثم زيادة الدخل الوطني، مما يؤدي إلى زيادة النمو الاقتصادي وهو المتغير المستهدف، ونشير إلى أن سعر الفائدة الحقيقي له أثر كذلك على قرار الاستهلاك إذ أنه يزيد من طلب الاستهلاكي على السلع المعمرة، كما طورها الكينزيون الجدد الذي تمكنوا من إيجاد التوازن في الأسواق في أن واحد وأطلق عليه بنموذج (IS-LM)، ويمكن إيجاد سلسلة

من التقلبات لسعر الفائدة أي:  $M \uparrow \leftarrow i \downarrow \leftarrow r \uparrow \leftarrow \gamma \uparrow$



## 2-2- قناة أسعار توبين للاستثمار:

إذا افترضنا أن عرض النقود انخفض فإن ذلك سيؤدي إلى زيادة نسبة الأوراق المالية وانخفاض نسبة الأرصدة النقدية في المحفظة الاستثمارية، وهذا ما يؤدي إلى انخفاض الانفاق الخاص على الأوراق المالية، ومن ثم يجب التخلص من فائض الأوراق المالية ببيعها في السوق المالي، أي تقليص الكتلة النقدية مما يؤدي إلى انخفاض الأسعار مما يساهم في انخفاض مؤشر توبين، مما يؤدي إلى انخفاض الاستثمار، ومن ثم الناتج الداخلي الخام.



## 2-3- قناة موديجلياني للاستهلاك:

لنفترض أن عرض النقود ارتفع فهذا يؤدي إلى ارتفاع أسعار الأسهم، مما يزيد من قيمة الثروة التي تؤدي بدورها إلى زيادة الاستهلاك، أي الطلب الاستهلاك مما يزيد من الناتج المحلي الخام، والعكس صحيح



## 2-4- قناة سعر الصرف:

حسب هذه القناة، إذا ما قامت السلطات النقدية بزيادة الكتلة النقدية ( $M_2$ ) فسوف تنخفض أسعار الفائدة الحقيقية ( $i_r$ ) مما يؤدي إلى انخفاض حجم الودائع الأجنبية في البلد المعني، أي خروج رؤوس الأموال الأجنبية، مما يؤدي إلى انخفاض قيمة العملة المحلية بالمقارنة مع العملات الأجنبية ( $E$ )، مما يشجع على زيادة الصادرات وانخفاض الواردات وبالتالي زيادة صافي الصادرات ( $NX$ ) التي تؤثر إيجابيا على الناتج الإجمالي ( $Y$ )، ويمكن توضيح ما سبق حسب السلسلة التالية:



## 2-5- قناة الائتمان:

ويمكن توضيحها من خلال القنوات التالية:

### أ- قناة الإقراض المصرفي:

في حالة ما قامت السلطات النقدية باتباع سياسة نقدية توسعية، سوف يؤدي ذلك إلى زيادة السيولة أي زيادة حجم الودائع لدى المصارف، الأمر الذي يؤدي إلى زيادة القروض المصرفية، مما يزيد من حجم الاستثمار، ومن ثم زيادة الناتج المحلي الخام.

## ب- قناة الميزانية:

وتعتمد قناة الميزانية في نقل أثر السياسة النقدية على القناتين التاليتين:

### -قناة الميزانية العمومية للمؤسسات:

اتباع سياسة نقدية توسعية يؤدي إلى ارتفاع أسعار الأسهم، مما يؤدي إلى زيادة القيمة السوقية للمؤسسة، ومن ثم زيادة الاستثمار الذي يؤدي إلى زيادة الطلب الكلي، هذا الأخير يؤثر إيجاباً على زيادة الناتج المحلي الخام.

### -قناة التدفقات النقدية:

إذا ما قامت السلطات النقدية بزيادة كمية النقود فإن ذلك سوف يؤدي إلى انخفاض أسعار الفائدة الاسمي، مما يساهم في تحقيق تدفقات نقدية التي بدورها تؤدي إلى تحسين الميزانية العمومية للمؤسسة، ونتيجة التوقعات المعاكسة والمشاكل المعنوية المتعلقة بسداد الديون تكون أقل، مما يساهم في زيادة القرض ومن ثم زيادة الاستثمار، مما يؤدي إلى زيادة الناتج المحلي الخام.

### -مستوى السعر غير المتوقع:

بافتراض أن السلطات النقدية تتبع سياسة توسعية، فقد يؤدي ذلك إلى ارتفاع غير متوقع في المستوى العام للأسعار، مما يؤدي إلى ارتفاع القيمة الحقيقية الصافية للمؤسسة، مما يقلل من المشاكل المالية، الأمر الذي ينجر عنه زيادة الإقراض، ومن ثم زيادة الاستثمار، مما يؤدي إلى زيادة الناتج المحلي الخام.

## 2-6- قناة ميزانية القطاع العائلي:

إذا ما قامت الحكومة بزيادة الكتلة النقدية في إطار تطبيق السياسة النقدية، فإن ذلك سيؤدي إلى ارتفاع في الأسعار المتوقعة للأصول المالية، مما يجنب من حدوث كارثة مالية، الأمر الذي يشجع على زيادة الانفاق على السلع المعمرة، ومن ثم زيادة الناتج المحلي الخام.

### 3- أدوات السياسة النقدية:

ويقصد بها مجموعة الوسائل التي تستخدمها السلطة النقدية في التأثير على النشاط الاقتصادي، سواء بطريقة مباشرة أو غير مباشرة، وبصفة عامة نفرق بين نوعين من الأدوات، أدوات كمية وأدوات نوعية.

### 3-1- الأدوات الكمية (غير مباشرة):

وهي التي تؤثر بصفة غير مباشرة على حجم النقود والائتمان، دون الأخذ بعين الاعتبار نوع الائتمان، وتتمثل

في: السوق المفتوحة، معدل إعادة الخصم، معدل الاحتياط القانوني.

### أ- السوق المفتوحة:

حسب هذه الأداة يتدخل البنك المركزي في سوق الأوراق المالية كالبائع أو شاري للأوراق المالية والسندات الحكومية، ففي فترات الركود الاقتصادي يتدخل البنك المركزي بزيادة الكتلة النقدية عن طريق شراء سندات الحكومة والأوراق المالية، مما يزيد من حجم السيولة لدى المصارف، ومن ثم زيادة الائتمان المصرفي، مما يشجع على زيادة الإنتاج، وبالتالي زيادة مستوى التشغيل مما يؤدي إلى زيادة الطلب الكلي، الذي يؤدي بدوره إلى زيادة الناتج الداخلي الخام، ونفس الشيء للسندات الحكومية حيث يزداد الانفاق الحكومي الذي يؤثر بدوره على الطلب الكلي، ومن ثم زيادة الناتج الوطني. وفي حالة التضخم يقوم البنك المركزي ببيع الأوراق المالية بغية امتصاص الكتلة النقدية الزائدة، مما يؤدي إلى انخفاض السيولة لدى المصارف، ومن ثم انخفاض حجم الائتمان الذي يؤثر بدوره على الإنتاج، حيث تتراجع كميته، وبالتالي ينخفض التشغيل، مما يقلل من الطلب الكلي، مما يؤثر على مستوى الأسعار فتتخفص، ويتراجع من وراءها التضخم.

ويشترط لنجاح هذه السياسة أن تتوفر لدى البلدان سوق للأوراق المالية متطورة، وأن تكون هناك استجابة من طرف البنوك التجارية والحكومة عند بيع وشراء الأوراق المالية، وما يعاب على هذه السياسة أن البنوك التجارية خاصة في الدول المتخلفة تتوفر على قدر كبير من السيولة، مما يجعلها لا تستجيب لسلوكيات البنك المركزي عند اعتمادها لهذه السياسة (سياسة السوق المفتوحة تصبح بدون جدوى)، حتى وإن تم تجميد نسبة من احتياطات النقدية المتواجدة لدى البنوك التجارية، فإن عمليات السوق المفتوحة تستدعي بيع كمية كبيرة من الأوراق المالية في السوق.

### ب- معدل إعادة الخصم:

يعبر معدل إعادة الخصم عن سعر الفائدة التي يتحصل عليها البنك نتيجة إعادة خصمه للأوراق التجارية، و هو أول أداة استخدمها البنك المركزي في التأثير على الائتمان المصرفي المقدم للاقتصاد، حيث استخدم لأول مرة من طرف بنك إنجلترا عام 1839 ويعتبر معدل إعادة الخصم من الأدوات الكمية التي يستخدمها البنك المركزي للتحكم في حجم السيولة المتواجدة لدى البنوك التجارية، من خلال رفع أو خفض معدله عند إعادة خصم الأوراق التجارية، ففي حالة تبني سياسة نقدية توسعية يقوم البنك المركزي بخفض معدل إعادة الخصم للأوراق التجارية التي تقدمها البنوك التجارية، مما يزيد من حجمها، وبالتالي ترتفع السيولة لدى البنوك التجارية، ومن ثم تتخفص تكلفة الائتمان المصرفي، حيث يزداد حجم القروض المقدمة للمستثمرين، ويرتفع بذلك الاستثمار، محدثا بذلك ارتفاعا في الطلب الكلي، أي زيادة الناتج المحلي الخام. ويحدث العكس لما ترغب الحكومة باتباع سياسة نقدية انكماشية حيث ترفع من معدل إعادة الخصم مما يؤثر على كمية الأوراق التجارية المقدمة للبنك من أجل خصمها وبالتالي يقل حجم

القروض الموجهة لتمويل العمليات الاستثمارية، ومن ثم ينخفض الطلب الكلي، الذي يؤثر بدوره على الدخل الوطني.

### ج-معدل الاحتياط القانوني:

يقصد بمعدل الاحتياط القانوني، قيام البنك المركزي بفرض نسبة معينة أو حجم معين على أرصدة الودائع التي تملكها البنوك التجارية، حيث تكون البنوك التجارية ملزمة قانونياً بتقديمها إلى البنك المركزي، سواء كانت في شكل نقود سائلة أو حساب تحت الطلب، وهي بمثابة احتياط لحماية أموال المودعين، ففي حالات الركود الاقتصادي يقوم البنك المركزي بتخفيض نسبة الاحتياط القانوني، مما يساهم في زيادة السيولة لدى البنوك التجارية مما يؤدي إلى انخفاض تكلفة رأس المال، وهذا ما يحفز الأعوان الاقتصاديين على زيادة الاستثمار، الأمر الذي ينجر عنه ارتفاع في الطلب الكلي ومن ثم زيادة الدخل الوطني للبلد، بينما يحدث العكس إذا قررت الحكومة اتباع سياسة نقدية انكماشية حيث يقوم البنك المركزي برفع معدل الاحتياط القانوني، مما يؤدي إلى ارتفاع تكلفة الائتمان، مما يزيد من العزوف عن الاستثمار، وهذا ما يقلل من الطلب الكلي، الذي ينعكس بدوره على الدخل الوطني.

وكتقييم لاستخدام هذه الأداة في تحقيق أهداف السياسة النقدية، يمكن القول أنها فعالة إلى حد ما في فترات التضخم، لكن في فترات الكساد فتخفيض معدل الاحتياط القانوني يساهم في زيادة حجم الائتمان، لكن المستثمرين قد تكون لهم نظرة تشاؤمية حول نجاح مشاريعهم الاستثمارية في ظل فترة الكساد، وبالتالي لا يقبلون على الاقتراض من المصارف، مما يفقد هذه الأداة فعاليتها في معالجة مرحلة الكساد الاقتصادي.

### التنسيق بين أدوات غير المباشرة:

يرى بعض الخبراء والعلماء الاقتصاديين أن تطبيق البنك المركزي لأدوات السياسة النقدية بشكل منفرد قد لا تكون له فعالية، خاصة لدى الدول النامية، ولهذا يستوجب تطبيق هذه الأدوات في آن واحد، مثلاً في حالات التضخم يمكن للبنك المركزي في إطار معالجة هذه الظاهرة أن يستخدم سياسة السوق المفتوحة، حيث يظهر كبائع للأوراق المالية، وإذا استجابت البنوك التجارية لذلك واشترت الأوراق المالية فإن ذلك يقلل من سيولتها، وربما تلجأ إلى إعادة خصم الأوراق التجارية لدى البنك المركزي، وفي هذه الحالة ما عليه إلا أن يزيد من معدل إعادة الخصم، حتى لا تزيد سيولتها، وهذا ما يؤدي إلى ارتفاع معدل الفائدة مما يقلل من حجم القروض، التي تساهم في انخفاض الطلب الكلي. كما يمكن في بعض الحالات أن تستجد البنوك التجارية بالاحتياطات الإضافية لديها، مما يقلل من حجم الائتمان، أما في حالات الانكماش يتدخل البنك المركزي من خلال عمليات السوق المفتوحة كشاري للأوراق المالية، مما يزيد من السيولة لدى البنوك التجارية، لكن قد تتصادف هذه الحالة مع قيام البنوك التجارية باستثمار هذه السيولة في أصول أكثر مردودية، مما يقلل من حجم السيولة ويزيد من نسبة الفائدة، وهذا ما قد يحتم على البنك المركزي

استخدام معدل إعادة الخصم، من خلال تخفيض نسبته، مما يساهم في زيادة سيولة البنوك التجارية، ومن ثم زيادة حجم القروض، التي تؤدي بدورها الى زيادة الاستثمار ومن ثم زيادة التشغيل، الذي ينعكس إيجابيا على الناتج المحلي الخام للبلد.

أما الاحتياط القانوني فهو لا يعتمد عليه من قبل البنوك المركزية في الدول المتقدمة، كونه يتعارض مع التحرر المالي، ويقلل من حجم المنافسة بين البنوك التجارية، كما أن الدول المتقدمة تمتاز بتطور أسواقها المالية وتوفر الوعي المالي لدى الاعوان الاقتصاديين، في حين نجد الدول المتخلفة ونتيجة ضعف أجهزتها المصرفية ونقص الوعي المالي لدى الاعوان الاقتصادي، فكثير ما تلجأ إلى معدل الاحتياط القانوني.

### 3-2- الأدوات النوعية:

قد تتعرض في بعض حالات مجموعة من القطاعات إلى الكساد وتحتاج إلى تطبيق سياسة نقدية توسعية، في حين نجد قطاعات أخرى تعاني من التضخم وتحتاج إلى تطبيق سياسة انكماشية، وبالتالي يستحيل تطبيق سياسة نقدية توسعية وانكماشية في آن واحد، وهذا ما يستدعي اللجوء إلى الأدوات المباشرة، حيث تتدخل السلطات النقدية في جميع القطاعات للتحكم مباشرة في حجم الائتمان وتوجيهه إلى قطاعات أو قطاع معين، كما يمكن أن تشدد الرقابة على المؤسسات المالية في حرية ممارسة بعض الأنشطة كما ونوعا، وما تتميز به هذه الأدوات أنه يصعب على البنوك التجارية التملص منها.

ونشير إلى أن استخدام الأدوات المباشرة داخل الدول المتقدمة يختلف عن استخدامها في البلدان المتخلفة، حيث أن البلدان المتقدمة تتميز بوفرة الإنتاج وتزايد مما يجعل السياسة النقدية تنصب حول زيادة قروض الاستهلاكية، لتلبية الطلب الاستهلاكي، في حين أن الدول المتخلفة يتم فيها توجيه القروض نحو الإنتاج والعمل على الحد من توجيهها الى الاستهلاك. ومن بين هذه الأدوات نذكر:

### أ- سياسة تأطير القروض:

تقوم السلطات النقدية في إطار تنظيم القروض وتوجيهها بوضع سقف وحدود لها، لا يمكن للبنوك التجارية أن تتجاوزها، وأي مخالفة لهذه الحدود يعرض البنوك التجارية لعقوبات معينة، والهدف من هذه السياسة هو توجيه القروض نحو القطاعات ذات الأهمية الاقتصادية و التي تتطلب موارد مالية كبيرة، كالقطاعات التي ترتبط بالتنمية الاقتصادية، أو أنها تريد تشجيع قطاع معين مثلا قطاع العائلات، من خلال تأطير القروض الموجهة للاستهلاك حيث تقوم بتحديد مدة القرض وكيفية السداد، وكثيرا ما تطبق هذه السياسة في الدول النامية (سياسة انتقاء القروض)، على خلاف الدول المتقدمة التي تعتبرها عائق يقلل من حدة المنافسة والحرية ما بين البنوك التجارية، فمثلا في حالات التضخم تقوم السلطات النقدية بتحديد سقف (عتبة) للقروض الموجهة للقطاعات التي تكون سببا للنشوء

التضخم، في الحين تستفيد القطاعات الأخرى التي لم تتسبب في التضخم من قروض المصرفية. وتجدر الإشارة إلى أن عملية التسقيف يمكن أن تتخذ عدة أشكال كأن يتم التسقيف حسب آجال القروض، مثلا التسقيف بالقروض قصيرة الأجل، أو حسب معدل نمو القروض أو بحجم معين من القروض، أو حسب سعر الفائدة للقرض. كما نشير إلى أن هذه سياسة تكون ذات أثر فعال في الدول المتخلفة لان القروض تكون موجهة للقطاعات ذات الأهمية الاقتصادية، على خلاف الدول المتقدمة التي توجه فيها القروض إلى قطاعات ليست محل اهتمام من طرف الدولة ولا تصنف ضمن أولوياتها.

### ب- الإقناع الأدبي:

حسب هذه الأداة يقوم البنك المركزي بتقديم مجموعة من التوجيهات والنصائح للبنوك التجارية، حيث يجتمع مع مختلف مدري البنوك التجارية لتوضيح أهمية تطبيق السياسة النقدية، لمعالجة أو تشجيع وضع اقتصادي معين، ويسهر البنك المركزي أو من ينوب عنه باستخدام كل الوسائل والأساليب الأدبية لإقناع مجموع البنوك التجارية، بأهمية وضرة تطبيق السياسة النقدية، حيث يتم الاتفاق مثلا على الامتناع عن التوسع في حجم الائتمان، أو عدم استخدام أو خصم بعض الأنواع للأوراق المالية، أو التوسع في القروض الموجهة مثلا للاستهلاك، وغيرها من الطرق التي من شأنها أن تتماشى وسياسة النقدية التي تصب في صالح البلد، ويشترط لنجاح هذه السياسة أن تكون هناك علاقة ثقة وتعاون بين البنك المركزي والبنوك التجارية، ومدى إدراك واقتناع وتفهم البنوك التجارية لأهمية السياسة النقدية.

### ج- الاستيراد المشروط بالودائع:

يمكن للبنك المركزي وبغية التقليل من حجم القروض الموجهة للاقتصاد أن يشترط على المستوردين، إيداع قيمة المستوردات في شكل وديعة لدى البنك المركزي لمدة محددة، وفي هذه الحالة عندما يلجأ المستوردين إلى البنوك التجارية للاقتراض من أجل الاستيراد، فالقرض سوف يبقى محتجز لدى البنك المركزي لمدة معينة، مما يقلل من القروض الموجهة للاقتصاد، وترتفع بذلك تكلفة الواردات.

### د- سعر الصرف:

يمكن للبنك المركزي أن يقوم برفع سعر الصرف الأجنبي للعملة المحلية، أي تخفيض القيمة الخارجية للعملة المحلية مما يزيد من صادرات البلد ويقلل من الواردات، ومن ثم تسجيل تحسن على مستوى ميزان المدفوعات، مما ينعكس إيجابيا على النشاط الاقتصادي ويساهم في زيادة النمو الاقتصادي والعكس صحيح.

بالإضافة إلى ما سبق يمكن للبنك المركزي أن يعتمد على سياسة الودائع الخاصة، حيث يفرض على البنوك

التجارية اقتطاع نسبة من أرصدها النقدية، وتقديمها إلى البنك المركزي، بغض النظر عن الاحتياط القانوني للتقليل من حجم الائتمان، كما أنه في بعض الأحيان يلجأ البنك المركزي إلى القيام ببعض مهام البنوك التجارية مثل قبول الودائع وتقديم القروض، وما شابه ذلك، حتى لا يكون الائتمان المصرفي حكرًا على البنوك التجارية، ومن ثم يستطيع التحكم في نسبة من القروض التجارية واستخدامها بما يتناسب مع السياسة النقدية، كما يستخدم أسلوب الجزاء والعقوبات، حيث أنه يقدم تحفيظات للبنوك التجارية، لما تلتزم بتطبيق تعليمات والوامر المتعلقة بالسياسة النقدية كما يمكن أن يضع عقوبات على البنوك التجارية عند عدم التزامها بتطبيق تعليمات والنصائح للسياسة النقدية، مثل عدم خصم الأوراق التجارية لها، وما يعاب على هذه السياسة أنها تركز على تأطير القروض فقط، ولا تهتم بالسندات الحكومية والذمم على الخارج، كما أنها اهتمت بالعرض النقدي ولم تهتم بالطلب على النقود.

#### 4-تطور السياسة النقدية في الفكر الاقتصادي:

تطور مفهوم السياسة النقدية مع تطور النظريات النقدية، حيث اختلفت مفاهيم السياسة النقدية باختلاف المفكرين والعلماء الاقتصاديين في آراءهم، وبصفة عامة توجد ثلاثة مراحل لتطور السياسة النقدية.

#### 4-1-السياسة النقدية عند الكلاسيك:

استندت النظرية الكلاسيكية في تفسيرها للنقود على مجموعة من المبادئ والفرضيات (تم التطرق لها في المحور السابق)، وحسب معادلة التبادل لـ: "فيشر" فإن كل تغير في كمية النقود يؤدي إلى تغير في المستوى العام للأسعار في نفس الاتجاه وبنفس النسبة، طالما سرعة دوران النقود، وحجم المعاملات ثابتة على المدى القصير، أي أن السياسة النقدية ليس لها أثر على المدى القصير من كون أن زيادة النقود تؤدي إلى زيادة أسعار وبنفس النسبة والعكس كل انخفاض في كمية النقود يصاحبه انخفاض في الأسعار وبنفس النسبة، أي لا يوجد أي أثر على النشاط الاقتصادي الحقيقي، بمعنى أن أي تغير في النقود يفسر بتضخم أو انكماش الأسعار وليس له أثر على الاقتصاد الحقيقي، وبالتالي يمكن القول أن السياسة النقدية غير فعالة في المدى القصير، أما على المدى البعيد فيمكن القول أن الزيادة في كمية النقود تؤدي إلى زيادة الإنفاق، هذا الأخير جزء منه ينصرف إلى زيادة الأسعار وجزء منه ينصرف إلى زيادة الإنتاج، الذي يخلق طلبًا مساويًا له حسب قانون ساي وفي النهاية الأسعار ترتفع، والعكس صحيح، حيث أن انخفاض كمية النقود يقلل من جزء من الإنفاق الذي يؤثر بدوره على انخفاض إنتاج، ومن ثم ينخفض الطلب حسب قانون ساي، والجزء الثاني يؤدي في النهاية إلى انخفاض الأسعار، وبالتالي تصبح عملية تغير كمية النقود ليس لها من جدوى على الاقتصاد الحقيقي، وبصفة عامة فالسياسة النقدية عند الكلاسيك تتمثل في التحكم في الأسعار من خلال مراقبة تطور ونمو الكتلة النقدية.

#### 4-2- السياسة النقدية عند المدرسة الكينزية:

عارض كينز أفكار الكلاسيك جملة وتفصيلا، واهتم بالطلب على النقود من خلال ثلاث دوافع، دافع المعاملات ودافع الاحتياط ودافع المضاربة، كما أدخل مفهوما جديدا تمثل في الطلب الكلي الفعال، حيث ربط بين السوق النقدي والسوق الحقيقي، فعندما تتبنى الحكومة سياسة نقدية توسعية من أجل معالجة التضخم، يتدخل البنك المركزي بتخفيض كمية النقود، مثلا من خلال عمليات السوق المفتوحة حيث يظهر كبائع للأوراق المالية، وبالتالي تنخفض السيولة لدى المصارف التجارية ومن ثم تزيد تكلفة رأس المال، أي يرتفع سعر الفائدة مما يقلل من حجم الائتمان، الذي يؤدي إلى انخفاض الاستثمار عبر مضاعف الائتمان، مما يؤدي إلى انخفاض التشغيل، مما يساهم في خفض الإنتاج عبر مضاعف الاستثمار، ومن ثم ينتقل هذا الأثر إلى الطلب الكلي أي انخفاض الناتج المحلي الخام، والعكس صحيح، كما وضح كينز للسلطات النقدية مفهوم فخ السيولة، وكيفية تجنبها، لينصح بعد ذلك السلطات النقدية بتطبيق السياسة المالية ثم النقدية، أي زيادة الانفاق الحكومي من خلال السندات الحكومية التي يشتريها البنك المركزي (التمويل بالتضخم)، الأمر الذي يؤدي إلى زيادة الطلب الكلي.

ولكن مع الحرب العالمية الثانية ونهاية الخمسينيات ساد الاقتصاد ظاهرة جديدة، حيث تزامن التضخم مع الكساد، وهي ظاهرة لم تعدها المجتمعات من قبل، مما جعل السياسة النقدية المقدمة من طرف كينز عاجزة عن تفسير هذا الوضع.

#### 4-3- السياسة النقدية عند المدرسة النقدية المعاصرة:

يرى فريدمان في إطار معالجة التضخم، أن التضخم وفي كل الأحوال هو ظاهرة نقدية، وبالتالي لا بد أن يكون علاجه نقديا، حيث يتم تبني سياسة نقدية انكماشية في صورة توسع في إصدار النقود، وذلك بهدف تحقيق معدل نمو في الإنتاج أكبر من معدل نمو كمية النقود، وعليه يربط فريدمان زيادة عرض النقود بزيادة المستوى العام للأسعار بما يتناسب مع نمو الناتج الداخلي، وقد اقترح فريدمان تحديد تغير الكتلة النقدية بمعدل يكون مقاربا أو مساويا لمعدل النمو في الناتج الوطني الحقيقي حتى يعود الاستقرار في الدخل النقدي، ومنه يتحقق الاستقرار في المستوى العام للأسعار، ونشير إلى أن هذه السياسة تتم على المدى القصير، أما على المدى البعيد فيرى "فريدمان" أن زيادة الكمية سوف تؤدي إلى زيادة الأسعار، حيث يتوافق إلى حد ما مع النظرية الكلاسيكية حسب تحاليل "فيشر" لمعادلة التبادل. بالإضافة إلى ما سبق تجدر الإشارة إلى أنه مع عام 1982 احتدم الجدل بين أنصار المدرسة النقدية بزعماء ميلتون فريدمان، الذين يعتمدون على السياسة النقدية في معالجة عدم الاستقرار الاقتصادي، في حين يرى فريق آخر أن السياسة النقدية هي الأجدر بتحقيق الاستقرار النقدي ومن ثم الاقتصادي، هذا ما دفع بمجموعة من الباحثين



وعلى رأسهم "والتر هيلر" بإنهاء هذا الجدل، والتأكيد على أن السياسة المالية والنقدية هما سياستان متكاملتان ومتلازمتان لا يمكن الاستغناء عن أحدهما، ولهذا يجب التنسيق بين السياستين في معالجة مشكل أو تشجيع وضع اقتصادي.

## المحور السادس: الوساطة المالية

مع تطور المجتمعات وتنوع النشاط الاقتصادي، واتساع دائرة تقسيم العمل والتخصص، وتطور الأسواق المالية والنظم المصرفية واتساعها وانفتاحها على العالم الخارجي، بالإضافة إلى تعدد المهام وتعقد المحيط الاقتصادي والاجتماعي، خاصة المالي، فأصبح من الصعوبة بمكان الإحاطة بجميع المعلومات في السوق المالي، ومن هنا ازدادت الحاجة إلى وجود طرف ثالث مهمته جمع الأموال وإعادة توزيعها كضرورة لاستمرار النشاط الاقتصادي وتوسعه، تمثل في الوساطة المالية التي هي بمثابة حلقة تربط بين أصحاب الفائض المالي، وأصحاب العجز المالي.

## أولاً: تعريف الوساطة المالية وأهميتها:

الوساطة المالية مثلها مثل النقود فهي ليست وليدة العصر الحاضر، بل هي نتاج تفاعل تاريخي، اقتصادي واجتماعي، حيث سمح ظهورها بتحقيق تنظيم محكم لاستخدام الموارد، مما أثر إيجابياً على تطور التجارة التي انعكست في مجملها على تطور النشاط الاقتصادي، ونظراً لما تكتسبه من أهمية فقد كانت محطة انظار وأبحاث مختلف العلماء والمفكرين في مجال الاقتصاد والمالية.

## 1-تعريف الوساطة المالية:

توجد عدة تعاريف للوساطة المالية نذكر من أهمها:

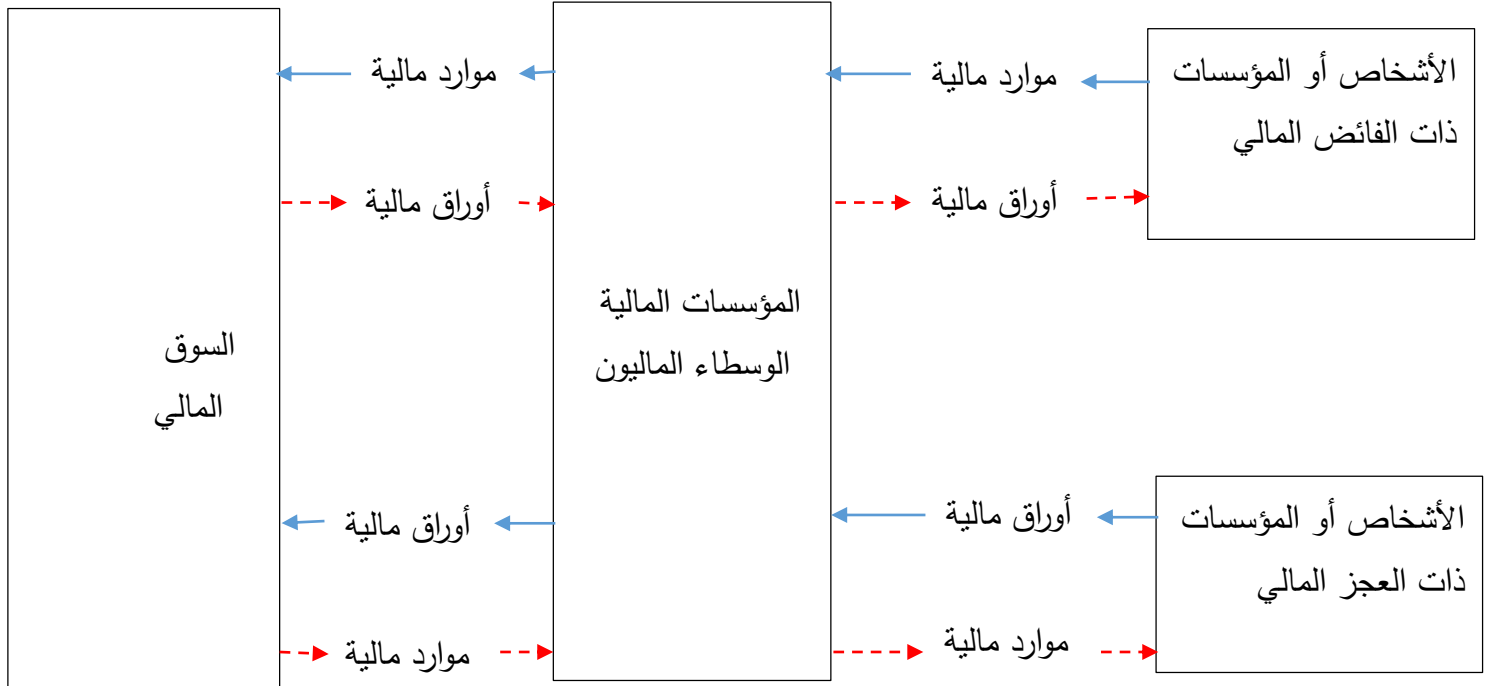
تتمثل الوساطة المالية في: "أشخاص طبيعيين أو معنويون يشكلون حلقة وصل بين الأموال الباحثة عن الاستثمار وبين الاستثمار الباحث عن الأموال".

الوساطة المالية هي: "عمل يتضمن التقريب بين طرفين بقصد الربح".

كما تعرف الوساطة المالية على أنها "مؤسسة تتوسط بين المقترضين النهائيين والمقرضين النهائيين، فالوساطة المالية تسمح لعملية الإقراض والاقتراض بأن تنقسم إلى معاملتين منفصلتين عن بعضهما، فيقترض الوسيط المالي من الدائنين النهائيين، وهكذا تتضمن عملية الوساطة مبادلة ثنائية من الحقوق المالية، حيث يعرض الوسيط حقا على نفسه تجاه دائنيه بمقابل نقدي، مستعملاً النقود التي حصل عليها من ذلك في خلق حقوق مالية على المقترضين النهائيين، وبذلك يمكن تعريف الوسطاء الماليين بأنها وحدات اقتصادية وظيفتها الأساسية هي شراء الأوراق المالية من المقترضين النهائيين، وإصدار دين غير مباشر على نفسها لصالح المقرضين النهائيين".

وبصفة عامة تعرف الوساطة المالية على أنها مهمة يقوم بها أشخاص أو مؤسسات أو هيئات مختصة مقابل عمولة محددة، حيث تقوم بتحويل علاقات التمويل المباشرة بين المقرضين والمقترضين إلى علاقات غير مباشرة، أي أنها بمثابة قناة يتم من خلالها نقل وتحويل الأموال من الوحدات ذات الفائض المالي إلى الوحدات ذات العجز المالي خلال فترة زمنية معينة، ودون أن تلتقي الوحدات التي تحتاج إلى وساطة.

ويمكن توضيح الوساطة المالية من خلال الشكل التالي:



## 2- أهمية الوساطة المالية:

الوساطة المالية عملية مهمة، تتبع أهميتها من كونها وسيلة يتمكن من خلالها أصحاب الفوائض المالية من شراء الأوراق المالية من السوق المالي والاستثمار فيها، في الجانب الآخر يتمكن أصحاب العجز المالي من الحصول على الموارد المالية التي هم في حاجة إليها من السوق المالي بفضل تدخلات الوسطاء الماليين.

### 2-1- أهمية الوساطة المالية بالنسبة لأصحاب الفائض المالي:

وتتمثل في:

-تشكل الوساطة المالية بالنسبة لوحدات الفائض المالي محل ثقة، تتمثل في توثيق المعاملات في السوق المالي، حيث أن الوسيط المالي مرخص له للقيام بمهامه طبقاً للقوانين وتعليمات السوق المالي المعمول بها، وبالتالي فتدخلاته في السوق المالية تكون مضمونة وذات مصداقية، وهي حماية لأمالك المودعين أكثر مقارنة مع علاقات التمويل المباشرة.

-تسمح الوساطة المالية باختصار الجهد والوقت في الحصول على الأوراق المالية المراد الاستثمار فيها، كون الوسيط المالي له المعلومات المسبقة حول الأماكن التي يتم فيها الإيداع للأموال، أو من هو بحاجة إلى شراء الأوراق المالية.

-تسمح الوساطة المالية بتوفير السيولة في كل وقت، وتجنب وحدات الفائض الوقوع في مخاطر عدم التسديد،

كون الوسطاء الماليين يتمتعون بمركز مالي قوي، حيث يقومون بادخار الأموال لمواجهة مثل هذه الاحتمالات التي تنخفض فيها السيولة.

## 2-2- أهمية الوساطة المالية بالنسبة لأصحاب العجز المالي:

وتتمثل في:

- تسمح الوساطة المالية من توفير الأموال الكافية وفي الوقت المناسب، نظرا لمركزها المالي القوي.
- توفير الوقت والجهد في الحصول على الوحدات التي ترغب في تحويل فوائضها اتجاه هذه الوحدات التي تعاني من عجز مالي.
- يستفيد أصحاب العجز المالي من ميزة انخفاض تكاليف الحصول على الأموال، عند الاعتماد على الوساطة المالية بالمقارنة مع علاقات التمويل المباشرة، ويظهر ذلك من كون أن الوسطاء الماليين يتعاملون بحجم كبير من الأوراق المالية التي يجمعونها من مختلف وحدات العجز المالي، مما يساهم انخفاض التكاليف (الاستفادة من وفرات الحجم).

## 2-3- بالنسبة للوساطة المالية:

تستفيد الوساطة المالية من الفوائد التي تحصل عليها نتيجة الخدمات التي تقدمها لطرفي التمويل غير المباشر، كما أن الوساطة المالية تعتمد على الودائع الجارية وبالتالي لا تتحمل أي تكاليف، حيث تتمكن من سحب أموالها في أي وقت وبدون أي تكلفة، كما أن حصول الوساطة المالية على الودائع يمكنها من استخدامها في منح القروض مما يزيد من عملية خلق النقود وتحقيق الأرباح لها.

## 2-4- بالنسبة للاقتصاد:

تساهم الوساطة المالية في توفير السيولة للاقتصاد وتجنبه الاعتماد على التمويل بالتضخم، كما أن الوساطة المالية تسمح بتحقيق التوافق بين رغبات أطراف التمويل غير المباشر، مما يساهم في تحسين الأداء للاقتصاد، وتوفير الجهد والوقت والسيولة اللازمة بما يتماشى والأوضاع الاقتصادية.

## ثانيا: وظائف الوساطة المالية ومؤسساتها

تؤدي الوساطة المالية بالإضافة إلى وظيفتها التقليدية المتمثلة في التوفيق بين الحاجيات المالية والفوائض المالية، وظائف أخرى سمحت في مجملها برفع أداء الاقتصاد وتحسينه على المستوى المحلي والعالمي، وفي هذا الإطار تضطلع مجموعة من المؤسسات المتخصصة والهيئات المالية بمهمة الوساطة المالية.

## 1-وظائف الوساطة المالية:

ومن أهم هذه الوظائف نذكر:

### 1-1-مركز للمعلومات المالية وتحليلها:

كما هو معلوم في كثير من الأحيان لا تتوفر للأفراد والمؤسسات كل المعلومات حول السوق المالي، وذلك راجع إما لعدم كفاية الوقت لتحقيق ذلك أو لنقص المعرفة والدراية حول القضايا والمسائل المالية، وهذا ما يستوجب من طرفي التمويل غير المباشر الاستعانة بالوسطاء الماليين، من أجل تحصيل المعلومات واستشارتهم بغية اتخاذ القرار الصائب.

### 1-2-التفاوض على الأوراق المالية وتنويع المحفظة المالية:

تقوم الوساطة المالية بتحقيق وظيفة التفاوض على الأوراق المالية بأفضل سعر ممكن وحسب المعطيات الممكنة، وذلك لما تملكه من بيانات ومعلومات دقيقة حول السوق المالي، كما تسمح الوساطة المالية بتنويع المحفظة المالية للعملاء، بمختلف المنتجات الاستثمارية، من أجل زيادة عوائدها وتقليل من مخاطرها، مثل بنوك الاستثمار.

### 1-3-تخفيض التكاليف وتدنية المخاطر المالية:

تؤدي الوساطة المالية دورا مهما في تخفيض تكاليف التعامل بالأصول المالية المباشرة، وذلك بالاستفادة من وفورات الحجم، حيث أن التعامل بحجم كبير من الأوراق المالية يخفض من التكاليف الوحديّة أي تكلفة المعاملة الواحدة، وهذا ما لا تستطيع اطراف التمويل غير المباشرة أن تحققه منفردة، هذا من جهة ومن جهة أخرى نجد أن عدد مرات التعامل بالأوراق المالية يتقلص بفضل الوساطة المالية، التي كثيرا ما تتوفر لديها السيولة وهذا ما يجعلها تجمع الأوراق المالية المراد مثلا تحويلها إلى سيولة دفعة واحدة وخصمها، مما يقلل من تكاليف الخصم في كل مرة ويوفر الوقت، ويقلل من الجهد.

كما تساهم الوساطة المالية في تدنية المخاطر بحكم مركزها المالي القوي، حيث تمتلك محفظة متنوعة من الأوراق المالية، فمثلا لو أن صنف من الأوراق المالية انخفضت أسعاره في السوق، نجد بالمقابل صنف آخر ربما ترتفع أسعاره، وهذا يحدث توازن في قيمة المحفظة المالية، على خلاف التعامل المباشر.

### 1-4-خلق الائتمان وتوفير السيولة:

تسمح الوساطة المالية من خلال تدخلاتها في السوق المالي أن تؤدي وظيفة مهمة في خلق الائتمان، وذلك من كونها تقوم بجمع الأوراق المالية من المودعين ذات الأجلين القصير والطويل، ولكنها تستطيع أن تحول جزء كبير منها إلى قروض طويلة الأجل، طالما تتوفر لديها المعلومات حول المودعين، حيث أن الأغلبية منهم ليسوا بحاجة

إلى سحب أموالهم على الأمد القصير، كما تساهم الوساطة المالية في توفير السيولة من خلال جمع المدخرات من أصحاب الفائض المالي وتقديمها إلى وحدات العجز.

## 2- مؤسسات الوساطة المالية:

تصنف الوسائط المالية إلى مجموعة من الأنواع سوف نقتصر على ثلاثة مجموعة للوساطة المالية وهي: السماسرة-المؤسسات الوداعية وغير الوداعية - الوسائط الحديثة.

### 2-1- السماسرة:

يقصد بالسماسر الشخص الطبيعي أو المعنوي المرخص له بموجب قانون السوق المالي وأنظمته وتعليماته، بالتوسط بين البائع والمشتري في السوق المالي، حيث يساعد السماسر الباعين والملاك في الترويج والتسويق لمنتجاتهم وممتلكاتهم هذا من جهة، ومن جهة أخرى يقدم للمشتري مختلف النصائح والارشادات اللازمة، والمعلومات المالية حول مختلف المنتجات والخدمات المتواجدة والمقدمة للبيع، وذلك لنقص المعرفة والدربة بأمور السوق، وبطبيعة الحال يتحصل السماسر على عمولة مقابل خدماته، بالإضافة إلى ما سبق فالسماسر هو وسيط فقط، يقدم المعلومات ما بين المشتريين والباعة ولا ينوب عنهما، والعقود المبرمة تكون باسم المتعاقدين، ولا يتخذ أي قرار إلا إذا أخذ إذنًا ممن استدعاه كوسيط.

### 2-2- مؤسسات الوساطة المالية:

يصنف ضمن هذه المؤسسات الواسطية ثلاثة أنواع والمتمثلة في المؤسسات الوداعية، المؤسسات غير وداعية والوسائط الحديثة.

#### أ- المؤسسات الوداعية:

تتمثل وظيفة هذه المؤسسات في تلقي الودائع وقبول المدخرات المقدمة سواء من الأفراد أو المؤسسات، كما أنها تقدم قروض للوحدات التي تعاني عجزاً، وتشمل المؤسسات الوداعية ثلاثة أصناف وهي: البنوك التجارية وبنوك الادخار ومؤسسات الادخار والاقراض.

#### -البنوك التجارية:

هي مؤسسات مالية تقوم بالوساطة المالية بين المودعين والمقرضين مقابل عمولة معينة، تقبل ودائع الأفراد والمؤسسات وتقدم قروض لمختلف المؤسسات والأفراد، ومع ظهور البورصات وتطور الأسواق المالية واتساعها، تطورت مهام البنوك التجارية، لتشمل الوساطة في البورصات، والقيام بعمليات شراء وبيع الأوراق المالية لحسابها الخاص، تسير المحافظ المالية للعملاء من خلال فتح فروع لها مختصة بالوساطة في البورصة، القيام بعملية أمناء

الاستثمار لحساب العملاء.

### -بنوك الادخار:

وهي مؤسسات مالية تتشابه إلى حد كبير مع مصارف الادخار والاقراض، ولكنها تختلف عنها من حيث أنها عبارة عن تعاونيات يمتلكها المودعون، يتمثل عملها في قبول ودائع الادخار وجمعها لتحصيل الموارد المالية التي تقدمها في شكل قروض، ومع تطور الأنظمة المصرفية واتساع الأسواق المالية، سمح القانون لهذه البنوك بمنح القروض الاستهلاكية، وإصدار ودائع شيكية.

### -مؤسسات الادخار والاقراض:

هي المؤسسات التي تتلقى ودائع الادخار، والودائع الجارية، والودائع لآجل، التي تشكل موارد المالية للمؤسسة، التي تقدمها في شكل قروض عقارية على أن تكون هذه العقارات بمثابة ضمان لهذه القروض، ومع نهاية الخمسينيات والستينيات و انخفاض سعر الفائدة زاد نمو مؤسسات الادخار والاقراض، ولكن بعد ذلك ارتفعت معدلات الفائدة، أي أن تكلفة ودائع الادخار ارتفعت، ومن ثم ارتفع معدل الفائدة على القروض مما انعكس سلبا على حجم القروض، حيث أن بعض المؤسسات تعرضت للإفلاس، وهذا ما سمح لهذه المؤسسات بإمكانية اصدار ودائع الجارية والقروض مقدمة للمستهلكين، ومع تطور الأنظمة المصرفية واتساع دائرة المعاملات في الأسواق المالية المحلية والدولية، أصبحت هذه البنوك مثل البنوك التجارية حيث يفتتح البنك جزء من ودائعها كاحتياط قانوني، وبذلك أصبحت تتقارب من البنوك التجارية ولكن رغم ذلك فهي تختلف معها خاصة وأن قروضها وودائعها تكون بصفة مؤقتة.

### -اتحاد الائتمان:

تعتبر أصغر أنواع المؤسسات الوداعية، وهي عبارة عن مؤسسات مالية في شكل تعاونية صغيرة للإقراض، مثل اتحاد الائتمان لاتحاد العمال، واتحاد الائتمان لعمال مؤسسة ما، وتتحصل على مواردها من مختلف المساهمات التي يقدمها الأعضاء المنتمون للاتحاد، حيث أن هذه المؤسسة تقوم بتحويل هذه الموارد المالية إلى قروض استهلاكية، ومع تطور المعاملات المصرفية وتطور أسواق المالية وتوسعها، سمح لهذه المؤسسة بأن تقوم بفتح حسابات جارية وتقديم قروض عقارية.

### ب-المؤسسات غير الوداعية:

هي مؤسسات مالية تتكون مواردها المالية من مختلف العقود التي تبرمها مع الأفراد أو المؤسسات، في إطار تقديم خدمات معينة، مقابل تقديم أقساط مالية متفق عليها، وخلال فترة زمنية معينة، ومن أمثلتها مؤسسات التأمين،

شركات التمويل، شركات الاستثمار.

### -مؤسسات التأمين:

شركة التأمين هي مؤسسة مالية، تجمع أقساط التأمين من المؤمنین، وتتعهد أن تعوض للمؤمنین في حالة وقوع الخطر حسب ما تم الاتفاق عليه، ومن جانب ثاني شركة التأمين هي شركة مالية تقوم بدور الوساطة المالية، حيث تقوم باستثمار أموال المؤمنین والمتمثلة في أقساط التأمين، بمعنى أنها تقوم بتحويل ما تملكه الوحدات من فوائض مالية في شكل أسهم أو أقساط تأمين إلى تلك الوحدات التي تعاني عجزاً، أي أن شركات التأمين لا تهدف فقط إلى تغطية خطر المؤمنین وإنما تلعب دوراً مهماً في تمويل التنمية الاقتصادية، من خلال تعبئة الادخارات. ونظراً لتزايد أهمية شركات التأمين ودورها المهم في تمويل النشاط الاقتصادي، أصبحت مثل البنوك الأخرى يفرض عليها البنك المركزي في بعض الأحيان نسبة معينة كاحتياط قانوني. وبصفة عامة نميز بين نوعين من هذه الشركات.

### -شركات الاستثمار:

وهي عبارة عن مؤسسات مالية، تتحصل على مواردها المالية من مختلف المستثمرين، سواء أولئك المستثمرين الذين لا يمتلكون الأموال اللازمة ويفتقرون إلى القدرة والمؤهلات لتكوين محفظة مالية متنوعة والاستثمار فيها، أو أولئك المستثمرين الذين تتوفر فيهم جميع الشروط، ولكن لا يتوفر لديهم الوقت للقيام بذلك، وتؤدي شركة الاستثمار وظيفة الوساطة المالية، حيث أنها تتحصل على مختلف الموارد من صناديق الاستثمار لديها، سواء عن طريق بيع الأوراق التجارية، أو اصدار الأسهم والسندات، على أن تقوم بتحويلها في شكل قروض للمستهلكين، أو إلى مؤسسات صغيرة.

### -شركة التمويل:

تتحصل هذه الشركات على مواردها المالية من مختلف الأسهم والسندات التي تصدرها، بالإضافة إلى مختلف القروض التي تتحصل عليها من البنوك التجارية، هذا من جهة، ومن جهة ثانية تقوم بتحويل هذه القروض في شكل قروض سواء كانت قصيرة الأجل أو طويلة الأجل أو متوسطة الأجل، إلى مختلف الأفراد والمؤسسات، كما تقوم في بعض الحالات بتأجير بعض ممتلكاتها مقابل أقساط معينة من النقود.



## المحور السابع: الجهاز المصرفي الجزائري

يعتبر الجهاز المصرفي أحد أهم المؤشرات الرئيسية لتطور البلد ونموه، فهو يشكل القناة الرئيسية لتمويل النشاط الاقتصادي خاصة في البلدان النامية، حيث تتضاءل فيها فعالية الأسواق المالية في توفير الموارد المالية الضرورية لتمويل النشاط الاقتصادي للبلد، فمن خلال الجهاز المصرفي تتمكن الدول من توفير مختلف الموارد المالية اللازمة لتغطية احتياجاتها من المال، وذلك طبقا للقوانين والتشريعات المعمول بها وبما يتناسب مع حجم ونوع الاحتياجات المالية داخل البلدان.

الجزائر كغيرها من البلدان النامية التي لم تدخر جهدا في تطوير الجهاز المصرفي وعصرنته، بحيث أصبح قادرا على تلبية احتياجات المالية لمختلف الاعوان الاقتصاديين، مثل منح الائتمان، تلقي الودائع وقبولها، المساهمة في تمويل مشاريع التنمية خاصة الاقتصادية منها، لكن المنتبغ لواقع الاقتصاد النقدي والمالي الجزائري يجد أن الجهاز المصرفي لم يرق بعد للمستوى المطلوب، إذ أنه لا تزال بعض الشرائح من المجتمع تجد صعوبة في الحصول على الخدمات المالية بالمعايير المقبولة، كما أنه يعاني من نقص في الأداء و المنافسة فيما بين البنوك ، التي يغلب عليها الطابع العام، ومن أجل التغلب على هذه المعوقات فقد عملت الجزائر على تبني مجموعة من الإصلاحات المالية، والنقدية لتطوير جهازها المصرفي في ظل تزايد دور تكنولوجيا الاعلام والاتصال، والتوجه نحو التكتلات المالية الكبرى.

بناءً على ما سبق نحاول في هذا المجال التطرق إلى مختلف مراحل تطور الجهاز المصرفي الجزائري، بدءاً من مرحلة انشاء جهاز مصرفي، إلى مرحلة إعادة هيكلة المؤسسات المصرفية والإصلاحات المصرفية، ثم مرحلة إصدار قانون النقد والقرض 90-10 ومختلف تعديلاته.

### أولاً: مرحلة انشاء جهاز مصرفي:

ورثت الجزائر عشية الاستقلال جهازا مصرفيا هشاً، يرتكز على أليات وقواعد السوق المصرفية الفرنسية، وبالتالي فهو لا يلبي احتياجات الافراد والمؤسسات الجزائرية، وإنما موجه أساسا لخدمة المستوطنين الفرنسيين، كما تميزت تلك الفترة بتحويل مختلف رؤوس الأموال نحو اقتصاد فرنسا، وهجرة الكفاءات الفرنسية المسيرة للمصارف إلى الخارج، مما أدى الى غلق معظم هذه المؤسسات المصرفية، وفي ظل هذه الظروف نشأ الجهاز المصرفي الجزائري حيث باشرت السلطات الجزائرية جملة من التشريعات والقوانين، بهدف انشاء بعض الهياكل المصرفية، وتأمين البنوك الأجنبية، وقد شهدت هذه الفترة مرحلتين.

## 1-مرحلة انشاء الهياكل المصرفية:

في هذه المرحلة قامت الجزائر بإنشاء أربع هياكل مصرفية، الخزينة العمومية، البنك المركزي الجزائري، الصندوق الجزائري للتنمية، والصندوق الوطني للتوفير والاحتياط، كما تم إصدار أول عملة وطنية والمتمثلة في الدينار الجزائري سنة 1964.

### 1-1-الخزينة العمومية:

أنشئت في 08 أوت 1962 وانفصلت نهائيا عن الخزينة الفرنسية في 31 ديسمبر 1962، مهمتها تقليدية تتمثل في منح القروض الاستثمارية للاقتصاد، وقروض التجهيز للقطاع الفلاحي المسير ذاتيا.

### 1-2-البنك المركزي الجزائري:

تأسس البنك المركزي الجزائري في 01 جانفي 1963 بموجب القانون رقم 62-144 المؤرخ في 13 ديسمبر 1962، وهو عبارة عن مؤسسة لإصدار النقود يتمتع بالشخصية المعنوية والاستقلالية، كما أوكلت له مهمة تنظيم وتوجيه القروض من خلال معدل إعادة الخصم، تقديم تسهيلات للحكومة من خلال سندات الخزينة، كما يقوم في حالات استثنائية بتقديم قروض مباشرة للقطاع الفلاحي المسير ذاتيا.

### 1-3-الصندوق الجزائري للتنمية:

تم إنشاء هذا الصندوق بموجب القانون رقم 63-165، الصادر 07 ماي 1963، وهو مؤسسة تتمتع بالاستقلال وذات شخصية معنوية، وبتاريخ 07-07-1971، قد حل فيما بعد محل بنك الجزائري للتنمية، ومن أهم صلاحياته تعبئة المدخرات المتوسطة وطويلة الأجل، وتمويل الاستثمارات المندرجة ضمن تحقيق التنمية الاقتصادية.

### 1-4-صندوق الوطني للتوفير والاحتياط:

بموجب القانون رقم 64 - 227 المؤرخ في:10 أوت 1964 تأسس صندوق الوطني للتوفير والاحتياط، حيث يقوم بجمع المدخرات للعائلات والأفراد، كما يسهر على تقديم مختلف القروض لتمويل البناء والجماعات المحلية، بالإضافة إلى تقديم بعض الخدمات ذات المنفعة العامة، ومع سنة 1971 أصبح بنك لتمويل قطاع السكن.

## 2-مرحلة تأميم البنوك 1966-1967:

شهدت هذه المرحلة تأميم مجموعة من البنوك الأجنبية، وتأسيس ثلاث بنوك أولية.

### 2-1-البنك الوطني الجزائري(B.N.A):

أنشئ هذا البنك بموجب القرار رقم 66-178 المؤرخ في:13 جوان 1966، ويعتبر أول بنك تجاري حكومي

للجزائر المستقلة، وهو يضم أربعة بنوك تم تأميمها وتحويل نشاطها لفائدة الاقتصاد الجزائري، وهي القرض العقاري الجزائري التونسي في شهر جويلية من سنة 1966، البنك الوطني للقرض والصناعة لإفريقيا، القرض الصناعي والتجاري في شهر جويلية 1967، بنك باريس وهولند في 1968، وتمثل وظيفة هذا البنك في جمع المدخرات ومنح القروض طويلة الأجل، وتمويل المؤسسات الصناعية والتجارية التابعة للقطاع العام والخاص.

## 2-2-القرض الشعبي الجزائري C.P.A:

هو ثاني بنك تجاري تم إنشاءه في الجزائر المستقلة، حيث أنشئ بموجب القرار رقم 66-36 المؤرخ في: 29 ديسمبر 1966 المعدل والمتمم بالأمر رقم: 75-67 المؤرخ في 11 ماي 1967، وهو نتاج لأربعة بنوك تم دمجها لتشكيله والمتمثلة في البنك الشعبي التجاري والصناعي الوهراني، البنك التجاري والصناعي للجزائر، البنك الجهوي التجاري والصناعي لعنابة، البنك الجهوي للقرض الشعبي الجزائري، وفي جانفي 1968 تم ضم بنك الجزائر مصر إلى القرض الشعبي الجزائري، وأخيرا تم الحاق الشركة المارسلية للبنوك في 30 جوان 1968، و الشركة الفرنسية للتسليف والبنك في سنة 1971.

ومن مهامه قبول الودائع، منح القروض للحرفيين والفنادق، وقطاع السياحة والتعاونيات غير الزراعية، والمؤسسات الصغيرة والمتوسطة، وإقراض أصحاب المهن الحرة، وقطاع الري والمياه، كما يقدم قروض للادارات المحلية، والبلدية، والولاية، والشركات الوطنية.

## 2-3-بنك الجزائر الخارجي B.E.A:

أنشئ بنك الجزائر الخارجي بموجب الأمر رقم: 204-67 في 01 أكتوبر 1967 وهو نتاج لدمج خمسة بنوك أجنبية، والمتمثلة في القرض الليوني 12 أكتوبر 1967، الذي سبق له وأن ضم البنك الفرنسي للتجارة الخارجية، الشركة العامة عام 1968، بنك التسليف الشمال في عام 1968، البنك الصناعي للجزائر وبنك البحر الأبيض المتوسط في عام 1968، بنك باركليز الفرنسي عام 1968، وتتلخص وظائفه في أنه يمنح الاعتماد للاستيراد وضمان المصدرين الجزائريين، مما يساهم في تنمية العلاقات الخارجية بين الجزائر وباقي دول العالم.

## ثانيا: مرحلة إعادة هيكلة المؤسسات المصرفية والإصلاحات المصرفية:

وتنقسم هذه الفترة الى مرحلتين، مرحلة إعادة هيكلة المؤسسات المصرفية من سنة 1982 إلى سنة 1985 لتليها مرحلة الإصلاحات المصرفية من سنة 1986 إلى سنة 1990.

## 1-مرحلة إعادة هيكلة المؤسسات المصرفية 1982-1985:

طبقا لسياسة إعادة هيكلة المؤسسات المصرفية التي باشرتها الجزائر، بغية التقليل من احتكار المصارف لمعظم القطاعات الاقتصادية، أي تقوية التخصص المصرفي لتخفيف الثقل المالي الذي تعاني منه البنوك، فقد انبثقت عن هذه الهيكلة ظهور بنكين هما بنك الفلاحة والتنمية الريفية، وبنك التنمية المحلية.

### 1-1-بنك الفلاحة والتنمية الريفية B.A.D.R:

أنشئ هذا البنك بمرسوم رقم 82-106 المؤرخ في 13 مارس 1982، وقد انبثق عن البنك الوطني الجزائري، هذا الأخير الذي أثبت عدم قدرته على تمويل القطاع الفلاحي، وتتمثل مهام بنك الفلاحة والتنمية الريفية في تمويل الأنشطة الزراعية، والري والصيد البحري، بالإضافة إلى مختلف النشاطات التي من شأنها النهوض بالقطاع الريفي، وتطوير الصناعات الغذائية في الوطن.

### 1-2-بنك التنمية المحلية B.D.L:

طبقا للمرسوم رقم 85-85 المؤرخ في: 30 أبريل 1985 أنشئ بنك الفلاحة والتنمية الريفية، وقد انبثق هو الآخر عن القرض الشعبي الجزائري في إطار إعادة هيكلة المؤسسات المصرفية، فهو يمثل مؤسسة مالية مهمتها تدعيم أنشطة المؤسسات المحلية التابعة للجماعات المحلية، ومن أهم وظائفه تمويل عمليات الاستثمار التي تتبناها الجماعات المحلية، تمويل المؤسسات العمومية المحلية، تمويل عمليات القروض على الرهن.

## 2-مرحلة الإصلاحات المصرفية 1986-1990:

شهدت سنة 1986 انخفاضا حادا في أسعار البترول، التي أثرت على مجمل قطاعات النشاط الاقتصادي، بالإضافة إلى ارتفاع سعر الصرف الأجنبي للعملة المحلية (انخفاض قيمة العملة)، الذي انعكس سلبا على مختلف الموازين الداخلية والخارجية للبلد، وهذا ما استوجب من السلطات الوطنية تبني إصلاحات اقتصادية لتحقيق الانفتاح الاقتصادي على العالم الخارجي، وعليه تم اصدار قانون البنوك والقرض 1986، وقانون استقلالية المؤسسات العمومية سنة 1988.

### 2-1-قانون البنوك والقرض 1986:

صدر بموجب القانون رقم 86-12 المؤرخ في 19 أوت 1986، حيث تم الاعتماد على مقاييس الربحية والمردودية والأمان في تسيير البنوك العمومية، وخاصة في مجال منح القروض.

## 2-2- قانون استقلالية المؤسسات المالية والبنوك:

صدر بموجب القانون رقم 88-06 المؤرخ في 12 جانفي 1988، وأهم ما جاء في هذا القانون هو اعتبار المؤسسات المالية والبنوك شخصية معنوية تخضع للاستقلالية المالية، والتوازن المحاسبي، وبالتالي تخضع أنشطتها لمبادئ المردودية والربحية، كما أكد على دور البنك المركزي في اعداد وإدارة السياسة النقدية، مع اخذ بعين الاعتبار لسياسة إعادة الخصم.

### ثالثا: قانون النقد والقرض 90-10 وتعديلاته:

في إطار التحرير المالي والتوجه نحو اقتصاد السوق، باشرت الجزائر جملة من الإصلاحات المالية تجسدت في قانون النقد والقرض 90-10، الذي يعتبر بمثابة نقطة تحول في الاقتصاد المالي الجزائري، لكن رغم ما جاء به من إصلاحات مهمة خاصة فيما يتعلق باستقلالية البنك المركزي، واحداث جهاز للرقابة والتنظيم (مجلس النقد والقرض)، إلا أنه عرف عدة نقائص عند تطبيقه، هذا ما دفع بالسلطات إلى سن مجموعة من القوانين والتشريعات لتعديله.

### 1- الإصلاحات المصرفية في ظل قانون النقد والقرض 1990:

صدر قانون النقد والقرض بموجب القانون رقم 90-10 المؤرخ في: 14-04-1990، وتدرج إصلاحات القطاع المصرفي ضمن سياق الإصلاحات المصرفية وسياق التحرير الاقتصادي والمصرفي، وقد تم احداث عدة تغييرات على مستوى الجهاز المصرفي، منها تلك الأجهزة التي تخص الرقابة والتنظيم وعلى رأسها مجلس النقد والقرض، وبنك الجزائر، وأهم ما جاء في قانون النقد والقرض هو استقلالية البنك المركزي، الذي أصبح يسمى بـ: "بنك الجزائر"، حيث يتولى إدارة وتوجيه السياسة النقدية، وتقديم السيولة للبنوك والخزينة العمومية، والمحافظة على استقرار سوق الصرف، حيث يسير بنك الجزائر محافظ ومجلس النقد والقرض، هذا الأخير يمارس وظيفتين هما مجلس إدارة البنك ووظيفة تصدر تنظيمات نقدية ومالية ومصرفية، كما تم تعديل مهام البنوك العمومية حيث أصبح بإمكانها أن تؤدي وظيفة الوساطة المالية في تمويل الاقتصاد الوطني، بالإضافة إلى الغاء التخصص المصرفي وبالتالي يمكن للبنوك العمومية أن تقدم منتجات مالية جديدة، وتنشط داخل الأسواق المالية، بالإضافة إلى فتح المجال أمام البنوك الخاصة الوطنية والأجنبية للدخول إلى السوق المالية والمنافسة فيها، كما أقر هذا القانون انشاء سوق للقيم المنقولة.

### 2- مرحلة التعديل والإصلاحات المصرفية لقانون النقد والقرض 90-10:

يعتبر قانون النقد والقرض 90-10 أهم تحول في الاقتصاد المالي والمصرفي في الجزائر، حيث ساهم في التوجه نحو التحرير المالي والانفتاح على الخارج من خلال مختلف القوانين الرامية إلى تشجيع الاستثمار الأجنبي،

وما إلى ذلك، إلا أنه عند تطبيقه عرف عدة نقائص وثغرات قانونية عملت الجزائر على تعديلها.

## 2-1- تعديل قانون النقد والقرض سنة 2001:

بموجب القانون رقم 01-01 الصادر في 27 فيفري 2001 المعدل والمتمم للقانون 90-10، وأهم ما جاء فيه أن المحافظ ونوابه يتم تعيينهم بمرسوم رئاسي لمدة غير محددة، كما يمكن إنهاء مهامهم بمرسوم رئاسي، وفق ما تقتضيه الظروف وتراه رئاسة الجمهورية مناسبة، كما تم فصل مجلس إدارة بنك الجزائر عن مجلس النقد والقرض، حيث تم توسيع تشكيلة مجلس النقد والقرض إلى سبعة أو عشرة أعضاء بصفته سلطة نقدية.

## 2-2- تعديلات قانون النقد والقرض سنة 2003:

بموجب القانون رقم 03-11 الصادر في: 26 أوت 2003 المتعلق بقانون النقد والقرض، أدخلت على هذا القانون مجموعة من التعديلات من أهمها إنشاء لجنة مشتركة بين بنك الجزائر ووزارة المالية، لإدارة الأرصدة الخارجية والمديونية الخارجية، تدعيم استقلالية اللجنة المصرفية وتفعيل دورها في مراقبة أنشطة البنوك، تشديد العقوبات الجزائية على المخالفات المصرفية، الفصل بين مجلس الإدارة ومجلس النقد والقرض، وتوسيع صلاحيات هذا الأخير، وبصفة عامة فقد ساهم هذا القانون في ادراج قواعد السوق والتطهير المالي، وتوثيق العلاقة بين البنوك وزبائنها، كما قدم دعما جديدا للاستثمار الأجنبي.

## 2-3- تعديلات قانون النقد والقرض سنة 2004:

حسب القانون رقم 04-01 الصادر في 04 مارس 2004، ويتعلق بالحد الأدنى لرأس المال للبنوك والمؤسسات المالية الناشطة في الأسواق الجزائرية، فقد حدد هذا القانون الحد الأدنى لرأس المال للبنوك ب: 2,4 مليار دج بدل 500 مليون دج حسب قانون النقد والقرض، أما الحد الأدنى لرأس المال للمؤسسات المالية فقد حدد ب: 500 مليون دج بدل 10 مليون دج حسب قانون النقد والقرض، كما صدر قانون 04-02 الذي حدد شروط الاحتياط القانوني التي تصل بصفة عامة إلى 15% وهو الحد الأقصى، أما قانون 04-03 فيتعلق بضمان الودائع المصرفية.

## 2-4- تعديلات قانون النقد والقرض لسنة 2008:

وأهم ما جاء في قانون رقم 08-04 الصادر في 08-01-2008 أنه يتم مراقبة الصكوك ووضع قوانين تخص تلك التي تصدر بدون رصيد، كما يتم التركيز على مركزية المعلومات بالنسبة للصكوك التي يتم سحبها بالخطأ أو أن الرصيد غير كافي.

## 2-5-تعديلات قانون النقد والقرض لسنة 2009:

وأهم ما جاء فيها صدور قانون رقم 09-01 المؤرخ في 17 فيفري 2009 والمتعلق بأرصدة العملة الصعبة للمدنيين غير المقيمين، حيث يسمح لهم بفتح حسابات لدى البنك الوسيط المعتمد للعمليات الصعبة، بالإضافة إلى قانون 09-02 المؤرخ في 26 ماي 2009 الذي يتضمن كيفية المعاملات وأدوات السياسة النقدية، أما قانون 09-03 الصادر في 26 ماي 2009 فهو يخص وضع قواعد لتنظيم نشاط البنوك، ومن أهم هذه القواعد تحديد حصة المستثمر الاجنبي في مشاركته في رأس مال المؤسسة المالية، بحيث لا يتجاوز 49%، كما تم منح بنك الجزائر صلاحيات أكثر لمراقبة عمليات البنوك الأجنبية المتواجدة في الجزائر، بالإضافة إلى أنه يسهر على فعالية أنظمة الدفع وتحديد قواعد تسييرها.

## 2-6-تعديلات قانون النقد والقرض لسنة 2010:

هدف الأمر 10-04 الصادر في 26 أوت 2010، بصفة عامة على تعزيز وسائل البنوك في مواجهة المخاطر عبر تقوية أنظمة رقابتها الداخلية، ومن أهم ما جاء في هذا الأمر هو أن يسهر بنك الجزائر على تنظيم الحركة النقدية، ويراقب ويوجه القروض ويسهر على تنظيم السيولة، كما فرض بنك الجزائر على المصارف المتواجدة في الجزائر فتح حساب جاري دائن مع بنك الجزائر، لتسجيل فيه مختلف عمليات التسديد بمختلف أنظمة الدفع، كما نص هذا القانون على أن تمتلك البنوك والمؤسسات المالية الجزائرية 51% من حصة رأس المال، كما يهدف هذا القانون إلى تعزيز فعالية التنبؤ المبكر لأي فشل أو افلاس بنك، من أجل وضع الاحتياطات اللازمة.

## 2-7-تعديلات قانون النقد والقرض لسنة 2017:

مع حلول سنة 2014 وانخفاض أسعار البترول عملت السلطات الجزائرية بمختلف الوسائل للمحافظة على استقرار الوضع الاقتصادي، إلا أن استمرار انخفاض أسعار البترول أثر كثيرا على المالية العامة للدولة، حيث تأكل المخزون المتراكم في الميزانية منذ سنوات، مما جمد العديد من المشاريع التنموية، وقد حاولت السلطات الجزائرية مواجهة هذا الانخفاض من خلال الاعتماد على صندوق ضبط الموارد، احتياط العملات الأجنبية، الاستدانة الداخلية، ثم الإعلان عن نموذج اقتصادي جديد، إلا أنها لم تجدي نفعا مما أدى في النهاية إلى القيام بتعديل في قانون النقد والقرض حتى يسمح بإصدار النقود بدون مقابل لتمويل العجز المتواجد في الميزانية ولمدة خمس سنوات.

وحسب قانون 17-10 كتعديل للقانون 03-11، حيث نص هذا القانون على إمكانية تمويل بنك الجزائر للخزينة العمومية وبشكل مباشر واستثنائيا عن طريق شراء السندات المالية التي تصدرها ولمدة خمس سنوات، حيث يقوم بنك الجزائر بتمويل غير التقليدي في حالة تغطية احتياجات الخزينة، تمويل الدين العمومي، تمويل صندوق الوطني للاستثمار.

وبصفة عامة يتكون الجهاز المصرفي في الوقت الحالي من ثلاثة قطاعات أساسية وهي: البنوك، المؤسسات المالية، مكاتب التمثيل، ويمكن التعبير عنها كما يلي:

البنك الخارجي الجزائري

البنك الوطني الجزائري

بنك الفلاحة والتنمية الريفية

بنك التنمية المحلية

القرض الشعبي الجزائري

الصندوق الوطني للتوفير والاحتياط

الصندوق الوطني للتعاون الفلاحي

بنك البركة

بنك العرب للتعاون - الجزائر

ناتكسيس بنك

سويستي جنرال - الجزائر

سي تي بنك

بنك العرب PLC - الجزائر

BNP Paribas

ترست بنك

بنك الخليج الجزائر

بنك الإسكان لتجارة والمالية

بنك فرنسا - الجزائر

Calyon-الجزائر

السلام بنك - الجزائر

HSBC - الجزائر



## الجزء الثاني: أسواق رأس المال

## المحور الثامن: الأسواق المالية

تعتبر الاسواق المالية من الدعائم الأساسية التي يرتكز عليها في بناء هيكل النظام التمويلي في مختلف الأنظمة الاقتصادية للبلدان المعاصرة ، فهي تشكل قناة مهمة ينساب فيها رأس المال من مختلف المدخرات إلى وحدات الاستثمار لزيادة النمو وتحقيق الرفاه الاقتصادي، فبفضلها يتمكن أصحاب العجز المالي من الحصول على الأموال التي يحتاجونها، من مختلف الوحدات الأخرى التي تحقق فائض مالي وتبحث عن أدوات لاستثماره ، كما تساهم في جلب مختلف الاستثمارات الأجنبية وتزويد مختلف الوحدات الاقتصادية بالموارد المالية لتمويل احتياجاتها، ولهذا كانت الأسواق المالية من أهم المحطات التي شغلت عقول المفكرين والباحثين الاقتصاديين في مجال المالية والنقود. وعليه سنتطرق في هذا الجانب إلى التعرف على السوق المالي وأنواعه، ثم السوق النقدي وادواته، ومختلف تصنيفاته ليتم بعد ذلك التعرف على المشتقات المالية (عقود آجلة، الخيارات، المبادلات)، ومن ثم نتطرق إلى مفهوم السوق الأورو عملة، والساحات المالية الدولية.

### السوق المالي:

ظهر سوق الأوراق المالية مع بداية القرن التاسع عشر، كنتيجة حتمية لتطور المعاملات المالية وازدياد الحاجة إلى البحث عن كيفية تصريف الفائض، من وحدات المالكة له اتجاه تلك الوحدات ذات العجز المالي له، وبالعودة إلى التاريخ النقدي نجد أن أصل كلمة بورصة هي مشتقة من اسم " Van Den Bourse"، لأحد التجار الكبار الذي كان يجتمع مع مجموعة من كبار التجار في بيته الواقع في مدينة بروج البلجيكية، من أجل اجراء الصفقات والتبادلات المالية، وعليه اطلق اسم البورصة على المكان الذي يجتمع فيه الراغبين في التجارة والاستثمار، حيث يقومون بعقد صفقات سواء كانت حاضرة أو مستقبلية، ونشير إلا أن البورصة كانت في تلك الفترة تهتم بالسلع والبضائع والتبادل يتم بالمقايضة، ولكن مع تطور وسائل الدفع وازدياد قبولها لدى المجتمعات ظهرت أول بورصة للأوراق المالية في بلجيكا عام 1576، ثم تلتها بورصة هولندا عام 1608، وبعدها لندن في سنة 1666، لتظهر فيما بعد في باريس عام 1808، لتليها بورصة نيويورك في سنة 1893.

### أولاً: تعريف السوق المالي وأهمته:

تنوعت وتعددت تعريفات السوق المالي نتيجة تعدد المفكرين والعلماء الاقتصاديين واختلاف آراءهم، وتنوع البيئة التي تتواجد فيها هذه الأسواق، بالإضافة إلى الظروف والأوضاع الاقتصادية والاجتماعية الدولية، وتكتسي السوق المالية كغيرها من أسواق أهمية بالغة، سواء كانت على المستوى الوطني أو المستوى الدولي، وبصفة عامة تساهم هذه الأسواق في تمكين وحدات العجز المالي من الحصول على الموارد المالية لتسديد حاجياتها، كما تمكن وحدات

الفائض المالي من استثمار أموالها لتحقيق المزيد من الأرباح.

## 1-تعريف السوق المالي:

توجد عدة تعريفات للسوق المالي ومن أهمها:

-السوق المالي هو ذلك الإطار الذي يجمع بائعي الأوراق المالية بمشتري تلك الأوراق المالية، وذلك بغض النظر عن الوسيلة التي يتحقق بها هذا الجمع أو المكان الذي يتم فيه، ولكن بشرط توفر قنوات اتصال فعالة فيما بين المتعاملين في السوق، بحيث تجعل الأثمان السائدة في أية لحظة زمنية معينة واحدة، بالنسبة لأية ورقة مالية متداولة فيه.

-السوق المالي هو ذلك السوق الذي يحتوي على العديد من المؤسسات وبيوت السماسرة المالية، أو مجموعاتها المختلفة التي توفر الخدمات المالية للمقرضين والمقترضين.

- السوق المالي هو آلية يتم من خلالها تداول الأوراق المالية بيعاً وشراءً، وتمكن من تحويل الموارد المالية بكفاءة من القطاعات الاقتصادية ذات الفوائض المالية إلى القطاعات التي تعاني من العجز المالي.

-المكان الذي يتم فيه تداول الأوراق المالية بأشكالها المختلفة، كالأسهم، السندات المشتقات المالية، وتنظمه قوانين وأنظمة تضمن إتمام المبادلات بيعاً وشراءً بسرعة وسهولة وأمان.

من خلال التعاريف السابقة يتبين لنا أن السوق المالي هو:

عبارة عن إطار أو حيز -ليس بالضرورة أن يكون مكان-يتواصل من خلاله البائعون والمشترون لأدوات الاستثمار المختلفة، ووفق ما تنص عليه القوانين والتشريعات المعمول بها داخل البلد، حيث يتم تجميع مختلف الادخارات المناسبة من الأفراد والمؤسسات والحكومة، وتوجيهها نحو الاستثمارات الممكنة في البلد، ويتم ذلك بمساعدة مجموعة من الوسطاء كالسماسرة، والمؤسسات المالية المتخصصة في ذلك، كما تساهم شبكة الاتصالات والمعلومات في تسهيل عمليات التبادل وتسريعها وضمانها وأمنها.

## 2-أهمية سوق المالي:

تتلخص أهمية السوق المالي في النقاط التالية:

-تساهم في حشد وتعبئة الموارد المعطلة وتوجيهها نحو الاستثمارات الطويلة أو قصيرة الأجل.

-السوق المالي هو بمثابة حلقة وصل ما بين الوحدات المقدمة للادخارات والوحدات المستثمرة لهذه الموارد، حيث يتم اصدار الأوراق المالية في السوق الأولي.

- مصدر من المصادر الرئيسية لتمويل مشاريع التنمية داخل البلد، وبتكلفة أقل من سعر الفائدة على القروض الأجنبية، مما يساهم في زيادة إيرادات الدولة، ومن ثم ينعكس إيجاباً على رفع معدل النمو للبلد.

-يعتبر السوق المالي مصدر لتحقيق تمويل إضافي، يساهم في تمويل متوسط وقصير الأجل للمشاريع التي يعجز القطاع المصرفي عن تمويلها، نتيجة بعض العوائق مثل التضخم والمخاطرة.  
-اعتماد السوق المالي على الأوراق المالية المتداولة بعملة قابلة للتحويل، يساهم في انتقال هذا السوق من سوق محلي إلى سوق أجنبي، وهذا ما يسمح بطرح الأوراق المالية من شركات ذات جنسيات مختلفة، الأمر الذي يساهم بتدفق الأموال من الدول الصناعية إلى الدول النامية.  
-يسمح سوق المالي بتحقيق التوازن المالي ما بين وحدات ذات الفائض المالي والوحدات التي تعاني من عجز مالي.

-السوق المالي معيار للوضع الاقتصادي، حيث أنه يقدم مؤشر يومي حول ظروف الاستثمار واتجاهه، فهو بمثابة مقياس يعبر عن قوة أو ضعف الأداء للقطاعات الاقتصادية، وكذلك للشركات المدرجة ضمن السوق المالي، كما يقيس هذا المؤشر قوة أو ضعف الاقتصاد الوطني.  
-يحقق السوق المالي عدالة في تحديد الأسعار، حيث أن طلبات المشترين وعروض البائعين تجتمع دفعة واحدة في السوق، مما يساهم في وجود سعر واحد مناسب.

### ثانيا: وظائف السوق المالي وأنواعه:

يضطلع السوق المالي في تحقيق أهدافه بعدة وظائف كالتحويل المباشر وغير المباشر، وظيفة تنفيذ السياسة النقدية، قناة لتخزين الثروة وحمايتها من المخاطر، وغيرها من الوظائف، كما توجد عدة أنواع لهذا السوق التي تصنف وفق عدة معايير، مثلا حسب معيار التداول نصنف السوق المالي الاولي والثانوي، وحسب معيار الأجل نجد سوق رأس المال وسوق النقدي.

### 1-وظائف السوق المالي:

وتتمثل في:

### 1-1-وظيفة التمويل المباشر وغير المباشر:

يؤدي السوق المالي وظيفة مهمة وأساسية تتمثل في تحويل الموارد المالية من الوحدات ذات الفائض إلى الوحدات ذات العجز المالي، حيث تحصل الوحدات ذات الاحتياج المالي على الموارد المالية المطلوبة مباشرة من وحدات ذات الفائض المالي، من خلال مختلف أدوات الاستثمار، إما عن طريق الاقتراض المباشر، أو اصدار الأوراق المالية مثل السندات أو الأسهم أو أدونات الخزينة أو ما شابه ذلك هذا من جهة، ومن جهة أخرى يمكن للوحدات ذات العجز أن تحصل على الموارد المالية المطلوبة بالاعتماد على المؤسسات الوسيطة، مثل البنوك التجارية وشركات التأمين وغيرها، حيث تتدخل المؤسسات الوسيطة في السوق المالي، وتقوم بتحويل الموارد من

وحدات ذات الفائض نحو الوحدات ذات العجز، بطبيعة الحال مقابل عمولة متفق عليها، وتتمثل الموارد المالية في تلك السيولة المتحصل عليها في شكل ودائع جارية وودائع لأجل، وودائع التوفير، شهادات الإيداع وغيرها، حيث تحولها إلى وحدات ذات العجز عن طريق شراء الأوراق المالية مثل الأسهم، والسندات، أو تقديمها في شكل قروض.

### 1-2- قناة رئيسية لتنفيذ السياسة النقدية:

كما هو معروف فإن البنك المركزي ومن خلال عمليات السوق المفتوحة، يمكن له أن يتدخل في سوق الأوراق المالية إما شاريًا أو بائعًا للأوراق المالية، وتزداد فعالية هذه السياسة كلما كانت السوق المالية التي ينشط فيها البنك المركزي متطورة.

### 1-3- السوق المالي وسيلة مثلى لتخزين الثروة:

ويظهر ذلك من حيث أن الاعوان الاقتصاديين الذين يمتلكون أصول مالية في السوق المالي، فأصولهم هذه تتميز بانها غير معرضة للاندثار (انخفاض قيمتها) مادام سعرها يتحدد من خلال السوق المالي، كما أنها تدر عائد دوري، وتتميز من حيث أنها محمية من المخاطر خاصة تلك الأصول القصيرة الأجل.

### 1-4- تحديد أسعار الأصول وتوفير السيولة:

تحدد أسعار الأصول في السوق المالي طبقا لقوى العرض والطلب، حيث يتمثل الطلب في الأصول المالية التي يرغب الاعوان الاقتصاديين شراءها، أما العرض فيتمثل في الأصول المالية التي يملكها الاعوان الاقتصاديين ويرغبون في بيعها في السوق المالي، فاللقاء العرض مع الطلب على الأصول المالية يحدد السعر العادل للأصول المالية، وعليه يمكن القول أن السعر المحدد في السوق المالي هو سعر يجنب المتعاملين من شراء أصول مالية مقومة بأعلى من سعرها، أو بيع أصول مقومة بأقل من سعرها العادل.

كما يسمح السوق المالي بتوفير السيولة للوحدات المحتاجة بسرعة وبالكمية المناسبة، خاصة وأن السوق المالي يتكون من السوق النقدي الذي ينشط على المدى القصير، وبالتالي تحويل الأوراق المالية إلى سيولة في أقل وقت، وفي هذا المجال نجد الأعوان الذين يتعاملون في السوق المالي يتمكنون من تحويل أصولهم المالية إلى نقود في الوقت المحدد وبالسعر العادل، وهذا ما لا يتمكن المتعاملين من تحقيقه، لو أنهم استثمروا أموالهم خارج السوق المالي، حيث أنهم ملزمون بقبول السعر الذي يحدده المستثمرون وإلا عليهم الانتظار حتى تاريخ الاستحقاق، وهذا ما يضيع عليهم فرص الحصول على النقود في الوقت المناسب.

### 1-5- حماية الأصول المالية من المخاطر:

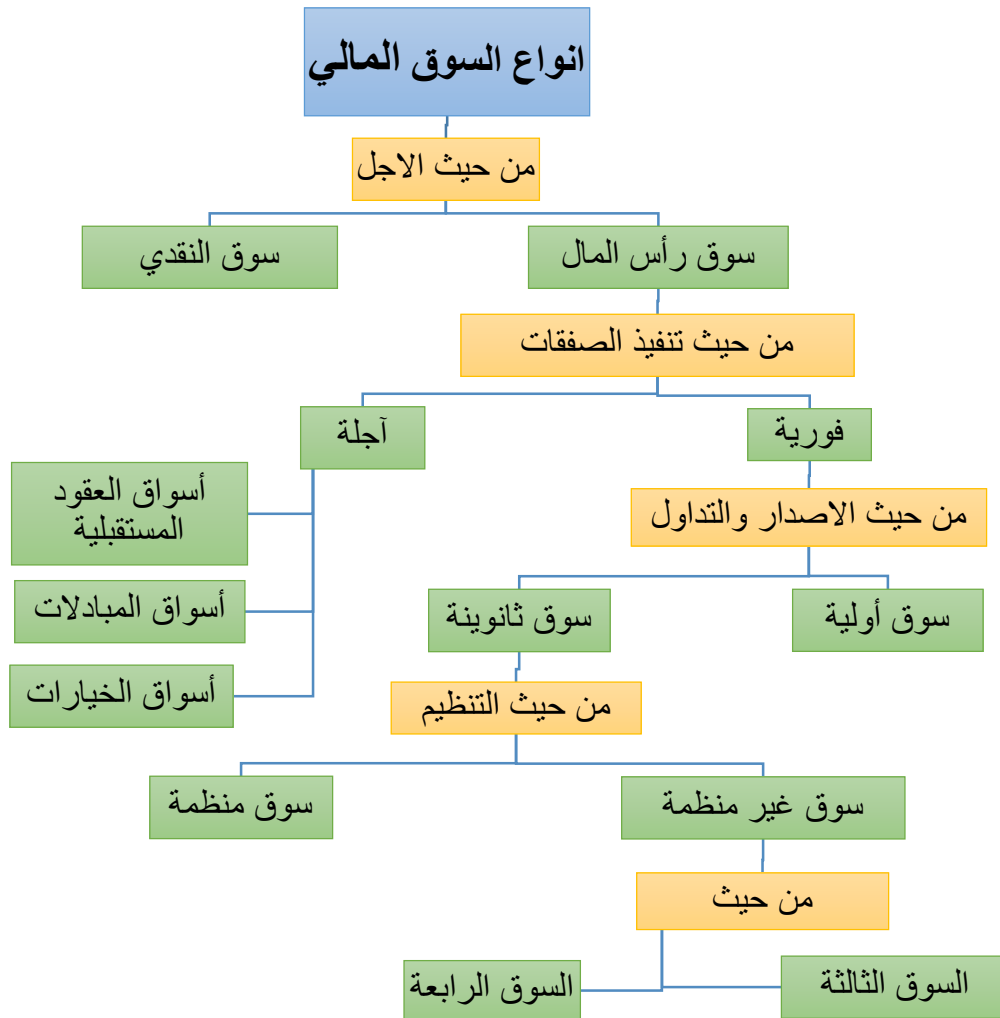
يساهم السوق المالي في التقليل من المخاطر من خلال اتباع سياسة التنويع في الأصول المالية، أي أن السوق

المالي يتيح للمستثمرين فرصة تكوين المحفظة المالية التي تحمل أنواعا مختلفة من الأوراق المالية، التي تساهم في تدنية مخاطر انخفاض أسعار الأصول المالية، بالإضافة إلى ما سبق يمكن للمستثمرين في السوق المالي الاستفادة من المستقبل، عن طريق الشراء أو البيع بعقود مستقبلية، بغية تغطية، مخاطر الصرف، تغير الفائدة، تغير أسعار السلع والخدمات، كما يوفر السوق المالي الحماية للمتعاملين فيه من خلال عملية التأمين على الأخطار الممكن وقوعها، كالحرائق والزلازل، والكوارث الطبيعية، التي تؤثر سلبا على الأصول خاصة الحقيقية.

## 2-أنواع السوق المالي:

توجد عدة تصنيفات للسوق المالية تختلف باختلاف الزاوية التي ينظر منها إليه، وتتلخص هذه التصنيفات

حسب الشكل التالي:



## 2-1- من حيث الأجل: يوجد نوعان سوق نقدي وسوق رأس المال.

### أ-السوق النقدي:

هو سوق قصير الأجل، أي تتم فيه المعاملات التي لا تتجاوز آجالها سنة واحدة، ويسمى بسوق السيولة، حيث تقل فيه درجة المخاطرة، وهذا ما يميزه عن غيره بأنه الأكثر أماناً، ومن أهم أدوات الاستثمار المتداولة فيه أدوات الخزينة، شهادات الإيداع المصرفية القابلة للإيداع، الأوراق التجارية، وتتعامل البنوك التجارية والبنك المركزي بكثرة في هذا السوق.

### ب-سوق رأس المال:

هو سوق طويل الأجل، حيث تتم فيه المعاملات لآجال تفوق السنة، وهو الأكثر اتساعاً بالمقارنة مع سوق النقدي، يهدف فيه المستثمر إلى الربحية، ومن أهم أدوات الاستثمار المتداولة فيه السندات والأسهم والمشتقات المالية.

## 2-2- من حيث تنفيذ الصفقات:

توجد سوق فورية وسوق آجلة.

### أ-السوق الفورية(حاضرة):

وهي السوق التي تنتقل فيها ملكية الورقة المالية فوراً للمشتري أي بعد تسديد قيمتها أو جزء منها، ويشترط ألا تتجاوز ثلاثة أيام، ويمكن تقسيم هذه السوق حسب معيار الإصدار والتداول إلى: سوق أولية وسوق ثانوية.

### أ-السوق الأولية:

وهو سوق إصدار الأوراق المالية، أي أنه في هذه السوق يتم بيع الورقة المالية لأول مرة، حيث يتم إصدارها من طرف المؤسسات التي ترغب في توسيع رأسمالها، أو من طرف جهات حكومية، أو تصدر عند تأسيس مؤسسة جديدة، ويتم إصدار هذه الورقة عن طريق أسلوبين، أسلوب مباشر حيث تقوم المؤسسة الراغبة في إصدار الأوراق المالية بالاتصال بالمؤسسات الكبيرة، وتبيعها الأوراق المالية ممثلة في الأسهم والسندات، كما يمكن اللجوء إلى المزايدة، حيث يتم البيع لمن يدفع أكثر، وأسلوب غير مباشر من خلال بنك الاستثمار، والمتمثل في مؤسسات الوساطة المالية مثل البنوك التجارية و المؤسسات المتخصصة، حيث تتكفل بعملية إصدار الأوراق المالية باسم المؤسسة الراغبة في ذلك .

## -السوق الثانوية:

وهي سوق لتداول الأوراق المالية، أي يتم التعامل فيها بالأوراق المالية التي سبق إصدارها في السوق الأولي، حيث أن هذه الأخيرة تم فيها تمويل حقيقي للمؤسسة أو الجهة الراغبة في ذلك، بينما تداول الأوراق المالية في السوق الثانوي هو البحث عن تحقيق الأرباح، لذلك تمتاز هذه السوق بالربحية والسيولة، كما أنها تساهم في تعبئة الموارد المالية، وتوجيهها نحو المستثمرين بمختلف أدوات الاستثمار، من أجل تمويل الاقتصاد ومشاريعه التنموية، كما أن ازدهار السوق الثانوي يساعد على تنشيط السوق الأولي، حيث يزداد الاستثمار وبالتالي ترتفع كمية الأوراق المالية المصدرة من طرف الجهات الراغبة في ذلك، ليتم تداولها فيما بعد في السوق الثانوي، ويتم تداول الأوراق المالية في هذه السوق من خلال سوقين، سوق منظمة (البورصة) وسوق غير منظمة.

## -السوق المنظمة:

تسمى بسوق بورصة الأوراق المالية، وهي تخضع لقوانين وتعليمات والقواعد التي تضعها الجهات الرقابية، يتم التعامل بالأوراق المالية المدرجة فقط في البورصة، بالإضافة إلى وجود مكان محدد وزمان محدد، مع الإشارة إلى أن هناك شروط يجب استيفائها حتى يتم ادراج الأوراق المالية في السوق المنظمة، ويدار السوق المنظم من قبل لجنة إدارة السوق المالي المنظم التي تتكون من أعضاء منتخبين ممثلين عن الشركات المدرجة في السوق، الوسطاء والحكومة، ويتم تداول الأوراق المالية في قاعة مجهزة بمختلف الوسائل المتطورة من الواجه الإلكترونية للإعلان وانجاح عملية المزايمة، وأجهزة الكمبيوتر، بالإضافة إلى مجموعة من العمال المتخصصين في هذا الميدان، وغالبا ما يتحدد السعر عن طريق المزايمة أي تحديد أعلى سعر ثم اقل ثم الأقل منه وهكذا.

## -السوق غير منظم:

وهو سوق غير محدد بزمان أو مكان، تدار فيه التعاملات من قبل مجموعة من التجار يتواصلون بشبكة اتصال قوية وسريعة، ويتميز هذا السوق بأنه لا يخضع للقوانين وهو سوق حر أي سوق موازية وهي خارج السوق المالي المنظم، ويطلق على تعاملاته بالمعاملات فوق المنضدة، حيث تنشط فيه المؤسسات والجهات التي لم تستطيع أن تستوفي أوراقهم المالية شروط السوق المنظم، ولكن هذا لا يعني أن الأوراق المدرجة في الأسواق المنظمة لا يتم التعامل بها، وتجدر الإشارة إلى أن هذا السوق يتحدد فيه السعر في الغالب عن طريق التفاوض.

وتنقسم السوق غير المنظمة إلى سوق الثالثة والسوق الرابعة



## السوق الثالثة:

وهي قطاع من السوق الثانوي، تتكون من السماسرة غير المسجلين في السوق المنظمة، كثيرا ما تلجأ إليه المؤسسات والشركات التي لا تتمكن من إيجاد مكان لها في السوق المنظمة بسبب كثرة التعاملات وتنوعها، لأنها لا تفرض رسوم ومصاريف تسجيل والعضوية في السوق، كما هو الحال في السوق المنظم، ومن أهم الشركات التي تنشط في السوق الثالثة شركات التأمين وصناديق التقاعد والبنوك التجارية وغيرها.

## السوق الرابعة:

في هذه السوق يتم التعامل مباشرة مع الشركات الكبرى والافراد الأغنياء، دون الحاجة إلى خدمات السمسرة أو الشركات والمؤسسات الوسطة المالية، بغية التخلص من النفقات التي كانت تدفع في شكل عمولات لأطراف الوساطة المالية، وتعمل شبكة كبيرة من الاتصالات في هذه السوق لتسهيل ابرام الصفقات وتسويتها بسرعة.

## ب-السوق الآجلة:

وهي السوق التي تتم فيها الصفقات من مختلف الأصول عن طريق ابرام عقود مستقبلية، بمعنى أن عملية بيع أو شراء الأوراق المالية أو العملات أو السلع تتم عبر عقد يتم الاتفاق عليه، ولكن تنفيذ العقد يكون حسب أجل لاحق متفق عليه، والغاية من استخدام هذا الاجراء هو حماية المتعاملين الاقتصاديين، فعلى سبيل المثال إذا قام متعامل ما بشراء ورقة مالية معينة بسعر محدد متفق عليه، وهو مستقبلي، وبطبيعة الحال يكون أكبر من السعر الحالي وذلك حسب توقعات أطراف التعاقد، على أن تتم عملية التسديد بعد خمسة أشهر، حيث يتوقع ارتفاع في الأسعار في المستقبل، فلما يحين وقت التسليم يسدد المشتري قيمة الورقة ويتحصل عليها بقيمة السعر المنفق عليه سابقا، وإذا ارتفعت الأسعار كما كان يتوقع، فنقول أن المشتري قام بتغطية خسارة أو أنه تجنب خطر ارتفاع الأسعار، كما يمكن لهذا المشتري أن يبيع الورقة ويحقق ربحا.

وتنقسم السوق الآجلة إلى اربعة أسواق، وهي: عقود المستقبلية، عقود الخيارات، عقود الآجلة، عقود المبادلات.

## -سوق عقود المستقبلية:

وهي عقود نمطية، تعرف على أنها عبارة عن اتفاق بين طرفين، أحدهما بائع وهو صاحب المركز القصير، والثاني هو المشتري وهو صاحب المركز الطويل، حيث يتم الاتفاق أي عند ابرام العقد على تسوية الصفقة بسعر معين وفي تاريخ مستقبلي، على أن يتم تسليم الأصل سواء كان ورقة مالية أو سلعة معينة عند تاريخ التسليم، كما يلتزم طرفي العقد على دفع مبلغ معين أو ورقة مالية إلى السمسار الذي يتم التعامل معه كضمان لتسوية الصفقة، أي العقد مستقبلا ويطلق في العادة على هذا الضمان بـ: "الهامش الابتدائي".

## -سوق عقود الآجلة:

العقود الآجلة هي عبارة عن اتفاق بين طرفين، أحدهما البائع والثاني المشتري لأصل معين سواء سلعة أو أسهم أو سندات أو عملات، حيث يتم التفاوض على سعر معين وكذلك الكمية المباعة، وتاريخ تسوية الصفقة عند إبرام العقد، وعند تاريخ التسليم يتم تنفيذ الصفقة بتسليم الأصل إلى المشتري، وتسليم مبلغ الصفقة إلى البائع كما هو متفق عليه في العقد.

## -سوق المبادلات:

هو عبارة عن اتفاق بين طرفين على تبادل تدفق نقدي معين أو أصل، مثلا العملات أو السلع مقابل أصل آخر أو تدفقات معينة، على أن يتم التسليم والتسديد في المستقبل وحسب الاتفاق، وتجدر الإشارة إلى أن هذا النوع من العقود يتعامل به في السوق غير المنظمة.

## -سوق عقود الخيارات:

وهي عبارة عن اتفاق بين طرفين، يتم من خلاله الاتفاق على شراء أو بيع أصل معين، بكمية محددة وعند سعر محدد ومستقبلي، لكن هذا العقد يمنح الخيار لحامل العقد إما بتنفيذ العقد أو عدم تنفيذه، على أن يسدد مسبقا علاوة الخيار وهي غير قابلة للرد، وتوجد عدة أنواع للخيار من أهمها خيار الشراء ، خيار البيع ، وخيار المزدوج ، كما نشير إلى أن عقد الخيار اذا كان محدد بتاريخ معين أي تنفيذ العقد عند تاريخ الاستحقاق سمي هذا النوع من الخيار بالخيار الأوروبي، في الحين اذا كان تنفيذ عقد الخيار يبدأ من تاريخ إبرام العقد وإلى غاية انتهاءه يسمى الخيار حينئذ بالخيار الأمريكي.

## المحور التاسع: السوق النقدي

بعد أن تعرفنا على السوق المالي، سوف نتطرق بشيء من التفصيل إلى السوق النقدي باعتباره أحد أهم أنواع الأسواق المالية الذي يوفر السيولة النقدية الجاهزة لوحدات العجز.

### أولاً: السوق النقدي: تعريفه-أهميته-مزاياه

يكتسي السوق النقدي أهمية بالغة تظهر من حيث أنه مصدر هام للتمويل قصير الأجل، وتحقيق الأرباح، ومن كونه أداة فعالة تستخدمها الحكومة في التخطيط للسياسة النقدية وتنفيذها، كما يتميز السوق النقدي بتدني مخاطره، وسهولة وسرعة تحويل الأدوات المالية فيه إلى سيولة نقدية، وغيرها من الخصائص والمميزات.

#### 1-تعريف السوق النقدي:

وهو سوق قصير الأجل، تتم فيه التعاملات لأقل من سنة، أي السوق الذي يلتقي فيه العارضون والطلبون للأصول المالية القصيرة الأجل، ويتميز هذا السوق بأنه سوق السيولة، حيث يتم تحويل الورقة المالية في هذه السوق إلى سيولة بسهولة وبأمان، كما أن تاريخ استحقاق الأوراق في بعض الحالات يكون قصير أقل من سبعة أيام، وهو ما يجعله يتميز بأنه قليل المخاطر، ومن أهم المشاركين في هذا السوق نجد البنوك التجارية، البنك المركزي، بعض البنوك المصرفية المتخصصة.

#### 2-أهمية السوق النقدي:

وتتلخص أهمية السوق النقدي في النقاط التالية:

#### 2-1-مصدر للتمويل وتحقيق الأرباح:

بفضل السوق النقدي يستطيع الأفراد والمؤسسات التي تعاني من عجز مالي، من الحصول على الموارد المالية قصيرة الأجل، هذا من جهة ومن جهة أخرى يتمكن المستثمرون من تحقيق أرباح على المدى القصير وبكل أمان.

#### 2-2-أداة فعالية لتخطيط وتنفيذ السياسة النقدية:

يمكن للبنك المركزي أن يتدخل في السوق النقدية، في إطار معالجته لمشكلة اقتصادية معينة أو تشجيع وضع معين ومن خلال استخدام أدواته يتاح له التحكم في احتياطات البنوك التجارية، فمثلاً إذا قام بتخفيض معدل الاحتياط القانوني أو تسقيف معدل إعادة الخصم أو التدخل من خلال عمليات السوق المفتوحة بشراء الأوراق المالية القصيرة الأجل، فسوف يؤدي ذلك إلى زيادة السيولة لدى البنوك التجارية، حيث تنخفض أسعار الفائدة القصير الأجل، مما يزيد من حجم الائتمان الذي تمنحه البنوك التجارية، الذي يؤثر بدوره على الإنتاج، مما ينعكس إيجابياً على الدخل

الوطني محدثا بذلك انتعاشا على مستوى النشاط الاقتصادي، والعكس صحيح في حالة ما إذا أراد البنك أن يتبنى سياسة انكماشية.

### 3-مزايا السوق النقدي:

يتميز السوق النقدي عن باقي الأسواق الأخرى بالخصائص التالية:

#### 3-1-المرونة العالية:

يشغل سوق النقد في فترة قصيرة الأجل، مما يسمح بانخفاض المخاطرة وهي عامل مهم في التأثير على تحركات السوق، فكلما قلت المخاطرة زادت ثقة المتعاملين الاقتصاديين بأدوات السوق النقدي، مما يزيد من سرعة وحركة تداول هذه الأدوات، ويمكن التعبير عن هذه الحركات والتغيرات بمرونة سوق النقد، وهي تتميز من كونها عالية فكل تغيير في العوامل المؤثرة على الأدوات المالية القصيرة الأجل مثل سعر الفائدة، وسعر الخصم، يؤثر بشكل كبير وسريع على تداول هذه الأدوات، وهذا يساهم في تعظيم أرباح المستثمرين.

#### 3-2-انخفاض المخاطرة:

يتميز السوق المالي بالمقارنة مع الأسواق الأخرى بانخفاض نسبة المخاطرة فيه، ويرجع ذلك لقصر مدته، حيث أن تغيرات أسعار الفائدة على المدى القصير تكون قليلة، مما يجعل أثارها قليلة على قيمة الورقة المالية، وهذا ما يقلل من مخاطر ارتفاع أسعارها، بالإضافة إلى ما سبق تنشط مجموعة من المؤسسات في السوق النقدي مثل البنوك التجارية، والبنك المركزي والمؤسسات الحكومية، التي تتميز بقوة مركزها المالي، مما يساهم في التقليل من مخاطر عدم الوفاء بالالتزامات المالية.

#### 3-4-السيولة العالية:

كما سبق وأشرنا إلى أن السوق النقدي يتعامل بأدوات مالية قصيرة الأجل، مما يساهم في تحويل هذه الأدوات إلى سيولة بسهولة وبالسرعة المطلوبة.

### ثانيا: هيكل السوق النقدي وشروط قيامه

السوق النقدي مثله مثل أي سوق آخر يتطلب توفر شروط ضرورية لقيامه، وتطوره سواء على مستواه المحلي أو المستوى العالمي، مثل توفر المقرضين والمقترضين، والوسطاء الماليين الذين لهم دور في الربط بين وحدات الفائض مع وحدات العجز المالي، كما يتطلب هذا السوق اشراف البنك المركزي على شؤونه، وينقسم هذا السوق إلى عدة أقسام ومن حيث عدة زوايا مثل السوق النقدي الأولي والسوق الثانوي.

## 1- هيكل السوق النقدي:

توجد عدة تقسيمات للسوق النقدي، وبصفة عامة نميز بين الأنواع التالية:

### 1-1- السوق الأولية:

وهي السوق التي يتم فيها انشاء الأوراق المالية قصيرة الأجل، أي إصدارها أو طرحها للإكتتاب، بمعنى أنه في هذا السوق يتم بيع الأوراق المالية لأول مرة من طرف مصدرها، وذلك من أجل زيادة رأس مال المؤسسة أو حين افتتاح مؤسسة جديدة.

### 1-2- السوق الثانوي:

وهي سوق لتداول الأوراق المالية التي تم إصدارها في السوق الأولية، وتوجد عدة تقسيمات للسوق الثانوي فحسب التقسيم الأمريكي نميز بين نوعين، سوق خصم الأوراق المالية، سوق قروض قصيرة الأجل، وحسب التقسيم الفرنسي نميز بين سوق ما بين البنوك، وسوق القيم المدينة المتداولة، وحسب التعاملات الدولية نصنفها إلى سوق نقدية دولية.

### أ- سوق خصم الأوراق المالية:

في هذا السوق يتم خصم أوراق الائتمان القصيرة الأجل مثل الكمبيالات والسندات وأذونات الخزينة، وما شابه ذلك.

### ب- سوق القروض قصيرة الأجل:

وهو سوق لمنح القروض قصيرة الأجل، حيث تمنح القروض بصفة عامة من طرف البنوك التجارية والبنوك المتخصصة إلى الأفراد أو المؤسسات الراغبة في ذلك، وهي في الغالب موجهة لتمويل أنشطة الاستغلال، بطبيعة الحال تدون هذه الصفقة في شكل عقد وبشروط معينة، وبعض أحيان تمنح مباشرة بناء على الثقة وسمعة العميل، ومقابل فائدة وخلال فترة قصيرة، وتجدر الإشارة إلى أنه في بعض البلدان المتقدمة تمنح القروض لآجال يوم أو ليلة واحدة، ولكن يتم تجديد هذا العقد يوم بعد يوم.

### ج - سوق ما بين البنوك:

يشير إلى السوق النقدي بمفهومه الضيق، أي أنه في هذا السوق يتم تداول الائتمان المصرفي ما بين البنوك، حيث يمكن للبنوك أن تمنح أو تحصل على الائتمان المصرفي من بنوك أخرى وخلال فترة قصيرة، مقابل أوراق مديونية أو بدون ذلك حسب ثقة البنك وسمعته المالية، وذلك تحت اشراف البنك المركزي الذي يكون تدخله غير

مباشر، حيث يقوم بتسجيل المبادلات ما بين المتعاملين، كما نشير إلى أنه يمكن أن تتم عملية التمويل قصير الأجل، بين البنك المركزي والخزينة العمومية أو بين الخزينة العمومية والبنوك التجارية.

### د- سوق القيم المدينة المنقولة:

وهي سوق النقدية بالمفهوم الواسع، أي أنه يمكن لكافة المتعاملين سواء كانوا مؤسسات مالية مصرفية أو غير مصرفية التعامل في هذه السوق، عن طريق مختلف الأدوات المالية القصيرة الأجل، مثل شهادات الإيداع، اذونات الخزينة، سندات المؤسسات المالية، ويكون قوامها الأساسي من الأفراد والمؤسسات من جهة، ومن جهة ثانية البنوك التجارية والمؤسسات المتخصصة في منح الائتمان قصير الأجل.

### هـ- السوق النقدية الدولية:

وهي سوق نقدية أجنبية قصيرة الأجل يتم فيها اقتراض واقراض العملات الأجنبية، ما بين البلد المحلي وباقي بلدان العالم المتعاملين في هذه السوق، أي هي سوق لتدفق العملات الأجنبية من وإلى البلد، وتظهر تعاملات هذه السوق في شكل ودائع لأجل، أو شهادات الإيداع، أو بعض الأوراق التجارية وما شابه ذلك، ومن أهم المؤسسات المتعاملة في هذا السوق نجد البنوك المركزية، البنوك التجارية، والشركات المتعددة الجنسيات.

### د- السوق المفتوحة:

سبق وأن تطرقنا إلى مفهوم السوق المفتوحة في المحور المتعلق بالسياسة النقدية، وبصفة عامة يتدخل البنك المركزي في السوق المفتوحة كبائع للأوراق المالية أو كشاري لها حسب الأوضاع الاقتصادية السائدة، حيث يؤثر على كمية النقود المعروضة، التي تؤثر بدورها على مختلف متغيرات الاقتصاد الكلي، كما يتدخل البنك المركزي بطريقة غير مباشرة من خلال تحديد معدلات إعادة الخصم التي تؤثر على معدلات الفائدة القصيرة الأجل، ونميز بين ثلاث حالات لتدخل البنك المركزي، استخدام معدل الفائدة يوم بعد يوم لتعديل خزينة البنوك التجارية، وتصحيح السوق النقدية من خلال إعادة خصم الأوراق التجارية العامة والخاصة، الحالة الثانية وتتمثل في استخدام معدل الفائدة الذي تتراوح مدته لسبعة أيام كاستجابة للاحتياجات غير المتوقعة للبنوك، ويطلق على هذه الحالة بتقنية المعاش، أما الحالة الثالثة فتتمثل في المشتريات الثابتة، التي يتم فيها استدعاء العروض بطريقة المزايدة، حيث يبدي البنك المركزي رغبته في شراء الثابت أو النهائي لبعض أصناف الأوراق العامة أو الخاصة، لما يعتقد أن الاقتصاد في حاجة لسيولة إضافية.

## 2- شروط قيام السوق النقدي:

يرتكز السوق النقدي على الأركان التالية:

- وجود عدد من المقرضين الذي يعرضون كمية متنوعة من الأدوات الاستثمار قصيرة الأجل في السوق النقدي.

- وجود عدد مقبول من الوحدات ذات الفائض المالي وترغب في استثماره لتحقيق الأرباح.

- وجود مؤسسات وسيطة تساعد على توفير المعلومات، والتوجيهات حول تداول الأوراق المالية في الأسواق النقدية.

- إشراف البنك المركزي على هذه السوق، كما يتدخل في السوق المفتوحة.

## ثالثا: المتعاملون في السوق النقدي وأدواته:

عادة ما نجد في السوق النقدي، المؤسسات المالية المصرفية وغير المصرفية، الخزينة العمومية، الأفراد والمؤسسات، كما يتدخل البنك المركزي في السوق بطريقة مباشرة أو غير مباشرة ويعتبر مشرفا عليها، كما يعتمد هذه السوق على مجموعة من الأدوات من أهمها أدونات الخزينة، الأوراق التجارية، شهادات الإيداع المصرفية، القروض الأوروبية.

## 1- المتعاملون في السوق النقدي:

ومن أهم هؤلاء المتدخلون نذكر:

### 1-1- الأفراد والمؤسسات:

يتدخل الأفراد والمؤسسات في السوق النقدي من خلال مختلف أدوات الاستثمار التي يمتلكونها مثل الحسابات الجارية، ودائع لأجل، وفي غالب الأحيان يلجأ الأفراد والمؤسسات إلى السوق النقدي حتى يتحصلوا على الموارد المالية التي تغطي احتياجاتهم، وهم بذلك يمثلون طرف المقرض من السوق النقدي، كما يشكلون في بعض الحالات الطرف المقرض في السوق.

### 1-2- البنك المركزي:

البنك المركزي هو بنك الدولة، الذي يتولى مهمة الإصدار النقدي والرقابة المباشرة وغير مباشرة على الاعمال المصرفية، كما يمثل أداة في يد الدولة لتنفيذ السياسة النقدية، حيث يتدخل البنك المركزي في السوق النقدي في كثير من الأحيان من أجل تعديل أو تصحيح وضع اقتصادي معين أو تشجيعه، مثل معالجة مشكلة التضخم أو تشجيع الاستثمار لرفع النمو الاقتصادي داخل البلد، وتظهر تدخلاته للتأثير على كمية النقود المعروضة من خلال عمليات

السوق المفتوحة إما شاريا أو بائعا للأوراق المالية، أو من خلال رفع أو تخفيض معدل إعادة الخصم أو الاحتياط القانوني، كما يمكن له إقرار وإصدار بعض القوانين للتحكم في الموجودات والمطلوبات، المسموح الاحتفاظ بها لدى البنوك.

### 1-3- البنوك التجارية:

هي مؤسسات مالية تتمثل مهمتها الأساسية في قبول الودائع وتقديم القروض إلى مختلف الأفراد والمؤسسات الراغبة في ذلك، وهي بذلك تؤدي دور الوسيط في السوق النقدي، حيث أنها تقبل الودائع وبالخصوص ودائع تحت الطلب التي تمثل الأداة الرئيسية للسوق النقدي، كما تمنح القروض خاصة قصيرة الأجل، بالإضافة إلى أدوات الاستثمار الأخرى، ذات الآجال القصيرة التي تتمتع بدرجة عالية من السيولة، وهذا ما يميزها عن باقي المؤسسات المالية الأخرى، من كونها تقوم بعملية خلق النقود، وفي بعض الأحيان تقترض من السوق النقدي عند الحاجة، ويتجلى دور البنوك التجارية في السوق النقدي بالمحافظة على درجة عالية من السيولة، القدرة على الوفاء بالتزاماتها تجاه الغير، العمل على تحقيق أكبر ربح ممكن مع مراعاة درجة السيولة والقدرة على الوفاء بالتزامات الغير، بالإضافة إلى ما سبق يقوم البنك التجاري كوسيط بوظيفة أمين الاستثمار، وهي من الوظائف الحديثة للبنوك التجارية، حيث يتم إقامة إدارة خاصة للمتعاملين من أجل شراء أو بيع أوراق المالية لهم في السوق النقدي.

### 1-4- الخزينة العمومية:

يعتبر السوق النقدي من أهم مصادر التمويل التي تلجأ إليها وزارة المالية أي الخزينة العمومية في تغطية نفقاتها، وفي هذا المجال تعتبر سندات وأذونات الخزينة من أكثر الأدوات المتداولة في السوق النقدي داخل الدول النامية، التي كثيرا ما تعجز إيراداتها عن تغطية نفقاتها المتزايدة، كما يمكن للحكومة في إطار معالجتها للتضخم طرح السندات الحكومية للبيع لامتنصاص الكتلة النقدية الزائدة.

### 1-5- المؤسسات والشركات المالية:

تتمثل مهمة هذه المؤسسات في جمع الفوائض النقدية، من أجل استثمارها في أنشطة هذه المؤسسات، دون القيام بعملية منح القروض، ومن أمثلتها صناديق التوفير والاحتياط التي تقوم بتجميع الأموال، حيث تقوم بتوظيفها بمبالغ بسيطة، كما نجد المؤسسات المالية غير المصرفية الأخرى التي تعتمد على أموالها الخاصة في منح القروض قصيرة الأجل، وتمويل تلك العمليات التقسيطية، أما الوسطاء الماليون مثل السماسرة وبيوت الحسم وإعادة الحسم، فمهمتهم القيام بعملية الوساطة، حيث يقومون بتجميع الأموال من وحدات ذات الفائض المالي والبحث عن وحدات ذات العجز المالي أي التي تصدر الأوراق المالية لتمويلها بهذه الأموال، مع تقديم بعض المشورات والمعلومات المهمة حول السوق النقدي وأدواته وحركاته، ودرجة سيولته ومردوبيته.



## 2-أدوات السوق النقدي:

تختلف أدوات السوق النقدي من بلد إلى آخر حسب درجة تطور البلد وسوق الأوراق المالية، ومن أهم هذه

الأدوات نجد:

### 2-1-أذونات الخزنة:

وهي عبارة عن سندات قصيرة الأجل، تتراوح مدة استحقاقها ما بين ثلاثة أشهر إلى سنة، تصدرها الحكومة بواسطة الخزينة العمومية، وأحيانا عن طريق البنك المركزي، وتلجأ إليها الحكومة من أجل تغطية العجز المتواجد في الميزانية العامة للدولة، وتتميز هذه السندات بانخفاض مخاطرها كون الحكومة تسدد قيمتها الاسمية، و تخصص هذه الأذونات في السوق الثانوي من طرف جميع المتعاملين في السوق النقدي، حيث يتم تداولها في السوق وتباع حسب مبدأ الخصم أي بأقل من سعرها الاسمي، وبطبيعة الحال بالمزاد العلني، وهي قابلة لإعادة الخصم من طرف البنك المركزي، ولما يحين تاريخ استحقاقها تدفع الحكومة قيمتها الاسمية، ويتحصل المستثمر على الفارق أي بين سعر شراء الأذونات وسعر الاسمي لها.

### 2-2-الأوراق التجارية:

وهي عبارة عن أوراق مديونية قصيرة الأجل تتراوح آجالها ما بين خمسة أيام إلى خمسة عشرة يوما، تصدرها الشركات والبنوك التجارية الكبيرة المعروفة بالسمعة الحسنة، التي تعتبر بمثابة الضامن للوفاء بالتزاماتها، من أجل تسديد بعض النفقات المتعلقة بنشاطاتها، ويتم خصمها في البنوك التجارية المتعامل معها مقابل عمولة معينة، كما يمكن تداول هذه الأوراق التجارية في سوق الثانوي.

### 2-3-الكمبيالات:

ويطلق عليها بالقبولات المصرفية، وهي عبارة عن وعد بالدفع تصدره الشركة، حيث تطلب من البنك (المسحوب عليه) بدفع مبلغ معين لفائدتها أو لفائدة شخص ثالث(المستفيد) في تاريخ محدد، أو قابل للتحديد أو بمجرد الاطلاع، وفي حالة قبول البنك الكمبيالة يؤشر عليها بعبارة "مقبول"، ويمكن للبنك الذي يقوم بخصم الكمبيالة أن يحتفظ بها إلى تاريخ الاستحقاق، أو أنه يقوم ببيعها إلى شخص ثالث، ليتم بذلك تداولها من شخص إلى آخر، حيث أنه عند تاريخ الاستحقاق تسترد قيمتها من الشركة التي حررتها وإلا الرجوع إلى البنك الذي قبل التعهد لتسترد قيمتها، ونشير إلى أنه يمكن تداول الكمبيالات التي تصدر بصيغة لأمر عن طريق التظهير، أما الكمبيالات التي تصدر بصيغة لحاملها فيتم تداولها بالتسليم فقط. كما تستخدم الكمبيالات في مجال التجارة الخارجية، حيث يمكن للمستورد القيام بتحرير كمبيالة لفائدة المصدر، وبطبيعة الحالة يشترط في المستورد أن يكون يملك حساب لدى البنك المسحوب عليه، حتى يتسنى خصم هذه الورقة التجارية لفائدة المصدر، كما يمكن أن ينتظر تاريخ استحقاق الكمبيالة ليستلم المبلغ

المتفق عليه، وفي بعض الأحيان يتم السحب على المكشوف.

## 2-4-شهادات الإيداع المصرفية القابلة للتصرف:

وهي عبارة عن أوراق مديونية تصدرها المصارف، بهدف زيادة مواردها المالية نتيجة زيادة مسحوبات غير المتوقعة، أو لتمويل قروض إضافية، هذه الأوراق المصرفية تكون مسعرة بقيم مختلفة وذات مدد متفاوتة لا تتجاوز في معظمها سنة، حيث تثبت هذه الشهادات للمودعين الحق في قيمة الوديعة ولمدة معينة وبنسبة فائدة قد تكون ثابتة أو قد تكون متغيرة، يتم تداول هذه الشهادات في السوق الثانوي فهي شهادات غير شخصية يتصرف فيها حاملها بيعها أو الاحتفاظ بها إلى غاية تاريخ استحقاقها، وتجدر الإشارة إلى أن هذه الشهادات يتم إصدارها من المصارف المحلية بعملات محلية كما يتم إصدارها من مصارف أجنبية وبعملات أجنبية مثلًا الدولار واليورو، كما يمكن أن تصدرها بعض المصارف لدى الدول العربية بدولار أمريكي.

## 2-5-قرض فائض الاحتياط الإلزامي:

يمكن للبنوك التي لديها فائض في احتياطها القانوني، أن تقدمه كقرض للبنوك الأخرى التي تعاني عجزاً في هذا الاحتياطي، تحت إشراف البنك المركزي، مقابل فائدة معينة تحدد حسب العرض والطلب، ومدته لا تتجاوز ليلة، ويمكن تمديد القرض حسب حاجة البنوك التي تعاني من عجز من خلال إعادة الإقراض يوم بعد يوم، مع اعتبار البنك المركزي كوسيط أو الاعتماد على السماسرة في ذلك، كما يمكن أن يكون الاقتراض مباشر.

## 2-6-اتفاقيات إعادة الشراء:

يقصد باتفاقيات إعادة الشراء، عملية بيع الأوراق المالية وفي نفس الوقت إبرام اتفاقية إعادة شراءها بسعر أكبر من سعر بيعها على أن لا تتجاوز بضعة أيام، فمثلاً يقوم تاجر معين ببيع أوراق مالية لمستثمر ما بمبلغ 200 وحدة نقدية خلال ليلة واحدة، ليقوم مرة ثانية وفي نفس الوقت بإبرام اتفاقية إعادة شراء هذه الأوراق المالية بمبلغ 210 وحدة نقدية، شريطة أن تنتهي حاجة المستثمر للأوراق المالية، أي أن المستثمر يشتري أوراق مالية بمبلغ 200 وحدة نقدية ثم يبيعها بمبلغ 210 وحدة نقدية، والفارق 10 وحدة نقدية يمثل العائد، فرغم أن اتفاقيات الشراء مرهونة بمدة لا تتجاوز بضعة أيام إلا أنه يمكن تمديد القرض، بإعادة تجديد اتفاقية إعادة الشراء حتى تصل في حدود شهر وأكثر حسب الحاجة، ويطلق على هذه الاتفاقيات بالريبو (*Repo*)، ونميز بين نوعين لهذا الريبو، ريبو ليوم واحد، و ريبو لأجل، أي أنه يتجاوز يوم واحد، ويمكن تداول هذه الأوراق المالية في سوق الثانوي خاصة من طرف البنوك التجارية.

## 2-7-قروض الدولارات الأوروبية:

ويمكن القول أن القروض التي تمنحها البنوك الأوروبية لمدة قصيرة الأجل، ولكنها مقيمة بالدولار الأمريكي،

هي قروض الدولارات الأوروبية، ونشير إلى أن مصطلح قروض الدولارات الأوروبية لا يشترط أن تكون البنوك متواجدة حصراً في أوروبا، وإنما البنوك تتواجد في بلدان تختلف عن العملة المقيمة بها، مثلاً القروض الممنوحة من طرف البنوك الآسيوية ومقيمة بالدولار الأمريكي أو بعملات تختلف عن عملات المتواجدة فيها هذه البنوك هي قروض الدولارات الأوروبية.

## 2-8-شهادات المديونية وكمبيالات الخزينة:

هي عبارة عن أوراق مالية تصدرها وزارة المالية مدة استحقاقها ما بين سنة إلى سبع سنوات، وبالتالي يتم تداولها في السوق الثانوي لأسواق النقد وأسواق المال.

## المحور العاشر: الأسواق الآجلة (المستقبلات-الخيارات-المبادلات)

عرفت الأسواق المالية تطورات واسعة على مستوى أدوات الاستثمار المالي، حيث استحدث نوع جديد من الأوراق المالية عرف بالمشترقات المالية، وهي أحد أهم الابتكارات التي توصلت لها الهندسة المالية، وقد ظهرت كوسيلة لتغطية المخاطر الناجمة عن ارتفاع أسعار السندات والأسهم في المستقبل، أي التحوط من مخاطر الاستثمار المالي بالإضافة إلى البحث عن زيادة العوائد والأرباح، خصوصا في ظل تنامي تكنولوجيا الاعلام والاتصال وما له من دور في تطوير السوق المالي، وبصفة عامة نميز بين أربعة أنواع أساسية للأوراق المالية المتداولة في الأسواق الآجلة وهي عقود المستقبلات، عقود الآجلة، عقود الخيارات، عقود المبادلات.

### أولا: نشأة وتعريف المشتقات المالية

ساهمت الهندسة المالية من خلال مختلف الأبحاث والدراسات التي قام بها المفكرون الاقتصاديون، في اشتقاق نوع جديد من الأصول المالية عرف فيما بعد بالمشتقات المالية، حيث يرجع تاريخها إلى ما قبل الميلاد، وقد أخذت عدة صور عبر مراحل مختلفة من الزمن، وعليه سوف نتطرق في هذا العنصر إلى نبذة تاريخية حول نشأة المشتقات المالية، والتعرف على مختلف المفاهيم، التي تناول من خلالها المفكرين الاقتصاديين تعريف هذا النوع الجديد من الأدوات المالية.

### 1-نشأة المشتقات المالية:

يرجع تاريخ المشتقات المالية إلى العصور القديمة قبل استخدام النقود، حيث كان يتم تبادل السلع مع بعضها البعض، و نجد السوماريون القدامى خلال 4000 و4500 قرن قبل الميلاد كانوا يستخدمون ألواح الكتابة الصلصالية لتمثيل السلع، وتحديد تواريخ تسليم السلع التي يتم تداولها، وهذه الكتابات كانت تشبه إلى حد ما العقود الآجلة، كما يعتقد أن المثال الأول للمشتقات المالية يعود إلى 600 سنة قبل الميلاد، حيث تعامل بها الفيلسوف طاليس الذي كان عالما في مجال الفلك والتنبؤ، مما سمح له بمعرفة سنوات الوفرة لمادة الزيت التي كان يتاجر بها، وهذا ما جعله يتفاوض على أسعار الزيت المستقبلية الذي يتم تسليمه في موسم الربيع، مما يحقق له أرباحا طالما كان يتنبأ بارتفاع أسعارها، ومع مرور الزمن وتطور المجتمعات انتشرت بعض الأشكال القديمة للمشتقات المالية، في أوروبا وفي مجال الزراعة خاصة في القرون الوسطى، ومع حلول سنة 1515 افتتحت انتوريوب البورصة، وهي عبارة عن مكان يجتمع فيه الباعة والمشتريين، حيث يتم إبرام عقود آجلة حول عمليات البيع والشراء، ومع مطلع القرن الثامن عشر تطورت العقود الآجلة، وأصبحت مشتقات السلع والمتمثلة في صكوك الأرز الياباني متداولة في السوق الثانوي غير المنظم، ومع حلول القرن التاسع عشر توسع مفهوم المشتقات المالية، وأصبحت تدار داخل سوق منظم، وهذا ما شهدته الولايات المتحدة الأمريكية عام 1860، حيث تم سن مجموعة من القوانين والأحكام للتعامل الآجل للمزارعين في

مجال الحبوب، والمضاربة عليها، والمستهلكين لها، وقد ساد هذا الوضع حتى سنوات السبعينيات من القرن الماضي حيث تم تداول ما يعرف بالصرف الآجل بصفة غير منظمة، ولكن مشاكل السيولة و مخاطر عدم السداد جعل هذا النوع من الأدوات المالية يلجأ إلى استخدام المقاصة، بالإضافة إلى ما سبق فقد ظهرت منتجات جديدة متعلقة بالعقود المستقبلية للعمليات، وقد تم تداولها لأول مرة في بورصة شيكاغو في سنة 1972، ثم تطورت فيما بعد أشكال المشتقات لتظهر عقود المبادلات، وعقود الخيارات مع سنة 1973 في سوق شيكاغو، ثم انتشرت وتوسع مفهومها في مختلف أسواق أوروبا، وبلدان آسيا.

## 2-تعريف المشتقات المالية:

لقد اختلف مفهوم المشتقات المالية، باختلاف المفكرين والعلماء الاقتصاديين في تحاليلهم وتصوراتهم، وحسب البيئة التي يتواجدون فيها والأزمة التي عاصروها، وبصفة عامة نذكر التعاريف التالية:

-تعريف بنك التسويات الدولية التابع لصندوق النقد الدولي حيث يعتبر أن المشتقات الدولية هي عبارة عن عقود تتوقف قيمتها على أسعار الأصول المالية محل التعاقد، ولكنها لا تتطلب استثمار لأصل المال في هذه الأصول، وكعقد بين طرفين على تبادل المدفوعات على أساس الأسعار أو العوائد، فإن أي انتقال لملكية الأصل محل التعاقد والتدفقات النقدية يصبح أمراً غير ضروري.

-المشتقات هي عبارة عن عقود يجرى تسويتها في تاريخ مستقبلي، يتحمل المتعامل بها تكلفة متواضعة مقارنة بقيمة العقد، وتتوقف المكاسب والخسائر لأطراف العقود المشتقة على الأصل المالي محل التعاقد.

- المشتقات المالية هي نوع من العقود المالية التي تشتق قيمتها من قيمة أصل آخر يطلق عليه الأصل الأساسي، والمرتبط بالأسهم أو السندات أو السلع... الخ، ومن أبرز أشكالها عقود المستقبليات، العقود الآجلة، عقود المقايضة، عقود الخيارات وغيرها من العقود المالية، ذات الخصائص المماثلة.

من خلال التعاريف السابقة نستنتج أن المشتقات المالية هي عبارة عن عقود مالية يتم تسويتها في المستقبل، تتطلب تكلفة صغيرة مقارنة مع العقود الأخرى، تشتق قيمتها من قيمة مرجعية تكون محل التعاقد، سواء كانت سلعة، أو سندات أو أسهم، أو عملات، أو ذهب أو أسعار الفائدة،..، وتستخدم المشتقات المالية لعدة أغراض، كتحوط من المخاطر، الاستثمار، المضاربة.

## ثانياً: أنواع الأوراق المالية المتداولة في السوق الآجلة:

تساهم الهندسة المالية في ابتكار العديد من الأدوات المالية، وبصفة عامة سوف نركز على أربعة أنواع للمشتقات المالية وهي: العقود المستقبلية، العقود الآجلة، عقود الخيار، عقود المبادلات.

## 1-العقود الآجلة:

وهي عبارة عن عقد يتم بموجبه الاتفاق بين طرفين، أحدهما بائع ويتخذ مركز قصير الأجل، وآخر مشتري يتخذ مركز طويل الأجل، حول أصل معين مثل الأسهم والسندات والسلع، حيث يتم التفاوض على شروط معينة مثل مواصفات الأصل، كميته، جودته، طريقة تسليمه، تحديد سعره، هذا الأخير يتم تسديده في وقت لاحق مع تسليم الأصل، وتتميز العقود الآجلة بأنها عقود شخصية وغير نمطية أي يتم التفاوض على شروطها بين طرفي العقد، و عقود نهائية أي لا يمكن تعديلها أو التنازل عنها ولا تداولها في السوق الثانوي، كما تتميز هذه العقود بأنها تجرى خارج البورصة أي في سوق غير منظمة، و يصعب المضاربة فيها وتعرض للائتمان، أي هناك إمكانية لعدم تسديد قيمة الأصل من طرف مشتري الأصل الآجل، وتجدر الإشارة إلى أن قيمة الأصل الآجل عند إبرام العقد تكون مساوية للصفر، وتغيرات سعر الأصل في السوق هي من تحدد قيمة الأصل الآجل، فمثلا إذا زاد سعر الأصل في السوق المالي، حينئذ نقول أن هناك زيادة في قيمة مركز طويل الأجل ويسجل الفارق بإشارة موجبة، بينما يسجل هذا الفارق بإشارة سالبة في مركز قصير الأجل، والعكس صحيح، فلما يرتفع سعر الأصل في السوق عن سعر التنفيذ يحقق المشتري مكاسب مالية، بينما البائع فإنه يحقق خسائر مالية، ويحدث العكس لما ينخفض السعر السوقي عن سعر التنفيذ، ويقصد بسعر التنفيذ سعر بيع الأصل المتفق عليه عند إبرام العقد، بالإضافة إلى ما سبق فلما يحين موعد أجل تنفيذ العقد فتميز بين سعرين، سعر التنفيذ وسبق التكلم عنه، والسعر الآجل هو سعر السوقي للأصل يوم تنفيذ العقد، وقد يكون أكبر من سعر التنفيذ أو أقل منه ونادرا ما يكون متساويا معه، كما نشير أنه ليس من الضروري تسليم الأصل، فهناك من العقود الآجلة التي تسوى بدفع الفارق بين سعر التنفيذ وسعر السوق الآجل مثل عقود الآجلة للعملات، ونفرق بين نوعين من العقود الآجلة.

### 1-1-عقود آجلة لسعر الفائدة:

بموجب هذه العقود يتم الاتفاق على قرض معين وعند سعر فائدة محددة، وعند تاريخ التنفيذ، يتحصل المقترض على قيمة القرض ذات الفائدة المتفق عليها سابقا، حيث أن هذه العقود تكون بمثابة حماية من المخاطر تغير أسعار الفائدة في المستقبل.

### 1-2-عقود آجلة لسعر الصرف:

وهي عبارة عن عقد يتم بموجبه الاتفاق على بيع أو شراء كمية معينة من عملة أجنبية مقابل العملة المحلية خلال تاريخ لاحق، وبسعر معين يطلق عليه سعر الصرف ويكون آجلاً وتبقى قيمته ثابتة حتى تنفيذ العقد، ويستفاد من هذا العقد في حماية المتعاقد من مخاطر ارتفاع أسعار الصرف الأجنبي، التي تؤثر على مركز المشتري بقيمة سالبة في الحين يستفيد صاحب المركز القصير الأجل أي البائع من مكاسب ارتفاع سعر الصرف والعكس صحيح.

## 2- العقود المستقبلية:

وهي عقود حديثة، تم التعامل بها لأول مرة في بورصة شيكاغو في سنة 1972، حيث كانت العملات هي موضوع العقد، ومع سنة 1975 تم التعامل مع أسعار الفائدة كعقود مستقبلية، لتليها أدونات الخزانة في سنة 1976، وسندات سنة 1977، للتطور فيما بعد وتشمل مؤشرات الأسهم سنة 1980، ومع نهاية القرن العشرين ظهرت العقود المستقبلية جديدة كانت على مستوى الخدمات مثل عقود رحلات الترفيه، وعقود الاجازات والعطل.

وتعرف العقود المستقبلية بأنها عقود نمطية، يلتزم بمقتضاها طرفي التعاقد على تبادل، سلعة معينة أو سعر فائدة أو عملات أو سندات وأسهم أو مؤشر آخر، مقابل سعر محدد يتم الاتفاق عليه في العقد، وتسديد قيمة العقد وتسليم الأصل يكون مستقبلا، كما يلتزم طرفي العقد بدفع نسبة معينة من قيمة العقد، تعرف بالهامش المبدئ أو الضمان لدى السمسار المتعامل معه، في شكل نقدي أو على شكل أوراق مالية، من أجل تجنب مخاطر الائتمان، أي عدم السداد مستقبلا، ويمكن القول أن العقود المستقبلية هي عقود آجلة، لكنها تختلف عنها من كونها تخضع لبعض الشروط تجعل منها عقود نمطية لها شكل معين ومحدد، ويتم تداولها في أسواق منظمة، أي في سوق البورصات بحيث لا يعرف طرفي العقد بعضهما البعض، كما يتم نشر مختلف المعلومات المتعلقة بالأصول محل العقود الآجلة مثل الأسعار الحاضرة والأسعار المستقبلية، وأنواع العقود المستقبلية الممكن التعامل بها، بواسطة اللوحات الاشهارية وكذلك عن طريق مواقع مخصصة لذلك، أو الصحف المالية مثل صحيفة وول ستريت، وغيرها. كثيرا ما يتم الخلط ما بين عقود المستقبلية وعقود الآجلة، حيث يظن البعض أن مفهومهما واحد ولكنهما يختلفان من حيث عدة زوايا يمكن تلخيصها في الآتي:

**- من حيث شكل العقد:** العقود المستقبلية تتميز بأنها عقود نمطية وغير شخصية حتى أن طرفي التعاقد لا يلتقيان، وانما هناك سمسرة ووساطة مالية تسهل العملية في سوق بورصة، على خلاف ذلك نجد العقود الآجلة تتطلب حضور الأطراف معا، والاتفاق على شروط معينة تسجل في العقد، وبالتالي فهي عقود شخصية وغير نمطية.

**- من حيث التنظيم:** العقود المستقبلية تتم في البورصة أي في سوق منظم ولها سوق ثانوي، بينما العقود الآجلة فيتم التعامل بها في سوق غير منظم، ولا يوجد لها سوق ثانوي.

**- من حيث تسوية العقد واستلام الأصل:** العقود المستقبلية يتم تسويتها في كل الوقت وذلك من خلال ما يسمى بغرفة المقاصة، كما أنه ليس بالضرورة تسليم الأصل، على خلاف ذلك فان العقود الآجلة يتم تسويتها عند تاريخ التنفيذ المتفق عليه مع تسليم الأصل، ولكن يمكن تسويته قبل هذا التاريخ لكن بعد موافقة طرفي العقد بذلك.

**- من حيث الغرض:** نجد ابرام العقود الآجلة في كثير من الحالات هو من أجل التحوط من مخاطر تقلب الأسعار، بينما يكون الغرض من العقود المستقبلية هو المضاربة والبحث عن تحقيق عوائد، ففي الغالب تنتهي

بالتسوية لا بتسليم الأصل.

**- من حيث مرونة السعر وتحقيق الأرباح أو الخسائر:** بالنسبة للعقود الآجلة تبقى أسعار الأصل ثابتة

إلى غاية تسليم الأصل كما أن الخسائر أو الأرباح تتحقق عند تسوية العقد، بينما العقود المستقبلية فغرفة المقاصة تؤدي دور مهم في تسوية تحركات أسعار الأصل في السوق يوميا، أي أن الأرباح والخسائر تحدد يوميا.

**- من حيث مخاطر الائتمان:** العقود الآجلة ليست مضمونة أو أنها عرضة لمخاطر الائتمان كونها مبنية

على نوايا طرفي العقد، على خلاف العقود المستقبلية التي تؤدي فيها غرفة المقاصة دور الضامن لها.

### 3- عقود الخيار Options Contracts :

يعرف عقد الخيار بأنه عبارة عن اتفاق بين طرفين البائع والمشتري للخيار، حيث يمنح البائع (مصدر

الخيار) للمشتري (مشتري الخيار) الحق وليس إلزام في شراء أو بيع أصل معين، مثل السندات أو الأسهم أو السلع،

مقابل سعر محدد يطلق عليه سعر التنفيذ، وفي تاريخ محدد لاحق، على أن يدفع مشتري الخيار مبلغ في شكل علاوة

(ثم الخيار) وهو غير قابل للرد ولا يحتسب في قيمة العقد، ويجرى تداول عقود الخيار في أسواق المنتظمة أي

البورصة وفي الغالب لا تتجاوز ثلاثة أشهر، بالإضافة إلى ما سبق نميز بين نوعين لتاريخ تنفيذ عقد الخيار، عقد

يتم تنفيذه منذ تاريخ إبرام العقد إلى غاية انتهاء العقد، وهو الأسلوب الأمريكي، وعقد يتم تنفيذه عند تاريخ محدد في

العقد، وهو الأسلوب الأوروبي.

وفيما يخص أرباح مشتري عقد الخيار فهي غير محدودة ولكن ترتفع حسب الحالات التالية:

- إذا كان سعر التنفيذ أقل من سعر السوقى للأصل الذي يكون محل عقد خيار الشراء.

- إذا كان سعر التنفيذ أكبر من سعر السوقى للأصل الذي يكون محل عقد خيار البيع.

- إذا كانت هناك زيادة بالارتفاع أو الانخفاض في حركات الأسعار السوقية للأصل الذي يكون محل عقد

الخيار المزدوج.

أما خسائر مشتري الخيار فهي مرتبطة بقيمة المكافأة، هذه الأخيرة تتأثر بتوازن العرض والطلب داخل

البورصة، وهذا التوازن يتأثر هو الآخر بمجموعة من المتغيرات، منها القيمة السوقية للأصل محل العقد، سعر وتاريخ

تنفيذ الخيار، تغيرات سعر السوقى للأصل، مستوى أسعار الفائدة، والتوزيعات النقدية المدفوعة لحامل أصل موضوع

الخيار. أما أرباح محرر خيار الشراء فهي محدودة بقيمة المكافأة، بينما خسائره فترتفع بارتفاع أرباح مشتري الخيار.

ونميز بين ثلاث أنواع لعقود الخيار، عقد خيار الشراء، عقد خيار البيع، عقد الخيار المزدوج.

### 3-1- عقد خيار الشراء:

وهو عبارة عن عقد يتحصل بموجبه المشتري على الحق في الشراء - ليس ملزما للمشتري وملزم للبائع-كمية



معينة من أصل ما، مثلا أسهم أو سندات، أو سلع، مقابل سعر معين يسدد عند تسوية العقد، يطلق عليه بسعر التنفيذ، على أن يدفع المشتري ثمن الخيار في شكل علاوة. ولكن في الواقع كثيرا ما يختلف سعر تنفيذ عقد خيار الشراء عن السعر المتداول في البورصة، وعليه نصادف الحالات الثلاثة التالية:

- سعر التنفيذ يتساوى تقريبا مع سعر السوق، في هذه الحالة نقول أن عقد خيار الشراء في وضعية على النقود.

- سعر التنفيذ أكبر من سعر السوق، في هذه الحالة نقول أن عقد خيار الشراء في وضعية خارج النقود.

- سعر التنفيذ أقل من سعر السوق، في هذه الحالة نقول أن عقد خيار الشراء في وضعية داخل النقود.

بالنسبة لمشتري عقد خيار الشراء، ومن منطلق البحث عن تحقيق الأرباح فإنه سينفذ عقد خيار الشراء إذا كان سعر التنفيذ أقل من سعر السوق، مع أخذ في الحسبان قيمة المكافأة التي يكون قد دفعها مسبقاً، ونقول عندئذ أن أرباحه غير محدودة، وخسائره محدودة بقيمة المكافأة، أما إذا كان سعر التنفيذ أقل من السعر السوقي لكن إذا احتسبنا قيمة المكافأة فتعكس المتراحة، في هذه الحالة ينفذ عقد خيار الشراء، بهدف تقليل الخسارة، أي قيمة الخسارة أقل من قيمة المكافأة. بينما بائع عقد خيار الشراء فأرباحه محدودة بقيمة المكافأة، وخسائره ترتفع بارتفاع أرباح مشتري عقد خيار الشراء. بالإضافة إلى ما سبق فيمكن ملاحظة أن قيمة المكافأة ترتبط طردياً مع سعر السوق للأصل، وتاريخ استحقاق العقد، وتغيرات أسعار السوق التي تزيد من احتمالات تحقيق الأرباح، مما يزيد من قيمة المكافأة، والعكس صحيح، وسعر الفائدة، حيث أن ارتفاعها يعني انخفاض سعر التنفيذ للأداة المالية، وبالتالي هناك توقع لانخفاض سعرها السوقي في المستقبل، مما يحقق أرباحاً وبالتالي زيادة المكافأة، والعكس صحيح، بينما ترتبط عكسياً مع سعر التنفيذ.

### مثال 01:

إذا قام مستثمر مالي بشراء عقد خيار الشراء والمتمثل في 200 سهم من مصدره (بائعه) في 01-02-2020، حيث دفع مبلغ 12 دولار للسهم الواحد كثمن للحصول على عقد الخيار، على أن يسدد قيمة الخيار بعد ثلاثة أشهر، وبسعر قيمته 100 دولار أمريكي للسهم، وتاريخ: 01-05-2020 بلغ سعر السهم في سوق البورصة قيمة 120 دولار أمريكي.

### المطلوب:

حدد أركان ونوع عقد الخيار؟

حدد موقف المستثمر المالي اتجاه هذا العقد؟

أحسب قيمة الأرباح أو الخسائر التي تعود على طرفي عقد الخيار؟

**الحل:**

**-أركان عقد الخيار:**

توجد ستة أركان رئيسية لعقد الخيار والمتمثلة في مشتري عقد الخيار أي المستثمر المالي الذي يقوم بشراء عقد الخيار، بائع عقد الخيار أي محرره أو مصدره، موضوع عقد الخيار وحسب المثال يتمثل في 200 سهم، علاوة الحصول على عقد الخيار تساوي 12 دولار أمريكي، سعر التنفيذ 100 دولار أمريكي، سعر السوق يساوي 120 دولار أمريكي.

**-نوع عقد الخيار: عقد خيار الشراء.**

**-موقف المستثمر المالي:** نلاحظ أن سعر السوق للسهم أكبر من سعر التنفيذ مضافا إليها قيمة العلاوة، وهذا ما يحقق له أرباحا، وبالتالي من الأفضل لهذا المستثمر تنفيذ عقد خيار الشراء.

**-تحديد الأرباح والخسائر:**

**بالنسبة لمشتري عقد خيار:**

الأرباح للسهم الواحد = سعر السوق للسهم عند تاريخ الاستحقاق - (سعر التنفيذ للسهم + علاوة) = 120 -  
 (12+100) = 8 دولار أمريكي للسهم الواحد، أي: الأرباح الاجمالية =  $8 \times 200 = 1600$  دولار أمريكي.

**بالنسبة لبائع عقد الخيار:**

خسائر بائع عقد خيار الشراء هي أرباح مشتري خيار الشراء وتساوي: 8 دولار أمريكية، أي: 1600 دولار أمريكي.

**مثال 02:**

اعتمادا على المثال السابق وإذا اعتبرنا أن السعر السوق للسهم في: 01 ماي 2020 بلغ 90 دولار أمريكي، فالمطلوب حدد موقف المستثمر المالي وأحسب الربح أو الخسارة لطرفي عقد الخيار؟

**الحل:**

بالنسبة لموقف المستثمر نلاحظ أن سعر السوق (90 دولار أمريكي) أقل من سعر التنفيذ مضافا إليها قيمة المكافأة (12+100)، أي أن المستثمر المالي سوف يحقق خسارة، وبالتالي من مصلحته التخلي عن تنفيذ العقد وتحمل خسارة بقيمة المكافأة فقط (12×200) والتي تساوي 2400 دولار أمريكي، أما بائع عقد خيار الشراء فسوف

فسوف يحقق أرباحا بقيمة المكافأة أي: 2400 دولار أمريكي.

### مثال 03:

اعتمادا على المثال رقم 01، وإذا اعتبرنا أن السعر السوقي للسهم في: 01 ماي 2020 بلغ 110 دولار أمريكي، فالمطلوب حدد موقف المستثمر المالي وأحسب الربح أو الخسارة لطرفي عقد الخيار؟

### الحل:

بالنسبة لموقف المستثمر نلاحظ أن سعر السوقي (110 دولار أمريكي) أقل من سعر التنفيذ مضافا إليها قيمة المكافأة (12+100)، أي أن المستثمر المالي سوف يحقق خسارة، يبدو للوهلة الأولى أن من مصلحة المستثمر المالي التخلي عن تنفيذ العقد باعتباره سوف يحقق له خسارة، لكن اذا ما قمنا بحساب الخسارة في ظل التخلي عن تنفيذ العقد والتي تساوي قيمة المكافأة (12×200) أي 2400 دولار أمريكي، ثم قارناها بالخسارة المحسوبة عند تنفيذ العقد والتي تساوي (110-12+100)×200 أي 400 دولار أمريكي، وهي أقل من 2400 دولار أمريكي، وعليه فالمستثمر المالي الرشيد هو الذي يستثمر بأقل الخسائر، وبالتالي من مصلحته تقليل الخسارة وتنفيذ عقد خيار الشراء، أما بائع عقد خيار الشراء فسوف يحقق أرباحا تساوي خسارة المستثمر المالي أي: 400 دولار أمريكي.

### 3-2- عقد خيار البيع:

وهو عبارة عن اتفاق بين بائع والمشتري لخيار البيع، يتحصل بموجبه المشتري للخيار على الحق -ليس ملزما للمشتري وملزم للبائع- في بيع كمية من الأصول كأسهم، أو السندات، أو السلع، أو الذهب وما شابه ذلك، مقابل سعر معين يطلق عليه سعر التنفيذ وعند تاريخ محدد ومستقبلي، ويتعين على مشتري خيار البيع أن يدفع مبلغ معين كثمن للخيار "علاوة" عند إبرام العقد. ويمكن أن نصادف الحالات الثلاثة التالية عند تنفيذ عقد خيار البيع:

- سعر التنفيذ تقريبا يساوي سعر السوق، في هذه الحالة نقول أن عقد خيار البيع في وضعية على النقود.

- سعر التنفيذ أكبر من سعر السوق، في هذه الحالة نقول أن عقد خيار البيع في وضعية داخل النقود.

- سعر التنفيذ أقل من سعر السوق، في هذه الحالة نقول أن عقد خيار البيع في وضعية خارج النقود.

وعليه مما سبق نستنتج أن مشتري عقد خيار البيع لا يقوم بتنفيذ العقد إلا إذا تمكن من تحقيق الأرباح، أي ينفذ العقد لما تتحقق الحالة الثانية، حيث أن سعر التنفيذ يكون أكبر من سعر السوقي، مع أخذ بعين الاعتبار قيمة المكافأة التي دفعها مسبقا كثمن للحصول على خيار البيع، ونقول عندئذ أن مشتري خيار البيع أرباحه تكون غير محدودة، بينما خسائره فهي مرتبطة بقيمة المكافأة، وفي حالة أن سعر التنفيذ أكبر من السعر السوقي، ولكن عندما نحسب قيمة المكافأة تتعكس المتراجحة، في هذه الحالة من مصلحة مشتري عقد خيار البيع تنفيذ هذا العقد لتقليل

الخسارة، حيث تكون أقل من قيمة المكافأة، أما بائع خيار البيع فأرباحه تكون محدودة بقيمة المكافأة، وخسائره ترتفع بارتفاع أرباح مشتري خيار البيع.

بالإضافة إلى ما سبق فيمكن ملاحظة أن قيمة المكافأة ترتبط عكسيا مع سعر السوق للأصل، وسعر الفائدة، وطرديا مع تاريخ استحقاق العقد، وتغيرات أسعار السوق، وسعر التنفيذ.

### مثال: -01-

قام تاجر ببيع عقد خيار البيع والمتمثل في 300 سهم إلى مستثمر مالي في 01-03-2019، حيث دفع مبلغ 10 دولار للسهم الواحد كثمن للحصول على عقد الخيار، على أن ينفذ العقد بعد ثلاثة أشهر، بسعر قيمته 115 دولار أمريكي، وبتاريخ: 01-06-2019 بلغ سعر السهم في سوق البورصة قيمة 90 دولار أمريكي.

### المطلوب:

ما نوع عقد هذا الخيار؟ وما هو موقف المستثمر المالي من عقد الخيار؟ أحسب الأرباح أو الخسائر التي يتحملها طرفي العقد؟

### الحل:

نوع هذا العقد هو عقد خيار البيع، ونلاحظ أن سعر السوق للسهم في السوق هو 90 دولار وهو أقل من سعر التنفيذ مطروحا منه قيمة المكافأة (10-115)، أي 105 دولار أمريكي، وبالتالي هناك إمكانية لتحقيق الأرباح وبالتالي من مصلحة المستثمر المالي تنفيذ عقد خيار البيع، حيث يحقق أرباح قدرها  $(90-105) \times 300$ ، قدرها 4500 دولار أمريكي، في الحين يحقق بائع عقد خيار البيع خسارة بمقدار أرباح التي حققها مشتري خيار البيع، والتي تساوي 4500 دولار أمريكي.

### مثال: -02-

اعتمادا على المثال السابق وإذا افترضنا أن السعر السوقى للأسهم بعد ثلاثة أشهر أي في 01 جوان 2019 هو 120 دولار أمريكي، فما هو موقف المستثمر المالي؟ وما هي الأرباح أو الخسائر التي يحققها أو يتحملها طرفي العقد؟

### الحل:

بالنسبة لموقف المستثمر نلاحظ أن سعر السوقى (120 دولار أمريكي) أكبر من سعر التنفيذ مطروحا منه قيمة المكافأة (10-115)، أي أن المستثمر المالي سوف يحقق خسارة، ومن مصلحته عدم تنفيذ عقد خيار البيع لتقليل الخسارة، وفي هذه الحالة سوف يخسر قيمة المكافأة فقط أي  $(300 \times 10)$  والتي تساوي 3000 دولار أمريكي

أما بائع عقد خيار البيع فسوف يحقق أرباحا بقيمة المكافأة وتساوي 3000 دولار أمريكي.

**مثال: -03-**

اعتمادا على المثال رقم: -01-، وإذا افترضنا أن سعر السوقي للأسهم بعد ثلاثة أشهر أي في 01 جوان 2019 هو 110 دولار أمريكي، فما هو موقف المستثمر المالي؟ وما هي الأرباح أو الخسائر التي يحققها أو يتحملها طرفي العقد؟

**الحل:**

بالنسبة لموقف المستثمر نلاحظ أن سعر السوقي (110 دولار أمريكي) أكبر من سعر التنفيذ مطروحا منه قيمة المكافأة (10-115)، أي أن المستثمر المالي سوف يحقق خسارة، ولكن المستثمر العقلاني دائما يبحث على أقل الخسائر، وبالتالي لو قام بتنفيذ هذا العقد لحقق خسارة مقدارها 5 دولار أمريكي لكل سهم، وفي حالة عدم تنفيذ العقد سوف يخسر قيمة المكافأة والتي تساوي 10 دولار أمريكي، فمن مصلحة المستثمر المالي تنفيذ العقد من أجل تقليل الخسارة، وعليه سوف يخسر ما قيمته  $300 \times 5 = 1500$  دولار أمريكي، أما بائع عقد خيار البيع فسوف يحقق أرباحا بقيمة خسارة والتي تساوي 1500 دولار أمريكي.

**3-3- عقد الخيار المزدوج:**

هو عبارة عن اتفاق بين البائع والمشتري حول الخيار المزدوج، حيث يتم الاتفاق على سعر معين الذي يسد في وقت لاحق مع التسليم، ونشير إلى أن هذا العقد يمنح المشتري حق خيار البيع وحق خيار الشراء في آن واحد، وهو غير ملزم لمشتري هذا الخيار ولكنه ملزم لبائع الخيار المزدوج، كما يختلف عقد الخيار المزدوج بارتفاع تكلفته، فهي تمثل الضعف بالمقارنة مع عقود الخيارات الأخرى، وذلك لما يتميز به، حيث أنه يراهن على التغيرات التي تحدث في أسعار الأصول محل هذا العقد، فإذا ارتفع سعر التنفيذ عن السعر السوقي في هذه الحالة نستخدم عقد المزدوج كعقد خيار البيع وذلك من أجل تحقيق الأرباح، والعكس لما يرتفع السعر السوقي عن سعر التنفيذ في هذه الحالة يستخدم عقد المزدوج كعقد خيار الشراء، مع الأخذ بعين الاعتبار تكلفة امتلاك هذا الخيار، أما البائع فيراهن على استقرار الأسعار (ثباتها)، وعليه فمشتري الخيار المزدوج تكون أرباحه غير محدودة وخسائره محددة بقيمة المكافأة، بينما البائع فتكون أرباحه محدودة بقيمة المكافأة أي تكلفة الحصول على حق الخيار، وخسائره مرهونة بتذبذبات الأسعار في السوق، وبالتالي فهي غير محدودة، بالإضافة إلى ما سبق نشير إلى وجود عدة أنواع لعقود الخيار المزدوج من أهمها عقود الخيار المزدوج التي يتساوى فيها سعر التنفيذ للبيع مع الشراء، وعقود الخيار المزدوج التي يختلف فيها سعر التنفيذ للبيع عن الشراء.

ويمكن توضيح الأرباح والخسائر من خلال الأمثلة التطبيقية التالية:

### مثال 01:

قام مستثمر بشراء عقد خيار مزدوج، والمتمثل في اتفاق حول شراء أو بيع 100 سهم في 01-07-2017، حيث دفع مبلغ 25 دولار أمريكي للسهم الواحد كثمن للحصول على هذا العقد المزدوج، على أن ينفذ العقد خلال ثلاثة أشهر، حيث تحدد سعر الشراء بـ: 110 دولار أمريكي، وسعر البيع بـ: 110 دولار أمريكي، وبتاريخ 01-10-2017 بلغ السعر السوقي للسهم في البورصة قيمة 140 دولار أمريكي.

**المطلوب:** حدد قيمة الأرباح والخسائر التي يحققها أو يتحملها طرفي العقد؟

### الحل:

نلاحظ أن سعر التنفيذ أقل من السعر السوقي، وبالتالي استخدام عقد المزدوج كعقد خيار البيع لا يحقق ربحاً، في الحين أن استخدامه كعقد خيار للشراء يحقق ربحاً، حيث أن سعر التنفيذ مضافاً إليه قيمة المكافأة (110+25) يكون أقل من سعر السوقي (140)، وبالتالي من مصلحة المستثمر تنفيذ هذا العقد من جانب الشراء، حيث يتحصل المستثمر المالي على ربح قدره:  $5 = 25 - 110 - 140$  دولار أمريكي للسهم الواحد، أي 500 دولار لاسهم محل العقد، ومن جانب آخر نجد بائع الخيار المزدوج خسائره غير محدودة، وتساوي الأرباح التي حققها مشتري خيار العقد المزدوج، أي يحقق خسارة قدرها 500 دولار أمريكي.

### مثال 02:

باعتماد على المثال رقم 01 وإذا اعتبرنا أن سعر السوقي يساوي 110 دولار أمريكي، فما هي الأرباح والخسائر التي يحققها أو يتحملها طرفي العقد؟

إذا اعتمدنا على خيار الشراء نجد أن سعر التنفيذ مضافاً إليه المكافأة (110+25) أكبر من سعر السوقي 110 وبالتالي تنفيذ العقد أو عدم تنفيذه سوف يحقق خسارة بقيمة المكافأة، وبالنظر إلى عقد الخيار المزدوج كعقد خيار بيع نجد أن سعر التنفيذ مطروحاً منه المكافأة (110-25) أقل من سعر السوقي (110)، وبالتالي تنفيذ العقد أو عدم تنفيذه سيان، وسوف يحقق خسارة للمستثمر بقيمة المكافأة، إذن في كلتا الحالتين المستثمر يحقق خسارة بقيمة 2500 دولار أمريكي وهي المكسب أو الربح الذي يحققه بائع عقد الخيار المزدوج.

### مثال 03:

باعتماد على المثال رقم 01 وإذا اعتبرنا أن سعر التنفيذ لخيار الشراء هو 105 دولار أمريكي وسعر التنفيذ لخيار البيع هو 170 دولار أمريكي، فما هي الأرباح والخسائر الممكن أن يحققها أو يتحملها طرفي العقد المزدوج؟

### الحل:

إذا اعتمدنا على خيار الشراء نلاحظ أن سعر التنفيذ مضافا إليه المكافأة (105+25) أقل من سعر السوق (140)، وبالتالي إذا نفذ العقد المزدوج من ناحية خيار الشراء فسوف يحقق المستثمر المالي ربحا قدره 10 دولار لكل سهم، وبالنظر إلى خيار البيع نلاحظ أن سعر التنفيذ مطروحا منه المكافأة (170-25) أكبر من سعر السوق (140)، وبالتالي إذا نفذ العقد المزدوج من ناحية خيار البيع فسوف يحقق المستثمر المالي ربحا قدره 5 دولار لكل سهم. بطبيعة الحال المستثمر يبحث عن تحقيق أكبر ربح ممكن وبأقل التكاليف، إذن سوف يقبل على تنفيذ العقد المزدوج من جانب خيار الشراء.

### مثال 04:

باعتقاد على المثال رقم 01 وإذا اعتبرنا أن سعر التنفيذ لخيار الشراء هو 120 دولار أمريكي، وسعر التنفيذ لخيار البيع هو 150 دولار أمريكي، فما هي الأرباح أو الخسائر الممكنة أن يحققها أو يتحملها طرفي العقد المزدوج؟

### الحل:

إذا اعتمدنا على خيار الشراء نلاحظ أن سعر التنفيذ مضافا إليه المكافأة (120+25) أكبر من سعر السوق (140)، وبالتالي سوف يحقق المستثمر المالي خسارة لو امتنع عن تنفيذ العقد قيمتها 25 دولار أمريكي، أما إذا نفذ العقد فسوف يخفض من الخسارة حيث يتحمل 5 دولارات لكل سهم، وعملا بمبدأ تحمل أقل تكلفة ممكنة سوف يختار المستثمر المالي تنفيذ هذا العقد، لكن إذا نظرنا إلى خيار البيع نلاحظ أن سعر التنفيذ مطروحا منه المكافأة (150-25) أقل من سعر السوق (140)، وبالتالي وبهدف تقليل الخسارة سوف يقوم المستثمر المالي بتنفيذ العقد محققا بذلك خسارة قدرها 15 دولار أمريكي.

إذن من مصلحة المستثمر المالي العقلاني في حالة تحقيق الخسارة من جانبيين، أي من جانب خيار الشراء وخيار البيع أن يختار الخسارة الأقل، وبالتالي سوف يفضل تنفيذ العقد المزدوج من جانب خيار الشراء، حيث يتحمل خسارة قدرها 500 دولار أمريكي.

### 4- عقود المبادلات:

وهو عبارة عن اتفاق بين طرفين أو أكثر لتبادل سلسلة من التدفقات النقدية (المدفوعات أو المقبوضات)، المترتبة عن كل أو لكل منهما، خلال فترة لاحقة وبسعر تنفيذ محدد ومستقبلي، ويتم تسوية المبادلات خلال فترة قد تكون شهرية أو ثلاثية أو سداسية أو سنوية، على أن تجرى عقود المبادلات في الأسواق غير منظمة، وبشروط معينة، وعلى خلاف عقود الخيار، فإن عقود المبادلات ملزمة لكلا الطرفين ولجميع أطرافه، بالإضافة إلى أن التغيرات سواء المتحصلات أو المقبوضات تسوى عند تاريخ التنفيذ وبذلك تعتبر سلسلة من التدفقات لاحقة التنفيذ.

وتوجد عدة أنواع لعقود المبادلات من أهمها:

#### 4-1- عقود المبادلات لأسعار الفائدة:

تعرف على أنها اتفاق بين طرفين أو أكثر لمبادلة التزامات أداة دين أو أكثر، أو تبادل فوائد المحصلة على أصول مالية، بطريقة يستفيد منها جميع أطراف العقد، وتغيرات أسعار الفائدة هي من تحدد الأرباح والخسائر لطرفي عقود المبادلات لأسعار الفائدة.

#### 4-2- عقود مبادلات العملات:

هو عبارة عن اتفاق يتم بين طرفين من أجل اجراء مبادلة بين عملتين، وتتم هذه العملية بمرحلتين، المرحلة الأولى ويتم فيها شراء أو بيع عملة مقابل عملة أخرى بسعر الآتي والتسليم يكون آني، ليتم في مرحلة ثانية شراء أو بيع نفس العملة بعملة أخرى بسعر آجل والتسليم يكون آجلا، حيث يتحدد السعر الآجل على أساس الفروقات في أسعار الفائدة سواء للقروض أو للودائع بين العملتين. وتغيرات أسعار الصرف هي من تحدد الأرباح والخسائر لطرفي عقود المبادلات للعملات.

#### 4-3- عقود مبادلة السلع:

حسب هذه العقود يمكن لاحد المستثمرين وهو الطرف الأول القيام بشراء سلعة معينة من عند طرف ثاني، بسعر جاري والتسديد يكون فوريا، ليتم في خطوة موائية أي في نفس الوقت ابرام اتفاق آخر لإعادة بيع هذه السلعة إلى الطرف الثاني مقابل سعر آجل، الذي يسدد على فترات لاحقة، ويتحدد السعر آجل عن طريق جمع سعر الشراء مع متوسط التغير في سعر السلعة في كل فترة من فترات السداد، أو جمع سعر الشراء مع معدل العائد لعملة ما، المحسوب على أساس تحويل سعر الشراء بعملة المحلية إلى عملة أجنبية معينة. وما تتميز بهذه العقود هو أن التبادل لا يكون حقيقيا وبالتالي التسليم كذلك غير موجود.

#### 4-4- عقود مبادلة عوائد الأسهم:

هو اتفاق بين طرفين على تبادل عائد سهم أو عوائد لمجموعة من الأسهم، مقابل عائد سهم آخر أو عوائد مجموعة من الأسهم الأخرى المتداولة في سوق ما، كما يمكن التبادل بين عائد سهم ما مع معدل فائدة السائد في سوق وعند تاريخ محدد ولاحق.



## المحور الحادي عشر: سوق رؤوس الأموال الدولي (الأورو-عملة)

يشهد عالم اليوم جملة من التحولات في شتى المجالات الاقتصادية، الاجتماعية، والثقافية، ويعود الفضل في ذلك إلى التطور الهائل والملحوظ في تكنولوجيا المعلومات والاتصالات، التي ساهمت إلى حد كبير في تطوير أسواق رؤوس الأموال، خاصة على مستواها الخارجي، فسوق رؤوس الأموال الدولي هو بمثابة قناة لتحقيق التمويل سواء المباشر أو غير المباشر، ومن خلاله يتمكن أصحاب العجز المالي من الحصول على الموارد المالية التي هم في حاجة إليها، من أصحاب الفائض المالي الذين يرغبون في استثمار هذه الأموال، كما يساهم سوق رؤوس الأموال الدولي في تغطية مخاطر الاستثمار كتغيرات أسعار الفائدة، وتذبذبات أسعار صرف العملات، ويظهر ذلك من مختلف ابتكارات الهندسة المالية في مجال الأوراق المالية ومنتجاتها (المشتقات المالية بمختلف أنواعها)، وعليه يمكن القول أن اتساع شبكة الاتصالات وزيادة التحرر المالي في المبادلات الدولية وتنوعها، ساعد في زيادة الحاجة للتمويل مما عزز من مكانة وأهمية سوق رؤوس الأموال الدولي في تحقيق هذه الأهداف. انطلاقاً مما سبق سنتطرق في هذا المجال إلى تعريف سوق رؤوس الأموال الدولي، والتعرف على سوق الأورو - عملة.

### أولاً: تعريف سوق رؤوس الأموال الدولي:

توجد عدة تعريف لسوق رؤوس الأموال الدولي ومن أهم هذه التعاريف نذكر:

- هي أسواق تنشأ فيها وتتم عمليات التبادل والتداول والتصفية للديون، والأصول النقدية والمالية، المرتبطة بعمليات تتجاوز الحدود الوطنية للدولة.
- سوق رأس المال الدولية هي السوق التي يقوم فيها المقرض بعرض قروض مالية طويلة الأجل، مقابل الحصول على موجودات مالية يعرضها المقترضون، وبالتالي فإن نسبة العائد، لها أثر كبير في تحديد الطلب على الموجودات وفي هذه السوق يجري شراء وبيع الموجودات المالية الطويلة الأجل باستحقاق يتجاوز السنة.
- من خلال هذه التعاريف نستنتج أن سوق رؤوس الأموال الدولية هو آلية لالتقاء الوحدات ذات العجز المالي، التي تحتاج أموال من أجل تمويل مشاريعها الاستثمارية سواء متوسطة أو طويلة الأجل، مع الوحدات ذات الفائض المالي التي ترغب في توظيف هذا الفائض على المدى المتوسط والطويل، من أجل الحصول على عوائد، ونشير إلى أن هذه العمليات تتم على المستوى الدولي أي خارج الحدود الوطنية للبلدان، ومن أهم المؤسسات المتواجدة في هذه السوق نجد، الشركات المتعددة الجنسيات، البنوك التجارية الدولية والبنوك المتخصصة الدولية.
- ونميز بصفة عامة بين ثلاث أنواع لسوق رأس مال الدولي وهي سوق السندات الدولية، سوق الأسهم الدولية، سوق العملات الأجنبية (الفوركس) وسوق اليورو-عملة، وسوف نقتصر على سوق الأورو-عملة فقط.

## ثانيا: سوق الأورو - عملة (سوق العملات الأوروبية): **Le marché des Euro-devises**

ترجع أصول كلمة أورو - عملة إلى ما بعد الحرب العالمية الثانية، حيث قامت الولايات المتحدة الأمريكية من خلال خطة مارشال بإعادة بناء القارة الأوروبية، وهذا ما أدى إلى تداول واسع للدولارات الأمريكية في أوروبا، ضف إلى ذلك فقد قامت مجموعة من الدول الاشتراكية بنقل ممتلكاتها من الدولارات الأمريكية من نيويورك إلى لندن، خوفا من تجميدها أو مصادرتها من طرف بنوك أمريكا، مما زاد من حجم الدولارات الأمريكية المتداولة خارج أمريكا مشكلا بذلك سوقا جديدا ومنفصلا عن السوق المحلي الأمريكي، حيث أنه لا تخضع أمواله لمتطلبات الاحتياطي لدى البنك الاحتياطي الفيدرالي الأمريكي، وغير مغطاة من قبل مؤسسة التأمين الفيدرالية، كما نشير إلى أن من أسباب نشوء سوق الأورو - دولار هو تعاضم عجز ميزان المدفوعات للولايات المتحدة الأمريكية، نتيجة الانفاق على الاستثمار الأجنبي والتوسع في بناء قواعد عسكرية خارج الولايات المتحدة الأمريكية.

وعليه وحتى يتم تمييزها عن الودائع الأخرى باعتبارها أول الودائع التي تم تلقيها من الخارج، ضف إلى أنها كانت مقيمة بالدولار الأمريكي، فقد اقترح على تسميتها بودائع الأورو - دولار، وهي بذلك تعبر عن سوق العملات الأجنبية الأوروبية، بالإضافة إلى ما سبق وبهدف الاستفادة من العوائد المرتفعة، قامت البنوك المركزية الأوروبية بالاحتفاظ بقسط من السيولة المقيمة بالدولار الأمريكي، للتعقب منهجها البنوك التجارية وكذا شركات التأمين، ومع حلول سنة 1957 قررت السلطات البريطانية الاستمرار في منح القروض بالجنيه الإسترليني للمقيمين فقط، وحضره على غير المقيمين حيث يمكنهم الاستفادة من القروض ولكن بالدولار الأمريكي، وهذا ما شجع على زيادة تداول الدولارات الأوروبية، خاصة وأن أمريكا كانت تضع شروطا على الفوائد المتأتية من الخارج عن طريق فرض ضرائب، وهذا ما شجع على تداول الدولارات خارج أمريكا، لكن ما يمكن قوله أن سوق الأورو - دولار توسعت كثيرا رغم أن أمريكا و بريطانيا تخلتا عن شروطهما، حيث أصبحت الودائع و القروض مقيمة بعملات أخرى و في بنوك وساحات مالية خارج أوروبا. ولكن جرت العادة على تسميتها سوق العملات الأجنبية الأوروبية.

### 1-تعريف سوق الأورو - عملة:

يقصد بها مجموع الودائع المقيمة بالعملات الأجنبية الرئيسية القابلة للتحويل، المودعة لدى بنوك تجارية تنشط خارج حدود الدول التي هي مصدر لهذه العملات، وتعتبر سوق اليورو دولار أصل هذه الأسواق، إذ جرت التسمية للأسواق العملات الأجنبية الرئيسية القابلة للتحويل المتداولة خارج بلدان إصدارها بسوق العملات الأجنبية الأوروبية، أي سوق اليورو - عملات، وعليه فاستخدام البادئة أورو 'EURO' لا تعني بالضرورة أن المعاملة تمت في أوروبا، ولكنها تشير إلى أن المعاملة تمت بعملة معينة خارج بلد تلك العملة، على سبيل المثال الودائع المقيمة بالدولار الأمريكي والمتواجدة في طوكيو أو كندا أو دول أخرى غير أمريكا تسمى سوق اليورو - عملات، أما كلمة "عملات"

فلا تعني أن تكون الودائع مقيمة بالدولار الأمريكي، ولكنها مقيمة بعملة خارج البلد محل الإيداع، مثلا الودائع المقيمة بالفرنك السويسري والمتواجدة خارج بنوك سويسرا، تسمى كذلك بسوق اليورو-عملات. بالإضافة إلى ما سبق فقد تطورت تسميات سوق اليورو - عملات حيث أقيمت على تسمية اليورو ولكن تم ربطها بنوع العملة المتداولة، مثلا الودائع المقيمة بالجنيه الإسترليني والمتداولة خارج بريطانيا تسمى بسوق اليورو-جنيه الإسترليني، الودائع والقروض المتداولة المقيمة بالدولار والمتداولة خارج مصارف أمريكا تسمى بسوق اليورو-دولار، وهكذا.

## 2-مميزات سوق الأورو عملة:

يتميز سوق الأورو-عملة بالخصائص التالية:

-مبالغ الأورو-عملة هي الأصول بالنقد الكتابي وليست أوراق نقدية.  
-سوق الأورو - عملة هو أحد أنواع سوق رأس المال الدولي، ليس له حدود ولا يخضع لأي رقابة من قبل أي دولة، أي أن التمويل الدولي يتم من خلال الوساطة المالية خارج نطاق سلطة البنوك المركزية المحلية.  
-أدوات سوق الأورو - عملة هي التزامات تكون في الغالب غير مضمونة، حيث يمكن فقط لكبريات الشركات المتعددة الجنسيات والحكومات وغيرهم من المصدرين الذي يتمتعون بتصنيف ائتماني مرتفع، من الوصول إلى هذا السوق.

-يتميز سوق الأورو-عملة بأن عملياته تكون ضخمة ومخاطره الائتمانية متدنية، حيث تشارك فيه كبريات الشركات والمؤسسات المالية الدولية.  
-يتميز هذا السوق بأنه يتلقى الودائع الأوروبية، ويشترط فيها أن يكون مستقبل الوديعة هو بنك تجاري، وصاحب الوديعة قد يكون شخصا أو بنكا أو مؤسسة أخرى، كما يشترط أن يكون البنك الذي يقبل الودائع يتواجد خارج بلد عملة الوديعة.

- سوق اليورو-عملة هو إنتاج المصرفيين الدوليين، أي الدائنين والمدنيين ينتمون إلى دول مختلفة.

## 3-وظائف سوق الأورو - عملة:

يمكن اختصارها في ثلاث وظائف أساسية كما يلي:

-تمثل سوق الأورو-عملة قناة دولية يتم من خلالها توجيه رأس المال من الدول ذات الفائض الى الدول ذات العجز المالي.

-تساهم في تغطية عمليات النقد الأجنبي، حيث أن عمليات تداول العملات الأجنبية فيما بين البنوك في سوق الأورو-عملة، تمكن من تغطية التزامات العملات الأجنبية الآجلة الناتجة عن مكونات هذه السوق.

-تساهم في تحقيق التمويل للتجارة الخارجية، بتكاليف أقل من الأسواق المالية الأخرى.

#### 4- وسائل الإيداع في السوق العملات الأوروبية:

يوجد نوعين للإيداع في سوق العملات الأوروبية وهما ودائع لأجل، شهادات الإيداع الدولية.

#### 4-1- ودائع لأجل:

وهي تلك المبالغ التي يتم ايداعها لدى البنوك لمدة زمنية تتراوح ما بين أسبوع إلى خمسة سنوات، وتتميز هذه الودائع من حيث أنه لا يمكن سحبها قبل تاريخ استحقاقها، كما توصف بأنها قابلة للتجديد، وتستخدم في بعض الحالات كضمان للحصول على تمويل أو السحب على المكشوف وما شابه ذلك، وهي قليلة الاستخدام بمقارنة مع شهادة الإيداع الدولية.

وبالنظر إلى سوق الأورو-دولار كجزء رئيسي من سوق الأورو-عملات، نجد أن غالبية الأموال المحتفظ بها هي في شكل ودائع لأجل بسعر فائدة ثابت، تتراوح آجال استحقاقها ما بين ليلة إلى عدة سنوات.

#### 4-2- شهادة الإيداع الدولية (المقومة بالعملات الأوروبية):

هي إيصال قابل للتداول يثبت الإيداع بالعملات الأجنبية القابلة للتحويل في بنوك خارج بلدان المصدرة لها، أي أنها عبارة عن وثيقة تصدرها الشركات والمؤسسات المالية الكبرى المعروفة دولياً، حيث يلتزم الراغب في الحصول على هذه الشهادة بإيداع مبالغ مالية لدى هذه الشركات والمؤسسات المالية الكبرى، بعملات تختلف عن عملات البلد المتواجد فيه هذه الشركات والمؤسسات، على أن تلتزم هذه الأخيرة بتسديد القيمة الاسمية لهذه الوثيقة وكذلك قيمة الفائدة، وتتميز هذه الشهادة من حيث أنها قابلة للتداول في السوق الثانوي، وبالرجوع إلى تاريخها فقد تم إصدارها لأول مرة في سنة 1961 في سوق الأمريكية، لتتطور عمليات التعامل بها حيث أصبحت إحدى أهم الأدوات المالية المتداولة في سوق العملات الأوروبية، وهذا ما عرفته بريطانيا سنة 1967، فقد بلغ حجم شهادة الإيداع الدولية في سوق الأورو- دولار إلى ما يقارب خمسين مليار دولار في سنة 1980، وبحلول أواخر 1990 فقد بلغت الدولارات الأوروبية المودعة في صورة شهادة الإيداع الدولية ما يقارب 130 مليار دولار، وبالنظر إلى سنة 1990 فقد تم إلغاء شرط الاحتياطي بنسبة 3% على الودائع لأجل غير الشخصية وشهادات الإيداع، وهذا ما قلل من حركية ونشاط سوق الأورو- دولار، حيث انخفض حجمه بحوالي 116 مليار دولار مع بداية ربيع عام 1992، كما نشير إلى أنه في الآونة الأخيرة، أفضت شهادة الإيداع الدولية ذات السعر الثابت من الدولارات الأوروبية لمدة ثلاثة أشهر عن 10 نقاط أساس تقريبا، وهي أقل من معدل الفائدة المعروض بين البنوك في لندن LIBOR لمدة ثلاثة أشهر، يقصد بالليور ذلك السعر الذي تستخدمه البنوك الدولية الكبرى، حيث تكون البنوك على استعداد لتقديم ودائع اليورو- دولار وتداولها في السوق الثانوي.

وتتميز هذه الشهادة من حيث أنها مرتفعة السيولة بالمقارنة مع الودائع لآجل التي لا يمكن تحويلها إلى سيولة إلا إذا استنفذت تاريخ استحقاقها، وحتى وإن تم تحويلها إلى سيولة قبل تاريخ الاستحقاق فقد تفقد مبلغ العائد أي يتم خصمها بأقل من قيمتها الإسمية وبدون فائدة، على خلاف ذلك فإن شهادات الإيداع تحسب عوائدها على أساس الفائدة المتواجدة في السوق، كما تتميز هذه الشهادات بأنها مضمونة حيث تصدرها الشركات الكبرى المعروفة ذات السمعة العالية، و البنوك الأوروبية بدورها تضمن هذه الشهادات من حيث تسديد قيمتها والعوائد المترتبة عنها حسب آجال استحقاقها، بالإضافة إلى ما سبق فهي عالية المرونة، لما تتميز به من سهولة في تحويلها إلى سيولة عند بلوغ تاريخ استحقاقها أو خصمها قبل هذا التاريخ، كما تصدر بكل حرية من قبل المؤسسات الراغبة في ذلك مع مراعاة الإجراءات الإدارية للبنك، كما أن معدل فائدة يخضع لتذبذبات السوق، وتنفرد هذه الشهادة بالسرية إذ أن حاملها لا يعرف أسعارها أو تواريخ بيعها وشراءها، ولكن يعرف البائع الأخير، وتزداد سريتها إذا تم إصدارها من طرف البنك، كما نشير إلى أن عملية تسليم شهادة الإيداع تتم فور إيداع قيمتها لدى البنك، ويمكن للبنك أن يحتفظ بها في حساب لفائدة الزبون وبدون تحمل خدمات مصرفية على ذلك، وتسلم له متى طلب ذلك، ومن حيث إصدارها يمكن للبنك إصدارها بشكل دوري ويعلن عن إصدارها ويدعوا الاعوان الاقتصاديين المهتمين بالاكنتاب، كما يمكن للبنك أن يصدرها بطلب من المستثمرين الراغبين في ذلك ووفق شروط معينة يتم التفاوض والاتفاق عليها.

## المحور الثاني عشر: الساحات المالية الدولية

شهد العالم عقب الحرب العالمية الثانية تحولات وانتقالات عميقة على جميع المستويات وخاصة المستوى المالي، حيث عرف العالم نظاما ماليا جديدا، نشأت في خضمه الأسواق المالية الدولية، التي أدت دورا مهما في تحقيق التمويل الدولي، فمن خلالها يتم تجميع الأموال من الوحدات ذات الفائض المالي في صوره المختلفة مثل الودائع آجلة أو شهادات الإيداع الدولية، وما شابه ذلك، هذا من جهة، ومن جهة أخرى تتحصل تلك الوحدات ذات العجز المالي عبر هذه الأدوات المالية على مختلف الموارد المالية التي تكون في حاجة إليها، ولعل التحولات السريعة التي عرفها العالم نتيجة التطور الهائل في تكنولوجيا الاعلام والاتصال، هي من فرض على الدول الكبرى التفكير في بناء ساحات مالية دولية ضخمة، تكون بمثابة حلقة ربط ما بين المستثمرين الماليين والمدخرين، كما أنها تساهم في تأمين السيولة الضرورية والمتزايدة للاقتصاد الدولي.

### أولا: تعريف الساحات المالية الدولية وأنواعها

تختلف الأفكار والآراء في تعريف الساحات المالية الدولية، فالبعض يركز في تعريفه لها على موقعها الدولي، والبعض آخر يركز على نوع الخدمات التي تقدمها، كما ينظر آخرون إليها من زاوية عدد القطاعات والمجالات المالية التي تشملها، ومنهم من يركز في تعريفها على مصادرها الداخلية والخارجية، ولهذا سوف نحاول في هذا الجزء تقديم مجموعة من التعاريف للساحات المالية الدولية، التي على أساسها يتم استنتاج تعريف شامل لها، ليتم في خطوة أخرى التعرف على مختلف أنواع هذه الساحات المالية الدولية.

### 1-تعريف الساحات المالية الدولية:

توجد عدة تعاريف لمفهوم المراكز (الساحات) المالية الدولية ومن أهم هذه التعاريف نذكر:

-يعرف المركز المالي على أنه "مكان عالمي في دولة أو إقليم أو مدينة التقاء التدفقات النقدية والمالية الداخلة والخارجة من سيولة نقدية، بمختلف العملات الأجنبية وكذا الأوراق المالية بمختلف آجالها والمعادن النفيسة، و التي (التدفقات) يعاد توزيعها على العالم بواسطة المؤسسات المالية المحلية والأجنبية من البنوك، أسواق العملات الأجنبية، أسواق رأس المال، شركات التأمين ومختلف الوسطاء الماليين، و إعادة توزيع التدفقات النقدية والمالية يتم من خلال العقود والعمليات المالية والتحويلات مع الخارج بقيم متداولة وبكافة العملات الأجنبية".

-هي المنطقة التي تشمل على الأسواق النقدية والمالية، في شكل شبكة مؤسسات مالية متعددة الوظائف للتفاوض حول عدد كبير من الصفقات المالية الدولية وبمبالغ معتبرة.

-يعرفها الباحث الاقتصادي هاشم السيد في مقالة منشورة في جريدة الراية في 03 نوفمبر 2014 المعنونة

بفوضى المراكز المالية الحرة، المراكز المالية هي مدن عالمية تضم عددا من المصارف والمؤسسات التجارية

والبورصات المالية وتؤدي دورا مهما في الأسواق المالية، كمناطق مالية خاصة أو مناطق حرة تعمل على تحفيز النشاط المالي والاستثماري. ويمثل المركز المالي منصة لشركات الخدمات المالية التي توفر حزمة من الخدمات مثل إدارة الأصول، والخدمات الاستشارية المالية والقانونية، وخدمات الملكية الخاصة، والخدمات المصرفية، كما تساعد بنوك الاستثمار المتواجدة في المركز المالي على توفير التمويل الضخم بدون التقيد بالحدود الوطنية. ونظرا لأهميتها فقد خصصت بعض الجهات في إصدار مؤشرات أهم هذه المراكز والتي يتابعها المراقبون حول العالم وتعكس وجهات نظر وآراء المديرين التنفيذيين في جميع أنحاء العالم.

- هي مكان التقاء التدفقات النقدية والمالية العالمية التي يعاد توزيعها على العالم بواسطة المؤسسات المحلية والأجنبية المتمركزة في نقطة الالتقاء هذه، وبالتالي فهي تمثل المكان الذي تنفذ فيه العقود والمعاملات المالية والتحويلات مع الخارج حول رؤوس الأموال سواء كانت مصادر هذه الأموال محلية أو أجنبية.

بناء على التعاريف المذكورة سابقا نتوصل إلى أن، الساحات المالية الدولية تعبر عن تجمعات مالية عالمية، تكون ممرزة في مناطق أو شوارع لعواصم بلدان عريقة وذات سمعة مالية ودولية عالية، تضم مجموعة من المؤسسات التجارية والمصارف، والبورصات المالية، حيث تلتقي فيها تيارات التدفقات المالية والنقدية الداخلة مع الخارجة منها، والمشحونة بمختلف العملات الأجنبية والأوراق المالية ذات الآجال المتعددة، والمعادن النفيسة كالذهب والفضة، حيث يتم تداولها داخل مختلف أسواق رأس المال وأسواق العملات الأجنبية، ومختلف الوسطاء الماليين، ويتم ذلك عن طريق مختلف العقود المبرمة والعمليات المالية والتحويلات مع الخارج، بقيم متداولة وبكافة العملات الأجنبية.

يطلق على الساحات المالية الدولية عدة تسميات كالمراكز المالية الدولية، الاحياء المالية، المدن المالية، ومن أهم المراكز المالية المعروفة عالمية نذكر نيويورك، لندن، طوكيو وغيرها.

## 2-أنواع الساحات المالية الدولية:

تصنف الساحات المالية الدولية إلى أربعة أنواع، وذلك حسب معيار نوع المصادر والاستخدامات الأموال.

### 2-1-الساحات المالية الرئيسية:

نقول عن الساحات المالية أنها رئيسية إذا كانت أموالها تتدفق من مصادر داخلية وخارجية، واستخداماتها تتم كذلك على المستوى الداخلي والخارجي، ومن أهم هذه الساحات نجد مركز نيويورك، ومركز لندن.

### 2-2-الساحات المالية للحجز(العبور):

وهي الساحات التي تكون مصادر واستخدامات أموالها خارجية، وهي عبارة عن مركز صوري يحتوي في أغلب الأحيان على مكتب تستخدمه البنوك للاستفادة من التشريعات المرنة كالتسهيلات الضريبية، مثل شركة الأفيشور (Off-Shore)، التي يطلق عليها اسم جنة الضرائب، حيث تنخفض في هذه المراكز نسبة الضرائب إلى

درجة كبيرة وفي بعض الأحيان تكون معفاة، مثل جزر ليكسمبورغ، وفي هذه المركز تستفيد البنوك وبيوت التمويل من ميزة انخفاض نسبة الضرائب، مما يساهم في زيادة البنوك الوافدة إلى هذه الساحات المالية، من أجل زيادة منتجاتها ونموها وتأسيس لتطورها وبقائها.

## 2-3- الساحات المالية التمويلية:

وهي ساحات تكون مصادرها خارجية واستخداماتها داخلية، ومن أهمها مركز سنغافورة وبنما.

## 2-4- الساحات المالية التجميعية:

وهذه الساحة هي نقيض الساحة المالية السابقة، بحيث تكون مصادرها داخلية واستخداماتها خارجية، ومن أهم هذه الساحات نجد الساحة المالية المتواجدة بالبحرين.

## ثانياً: خصائص الساحات المالية الدولية ووظائفها:

من التعريف السابقة للساحات المالية الدولية يمكن أن نستخلص مجموعة من الخصائص والمميزات لها، كما يمكن تحديد مختلف الوظائف التي يمكن أن تؤديها الساحات المالية الدولية.

## 1- خصائص الساحات المالية الدولية:

تختلف خصائص الساحات المالية الدولية بحسب الجهات المستفيدة منها سواء كانت داخلية أو خارجية.

## 1-1- الجهات الخارجية:

وتتميز فيها الساحات المالية الدولية بـ:

- الساحات المالية الدولية هي بمثابة منصة لشركات الخدمات المالية.
- تستخدم العملات المحلية والأجنبية للتعامل في هذه المراكز المالية الدولية.
- انخفاض نسبة الضرائب حيث تصل الى 10%، ويمكن تخفيضها أو حتى الاعفاء منها.
- توفر إمكانية الكاملة للملكية الأجنبية للساحات المالية الدولية (100%).
- تتميز الساحات المالية الدولية بانخفاض تكاليف نموها، كما أن نموها يكون بمعدل سريع.
- تتفرد هذه الساحات المالية الدولية بتوظيف عمال من درجة عالية من الكفاءة والخبرة، وبالتالي يتحصلون على أجور مرتفعة ويستفيدون من مكافآت كذلك مرتفعة.
- كما تتميز هذه الساحات المالية بانخفاض تكاليف الموجهة للاستثمارات، مثل المعدات والتجهيزات.
- تتمتع الساحات المالية الدولية بميزة الاستفادة من وفورات الحجم، سواء على مستوى الساحة المالية الواحدة أو على مستوى التكتل المالي ككل.



- لا تحتاج الساحات المالية الدولية إلى توفر المكان من أجل اجراء المعاملات، نتيجة التطور الهائل في تكنولوجيا الاعلام والاتصال.

### 1-2- بالنسبة للبلد المتواجد به الساحة المالية الدولية:

وتتميز فيها الساحات المالية الدولية بـ:

- تتميز الدول الحاضنة لهذه الساحات المالية بتنوع اقتصادها، وتطور قطاع خدماتها، وزيادة فرض العمل فيها.

-ارتفاع القدرة التنافسية للبنوك المحلية، نتيجة منافسة البنوك الأجنبية المتواجدة في المركز المالي.

-تتميز البلدان الراعية لهذه الساحات المالية بارتفاع معدلات النمو الناتج المحلي فيها.

-تستفيد البلدان الحاضنة لهذه الساحات المالية الدولية من توفير السيولة، واستثمارها في مختلف أدوات الاستثمار المتوفرة ذات الآجال المتنوعة.

-إقامة الساحات المالية الدولية يساهم في تطوير البنى التحتية للبلد المضيف، كون البنى التحتية المتقدمة تساهم في جلب المزيد من المستثمرين الى الساحات المالية الدولية.

### 2-وظائف الساحات المالية الدولية:

وتتلخص في النقاط التالية:

#### 2-1-تجميع الأموال وتحويلها:

ويتمثل هذا الدور في تجميع الأموال عن طريق تعبئة المدخرات واستقبال الودائع، من المقيمين وغير المقيمين ذات الآجال المختلفة، ليتم في خطوة ثانية إقراضها إلى الوحدات التي تكون في حاجة إليها.

#### 2-2-الحلقة الدائرية:

تتمثل الحلقة الدائرية من خلال ثلاث أطراف رئيسية وهي، الطرف الأول يتمثل في المقرض ويكون أجنبياً، والطرف الثاني ويتمثل في المقرض وبطبيعة الحال يكون أجنبياً كذلك، أما الطرف الثالث فيتمثل المركز المالي المتواجد في البلد، وعليه يستقبل المركز المالي الأموال من المقرض الأجنبي (الطرف الأول)، ويقوم بإقراضها للمقرض أجنبي (الطرف الثاني) أو لمراكز مالية أخرى أجنبية، أي يقترض من الخارج ويصدر فقط رؤوس الأموال إلى الخارج، كما قدر يقترض فقط من الخارج (يستورد فقط) لرؤوس الأموال ويقوم بتوظيفها داخل بلد المركز المالي.

#### 2-3-الدور التسجيلي:

تؤدي الساحات المالية الدولية دور التسجيل للمعاملات، حيث يقوم المقرض والمقرض غير مقيمين في البلد

المتواجد فيه الساحة المالية بتسجيل الصفقة فقط، حيث لا يلاحظ أي حركة للأموال في هذه الساحة، وإنما يتم التسجيل فيها من أجل الاستفادة من نسبة الضرائب المنخفضة، والحفاظ على السرية.

### رابعاً: شروط قيام الساحات المالية الدولية والجوانب الإيجابية والسلبية لها

ترتبط وتتأثر الساحات المالية الدولية، بمجموعة من المتغيرات سواء كانت على المستوى المحلي أو على المستوى الدولي، حتى أن البعض يعتبرها من الشروط الواجب توفرها لقيام هذه الساحات المالية الدولية، ومن أهم هذه الشروط نجد الشروط السياسية والأمنية، الشروط الاقتصادية، الشروط المالية وغيرها، كما أن قيام الساحات المالية وتواجدها يساهم في زيادة التمويل بصفة مباشرة أو غير مباشرة على المستوى المحلي والمستوى الدولي، يساعد على تطوير بلدان منشأ هذه الساحات، يساهم في التقليل من المخاطر، وغيرها من المزايا، كما أنها تنتج أوضاعاً تنعكس سلباً على اقتصاديات البلدان ذات العلاقة خصوصاً في فترات الأزمات الاقتصادية، مثل انخفاض قيمة العملات الأجنبية التي تؤثر على موازين المدفوعات التي تنعكس سلباً على مختلف متغيرات اقتصاد البلد وباقي اقتصادات البلدان.

### 1-شروط قيام الساحات المالية الدولية:

يجب توفر مجموعة من الشروط حتى تصبح الساحة المالية، ساحة دولية ومن أهم هذه الشروط نجد:

#### 1-1-شروط السياسية والأمنية:

يعبر مؤشر الاستقرار السياسي والأمني عن مدى الثقة والطمأنينة لدى المستثمرين الماليين والمدخرين في المراكز المالية، فالمناطق التي ينعقد فيها الاستقرار السياسي وتكثر فيها الانقلابات السياسية، والعسكرية، والثورات الشعبية والحروب الأهلية، وتغير الحكومات، حتماً تتأثر فيها المراكز المالية، وبالتالي يحدث طرد للأموال الأجنبية، التي تتحول إلى المناطق الأكثر أمناً واستقراراً، كما تساعد التشريعات المتطورة، على جذب رؤوس الأموال وتداولها في هذه الساحات المالية، وحماية حقوق المستثمرين، والحد من ظاهرة غسل الأموال، وذلك من كون أن التشريعات المتطورة والهادفة، تساهم في تبسيط وتسهيل العمليات والإجراءات الإدارية، والحد من ظاهرة البيروقراطية التي تؤثر سلباً على تأسيس المراكز المالية، وتسير نشاطها.

#### 1-2-الشروط الاقتصادية:

يعد توفر الاستقرار الاقتصادي شرطاً أساسياً وهو في غاية الأهمية فيما يتعلق بخلق وتطور ونمو المركز المالي، فإذا كان البلد الحاضن للمركز المالي، يتميز باقتصاد ضعيف وهش، تنخفض فيه معدلات النمو والأداء الاقتصادي، وتنتشر فيه مظاهر التضخم، وانخفاض درجة الانفتاح على الخارج، ونقص الوعي الاقتصادي لدى

الأفراد والمؤسسات المالية والمصرفية، وقلة المنشآت القاعدية لمختلف التعاملات المالية والمصرفية، من البنوك والبورصات والشركات والمؤسسات المالية، وانعدام المحيط الحر، حيث كثيراً ما يتسبب في منع تداول بعض المنتجات المالية المعروفة والقروض، وغيرها، كما يتأثر بسهولة بالأزمات الاقتصادية خاصة المالية منها، فحنما المركز المالي، سوف يكون رهينة لهذه التقلبات الاقتصادية غير المتحكم فيها، وبالتالي سوف ينعكس هذا الواقع الاقتصادي على المتعاملين في المركز المالي، وثم تتخفف المعاملات فيه حيث يشكل ممرا خصبا لهروب الأموال نحو الخارج، بحثنا عن مزايا مالية في مختلف اقتصاديات البلدان القوية. وعليه يتطلب انشاء مركز مالي توفر محيط ملائم، يسوده استقرار اقتصادي تتدنى فيه المخاطر المالية، حيث يعكس تنوع المنتجات المالية وتداولها بكثرة، كما تؤدي التسهيلات الضريبية فيه دورا مهما في جلب رؤوس الأموال الأجنبية وتداولها، مما يزيد من حجم هذا المركز المالي، ونموه وتطوره وضمن بقاءه مستقبلا.

### 1-3- الشروط المالية:

ويمكن تلخيصها في النقاط التالية:

- التسهيلات الضريبية الجاذبة للرؤوس الأموال الأجنبية، وتتمثل هذه التسهيلات في تخفيض نسبة الضرائب وفي بعض الأحيان اعفاء بعض المنتجات المالية منها نهائيا.
- الغاء أو تخفيض مختلف الشروط المتعلقة بالاحتياط القانوني الذي يفرضه البنك المركزي، وهذا ما يزيد من حجم الأرباح في المركز المالي.
- مختلف الإجراءات الرامية إلى تسهيل مختلف التعاملات المالية والمصرفية، مثل التخلي عن تسقيف القروض، وتحديد معدلات الفائدة، والتعامل مع نوع معين من الأدوات المالية.
- الاعتماد على كم هائل من الوسطاء الماليين لتسهيلات المعاملات داخل هذه المراكز المالية.

### 1-4- الشروط التقنية:

مما لا شك فيه أن توفر البنى المعلوماتية والتكنولوجية المتطورة يساهم في خلق وتأسيس المراكز المالية، ويساعد على نموها وتطورها، ومن أمثلة ذلك وجود شبكة الاتصالات السلكية واللاسلكية، المحلية والدولية، فائقة السرعة والدقة في نقل المعلومات المالية، وتداولها ما بين المتعاملين في هذه المراكز، كما أن توفر أجهزة وبرامج متخصصة لحماية وأمن المعلومات المالية، بات أمراً ضروريا لضمان سيرورة ونشاط هذه المراكز.

### 1-5- شروط أخرى:

بالإضافة إلى الشروط السابقة ينبغي توفر مجموعة من الشروط الأخرى، لتأسيس ونمو المراكز المالية ومن

أهمها:

-وجود اليد العاملة المؤهلة، أي أن البلدان الحاضنة للمراكز المالية ينبغي أن تتوفر لديها الأيدي العاملة التي تتميز بقدر عالي من المعرفة والكفاءة العلمية، والخبرة العملية، في مجال التعاملات المالية، سواء على المستوى المحلي أو الأجنبي.

- توفر الرعاية المادية والمعنوية، مثلاً توفير السكنات اللائقة لغير المقيمين مع مختلف المرافق المتعلقة بها، كالرعاية الصحية، والتعليم، والترفيه، بالإضافة إلى توفير الأمن داخل هذه الأحياء التابعة للمراكز المالية.

-توفر عنصر السرية والكتمان في التعاملات، يعتبر عنصراً مهماً، خاصة بالنسبة للزبائن، حيث يفضلون كتمان بعض أسرار تعاملاتهم المالية.

-التنوع في التقاليد والعادات وتعدد اللغات يساعد على تمركز رؤوس الأموال حول هذه الساحات المالية ونموها.

## 2- إيجابيات وسلبيات الساحات المالية الدولية:

الساحات المالية الدولية مثلها مثل أي سوق، لها عدة جوانب ايجابية تجعل منها أسواق رائدة، إلا أنها تنطوي هي الأخرى على العديد من السلبيات.

### 2-1- الإيجابيات:

وتتلخص في:

- تساهم المراكز المالية الدولية في توفير فرص لتوظيف الأموال بامتيازات أفضل، مثل التسهيلات الضريبية، الإجراءات التنظيمية والإدارية المرنة، ارتفاع العوائد، تدني مستوى المخاطر نتيجة التنوع الدولي في الاستثمار للمحافظ المالية، وفي هذا المجال تستفيد مؤسسات الوساطة المالية من مزايا هذه المراكز، خاصة في مجال توسيع أنشطتها وتنويع محافظها المالية.

-تساهم المراكز المالية الدولية في توفير مجالات واسعة ومتنوعة للتمويل، ويظهر ذلك في مختلف المزايا المشجعة للحصول على التمويل من أهمها تخفيض معدلات الفائدة، الحجم الكبير للمبالغ وبعملة مختلفة، التسهيلات الضريبية، والإجراءات التنظيمية.

-توفر فرصاً واسعة لتحقيق عمليات المضاربة المعقولة، والمراجحة التي تساهم في تحقيق موازنة لمعدلات الفائدة في الأسواق الدولية.

-بالإضافة إلى ما سبق تتيح الساحات المالية الدولية فرصاً وامتيازات مالية عديدة، تعود بالفائدة على بلد منشأ الساحة المالية الدولية، ومن أهم هذه المنافع، زيادة فرص العمل، ارتفاع أجور العمال، توسيع دائرة الخدمات المالية، وتحقيق ميزة تنافسية على مستوى الدولي، تنويع مصادر التمويل، الرفع من معدل النمو الاقتصادي للبلد المضيف.

## 2-2- السلبيات:

ومن أهم هذه السلبيات نذكر:

- كما هو معلوم فالساحات المالية الدولية ترتبط بصفة عامة مع مختلف المتعاملين المتواجدين على المستوى العالمي، مما يجعلها عرضة للمخاطر والأزمات، فانخفاض قيمة العملات الأجنبية ينعكس سلبا على المدخرات وعلى الأوراق المالية، وقيمة الاقراضات المقيمة بهذه العملات الأجنبية مما يؤدي إلى انخفاض قيمتها، كذلك الأزمات المالية كثيرا ما تنتقل أثارها إلى المتدخلين في هذه الساحات المالية، مما يضعف من مركزها المالي وقيمتها المالية على المستوى العالمي، وفي بعض الأحيان تتطور هذه الاختلالات إلى درجة انهيار الساحات المالية وافلاسها.

- يمكن القول أن الاختلالات التي تتعرض لها المراكز المالية تنتقل إلى اقتصاد بلد المنشأ، مما يؤثر سلبا على مختلف متغيراته الاقتصادية الكلية، كانخفاض في معدلات النمو الاقتصادي وارتفاع في معدلات البطالة والتضخم وغيرها، كما قد تنتقل إلى مختلف البلدان ذات العلاقة الاقتصادية مع هذا البلد، حيث تؤثر سلبا على مختلف موازينها الاقتصادية، التي تؤثر بدورها كذلك على اقتصاديات البلدان ذات العلاقة مع هذه البلدان الأخيرة، مما يزيد من اتساع دائرة الاختلالات على المستوى العالمي.

- تؤثر الساحات المالية الدولية سلبا على ميزان رأس المال من حيث انتقال الأرباح والأجور إلى الخارج، الذي يؤثر بدوره سلبا على ميزان المدفوعات.

- تتميز الساحات المالية الدولية بانخفاض معدلات الاحتياط القانوني فيها، أو في بعض الحالات تكون تقريبا معفية منه، مما يجعل الأموال المودعين عرضة لخطر انخفاض السيولة، خاصة في الحالات التي تتعرض فيه الساحات المالية إلى الإفلاس والانهيار.

- كثيرا ما تتعرض الساحات المالية الدولية إلى بعض الثغرات المالية التي يكون سببها التحايل في المعاملات المالية وغسيل الأموال، وما شابه ذلك.

- كما أن الساحات المالية الدولية تتأثر بالمشاكل والأزمات التي تتعرض لها الحكومات داخل البلد المضيف.

## خامسا: أهم المراكز المالية الدولية

في الوقت الحاضر تتواجد العديد من الساحات المالية الدولية ولكن سوف نقتصر على خمسة ساحات مالية دولية فقط، ممثلة بـ: بورصة نيويورك، بورصة لندن، بورصة طوكيو، بورصة دبي، بورصة بيروت.

### 1- بورصة نيويورك:

بورصة نيويورك (New York Stock Exchange)، ويرمز لها اختصارا بـ: "NYSE"، تقع في شارع 11 وول ستريت (Wall Street) في مانهاتن مدينة نيويورك بالولايات المتحدة الأمريكية، وهي سوق لتبادل الأوراق

المالية تفتح كل أيام الأسبوع ما عد السبت والأحد، صباحا على الساعة التاسعة ونصف وتغلق على الساعة الرابعة مساءً بالتوقيت المحلي، الموافق ل: الثانية مساءً إلى التاسعة مساءً حسب توقيت غرينتش، ولكن هناك بعض الاستثناءات فيما يخص مثلا العقود الآجلة التي تبدأ التداول يوم الأحد مساء على الساعة السادسة بالتوقيت المحلي، وتجدر الإشارة إلى أن ساعات التداول يمكن أن تتم قبل افتتاح البورصة، أي من الساعة الرابعة صباحا إلى غاية الساعة التاسعة صباحا، كما يمكن أن تتم بعد غلق البورصة، وتبدأ عادة من الساعة الثانية مساءً إلى الساعة الثامنة مساء، حيث يتم تنفيذها على شبكات الاتصال الالكترونية، بالإضافة إلى ما سبق يمكن تداول الأوراق المالية في بورصة نيويورك حتى في نهاية الأسبوع عن طريق شبكات الاتصال الالكترونية.

وبالرجوع إلى تاريخ إنشائها نجد أن بورصة نيويورك من أقدم البورصات التي عرفها التاريخ، و يعود انشاءها إلى 08 مارس 1817م، ولم تعمل تحت اسم "NYSE" إلا في سنة 1963، كما تم الاعتراف بمبناها كمعلم وطني مع حلول سنة 1978، ومن أهم المؤشرات المستخدمة في قياس أداء البورصات على المستوى العالمي، نجد مؤشر ، دواجونز، وستاندرز، أندوبورز ، وحسب احصائيات المستخرجة من الموقع الالكتروني لبورصة نيويورك، القيمة السوقية(الرسمة السوقية) لبورصة نيويورك في سبتمبر 2021 بلغت: 28.36 تريليون دولار أمريكي، حجم التداول 20.161 تريليون دولار أمريكي، عدد الشركات المدرجة يفوق 2300 شركة، وعليه تصنف بورصة نيويورك في المراتب الأولى من حيث تبادل الأوراق المالية، وتحل المرتبة الثانية من حيث عدد الشركات المدرجة، وهذه الشركات تمتاز بسمعتها العالية على المستوى العالمي، ومن أهمها بنك أمريكا، ديزني، إكسون موبيل.

ومن أهم مؤشرات بورصة نيويورك نجد:

### مؤشر S&P 500:

يعتبر من أهم مؤشرات بورصة نيويورك، حيث يقيس هذا المؤشر قيمة أكبر 500 شركة مدرجة في بورصة نيويورك للأوراق المالية، ويعتبر أفضل ممثل عن سوق الأسهم الأمريكية ككل.

### مؤشر داو جونز 30:

يهدف هذا المؤشر إلى قياس ومتابعة أداء سوق الأسهم الأمريكي في عام 1896، حيث يعكس أداء القطاعات المهيمنة التي تساعد الاقتصاد الأمريكي، وتندرج في سوق بورصة نيويورك مجموعة متنوعة من الشركات من جميع القطاعات المختلفة، عليه ويمرور الوقت يتم استبعاد بعض الشركات ويتم الترويج لشركات أخرى، ومع منتصف عام 2019 انضمت بعض الشركات داو جونز 30 أمريكان اكسبريس وأبل، وبوينغ وكوكاكولا، وديزني، وجولدمان ساكس وماكدونالدز ومايكروسوفت ونايكي وفيرايزون وغيرها.

## 2-بورصة لندن:

بورصة لندن (London Stock Exchange) هي سوق للأوراق المالية، ويرمز لها اختصار بـ:"LSE" وتعود نشأتها إلى تاريخ 1698، حيث كانت عبارة عن بيان أو نشرة صحفية لمختلف أسعار السوق التي تنشر في "قهوة جوناثان كوفي هاوس"، لنتقل إلى مبنى جديد *Sweeting's Alley* عام 1777، حيث سميت بـ:"New Jonathan's" ولكن مع مرور الزمن وبحلول سنة 1801 تأسست بورصة لندن بشكل رسمي، حيث تم نقلها إلى مبنى جديد بالقرب من دار تشابل كورت، وتعتبر أقدم بورصة في العالم حيث احتلت المرتبة الأولى عالمياً، لكن مع الحرب العالمية الأولى، تراجعت من حيث ترتيبها لتحل بورصة نيويورك المرتبة الأولى عالمياً، ثم بورصة لندن في المرتبة الثانية.

تقع في ساحة باترنوستر بلندن ببريطانيا، وهي مملوكة لمجموعة بورصة لندن، حيث مرت بعدة مراحل فقد اندمجت في سنة 1973 مع البورصات الإقليمية لتشكل بورصة بريطانيا العظمى وإيرلندا، وفي سنة 2007 اندمجت مع بورصة ميلانو الإيطالية، وفي سنة 2019 تم الاتفاق بينها وبين بورصة شنغهاي الصينية على إمكانية الاتصال فيما بينهما، حيث يمكن لبورصة لندن اصدار ايصالات الإيداع الصينية(CDRs)، كما يمكن لبورصة شنغهاي هي الأخرى اصدار ايصالات الايداعات العالمية(GDRs).

وتفتح في العادة بورصة لندن على الساعة الثامنة صباحاً وتغلق على الساعة الخامسة مساءً بالتوقيت غرينيتش طيلة أيام الأسبوع، ما عد يوم السبت والأحد وأيام العطل الرسمية، وتقدم خدماتها الكترونياً بواسطة أحدث الأنظمة التي تجري عن ما يزيد عن مليون صفقة يوميا، وتضم شركة لندن ما يزيد عن 2938 شركة مدرجة.

وأهم مؤشراتها: مؤشر فوتسي FTSE100، وهو أهم مؤشر في بورصة لندن ويضم حوالي 100 شركة مدمجة من حيث القيمة السوقية، مؤشر فوتسي FTSE250، ويضم حوالي 250 شركة مدمجة، ويضم من 101 إلى 350 شركة من حيث القيمة السوقية، بالإضافة إلى مؤشر فوتسي FTSE350، ومؤشر FTSE Small Cap، ومؤشر FTSE All Share، ويمثل حوالي 98% من القيمة السوقية لبورصة لندن.

ومن أهم الشركات المدرجة في بورصة لندن نذكر: *LLOYD Lloyds Banking Group PLC* بنك بريطاني له عدة فروع، *HSBC Holdings* بنك استثماري في المملكة المتحدة، شركة البترول البريطانية *BP (British Petroleum)*، مجموعة فودافون شركة متعددة الجنسيات تهتم بتقديم الخدمات لشبكة الهواتف المحمولة، *Glaxosmithkline PLC* شركة الرعاية الصحية (أدوية) البريطانية المتعددة الجنسيات، تقوم بالأبحاث في علوم الأحياء البيولوجية وإنتاج اللقاحات والأدوية الصحية الاستهلاكية، تويوتا موتور.... الخ.

### 3- بورصة طوكيو:

تعتبر بورصة طوكيو (*Tokyo Stock Exchange*) البورصة الثانية على مستوى العالم من حيث حجم النقدي لها، تأسست في 15 ماي 1878، وكانت تعرف باسم طوكيو كابوشيكوي تورهيكيجو، ليتم تغيير اسمها إلى طوكيو في 16 ماي 1949، وهي مملوكة لمجموعة (*Japan Exchange Group, Inc*)، العملة المستخدمة في هذه البورصة هي الين الياباني، ومن أهم مؤشراتنا نجد: مؤشر TOPIX (سعر سهم طوكيو Index)، الذي يصنف ضمن شركات القسم الأول في بورصة طوكيو، مؤشر Nikkei225، وهو مؤشر الأسهم القياسي للبورصة والذي يضم 225 شركة تم اختيارها، وتبلغ الشركات المدرجة في هذه البورصة 3700 شركة.

#### 3-1- أهم الشركات المدرجة:

- شركة مجموعة سوفت بنك هي شركة يابانية قابضة متعددة الجنسيات يقع مقرها الرئيسي في ميناتو، طوكيو.  
- شركة تويوتا للسيارات (*Toyota Motor Corporation*) هي شركة يابانية متعددة الجنسيات لصناعة السيارات ويقع مقرها الرئيسي في تويوتا آيتشي باليابان.  
- شركة صوني *SONY Corporation* هي شركة تكتل يابانية متعددة الجنسيات، يقع مقرها الرئيسي في كونان في ميناتو في العاصمة طوكيو.

#### 3-2- أقسام الأسهم المدرجة في بورصة طوكيو:

وتتمثل في خمسة أقسام وهي:

القسم الأول: ويتعلق بالشركات الكبيرة التي تتبعها TOPIX.

القسم الثاني: وتدرج فيه الشركات المتوسطة.

القسم الثالث موتورز: وهو خاص بالشركات الناشئة.

القسم الرابع جاسداك: ويخص الشركات التي تستخدم تقنيات فريدة.

القسم الخامس طوكيو برو: هو موجه نحو المستثمرين المحترفين ويتميز بنظام المستشار المعين أو

J-Adviser

#### 3-3- أوقات عمل بورصة طوكيو:

تعمل بورصة طوكيو طيلة أيام الأسبوع باستثناء السبت والأحد، وأيام العطل والمناسبات وفيما يلي توزيع أوقات التوقيت لجلسات الافتتاح والإغلاق وجلسات التداول، وذلك حسب التوقيت المحلي لطوكيو:  
- جلسة الافتتاح من الساعة التاسعة صباحاً إلى الساعة الحادية عشر ونصف صباحاً.  
- جلسة التداول من الساعة الحادية عشر ونصف صباحاً إلى الساعة الثانية عشر والنصف مساءً.



-جلسة الإغلاق من الساعة الثانية عشرة ونصف مساءً حتى الساعة الثالثة مساءً.

#### 4-بورصة دبي:

بورصة دبي هي سوق للأوراق المالية في الامارات العربية المتحدة، تأسست في 06 أوت 2007، تقع بين أوروبا الغربية وآسيا الشرقية، وهي عبارة عن شركة قابضة لسوق دبي المالي وناسداك دبي، حيث تم دمج السوقان الحكوميان والاستثمارات في الأسواق الأخرى، بهدف توسيع مكانة دبي كمحور عالمي لسوق رأس المال، نشير إلى أنه في سبتمبر 2007 حصلت البورصة على 28% من بورصة لندن، كجزء من صفقة كبيرة مع بورصة نازداك الأمريكية، وكانت الغاية من هذه الصفقة هي التحكم من خلال خطة طويلة الأجل في منصة ستوكهولم وأم أكس، وعليه يمكن القول أن هذه الحركة شجعت جهاز قطر للاستثمار، الذي اعتقد أنه قريب من إغلاق الصفقة ويشترى أسهم بورصة لندن لنفسه.

#### 4-1-أوقات العمل:

تفتح بورصة دبي أبوابها من الساعة الحادية عشر ونصف صباحاً إلى غاية الساعة الخامسة عصراً كل يوم ما عدا يوم السبت والأحد، وأيام العطل والمناسبات، وفيما يلي جدول يلخص التوقيت الزمني لمختلف الجلسات المبرمجة يوميا:

التوقيت الجلسات	التوقيت المحلي	توقيت غرينيتش
جلسة ما قبل الافتتاح	11:45 – 11:30	07:45 – 07:30
جلسة التداول الرئيسية	16:45 – 11:45	12:45 – 07:45
جلسة ما قبل الإغلاق	16:50 – 16:45	12:50 – 12:45
التداول الأخير	17:00 – 16:50	13:00 – 12:50

العملة المستخدمة في التداول هي الدولار الأمريكي، ويسمح باستخدام الجنيه الإسترليني والأورو لكن بناء على طلب.

#### 4-2-أهم الشركات المدرجة في سوق دبي:

من أهم هذه الشركات نذكر:

### أ- شركة آن ديجتال سيرفس:

وهي شركة مساهمة كويتية، تأسست في 22 ماي 1999، يقع مقرها في الكويت، تأسست في 22 ماي 1999، تم ادراجها في سوق دبي المالي عام 2009، ويتمثل مجال نشاط هذه الشركة القابضة في قطاع الخدمات المالية المتنوعة.

### ب- شركة اجيلتي للمخازن العمومية:

تأسست سنة 1972، هي شركة مساهمة عامة، يقع مقرها في الكويت مدرجة في سوق دبي المالي الدولي، ويتمثل نشاطها في تقديم مختلف الخدمات اللوجستية، خدمات التخزين، خدمات البنى التحتية، الخ.

### ج- العربية للطيران:

هي شركة مساهمة عامة، تأسست في 03 مارس 2003 ويقع مقرها في الشارقة في الإمارات العربية المتحدة، وتعمل في مجال النقل، وخاصة النقل الجوي، وهي مدرجة في سوق دبي المالي الدولي منذ سنة 2007.

### د- مصرف عجمان:

تأسس مصرف عجمان في 2007 وهو مصرف إسلامي، يقع في اماره عجمان بالامارات العربية المتحدة، وتم ادراجه في سوق دبي المالي الدولي لدبي منذ سنة 2008، يتمثل نشاطه في تقديم مختلف الخدمات المالية المتوافقة مع قواعد الشريعة الإسلامية.

### 4-3 مؤشرات بورصة دبي:

سوف نقتصر على ثلاث مؤشرات رئيسية، الملخصة حسب الجدول التالي:

النسبة %	قيمه	المؤشر
0.65	3.372.95	مؤشر سوق دبي المالي (DFMGI)
0.28	2,027.45	مؤشر الإسلامي لسوق دبي المالي (DFMSI)
0.30	1,417.03	مؤشر الحوكمة والمسؤولية الاجتماعية والبيئية (UAEESGI)
0.28	33.248,448	العقارات (DFMRE)
0.95	3,015.54	مؤشر قطاع البنوك (DFIBANK)

المصدر: بيانات مستخرجة من سوق دبي المالي لدبي يوم 07 أكتوبر 2022 وعلى الساعة الثالثة مساءً بالاعتماد على الموقع الإلكتروني التالي:

<https://marketwatch.dfm.ae/ar#AAN>

## 5- بورصة بيروت:

تأسست بورصة بيروت في سنة 1920 الواقعة في لبنان، في حقبة الانتداب الفرنسي ومع سنوات الخمسينيات والستينيات من القرن الماضي شهدت هذه البورصات ازدهارا، حيث انضمت إليها حوالي خمسين شركة تنشط في مجالات مختلفة صناعية وخدمائية ومصرفية، لكن مع الحرب اللبنانية لسنة 1975 تدهورت قيمة بورصة بيروت وأخيرا تم إغلاقها في سنة 1983، ولم تستأنف عملها إلا في سنة 1996، ومع حلول سنة 2006 عرفت هذه البورصة نوعا جديدا من التداول وهو التداول عن بعد الذي يتم الكترونيا، حيث تم اعتماده في سنة 2008 وبمساعدة مجموعة من مؤسسات وشركات الوساطة المالية.

### 5-1- مواعيد فتح بورصة بيروت:

تفتح بورصة بيروت طيلة أيام الأسبوع ما عد السبت والأحد وأيام العطل والمناسبات، من الساعة التاسعة ونصف صباحا إلى غاية الساعة الثانية عشر ونصف حسب التوقيت المحلي، كما أنها تضمن استمرارها أيام الأسبوع من خلال التواصل الالكتروني.

### 5-2- أهم الشركات المدرجة في هذه السوق:

يمكن تلخيص أهم الشركات المدرجة في بورصة بيروت حسب الجدول التالي:

الشركة	الرمز	القيمة السوقية لها
بنك بيروت	BOBPI	1.52 مليار دولار
بنك بيبيلوس	BYB	339.82 مليون دولار
بنك لبنان والمهجر - لبنان	BLOM	640.67 مليون دولار
سوليدر أ (Lebanese A)	SOLA	8.58 مليار دولار
بنك العودة Bank Audi H pref	AUPRH	28.81 مليار دولار

اطلع عليه في: أكتوبر 2022 [Source:https://sa.investing.com/indices/tasi:2022](https://sa.investing.com/indices/tasi:2022)

### 5-3- أهم مؤشراتها:

ويمكن توضيح آخر سعر لبعض مؤشرات بورصة بيروت حسب الجدول التالي:

المؤشر	السعر	النسبة المئوية
BPSI	41.02	0%
BLOM Stock(BLSI)	1,262.88	0.81%

اطلع عليه في: أكتوبر 2022 [source: https://sa.investing.com/indices/tasi:2022](https://sa.investing.com/indices/tasi:2022)

## قائمة المصادر والمراجع

## المصادر والمراجع:

## أولاً: المراجع باللغة العربية:

## -القوانين:

- 1-قانون 90-10 المتعلق النقد والقرض، الجريدة الرسمية الجزائرية، 14 أبريل 1990، العدد 06 .
- 2-المادة 02 من الامر 04-10 المعدل والمتمم للأمر 03-11 المتعلق بقانون النقد والقرض، الجريدة الرسمية، 2004، العدد 11.
- 3-الأمر رقم 04-10 المعدل والمتمم للأمر 03-11 المتعلق بقانون النقد والقرض، الجريدة الرسمية، 2010، العدد 50
- 4-المادة 45 من الأمر 03-11 القانون رقم 17-10 المؤرخ في 11-10-2017، الجريدة الرسمية، العدد 57.

## -الكتب:

- 1-حيد حسين آل طعمة، الأسواق المالية المفهوم النشأة، الأدوات، مركز الدراسات الاستراتيجية، جامعة كربلاء، العراق، 2014.
- 2-عبد الكريم أحمد قندوز، الأسواق المالية، صندوق النقد العربي، أبو ظبي، الإمارات العربية المتحدة، 2021.
- 3-ميلتون فريدمان، الرأسمالية والحرية، ترجمة عبد الفتاح شحاتة، كلمات عربية للنشر والطبع، الطبعة الأولى، القاهرة، مصر، 2011.
- 4-مبارك بن سليمان آل فواز، الأسواق المالية من منظور إسلامي، مركز النشر العلمي، جامعة الملك عبد العزيز، جدة، المملكة العربية السعودية، 2010.
- 5-وليد صافي، أنس البكري، الأسواق المالية والدولية، دار المستقبل للنشر، عمان، الأردن، 2012.
- 6-غازي عبد الرزاق النقاش، التمويل والعمليات المصرفية الدولية، دار وائل للنشر، الأردن، 1996.
- 7-عاطف وليد أندراوس، أسواق الأوراق المالية بين ضرورات التحول الاقتصادي والتحرير المالي ومتطلبات تطويرها، الطبعة الأولى، دار الفكر الجامعي، مصر، 2006.
- 8-رسمية احمد أبو موسى، الأسواق المالية والنقدية، الطبعة الأولى، دار المعزز للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2005.
- 9-محمود عبد الداغر، الاسوق المالية (مؤسسات -أوراق - بورصات) الطبعة الأولى، دار الشروق، الأردن، سنة 2005.
- 10-أحمد صالح عطية، مشاكل المراجعة في الأسواق المال، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2003.
- 11-بن براهيم الغالي، بن ضيف محمد عدنان، الأسواق المالية الدولية: تقييم الأسهم والسندات، دار علي بن زيد، للطباعة والنشر، بسكرة، الجزائر، 2019.
- 12-آدم سميث، بحث في أسباب وطبيعة ثروة الأمم، ترجمة حسني زينه، بيروت، لبنان، 2007.
- 13-دافيد ريكاردو، مبادئ الاقتصاد السياسي، ترجمة يحيى العريضي وحسام الدين خضور، دار الفرقد، دمشق، سوريا، 2015.
- 14-ظاهر لطرش، الاقتصاد النقدي والبنكي، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2012.
- 15-عبد الحميد عبد القادر حمدي، الوساطة المالية في المصارف الإسلامية-دراسة فقهية تطبيقية، دار التعليم الجامعي، جامعة الأزهر، الإسكندرية، مصر، 2016.
- 16-بلعزوز بن علي، محاضرات في النظريات والسياسات النقدية، ديوان المطبوعات الجامعية، 2003.
- 17-المان محمد شريف، محاضرات في النظرية الاقتصادية الكلية (الدوال الاقتصادية الكلية، القطاع النقدي)، ديوان المطبوعات الجامعية، 2003.
- 18-ضياء مجيد الموسوي، اقتصاديات النقود والبنوك، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية، مصر، 2005.
- 19-عبد القادر خليل، مبادئ الاقتصاد النقدي والمصرفي، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2012.

20-محمود حميدات، مدخل للتحليل النقدي، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2005.

### -الأطروحات والرسائل الجامعية:

- 1-بن وارث حجيبة، آليات تنشيط سوق الأوراق المالية في الجزائر، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، الجزائر، 2017.
- 2-وردة شيبان، العلاقة السببية بين كمية النقود والنتاج المحلي الإجمالي في الجزائر: دراسة قياسية 1990-2011، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادي، تخصص: اقتصاد مالي، كلية العلوم الاقتصادية، التجارية وعلوم التسيير، جامعة باتنة 1، الجزائر، 2016.
- 3-حاج موسى سهيلة، تحليل وضبط قيمة العملة من وجهة نظر إسلامية، رسالة ماجستير، تخصص، نقود ومالية، جامعة الجزائر، 2009.
- 4-بشيكربا، نمذجة قياسية اقتصادية، محددات الطلب على النقود في الجزائر (1970-2008)، رسالة ماجستير في العلوم الاقتصادية، تخصص: اقتصاد كمي، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر 03، الجزائر، 2010.

### -الملتقيات:

- 1-بن رجم محمد خميسي، الأزمة المالية والاقتصادية الدولية والحوكمة العالمية، المنتجات المالية المشتقة: أدوات مستخدمة لتغطية المخاطر أم لصناعتها، الملتقى العلمي الدولي، كلية العلوم الاقتصادية، التجارية وعلوم التسيير، جامعة فرحات عباس، سطيف، أكتوبر 2009.
- 2-عمر عزاوي، سايح بوزيد، إصلاح القطاع المصرفي في الجزائر عاملا للتحديث والنمو الاقتصادي، اصلاح النظام المصرفي الجزائري، المؤتمر الدولي الثاني، جامعة قاصدي مرباح، الجزائر، 2019.
- 3-سحنون محمد، اصلاح المنظومة المصرفية في الجزائر واقع وآفاق مستقبلية، المنظومة المصرفية في الألفية الثالثة، منافسة-مخاطر وتقنيات، كلية علوم التسيير، جامعة جيجل، الجزائر، 2005.

### -المجلات:

- 1- محمد نوفل رحمن ملغيط الجبوري، التنظيم القانوني لشهادات الإيداع الدولية، مجلة كلية التربية الأساسية للعلوم التربوية والإنسانية، العدد 33، جامعة بابل، العراق، 2017.
- 2- عبد العظيم أبو زيد، التحليل الفقهي والمقاصدي للمشتقات المالية، الاقتصاد الإسلامي، مجلة جامعة الملك عبد العزيز، المملكة العربية السعودية، 2014.
- 3-مالك الأخضر، بعل الطاهر، واقع الجهاز المصرفي الجزائري بين متطلبات لجنة بازل "2" وتحديات تطبيق بازل "3"، دراسات اقتصادية، مجلة الحقوق والعلوم الإنسانية، المجلد 02، العدد 28، جامعة عاشور زيان، الجلفة، الجزائر
- 4-باسم علوان العقابي وآخرون، النقود الالكترونية ودورها في الوفاء بالالتزامات التعاقدية، العدد السادس، مجلة أهل البيت، كربلاء، العراق، 2008.
- 5-غفاري طيفور رحمان وآخرون، الوساطة المالية في التمويل المباشر وغير المباشر ودورها في النظام المالي، مجلة الرشد للتمويل الإسلامي، الرقم 01، العدد 01، 2001.
- 6- قايد خميسي، لحسين عبد القادر، دراسة تحليلية لتطور استخدام المشتقات المالية في الأسواق المالية في تغطية مخاطر السوق- حالة الدول الصناعية العشر-، المجلة الجزائرية للعلوم والسياسات الاقتصادية، العدد: 01، المجلد 06، الجزائر، 2015.
- 7-حدة رايس، دور السوق النقدية في تأمين سيولة النظام المصرفي، مجلة العلوم الإنسانية، العدد التاسع، كلية العلوم الاقتصادية، التجارية وعلوم التسيير، جامعة محمد خضير، بسكرة، الجزائر، 2006.

- 8- همت محمد عصام الدين السويدي، مشكلات ومخاطر المشتقات المالية وعوامل الحد منها (دراة ميدانية)، مجلة البحوث المالية والتجارة، المجلد 22، العدد الثالث، جامعة بور سعيد، مصر، 2021. (رابط المجلة: <https://jsst.journals.ekb.eg>).
- 9- محفوظ جبار، عمر عبده سامية، أسواق رأس المال الدولية: الهياكل والأدوات، مجلة أبحاث اقتصادية وإدارية، جامعة محمد خيضر، بسكرة، العدد الثالث، جوان 2008.
- 10- يحي عيسى، أداء المراكز المالية الدولية في تسويق الخدمات المالية، مجلة العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، المجلد 05، العدد 05، جامعة فرحات عباس، سطيف، الجزائر، 2005.

### -المطبوعات البيداغوجية:

- 1- بن علقمة مليكة، محاضرات وتطبيقات في مقياس في النظام المصرفي الجزائري موجهة للسنة الثالثة ل.م. د. ، علوم اقتصادية، تخصص اقتصاد نقدي وبنكي، جامعة فرحات عباس، سطيف، 2019-2020.
- 2- ضيف أحمد، الاقتصاد النقدي وأسواق رأس المال، محاضرات موجهة للسنة الثانية علوم اقتصادية، علوم تجارية وعلوم التسيير، كلية العلوم الاقتصادية، وعلوم التجارية وعلوم التسيير، جامعة البويرة، الجزائر، 2015.
- 3- عبد الصمد سعودي، الاقتصاد النقدي وأسواق رأس المال، محاضرات موجهة للسنة الثانية علوم اقتصادية، علوم تجارية وعلوم التسيير، كلية العلوم الاقتصادية، وعلوم التجارية وعلوم التسيير، جامعة محمد بوضياف، المسيلة، الجزائر، 2019.
- 4- سدره أنيسة، الأسواق المالية الدولية، مطبوعة بيداغوجية موجهة للسنة أولى ماستر تخصص اقتصاد نقدي وبنكي للسداسي الأول، كلية العلوم الاقتصادية، التجارية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر 03، الجزائر، 2022.

### -المواقع الإلكترونية:

- 1-<https://arabberg.com/ar/education/shares/95> (أكتوبر 2022)
- 2-<https://marketwatch.dfm.ae/ar>(أكتوبر 2022)
- 3- Monetary Policy: Meaning, Objectives, Scope, Role and Targets,[https:// www.economicdiscussion.net](https://www.economicdiscussion.net) › monetary-policy. ((أكتوبر 2022))
- 4-<https://sa.investing.com/indices/tasi>(أكتوبر 2022)
- 5-<https://www.raya.com> تاريخ الاطلاع: 02 أكتوبر 2022 على الساعة 17:00، فوضى المراكز المالية الحرة - جريدة الراية

### ثانيا: المراجع باللغة الأجنبية

- 1-Milton Friedman ,The Role Of Monetary Policy, The American Economic Review ,V:LVIII ,N0:1, March,1968.
- 2-The euro-dollar market: an element in monetary policy ,Federal Reserve Bank of Atlanta, Vol. LIII, No: 8, Monthly Review, ,. Atlanta, Georgia, August, 1968
- 3-Yueh-Yun C. O'Brien, Measurement of Monetary Aggregates Across Countries, Finance and Economics Discussion Series Divisions of Research & Statistics and Monetary Affairs Federal Reserve Board, Washington, D.C,U.S.A, ,2007.
- 4-Alexander K. Swoboda, The Euro-Dollar Market: An Interpretation, International Finance Section, No. 64, Department Of Economics Princeton University Princeton, New Jersey, February 1968.

5-James R. Lothian, Milton Friedman's Monetary Economics and the Quantity-Theory Tradition, Fordham University, New York, U.S.A ,April 2009.

6-Milton Friedman ,The Optimum Quantity of Money and Other Essays, University of Chicago, Macmillan, United States of America, 1969.