



وزارة التعليم العالي والبحث العلمي  
جامعة طاهري محمد، بشار  
كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير  
قسم العلوم المالية والمحاسبة

مطبوعة بيداغوجية موجهة لطلبة السنة الثانية ليسانس  
شعبة العلوم المالية والمحاسبة  
بعنوان:

**محاضرات في الاقتصاد النقدي وأسواق رأس المال**



من إعداد:  
د. حمادة أمينة

الموسم الجامعي: 2020-2021



بِسْمِ اللَّهِ الرَّحْمَنِ الرَّحِيمِ

العنوان	الصفحة
فهرس المحتويات	01.....
قائمة الجداول والأشكال	05.....
تقديم	06.....
<b>الفصل الأول: نشأة وتطور النقود</b>	<b>25-07</b>
1. نشأة النقود	08.....
1.1. مرحلة الاقتصاد الكفائي	08.....
1.2. مرحلة الاقتصاد الطبيعي (العيبي) أو اقتصاد التبادل	08.....
1.3. مرحلة الاقتصاد السلعي-النقدي	11.....
2. تعريف النقود وخصائصها	13.....
1.2. تعريف النقود	13.....
2.2. النقود وشبه النقود	13.....
3.2. خصائص النقود	14.....
3. وظائف النقود	15.....
1.3. وظائف تقليدية للنقود	15.....
2.3. وظائف ديناميكية للنقود (وظائف ذات الطابع الاقتصادي العام وطنيا ودوليا)	17.....
4. أنواع النقود	18.....
1.4. النقود السلعية	19.....
2.4. النقود المعدنية	19.....
3.4. النقود الورقية	20.....
4.4. النقود الكتابية (نقود الودائع)	22.....
5.4. النقود الالكترونية	24.....
<b>الفصل الثاني: الأنظمة النقدية</b>	<b>34-26</b>
1. مفهوم النظام النقدي والقاعدة النقدية	27.....
2. أنواع القاعدة النقدية	27.....
1.2. قاعدة النقود المعدنية	28.....

2.2. قاعدة النقود الورقية أو القاعدة الائتمانية للنقد ..... 34

### 42-35 الفصل الثالث: النظرية النقدية الكلاسيكية (النظرية الكمية للنقود)

1. التطور التاريخي للنظرية الكمية للنقود ..... 36
2. افتراضات النظرية الكمية للنقود ..... 37
3. صور النظرية الكمية للنقود ..... 38
- 1.3. معادلة التبادل لفيشر ..... 38
- 2.3. معادلة الأرصدة النقدية (معادلة كمبردج) لمارشال وبيجو ..... 39
- 3.3. مقارنة بين معادلة فيشر ومعادلة كمبردج ..... 40
4. الانتقادات الموجهة للنظرية الكمية للنقود ..... 41

### 54-43 الفصل الرابع: النظرية النقدية الكينزية

1. محددات الطلب الكلي الفعال ..... 44
2. العوامل المحددة للطلب على الاستهلاك ..... 46
3. العوامل التي يتوقف عليها الطلب على الاستثمار ..... 47
- 1.3. الكفاية الحدية لرأس المال ..... 47
- 2.3. العوامل التي يتوقف عليها سعر الفائدة ..... 48
4. الطلب على النقود عند كينز (تفضيل السيولة) ..... 49
- 1.4. دافع المعاملات ..... 49
- 2.4. دافع الاحتياط ..... 49
- 3.4. دافع المضاربة ..... 51
5. دالة الطلب الكلي على النقود (سعر الفائدة التوازني) ..... 53
6. الانتقادات الموجهة للنظرية الكينزية ..... 54

### 60-55 الفصل الخامس: النظرية النقدية المعاصرة

1. فرضيات التحليل النقدي ..... 56
2. النقود في النظرية النقدية المعاصرة ..... 56
- 1.2. عرض النقود ..... 56
- 2.2. الطلب على النقود ..... 56

3. دالة الطلب على النقود عند فريدمان ..... 58

4. تقييم نظرية فريدمان ..... 59

## 70-61 الفصل السادس: السياسة النقدية

1. تعريف السياسة النقدية ..... 62

2. أنواع السياسة النقدية ..... 62

1.2. السياسة النقدية التوسعية ..... 62

2.2. السياسة النقدية الانكماشية ..... 63

3. أهداف السياسة النقدية ..... 63

1.3. الأهداف النهائية للسياسة النقدية ..... 63

2.3. الأهداف الوسيطة للسياسة النقدية ..... 64

4. أدوات السياسة النقدية ..... 65

1.4. الأدوات الكمية للسياسة النقدية (الغير مباشرة، العامة، التقليدية) ..... 65

2.4. الأدوات المباشرة للسياسة النقدية ..... 68

5. عوامل ضعف السياسة النقدية للدول النامية ..... 69

6. شروط نجاح السياسة النقدية ..... 70

## 81-71 الفصل السابع: الأسواق المالية

1. تعريف الأسواق المالية ..... 72

2. وظائف الأسواق المالية وأهميتها ..... 73

3. المتعاملون في الأسواق المالية ..... 74

1.3. الشركات الكبيرة ..... 74

2.3. البنك المركزي ..... 75

3.3. البنوك التجارية ..... 75

4.3. المؤسسات الاقتصادية المختلفة ..... 75

5.3. صناديق الاستثمار ..... 75

6.3. المستثمرون والمضاربون ..... 76

4. أنواع الأسواق المالية ..... 76

79.....	5. الأسواق المالية العالمية
79.....	1.5. سوق العملات الأجنبية
80.....	2.5. الأسواق النقدية العالمية
80.....	3.5. أسواق الأوراق المالية الدولية

## 85-82 الفصل الثامن: السوق النقدية

83.....	1. تعريف السوق النقدية
83.....	2. أدوات السوق النقدية
85.....	3. أنواع السوق النقدية
85.....	1.3. سوق الخصم
85.....	2.3. سوق الودائع تحت الطلب
85.....	3.3. السوق المفتوحة

## الفصل التاسع: سوق رأس المال

87.....	1. تعريف سوق رأس المال
87.....	2. أدوات سوق رأس المال
87.....	1.2. الأسهم
96.....	2.2. السندات
102.....	3. كفاءة سوق رأس المال
102.....	1.3. تعريف سوق رأس المال الكفؤ
103.....	2.3. أنواع كفاءة سوق رأس المال
105.....	3.3. الصيغ المختلفة لكفاءة سوق الأوراق المالية

107.....	قائمة البحوث
----------	--------------

108.....	قائمة المراجع
----------	---------------

## قائمة الجداول

رقم الجدول	العنوان	الصفحة
(01-03)	أوجه التوافق بين معادلة فيشر ومعادلة كمبرج	41

## قائمة الأشكال

رقم الشكل	العنوان	الصفحة
(01-01)	أنواع النقود	18
(02-01)	مثال عن آلية إنشاء نقود الودائع	23
(01-02)	أنواع القاعدة النقدية	28
(01-03)	ارتباط تغير المستوى العام للأسعار بتغير كمية النقود المعروضة	38
(01-04)	العوامل التي يتوقف عليها الطلب الكلي الفعال (نموذج كينز المبسط)	45
(02-04)	منحنى دالة الاستهلاك والادخار	46
(03-04)	حجم الاستثمارات ومنحنى الكفاية الحدية لرأس المال	48
(04-04)	منحنى التفضيل النقدي للمعاملات والاحتياط	50
(05-04)	العلاقة بين سعر الفائدة ودوافع الطلب على النقود للمعاملات والاحتياط	51
(06-04)	منحنى الطلب على النقود لغرض المضاربة	52
(07-04)	توازن سعر الفائدة في نظرية التفضيل النقدي	53
(01-07)	رد فعل سوق رأس المال بعد وصول معلومات مشجعة (ارتفاع الأسعار)	104
(02-07)	رد فعل سوق رأس المال بعد وصول معلومات محبطة (انخفاض الأسعار)	104





﴿وَأَنْزَلَ اللَّهُ عَلَيْكَ الْكِتَابَ وَالْحِكْمَةَ وَعَلَّمَكَ مَا لَمْ تَكُنْ تَعْلَمُ وَكَانَ فَضْلُ اللَّهِ عَلَيْكَ عَظِيمًا﴾ النساء: 113

### صدق الله العظيم

يعتبر مقياس الاقتصاد النقدي وأسواق رأس المال من المواد التعليمية الهامة في ميدان العلوم الاقتصادية، التسيير والعلوم التجارية بشكل عام، وفي حقل العلوم المالية بشكل خاص، نتيجة المواضيع الهامة التي يشملها وذات الصلة المباشرة بموضوع النقود، هذه الأخيرة التي تحظى بأهمية بالغة، نتيجة للدور الحيوي والهام الذي تقوم به في تسيير شؤون الحياة والقيام بالمعاملات اليومية، لاسيما بعد التطور المطرد الذي طرأ على الحياة الاقتصادية والاجتماعية. حيث تعتبر النقود وسيلة أساسية في التبادل التجاري المحلي والدولي وعامل هام في الاقتصاد الوطني وفي التنمية الاقتصادية.

يغطي مقياس الاقتصاد النقدي وأسواق رأس المال جانبين أساسيين، الأول وهو الاقتصاد النقدي ويشمل عددا من المواضيع المرتبطة بالنقد، ولعل أهمها نشأة النقود وتطور أشكالها واستعمالاتها وأهم خصائصها والوظائف التي تقوم بها، ثم الأنظمة النقدية ومختلف أشكال القاعدة النقدية التي عرفتھا الدول. أيضا من المواضيع الهامة في الاقتصاد النقدي نجد الطلب على النقود والنظريات النقدية، وكذا عرض النقود والسياسة النقدية. أما الجانب الثاني فهو يخص الأسواق المالية والتي تعتبر بمنزلة القلب في الجهاز المالي لأنها عنصر مهم من عناصر النظام المالي فيه، ومن الأنواع الشهيرة لها السوق النقدية وسوق رأس المال.

إن الغرض من هذه المطبوعة البيداغوجية الموسومة بـ: "محاضرات في الاقتصاد النقدي وأسواق رأس المال"، هو تمكين الطالب وتلقيه المعارف الأساسية في مجال اقتصاد النقود والأسواق المالية، للاستفادة منها في المجالات الدراسية والبحثية والعملية. ولتحقيق هذا الهدف، احتوت المطبوعة على تسعة فصول توزعت عليها موضوعات هذا المقياس على النحو الموضح في فهرس المحتويات، إلى جانب عدد من المواضيع في نفس المجال يتم التطرق إليها على شكل أوراق بحثية.

في الأخير، أرجو أن أكون قد وفقت في طرح هذه المادة العلمية وما تهدف إليه، على أمل نسخة أخرى منقحة بإذن الله تعالى.

د. حمادة أمينة

جامعة طاهري محمد، بشار (جوان 2021)

## الفصل الأول: نشأة وتطور النقود

### (Evaluation of Money)

بعد الانتهاء من هذا الفصل، يجب أن يكون

الطالب قادراً على معرفة:

1. نشأة النقود
2. تعريف النقود وخصائصها
3. وظائف النقود
4. أنواع النقود

أهداف الفصل

## تمهيد:

تعد النقود أداة اقتصادية واجتماعية مهمة وحيوية يصعب الاستغناء عنها في تسيير شؤون الحياة والقيام بالمعاملات اليومية، لا سيما بعد التطور المطرد والملاحظ الذي طرأ على الحياة الاقتصادية. حيث تعتبر النقود وسيلة أساسية في التبادل التجاري المحلي والدولي وعامل هام في الاقتصاد الوطني وفي التنمية الاقتصادية. وقد شهدت النقود تطورات في أشكالها واستعمالاتها استجابة لتعدد وتنوع حاجات الانسان ورغباته. بناء عليه سيعالج هذا الفصل نشأة وتطور النقود من خلال التطور الذي حصل في أنواعها.

### 1. نشأة النقود:

لم تنشأ النقود دفعة واحدة، بل نشأت وتطورت مع تطور المجتمعات البشرية، حيث مرت النقود بثلاث مراحل أساسية في نشأتها، وهي:

**1.1. مرحلة الاقتصاد الكفائي (Self-Sufficiency Economy):** في البدايات الأولى من التاريخ البشري، كان حجم التجمعات البشرية قليلا، وكانت الحرفة الأولى التي عرفها معظم البشر هي الصيد، والتي كان يسعى الأفراد من خلالها إلى إشباع حاجاتهم الذاتية فقط، لذلك لم تنشأ حاجة حقيقية للمبادلة بين الأفراد.

**2.1. مرحلة الاقتصاد الطبيعي (العيني) أو اقتصاد التبادل:** تدريجيا مع ازدياد حجم التجمعات البشرية وتطورها وظهور التجمعات الزراعية في تلك المرحلة (والتي تعد من أهم الأحداث التاريخية)، تم تقسيم العمل على أساس اجتماعي، بمعنى أن يتخصص البعض في الزراعة، بينما البعض الآخر في تربية الماشية، وكنيجة لهذه الصور الأولية لتقسيم العمل، زادت إنتاجية الأفراد وأصبح المجهود الإنساني، قادرا على تحقيق فائض في الإنتاج يفوق حاجات الاستهلاك الضرورية. وهنا ظهرت الحاجة إلى مبادلة الأفراد لتلك السلع الفائضة عن حاجاتهم مع بعضهم البعض، وبهذا نشأ نظام التبادل، وأول صورة عرفها الانسان من هذا النظام هي المقايضة (حداد و هدلول، 2005، صفحة 15)، واكتسبت المنتجات باعتبارها موضوع المبادلة صفة السلعة (Commodity)، وبالتالي تطور نمط الإنتاج من إنتاج بقصد الاستهلاك الذاتي إلى إنتاج بقصد التبادل المباشر أو المقايضة (Direct exchange or Barter).

**1.2.1. تعريف المقايضة:** هي مبادلة السلع والخدمات بعضها ببعض دون استخدام النقود، وهي كأساس للمقايضة تفترض وجود السوق مكان المقايضة (الحيز الجغرافي الذي يلتقي فيه عارض السلعة وطالبيها)، ووجود الزمان (أن يتواجد عارض السلعة وطالبيها في نفس الوقت)، والسلعة موضوع المقايضة وأن يكون لهذه السلعة مقياس تعبر عن قيمتها من خلاله (الحجار، 2006، صفحة 18).

للمقايضة صورتان، الأولى هي صورة التبادل المباشر حيث يتم التبادل بغرض الاستهلاك النهائي، والصورة الثانية تتمثل في التبادل غير المباشر حيث يتم تبادل سلع معينة ليس بغرض استهلاكها وإنما لمبادلتها فيما بعد بسلع استهلاكية أخرى، وكلما قبل الناس هذه السلعة الوسيطة في التبادل كلما أخذت شكلا من النقود السلعية (بوفاسة، 2018، صفحة 09).

هذا الشكل البسيط من المبادلة، كان يلبي في وقته الحاجات البشرية، بسبب بساطتها وعدم تنوعها، واقتصار مهارات الأفراد على أساسيات معينة، كما كانت الرغبات الإنسانية لا تتجاوز الحاجات الأساسية للإنسان؛ وهذه الحاجات لم تتطلب آنذاك تعقد في حجم أو شكل المبادلات الاقتصادية بين الأفراد، بل أن بدائية وسائل الاتصال (اللغة، الإشارة، الكتابة) سهل من قبول الأفراد لمبادلة السلع ودون اعتبار لخسارة طرف وريح الآخر. لكن مع تطور هذه المجتمعات وتطور أساليب الاتصال وتنوع المعاملات التجارية وظهور حاجات جديدة للأفراد وتطور مهاراتهم وخبراتهم بشكل سمح بإيجاد سلع وخدمات جديدة، وتعدد السكان وعدم كفاية بعض الموارد الأولية للأفراد... كل ذلك كان سببا في قصور نظام المقايضة عن مواكبة هذه التطورات، مما أدى إلى انهيار هذا النظام (حداد و هدلول، 2005، صفحة 16) ونشوء النقود.

### 2.2.1. صعوبات المقايضة: يمكن إجمال أسباب انهيار (عيوب) نظام المقايضة في الآتي:

أ. صعوبة تحقيق التوافق المزدوج بين رغبات المتعاملين: تتمثل أولى أوجه هذه المشكلة في صعوبة التوافق في المكان، حيث يحتاج أطراف العلاقة التبادلية إلى البحث عن بعضهم البعض في أماكن مختلفة، ويتمثل الوجه الثاني في صعوبة توافق الرغبة حول طبيعة السلع المراد تبادلها، حيث إذا احتاج أحد طرفي العلاقة إلى سلعة معينة ينبغي عليه أن يجد الطرف الآخر الذي يملكها ويحتاج في الوقت ذاته إلى سلعته. ويعكس الوجه الثالث للمشكلة صعوبة توافق إرادة طرفي التبادل أيضا حول الكميات المرغوبة من طرفهما، وتزايد صعوبة حدوث مثل هذا التوافق في حالة السلع غير القابلة للتجزئة. أما الوجه الرابع فهو صعوبة التوافق في الزمن، حيث أن لحظة الرغبة في التبادل لدى أحد الأطراف تصطدم بعدم تزامنها مع لحظة التبادل لدى الأطراف الأخرى، وهي نتيجة مباشرة لعدم وجود إمكانية تأجيل الشراء.

يترتب على هذه المصاعب كلها حدوث آثار عميقة في مقدمتها عدم استغلال الفرص المتاحة زمنيا وتضييع جهد وتكلفة كبيرين في البحث، وقد كان ذلك من بين العوامل التي كانت تكبح التطور الاقتصادي للمجتمعات التي عايشة هذه الأوضاع (لطرش، 2015، صفحة 14).

ب. عدم وجود وحدة قياسية لتحديد أسعار السلع والخدمات، فقد كان ضروريا، في ظل المقايضة، التعبير عن سعر كل سلعة مقارنة بجميع السلع الأخرى، مما نتج عنه عدد كبير جدا من نسب التبادل. فإذا كان عدد

السلع في اقتصاد ما يبلغ مائة سلعة مثلاً، فإن لكل سلعة (99) نسبة تبادل أو سعر مقايضة مع السلع الأخرى، ويمكن التعبير عن العدد الكلي لنسب المبادلة بالمعادلة التالية:

$$BR = N(N-1)/2$$

حيث: BR: العدد الكلي للأسعار أو نسب التبادل.

N: عدد السلع المتبادلة.

(N-1): عدد نسب التبادل لكل سلعة، ويقسم البسط على (2) لأن نسبة التبادل لأي سلعة (A) يمكن أن تستخدم للسلعة الأخرى (B) أي نسبة التبادل (A/B) يمكن أن تستخدم للسلعتين. وبتطبيق المعادلة على (100) سلعة سنحصل على العدد التالي من الأسعار:

$$BR = 100(100-1)/2 = 4950 = \text{العدد الكلي لنسب المبادلة}$$

يتضح مما سبق صعوبة سيطرة المتعاملين على المعلومات المطلوبة عن السلع والأسعار المختلفة كي يمكنهم القيام بعمليات المبادلة بصورة فورية. أم إذا استعملت النقود فإن عدد الأسعار يتساوى مع عدد السلع أي مائة سعر فقط في المثال السابق (السيد علي و سعد الدين العيسى، 2004، صفحة 33).

ج. عدم قابلية بعض السلع للتجزئة: حيث أن بعض السلع غير قابلة للانقسام إلى وحدات أصغر، وإذا تم ذلك فستفقد هذه الوحدات جزءاً كبيراً من قيمتها، وهنا يجبر صاحب السلعة على البحث عن سلع قيمتها مساوية لقيمة سلعته، وقد يجد سلعة ما ولكن لا يحتاجها...أو ربما لا يرغب صاحبها بمبادلتها (حداد و هدلول، 2005، صفحة 17).

د. عدم وجود وسيلة لاختزان قيمة السلع (صعوبة تخزين السلع): منذ القديم عرف الإنسان التخزين والاحتياط والادخار للمستقبل، وبما أن الإنسان كان يعيش في نظام المقايضة وفي ظل غياب النقود فإنه كان يلجأ إلى السلع لتخزينها عندما يبقى له جزء من السلع بعد المقايضة، وهذا المخزون السلعي يتطلب عناية كبيرة ويحتاج إلى مساحة واسعة وإلى حراسة، وفي هذا تكلفة باهظة الثمن من جهة، وضعف إمكانيات التخزين آنذاك من جهة أخرى، وهو ما يجعل قيم السلع تتدهور، ولا تحتفظ بقيمتها الأولى، وقد تتعرض السلعة للمخاطر التالية (مفتاح، 2005، صفحة 18):

- قد تتعرض هذه السلعة وخاصة تلك الزراعية منها والتي كانت تمثل الغالبية في نظام المقايضة للتلف أو العطب أو النقص في قيمتها.
- يتكلف الشخص في تخزين هذه السلعة كثيراً من الوقت الذي يحتاج فيه إلى استهلاكها أو مبادلتها بغيرها من السلع.

- قد يكون من الصعب إخراج السلعة من المخازن وتحويلها من حالتها التي كانت مخزونة بها إلى حالة تكون فيها صالحة للمقايضة عندما يريد مبادلة هذه السلعة بغيرها من السلع التي يحتاج إليها.

هـ. صعوبة إيجاد وسيلة للمدفوعات الآجلة: تكون أداة المدفوعات الآجلة في نظام المقايضة هي السلع، وبما أن هناك صعوبة في تخزينها والحفاظ على قيمتها، فإن وسيلة الدفع في المعاملات الآجلة عندما تعتمد على السلع تكون تلك السلعة عرضة للمخاطر كانهخفاض أو ارتفاع قيمتها في عمليات المقايضة مما يجعل أحد الطرفين يتحمل الخسارة عند الوفاء بالدين (مفتاح، 2005، صفحة 18).

و. الخلاف حول كيفية تقويم السلع والخدمات: لنفرض أن التوافق بين الرغبات قد تم، فما هي الكمية التي يمكن التخلي عنها من السلعة أ، مقابل الكمية من السلعة ب، وكيف يتم قياس السلع موضوع المقايضة، ومع تعدد السلع وتنوعها لابد أن تتعدد الأمور بما يثير كثيرا من المشاكل حول قياس هذه القيم.

دفعت الصعوبات التي واجهت اقتصاد المبادلة إلى إيجاد بديل يشترط فيه التقليل من سلبات المقايضة أو على الأقل تقديم إيجابيات تفوق إيجابيات النظام السابق، فتم الانتقال من اقتصاد المبادلة إلى اقتصاد النقود.

### 3.1. مرحلة الاقتصاد السلعي-النقدي:

إن العيوب التي عرفها نظام المقايضة، كانت سببا رئيسيا في بحث الأفراد عن نظام جديد يسهل عملية المبادلات الاقتصادية بشكل عادل، ويرضي جميع الأطراف ويتلافى عيوب نظام المقايضة.

وفي بحثه الدؤوب، مع ما رافقه من رغبة شديدة في إجراء المزيد من المعاملات الاقتصادية، اهتدى الإنسان إلى أول معيار بدائي (Primitive Standard) للقيمة وهو الحجم (Size)، حيث أجريت عملية مبادلة السلع آنذاك اعتمادا على حجمها، ثم ظهرت وبعد مزيد من التطور والاستخدام بعض السلع المعروفة كوسيط للمبادلة بين الأفراد. واختلفت السلع المستخدمة تبعا لاختلاف أماكن تواجد المجتمعات البدائية والمناخ السائد والتطور الزراعي والاقتصادي (حداد و هدلول، 2005، صفحة 18). ويذكر أن استخدام النقود السلعية يرجع إلى 400 سنة قبل الميلاد (خليل، 2012، صفحة 22).

فمثلا استخدمت الأصداغ كوسيط للمبادلة في المجتمعات التي عاشت بالقرب من شواطئ البحار، بينما تلك المتواجدة في المناطق الباردة فقد استخدمت الفراء والجلود كوسيط، واستخدم العرب الجمل كأداة مبادلة، واستخدم الشعير في الدولة البابلية.

أما في جزيرة (YEP)؛ وهي إحدى الجزر القريبة من السواحل الشرقية للفلبين، فقد استخدمت حجارة ضخمة مستديرة، رغم أنها تنقل، واستخدمت شعوب إفريقيا الخرز والمحار والأصداغ الصفراء كوسيط للمبادلة.

ويلاحظ في معظم السلع التي استخدمت كوسيط للمبادلة، أنها كانت من السلع عامة الاستهلاك كالحبوب والمواشي وغيرها.

مع اكتشاف الانسان للمعادن وتطويرها (كالحديد، البرونز والنحاس)، بدأت النقود تدخل عصرا جديدا هو عصر النقود المعدنية (Metallic Money)، حيث قام الانسان باستخدامها كوسيط للتبادل بدل السلع السابقة، وحددت هذه المعادن شكل الاقتصاد السائد، بل أخذت في معظمها شكلا واحدا فقط.

وكانت أول المعادن استخداما كنقود الجديد والنحاس ثم تلاها البرونز والزنك فالفضة وأخير الذهب. ورد ذكر النقود الذهبية في قصائد الشاعر الإغريقي هوميروس (Homeric) في القرن الثامن قبل الميلاد، وكان يطلق على تلك النقود مسمى (Talent) وهي تساوي (130) حبة من الوزن الترويسي، وهذه النقود الذهبية هي أول نقود تعرف بالوزن.

على أن أول استخدام للنقود المعدنية بشكل واسع قد ظهر في القرن السادس قبل الميلاد، حيث يجمع علماء النميات (Numismatics)؛ وهو علم دراسة النقود القديمة التي بطل تداولها، على أن الليديين بآسيا الصغرى، هم أول من اخترع العملة المعدنية في عهد كريسوس (قارون) الذي حكم هذه البلاد في الفترة من 546-561 ق.م (حداد و هدلول، 2005، صفحة 19).

لابد من الإشارة أن المسلمين العرب استمروا في التعامل بالنقود البيزنطية بعد الفتوحات الإسلامية (شرق الإمبراطورية الرومانية) التي عاصمتها بيزنطة أو إسطنبول (حاليا)، وكذا بالنقود الفارسية في بلد الفرس المفتوحة، حيث كانت عملة بيزنطة هي (الذهب) وعملة الفرس هي (الفضة)، وتم إيجاد معدل تبادل آنذاك على أساس (1دينار ذهب = 10دينار فضة)، ويعتبر الخليفة الأموي عبد الملك بن مروان أول من سك النقود العربية، حيث سك الدينار الذهبي عام 74 هـ (693م)، ثم الدينار الفضي في العام الموالي على يد والي العراق آنذاك (الحجاج بن يوسف الثقفي) (خليل، 2012، صفحة 24).

تفوقت النقود المعدنية على السلع التي استخدمت كوسيط للمبادلة، وبقيت مستخدمة وبشكل واسع في جميع أنحاء العالم حتى بدايات القرن العشرين وتحديدًا بانتهاء قاعدة الذهب عام 1931 وسيادة النقود الورقية (سنتطرق لها لاحقا -ضمن أنواع النقود) (حداد و هدلول، 2005، صفحة 19).

بعد تعرضنا لنشأة النقود، نحن بحاجة إلى تعريفها، فما هي النقود؟

## 2. تعريف النقود وخصائصها:

### 1.2. تعريف النقود:

لم يتفق الاقتصاديون على تعريف موحد للنقود، بل اختلفت تعريفاتهم باختلاف نظرتهم للنقود ووظائفها ودورها في الحياة وفي النشاط الاقتصادي.

يرى بينو (R. Penau) أن النقود هي: "مجموع وسائل الدفع المستعملة لإتمام كل المدفوعات على كامل الإقليم". أما الاقتصادي روبرتسون (D.H. Robertson) فيعرف النقود على أنها: "كل ما يقبل عموماً في الدفع مقابل السلع أو في الإبراء من جميع التزامات الأعمال".

في حين ذكر الاقتصادي هنري غيتون (Henri Guitton) في كتابه النقود (La monnaie) "أن النقود هي أساساً أداة أو وسيلة تعطي في النهاية لحائزها بالمعنى الاقتصادي قوة شرائية وبالمعنى القانوني وسيلة تحرير ووسيلة تصفية أو تسديد الديون" (مفتاح، 2005، صفحة 29).

وقد عرف (Walke) النقود في عبارته الشهيرة "النقود هي أي شيء تفعله النقود" (Money is what money dose).

عرف (Steiner, Shapiro and Solomon) النقود بأنها: "شيء ثابت لا تتغير قيمته كوحدة للحساب ويكون مقبولا من المجتمع كأداة لتسديد المدفوعات والديون والحصول على السلع والخدمات".

الاقتصادي كينز (Keynes) عرف النقود على أنها: "كل شيء يستخدم لتسوية المدفوعات باعتباره ذو قبول عام كوسيط للمبادلة ويستخدم لحفظ القوة الشرائية" (حداد و هدلول، 2005، صفحة 20).

يمكن القول أن معظم التعريفات السابقة وإن اختلفت، إلا أنها ركزت على وظيفتين رئيسيتين للنقود، وهما وسيط للمبادلة ووحدة حساب لتسوية المدفوعات وإبراء الديون.

من التعاريف السابقة يمكننا تقديم تعريف شامل للنقود كالتالي:

"النقود وسيلة قانونية موصوفة وشائعة ومقبولة للجميع قبولاً عاماً، وتمثل التزاماً على الجهة التي أصدرتها لاستخدامها كوسيط للمبادلة ومقياس للقيمة وخبزها وإبراء الذمة وتسوية الديون والوفاء بالالتزامات العاجلة والأجل" (سامي الحلاق و محمود العجلوني، 2010، صفحة 33).

### 2.2. النقود وشبه النقود (Money and Near Money):

يفضل عدد من الاقتصاديين أن يمتد تعريف النقود ليشمل أشياء أخرى لها درجة عالية من السيولة، والتي تستخدم على نطاق واسع وتعتبر كمخزن للقيمة، فبعض الاقتصاديين يفضل أن يدخل ضمن النقود الودائع لأجل أو الودائع الادخارية والمستحقات لدى الدائنين، ولكن هذه الأشياء لا تلقى قبولاً عاماً في المدفوعات (العصار



و الحلبي، 2010، صفحة 15)، لذا يطلق عليها أشباه النقود، حيث تعرف هذه الأخيرة على أنها: "هي أصول تتميز بسيولة عالية جدا، كأذونات الخزينة مثلا حيث يمكن تحويلها إلى نقد خلال فترة زمنية قصيرة ودون خسائر تذكر، وهي أصول ليست سائلة كاملة كالنقود، لذلك يطلق عليها شبه النقود أو مشتقات النقود (Substitute of money)" (حداد و هدلول، 2005، صفحة 21).

### 3.2. خصائص النقود:

تنوعت خصائص النقود، بتنوع وظائفها الحيادية والديناميكية، وبعد أن كانت هذه الخصائص تشتق من الوظائف الحيادية للنقود في الأدبيات الاقتصادية المبكرة، انتقلت وتركز على الوظائف الديناميكية بالدرجة الأولى، ويعود هذا الانتقال إلى إدراك أهمية النقود ودورها في التأثير على مجمل الحياة الاقتصادية في المجتمع، ويمكن القول أن المرونة الكمية (Quantitative flexibility)؛ وهي قدرة السلطات النقدية على زيادة عرض النقد أو التقليل منه استجابة لمتغيرات النشاط الاقتصادي في المجتمع، هي أهم خاصية للنقود، متعلقة بالوظيفة الديناميكية، ذلك أنها تعتبر مفتاح الأدوات النقدية التي تستخدمها السلطات النقدية لإحداث الأثر المطلوب في الاقتصاد (حداد و هدلول، 2005، صفحة 31).

بالإضافة لهذه الخاصية، يشترط في النقود حتى تلعب وظائفها خصائص أخرى، وهي:

1.3.2. القبول العام من قبل أفراد المجتمع كوسيلة تقييم وأداة لتبادل السلع والخدمات. لذا فإن الحقيقة الأساسية التي تضيف على شيء ما صفة النقود هي مدى قبول الأفراد لهذا الشيء مقابل قيمة معينة لسلعة أو خدمة. وقد يرجع هذا القبول إلى أسباب ترتبط بالعرف السائد في المجتمع كما هو متفق عليه في المجتمعات البدائية التي تفتقر لسلطة مركزية أو حكومة، أو أنها ترتبط بالمادة التي تصنع منها النقود مما يجعلها تقبل قبولا عاما، أو أنها ترتبط بقوة القانون الذي تصدره الحكومة وتفرض بموجبه استخدام النقود (السيد علي و سعد الدين العيسى، 2004، صفحة 29).

2.3.2. الدوام والثبات النسبي في القيمة: عدم ثبات قيمة النقد عبر الزمن يفقد ثقة الغير فيه، ويحدث اضطرابات في المعاملات، ولذلك يجب أن يكون ثابتا نسبيا. وأن ضمان الدولة لدوام هذا النقد لا يكفي إذا انهارت قيمته مثلا، لأنها تؤثر في قيمة الأصول والمبالغ المقرضة للغير لانخفاض القوة الشرائية لها (خليل، 2012، صفحة 35).

3.3.2. ألا تتسم بالوفرة ولا الندرة (Abundance): بمعنى أن يتسم عرضها بالكفاية والملائمة مع حجم التبادلات واحتياجات الاقتصاد الوطني، ذلك أن زيادة كمية النقود عن حد معين سيؤدي إلى انخفاض قيمتها، كما أن تقليل عرضها عن حد معين، قد لا يواكب متطلبات الزيادة في حجم النمو الاقتصادي.

- 4.3.2. التجانس (Homogeneity): أي أن تكون كل وحدة نقدية متماثلة مع الوحدات النقدية الأخرى من نفس الفئة، ما يعني عدم وجود فروق في النوعية أو في قوة الإبراء الذي تمنحه وحدات نفس الفئة.
- 5.3.2. قابلية التجزئة (Divisibility): ويعني ذلك إمكانية تجزئة النقود إلى فئات أصغر، دون أن يؤدي ذلك إلى فقدان قوتها الشرائية، وذلك لتسهيل عملية التبادل التجاري بين الأفراد.
- 6.3.2. دوام البقاء (Durability and Ease to replacement): ويقصد بذلك بقاء النقود لأطول فترة ممكنة دون تلف، مع احتفاظها بقوتها الشرائية دون أن تتأثر أو كأداة ادخار أيضا (حداد و هدلول، 2005، صفحة 33).
- 7.3.2. إمكانية إدراكها ومعرفتها (Cognoscibility): بحيث يمكن معرفتها بسهولة إذا كانت ستؤدي وظيفتها كوسيط للمبادلة، وقد ساعد على ذلك سعي الانسان للتفرد والتميز، فقام بصك العملة المعدنية، وطباعة العملة الورقية بأشكال معينة، لإثبات سلطته وتفردته عن غيره مما خدم هذا الهدف.
- 8.3.2. سهولة الحمل والتبديل (Portability): بحيث يكون وزن وحجم ما يتخذ نقد قليل، حتى يسهل حمله، وهذا يعني أن النقود ذات قيمة مرتفعة قياسا إلى حجمها الصغير.
- 9.3.2. الأمان من التزييف (Safety from Falsification): ذلك أن المطلوب في النقود، هو درجة النقدية فيها (Moneyness) أي مقدار ما تملكه سلعة معينة من خصائص النقود. فإذا كان بالإمكان نقل هذه الخاصية بسهولة إلى أي سلعة أخرى، سيؤدي ذلك إلى تدمير قيمة السلعة النقدية الحقيقية، ويترتب على ذلك آثار بالغة الخطورة على الاقتصاد.
- 10.3.2. أن تكون اقتصادية (Economical): بمعنى ألا يكبد التعامل بها، المجتمع نفقات باهظة من طباعة أو صك أو تخزين أو نقل... وغيرها.

### 3. وظائف النقود (Functions of Money):

يمكن تصنيف وظائف النقود في نوعين أساسيين:

#### 1.3. الوظائف التقليدية للنقود، وهي:

- 1.1.3. النقود وسيط مبادل (Medium of Exchange): وتعني هذه الوظيفة، أن السلع والخدمات لم تعد تتم مبادلتها من مقابل سلع وخدمات أخرى، بل في مقابل أداة عامة، تحظى بقبول عام من جميع الأفراد هي النقود، وهي بذلك، تعطي لحاملها مجالا واسعا للاختيار، وتمكنه من شراء أو بيع أية سلعة أو خدمة يريدها في الزمان والمكان الذي يرغبه. إن وظيفة النقود كوسيط للتبادل، يتمخض عنها وظيفة أخرى ترتبط بها، وهي أداة للدفع ووسيلة لتسديد الالتزامات كدفع الحقوق لأصحابها، وتسديد الضرائب إلى خزينة الدولة (حسين الوادي، محمد سمحان، و أحمد سمحان، 2010، صفحة 24).

**2.1.3. النقود مقياس للقيمة (Measure of value, Unit of account):** إن الوظيفة الثانية للنقود هي أن النقود توفر وحدة حساب، بمعنى أنها تستعمل لقياس القيمة في الاقتصاد الوطني. فنحن نقيس قيمة السلع والخدمات بصيغة النقود بالضبط مثلما نقيس الوزن بصيغة الكيلوغرام أو المسافة بصيغة الميل أو الكيلومتر. نستطيع أن نرى أن استعمال النقود بوصفها وحدة حساب يقلل تكاليف المعاملة في الاقتصاد من خلال عدد الأسعار التي يجب أن تأخذها بنظر الاعتبار. إن منافع هذه الوظيفة للنقود تنمو مع نمو الاقتصاد الوطني ويصبح أكثر تعقيدا (صالح القريشي، 2009، صفحة 18). فوجود 100 سلعة مثلا في سوق معين كما رأينا في المثال السابق يؤدي إلى وجود 4950 قيمة تبادلية، ومنه فإن استخدام النقود يقلص هذا العدد إلى 100 سعر، حيث يوضع سعر نقدي لكل سلعة، وفي هذه الحالة ترد قيم جميع السلع لوحدة قياس واحدة، كما أن استخدام النقود كوحدة قياس سهل من عملية إعداد القوائم الحسابية والقيود الحسابية ومقارنة الحسابات.

**3.1.3. النقود وسيلة لخزن القيمة (Store of Value):** إن النقود أيضا تقوم بوظيفة مخزن للقيمة، إنها مخزن (a repository)، للقوة الشرائية عبر الزمن. إن مخزن القيمة يستعمل لادخار القوة الشرائية (Purchasing power) من وقت استلام الدخل إلى الزمن الذي ينفق فيه الدخل. إن هذه الوظيفة مفيدة لأن معظمنا لا يريد أن ينفق دخله فورا في وقت استلامه وإنما يفضل أن ينتظر حتى يكون وقت الرغبة في التسوق.

إن النقود ليست الوحيدة التي تخزن القيمة، إذ أن أي أصل من الأصول أو الأسهم أو السندات أو الأرض أو المنازل أو اللوحات الفنية أو المصاغات الذهبية والفضية... الخ، كلها تستطيع أن تخزن الثروة. والعديد من هذه الأصول لها ميزات على النقود بوصفها وسيلة خزن القيمة. أنها غالبا تدفع للمالك فائدة أكبر من الفائدة على النقود. ولكن إذا كانت هذه الأصول أو الأرصدة (Assets) مرغوبة أكثر بوصفها مخزن للقيمة من النقود فلماذا يحرص الناس على الاحتفاظ بالنقود (Hold Money)؟ إن الجواب على هذا السؤال يتعلق بمفهوم اقتصادي مهم هو السيولة (Liquidity)، وهي تعني السهولة والسرعة النسبية التي يمكن أن يتحول بها الرصيد إلى واسطة للتبادل. أن السيولة مرغوبة على نحو كبير. أن النقود هي الأكثر سيولة من بين الأرصدة كلها لأنها وسيلة التبادل، وهي لا تحتاج إلى أن تحول إلى أي شيء آخر من أجل الشراء. إذ أن بقية الأرصدة تتضمن تكاليف معاملة (Transaction Costs) عندما تحول إلى نقود. مثلا عندما تباع بيتك فعليك أن تدفع أجرة لبائع العقارات (نسبة مئوية من إجمالي مبلغ البيع).

إن جودة النقود بوصفها مخزن للقيمة تعتمد على مستوى السعر (Price Level) لأن قيمتها مثبتة بصيغة مستوى السعر. إذ أن مضاعفة كل الأسعار على سبيل المثال تعني أن قيمة النقود قد انخفضت (has dropped) إلى النصف (صالح القريشي، 2009، صفحة 19).

4.1.3. النقود كوسيلة للمدفوعات المؤجلة (Standard of Deferred Payments): بمجرد أن تصبح النقود مقياساً للقيمة ووسيطاً للتبادل، فإنه لا يمكن تجنب أن تصبح وسيلة للمدفوعات المؤجلة أو الدفع في المستقبل. فالنظام الاقتصادي الحديث يتطلب وجود قدر كبير من العقود التي يكون فيها الدفع مستقبلياً، ومعظمها عقود لدفع أقساط وديون يحدد فيها الدفع في المستقبل بعدد من الوحدات النقدية. هذا وتعتبر النقود وسيلة جيدة للدفع المؤجل طالما بقيت تحتفظ بقوتها الشرائية والخاصة بها (العصار و الحلبي، 2010، صفحة 25).

### 2.3. وظائف ديناميكية للنقود (وظائف ذات الطابع الاقتصادي العام وطنياً ودولياً)

إلى جانب الوظائف التقليدية المذكورة سابقاً (لا يقصد بها المدرسة الكلاسيكية)، نضيف جملة من الوظائف ذات طابع اقتصادي (وطني ودولي).

1.2.3. النقود كعامل من عوامل الإنتاج وعنصر مهم في التبادل والتوزيع (وظيفة ذات طابع اقتصادي): يعتبر النقد عامل محدد للاستهلاك وعامل من عوامل الإنتاج ممثل في رأس المال، ولذلك يقال أن النقد أداة للاستهلاك ووسيلة للإنتاج (وسيلة غير مباشرة)، هذا إضافة لدورها في التبادل وأهميتها في التوزيع (مدى عدالة توزيع الدخل).

أ. النقد ضروري للفرد والمؤسسات (الإنتاج والاستهلاك): لا بد من التأكيد على دور النقود كعامل من عوامل الإنتاج، فهي تمنح القوة الشرائية للفرد للحصول على حاجاته ولتسديد التزاماته، كما تمنح أيضاً للمؤسسات هامش أمان وضمان استثمارية نشاطها الإنتاجي (خليل، 2012، صفحة 70)، ولا تنفرد النقود وحدها بهذه الوظيفة بل تنافسها فيها أصول أخرى سواء كانت أصول طبيعية كالأراضي والعقارات، أو أصول بشرية كالعمل المنظم.

ب. النقد يمنح الخيار لمستخدمه: النقود في شكلها السائل تمنح صاحبها القدرة على اختيار المكان والزمان لإنفاقها، والقدرة على اختيار السلعة المناسبة أو الخدمة المعينة أو المجال المرغوب، وذلك لما تحمله من قوة شرائية وقبول عام لدى الناس، وهذا لن يحصل فيما لو لم تكن النقود موجودة وتتم المبادلات بصورة عينية. لكن بالرغم من هذه الميزة التي توفرها النقود فإننا نسجل سلبية تتمثل في سوء توزيع الدخل بين طبقات المجتمع الرأسمالي، حيث يحوز الرأسماليون على النصيب الأكبر من النقود، بينما العمال الأجراء يحوزون على النصيب الأقل منها، وذلك من خلال عملية ترجمة وحدات السلع والخدمات بوحدات نقدية، وهي أحد أسباب سوء توزيع الدخل بين الأفراد (بوفاسة، 2018، صفحة 31).

ج. النقد ضروري للدولة (الإيرادات والنفقات): تتدخل الدولة عن طريق النقود في تحقيق منافع عامة (موازنة الدولة)، عن طريق القيام بالخدمات ومنح إعانات للإنتاج وتحويلات للأفراد (خليل، 2012، صفحة 69).

2.2.3. النقد محور السياسة النقدية: تقوم الدولة بضبط العلاقة التوازنية بين التدفقات النقدية والسلعية (الحقيقية)، وتعطي قوة الإبراء والإلزام القانونية للفرد والمؤسسة. وفي حالة اللاتوازن يتدخل البنك المركزي لممارسة صلاحياته بتطبيق سياسة نقدية ملائمة لإعادة التوازن (خليل، 2012، صفحة 70).

3.2.3. النقد ذو بعد دولي: تتوسع النقود لتأخذ بعدا دوليا، يتجسد من خلال ما يلي (خليل، 2012، صفحة 70):

- أ. النقود عنصر تكامل بين الدول ووسيلة تبادل وتعاون دول، ولذلك قامت بعض الدول بتوحيد عملتها في إطار إقليمي (أوروبا) أو على الأقل ربط عملتها بمعدلات صرف ثابتة بغرض استقرار العملة.
- ب. النقود أداة سيطرة: ويتضح ذلك من خلال شروط المؤسسات النقدية الدولية في منح القروض للدول، وكذلك عوامة رأس المال الأجنبي عن طريق الاستثمار الأجنبي المباشر، وانعكاساته في نقل القيمة المضافة للبلدان الأم، وهذا يؤدي بالتأكيد إلى آثار سلبية على البلد المضيف (اقتصادية، اجتماعية وسياسية).
- ج. المضاربة في البورصة الدولية لا بقصد الاستثمار بل لتحقيق أرباح، وهذا يمكن أن يؤدي إلى أزمات مثل أزمة (1929-1933)، وفي النهاية تؤدي هذه الأعمال إلى السيطرة على الاقتصاد العالمي.

#### 4. أنواع النقود (Kinds of money):

عرفت النقود أشكالا عديدة نلخصها فيما الشكل الموالي:

الشكل رقم (01-01): أنواع النقود



المصدر: من إعداد المؤلفة

**1.4. النقود السلعية (Commodity money):** تعد النقود السلعية أول أنواع النقود التي عرفتها البشرية، حيث لجأ إليها الناس للتخلص من مشاكل المقايضة وصعوباتها المختلفة. وقد تداولت المجتمعات الإنسانية في مراحلها الأولى أشكالاً مختلفة منها، مثل الماشية، الجلود، الفراء، العاج، القمح اللين، الشاي، السكر والملح... الخ، وذلك حسب طبيعة المجتمع (بدوي، زراعي، تجاري...). وتشير المصادر التاريخية إلى أن الإغريق قد استخدموا الماشية، بينما استخدم الهنود الحمر التبغ، واستخدم الصينيون السكاكين واستخدم الفراعنة القمح (سامي الحلاق و محمود العجلوني، 2010، صفحة 22). ويتكون الطلب على النقود السلعية من شقين:

- طلب أصلي ينبع من صلاحية السلعة المستعملة كنقود لإشباع الحاجة بصفة مباشرة.
  - طلب مشتق لاستعمالها كنقود، أي في الوفاء بالالتزامات.
- بالنظر في هذا النوع من أنواع النقود، لابد من ذكر بعض المشاكل التي واجهت هذا النظام، ومنها (البكري و صافي، 2010، صفحة 19):

- ارتفاع نفقات النقل والتخزين وشروط خاصة مثل التهوية والحرارة.
- عدم إمكانية تجزئة النقود السلعية لتحقيق المبادلة في المعاملات الاقتصادية البسيطة.
- تعرض بعض أنواع السلع إلى التلف والفساد.

**2.4. النقود المعدنية (Metallic money):** نتيجة للصعوبات التي واجهت المجتمعات في استخدام النقود السلعية، ونتيجة للتطور المطرد في استخدام الأدوات والمعدات، فقد انتشر استخدام المعادن كنقود. وقد تطور حال البشرية من استخدام المعادن الرخيصة مثل النحاس والبرونز، إلى تفضيل استخدام المعادن النفيسة كالذهب والفضة. وقد ظهر الذهب والفضة كبديل عن النقود السلعية لما لهما من خصائص مميزة وقدرة فائقة على القيام بوظائف النقود (سامي الحلاق و محمود العجلوني، 2010، صفحة 23).

- يعزى استعمال الذهب والفضة كنقود دون غيرهما للأسباب الآتية:
- عدم القابلية للتلف، مما يجعلها أقدر على غيرها من أداء وظيفة النقود كمخزن للقيمة.
  - الندرة النسبية، ما يعني ارتفاع قيمتها وسهولة نقلها، وبالتالي تفضيل استخدامها في المبادلات وكأداة لاختزان القيم.
  - الثبات النسبي في القيمة بالمقارنة مع غيرها من السلع نظراً لضآلة الإنتاج منها مما يؤهلها كقاعدة للمدفوعات المؤجلة ومخزن للقيم.
  - التماثل التام في جوهر المعادن النفيسة، مما يمكن من قياس عيارها، أي درجة نقائها، وبالتالي يمكن تشكيلها في صورة وحدات نقدية معيارية، (سبائك، مسكوكات) تستخدم كمقياس للقيمة.



- القابلية للتجزئة إلى أجزاء متماثلة يتناسب حجمها مع القيم المختلفة لعمليات التبادل.
- تستخدم أيضاً المعادن النفيسة كالذهب لأغراض أخرى كالزينة والصناعة الأمر الذي يؤدي إلى ارتفاع القوة الشرائية للذهب نتيجة إضافة الطلب الأصلي إلى الطلب النقدي.
- أدى تطور المجتمعات إلى اعتياد الأفراد على إيداع ما لديهم من معادن نفيسة في خزائن الصاغة وتداول ما يقابلها من صكوك فيما بينهم.

تشتمل النقود المعدنية على نوعين:

1.2.4. النقود المعدنية الرئيسية والتي يفرض القانون على الأفراد قبولها في التعامل مهما كبرت الكميات المتعامل بها، وهي تتصف بقوة إبراء غير محدودة.

2.2.4. النقود المعدنية المساعدة وهي تمثل أجزاء العملة الرئيسية وتستعمل في المبادلات الصغيرة كالنقود المعدنية من فئة القروش، ويتم سك هذه النقود من معادن غير نفيسة كالنيكل أو البرونز والنحاس والألمنيوم، تتسم هذه النقود بقوة إبراء محدودة، ممكن للدائن ألا يقبلها إذا تجاوزت مبلغ معين، كما أن النقود المساعدة تحتوي على معدن تقل قيمته السلعية عن قيمته الاسمية كنقد.

3.4. النقود الورقية (Fiduciary money): لم يكن استعمال الورق النقدي كأداة لسداد الديون حادثاً منفصلاً عن مرحلة النقود المعدنية، فقد كان الصرافون الرومان يصدرن ايصالات تمثل النقد المعدني المودع لديهم، وكان يتم تداولها من شخص إلى آخر، وكان الصينيون يستعملون أوراقاً نقدية تحمل طابع الدولة، وكان الجهابذة العرب يصدرن صكوكاً وسفاتج تستعمل كوسائل دفع تظهر ما يقدم لهم أو سداداً لما في ذمتهم من نقود، ولكن هذه الوثائق التي تشير إلى المعدنين (الذهب والفضة) كانت تعبر عن ملكية الذهب والفضة لحامل الوثيقة.

يمكن القول أن النقد الورقي يعود للقرن السابع عشر ميلادي، حينما كان يعهد الأفراد بما لديهم من عملات معدنية أو سبائك نفيسة إلى التجار والصاغة والصارفة ليحتفظوا بها لهم في أماكن آمنة ويتلقون مقابل ذلك عمولة الحراسة، وكان هؤلاء التجار والصاغة والصارفة يقومون بتحرير شهادات ورقية لصالح المودعين تثبت حقهم في ودائعهم ورجوعها إليهم متى أرادوا ذلك، وكانت هذه الشهادات في بداية الأمر اسمية أي باسم صاحب الوديعة، فإذا أراد هذا الأخير القيام بعملية شراء سلعة أو تسديد دين، فإنه يسترد وديعته مقابل تقديم شهادة الإيداع، فيستلم الذهب ويسلمه للبائع أو للدائن، أما البائع كان إذا تلقى الذهب ثمناً لسلعته فإنه يتقدم إلى أحد مؤسسات الإيداع المكونة من التجار والصاغة والصارفة ليحتفظ بهذا الذهب مقابل تلقيه شهادة ورقية تثبت حقه في ملكية الذهب.

مع انتشار تداول شهادات الايداع بدأ التخلي عن حمل الذهب، وإنما استعمال التظهير أي التصديق على ظهر الشهادة كوسيلة لنقل ملكية هذه الشهادة والدلالة على وجود مقابلها ذهباً، وقامت مؤسسات التجارة والصاغة والصارفة بإصدار شهادات ليست إسمية وإنما أضيف إليها عبارة "لحاملها"، وذلك من أجل تسهيل عملية انتقال ملكية هذه الشهادات بمجرد الحصول عليها بدون أن يكون هناك حاجة للتظهير على هذه الشهادات، وبدأت هذه الشهادات تنوب عن النقود المعدنية النفيسة، ولذلك سميت هذه الشهادات بالنقود النائية.

عندما ظهرت البنوك كان أول بنك قام بإصدار هذه الشهادات الورقية هو بنك أمستردام سنة 1609، وفي سنة 1656 أصدر بنك استكهولم الذي أسس في السويد على يد رجل البنوك المشهور "بالمستراخ" سندات ورقية تمثل التزاماً على البنك وقابلة للتداول وتعمد بأداء قيمتها بالنقود المعدنية عند الطلب (مفتاح، 2005، صفحة 25).

تطور استعمال النقود الورقية بالنسبة للغطاء الذي تركز عليه، لتشمل الأنواع التالية:

**1.3.4. النقود الورقية النائية:** وهي تنوب عن الذهب وتمثله تمثيلاً كاملاً حيث الغطاء الذهبي لهذه النقود يساوي 100%، وحتى تمثل هذه النقود الذهب تمثيلاً كاملاً ينبغي توفر حرية تحويل هذه الأوراق إلى ذهب والعكس دون قيود (الحجار، 2006، صفحة 33).

**2.3.4. النقود الورقية القابلة للصرف (إصدار العملة المغطاة جزئياً)** هنا بقي شرط التحويل قائماً ولكن نسبة الغطاء الذهبي بدأت تقل، حيث أصبحت كمية الأوراق المصدرة أكبر من قيمة الذهب الموجود، ويختلف الاحتياطي الذهبي باختلاف البلدان. وتستمد هذه الأوراق قيمتها من إمكانية استبدالها بنقود ذهبية عند الطلب (الحجار، 2006، صفحة 34).

**3.3.4. النقود الورقية غير القابلة للصرف (النقود الإلزامية):** بإيقاف شرط التحويل إلى الذهب ظهرت النقود غير المغطاة (Fiat money)، والتي تعتمد فقط على ثقة الجمهور، فأصبحت النقود الورقية إلزامية وبالتالي تحولت إلى نقود انتهائية غير قابلة للصرف بالذهب. ويتمثل الشكل الرئيسي لهذه النقود بأوراق البنكنوت التي يصدرها البنك المركزي وفقاً للسياسة النقدية المتبعة. وتستمد قيمتها من إرادة المشرع وتتمتع بقوة إبراء غير محدودة في الوفاء بالالتزامات. إلى بجانب هذه الأوراق التي يصدرها البنك المركزي، تقوم الدولة مباشرة بإصدار نوع آخر من النقود يعرف بالنقود الورقية المساعدة أو النقود الحكومية، وتفرض الدولة حد أقصى للكمية المصدرة منها، وهي فئات صغيرة لتسهيل التبادل مثل أوراق العشر قروش والخمسة قروش.



4.4. النقود الكتابية (نقود الودائع) Deposit money: على عكس النقود القانونية التي يصدرها البنك المركزي، فإن نقود الودائع يتم إنشاؤها من طرف البنوك التجارية. وهي في الحقيقة ليس لها وجود مادي ملموس، وإنما هي عبارة عن نقود ائتمانية تظهر من خلال التسجيلات المحاسبية للودائع والقروض، وهي تعكس تداول الأموال باستعمال الشيكات وليس تداولاً حقيقياً.

القاعدة التي ينطلق منها البنك التجاري في إنشاء نقود الودائع لا تختلف كثيراً عن تلك التي يستعملها البنك المركزي في إنشاء النقود القانونية. فإذا كان هذا الأخير لا يقوم بعملية الإصدار إلا إذا تحصل على نوع معين من الأصول، ف كذلك الشأن بالنسبة للبنك التجاري الذي لا يستطيع إنشاء نقود الودائع إلا إذا تحصل على نوع معين من الأصول هو النقود القانونية ذاتها، ويحصل على هذه النقود في شكل ودائع متلقاة من الأفراد والتجار والشركات... الخ (لطرش، تقنيات البنوك، 2007، صفحة 45).

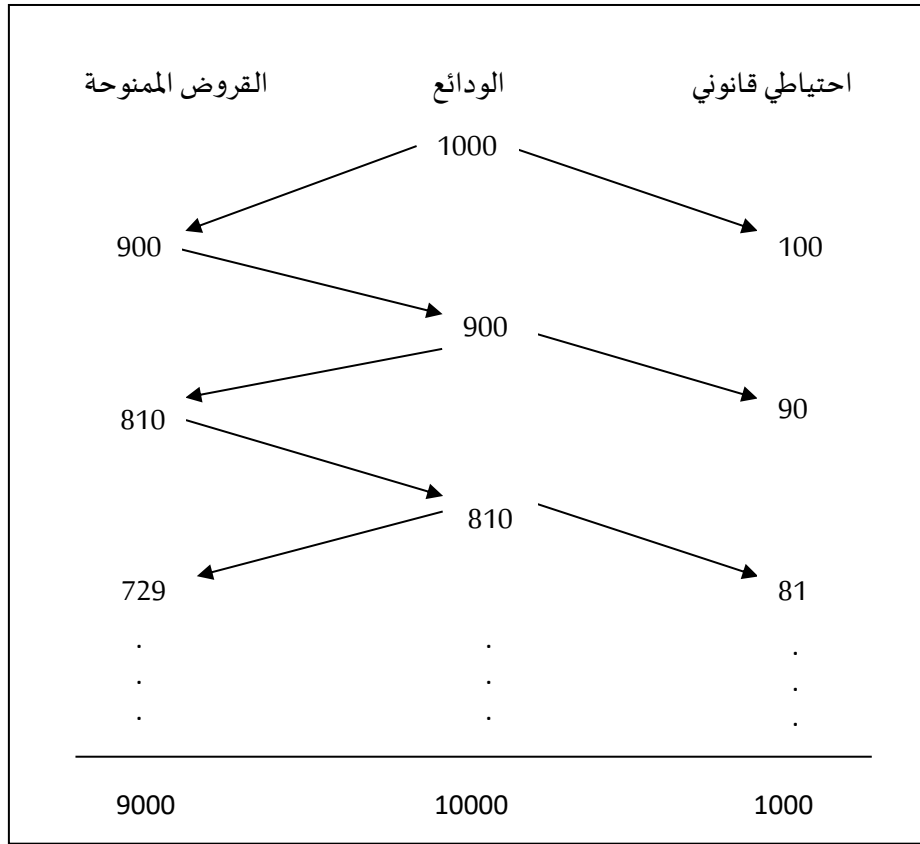
يعتمد ميكانيزم إنشاء هذا النوع من النقود على القاعدة الشهيرة القائلة بأن الودائع تسمح بالإقراض كما أن القروض تخلق الودائع. ونتيجة لذلك فإن البنك التجاري بإمكانه أن يمنح قروضا تفوق إلى حد معين الودائع الموجودة بحوزته.

يقوم البنك التجاري بإنشاء نقود الودائع بالاعتماد على عنصرين اثنين هما:

- مبلغ الوديعة.
- نسبة الاحتياطي الإجباري، وهي النسبة من النقود (من مبلغ الوديعة طبعاً) التي يحتفظ بها البنك التجاري في شكل سائل لدى البنك المركزي.

مثال: إذا افترضنا أن لدينا وديعة أولية مقدارها 1000 وحدة نقدية، ومعدل الاحتياطي القانوني يساوي 10% انطلاقاً من هذا المثال يمكننا أن نعرض سلسلة إنشاء نقود الودائع كما في الشكل الموالي:

الشكل رقم (01-02): مثال عن آلية إنشاء نقود الودائع



المصدر: (لطرش، تقنيات البنوك، 2007، صفحة 49)

#### 1.4.4. إنشاء نقود الودائع في حالة غياب التسرب النقدي:

نقود الودائع = (الوديعة الأولية x مضاعف القرض) - الوديعة الأولية

حيث يمثل مضاعف القرض عدد المرات التي يستطيع البنك التجاري أن يستخدم فيها الوديعة الأولية لمنح القرض، وهو يساوي (1/ معدل الاحتياطي القانوني).

ومنه وحسب هذا المثال فإن: نقود الودائع = 9000 وحدة نقدية

وهكذا نلاحظ أن البنك قد استطاع أن يمنح قروضا بمقدار 9000 وحدة، هي في الحقيقة قروض ائتمانية، وجودها يتمثل في التسجيل المحاسبي، واستعمالها يتم تداول بواسطة الشيكات. وبالتالي نقول أنه انطلاقا من وديعة أولية مقدارها 1000 وحدة نقدية، استطاع البنك إنشاء نقود بمقدار 9000 وحدة نقدية.

#### 2.4.4. إنشاء نقود الودائع في حالة وجود تسرب نقدي: نستطيع القول أن نسبة التسرب النقدي هي تلك

النسبة من النقود القانونية المصدرة من طرف البنك المركزي المستعملة أو المتداولة خارج دائرة النظام البنكي،

وتحدد هذه النسبة بواسطة عوامل كثيرة من أهمها عدم انتشار الثقافة والعادات البنكية بين حائزي النقود، وتفضيلهم عند تسوية المعاملات استعمال النقود القانونية من يد إلى يد.

نحسب نقود الودائع في حالة وجود تسرب نقدي بنفس الصيغة السابقة باستثناء أن مضاعف القرض يحسب كما يلي:

مضاعف القرض =  $1 / (\text{الاحتياطي القانوني} + \text{نسبة التسرب النقدي}) - (\text{الاحتياطي القانوني} \times \text{نسبة التسرب النقدي})$   
من العوامل التي تؤثر على قدرة البنوك التجارية على إنشاء نقود الودائع، حجم الوديعة الأولية، معدل الاحتياطي القانوني، نسبة التسرب النقدي.

#### 5.4. النقود الالكترونية (Electronic money):

توجد عدة تعاريف للنقود الالكترونية منها أنها: "عبارة عن نقود غير ملموسة تأخذ صورة وحدات إلكترونية تخزن في الغالب في مكان آمن على الهارد ديسك لجهاز الكمبيوتر الخاص بالعمل يعرف باسم المحفظة الالكترونية، ويمكن للعمل استخدام هذه المحفظة في القيام بعمليات البيع أو الشراء أو التحويل. كما يمكن تعريف النقود الالكترونية كذلك بأنها: "قيمة نقدية مخزنة على وسيلة إلكترونية، مدفوعة مقدما وغير مرتبطة بحساب بنكي، وتحظى بقبول واسع من غير من قام بإصدارها، وتستعمل كأداة للدفع لتحقيق أغراض مختلفة (حزام، 2019، صفحة 1367)". من هذا التعريف يمكننا تحديد عناصر النقود الالكترونية وذلك وفق الآتي:

- قيمة نقدية: أي أنها تشمل وحدات نقدية لها قيمة مالية مثل خمسون دولار (بطاقات الاتصال التلفوني مثلا لا تعتبر نقودا إلكترونية حيث أن القيمة المخزنة عليها عبارة عن وحدات اتصال تلفونية وليست قيمة نقدية قادرة على شراء السلع والخدمات).

- مخزنة على وسيلة إلكترونية: تعتبر هذه الخاصية عنصر مهم في تعريف النقود الالكترونية، حيث يتم شحن القيمة النقدية بطريقة إلكترونية على القرص الصلب للكمبيوتر الشخصي للمستهلك أو على بطاقة بلاستيكية، يتم دفع ثمن هذه البطاقات مسبقا وشرائها من المؤسسات التي أصدرتها ولذلك يطلق عليها البطاقات سابقة الدفع (Prepaid cards).

- غير مرتبطة بحساب بنكي: وهذا ما يميز النقود الالكترونية عن باقي وسائل الدفع الإلكتروني التي تعتبر بمثابة المفتاح الذي يسمح بالنفاز الإلكتروني إلى الودائع البنكية المملوكة لمستخدم وسيلة الدفع الإلكتروني (بطاقات بنكية، شيك إلكتروني...).

- تحظى بقبول واسع من غير من قام بإصدارها.

- وسيلة للدفع لتحقيق أغراض مختلفة كـشراء السلع والخدمات، تسديد الفواتير، دفع الضرائب... أما في حالة اقتصرَت وظيفتها على تحقيق غرض واحد فقط ففي هذه الحالة لا يمكن وصفها بالنقود الإلكترونية بل يطلق عليها البطاقات الإلكترونية ذات الغرض الواحد.

## الفصل الثاني: الأنظمة النقدية

### (Monetary Systems)

بعد الانتهاء من هذا الفصل، يجب أن يكون

الطالب قادراً على معرفة:

1. مفهوم النظام النقدي والقاعدة النقدية

2. أنواع القاعدة النقدية

أهداف الفصل

### تمهيد:

بعد أن عرضنا في الفصل الأول نشأة النقود وتطورها وكذا خصائصها والوظائف التي تؤديها ومختلف أنواعها، نتساءل كيف طبقت دول العالم استخدام النقود في معاملاتها وبين أفرادها، وهل استخدمت كل الدول نفس أشكال النقود، أم أن هناك أشكال مختلفة من النقود سادت في دولة دون أخرى، وحتى نفس النقود إذا سادت في عدة دول هل تم استخدامها بنفس الشكل. جميع التساؤلات السابقة سيتم الإجابة عنها في هذا الفصل والذي يبحث في كيفية تكيف الدول لاستخدام النقود من خلال ما يسمى بالنظام النقدي.

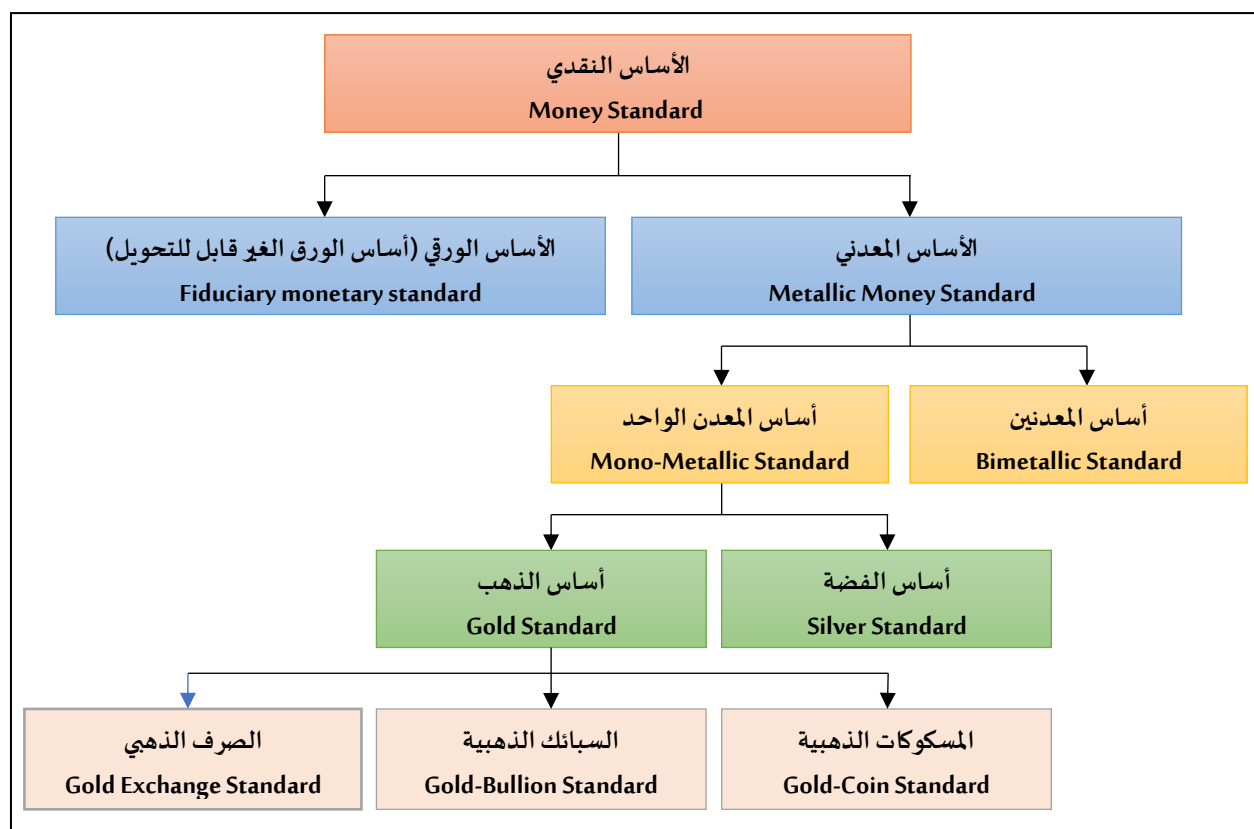
### 1. مفهوم النظام النقدي والقاعدة النقدية:

يعرف النظام النقدي بأنه: "مجموعة العلاقات والتنظيمات المميزة للحياة النقدية في مجتمع ما وخلال فترة زمنية معينة ومكان محدد. ولكل مجتمع نظام نقدي خاص به، وهذا النظام يعكس التطورات الاقتصادية والاجتماعية فيه". كما يعرف من وجهة مكوناته بأنه: "كل أنواع النقود المتداولة في بلد ما وزمن محدد، وكذلك المؤسسات النقدية المعنية بخلق (إنشاء) النقود ومراقبتها، إضافة للتنظيمات والتشريعات التي تحكم خلق ومراقبة وتنظيم النقد (خليل، 2012، صفحة 149)". تتمثل محددات النظام النقدي أصلا في جزئين هما القاعدة النقدية والسياسات النقدية، ويتوقف نجاح النظام النقدي على مدى فاعلية هاذين العنصرين. تعتبر القاعدة النقدية أحد أهم عناصر النظام النقدي، ويقصد بها بصفة عامة المقياس المتخذ من قبل المجتمع لحساب القيم الاقتصادية أو مقارنتها ببعضها.

### 2. أنواع القاعدة النقدية:

يمكن توضيح أنواع القاعدة النقدية في الشكل الموالي:

الشكل رقم (01-02): أنواع القاعدة النقدية



المصدر: من إعداد المؤلفة

1.2. قاعدة النقود المعدنية (Metallic Money Standard): تعتبر قاعدة النقد المعدنية أهم قواعد النقد السلعية التي ترتبط فيها وحدة النقود بقيمة مقدار معين من سلعة مادية. ويمكن تعريف قاعدة النقد المعدنية بأنها عبارة عن قاعدة نقدية ترتبط بمقتضاها القيمة الاقتصادية للنقود بالقيمة الاقتصادية لمعدن أو أكثر يتخذه المجتمع مقياسا للقيم الاقتصادية ويعترف له المشرع بقوة إبراء غير محدودة في الوفاء بالالتزامات. تشمل قاعدة النقود المعدنية على قاعدة المعدن الواحد وقاعدة المعدنين.

### 1.1.2. قاعدة المعدن الواحد (قاعدة الذهب أو قاعدة الفضة) (Mono-Metallic Standard):

ترتكز هذه القاعدة على معدن واحد ذهباً كان أم فضة، وفي كلتا الحالتين يعتمد المشرع إلى إنشاء علاقة ثابتة بين وحدة النقد ووزن معين من المعدن المتخذ أساساً للقاعدة النقدية (الحجار، الاقتصاد النقدي والمصرفي، 2006، صفحة 39)، في البداية استخدم النظام النقدي قاعدة الفضة، ثم تغير إلى قاعدة المعدن الواحد الذي يركز أساساً على قاعدة الذهب في أواخر القرن 18، نظراً لما يتمتع به الذهب من خصائص، كالندرة الطبيعية، عدم التآكل، مع القدرة على الاحتفاظ به.

### أ. قاعدة الفضة (Silver standard):

هي أقدم نظام عرفه العالم وبموجبه ترتبط القيمة الاقتصادية للنقود بالقيمة الاقتصادية لمعدن الفضة. وانتشر العمل بهذه القاعدة في نهاية القرن الثامن عشر وبداية القرن التاسع عشر، واعتمدته العديد من الدول مثل فرنسا، هولندا، النمسا وألمانيا. وأدى استخدام الذهب فيما بعد إلى ترك قاعدة الفضة والأخذ بقاعدة الذهب (ألمانيا)، أو الأخذ بنظام المعدنين (فرنسا)، واستمرت بعض الدول خاصة المتخلفة منها بالعمل بهذه القاعدة إلى غاية 1914، مثل بوليفيا، إكوادور، وبعض الدول الشرقية مثل: المغرب، إيران وأفغانستان.

### ب. قاعدة الذهب (Gold standard):

تتميز قاعدة الذهب بوجود علاقة ثابتة بين وحدة النقد ووزن معين من الذهب، ويرجع معظم الكتاب التعامل بهذه القاعدة منذ 1821 إلى غاية أزمة الكساد العالمي (1929-1933). ودخلت بريطانيا نظام الذهب بقانون صدر في 1816 وطبق ابتداء من 1821 ولم تستعمل الفضة إلا في المعاملات الصغيرة جدا. وأقبلت معظم الدول تباعا للعمل بهذه القاعدة حتى بلغ عددها نحو 48 دولة في عام 1914. ولقاعدة الذهب ثلاثة أشكال: (قاعدة المسكوكات الذهبية، قاعدة السبائك الذهبية، قاعدة الصرف الذهبي).

### ب.1. قاعدة المسكوكات الذهبية (Coined Money Standard) (1816-1914) أو قاعدة العملة المعدنية

#### الذهبية أو نظام الذهب المتداول:

يمثل هذا النظام الشكل الأول لقاعدة الذهب حيث تداولت في ظلّه المسكوكات الذهبية إما بمفردها أو جانبها أوراق نقد نائبة ولكن في جميع الحالات كانت المسكوكات هي النقد الأساسي والنهائي، وفي ظل هذه القاعدة لابد للدولة من ربط القيمة الاقتصادية للنقود بالقيمة الاقتصادية للذهب، ومن ثم تتساوى قيمة وحدة النقود الاسمية مع قيمة وزن العملة من الذهب، وأول من استخدم هذه القاعدة هي إنجلترا 1816. وللعمل بقاعدة الذهب على الصعيد المحلي والخارجي وفي علاقته بالنظم النقدية الأجنبية التي تسير على نظام الذهب، يجب توافر الشروط التالية (عبد المطلب، 2007، صفحة 92):

- تحديد قيمة ثابتة لوحدة النقد بوزن معين من الذهب الخالص، وهذا بالطبع لا يشترط أن تكون النقود الذهبية متداولة فعلا، ولكن يكفي أن تكون النقود الورقية المتداولة قابلة للتحويل فعلا إلى ذهب بلا قيد أو شرط.
- وجوب توافر حرية كاملة لسك الذهب (حرية السك) وبأية كميات دون مقابل أو بتكلفة طفيفة لكل من يطلب تحويل السبائك الذهبية إلى مسكوكات لمنع زيادة القيمة الاسمية (القانونية) عن القيمة الحقيقية (السوقية).
- وجوب توافر حرية كاملة لصهر المسكوكات الذهبية (حرية الصهر) أي تحويلها على سبائك بدون مقابل لمنع ارتفاع السعر السوقي عن السعر القانوني.



- وجوب توافر حرية استيراد وتصدير الذهب للحفاظ على التعادل بين القيمة الداخلية والقيمة الخارجية للذهب، وكان من شأن هذا أن حافظت أسعار الصرف على ثباتها واستقرارها.

- وجوب توافر حرية كاملة لتحويل العملات الأخرى المتداولة إلى النقود الذهبية بالسعر القانوني الثابت للذهب. مثال: إذا كان:

1 جنيه إسترليني يعادل 7,32 غرام من الذهب.

1 دولار يساوي 1,5 غرام من الذهب.

فإن: سعر صرف الجنيه الإسترليني بالدولار =  $7,32 / 1,5 = 4,87$  دولار.

حققت قاعدة المسكوكات الذهبية عدة مزايا، أهمها:

- يسمح بتداول النقود الأخرى إلى جانب المسكوكات الذهبية مما يؤدي إلى توسع حجم الكتلة النقدية المتداولة.

- نظام عالمي نظراً لأنه شمل كل دول العالم ولفترة طويلة.

- إلزامية تساوي القيمة الشرائية للنقود وللذهب.

من المآخذ على قاعدة المسكوكات الذهبية، نذكر:

- إن تطور هذا النظام يعني اتجاهه نحو احتكار الذهب والسيطرة على السوق وذلك لأن هذا النظام يعني وحدة السوق العالمية.

- لم يتوسع إنتاج الذهب أمام توسع إنتاجية السلع والخدمات مما أدى إلى ارتفاع الأسعار.

ب.2. قاعدة السبائك الذهبية (Gold Bullion Standard) (1925-1936):

نتيجة قيام الحرب العالمية الأولى 1914، اضطرت معظم الدول إلى سحب عملتها الذهبية (مسكوكات ذهبية) لتمويل نفقات الحرب، وتوقفت البنوك المركزية عن الدفع بالذهب، ومنع تصديره للخارج وأصبحت النقود الورقية هي المتداولة (يحتفظ البنك المركزي بكميات من الذهب على شكل سبائك كغطاء للنقود الورقية المصدرة أو نسبة منها).

وبانتهاء الحرب العالمية الأولى، حاولت بعض الدول العودة لنظام المسكوكات، لكن ذلك تعذر بسبب الحجم الكبير للنقود الورقية وحالة التضخم.

وفي عام 1921 قامت إنجلترا، فرنسا، إيطاليا وأمريكا بعقد مؤتمر في "جنوا" بإيطاليا، وكان من أهم نتائجه ما يلي:

- إلغاء نظام المسكوكات الذهبية وتبني نظام السبائك الذهبية ابتداء من سنة 1925.

- وضع شروط لعملية سك وصهر العملة.

- وضع شروط على عملية تحويل النقود الورقية إلى ذهب (كاشتراط مثلاً 1300 جنيه للحصول على سبيكة ذهبية واحدة) تفادياً لاكتنازه لأغراض المضاربة.
- يقتصر تداول الذهب على مجال المبادلات الدولية دون الداخلية.
- وضع قيود على حرية تصدير الذهب.
- من أوجه الاختلاف والتشابه بين قاعدة السبائك وقاعدة المسكوكات الذهبية، نذكر ما يلي:
- في ظل قاعدة السبائك لا يتم تداول المسكوكات مما أدى إلى اختفاء القطع الذهبية من التداول.
- في كلا النظامين استمر البنك المركزي بالتدخل بائعاً أو مشترياً للذهب للحفاظ على سعر التعادل بين السعر القانوني والسعر السوقي للذهب.
- في نظام السبائك الذهبية قيدت حرية الأفراد في تحويل الأوراق النقدية إلى ذهب إذا قلت عن وزن معين (400 أوقية).
- نظام السبائك الذهبية ركز الذهب في أيدي الحكومات والبنوك المركزية، مما أتاح المجال لإدخال نوع من الرقابة على الذهب.

### ب.3. قاعدة الصرف بالذهب (Gold Exchange Standard)

إن الوحدة النقدية في ظل هذا النظام لبلد ما لا تتحدد مباشرة على أساس الذهب، بل يكون ارتباطها به ارتباطاً غير مباشر وذلك كأن ترتبط الوحدة النقدية بنسبة ثابتة مع الوحدة النقدية لعملة بلد آخر يسير على نظام الذهب.

تزامنت قاعدة الصرف بالذهب مع قاعدة السبائك الذهبية، واختصت بها الدول الفقيرة في أوروبا الوسطى والشرقية والكثير من المستعمرات في آسيا وإفريقيا، فهي قاعدة أفرزتها الاختلالات السياسية الاقتصادية بين الدول الغنية والفقيرة تحقيقاً لمصالح الأولى. وجوهر هذه القاعدة يتمثل في ارتباط العملة الوطنية على المستوى المحلي والدولي بالذهب بطريقة غير مباشرة، وذلك من خلال عملة أجنبية قابلة للتحويل إلى ذهب، ويتم ذلك على مراحل: فالعملة الوطنية للدولة المستعمرة تستعمل فقط لتسوية المعاملات الوطنية أما بالنسبة للمعاملات الخارجية، فيتم تحويلها أولاً إلى عملة أجنبية تركز على قاعدة الذهب هي عملة الدولة المستعمرة. فالمعاملات الخارجية تتم باستخدام عملة الدولة المستعمرة وليس بالذهب، وذلك على خلاف قاعدة السبائك الذهبية.

ملاحظة: تغطي نقود الدولة المستعمرة بالعملة التي تسير على قاعدة الذهب ومنها عملة الدولة المستعمرة مقابل تسليمها الذهب الذي بحوزتها وفي حالة عدم كفاية الاحتياطي من هذه الأصول تقوم إنجلترا والو.م.أ بمنحها قروض بالإسترليني أو الدولار لتكوين غطاء كافي.

كان لنظام الصرف بالذهب عدد من المزايا، منها:

- مكن هذا النظام البلد الذي اتبعته من التمتع بمزايا نظام الذهب دون ضرورة الاحتفاظ باحتياطي من الذهب يرتبط مباشرة بالنقد المتداول، ولكن ذلك يحتم على هذا البلد التابع أن يحتفظ بجزء كبير من احتياطاته الأجنبية على صورة نقد أو صورة أذونات وسندات تصدرها خزانة الدولة المتبوعة.
- تثبيت أسعار العملات الصغيرة مما ينعكس في وجود سعر صرف ثابت بين عملة البلد التابع والبلد المتبوع.
- ربح تكاليف تخزين الذهب وحراسته وصهره.
- من أهم عيوب نظام الصرف بالذهب:
- يؤدي إلى خلق تبعية نقدية للبلد التي تقوم بإتباع هذا النظام الأمر الذي يؤدي إلى حدوث تبعية سياسية واقتصادية.
- قد تتعرض الدولة المتبوعة لأزمات فينعكس ذلك على الدولة التابعة.
- استنفاد الموارد الذهبية للمستعمرات.
- تصدير التضخم من إنجلترا والو.م.أ إلى باقي أنحاء العالم.
- ج. أسباب انهيار قاعدة الذهب:
- عدم مواكبة الزيادة في الناتج العالمي للزيادة في كميات الذهب، بسبب توسع التجارة الخارجية تنامي الانفاق بعد الحرب العالمية الأولى.
- التوسع الشديد في الإصدار دون غطاء ذهبي كافٍ للعملة.
- اللامبالاة في توزيع الذهب على البلدان (سوء التوزيع)، ففي سنة 1921 كانت ثلاثة أخماس كميات الذهب موجودة لدى الولايات المتحدة وفرنسا فقط.
- الحد من حرية التجارة الخارجية من طرف الو.م.أ وبريطانيا وفرنسا لحماية اقتصاداتها بفرض قيود جمركية وضريبية، وهنا انهارت أهم دعائم قاعدة الذهب في حرية مبادلاته.
- أزمة الكساد العالمي 1929.
- وبذلك انتهت قاعدة الذهب، حيث أعلنت إنجلترا تخليها عنها نهائياً سنة 1931، فرنسا وسويسرا وبلجيكا وباقي الدول سنة 1936، في حين استمرت الو.م.أ في قبول تحويل الدولار إلى ذهب وتم التخلي عن ذلك سنة 1971.

### 2.1.2. قاعدة المعدنين (Bi-Metallic Standard):

هي تلك القاعدة التي تحددت في ظلها قيمة الوحدة النقدية بالنسبة لمعدنين هما الذهب والفضة، وتبقى الشروط الواجب توافرها للمحافظة على علاقة ثابتة بين قيمة الوحدة النقدية وبين قيمة كل من المعدنين هي نفس الشروط التي ذكرناها بخصوص نظام المعدن الواحد.

من مزايا هذا النظام أنه يساعد على اتساع حجم الكتلة النقدية، ويترتب على ذلك أن يصبح العرض الكلي للنقود أكبر في ظل هذا النظام منه في حالة نظام المعدن الواحد ومن ثم تتمكن السلطات النقدية من مقابلة حاجات الجمهور إلى النقد في يسر وسهولة، كما أن استخدام معدنين في القاعدة النقدية بدلاً من معدن واحد يدخل شيئاً من المرونة في النظام النقدي ومن ثم تميل القوة الشرائية للوحدة النقدية أو مستوى الأسعار إلى التمتع بدرجة من الثبات النسبي أكبر مما يتوافر في ظل نظام المعدن الواحد.

ولابد من الإشارة إلى أن العامل الأساسي في استقرار تداول المعدنين معاً هو استمرار تعادل النسبة بين قيمتهما السوقية والنسبة بين قيمتهما القانونية، أما إذا اختلفت هاتان النسبتان فإن المعدن الذي يرتفع قيمته السوقية عن قيمته القانونية يميل إلى الاختفاء من التداول ويحل محله المعدن الرخيص بدلاً منه وبلغه قانون جريشام: "النقد الرخيص يطرد النقد الجيد من التداول".

**النقد الجيد:** هو النقد الذي تفوق قيمته التجارية قيمته القانونية، فيميل الأفراد إلى صهره أو اكتنازه.  
**النقد الرخيص:** هو النقد الذي تفوق قيمته القانونية قيمته التجارية، وقد يكون سبب رداءته وجوده بكثرة في الطبيعة. فيميل الأفراد إلى استخدامه لتسوية معاملاتهم التجارية.

إن ارتفاع القيمة السوقية للذهب عن قيمته القانونية سوف يغري الجمهور بصهر الوحدات الذهبية وبيعها سبائك بالسعر السوقي المرتفع وتحقيق ربح من هذه العملية، وهنا يقول منتقدي قاعدة المعدنين أن الأمر ينتهي باختفاء المعدن الجيد أو المعدن ذو القيمة السوقية المرتفعة من التداول وبذلك تتحول قاعدة المعدنين إلى قاعدة المعدن الواحد، حيث أن قاعدة المعدنين لم تستمر في الحياة العملية لأن البلاد التي اتبعتها حددت نسباً مختلفة للمعدنين.

مثال: لنفرض أن النسبة القانونية بين الدولار الذهبي والدولار الفضي تعادل 1:16، كما أن القيمة السوقية لأوقية من الذهب تعادل 16 أوقية من الفضة، أي أن النسبة القانونية بين قيمتي الذهب والفضة تعادل النسبة السوقية لقيمتيهما، فإذا حصلت زيادة في عرض الفضة مع ثبات الطلب عليها، ومن ثم انخفاض قيمة الأوقية من الفضة، أي أن النسبة السوقية لقيمتها أصبحت تساوي مثلاً 1:17، حيث أن أوقية الذهب أصبحت تساوي 17

أوقية من الفضة، فهنا تصبح القيمة القانونية للذهب أقل من قيمته السوقية، عندئذ يندفع الجمهور إلى صهر الدولارات الذهبية وبيعها كسبائك بسعر السوق المرتفع وتحقيق الربح، فتزول القاعدة باختفاء النقد الجيد.

## 2.2. قاعدة النقود الورقية أو القاعدة الائتمانية للنقد (Fiduciary monetary standard):

هي قاعدة نقدية حديثة النشأة، تتبعها الدول المعاصرة. اعتمدتها الدول كقاعدة نقدية بعد الحرب العالمية الثانية، وتخلت عن قاعدة الذهب بسبب الأزمات التي رافقت وتلت هذه الحرب.

وتتميز قاعدة النقود الورقية الإلزامية عن القواعد النقدية الأخرى بما يلي:

- النقود الورقية لها قوة إبراء مطلقة، مستمدة من القانون وغير قابلة للتحويل إلى ذهب تصدرها السلطات النقدية تحت غطاء موسع يشمل الذهب.

- انفصال القيمة الاسمية للنقود عن قيمتها الحقيقية.

- قيمتها الاستعمالية تؤول إلى الصفر.

- النقود الورقية نقود محلية يتم تداولها داخل الحدود السياسية للدولة، أما قيمتها الخارجية فتتحدد في أسواق العملة على أساس العرض والطلب عليها.

- في ظل قاعدة النقود الورقية لابد من تدخل السلطات النقدية لضبط كمية النقود، والربط بين التغير في العرض النقدي مع مستوى النشاط الاقتصادي تحقيقا للتوازن الاقتصادي.

## 1.2.2. الانتقادات التي وجهت لقاعدة النقود الورقية:

- خطر الفوضى في المعاملات المالية محليا ودوليا حيث يرى أنصار نظام الذهب أن نظام النقود الورقية لا يضمن استقرار أسعار صرف عملات الدول.

- خطر الإفراط في الإصدار النقدي والذي يمكن أن يؤدي إلى تضخم كبير كما حصل في ألمانيا بعد الحرب العالمية الأولى.

## 2.2.2. المدافعون عن قاعدة النقود الورقية:

- التضخم ليس ملازم للنقود الورقية، بل مرتبط بإدارة هذا النظام.

- مرونة القاعدة النقدية في جانب العرض النقدي، عكس النظام الذهبي، وذلك أثناء تطبيق سياسة توسعية.

- النظام النقدي الورقي هو تطور تاريخي فرضته ظروف الحرب العالمية الأولى، وحاجة الدول للتمويل، وتزايد حجم المبادلات.

## الفصل الثالث: النظرية النقدية الكلاسيكية (النظرية الكمية للنقود) (Classical Monetary Theory)

بعد الانتهاء من هذا الفصل، يجب أن يكون  
الطالب قادراً على معرفة:

1. التطور التاريخي للنظرية الكمية للنقود
2. افتراضات النظرية الكمية للنقود
3. صور النظرية الكمية للنقود
4. الانتقادات الموجهة للنظرية الكمية للنقود

### تمهيد:

إذا اعتبرنا أن نظرية كمية النقود هي خلاصة لاهتمام الكلاسيك بالعلاقة بين الدائرة الحقيقية والنقدية للاقتصاد (بمفهوم ضيق)، فهي قديمة نجد جذورها في كتابات الرومان واليونان والحضارة الإسلامية في كتابات ابن خلدون والمقرزي، كما نلمسها في النقاشات التي سادت القرن 16، حول ما سمي في التاريخ النقدي بـ "ثورة الأسعار"، نتيجة تدفق المعادن النفيسة إلى أوروبا بكميات كبيرة نتيجة الاستعمارات والاكتشافات الجديدة، وما رافق ذلك من ارتفاع للأسعار.

### 1. التطور التاريخي للنظرية الكمية للنقود:

يمكن عرض أهم المفكرين الذين تركوا بصماتهم في وضع النظرية الكمية للنقود، وذلك كما يلي (خليل، 2012، صفحة 224):

- الفيلسوف الفرنسي (جون بودان)، الذي عاش في الفترة (1530-1596): يعتبر أول من درس فكرة أن الزيادة في كمية النقود المتداولة هي سبب ارتفاع الأسعار، ومن ثم انخفاض قيمة النقد، من خلال دراسته لتدفق الذهب والفضة (النقد المعدني) من مستعمرات إسبانيا، وتأثير ذلك على الأسعار، وأخذ بهذا التفسير من بعده عدد من الاقتصاديين الغربيين في مقدمتهم (دافيد هيوم).
- الفيلسوف الإيرلندي (دافيد هيوم)، الذي عاش في القرن 18، وسار على نهج سابقه.
- الفيلسوف الإيرلندي (كنتيون)، لم يختلف عنهما، إلا أنه عرض لأول مرة فكرة (سرعة التداول).
- الاقتصادي (دافيد ريكاردو)، كان له دور أساسي في توضيح وبناء فكرة النظرية، خاصة عند تفسيره للتضخم الذي ساد بريطانيا إبان القرن 19، حيث عمم تحليل سابقه على النقود الورقية. واستنتج أن قيمة النقود تتناسب عكسيا مع كميته.
- تحليل (سيمون نيو كومب)، حاول تقديم صياغة رياضية للنظرية الكمية سنة 1886.
- الاقتصادي (فيشر)، عاش خلال الفترة (1868-1947) حيث أكمل سنة 1917 عمل (سيمون)، وصاغ فكرة (ريكاردو) كمي، بما يعرف الآن بمعادلة التبادل لفيشر.
- مفكرو مدرسة كامبردج، بقيادة (ألفريد مارشال وبيجو) فيما عرف عنهما بمعادلة الأرصدة النقدية.
- المقرزي ودراساته حول النقد، وسبقه لقانون جريشام المعروف.

## 2. افتراضات النظرية الكمية للنقود:

استندت نظرية كمية النقود على عدة افتراضات حتى خرجت بالنتيجة التي مفادها أن كمية النقود هي العامل الرئيسي في تحديد المستوى العام للأسعار، وأهمها نذكر (الظاهر و الخليل، النقود والبنوك والمؤسسات المالية، 2004، صفحة 38):

- المنافسة التامة: تعد المنافسة التامة بين رجال الأعمال من العوامل التي تحفزهم على زيادة الإنتاج، مما يترتب عن ذلك أن مستوى الأسعار (P) متغير تابع يستجيب إلى المتغيرات الأخرى.

- النقود كوسيط للتبادل: وهي الوظيفة الأساسية عند التقليديين، فهي محايدة في النشاط الاقتصادي، ومن ثم فإن المشتريات النقدية المتحققة في الاقتصاد خلال سنة (Q.P) تعكس الطلب على النقود في المجتمع. (Q: كمية السلع والخدمات، P: السعر).

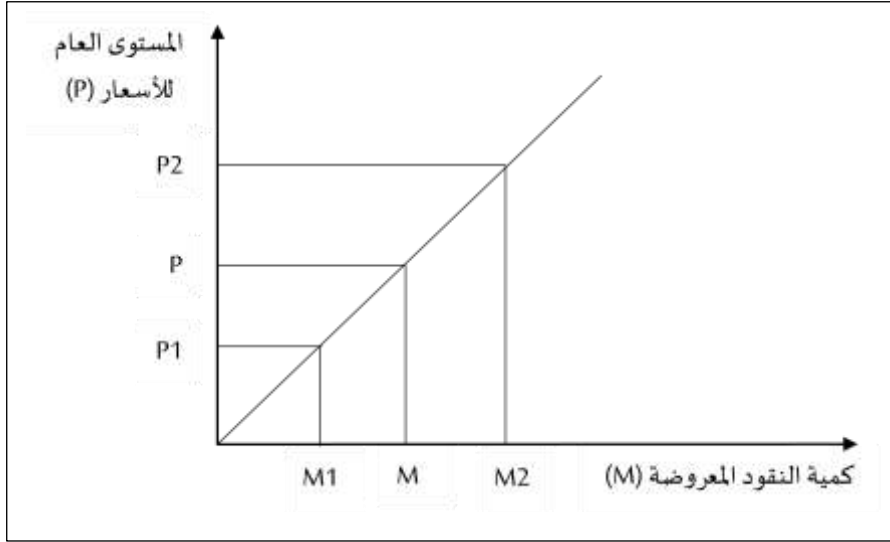
- ثبات حجم الإنتاج عند مستوى التشغيل الكامل للموارد الاقتصادية: العرض يولد الطلب عند كل مستوى من مستويات التشغيل ومساويا له (قانون ساي)، أي أن الزيادة التي تظهر في مستوى التشغيل (العرض للموارد) ستقابلها زيادة في الطلب عليها من المنتجين لاستعمالها في عمليات الإنتاج المختلفة، وبالتالي نكون دائما أما حالة التشغيل الكامل، ونتيجة لذلك فإن حجم الإنتاج يكون ثابتا وكمية المبادلات الاقتصادية ثابتة كذلك عند مستوى التشغيل الكامل.

- ثبات سرعة دوران النقود: يقصد بسرعة دوران (تداول) النقد متوسط عدد المرات التي يتم فيها تداول النقود (الوحدة النقدية) في المعاملات المختلفة خلال فترة زمنية محددة، أو هي متوسط عدد المرات التي انتقلت فيها كل وحدة نقدية من يد إلى أخرى لتسوية المبادلات الاقتصادية في فترة زمنية معينة. ويبين التحليل الكلاسيكي العوامل المؤثرة في سرعة تداول النقود، كدرجة الكثافة السكانية، تقدم وسائل المواصلات، تطور عادات المجتمع المصرفية... وكلها عوامل لا تتغير في المدى القصير (سامي الحلاق و محمود العجلوني، 2010، صفحة 84).

- ارتباط تغير المستوى العام للأسعار بتغير كمية النقود المعروضة: ترى النظرية الكلاسيكية بأن التغيرات التي تحدث في المستوى العام للأسعار هي جراء تغير النقود المعروضة وبنفس القدر، والعكس صحيح، فانخفاض المعروض من النقد سوف يجعل الأسعار تنخفض بنفس المقدار، على افتراض ثبات حجم الإنتاج عند مستوى التشغيل الكامل وثبات سرعة تداول النقود. ويمكن توضيح ذلك من خلال الشكل الموالي:



الشكل رقم (01-03): ارتباط تغير المستوى العام للأسعار بتغير كمية النقود



المصدر: (سامي الحلاق و محمود العجلوني، 2010، صفحة 84)

يبين الشكل التوضيحي أعلاه بأن مستوى الأسعار (P) يتحدد بكمية النقود المعروضة في السوق (M)، ونرى أنه عندما كان عرض النقد يساوي (M)، كان مستوى الأسعار يساوي (P)، وعندما ارتفع عرض النقد إلى (M2)، زاد مستوى الأسعار بنفس مقدار زيادة عرض النقد إلى (P2). وكذلك فإن انخفاض عرض النقد إلى (M1)، جعل مستوى الأسعار ينخفض أيضا بنفس مقدار انخفاض عرض النقد إلى (P1)، ويعكس ذلك حقيقة مفادها أن هنالك علاقة عكسية بين قيمة النقود (قدرتها الشرائية) والمستوى العام للأسعار.

3. صور النظرية الكمية للنقود:

1.3. معادلة التبادل لفيشر:

صاغ هذه النظرية الاحصائي الأمريكي أرفنج فيشر (Irving Fisher) سنة 1917 في كتابه "القوة الشرائية للنقود"، في معادلة رياضية تدعى "معادلة التبادل لفيشر"، وتؤكد على وجود علاقة طردية بين كمية النقود المعروضة في السوق وبين المستوى العام للأسعار، بحيث يكون مجموع قيم عمليات المبادلة مساوية للمبالغ التي دفعت في تسويقها، ويمكن توضيح ذلك رياضيا كما يلي (سامي الحلاق و محمود العجلوني، 2010، صفحة 85):

$$M.V = P.Q \dots\dots\dots (1)$$

حيث:

M: كمية المعروض من النقود في لحظة زمنية محددة.

P: المستوى العام للأسعار.

V: سرعة تداول النقد.

Q: كمية المبادلات من السلع والخدمات المختلفة في نفس اللحظة الزمنية.

وإذا ما صغنا المعادلة (1) بشكل آخر فإن المستوى العام للأسعار سوف يتحدد بكمية النقود المعروضة (M) وسرعة تداول النقد (V) وكمية المبادلات (Q) على النحو التالي:

$$P = (M.V) / Q \dots\dots (2)$$

أن الجانب الأيمن من المعادلة رقم (1) يمثل الطلب النقدي (D) يساوي القيمة النقدية للمبادلات والتي تساوي كمية المبادلات (Q) مضروبة في المستوى العام للأسعار (P)، بينما يمثل الطرف الأيسر منها العرض النقدي (S)، وهو عبارة عن التدفق النقدي خلال فترة زمنية معينة، أي كمية النقود مضروبة (M) في سرعة تداولها (V).

$$D = P.Q \dots\dots\dots (3)$$

$$S = M.V \dots\dots\dots (4)$$

عند الوضع التوازني فإن: عرض النقود = الطلب على النقود

$$D = S \dots\dots\dots (5)$$

$$P.Q = M.V \dots\dots\dots (6)$$

وعليه فإن:

$$P = (M.V) / Q \dots\dots\dots (7)$$

وحيث أن النظرية الكلاسيكية تفترض ثبات سرعة دوران النقد وكمية المبادلات من السلع والخدمات، فإن المستوى العام للأسعار يتحدد بالمتغير الذي يعبر عن النقود المعروضة في السوق، لذا فإن أي تغير في كمية النقود المعروضة في السوق سوف تنعكس بالضرورة في المستوى العام للأسعار.

### 2.3. معادلة الأرصدة النقدية (معادلة كمبردج) لمارshall وبيجو:

تعالج هذه النظرية تأثير كمية النقود (M) على المستوى العام للأسعار (P) من خلال الطلب أو الدخل النقدي، وهي تفترض أن: الطلب على النقود (Md) يساوي نسبة ثابتة (K) (معامل التفضيل النقدي) من الدخل النقدي (Y) الذي يساوي (P\*y) حيث y هي كمية الناتج من السلع والخدمات.

ويرتبط (Md) بسلوك الحائزين عليها، ويتكون من:

- تفضيل نقدي لأغراض دخلية (أرصدة نقدية سائلة)، ورمزه (Md<sub>1</sub>) لتمويل الاستهلاك الجاري والدوري.

$$Md_1 = K*Y$$

حيث: Y = P\*y

- تفضيل نقدي للحصول على أصول مالية: (Md<sub>2</sub>)

$$Md_2 = K * A$$

حيث:

A: القيمة النقدية للأصول المالية

إذن:

$$Md = Md_1 + Md_2$$

$$Md = K * Y + K * A$$

$$Md = K * P * y + K * A$$

لكن تحليل مارشال ركز على العلاقة ( $Md = K * P * y$ )، ويبرر هذا التركيز كون الطلب على النقد ( $K * A$ ) هو من أجل الاحتفاظ به عاطلاً، مرتبط بأسعار الفائدة وثروة الأفراد وعوامل أخرى يكون تغييرها غير ممكن في المدى القصير، وبالتالي لا فائدة من دراستها، ويدرس الحد الأول من معادله الطلب على النقود.

ومنه أخذت معادلة كمبردج الصيغة التالية:

$$Md = K * P * y$$

بمقارنة معادلة كمبردج مع معادلة فيشر نجد أنهما متطابقتان، بافتراض أن  $K = 1/V$ ، وتعويض (T) بـ (y)، استخلص اقتصاديو كمبردج أن الطلب على النقود كجزء من الثروة يرتبط طردياً مع حجم الدخل النقدي، وأن المستوى العام للأسعار (P) داله لكمية النقود (M).

3.3. مقارنة بين معادلة فيشر ومعادلة كمبردج:

1.3.3. أوجه التوافق بين معادلة فيشر ومعادلة كمبردج:

- يستندان على نفس الأسس والفرضيات.
- يتشابهان في التبسيط المفرط.
- معادلتان تبحثان في نفس الظاهرة، تأثير تغيرات كمية النقود (M) على المستوى العام للأسعار (P) بمنهجين مختلفين تبعاً لاختلاف مفهومهما لوظيفة النقد.
- معادلتان متطابقتان.

$$M = 1/V * P * T \leftarrow MV = PT \text{ معادلة فيشر}$$

بوضع  $1/V = K$ ، واستبدال (T) بـ (y) نحصل على معادلة كمبردج:  $M = K * P * y$

- يعبر عن قيمة النقد بالقوة الشرائية له.
- وجود علاقة طردية بين (M) والدخل النقدي.

- يتفقان في كون المساواة بين (Ms) و (Md) تحدد التوازن النقدي.

### 1.3.3. أوجه التوافق بين معادلة فيشر ومعادلة كمبردج:

يمكن تلخيص أوجه الاختلاف بين معادلة فيشر ومعادلة كمبردج:

الجدول رقم (01-03): أوجه التوافق بين معادلة فيشر ومعادلة كمبردج

معادلة التبادل	معادلة كمبردج
تهتم بتحليل التغيرات في مكونات عرض النقود (Ms)، وإهمال ذلك في مكونات الطلب على النقود (Md)، رغم أنها تندرج ضمن نظرية الطلب على النقد.	تهتم بتحليل مكونات الطلب على النقود (Md)، مع اهتمام أقل بعرض النقود (Ms).
تستند على وظيفة التبادل للنقد.	ترتكز على وظيفة التخزين بالإضافة لوظيفة التبادل.
تهتم بالإنفاق وسرعة التبادل لهذا الإنفاق، باستعمال النقود كوسيط.	تهتم بالاحتفاظ بالسيولة النقدية وعدم الإنفاق (k).
تهتم بالعوامل المؤثرة في عرض النقود (Ms) وتأثيرها على الكتلة النقدية.	تبحث في العوامل المؤثرة في الطلب على النقود (Md) من طرف الأشخاص وأصحاب الأعمال والمؤسسات.
تبحث في ظروف التداول وسياسة الإصدار، وتدخل الدولة في السياسة النقدية.	تبحث في أسباب الاحتفاظ بالنقد سائلا، من قبل الأفراد وغيرهم، وعلاقته ببعض المتغيرات الأخرى.

المصدر: (خليل، 2012، صفحة 245)

### 4. الانتقادات الموجهة للنظرية الكمية للنقود:

- يرفض كينز فكرة حيادية النقود التي تعتمد عليها النظرية الكلاسيكية، ويعتبر أن للنقود دور أساسي في الحياة الاقتصادية وأنها تؤثر على المتغيرات الاقتصادية الحقيقية. وهذا يعني أن زيادة عرض النقود يؤثر على الدخل وكذلك على التشغيل والاستثمار بحيث أن الزيادة في المعروض النقدي ستؤدي إلى نقصان معدل الفائدة ومنه يرتفع الاستثمار، مما يؤدي إلى زيادة الإنتاج، الأمر الذي يؤدي إلى زيادة الطلب على العمل وتخفيض مستوى البطالة (عرض العمل) (بريبش، 2007، صفحة 90).

- يرفض كينز فكرة أن عرض النقود يؤثر على المستوى العام للأسعار فقط، ويرى أن المستوى العام للأسعار يؤثر على حجم الكتلة النقدية المعروضة أيضا، حيث أن زيادة المستوى العام للأسعار ستؤدي إلى تخفيض قيمة النقود، ومنه ضرورة زيادة عرض النقود (بريبش، 2007، صفحة 90).

- عدم واقعية افتراض ثبات الحجم الحقيقي للإنتاج، فافتراض ثبات الناتج الوطني يستند إلى افتراض حالة التوظيف الكامل؛ بالنسبة للكلاسيك، وأزمة (1929-1933) أثبتت أن حجم الإنتاج والتشغيل لا يستقر بصفة دائمة عند مستوى التشغيل الكامل. وإذا ما تخلينا عن هذا الافتراض الخاص بثبات حجم الناتج (ثبات حجم المعاملات) فلن يتحقق التناسب الطردي بين كمية النقود ومستوى الأسعار (بلعزوز، 2008، صفحة 24).
- عدم واقعية افتراض ثبات سرعة دوران النقود، حيث يمكن أن تتغير هذه الأخيرة بتغير حجم المعاملات، ويمكن أن تتغير أيضا نتيجة لظروف السوق، كما أنها تتقلب انخفاضا وارتفاعا في ظروف الكساد والرواج (بلعزوز، 2008، صفحة 25).
- حجم الإنتاج يعتمد على عدة عوامل وليس على عنصر العمل فقط كما هو الحال عند الكلاسيك، بل يعتمد أيضا على السياسة المالية والنقدية... التي تسلكها الحكومات وعوامل أخرى.
- فكرة المنافسة الكاملة ما هي إلا نموذج نظري فقط لا وجود له في الواقع، حيث لا يمكن عرض سلع متجانسة يكون فيها السعر ثابتا دائما.
- يعتبر كينز أن عرض النقود ليس هو الأساس بل الطلب هو الأساس، وأن الطلب يمكن أن يكون غير كافيا لامتصاص كل الإنتاج، ولهذا يقترح كينز زيادة النفقات الحكومية أي زيادة تدخل الدولة في النشاط الاقتصادي وبشكل فعال، وذلك بغرض ارجاع الاقتصاد إلى حالة التوازن، لأن زيادة النفقات تعالج نسبيا البطالة وذلك بتشغيل جزء من العاطلين وبالتالي توزيع دخول إضافية مما يؤدي إلى زيادة الطلب الكلي (بريبش، 2007، صفحة 89).

## الفصل الرابع: النظرية النقدية الكيزية

### (Keynesian Monetary Theory)

بعد الانتهاء من هذا الفصل، يجب أن يكون الطالب قادراً على معرفة:

1. محددات الطلب الكلي الفعال
2. العوامل المحددة للطلب على الاستهلاك
3. العوامل التي يتوقف عليها الطلب على الاستثمار
4. الطلب على النقود عند كينز (تفضيل السيولة)
5. دالة الطلب الكلي على النقود (سعر الفائدة التوازني)
6. الانتقادات الموجهة للنظرية الكيزية

#### تمهيد:

الأزمة التي عرفتها البلدان الرأسمالية عام 1929، والتي عرفت بأزمة الكساد الكبير، جعلت التحليل الكلاسيكي والأفكار التي قام عليها عاجزة عن إيجاد الحلول الملائمة لتلك المشاكل، لذلك تحول الاهتمام من دراسة التغير في الأسعار العامة التي اهتمت بها النظرية الكلاسيكية إلى دراسة سلوك النقود، وأثره على مجمل النشاط الاقتصادي، وعلى أساس تحليل كلي شامل للمتغيرات الاقتصادية الأساسية.

قام كينز بدراسة أزمة الكساد الكبير، واستخلص منها ما يثبت عدم صحة التحليل الكلاسيكي الذي يفترض تحقيق التشغيل الكامل بصورة تلقائية في ظل المنافسة التامة، وأن حجم الإنتاج ثابت والأسعار العامة لا تتغير إلا بتغير كمية النقود المعروضة. عارض كينز هذه الأفكار من خلال قيامه باستخدام أدوات تحليل جديدة تتصل بالدخل والإنفاق والادخار والاستثمار. يرى كينز أن الدخل القومي إذا تعرض لتأثيرات خارجية تبعده عن مستوى التوازن، فإنه لن يعود إلى المستوى التوازني السابق، بل سيتحرك إلى مستوى توازني جديد يستقر عنده، كما أن هذا المستوى يمكن أن يستقر عند أي مستوى بعيدا عن مستوى التشغيل الكامل.

#### 1. محددات الطلب الكلي الفعال:

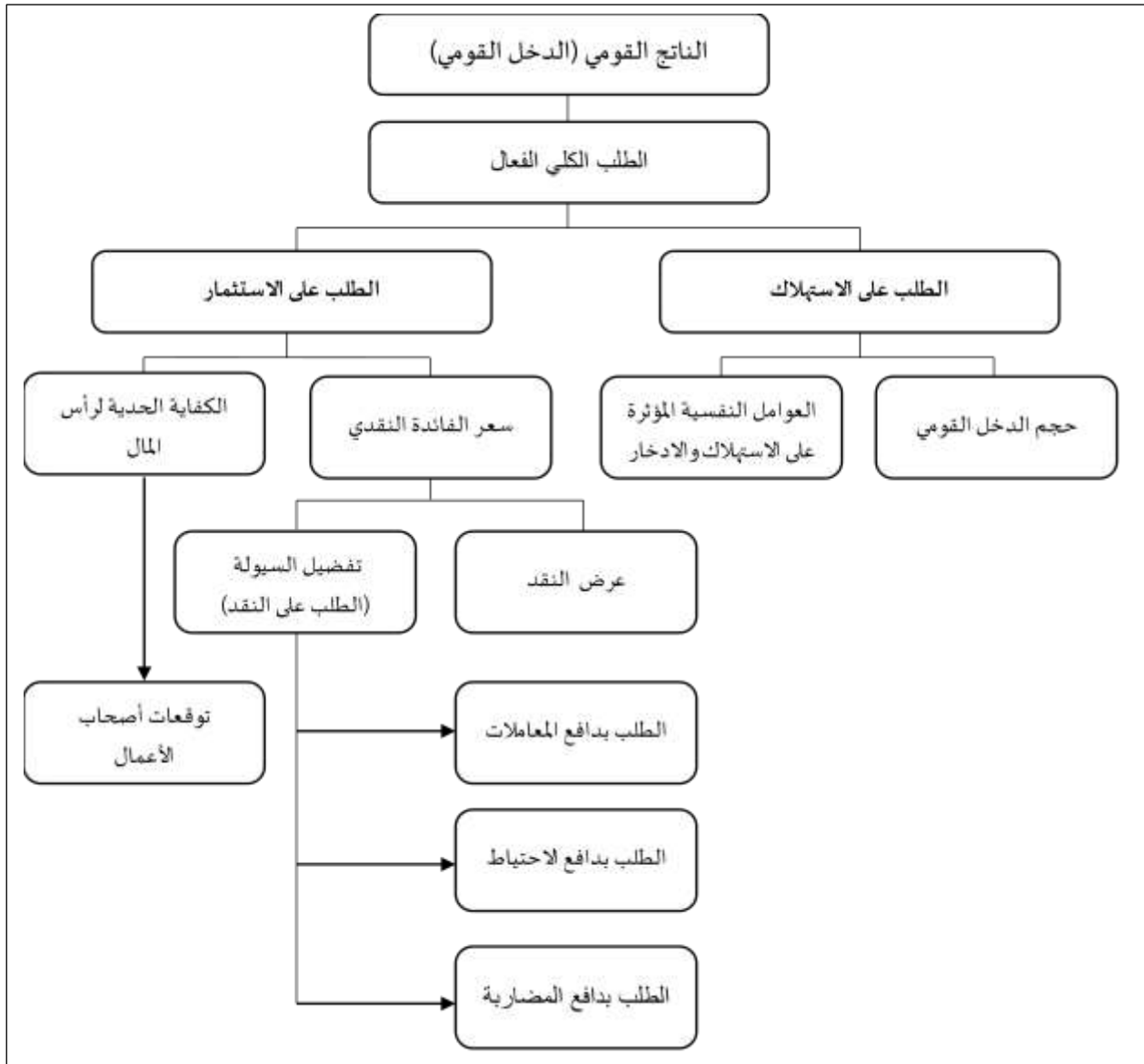
لقد بين كينز أن مقدار الإنتاج الكلي الذي يحققه المنتجون في كل فترة زمنية يتوقف على مقدار الطلب الكلي الفعال (Effective Demand) خلال تلك الفترة. وتفسير ذلك يعني أنه لو أنتج المنتجون أكثر مما يطلب فعلا من هذا الإنتاج في السوق، فإن كمية من إنتاجهم ستبقى دون تصريف، أي سيحقق فائض في عرض السلع بالقياس إلى حجم الطلب الفعال، الأمر الذي يؤدي إلى انخفاض أسعار السلع المعروضة في السوق، ثم انخفاض حجم الأرباح التي يحصل عليها المنتجون، مما يدفعهم إلى تقليص حجم إنتاجهم ومن ثم تخفيض حجم تشغيلهم للأيدي العاملة وصولا إلى المستوى الذي يتساوى عنده العرض مع الطلب من السلع في السوق.

أما عندما ينتج المنتجون قدرا أقل من السلع، بحيث يكون الطلب الفعال أكبر من حجم المعروض السلعي في السوق، فسيترتب على ذلك ارتفاع أسعار السلع المعروضة، مما يدفع بالمنتجين إلى زيادة حجم إنتاجهم من هذه السلع وزيادة تشغيلهم للأيدي العاملة في الفترة اللاحقة، وزيادة حجم المعروض السلعي هذه ستؤدي إلى الانخفاض النسبي حتى يتساوى العرض مع الطلب من السلع في السوق.

لذا فإن كينز يقرر أن مستوى التشغيل وحجم الإنتاج ثم مقدار الدخل القومي، يتوقف بالدرجة الأساسية على حجم الطلب الكلي الفعال (محمد نوري الشمري، 2006، صفحة 271). ويقصد بالطلب الفعال الرغبة في شراء السلع والخدمات مصحوبة بالقدرة الشرائية في ذلك خلال فترة زمنية معينة.

يتوقف الطلب الكلي الفعال على العوامل الموضحة في الشكل الموالي:

الشكل رقم (01-04): العوامل التي يتوقف عليها الطلب الكلي الفعال (نموذج كيز المبسط)



المصدر: (محمد نوري الشمري، 2006، صفحة 272)

- كما يتضح من الشكل التوضيحي رقم (01-04)، فإن العامل الذي يحدد حجم الإنتاج وحجم التشغيل ومن ثم حجم الناتج القومي (الدخل القومي) هو مقدار الطلب الكلي الفعال، وهذا الأخير تحدده العناصر التالية:
- الطلب على سلع الاستهلاك.
  - الطلب على سلع الإنتاج (الطلب على الاستثمار).

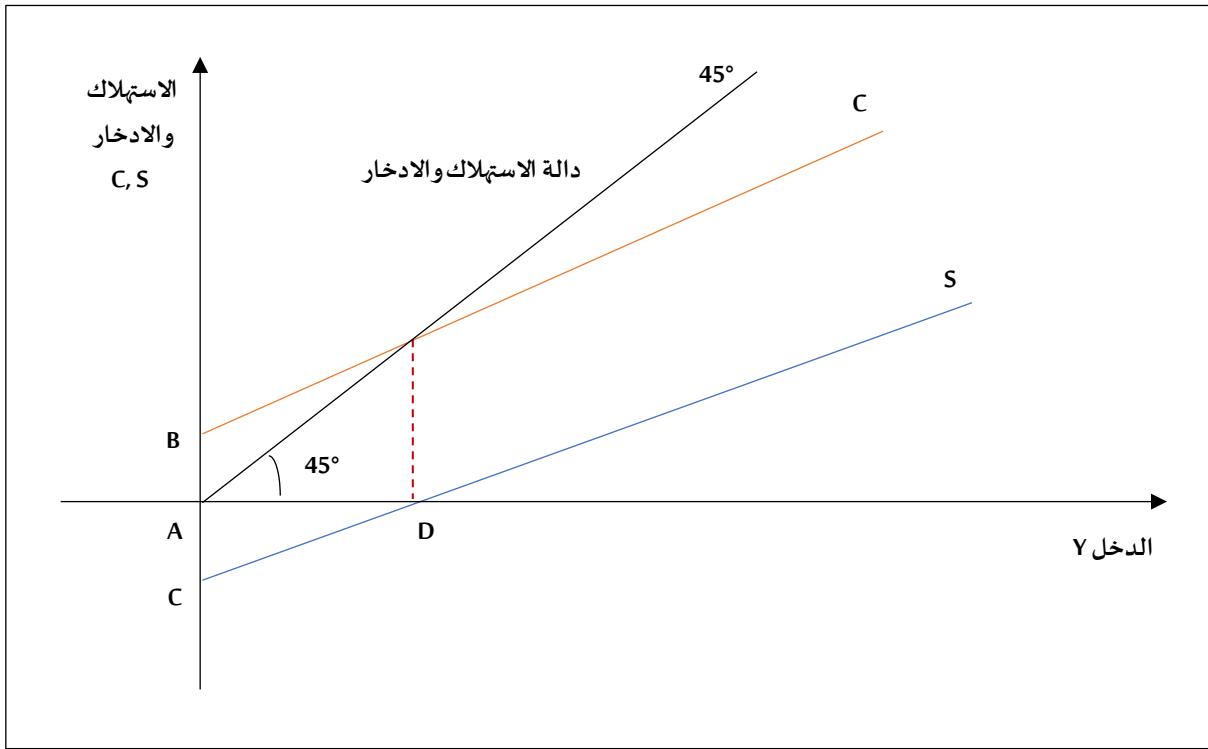


## 2. العوامل المحددة للطلب على الاستهلاك:

يعتبر حجم الدخل ومجموع الدوافع النفسية المختلفة، والمتحكمة في الاستهلاك والادخار من أهم العوامل التي يتوقف عليها الطلب على الاستهلاك. فكلما انخفض الدخل كان الجزء المخصص للادخار قليلاً. ويطلق كينز على العلاقة بين الدخل والاستهلاك مصطلح الميل الحدي للاستهلاك، ويمثل النسبة بين ما يتحقق من زيادة في الاستهلاك المتولدة عن الزيادة في الدخل. أما الميل الحدي للادخار فيمثل النسبة بين ما يتحقق من زيادة في الادخار المتولدة عن الزيادة في الدخل (حسين الوادي، محمد سمحان، وأحمد سمحان، 2010، صفحة 52).

يمكن تمثيل العلاقة بين الدخل والانفاق الاستهلاكي بيانياً، حسب الشكل التالي:

الشكل رقم (04-02): منحنى دالة الاستهلاك والادخار



المصدر: (بوفاسة، 2018، صفحة 47)

الميل الحدي (أو المتوسط) للاستهلاك + الميل الحدي (أو المتوسط) للادخار = 1

حسب هذا المنحنى، نلاحظ أن الادخار قد يكون سالبا (النقطة C) مما يدل على أن الإنفاق الاستهلاكي أكبر من مستوى الدخل ويغطي ذلك عن طريق الاقتراض.

### 3. العوامل التي يتوقف عليها الطلب على الاستثمار:

المقصود بالطلب على الاستثمار، الطلب على سلع الإنتاج من آلات ومعدات ومكان وموارد أولية وغيرها من مستلزمات إنتاجية أخرى. ويبين كينز أن قرار الاستثمار يعتمد على الموازنة بين الكفاية الحدية لرأس المال وسعر الفائدة النقدي.

1.3 الكفاية الحدية لرأس المال (Marginal Efficiency Of Capital, MEC): تمثل تلك العلاقة بين معدل الفائدة (تكاليف الاقتراض) والأرباح المحصل عليها من استثمار الأموال المقترضة، حيث أن المستثمر لا يقدم على استثمار جديد إلا إذا توقع أن يحصل على أرباح إضافية منه تعادل الفائدة المدفوعة على المبلغ المقترض للمستثمر، لذلك تعتبر الكفاية الحدية لرأس المال بمثابة سعر الخصم الذي يجعل القيمة الحالية للغلات السنوية المتوقعة من الاستثمار في أصل معين خلال مدة حياته مساوية تماما ثمن تكلفته الشرائية (بوفاسة، 2018، صفحة 47).

$$I_0 = \frac{R_1}{(T+1)^1} + \frac{R_2}{(T+1)^2} + \frac{R_3}{(T+1)^3} + \dots + \frac{R_n}{(T+1)^n}$$

حيث أن:

$I_0$ : القيمة الأصلية للاستثمار.

$R_1, R_2, \dots, R_n$ : الغلات (الإيرادات) السنوية المتوقعة.

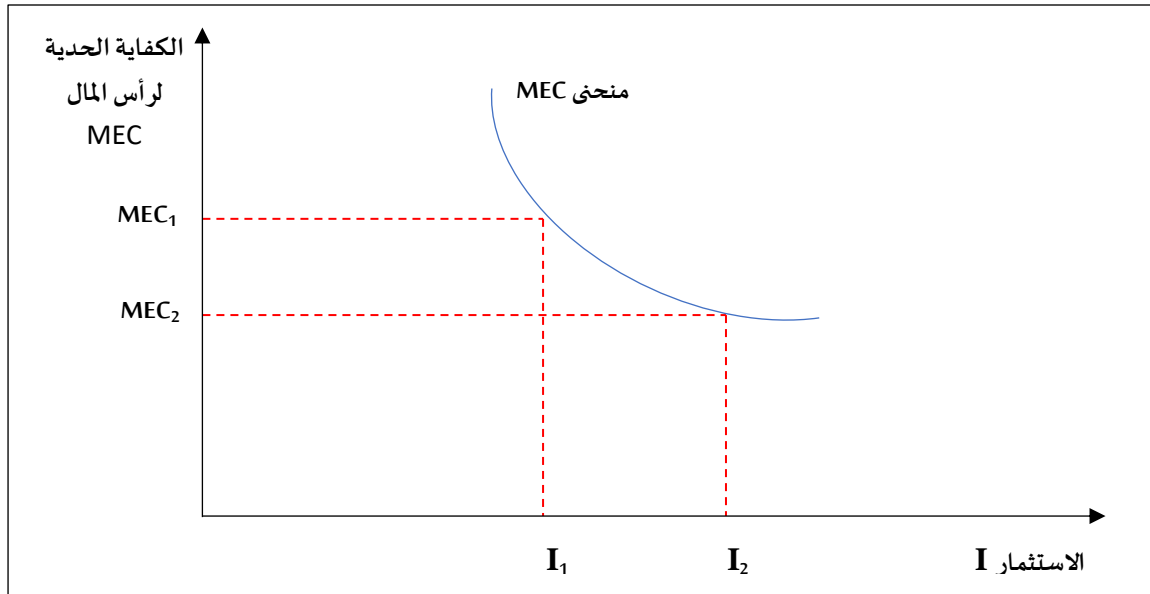
$T$ : الكفاية الحدية لرأس المال (سعر الخصم).

يقرر كينز أنه كلما ارتفع حجم نوع معين من الاستثمار انخفضت الكفاية الحدية لهذا النوع من الاستثمار لسببين (محمد نوري الشمري، 2006، صفحة 277).

السبب الأول: يتمثل في أن زيادة عرض هذا النوع من الاستثمار، يؤدي إلى زيادة عرض منتجاته مما يترتب عليه انخفاض أسعار هذه المنتجات ثم انخفاض الإيرادات المتوقعة من الوحدة الإضافية.

السبب الثاني: يتمثل في أن زيادة رأس المال تؤدي إلى ارتفاع ثمن عرضه نتيجة لارتفاع أسعار المواد الأولية وأجور العمال والخدمات الأخرى اللازمة للإنتاج. لذلك كلما ارتفع الاستثمار انخفضت حصيلته إيراداته المتوقعة وارتفعت معه نفقات الاحلال، وهذا يعني انخفاض الكفاية الحدية لرأس المال، كما يتضح في الشكل الموالي:

الشكل رقم (03-04): حجم الاستثمارات ومنحنى الكفاية الحدية لرأس المال



المصدر: (محمد نوري الشمري، 2006، صفحة 278)

من الشكل التوضيحي يظهر أنه كلما ارتفع الاستثمار من  $(I_1)$  إلى  $(I_2)$  انخفضت الكفاية الحدية لرأس المال من  $(MEC_1)$  إلى  $(MEC_2)$ .

### 2.3. العوامل التي يتوقف عليها سعر الفائدة:

يمثل سعر الفائدة المبلغ الذي يدفعه المستثمر مقابل الحصول على تكاليف الاستثمار في الحال. أي أنه المبلغ الذي يدفعه أصحاب المشروعات على رأس المال النقدي المقترض من السوق النقدي أو السوق المالي، والمخصص لإقامة مشاريع جديدة أو شراء سلع إنتاج.

أعطى كينز اهتماما كبيرا لمعدل الفائدة من حيث تأثيره على قرارات الاستثمار برغم تأكيده أن هناك حدا أدنى يمكن أن يصل إليه سعر الفائدة ولا ينخفض دونه.

لقد عد كينز سعر الفائدة ظاهرة نقدية (Monetary Phenomenon) وليس ظاهرة عينية كما افترضها الكلاسيك)، ويتحدد سعر الفائدة في السوق النقدية على أساس تفاعل العوامل النقدية وهي عرض النقود والطلب عليها. وسعر الفائدة يدفع لمن لديه النقود ومستعد للتخلي عنها فترة من الزمن، بعبارة أخرى ان سعر الفائدة عبارة عن ثمن التخلي عن السيولة.

أما طلب النقود فيمثل كمية النقود التي يرغب ويقدر الأفراد أن يحتفظوا بها بصورة أصول سائلة.

#### 4. الطلب على النقود عند كينز (تفضيل السيولة):

يعبر كينز عن الطلب على النقود بمصطلح التفضيل النقدي أو تفضيل السيولة (Liquidity Preference)، وقد حدد كينز الدوافع التي تحدد تفضيل السيولة من قبل الأفراد، كما يلي (محمد نوري الشمري، 2006، صفحة 280):

1.4. **دافع المعاملات (Transaction Demand for Money):** عادة ما يرغب الأفراد بالاحتفاظ بالنقود بصورة سائلة كأرصدة نقدية (Cash Balance)، بهدف مواجهة نفقاتهم الجارية المتعلقة بمشترياتهم من السلع والخدمات الاستهلاكية خلال الفترة الممتدة من بداية تسلمهم للدخل وحتى نهاية هذه الفترة. لهذا فإنهم يحتفظون بالنقود لغرض تغطية هذه النفقات التي تكون بأوقات متتابة ومنفصلة عن لحظة تسلمهم للدخل سواء كانت لحظة التسلم هذه أسبوعية أو شهرية.

ويلاحظ عن هذا الدافع الكينزي أنه لا يختلف عما بينه الكلاسيك من احتفاظ الأفراد بأرصدة سائلة لتمويل نفقاتهم الاستهلاكية.

أما عن العوامل التي تحدد كمية الأرصدة النقدية التي يتم الاحتفاظ بها لأغراض المعاملات في الظروف العادية هي المستوى العام للأسعار ومستوى العمالة. إلا أن العامل المهم والأساسي الذي يعتمد عليه الطلب على النقود لدافع المعاملات هو الدخل، باعتبار أن العوامل الأخرى لا تتغير في العادة في مدة قصيرة (بلعزوز، 2008، صفحة 51)، ومنه:

$$DT = f(Y)$$

حيث:

DT: فالطلب على النقود لغرض المعاملات.

Y: الدخل.

2.4. **دافع الاحتياط (Precautionary Demand for Money):** يحتفظ الأفراد بالنقود لغرض مواجهة الظروف والأحوال الطارئة وغير المتوقعة والتي تستوجب منهم إنفاقا نقديا معينا. كما يمكن فضلا عن أنهم يحتفظون بالنقود لغرض تسديد ما بذمتهم من ديون والوفاء بالتزاماتهم النقدية. في فترة مستقبلية معينة. وتحفظ المشاريع أيضا بنقود سائلة لغرض مواجهة ما تصمم على تنفيذه من استثمارات جديدة مقترحة في المستقبل. وهي تسعى للحصول على النقود قبل البدء بتنفيذها للاستثمار الجديد بغية تأكدها من امكان التنفيذ قبل الشروع فيه. ويمكن أن يدخل هذا الدافع ضمن دافع الاحتياط.

يتوقف الطلب على النقود لغرض الاحتياط على مستوى الدخل بالإضافة إلى عوامل أخرى أقل أهمية كطبيعة الفرد والظروف النفسية المحيطة به، ودرجة عدم التأكد السائدة في المجتمع (فترة الأزمات)، ومدى استقرار ظروف قطاع الأعمال... الخ، باعتبار أن هذه العوامل لا تتغير عادة في المدى القصير، فالطلب على النقود بدافع الاحتياط هو دالة لمتغير الدخل (بلعزوز، 2008، صفحة 52).

$$DP = f(Y)$$

حيث:

DP: فالطلب على النقود لغرض الاحتياط.

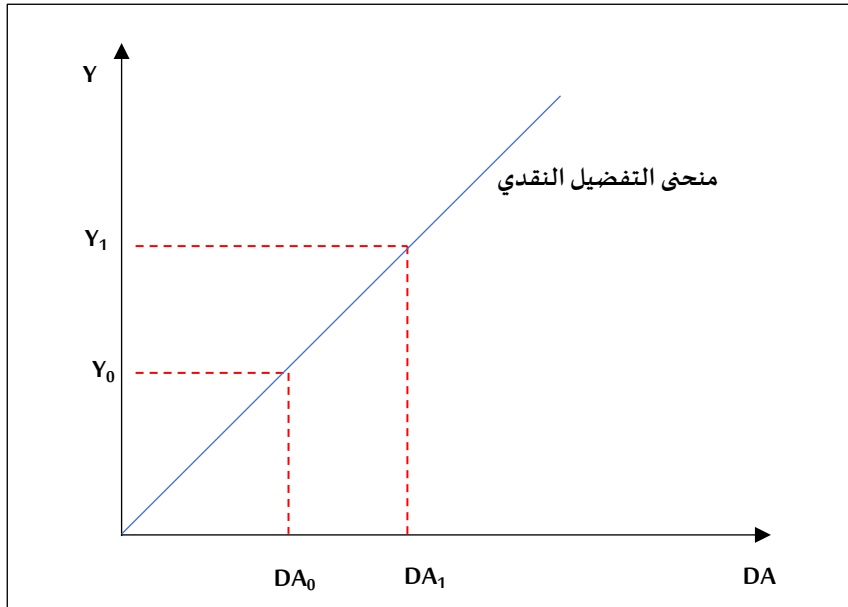
Y: الدخل.

يمكن التعبير عن الطلب على النقود لغرض المعاملات والاحتياط (DA) رياضياً في صورة المعادلة التالية:

$$DA = f(Y)$$

كما يمكن التعبير عن العلاقة الرياضية التي تربط بين الطلب على النقود بدافع المعاملات والاحتياط (DA) وبين الدخل (Y) بيانياً في الشكل الموالي.

الشكل رقم (04-04): منحنى التفضيل النقدي للمعاملات والاحتياط



المصدر: (بلعزوز، 2008، صفحة 53)

بما أن دالة الطلب على النقود لغرض المعاملات والاحتياط لا علاقة لها بسعر الفائدة من منظور كينز، فيمكن التعبير عن العلاقة بين هذا النوع من الطلب على النقود وبين سعر الفائدة بيانياً كما هو موضح في الشكل التالي:

الشكل رقم (04-05): العلاقة بين سعر الفائدة ودوافع الطلب على النقود للمعاملات والاحتياط



المصدر: (بلعوز، 2008، صفحة 53)

يمثل الطلب على النقود العاملة (DA) بخط موازي للمحور الرأسي (سعر الفائدة) الذي يعبر عن عدم حساسية الطلب على النقود لذلك الغرض، وبالتالي عدم مرونته لسعر الفائدة.

3.4. دافع المضاربة (Speculative Demand for Money): يحتفظ الأفراد بالنقود بهدف الاستفادة من تقلبات الأسعار التي يتوقعون حدوثها في أسواق الأوراق المالية. فإذا كانت قيمة السندات مرتفعة حالياً بالنسبة إلى توقعات الأفراد لما ستكون عليه أسعارها في المستقبل، فسبادرون إلى بيع ما لديهم من سندات للاحتفاظ بثمنها بصورة نقود سائلة حتى لا يضطروا إلى بيعها بخسارة في المستقبل. أما إذا كانت قيمة السندات منخفضة حالياً بالقياس إلى المستقبل، أي يتوقع الأفراد ارتفاع أسعارها مستقبلاً، فإنهم سيخصصون جزءاً من دخلهم النقدي لشراء المزيد من السندات أو يتوجهون إلى الاقتراض من السوق لشراء سندات جديدة بغية بيعها في المستقبل وتحقيق الأرباح المتوقعة من ارتفاع أسعارها (محمد نوري الشمري، 2006، صفحة 281).

إن الطلب على النقود بدافع المضاربة سيكون شديد المرونة بالنسبة لتغيرات سعر الفائدة (الشكل الموالي)، بحيث تقوم علاقة عكسية بين دالة الطلب على النقود لغرض المضاربة وبين سعر الفائدة، ويمكن كتابة ذلك رياضياً، على النحو التالي:

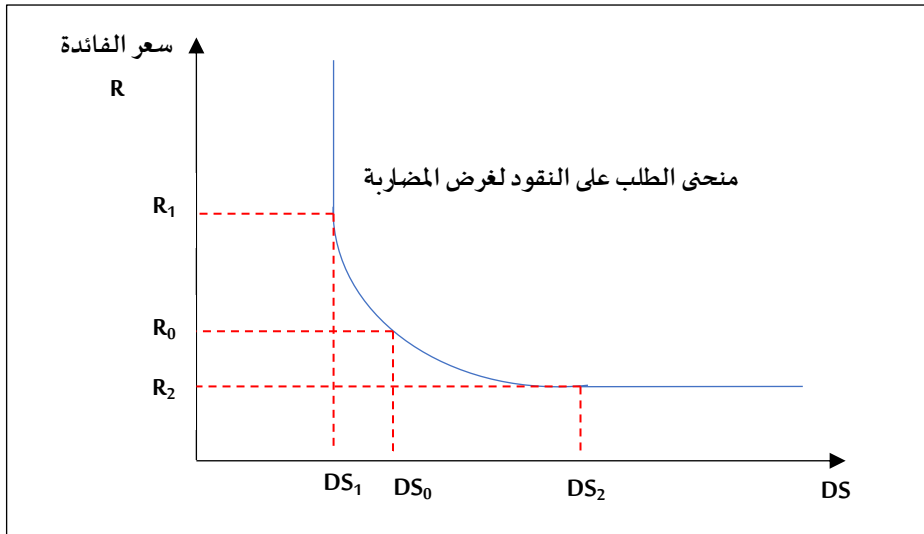
$$DS = f(R)$$

حيث:

DS: الطلب على النقود لغرض المضاربة.

R: سعر الفائدة.

الشكل رقم (04-06): منحى الطلب على النقود لغرض المضاربة



المصدر: (بلعزوز، 2008، صفحة 54)

من الشكل أعلاه، نلاحظ أنه عند مستوى مرتفع جداً لسعر الفائدة ( $R_1$  أعلى)، يتجه الأفراد والمشروعات إلى استثمار كل الأموال التي بحوزتهم في شراء سندات، ومن ثم يكون الطلب على النقود لدافع المضاربة عند هذا المستوى عديم المرونة فيعبر عنه بخط مستقيم موازي للمحور الرأسي.

عندما يكون سعر الفائدة منخفض جداً، كما هو الحال عند ( $R_2$ )، يفضل الأعوان الاقتصادية الاحتفاظ بأموالهم في صورة سيولة، فيكون الطلب على النقود حينئذ مرناً مرونة لانهاية بالنسبة لسعر الفائدة، فيكون منحى دافع المضاربة خط موازي للمحور الأفقي. ويبين هذا الخط أنه لا يجد عنده الأفراد ورجال الأعمال أي فائدة من استثمار أرصدهم السائلة في شراء سندات، وهي الحالة التي أشار إليها كينز بمصيدة "فخ" السيولة، (Liquidity Trap) والتي يستند إليها عادة في تفسير عدم نجاعة وفعالية السياسة النقدية في فترة الكساد.

يلاحظ أن الدالة لا تتناقص بعد حد معين لسعر الفائدة، وقد كان هذا محل تساؤل لماذا لا ينخفض سعر الفائدة إلى الصفر؟

الجواب على ذلك من قبل العديد من الاقتصاديين وعلى رأسهم كينز، حيث يرى في الواقع أن سعر الفائدة ينبغي ألا ينزل عند حد معين (أدنى) نظراً لأن النقود والسندات ليست بديل كاملة، فتوجد دائماً نفقة معينة ينبغي تحملها في مقابل تحويل النقود إلى سندات، ومن ثم لابد من توافر حد أدنى من العائد لإقناع من يريد إقراض أمواله بتحمل هذه التكلفة (بلعزوز، 2008، صفحة 55).

## 5. دالة الطلب الكلي على النقود (سعر الفائدة التوازني):

يشمل الطلب الكلي على النقود عند كينز على الطلب على النقود بدافع المعاملات والاحتياط وبدافع المضاربة، وعليه يمكن الحصول على دالة الطلب الكلي للنقود والتي يطلق عليها "دالة التفضيل النقدي" حسب الصيغة التالية:

$$DG = DA + DS$$

$$DG = F(Y, R)$$

حيث:

DG: دالة الطلب الكلي على النقود.

DA: دالة الطلب على النقود بدافع المعاملات والاحتياط.

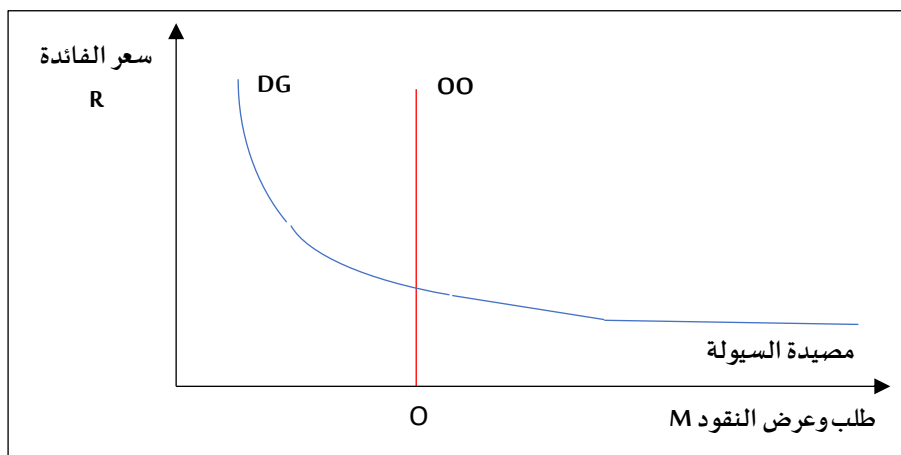
DS: دالة الطلب على النقود بدافع المضاربة.

Y: الدخل النقدي.

R: سعر الفائدة.

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

الشكل رقم (07-04): توازن سعر الفائدة في نظرية التفضيل النقدي



المصدر: (بلعوز، 2008، صفحة 56)



## 6. الانتقادات الموجهة للنظرية الكينزية:

من أهم الانتقادات التي وجهت للنظرية الكينزية نذكر ما يلي:

- ربط الطلب على النقود لدافع المعاملات ودافع الاحتياط بمستوى الدخل فحسب، لا يدل على الحقيقة كلها. ذلك أن حجم الطلب النقدي من أجل المعاملات ودافع الاحتياط يتوقف أيضا على حجم الإنفاق الذي يباشره العون الاقتصادي، إلى جانب مستوى دخله. والدخل المرتفع لا يؤدي بالضرورة، وبصفة دائمة، إلى الاحتفاظ بقدر أكبر منه لإجراء المعاملات والاحتياط. غير أن هذا لا ينفي العلاقة التناسبية الطردية بين حجم الدخل وحجم الطلب النقدي من أجل المعاملات، وهي علاقة ملحوظة في الميدان.

- أوضح كل من وليام بومول (W. Baumol, 1952) وجيمس توبن (J. Tobin, 1956)، أن الطلب على النقد من أجل المعاملات يعتمد أيضا على معدل الفائدة. فهما يؤكدان أنه لا حاجة للاحتفاظ بالنقد بين فترة استلام النقد وبين فترة إنفاقه (وهو يتم في فترة لاحقة)، ولذلك فإن كل من الأفراد والمؤسسات يوظفون ذلك المبلغ في شراء سندات الخزينة أو بعض الأصول ذات العائد، وبيعها قبل تواريخ إجراء المعاملات المستهدفة (إيدجمان، 1988، صفحة 236).

- لم يشير "كينز" إلى التغيرات في مستوى الدخل التي تؤثر على سعر الفائدة لأنه اعتقد أن سعر الفائدة يتحدد بتلاقي منحنى عرض النقود مع منحنى الطلب على النقود لأغراض السيولة، لهذا اعتبر سعر الفائدة ظاهرة نقدية في التحليل الكينزي، هذا بالإضافة إلى أن من الصعب تحديد الطلب على النقود لأغراض السيولة النقدية دون معرفة مستوى الدخل الذي يؤثر على الطلب على النقود للأغراض المختلفة التي ذكرها كينز.

- إن التحليل الكينزي يقرر أن سعر الفائدة يتحدد بعامل واحد فقط، يتمثل في الطلب على النقود لأغراض السيولة، في حين توجد عوامل أخرى لا تقل أهمية في تحديد سعر الفائدة، وفي مقدمة هذه العوامل الدخل.

- لم تتناول النظرية النقدية الكينزية توضيح مستوى سعر الفائدة في الأجل الطويل، وإنما اكتفى كينز بإيضاح العوامل المحددة لسعر الفائدة في الأجل القصير. وهذا إهمال لأثر الزمن في تقرير سعر الفائدة خاصة في أسواق الائتمان المصرفي (محمد نوري الشمري، 2006، صفحة 317).

## الفصل الخامس: النظرية النقدية

### المعاصرة (نظرية فريدمان)

بعد الانتهاء من هذا الفصل، يجب أن يكون

الطالب قادراً على معرفة:

1. فرضيات التحليل النقدي
2. النقود في النظرية النقدية المعاصرة
3. دالة الطلب على النقود عند فريدمان
4. تقييم نظرية فريدمان

### تمهيد:

بعد تراجع نظرية كمية النقود الكلاسيكية على مسرح الفكر الاقتصادي لفترة عقدين من الزمن تقريبا، أعاد الحياة لهذه النظرية في عام 1956 الاقتصادي المشهور ملتون فريدمان أستاذ الاقتصاد في جامعة شيكاغو الأمريكية والذي نشر نظريته في مقالته المشهورة "The Quantity Theory of Money: Arestament"، وذلك بتحويل النظرية الكلاسيكية القديمة إلى نظرية حديثة للطلب على النقود، وجعل كمية النقود المؤثر الرئيس في مستوى الطلب الكلي والدخل والأسعار، ولهذا أطلق على هذه النظرية الحديثة اسم النظرية النقودية وعلى ملتون فريدمان ومؤيديه من المفكرين اسم "مدرسة شيكاغو Chicago School".

### 1. فرضيات التحليل النقدي:

أهم تحاليل فريدمان في بناء النظرية الكمية المعاصرة، ركزت على الطلب بشكل موسع، ويرى أن النقود تختلف تبعا لنوع استخدامها وأسباب حيازتها وشروط التنازل عنها، وقبل تحليله لمفهوم الثروة والأسعار والأشكال البديلة للثروة والأذواق، وضع فريدمان الفرضيات التالية (خليل، مبادئ الاقتصاد النقدي والمصرفي: مفاهيم أولية وتطبيقات حول النقود والنظريات النقدية، 2012، صفحة 327):

- عرض النقود مستقل عن الطلب عليها.
- دالة الطلب على النقود ( $M_D$ ) مستقرة، ناجمة عن استقرار كامل في توزيع الدخل الوطني.
- رفض تحليل كينز فيما يخص مصيدة السيولة في ( $M_D$ ).
- ربط شروط الطلب على السلع والخدمات بنفس شروط الطلب على النقد.

### 2. النقود في النظرية النقدية المعاصرة:

#### 1.2. عرض النقود:

يعتبر فريدمان أن عرض النقود متغير خارجي، كما يرى أن التغير في المعروض النقدي لابد أن يتماشى مع معدل النمو الاقتصادي، حيث أن عرض النقود ليس له أثر في المدى الطويل على النشاط الاقتصادي، بل له أثر فقط على مستوى الأسعار، وفي المدى القصير يؤثر تأثيرا مباشرا على الإنفاق ومنه على الدخل، وعلى هذا الأساس يتبين الدور الفعال للسياسة النقدية، ويجب على السلطات النقدية التحكم في المعروض النقدي عن طريق استخدامها للوسائل المؤثرة على السيولة، وذلك لأن التغيرات الخاصة بالعرض النقدي هي العامل المحدد للنشاط الاقتصادي.

#### 2.2. الطلب على النقود:

حسب فريدمان فإن الطلب على النقود يتوقف على الاعتبارات التالية:

1.2.2. الثروة الكلية: والتي يمكن أن تحوزها الوحدات الاقتصادية وهي المحدد الأساسي للطلب على النقود وتشمل جميع العناصر البشرية وغير البشرية، ولقد ميز فريدمان بين خمسة أشكال من الأصول المكونة للثروة وهي: النقود والأصول النقدية (السندات) والأصول المالية (الأسهم) والأصول الطبيعية (رأس المال العيني) ورأس المال البشري ويرتبط الطلب على النقود بتوزيع الثروة على أشكالها هذه وفقا للعائد المحقق من كل نوع من هذه الأصول والمفاضلة بينها (محمود معتوق، 1988، صفحة 182).

2.2.2. الأسعار والعوائد: يوزع الفرد ثروته على الأشكال السابقة وفقا للمنفعة التي يحصل عليها منها بالشكل الآتي (محمد نوري الشمري، 2006، صفحة 326):

أ. النقود (Money): وهي أصل من أصول الثروة يعطي عائدا يتمثل في الراحة والسهولة والأمان. وهذه النقود من وجهة نظر الوحدة الاقتصادية الإنتاجية تمثل سلعة رأسمالية أو عنصرا من عناصر الإنتاج، ويتظاهر هذا العنصر مع بقية عناصر الإنتاج في انتاج السلع وتوزيعها. كما يمكن للنقود أن تحقق عوائد عند إيداعها في المصارف.

ب. السندات (Bonds): وهي أصل من أصول الثروة تحقق عائدا لصاحبها يتمثل في سعر الفائدة الممنوح على السندات، ويتوقف مقدار هذا العائد على المستوى العام للأسعار ومعدل التغير في سعر الفائدة.

ج. الأسهم (Stocks): وهي أصل نقدي من أصول الثروة تتحدد عوائده على أساس الأرباح ومعدل تغيرها وعلى المستوى العام للأسعار بسبب تغير قيمتها خلال الزمن.

د. الأصول الطبيعية (Physical Assets): وهي تمثل رأس المال المادي (مثل الآلات)، وهذه الأصول جزء من مكونات الثروة. ويتوقف عائد الأصول الطبيعية على المستوى العام للأسعار ومعدل تغيرها والاندثارات التي تصيب هذه الأصول.

هـ. رأس المال البشري (Human Capital): من الصعوبة تحديد العائد من رأس المال البشري إلا أن هناك علاقة (نسبة) بين رأس المال البشري ورأس المال المادي، حيث يوجد دائما تقييم بين الثروة البشرية والغير بشرية في قائمة الأصول، ومن هنا يمكن أن يكون هناك معامل بين الثروة البشرية والثروة المادية، أي أن يكون هناك تدفق من الثروة البشرية (بلعزوز، 2008، صفحة 71).

3.2.2. الأذواق وترتيب الأفضليات لدى الحائزين على الثروة: إن المعايير الكمية السابقة ليست وحدها التي تعمل على تحديد حجم الطلب على النقود، بل توجد عوامل أخرى ذات طابع نوعي بالأساس لها دور في ذلك. وقد تؤدي هذه العوامل إلى القيام باختيارات تختلف عن تلك التي قد تبني فيما لو تم الاعتماد على العناصر الكمية

فقط. ويتمثل هذا العامل الكيفي في أذواق طالبي النقود وتفضيلاتهم الخاصة والتي تتحدد بشكل عام على أساس دوال منفعتهم (لطرش ا.، الاقتصاد النقدي والبنكي، 2015، صفحة 85).

### 3. دالة الطلب على النقود عند فريدمان:

كسابقه تساءل فريدمان عن السبب الذي يدفع الأفراد للاحتفاظ بالنقد، وتحليل هذه الأسباب، لم يقد فريدمان بتحديد دوافع معينة كما فعل كينز، بل افترض أن النقود أصل من الأصول، وبالتالي تتأثر بنفس العوامل التي تؤثر في الطلب على الأصول الأخرى. وأن الثروة هي المحدد الرئيسي في دالة هذا الطلب، بالإضافة إلى العوامل المتوقعة من الأصول الأخرى مقارنة بعوائد النقد نفسه.

كما افترض فريدمان أن الأفراد يرغبون بكمية حقيقية من الأرصة وليست كمية اسمية، وقد عبر عن ذلك كله بالصيغة التالية (حداد وهدلول، 2005، صفحة 120):

$$\frac{M_D}{P} = F(y_p, r_b - r_m, r_e - r_m, \pi^e - r_m, h - r_m)$$

+            -                    -                    -                    -

حيث أن:

$M_D/P$ : الطلب على النقود كأرصدة حقيقية.

$y_p$ : الثروة.

$r_m$ : العوائد المتوقعة من النقود.

$r_b$ : العوائد المتوقعة من السندات.

$r_e$ : العوائد المتوقعة من الأسهم.

$\pi^e$ : معدل التضخم المتوقع.

$h$ : الثروة البشرية.

تدل الإشارة الموجبة إلى العلاقة الطردية، كما تدل الإشارة السالبة إلى العلاقة السلبية.

بتحليل أعمق، يفترض فريدمان أن الطلب على أرصة حقيقية من النقود، يتأثر إيجاباً بثروة الأفراد والتي عبر عنها بالدخل الدائم (Permanent Income) ويقصد به الدخل المتوقع الحصول عليه وعلى المدى الطويل، وقد خالف بذلك التحليل الكلاسيكي والذي عبر عن الثروة بالدخل الجاري، وقد علل فريدمان اختياره للدخل الدائم بأنه أقل تقلباً، وعلى المدى الطويل وفي مختلف الحالات الاقتصادية من الدخل الجاري، وهذا يعني أن الطلب على النقود نفسه لن يتقلب بشكل واضح في الدورات الاقتصادية المختلفة.

كما افترض فريدمان أيضا أن ثروة الأفراد تأخذ أشكال متعددة بالإضافة إلى النقود، وقسمها إلى ثلاث تصنيفات رئيسية هي الأسهم والسندات والسلع، وأن الحافز وراء امتلاك هذه الأموال هو العائد المتوقع منها مقارنة مع العائد المتوقع من النقود نفسها، وكلما زاد هذا العائد كلما قل الطلب على النقود (علاقة سلبية). ويتأثر الطلب على النقود أساسا بعاملين هما الخدمات المقدمة من المصارف لمودعيها وسعر الفائدة على هذه الودائع، فكلما زادت هذه العوامل كلما زاد الطلب على النقود وقل على الأصول الأخرى.

وقد تم التعبير عن قيمة السلع بمعدل التضخم وهو العائد المتوقع من بيع هذه الأصول بالمستقبل وتحقيق أرباح رأسمالية، وهذه الأرباح تساوي معدل التضخم المتوقع.

أما (h) الثروة البشرية (وهي لا تلعب دورا أساسيا في تحديد نظرية الطلب على النقود عند فريدمان)، فهي تعني أن الدخل القادم إذا كان في معظمه من الخبرات البشرية، فإن الأفراد سيرغبون بالاحتفاظ بالنقود بشكل سائل أكثر وذلك لأن هذا الدخل بطبيعته غير سائل، وهنا تصبح العلاقة سلبية بين الدخل البشري والنقود (حداد و هدلول، 2005، صفحة 122).

#### 4. تقييم نظرية فريدمان:

لم تخل نظرية فريدمان من الانتقادات والمآخذ مثلها مثل النظريات التي سبقتها، إلا أن هذه النظرية، وما جاء به المفكرون ما بعد فريدمان (النقديون المحدثون) من تحسينات قد أعطت أهمية إلى الثروة بشكلها المادي والبشري، بالإضافة إلى الأسعار والعوائد المرتبطة بالاحتفاظ بالثروة ثم الأذواق وترتيب الأولويات بدرجة ثانية. بصفة عامة يمكن تلخيص تقييم النظرية في النقاط التالية (بوفاسة، 2018، صفحة 71):

- أن الدخل الدائم يتسم بالاستقرار، مما يعني أن دالة الطلب النقدي تتسم بالاستقرار كذلك، وهذا الأمر يحمل الكثير من الشك بسبب تعدد العوامل المحددة لهذا الطلب.
- أن النقود مثل الأصول الرأسمالية الأخرى، تولد دخلا، مما يجعلها بديلة لها، أي يمكن للأفراد أن يختاروا بين النقود أو الأصول الرأسمالية، ومن ثم فإن التغير في كمية النقود يؤثر مباشرة في الإنفاق الكلي، مما يعني أن للسياسة النقدية أهميتها في الحياة الاقتصادية أكثر من أهمية السياسة المالية (وهذا عكس النظرية الكينزية).
- يمتاز العائد المتحصل من النقود بعدم الثبات النسبي (عكس كينز)، حيث أن ارتفاع وانخفاض أسعار الفائدة في السوق يجعل من عائد النقود (الفوائد) تتغير ولو بشكل نسبي حسب القيود المفروضة على مدفوعات الفوائد.
- إن تغير أسعار الفائدة له أثر ضعيف على الطلب على النقود (عكس كينز)، وقد يرجع ذلك إلى إغفاله لدافع المضاربة كسبب أساسي لحيازة النقود، أما الدخل الدائم فهو العامل الأكثر تأثيرا على هذا الطلب.

- أن هناك علاقة مباشرة وقوية بين العرض الكلي للنقود والطلب الكلي للنقود، حيث أن السياسة النقدية التوسعية تخلق فائضا في تداول النقود، مما يؤدي إلى ارتفاع الإنفاق الكلي، ولهذا فإن فاعلية السياسة النقدية مستقلة عن سعر الفائدة، وعلى الدول أن تعمل على ضبط عرض كمية النقود حتى يكون مناسباً مع حجم الإنتاج كشرط أساسي لاستقرار الأسعار، وهو إجراء يمكن بواسطته معالجة حالة التضخم، ولكن بشكل حذر حتى لا يحدث آثار سلبية، وقد اقترح فريدمان أن يزداد عرض النقود بمعدل من 3% إلى 5% (من خلال استعمال السياسات النقدية) بشكل ثابت يتماشى مع مستوى الدخل (الإنتاج)، وهذه السياسات قد تؤدي إلى نتائج عكسية، أي قد تؤدي إلى الاضطراب بدل التثبيت، ثم أن التحكم في هذه النسبة بشكل يتماشى مع الدخل شيء صعب.

-إن كمية النقود هي المتغير الأساسي لدراسة التقلبات الاقتصادية الكلية، والتضخم يعتبر ظاهرة نقدية بحثية.

## الفصل السادس: السياسة النقدية

### (Monetary Policy)

بعد الانتهاء من هذا الفصل، يجب أن يكون

الطالب قادراً على معرفة:

1. تعريف السياسة النقدية
2. أنواع السياسة النقدية
3. أهداف السياسة النقدية
4. أدوات السياسة النقدية
5. عوامل ضعف السياسة النقدية للدول النامية
6. شروط نجاح السياسة النقدية



### تمهيد:

تعتبر السياسة النقدية إحدى أهم مجالات السياسة الاقتصادية التي تتخذ من المعطيات النقدية موضوعاً لتدخلها، آخذة بعين الاعتبار علاقة النقود بالنشاط الاقتصادي من جهة، ولما يشكله الاستقرار النقدي من مناخ ملائم لممارسة النشاط الاقتصادي من جهة أخرى.

### 1. تعريف السياسة النقدية:

توجد عدة تعريفات للسياسة النقدية نذكر منها:  
يعرف كينت (Kent) السياسة النقدية على أنها: "مجموعة من الوسائل التي تتبعها الإدارة النقدية لمراقبة عرض النقد قصد بلوغ هدف اقتصادي معين كهدف الاستخدام الكامل".  
تعتبر السياسة النقدية عن الاجراءات اللازمة التي تمكن السلطات النقدية من ضبط عرض النقود أو التوسع النقدي ليتماشى وحاجة المتعاملين الاقتصاديين، وهي هدف البنك المركزي في ممارسته للرقابة على النقود، على معدلات الفائدة وعلى شروط القروض.

يعرف (George Pariente) السياسة النقدية على أنها: "مجموع التدابير المتخذة من قبل السلطات النقدية قصد إحداث أثر على الاقتصاد ومن أجل ضمان استقرار أسعار الصرف" (قدي، 2006، صفحة 53).  
كما تعرف السياسة النقدية على أنها: "مجموعة الاجراءات التي تتخذها الدولة في إدارة كل من النقود والائتمان وتنظيم السيولة العامة للاقتصاد" (بلعزوز، 2008، صفحة 112).

هناك تعريف شامل للسياسة النقدية والذي قدمه الاقتصادي (Einzig) وهو أن: "السياسة النقدية تشمل جميع القرارات والاجراءات النقدية بصرف النظر عما إذا كانت أهدافها نقدية أو غير نقدية، وكذلك جميع الاجراءات غير النقدية التي تهدف إلى التأثير في النظام النقدي" (مفتاح، 2005، صفحة 98).  
من خلال التعاريف السابقة فإن أي تعريف شامل وكاف للسياسة النقدية لابد أن يضم مجموعة من العناصر الهامة، وهي (مفتاح، 2005، صفحة 98):

- الاجراءات والأعمال التي تقوم بها السلطات النقدية.
- تستعمل هذه الاجراءات للتأثير على المتغيرات النقدية وبالتأثير في سلوك الأعوان المصرفية وغير المصرفية.
- تهدف السياسة النقدية إلى تحقيق أهداف تحددها السلطات النقدية.

### 2. أنواع السياسة النقدية:

1.2. سياسة نقدية توسعية: تستخدم في حالة الكساد، يسعى من خلالها البنك المركزي إلى زيادة عرض النقود من أجل زيادة الطلب الكلي عن طريق تحقيق مستويات مرتفعة من الدخل، العمالة والاستثمار.

2.2. سياسة نقدية انكماشية (تقييدية): تستخدم في حالة التضخم، وهي السياسة التي يسعى من خلالها البنك المركزي إلى تقليص عرض النقود من أجل خفض التضخم ورفع سعر صرف العملة الوطنية.

### 3. أهداف السياسة النقدية:

يعمل البنك المركزي على تحقيق مجموعة من الأهداف استناداً إلى الأدوات المختلفة للسياسة النقدية، وتنقسم هذه الأهداف إلى قسمين: أهداف نهائية وأهداف وسيطة.

#### 1.3. الأهداف النهائية للسياسة النقدية:

1.1.3. استقرار مستوى الأسعار: يرى البعض أن استقرار الأسعار هو الهدف المركزي للسياسة النقدية من خلال مراقبة الائتمان المصرفي، لأن التغير في الأسعار (عدم استقرارها) يعرض البنيان الاقتصادي لهزات أو أزمات كبيرة بسبب تقلبات الرواج والكساد، ففي حالة التضخم تتعرض العملة لتدهور قيمتها، كما يؤدي التضخم كذلك إلى إحداث أضرار جسيمة بفئة الدائنين ولصالح المدينين، مما يؤدي إلى توزيع سيء للثروة بين الطرفين، هذا فضلاً عن التأثير السلبي للتضخم على صادرات الدولة وبالتالي على ميزان مدفوعاتها. وبالمقابل فإن حالة الكساد ينتج عنها ارتفاع معدلات البطالة، كما تخلف أضراراً وخيمة على عملية التنمية الاقتصادية في الدول.

2.1.3. تشجيع النمو الاقتصادي: تساهم السياسة النقدية من خلال رقابتها على حجم الائتمان وكلفته في دفع عجلة النمو الاقتصادي الذي يعني زيادة مستمرة في الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي للبلد، ويستطيع البنك المركزي إحداث تغييرات في حجم الاحتياطات الكلية للبنوك التجارية وقدرتها على خلق الائتمان والتأثير على حجم الائتمان المصرفي فالسياسة النقدية التوسعية تستطيع الإبقاء على سعر فائدة منخفض مما يشجع على زيادة الطلب على الائتمان والاستثمار والنمو الاقتصادي.

3.1.3. تحسين ميزان المدفوعات: تلعب السياسة النقدية دوراً مهماً في تحسين ميزان المدفوعات، وذلك من خلال العمل على رفع سعر الفائدة لجذب رؤوس الأموال الأجنبية للتحرك إلى داخل البلد، واتباع نظام صرف أجنبي مناسب يؤدي إلى تشجيع الصادرات والحد من الواردات، فتخفيض سعر الصرف يحسن الميزان التجاري إذا نجح في زيادة صادرات البلد وخفض وارداته.

4.1.3. تحقيق العمالة الكاملة: إن الوصول إلى تحقيق العمالة الكاملة هو الوصول إلى إنتاج السلع والخدمات التي يحتاجها المجتمع ويطلبها، لذلك تبقى العمالة الكاملة هدف طويل الأجل تسعى الحكومة جاهدة للوصول إليه، نظراً لما للبطالة من أضرار على الاقتصاد، فهي تعبر عن هدر في طاقات المجتمع الانتاجية وضياح في موارد الإنتاج، وكلما زاد انتشارها كلما قلت فرصة تعظيم النمو الاقتصادي، كما أن لها سلبات اجتماعية أخرى كالإحباط

والفشل لدى الأفراد العاطلين عن العمل، ومحاربة البطالة يجب أن تلمس إجراءات السياسة النقدية تنشيط الحياة الاقتصادية لزيادة الاستثمار وبالتالي زيادة العمالة.

5.1.3. استقرار سعر صرف العملة: وهو في الواقع مرتبط بهدف استقرار الأسعار داخل الدولة، ويمكن إدراك هذا الارتباط من خلال أن انخفاض الأسعار في دولة ما يؤدي إلى زيادة الصادرات خاصة إذا تمتعت منتجات هذه الدولة بجودة معينة وكانت منافسة (لأن هذه الصادرات عبارة عن واردات لدول أخرى، تعود هذه الزيادة إلى انخفاض الأسعار من وجهة نظر المستورد مما يزيد من حجم الطلب)، وتؤدي هذه الزيادة في الصادرات إلى زيادة الطلب على عملة البلد الذي انخفضت فيه الأسعار، وتؤدي زيادة الطلب على هذه العملة إلى ارتفاع سعر صرفها مقابل العملات الأخرى والعكس صحيح. وباعتبار أن السياسة النقدية لها تأثيرها على مستوى الأسعار واستقرارها فإنها تحدث ذات الأثر على مستوى أسعار الصرف.

6.1.3. الوفاء بمتطلبات القطاعات الاقتصادية: كل اقتصاد يتكون من دائرتين، دائرة عينية (حقيقية) ودائرة نقدية والسير السليم للاقتصاد يتوقف على مدى قدرة الدائرة النقدية على الوفاء باحتياجات الدائرة العينية، ومن هنا فإن السياسة النقدية تستهدف توفير القروض اللازمة خاصة في فترات الرواج الاقتصادي أين يتزايد طلب القطاعات الاقتصادية على الائتمان.

2.3. الأهداف الوسيطة للسياسة النقدية: يقصد بالأهداف الوسيطة للسياسة النقدية، تلك المتغيرات النقدية الكلية التي عن طريق التحكم فيها، يستطيع البنك المركزي تحقيق بعض أو كل الأهداف النهائية، وهذه الأهداف يمكن اعتبارها مؤشرات يكون تغيرها عاكسا لتغيرات الأهداف النهائية. ونشير أن تحديد أهداف وسيطة يخضع لشروط أو معايير معينة، وهي (خليل، مبادئ الاقتصاد النقدي والمصرفي: إضاءات حول الجهاز المصرفي والسياسات النقدية في تحاليل نظرية ومقاربات كمية، 2012، صفحة 154):

- القابلية للقياس: يشترط في الهدف الوسيط أن يكون واضحا وسهلا الاستيعاب ويمكن قياسه.
- القدرة على السيطرة: يشترط في الهدف الوسيط أن يكون قابلا للضبط من قبل البنك المركزي.
- القدرة على التنبؤ بالأثر على الهدف النهائي: يشترط في الهدف الوسيط أن يكون عاكسا جيدا للهدف النهائي المتوخى.

تتمثل الأهداف الوسيطة للسياسة النقدية في:

1.2.3. المجمعات النقدية: هي عبارة عن مؤشرات إحصائية لكمية النقود المتداولة (عرض النقد)، ويمكن التمييز بين عرض النقد بالمعنى الضيق وعرض النقد بالمعنى الواسع.

عرض النقد بالمعنى الضيق ( $M_1$ ): وهو عبارة عن العملة المتداولة خارج الجهاز المصرفي مضافا إليها الودائع الجارية التي يمكن السحب عليها بواسطة الشيكات.

عرض النقد بالمعنى الواسع ( $M_2$ ): وهو يضم ( $M_1$ ) مضافا إليها الودائع الادخارية ولأجل (والتي يطلق عليها أشباه النقود).

في البلدان المتقدمة وبحكم تطورها الاقتصادي والمصرفي وتقدم عادات ووعي الأفراد من الناحية المصرفية وتنوع الموجودات المالية وتعدد أشكالها أصبح هناك عرض النقد بالمعنى الأوسع.

( $M_3$ ): وهو يضم ( $M_2$ ) مضافا إليها ودائع الادخار خارج المصارف التجارية.

2.2.3. سعر الفائدة: وهو يعتبر من أهم وسائل تأثير السياسة النقدية، لذلك يعمل البنك المركزي على مراقبة هذه المعدلات نظرا لأن مستوياتها وتطورها يؤثران مباشرة على تصرفات المتعاملين الاقتصاديين من حيث الاستهلاك، الادخار، كما تؤثر على اختيارات مالكي رؤوس الأموال في استثمارها وتوظيفها.

3.2.3. سعر الصرف: يستخدم سعر الصرف كهدف للسلطة النقدية، ذلك أن انخفاض أسعار الصرف يعمل على تحسين وضعية ميزان المدفوعات، كما أن استقرار هذا المعدل يشكل ضمان لاستقرار وضعية البلاد اتجاه الخارج.

#### 4. أدوات السياسة النقدية:

يقصد بأدوات السياسة النقدية مجموعة الوسائل التي يستخدمها البنك المركزي من أجل تنظيم وتوجيه الائتمان وفقا للموقف الاقتصادي (تضخم، كساد) من أجل تحكمه في حجم السيولة النقدية التي تحتفظ بها البنوك التجارية، ومن ثم التحكم في قدرة هذه البنوك على منح الائتمان وفقا لمتطلبات السياسة الاقتصادية التي يرمي البنك المركزي إلى تحقيقها، وتنقسم أدوات السياسة النقدية إلى نوعين رئيسيين هما: الأدوات الكمية والنوعية.

##### 1.4. الأدوات الكمية للسياسة النقدية (الغير مباشرة، العامة، التقليدية)

تهدف هذه الأدوات إلى التأثير على الحجم الكلي للنقد والائتمان، ومن أهم هذه الأدوات نذكر ما يلي:

1.1.4. معدل إعادة الخصم (Re-discount price): هو عبارة عن سعر الفائدة الذي يتقاضاه البنك المركزي مقابل إعادة خصمه للأوراق التجارية التي تقدمها البنوك التجارية لإعادة خصمها والاقتراض منه باعتباره الملاذ الأخير للإقراض ويسمى أيضا سعر البنك. تعد عملية إعادة الخصم شكلا من أشكال إعادة التمويل التي يقوم بها البنك المركزي لتزويد البنوك التجارية بالسيولة.

تعتبر سياسة إعادة الخصم من أقدم أساليب السياسة النقدية التي اتبعتها البنوك المركزية للرقابة على الائتمان، حيث بدأ بنك إنجلترا في استخدامها منذ النصف الأول من القرن التاسع عشر، وكانت من الأدوات الرئيسية للسياسة النقدية في الولايات المتحدة الأمريكية حتى عام 1925 حيث بدأ استخدام أداة السوق المفتوحة.

توجد علاقة بين معدل إعادة الخصم وأسعار الفائدة ذات طابع إيجابي في اتجاه واحد. تلجأ البنوك المركزية عند إرادتها تقليص عرض النقود (حالة التضخم) في المجتمع إلى رفع سعر إعادة الخصم مما يؤدي إلى ارتفاع معدلات الفائدة، ومنه عدم تشجيع الاقتراض من البنوك التجارية، وبالتالي انخفاض الائتمان. في حين يتم خفض هذا المعدل عند الرغبة في زيادة حجم الائتمان (الكساد). يؤدي تغيير معدل إعادة الخصم إلى تغيير معدلات الفائدة، الأمر الذي يؤثر على حجم الاستثمار نتيجة العلاقة العكسية بين الاستثمار ومعدل الفائدة.

تتوقف فعالية سعر إعادة الخصم على عدة عوامل، منها:

- مدى لجوء البنوك التجارية إلى البنك المركزي لإعادة خصم الأوراق التجارية، فعادة ما تلجأ إليه عندما تنخفض لديها السيولة (أوقات الأزمات)، أما في حالة توفر السيولة فإنها لا تلجأ إليه لإعادة الخصم.
- يعتمد نجاح سياسة إعادة الخصم على مدى تأثيرها على أسعار الفائدة في السوق باعتبارها العامل المؤثر المباشر في حجم الائتمان، وهذا يتوقف على درجة تنظيم وكفاءة الجهاز المصرفي بشكل يجعل تغيير سعر إعادة الخصم يتبعه تغيير في أسعار الفائدة، وهذه الوضعية لا تتحقق في كثير من الدول النامية.
- قد تلجأ البنوك المركزية في حالة الكساد إلى خفض سعر إعادة الخصم ليؤدي إلى انخفاض معدلات الفائدة وبافتراض حدوث ذلك، فإنه ليس هناك ضمان لزيادة حجم الائتمان لغرض الاستثمار، لأن حجم الاستثمار يتوقف على عوامل عديدة أخرى غير معدل الفائدة منها: العائد المتوقع من الاستثمار، الاستقرار السياسي، مستوى الجباية... الخ، فإذا كانت نظرة المستثمرين تشاؤمية فإنهم يحجمون عن زيادة الاستثمار ومنه عدم الاقبال على طلب الائتمان، والعكس إذا كانت نظرتهم متفائلة.

**2.1.4. معدل الاحتياطي القانوني (Reserve ratio):** وهو تلك النسبة من الودائع التي يلزم البنك المركزي البنوك التجارية الاحتفاظ بها لديه في شكل نقود سائلة، وتستخدم هذه الأداة للتأثير في حجم الائتمان الذي تقدمه البنوك التجارية.

تعتبر الو.م.أ أول دولة في العالم طبقت أداة الاحتياطي القانوني منذ 1933، لينتشر بعد ذلك استخدامها في باقي دول العالم، وتعتبر هذه الأداة من أهم أدوات السياسة النقدية حيث يقوم البنك المركزي برفع نسبة

- الاحتياطي القانوني عندما يرغب في تنفيذ سياسة انكماشية لعلاج حالة التضخم، في حين يقوم البنك بتخفيض تلك النسبة عندما يرغب في انتهاز سياسة توسعية لعلاج حالة الكساد.
- الاحتياطات القانونية ذات هدف مزدوج فهي من جهة أداة لحماية المودعين وتمكينهم من ضمان السحب عند الحاجة لودائعهم، ومن جهة ثانية أداة للتأثير على قدرة البنوك التجارية في منح الائتمان.
- يتم أحيانا التمييز بين معدلات الاحتياطي الإجباري تبعا لأنواع الودائع، فتفرض معدلات احتياطي إجباري مرتفعة على الودائع الجارية، بين تفرض معدلات منخفضة على الودائع لأجل كونها تتميز بالاستقرار مقارنة مع الودائع تحت الطلب. تقوم بعض الدول بفرض معدلات احتياطي متدرجة ومتزايدة تبعا لحجم الودائع، فكلما تجاوز حجم الوديعة مبلغا معيناً كلما ارتفع معدل الاحتياطي.
- تعتبر سياسة الاحتياطي القانوني ذات أفضلية على سياسة السوق المفتوحة من حيث الرقابة على الائتمان لعدة اعتبارات أهمها:
- أنها وسيلة مباشرة وتحقق نتائج فورية بمجرد إصدار التوجيهات من البنك المركزي، وبذلك فهي تقلل من الوقت اللازم لظهور أثرها على البنوك التجارية.
  - أنها لا تحتاج إلى سوق واسعة ومتقدمة للتعامل ولذلك فهي مناسبة للاستخدام في البلدان النامية.
  - من أهم الانتقادات الموجهة لسياسة معدل الاحتياطي القانوني ما يلي:
  - قد لا يؤدي تغيير معدل الاحتياطي القانوني إلى التأثير على حجم الائتمان إذا كانت لدى البنوك احتياطات حرة فائضة أو كان لديها منافذ أخرى للحصول على موارد نقدية من خارج البنك المركزي.
  - قد يؤثر معدل الاحتياطي القانوني على ربحية البنوك التجارية مما يؤدي إلى زيادة تكلفة الإقراض حيث تلجأ البنوك التجارية في بعض دول العالم إلى زيادة معدلات الفائدة على القروض المقدمة. (يؤثر ذلك على حجم الائتمان وبالتالي على ربحية البنوك).
  - قد يؤدي رفع معدلات الاحتياطي القانوني إلى تقليص قدرة البنوك التجارية على الإقراض مما يجعلها تقوم ببيع السندات التي توجد لديها لتعويض النقص في السيولة فتؤدي زيادة عرض السندات إلى انخفاض أسعارها، فتعمل بعض البنوك المركزية في بعض الدول على شراء هذه السندات لاجتناب انخفاض أسعارها.
  - إذا لم يتغير طلب الائتمان في نفس الاتجاه الذي يريده البنك المركزي فإن تخفيض نسبة الاحتياطي قد لا تكون ذات أثر فعال على الائتمان خاصة أثناء فترات الكساد.

**3.1.4. عمليات السوق المفتوحة (Open Market Operations):** وهي تعني إمكانية لجوء البنك المركزي إلى السوق المالية و/أو النقدية بائعا أو مشتريا للأوراق المالية والذهب والعملات الأجنبية وكذا السندات العمومية وأذونات الخزينة رغبة منه في ضخ السيولة أو امتصاصها.

يقوم البنك المركزي بشراء الأوراق المالية من البنوك التجارية والسوق المالي عندما يرغب في زيادة حجم سيولة السوق النقدية، في حين يقوم ببيع الأوراق المالية للجمهور والبنوك التجارية في حالة رغبته في تنفيذ سياسة انكماشية بهدف تخفيض سيولة السوق النقدية للحد من قدرة البنوك التجارية على خلق الائتمان (ظهرت أهمية هذه الأداة بعد 1930 بعد اكتشاف محدودية سعر إعادة الخصم).

يتوقف نجاح عمليات السوق المفتوحة على العوامل التالية:

- مدى تطور سوق الأوراق المالية وحجمه، وهذا ما يجعل هذه الأداة أكثر فعالية في الدول المقدمة وضعيفة الأثر في الدول النامية التي لا تتوفر على أسواق مالية واسعة.
- درجة تقدم الوعي الائتماني والمصرفي يعتبر محددا هاما لزيادة فعالية سياسة السوق المفتوحة (مدى توفر أذونات الخزينة والأوراق المالية الأخرى التي يمكن تداولها).
- مدى تلاقي وانسجام مصالح كل من البنك المركزي والبنوك التجارية وعدم تعارضها.

## 2.4. الأدوات المباشرة للسياسة النقدية:

**1.2.4. الإقناع الأدبي:** هو وسيلة تستخدمها البنوك المركزية بطلبها بطريقة ودية وغير رسمية من البنوك التجارية تنفيذ سياسة معينة في مجال منح الائتمان. ويعتمد نجاح هذا الأسلوب على العلاقة القائمة بين البنوك التجارية والبنك المركزي. وفي حال عدم نجاح هذا الأسلوب فإن البنك المركزي يضطر إلى استخدام أسلوب الأوامر والتعليمات الملزمة.

**2.2.4. تأطير الائتمان (السقوف التمويلية):** وهو إجراء تنظيمي تقوم بموجبه السلطات النقدية بتحديد سقوف لتطور القروض الممنوحة من قبل البنوك التجارية بكيفية إدارية مباشرة وفق نسب محددة خلال العام، وفي حال الإخلال بهذه الإجراءات تتعرض البنوك التجارية إلى عقوبات تتباين من دولة إلى أخرى.

**3.2.4. تخصيص التمويل:** يقصد به تأثير البنك المركزي على توزيع القروض في اتجاه القطاعات الأكثر حيوية بالنسبة للتنمية وذات الأولوية كتمويل القطاعات الصغيرة الزراعية أو التجارية أو الصناعية أو القطاعات التي تتطلب موارد مالية كبيرة.

**4.2.4. قيام البنك المركزي ببعض العمليات المصرفية:** تستعمل البنوك المركزية هذا الأسلوب في البلدان التي تكون فيها أدوات السياسة النقدية محدودة الأثر حيث تقوم البنوك المركزية بمنافسة البنوك التجارية بأدائها



لبعض الأعمال المصرفية بصورة دائمة أو استثنائية، كتقديمها القروض لبعض القطاعات الأساسية في الاقتصاد لما تمتنع أو تعجز البنوك التجارية عن ذلك.

5.2.4. النسبة الدنيا للسيولة: ويقتضي هذا الأسلوب أن يقوم البنك المركزي بإجبار البنوك التجارية على الاحتفاظ بنسبة دنيا يتم تحديدها عن طريق بعض الأصول المنسوبة إلى بعض المكونات الخصوم، وهذا لخوف السلطات النقدية من خطر الإفراط في الإقراض من قبل البنوك التجارية بسبب ما لديها من أصول مرتفعة السيولة، وهذا بتجميد بعض هذه الأصول في محافظ البنوك التجارية، وبذلك يمكن الحد من القدرة على إقراض القطاع الاقتصادي.

6.2.4. تنظيم الائتمان الاستهلاكي: إن الرقابة على الائتمان الاستهلاكي تشتمل على كيفية سداد القروض ومدة القروض الخاصة بشراء السلع المعمرة، وهذه الرقابة تتطلب حد أدنى من المبلغ الذي يجب أن يدفعه المشتري ومدة قصوى للسداد، فرفع المبلغ الذي يجب دفعه مقدما يؤدي إلى انخفاض الائتمان المقدم لشراء السلع، وكذلك تقصير مدة السداد وزيادة قيمة الأقساط المطلوب سدادها يقلص الائتمان الممنوح لهذا الغرض.

#### 5. عوامل ضعف السياسة النقدية للدول النامية:

توجد عدة عوامل تضعف من فعالية السياسة النقدية في الدول النامية، نذكر منها (بلعوز، 2008، صفحة 131):

- تفتقر الدول النامية لوجود أسواق نقدية منظمة، كما أنها تتميز بضيق نطاق الأسواق المالية (إن وجدت) وهو ما يؤدي إلى ضعف فعالية سياسة معدل إعادة الخصم واستحالة تطبيق سياسة السوق المفتوحة على نطاق واسع.

- ضعف الدور الذي يقوم به البنك المركزي في التأثير على البنوك التجارية، وذلك يحول دون قيام البنوك التجارية بأي دور فعال في التأثير على النشاط الاقتصادي.

- تميل البنوك التجارية في الدول النامية إلى تقديم الائتمان المصرفي لتمويل قطاع التجارة (تمويل قصير الأجل) مقارنة بالتمويل المقدم للقطاع الإنتاجي (الزراعة والصناعة) وهو تمويل طويل الأجل ويعتبر أحد دعائم التنمية الاقتصادية.

- ضعف الوعي النقدي والمصرفي، حيث يتجه الأفراد في الدول النامية إلى الاحتفاظ بموجوداتهم في شكل عملة وليست ودائع أو أوراق مالية. يرجع تواضع الدور الذي تلعبه النقود المصرفية في التداول النقدي إلى قصور نماء العادات المصرفية لأسباب عديدة منها انخفاض مستوى الدخل، انتشار عادة الاكتناز، عدم انتشار البنوك



والمؤسسات المالية في مختلف أنحاء الوطن إضافة إلى عدم كفاية الدور الذي تلعبه البنوك والمؤسسات المالية في جمع وتعبئة المدخرات.

- عدم وجود استقرار في المناخ السياسي، والتقلب في وضع موازين مدفوعاتها وتخلف النظم الضريبية، مما لا يشجع على الاستثمار الأجنبي وبالتالي يحول ذلك دون تحقيق أهداف التنمية الاقتصادية والاجتماعية.

- من بين أهداف السياسة النقدية هدف استقرار الأسعار، وإن كان هذا الهدف يلائم اقتصاديات الدول المتقدمة فهو لا يلائم اقتصاديات الدول النامية، حيث أن هذه الأخيرة كثيراً ما تعتمد في تمويل التنمية على وسائل التمويل التضخمي (التمويل بالعجز).

- عدم مرونة الجهاز الإنتاجي للدول النامية.

- تركيز الدخل والعمالة في الدول النامية على الإنتاج الأولي، مع ارتباطها الكبير بالتجارة الخارجية، وهذا من شأنه أن يعرض تلك الدول إلى تقلبات اقتصادية عنيفة، نتيجة للتقلبات الواسعة في الطلب العالمي على المواد الأولية.

#### 6. شروط نجاح السياسة النقدية:

إن نجاح السياسة النقدية في أي دولة وفي ظل أي نظام اقتصادي، إنما يتوقف على مجموعة من العوامل والشروط، أهمها (بلعوز، 2008، صفحة 133):

- نظام معلوماتي فعال: وضع الميزانية (عجز/فائض)، تحديد معدل النمو الاقتصادي الحقيقي، معدل البطالة الحقيقي، وضعية ميزان المدفوعات، القدرات الاقتصادية ... إلخ

- تحديد أهداف السياسة بدقة نظراً لتعارض الكثير من الأهداف المسطرة.

- مرونة الجهاز الإنتاجي للتغيرات التي تحدث على المتغيرات الاقتصادية لاسيما النقدية منها.

- نظام سعر الصرف: تحقق السياسة النقدية فعاليتها في اقتصاد ذو سعر صرف مرناً أكثر من اقتصاد ذو سعر صرف ثابت.

- ضرورة توفر الوعي الادخاري والمصرفي لمختلف الأعوان الاقتصادية.

- سياسة الاستثمار: مناخ الاستثمار، تدفق رؤوس الأموال، التسهيلات الممنوحة للمستثمرين المحليين والأجانب ... إلخ، ومدى حساسية الاستثمار لسعر الفائدة.

- ضرورة توافر أسواق مالية ونقدية منظمة ومتطورة.

- استقلالية البنك المركزي عن الحكومة.

## الفصل السابع: الأسواق المالية (Financial Markets)

بعد الانتهاء من هذا الفصل، يجب أن يكون  
الطالب قادراً على معرفة:

1. تعريف الأسواق المالية
2. وظائف الأسواق المالية وأهميتها
3. المتعاملون في الأسواق المالية
4. أنواع الأسواق المالية
5. الأسواق المالية العالمية

تمهيد:

- تعتبر الأسواق المالية بمنزلة القلب في الجهاز المالي لأنها عنصر مهم من عناصر النظام المالي فيه، إذ يتكون النظام المالي من العناصر التالية:
- وحدات الفائض (Surplus Units): وهي الوحدات الاقتصادية والاجتماعية التي تملك فائضا من الأموال (أفراد أثرياء، شركات تحقق أرباح...) وهذه الوحدات هي التي تزود الاقتصاد بحاجته من الأموال.
  - وحدات العجز (Deficit Units): وهي الوحدات التي لا تكفيها مواردها الذاتية لتحقيق رغباتها ومشاريعها، فتضطر إلى اللجوء إلى وحدات الفائض للحصول على الأموال.
  - مؤسسات الوساطة المالية: وهي المؤسسات التي تساعد في نقل الأموال من وحدات الفائض إلى وحدات العجز، ومن بينها البنوك... الخ
  - المؤسسات المساعدة: وهي المؤسسات التي تساعد على إنجاز نقل الأموال من وحدات الفائض إلى وحدات العجز، ومن أبرزها الأسواق المالية.
  - الأنظمة والقوانين والتعليمات التي تحكم عملية بيع وشراء الأوراق المالية بشكل عام.
  - المؤسسات التي تشرف على تطبيق ومراقبة تنفيذ الأنظمة والقوانين والتعليمات ذات العلاقة ببيع وشراء الأوراق المالية.

### 1. تعريف الأسواق المالية:

يعرف "Cecchetti" و "Schoenholtz" السوق المالية على أنها: "المكان الذي يتم فيه شراء وبيع الأدوات المالية" (Cecchetti & Schoenholtz, 2017, p. 54).

كما تعرف السوق المالية على أنها: "وسيلة ينتفي فيها شرط المكان، يلتقي من خلالها المشترون والبائعون والوسطاء ومتعاملون آخرون والإداريون من ذوي الاهتمامات المادية والمهنية بالأدوات الرأسمالية والنقدية وبالصرف الأجنبي، بغرض تداول وتوثيق وتعزيز الأصول المختلفة الحقيقية والمالية والنقدية لفترات متباينة طويلة وقصيرة اعتمادا على قوانين وأنظمة وتعليمات وإلى حد ما عادات وتقاليده وأعراف معتمدة محليا ودوليا (هوشيار، 2003، صفحة 58)".

تعرف السوق المالية أيضا بأنها: "مجموعة المنشآت المالية، المستثمرين، المعاملات والأدوات المالية والإطار المؤسسي اللازم لها والتي يتم التعامل فيها بالموجودات والمطلوبات المالية" (تايه النعيمي، مهدي الساقى، عزمي سلام، و شقيري نوري، 2007، صفحة 56).

يمكننا تعريف السوق المالية (Financial Market) أيضا بأنها: "الآلية (الأسلوب والاجراءات) التي يتم بواسطتها بيع وشراء الأصول المالية و/أو تقديم الخدمات المالية".

## 2. وظائف الأسواق المالية وأهميتها:

تنبع أهمية الأسواق المالية بشكل عام من الدور الأساسي الذي تلعبه في حياة الأفراد وجميع نواحي الحياة الاقتصادية في الاستثمار والادخار والمدفوعات والسياسات النقدية، فهي تساعد على نقل مدخرات وحدات الفائض (أفراد، مؤسسات...) إلى من يحتاجها من مستثمرين، أفراد، مؤسسات وحكومة (وحدات العجز)، وهذا الدور بالغ الأهمية لصحة الاقتصاد ونموه، أما تفصيل الوظائف التي تقوم بها الأسواق المالية فهي كما يلي (رمضان و شموط، 2008، صفحة 09):

- تشجيع الادخار: تشجع الأفراد والمؤسسات على الادخار، وذلك عن طريق سهولة تحويل مدخراتهم إلى استثمارات في الأسهم والسندات وغيرها من أدوات التعامل في الأسواق المالية للحصول على مردود ملائم عند مستوى مخاطر ملائم.
- المحافظة على الثروة وتنميتها: إن الأوراق المالية التي يتم التعامل بها في الأسواق المالية وسيلة مهمة من وسائل حفظ القيمة حتى موعد الحاجة إليها في المستقبل فيتم بيعها لاسيما وأن الأوراق المالية لا تستهلك أو تتآكل بمرور الزمن بل إنها على العكس تولد أرباحا وبذلك فإنها تساعد على نمو الثروة.
- تسهيل الحصول على السيولة: إن الأسواق المالية وسيلة فعالة لتحويل الأدوات المالية إلى نقد جاهز عند الحاجة إليه.
- تسهيل الحصول على الائتمان: المقصود به اقتراض النقود مقابل وعد بالوفاء في المستقبل حيث تتيح الأسواق المالية أدوات متعددة للائتمان والحصول عليه لمن يطلبه ممن تتوفر فيهم شروط الحصول عليه.
- تسهيل المدفوعات: بواسطة الأدوات المالية ذات العلاقة (الكمبيالات...) وما شابه والتعامل معها والتي تستعمل للوفاء بالديون الناشئة عن المعاملات التجارية والاقتصادية المختلفة.
- المساعدة على تخفيض مخاطر الاستثمار: يتم تخفيض مخاطر الاستثمار بأحد الأساليب التالية: التأمين (Insurance): ضد نتائج بعض المخاطر إذا وقعت مثل الحرائق، تأمين السيارات... الخ، خاصة في مجالات الاستثمار الحقيقي.
- التنويع (Diversification): أي تنويع مجالات وأوجه الاستثمار عملا بالمبدأ القائل "لا تضع جميع ما تملك من البيض في سلة واحدة" وهو أمر واضح ومؤداه أن لا يستثمر المستثمر جميع أمواله في مجال واحد أو شركة واحدة، وتساعد الأسواق المالية كثيرا على التنويع.

**التحوط (Hedging):** أي الدخول في عقود مستقبلية ذات علاقة بأسعار العملات الأجنبية أو أسعار الأسهم التي قد تسوء في المستقبل فيدخل المستثمر في اتفاق على بيع أو شراء مقدار معين من العملة أو الأسهم أو سلعة معينة بتاريخ معين وبسعر يتفق عليه من الآن وبغض النظر عما سيكون عليه السعر في المستقبل. وتساعد الأسواق المالية على ذلك كثيرا إذ أنه أصبح من المألوف فيها في هذه الأيام وجود مثل هذه العقود.

- المساعدة على تنفيذ السياسة النقدية: تعد السوق المالية أداة مهمة من أدوات السياسة النقدية لتحقيق الاستقرار الاقتصادي وتجنب التضخم والكساد، وذلك من خلال التأثير في حجم الكتلة النقدية ومعدلات الفائدة، بأدوات مالية من سندات وأذونات الخزينة وغيرها، وبالتالي تغير مستويات الاقتراض والاستثمار في الاقتصاد.

### 3. المتعاملون في الأسواق المالية:

إن إنشاء سوق الأوراق المالية يتطلب توافر شبكة من مؤسسات الوساطة وبيوت السمسرة والوسطاء، فضلا على الشركات التجارية والأفراد (المدخرين والمستثمرين)، إذ تلعب هذه الأطراف مجتمعة دورا فعالا في خلق التعاملات وتنشيط حجم التداول ونقل الأوراق المالية بين مختلف أطراف السوق المالية، وتختلف هذه الأطراف باختلاف درجة التطور الاقتصادي والمالي للبلد المعني. ومن أهم الأطراف المتعاملة في السوق المالية (حسين آل طعمة، 2014، صفحة 08):

**1.3 الشركات الكبيرة (Big Company):** هي شركات مساهمة (مقفلة أو عامة) تتجمع لديها مبالغ ضخمة موزعة على أكثر من دولة واحدة، ويدير نشاط هذه الشركات مجلس إدارة هدفه الحفاظ على درجة من السيولة، فضلا على تشغيل الفوائض المالية لتحقيق أكبر عائد ممكن ومن أهم هذه الشركات:

**1.1.3 شركات التأمين (Insurance Companies):** وهي شركات مساهمة عامة تمتلك أموال ضخمة. تقوم بامتصاص السيولة من الأفراد والمؤسسات من خلا أقساط التأمين المحصلة، ومن ثم تقوم باستثمارها في آجال قصيرة وطويلة وذلك حسب طبيعة التزاماتها المالية (تايه النعيمي، مهدي الساقى، عزمي سلام، و شقيري نوري، 2007، صفحة 58).

**2.1.3 صناديق التقاعد:** تقوم هذه المؤسسات بجمع المبالغ عن مساهمات المستخدمين وأرباب العمل، على أن تدفع هذه المساهمات بشكل دفعات عند الشيخوخة.

**3.1.3 صناديق الاستثمار المشتركة:** مؤسسات تتمتع بشخصية اعتبارية، تعمل على تشجيع الادخارات، ولاسيما ادخارات صغار المدخرين بهدف استثمارها بالطريقة المثلى، وأحيانا تعمل هذه الصناديق تحت إشراف الدولة ورقابتها.

**2.3. البنك المركزي (Central Bank):** يعد البنك المركزي أحد أهم المؤسسات التي تتعامل باستمرار في سوق الأوراق المالية، لغرض تحقيق أهداف الدولة الاقتصادية، والمتمثلة في رفع معدلات النمو الاقتصادي والاستخدام الأمثل للموارد وتحقيق الاستقرار في المستوى العام للأسعار. ويمكن تلخيص دور البنك المركزي في السوقين الرأسمالي والنقدي في الآتي:

- توجيه السياسة النقدية.
- مراقبة البنوك التجارية من حيث الاحتياطي المفروض عليها.
- مراقبة عمليات بيع العملات الأجنبية وشراؤها.
- الإشراف على أدوات السوق النقدي، من خلال مراقبة عمليات بيع وشراء السندات وأذونات الخزينة وغيرها من الأدوات المالية.
- إصدار النقد ومراقبة أسعار الفائدة وبما يحقق الازدهار الاقتصادي.

**3.3. البنوك التجارية (Commercial Banks):** احتلت البنوك بصفة عامة مكان الصدارة في التعامل بالأوراق المالية، وعلى الأخص في الدول المتقدمة. ومع استمرار توسع تعامل هذه البنوك في الأوراق المالية، تطورت عملياتها من مجرد أقسام صغيرة داخل هذه البنوك إلى إدارات عامة. عادة ما تستثمر البنوك التجارية جزءاً من مواردها المالية في شراء الأوراق المالية، نظراً لما تدره هذه الأوراق من عائد مجزي. وتأتي الأوراق المالية في المرتبة الثانية بعد القروض من حيث أهميتها كمجال لاستثمار موارد المصرف المالية. وتحقق البنوك التجارية من وراء الاستثمار بالأوراق المالية، فضلاً على العوائد المالية، توفير السيولة التي يحتاجها البنك لمواجهة سحبات العملاء، إذ يمكن تصنيف هذه الأوراق كخط دفاع ثاني بعد الاحتياطات النقدية للتزود بالسيولة.

**4.3. المؤسسات الاقتصادية المختلفة:** تمثل المؤسسات الصناعية والزراعية والسياحية.... وغيرها، أحد أهم المؤسسات الاقتصادية المتعاملة في سوق الأوراق المالية، إذ تلجأ هذه المؤسسات إلى سوق الأوراق المالية لغرض تمويل استثماراتها الجديدة أو لتطوير مشاريعها القائمة وتوسيعها.

**5.3. صناديق الاستثمار (Mutual Funds):** تعد صناديق الاستثمار شكلاً من أشكال الأوعية الادخارية التي تسعى إلى تجميع مدخرات الأفراد واستثمارها في سوق الأوراق المالية، من خلال اعتمادها على خبرة جهات متخصصة في إدارة محافظ الأوراق المالية (Securities Portfolios). وتتلخص فكرة صناديق الاستثمار في وجود شركة استثمارية معينة، يلجأ إليها الأفراد المستثمرون، كونها تقوم بتجميع أموالهم ليتم استثمارها لصالحهم في سوق الأوراق المالية.

6.3. المستثمرون والمضاربون: تحتوي بورصات الأوراق المالية العالمية على العديد من المستثمرين والمضاربين، الذين يمارسون بيع الأوراق المالية وشراءها، بغية تحقيق أقصى الأرباح.

#### 4. أنواع الأسواق المالية:

يمكن تصنيف الأسواق المالية وفق عدد من المعايير على النحو التالي:

1.4. أجل الأدوات التي يتم التعامل بها: تقسم الأسواق المالية بموجب هذا المعيار إلى:

1.1.4. الأسواق النقدية (Money Markets): وهي عبارة عن الأسواق التي تتعامل في الأوراق المالية قصيرة الأجل، حيث تمثل هذه الأوراق أدوات ادخار وصكوك مديونية، مدونا عليها ما يؤيد حق حاملها باسترداد مبلغ معين سبق وأقرضه إلى جهة معينة، وتتصف الأدوات المتداولة في هذه الأسواق بسيولتها العالية ومخاطرها المنخفضة وربحيتهما المقبولة (شقيري، 2015، صفحة 134)، (تفاصيل أكثر حول الأسواق النقدية في الفصل السادس).

2.1.4. أسواق رأس المال (Capital Markets): هي الإطار الذي من خلاله تلتقي الوحدات الاستثمارية مع وحدات الادخار وذوي الفوائض المالية لعقد الصفقات طويلة الأجل سواء من خلال الاكتتاب الأولي للأداة المالية، أو من خلال عمليات المتاجرة بأدوات السوق، وتشكل الأسهم (Stocks) والسندات (Bonds) الأدوات الأكثر شيوعا في هذه السوق. هيكل سوق رأس المال يتكون من السوق الأولية والسوق الثانوية (سيتم تعريفها في العنصر 3.3)، (تفاصيل أكثر حول أسواق رأس المال في السابع).

2.4. كيفية التعامل: يتم التعامل في الأسواق المالية بطريقتين، طريقة المزايدة وطريقة التفاوض، وتقسم الأسواق المالية بناء عليه إلى:

1.2.4. السوق المفتوحة (Open Markets): يتم بيع السندات أو الأسهم في الأسواق المفتوحة (أسواق المزايدة) لمن يدفع سعرا أعلى، وتسمى السوق التي يتم فيها هذا النوع من التعامل بالسوق المفتوحة، وقد يتم بيع وشراء نفس الأداة المالية (أسهم، سندات...) عدة مرات خلال عدة صفقات في اليوم الواحد في مثل هذه السوق، وعادة ما يكون عدد المتعاملين كبيرا، كما يتم التعامل في مكان محدد وفي زمن محدد ولذلك فهي تكون في أغلب الأحيان سوقا منظمة.

2.2.4. سوق التفاوض أو المساومة (Negotiation Markets): يتم التعامل فيها بناء على مفاوضات ومساومات تسبق عملية البيع أو الاقتراض، حيث يتم التفاوض على السعر وعلى الكمية وعلى شروط التسليم وموعده وكيفية الدفع...الخ.

فعندما يذهب أحدنا إلى البنك ويتفاوض معه على شروط قرض يود الحصول عليه فإنه يتعامل في هذه الحالة في سوق التفاوض. أو عندما تصدر إحدى الشركات أسهما أو سندات ولا تطرحها للاكتتاب العام وإنما تسوقها لمعاملين معينين تتفاوض معهم على ذلك (وهو ما يطلق عليه الإصدار الخاص)، تكون هذه الشركة تعاملت في سوق التفاوض... الخ.

3.4. صفة الإصدار: أي هل الإصدار جديد أم متداول؟ وتقسّم الأسواق المالية حسب هذا المعيار إلى:

1.3.4. الأسواق الأولية (Primary Markets): السوق الأولية هي السوق التي يتم التعامل فيها بالأدوات المالية الجديدة التي يتم التعامل بها لأول مرة؛ حيث يجد الشخص نفسه متعاملاً في السوق الأولية عندما يشتري أدوات مالية جديدة تطرح لأول مرة. مثلاً عندما يقوم البنك المركزي بطرح سندات للبيع فإن هذه العملية من عمليات سوق رأس المال الأولية، أو عندما تصدر وزارة المالية أذونات خزينة تستحق بعد ثلاثة شهور مثلاً للبيع فإن هذه العملية من عمليات السوق النقدية الأولية. الأسواق المالية الأولية ليست أسواقاً بالمعنى الحرفي للكلمة وإنما هي العمليات التي تتم فيها بيع الإصدارات الأولى للأسهم والسندات أو أذونات الخزينة وما شابه ذلك.

2.3.4. الأسواق الثانوية (Secondary Markets): وهي السوق التي يتم التعامل فيها بالأدوات المالية (أسهم، سندات...) التي تم فعلاً التعامل بها من قبل في السوق الأولية. فعندما يشتري أحدنا أسهم شركة من شخص آخر تكون هذه العملية من عمليات السوق الثانوية، لأن الشخص الآخر كان قد اشترى تلك الأسهم من السوق الأولية عندما أصدرت الشركة أسهمها للمرة الأولى أو من شخص كان قد اشتراها عن طريق السوق الأولية. إن الوظيفة الرئيسية للسوق الثانوية هي تحويل الأدوات المالية إلى نقد جاهز أي القيام بوظيفة تحقيق السيولة، وهي إحدى الوظائف المهمة التي تقوم بها الأسواق المالية بالنسبة للبائع، أما بالنسبة للمشتري فتكون الوظيفة الرئيسية هي خزن القوة الشرائية عن طريق استبدال النقود بورقة مالية يحصل منها على عوائد. يتم التعامل في السوق الثانوية في أماكن مخصصة لذلك هي قاعة التداول في بورصة الأوراق المالية.

4.4. تنظيم التعامل: يمكن تصنيف الأسواق المالية بموجب هذا المعيار إلى:

1.4.4. الأسواق المنظمة (Organized Markets): وهي الأسواق المالية الثانوية التي يتم التعامل فيها في مكان محدد وزمان محدد وبأسهم شركات مدرجة في السوق وفق شروط معينة تحكم الحد الأدنى للصفقة الواحدة بحيث يتكون هذا الحد الأدنى من عدد من الأسهم يبلغ مجموع قيمتها الاسمية مبلغاً محدداً تسمى وحدة التعامل.



يتم التعامل في الأسواق المنظمة في قاعة مخصصة تسمى قاعة التداول مجهزة بالأجهزة اللازمة من كمبيوتر وأجهزة إرسال للأسعار وموظفين نشطين مخصصين وألواح لإجراء المزايدات عليها أو يكون التعامل الكترونيا وهو تطور حديث بعد انتشار تكنولوجيا المعلومات.

في كل الأحوال يحكم التعامل في الأسواق المنظمة قوانين واجراءات رسمية، وتشرف عليها هيئات متخصصة، ولا يتم في هذه الأسواق سوى تداول أسهم وسندات الشركات المدرجة في السوق.

**2.4.4. الأسواق الموازية (Parallel Markets):** هي تلك السوق التي يتم تنظيم التعامل من خلالها بأسهم وشركات تحكمها شروط ادراج ميسرة وغير متشددة. تنعقد السوق الموازية في قاعة التداول عادة بأوقات ومواعيد محددة ومعروفة، ومن هنا كان من الجائز اعتبارها شكلا من السوق المنظمة، ولا يقتصر التعامل بها على الموجودين في قاعة التداول وإنما يتعداه (مثلها مثل غيرها في الأسواق الحديثة) إلى التعامل بواسطة الهاتف مع الوسطاء أو حتى بالوسائل الالكترونية الحديثة، حيث يكون المتعاملون في أماكن متباعدة أو في دول مختلفة في بعض الأحيان.

**3.4.4. الأسواق غير المنظمة (Non-Organized Markets):** تسمى أيضا الأسواق الثالثة أو أسواق ما فوق الكاونتر (over the counter) وهذه الأسواق توصف بأنها غير منظمة حيث يتم التعامل فيها عادة بأسهم الشركات المدرجة ولكن بحجم أقل من وحدة التعامل، وكذلك يتم التعامل فيها في بعض الدول بأسهم الشركات غير المدرجة وهي التي لم تستوفي بعد شروط الادراج التي تطلبها البورصة لإدراج أسهم الشركة في قائمة الشركات التي يتم التعامل بأسهمها في السوق المنظمة. كذلك يتم التعامل في السوق الثالثة كما في السوق المنظمة والموازية عن طريق الهاتف والتلكس والفاكس وما شابه ذلك من وسائل الاتصال الالكتروني.

**5.4. زمن تنفيذ الصفقة:** تقسم الأسواق المالية من حيث زمن تنفيذ الصفقة إلى قسمين رئيسيين هما:

**1.5.4. الأسواق الفورية (Spot Markets):** وهي الأسواق التي يتم التعامل فيها بحيث يتم تنفيذ الصفقة أي تسليم الأدوات المالية المشتراة (الأسهم، السندات، العملات الأجنبية ...) فورا وقد يكون أجل التسليم خلال ثلاثة أيام وتظل الصفقة تعتبر فورية، أما إذا زاد على ذلك فهي صفقة آجلة. قد تكون الأسواق الفورية أسواق نقدية أو أسواق رأس مال حسب طبيعة الأداة التي يتم الاتجار بها، فإن كانت الأداة من أدوات الأسواق النقدية فإن السوق تكون سوقا نقدية فورية، وقد تكون سوق رأس مال فورية فقد يشتري أحدنا أسهم أو سندات ويدفع ثمنها وتسلم إليها شهادة الملكية فورا أو خلال ثلاثة أيام من الشراء ريثما يتم نقل الملكية من سجلات الشركة المصدرة وإصدار شهادة جديدة باسمه بعد الغاء الشهادة القديمة التي تكون باسم البائع فتكون هذه الحالة تعبير عن صفقة فورية تمت في سوق رأس المال.

**2.5.4. الأسواق المستقبلية (Future Markets):** هي أسواق يتم التعامل فيها بعقود يتم تنفيذها في المستقبل كأن تشتري أوراق مالية وتتعاقد عليها الآن ولكن التسليم سيتم بعد فترة زمنية قد تطول إلى عدة شهور. الهدف من هذه الصفقات هو الحد من هذه المخاطر التي قد يتعرض لها المشتري بسبب ارتفاع الأسعار في المستقبل، فهو يتوقع أن تتوفر لديه النقود بعد شهرين من الآن مثلاً، ولكن يخشى أن ترتفع أسعار الأوراق المالية التي يرغب في شراءها خلال ذلك فيتعاقد على شراءها الآن بسعر يتفق عليه الآن لكن التسليم بعد شهرين ودفع الثمن أيضاً سيتم عند التسليم. ومن الطبيعي أن يكون السعر المتفق عليه ويسمى السعر الآجل مختلفاً عن سعر التعامل الفوري. فإن كان الجميع يتوقعون ارتفاع الأسعار فإن السعر الآجل سيكون أعلى من السعر الفوري بمقدار متفق عليه ويكون مبنياً على توقعات الفرقاء المتعاقدين.

للأسواق المستقبلية أدواتها الخاصة وتفرعاتها مثل سوق الخيارات (Options Markets) وسوق المستقبلات (Futures Markets) على أنواعها وكذلك لها أساليب خاصة للتعامل فيها مثل أسلوب التحوط (Hedging).

**6.4. الكفاءة (Efficiency):** المقصود بها كفاءة الأسواق في تقرير السعر العادل للأسهم والسندات، حيث تكون الأسواق المالية وخاصة أسواق رأس المال على مستويات مختلفة من الكفاءة هي: المستوى القوي، المستوى شبه القوي، المستوى الضعيف وعدم وجود كفاءة. ويتم تعريف السوق ذات الكفاءة التسعيرية بشكل عام وبغض النظر عن المستوى بأنها السوق التي توفر الثمن العادل للأداة التي يتم الاتجار بها، والثمن العادل يتقرر عن طريق توفير المعلومات الملائمة وإدخال جميع هذه المعلومات في الحساب من قبل البائع والمشتري على حد سواء.

## 5. الأسواق المالية العالمية:

من أهم هذه الأسواق العالمية (شقيري، 2015، صفحة 135):

**1.5. سوق العملات الأجنبية (Foreign Currencies Market):** يتميز سوق العملات الأجنبية عن غيره، بأنه أكبر الأسواق وأكثرها ربحية، وفي هذه الأسواق تنفذ عمليات شراء وبيع العملات الأجنبية ولا يوجد مكان محدد لها وتعمل على مدار اليوم والليلة (24 ساعة)، فهي سلسلة من عمليات البيع والشراء والتسعير التي تتم بين البنوك والسماسرة والمتاجرين والمضاربين والشركات الكبرى، ويتم التنفيذ من خلال الاتصالات الالكترونية، لذلك لا حاجة لمواعيد محددة للفتح والإغلاق فيها على عكس سوق العملات المستقبلية، وتقوم البنوك المركزية بمراقبة حركة الأسواق عامة وسوق عملتها خاصة لضمان استقرار الأسعار والتدخل فيها بالبيع والشراء عند الضرورة، وذلك من أجل التأثير على اتجاه الأسعار بما يخدم اقتصاد الدولة.

تسمى هذه الأسواق سوق ما بين البنوك (Inter Bank Market)، لأن معظم العمليات تتم بواسطة الاتصال بين البنوك وبدون استعمال الأسواق المالية.

تقسم سوق العملات الأجنبية إلى:

**1.1.5. سوق العملات الأجنبية الآنية (Foreign Exchange Spot Market):** تتم غالباً عمليات بيع وشراء العملات الأجنبية في غرفة التداول في البنوك حسب الأسعار الآنية (الحالية) ويتم الاستلام والتسليم خلال يومي عمل، وبيع وشراء العملات يتم من خلال غرفة التداول (Dealing Room) الموجودة في كل بنك والمزودة بأحدث الوسائل لتنفيذ مثل هذه العمليات، وأهمها (Dealing System) والتي بواسطتها يتم الاتصال بين البنوك بسهولة لإجراء محادثات عمليات البيع والشراء، وكذلك توجد شاشات تعرض أسعار العملات الأجنبية.

**2.1.5. سوق العملات الأجنبية الآجل (Forward Market Foreign Exchange):** تخضع عمليات شراء وبيع العملات الأجنبية للأسعار الآجلة، إذا تم الاتفاق على تسديد الأموال بعد أكثر من يومي عمل، ويعرف العقد الآجل بأنه اتفاق بين طرفين، بنك وبنك آخر، أو بنك وعميل لتبادل عملة بأخرى في المستقبل، ويتم تحديد سعر التبادل وتاريخ التسليم وقيمة العملات المتبادلة في وقت إجراء العقد.

**3.1.5. سوق اليورو دولار (Eurodollar Market):** تعني كلمة (Eurodollar) الودائع المصرفية بالدولار الأمريكي التي أودعت في بنوك ومؤسسات مالية واقعة خارج الولايات المتحدة الأمريكية، أي الدولارات المودعة في لندن، باريس، زيورخ، فرانكفورت، طوكيو وسيول وغيرها من العواصم المالية الأخرى في العالم، وليس فقط العواصم الأوروبية كما تدل عليه التسمية. نفس الأمر ينطبق على باقي أسواق العملات الأوروبية (مجيطنه، 2013، صفحة 171).

**2.5. الأسواق النقدية العالمية (International Money Markets):** تعتبر أسواق نيويورك ولندن وطوكيو من أكبر الأسواق العالمية للعملات الأجنبية في العالم، وذلك قياساً على حجم العمليات اليومية المتداولة، وتستخدم اتفاقيات إعادة الشراء بشكل أوسع في سوق نيويورك، وتستخدم هذه الأداة للتمويل من جهة وتوفير السيولة كذلك، مدة هذا التمويل عادة قصيرة جداً تصل إلى يوم وليلة.

**3.5. أسواق الأوراق المالية الدولية (International Financial Security Markets):** يقصد بمصطلح الأسواق المالية الدولية أو البورصات الدولية، بورصات الدول الصناعية المتقدمة، ويتم التعامل بالسندات الحكومية في السوق الغير منظمة بشكل أكبر من الأسهم، بينما في السوق المنظمة يتم التعامل بشكل كبير بالأسهم، وتقسم حسب الموقع الجغرافي إلى: البورصات الأمريكية، البورصات الأوروبية والبورصات الآسيوية. أهم أسواق الأوراق المالية الدولية:

**1.3.5. سوق السندات الدولية (International Bonds Market):** تعتبر سوق السندات الدولية فرعاً من فروع سوق المالية الدولية، إذ يتم فيها تداول السندات الدولية التي تمثل ديناً على المصدر، وتصدر بعملة مخالفة

لعملة الدول التي تتداول فيها، ومن الأمثلة على ذلك السندات المصدرة باستعمال الدولار الأمريكي والمباعة في الأسواق الأوروبية. وتتكفل هيئة دولية بإصدار وتسويق تلك السندات عبر أقطار العالم كما تقوم بشراء السندات التي لم تباع في السوق حتى توفر السيولة لها. وتمثل هذه السندات الدولية وسيلة هامة لجلب رؤوس الأموال من دول إلى أخرى بغرض تمويل المشروعات، إذ تتراوح مدة استحقاقها من 10 إلى 15 سنة وعليه فهي وسيلة تمويل طويلة الأجل (جبار و عمر عبده، 2008، صفحة 77).

**2.3.5. سوق الأسهم الدولية (International Stocks Market):** على عكس السندات الدولية، تمثل الأسهم الدولية ملكية المستثمر أو المشتري لتلك الأسهم لجزء من الشركة المصدرة، حيث يتم الإصدار في البلدان غير البلد الأصلي للشركة المصدرة. أما التوزيع فتقوم به هيئة دولية مكونة من بنوك ومؤسسات مالية متخصصة، وعليه فإن سوق الأسهم الدولية هي مكان لقاء المحتاجين لرؤوس الأموال لاسيما الذين يريدون تدعيم بند الأموال الخاصة مع أصحاب الفوائض المالية وتوزيعها على المستوى العالمي بصورة كفؤة، أي أنها تعد من وسائل التمويل التي تمكن المؤسسات من الحصول على ما تحتاجه من أموال لغرض الإنشاء أو التوزيع بين بلدان أجنبية مع إتاحة فرصة التملك لتلك الأطراف الأجنبية التي وظفت أموالها في شراء أسهم دولية (جبار و عمر عبده، 2008، صفحة 78).

من أهم مؤشرات أسواق الأسهم العالمية:

- مؤشر داو جونز (Dow Jones Index): يقيس معدل أسعار أكبر 30 مؤسسة مسجلة في سوق نيويورك للأوراق المالية (New York Stock Exchange) في أمريكا.
- مؤشر ستاندرد اند بورز (S&P 500): يقيس معدل أسعار أكبر 500 شركة مالية في الولايات المتحدة الأمريكية.
- مؤشر (Financial Times Stock Exchange) في إنجلترا.
- مؤشر (Nikkei) في اليابان.
- مؤشر (Tokyo Stock Price Index) في طوكيو.



## الفصل الثامن: السوق النقدية

### (Monetary Market)

بعد الانتهاء من هذا الفصل، يجب أن يكون

الطالب قادراً على معرفة:

1. تعريف السوق النقدية
2. أدوات السوق النقدية
3. أنواع السوق النقدية

أهداف الفصل

## 1. تعريف السوق النقدية (Money Markets):

- تعرف السوق النقدية بأنها السوق التي توفر عملية الاقتراض والاقتراض والمتاجرة بالأدوات الاستثمارية قصيرة الأجل أملا في تحقيق عوائد للمستثمرين فيه، وتكتسب سوق النقد خصائص من أدواتها تميزها عن أي سوق من أسواق الأدوات المالية، ويمكن تحديد هذه الخصائص كالتالي:
- ليس للسوق هيكل مؤسسي وتنظيمي محدد، إذ أن مجموع المؤسسات المالية والمصرفية المنتشرة جغرافيا تشكل هيكل السوق، وتلعب البنوك التجارية اللاعب الرئيسي في السوق.
  - الأموال التي توفرها السوق قصيرة الأجل في الغالب، أي ذات استحقاق سنة فأقل ودوريا، ثلاثة شهور، ستة شهور، تسعة شهور بشكل عام.
  - توفر السوق أدوات بمخاطر منخفضة جدا وقد تكون خالية من المخاطر في بعض منها لاسيما أدوات الخزينة.
  - أغلب أدوات السوق النقدية والتي من بينها الأوراق التجارية ذات قابلية تسويقية عالية، أي بالإمكان تسيلها (تحويلها إلى نقد) بسرعة وبمرونة عالية، ولذلك سمي سوق النقد بهذا الاسم.
  - أغلب أدواتها تتمتع بدرجات ضمان عالية، فغالبا ما تستخدم كضمان للقروض.
  - أدواتها توفر عائد مناسب للمستثمر الذي لا يرغب في تحمل مخاطر.

## 2. أدوات السوق النقدية:

يتم في السوق النقدية تداول أدوات مالية قصيرة الأجل، أهمها:

- 1.2. **أذونات الخزينة (Treasury Bills):** وهي أدوات دين قصيرة الأجل وتستحق كل (3، 6 أو 12 شهرا)، يتم تداولها بمعدل خصم من القيمة الاسمية لها، ويتم إصدارها لتمويل عجز الحكومات الفدرالية. تعتبر أذونات الخزينة أكثر أدوات سوق النقود سيولة، ويتم تداولها بكثرة، وتعتبر أكثر أدوات سوق النقود أمانا لأنه لا يوجد أي احتمال للاختلاس والاحتيال، وسبب ذلك أن أذونات الخزينة يتم إصدارها عن طريق الحكومات والتي بدورها تلتزم بدفع جميع الديون الموجودة عليها من خلال زيادة الضرائب أو إصدار نقد جديد. وتحتفظ البنوك بأكبر قدر ممكن من أذونات الخزينة، أما الأفراد والشركات المساهمة والوسطاء الماليون فيحتفظون بنسبة أقل (عوض الرفاعي و بلعربي، 2002، صفحة 43).

- 2.2. **شهادات الإيداع القابلة للتداول (Negotiable Certificates of Deposit):** يقصد بها تلك الشهادات غير الشخصية التي تصدرها البنوك التجارية، والتي يمكن لحاملها التصرف فيها بالبيع أو التنازل، كما يمكنه الانتظار حتى تاريخ الاستحقاق المدون على الشهادة (ابراهيم هندي، 1993، صفحة 52).

**3.2. الأوراق التجارية (Commercial Papers):** الورقة التجارية هي مستند دين قصير الأجل صادر من مدين لأمر الدائن، تصدرها شركات كبيرة للحصول على حاجتها من التمويل، وتشتريها بشكل رئيسي شركات الأعمال الأخرى وشركات التأمين والمصارف والمؤسسات المالية الأخرى، وتعد الورقة التجارية حالياً إحدى أهم أشكال التمويل، وقد أخذت تنمو سريعاً في السنوات الأخيرة.

يتراوح استحقاق الورقة التجارية بشكل عام بين شهرين وستة أشهر، وتباع إما مباشرة في السوق النقدية، أو من خلال وسطاء الأوراق المالية، ويتغير سعر الفائدة على الورقة التجارية من وقت لآخر. تباع الأوراق التجارية بخصم من القيمة الاسمية، وإما تباع من قبل المصدر مباشرة في السوق النقدية أو تباع من خلال الوسطاء ويجري الوسيط تحليل دقيق للمركز المالي والائتماني لمصدر الورقة التجارية (علي إبراهيم العامري، 2013، صفحة 252).

**4.2. اتفاقيات إعادة الشراء (Repurchase Agreements):** وهي إحدى الأدوات الاستثمارية قصيرة الأجل، ويتم تداولها بالسوق النقدية وتستخدم للتمويل قصير الأجل بأن يقوم من يملك الأوراق المالية ببيعها لطرف آخر ليحصل على قيمتها نقداً، على أن يقوم بإعادة شرائها بعد فترة زمنية قصيرة بسعر أعلى من السعر الأول (شقيري، 2015، صفحة 129).

**5.2. القبولات المصرفية (Banker's Acceptances):** يتم خلق هذه الأداة من أدوات السوق النقدية في مجال تنفيذ عمليات التجارة الخارجية، والقبول المصرفي هو حوالة مصرفية (أي وعد بالدفع مماثل للشيك) تصدرها شركة قامت بشراء سلع من الخارج، وقابلة للدفع في تاريخ معين في المستقبل، ومضمون من بنك مقابل عمولة، وضمن البنك يتمثل في قيامه بختم الحوالة بعبارة (مقبول Accepted)، وبمجرد أن تصل تلك الحوالة إلى المصدر الأجنبي يقوم بالحصول على قيمتها من بنك في بلده، ويتولى هذا البنك بدوره تحصيل قيمة القبول المصرفي من البنك في بلد المستورد، والشركة التي أصدرت القبول المصرفي مطلوب منها إيداع الأرصدة المطلوبة في حسابها، لأن ضمان البنك لحوائتها يعني أن هذا البنك ملزم بالدفع، والميزة للشركة هنا هي أن الحوالة تصبح مقبولة؛ بمجرد أن يختمها البنك، عند شراء سلع من الخارج، حيث يتأكد المصدر الأجنبي أنه سيحصل على قيمة السلع المصدرة حتى وإن أفلسَت الشركة المستوردة. وقد يعاد بيع القبولات المصرفية بخصم في السوق الثانوي للنقد (أبو الفتوح علي النافه، 2001، صفحة 27).

**6.2. أمر السحب القابل للتداول (Negotiable Orders of Withed Trowel):** وهو وعاء ادخاري، يجمع بين صفات الودائع الجارية وودائع التوفير، فالمستثمر فيه يملك حق السحب عند الحاجة ويضمن الحصول على العائد الناتج عن فائدة محددة على رصيد تلك الوديعة (شقيري، 2015، صفحة 129).



7.2. قروض الدولارات الأوروبية (Eurodollar Loans): يستخدم اصطلاح الدولار الأوربي للإشارة إلى الدولارات الأمريكية التي تحتفظ بها البنوك خارج الولايات المتحدة الأمريكية وبالأخص البنوك الأوروبية، ويتكون سوق الدولار الأوربي من عدد من البنوك الكبيرة في لندن وبعض البلدان الأوروبية الأخرى التي يقتصر تعاملها على الدولار، بمعنى آخر تقبل ودائع وتمنح القروض بالدولار الأمريكي فقط، هذا وتتسم القروض التي تقدمها تلك البنوك بضخامة القيمة وقصر تاريخ الاستحقاق، وتتكون الدولارات الأمريكية لدى تلك البنوك نتيجة قيام بعض البنوك والشركات التي لها ودائع في بنوك أمريكية، بسحب جزء من تلك الودائع لإعادة إيداعها في صورة ودائع لأجل لدى البنوك الأوروبية التي تتعامل بالدولار، ربما بسبب ارتفاع معدلات الفائدة التي تمنحها (ابراهيم هندي، سلسلة الأسواق المالية: الأسواق الحاضرة والمستقبلية، 1998، صفحة 93).

### 3. أنواع السوق النقدية:

تقسم أسواق النقد إلى ثلاثة أقسام على النحو التالي:

1.3. سوق الخصم (Discount Market): هي إحدى الفروع الثانوية لسوق النقد، وفيها يجري خصم الأوراق التجارية، وهذه الأصول هي شبه النقد، أي أنها أكثر أنواع رأس المال سيولة بعد النقود والودائع تحت الطلب، فإنها تقتنى من طرف المصارف التجارية بوجه انتقائي كاحتياطات ثانوية، وتعتمد أساسا الأوراق القابلة للخصم كالأوراق التجارية ممثلة بالكمبيالات، وشهادات الإيداع، حيث يتقاضى البنك المركزي سعرا من البنوك التجارية نظير إعادة الخصم للكمبيالات والأوراق التجارية المختلفة، ويضم بيوت الخصم، بيوت القبول، البنوك التجارية والبنك المركزي.

2.3. سوق الودائع تحت الطلب (Deposits On Call Market): تشمل الودائع المصرفية والحسابات الجارية المدينة والدائنة على حد سواء. وحقيقة هذه السوق أنها تجمع جميع البنوك التجارية والمتخصصة، مما يتيح لمن لديه أرصدة نقدية فائضة فرصة إقراضها لمن يحتاجها بشكل عاجل على شكل قروض قصيرة الأجل، كما نضيف هنا أسواق العملات الأجنبية وتحديدًا اليورو والدولار، فهذه الأسواق تكون أرصدة كبيرة من العملات: الدولار واليورو، وتستخدم في تمويل التجارة الدولية (رمضان و شموط، 2008، صفحة 51).

3.3. السوق المفتوحة (Open Market): ويقصد بها التعامل بإسناد القروض والعملات الأجنبية والقبولات المصرفية، وغالبا ما يلجأ البنك المركزي لسياسة السوق المفتوحة لشراء وبيع الأوراق الحكومية أو لشراء وبيع النقد الأجنبي، فإذا رغب البنك المركزي من خلال سياسته النقدية في تقليص حجم الائتمان فإنه يلجأ لبيع الأوراق المالية التي يملكها ليخفض كمية النقد المتاحة في السوق، وعلى العكس من ذلك فإنه إذا رغب في زيادة توسع البنوك في الائتمان فإنه يقوم بشراء الأوراق المالية ويدفع قيمتها نقدا ليزيد من كمية النقود المتداولة في السوق (راجع موضوع السياسة النقدية).



## الفصل التاسع: سوق رأس المال

### (Capital Market)

بعد الانتهاء من هذا الفصل، يجب أن يكون

الطالب قادراً على معرفة:

1. تعريف سوق رأس المال
2. أدوات سوق رأس المال
3. كفاءة سوق رأس المال

أهداف الفصل

## 1. تعريف سوق رأس المال (Capital Markets):

يعرف سوق رأس المال بأنه سوق الأموال طويلة الأجل، وهو الإطار الذي من خلاله يلتقي تيار الفائض بتيار العجز، لعقد صفقات طويلة ومتوسطة الأجل بصورة مباشرة للاكتتاب في الأوراق المالية طويلة الأجل كالسندات أو التي ليس لها أجل (كالأسهم)، أي التي يزيد أجل استحقاقها عن سنة، وسميت بسوق رأس المال لكونها السوق التي يلجأ إليها أصحاب المشروعات لتكوين رأس مال في مشروعاتهم المختلفة.

## 2. أدوات سوق رأس المال:

يتم في سوق رأس المال تداول أدوات مالية طويلة الأجل، أهمها:

### 1.1. الأسهم (Stocks):

1.1.2. تعريف الأسهم: تعد الأسهم بمثابة أدوات ملكية طويلة الأجل، بمعنى ليس لها تاريخ استحقاق، كما أن مسؤولية مالكيها (حاملها) محددة بقيمة هذه الأسهم، ولا يحق لحاملها المطالبة بأرباح إلا إذا قررت الجهة المصدرة لها ذلك وهي مجلس إدارة الشركة. وفي حالة تعرض الشركة المصدرة لها للإفلاس، فإن حملة الأسهم يحصلون على ما تبقى من أموال التصفية، والتي قد تكفي لسداد مستحققاتهم أو أموالهم التي اشتروا بها تلك الأسهم لغرض الاستثمار، وهذا يعني أن الأسهم تتعرض لمخاطر عدم استرداد قيمتها أو الحصول على تدفقات نقدية أقل مما كان متوقعا أو تناقص قيمتها السوقية. وبالمقابل يعتبر الاستثمار بالأسهم أحد أكثر مجالات الاستثمار ربحية، حيث تتحقق الربحية لحامل السهم من توزيعات الأرباح الدورية ومن ارتفاع السعر السوقي للسهم (حميد العلي، 2013، صفحة 229).

### 2.1.2. أنواع الأسهم: تنقسم الأسهم إلى الأنواع التالية (محمود الشواورة، 2008، صفحة 81):

#### أ. أنواع الأسهم من حيث الشكل:

أ. أسهم اسمية: وتصدر باسم صاحب السهم العادي، وبالتالي فإن نقل ملكيتها يحتاج للعودة للمصدر أو البورصة.

أ.2. أسهم لأمر: المساهم هنا غير معروف للشركة وتنقل ملكيتها بطريقة التظهير.

أ.3. أسهم لحاملها: ليست باسم شخص معين وتنقل الملكية من يد إلى أخرى، ومالكها هو الشخص الذي يحوز عليها في حينها.

#### ب. أنواع الأسهم من حيث الحصة المدفوعة:

ب.1. أسهم عينية: وهي تمثل حصة عينية من رأس المال على شكل عقار أو آلات أو معدات.

ب.2. أسهم نقدية: وهي التي يدفع مقابل الحصول عليها مساهمة نقدية.

### ج. أنواع الأسهم من حيث الحقوق:

- ج.1. الأسهم العادية: تمنح للمكتتبين ويحق لحاملها الحصول على أرباح دورية.
  - ج.2. الأسهم الممتازة: وهي أسهم هجينة تقع بين الأسهم العادية والسندات، وسوف نأتي على شرحها لاحقاً.
  - إلى جانب الأسهم التقليدية في الآونة الأخيرة على نطاق محدود أنواع مستحدثة من الأسهم العادية تتمثل في:
  - ج.3. الأسهم العادية للأقسام الإنتاجية: أي تربط فيها التوزيعات بكمية الإنتاج أو قيمة الأرباح لقسم معين.
  - ج.4. الأسهم العادية ذات التوزيعات المخصصة: أي خصم التوزيعات من الإيرادات قبل حساب الضريبة.
  - ج.5. الأسهم العادية المضمونة: أي تعطي الحق لحاملها في العودة على الشركة المصدرة بالتعويض فيما لو تعرض سعر بيع أسهمها في السوق إلى انخفاض خلال فترة محددة.
- هذا وتعتبر الأسهم العادية والأسهم الممتازة أشهر أنواع الأسهم، وسيتم التطرق لهذين النوعين بشيء من التفصيل في الجزئية الموالية.

#### 3.1.2. الأسهم العادية (Common Stocks) (كامل آل شبيب، 2007، صفحة 201):

أ. تعريف السهم العادي: وهي وثيقة ذات قيمة اسمية واحدة تطرح للاكتتاب العام ولها القابلية على التداول وغير قابلة للتجزئة من قبل حاملها ولا تستحق الدفع في تاريخ محدد، أي أنها أبدية على طول عمر المشروع ولا تلزم بتوزيع أرباح ثابتة سواء من حيث تحديد قيمة هذه الأرباح أو فترات استحقاقها، وتحسب قيمة وعدد الأسهم المصدرة بعد تقدير حجم الأموال المستثمرة في المشروع ونسبة التمويل بالأسهم العادية في هيكل رأس المال، وبعد ذلك يتم تحديد كيفية إصدار الأسهم وسعر الإصدار، ويعتبر التمويل بالأسهم العادية وسيلة تمويل رئيسية من مصادر التمويل طويلة الأجل بالنسبة للشركات المساهمة العامة، لأن استخدام هذه الطريقة في التمويل سوف لا يحمل المشروع أي كلفة أو التزام تجاه الغير مقابل استخدام الأموال إلا في حالة تحقيق الربح واتخاذ قرار بالتوزيع على المساهمين، ويتمتع حملة الأسهم العادية بحق التصويت عند انتخاب مجلس الإدارة وحق المشاركة في الأرباح التي يتقرر توزيعها إضافة إلى نصيبه من أصول الشركة عند التصفية وحق الاكتتاب لغرض المحافظة على ملكيتهم النسبية في الشركة.

ب. القيم المختلفة للسهم العادي: وتصدر الأسهم عادة عند تأسيس الشركات (إصدار اكتتاب عام)، ولكن قد يلجأ إلى إصدار الأسهم في مراحل أخرى لزيادة رأسمالها المكتتب به وعادة تكون على مرحلة واحدة، ونتيجة لبعض القوانين والأعراف المحاسبية ومراحل التطور الاقتصادي والتاريخي التي يمر بها المشروع تتكون لدينا عدة قيم للسهم الواحد وهي:

ب.1. القيمة الاسمية للسهم (Par value): يقصد بالقيمة الاسمية تلك القيمة المنصوص عليها في عقد تأسيس الشركة وقوانينها وأنظمتها الداخلية، وتظهر هذه القيمة عادة على قسيمة السهم نفسه عند شراء السهم في السوق المالي أو إصدار شهادة إثبات ملكية للسهم أو الأسهم في الشركة، وتحدد بعض القوانين حد أدنى للقيمة الاسمية للسهم، والقيمة الاسمية ليس لها أية قيمة اقتصادية من وجهة نظر المستثمرين لأنها تخضع لقرارات سيادية، ويعتمد على القيمة الاسمية في تحديد نسبة الربح الموزع إلى مالكي الأسهم العادية.

ب.2. القيمة الدفترية (Book Value): هي تلك القيمة التي تعكسها سجلات الشركة المحاسبية وتمثل مجموع رأس المال المساهم به والاحتياطات والأرباح غير الموزعة، ويتم احتسابها بقسمة حقوق المساهمين على عدد الأسهم المصدرة، وتعكس قيمة ما قدمه المساهم لتمويل استثمارات المشروع مقابل كل سهم من أسهم المشروع وتحسب كما يلي:

القيمة الدفترية للسهم = حقوق الملكية - الأسهم الممتازة / عدد الأسهم المصدرة.

أو = قيمة الموجودات - الالتزامات / عدد الأسهم المصدرة.

ونقصد بالالتزامات إجمالي الديون وحقوق حملة الأسهم الممتازة.

ب.3. قيمة إصدار السهم: وهي تلك القيمة التي يتم بموجبها تحديد سعر إصدار السهم وبيعه في السوق المالي وبالنسبة للشركات القائمة الحالية يصدر السهم عادة بسعر أعلى من القيمة الاسمية وأقل من القيمة السوقية ويسمى بسعر الإصدار، والفرق بين سعر الإصدار والسعر الاسمي للسهم يسمى علاوة الإصدار وتدفع العلاوة مباشرة إلى الشركة وتعد ضمن حقوق الملكية وقد يصدر السهم بسعر أقل من قيمته الاسمية وخاصة بالنسبة للشركات حديثة التأسيس.

ب.4. قيمة السهم في السوق (Market Value): هي تلك القيمة التي تتحدد نتيجة التعامل في سوق الأوراق المالية وتتميز هذه القيمة بأنها تتحدد من خلال مشاركة عدة أطراف تختلف في أهدافها أي من خلال العرض والطلب ولذلك فإنه يمثل القيمة الحقيقية للشركة خاصة إذا كان السوق المالي يتمتع بدرجة عالية من الكفاءة. وتعتبر هذه القيمة عن سعر تداول السهم في السوق، فعندما تحقق الشركة أرباح وترتفع قيمتها في السوق يكون سعر السهم في السوق أعلى من القيمة الدفترية أو القيمة الاسمية والعكس صحيح وتتميز هذه القيمة بالتغير من وقت إلى آخر وتعتبر عن كفاءة أداء المشروع، وتعكس الحالة الاقتصادية التي تحيط به وتحسب كما يلي:

القيمة الحقيقية للسهم = قيمة الموجودات في السوق - الالتزامات / عدد الأسهم العادية.

ب.5. القيمة التصفوية للسهم (Liquidation Value): وهي تلك القيمة التي يتوقع المساهم الحصول عليها عند تصفية أموال المشروع، أي أنها عبارة عن نصيب السهم من قيمة الموجودات بعد التصفية وتسديد حقوق

كافة الدائنين وحملة السندات والأسهم الممتازة، لأن حاملي الأسهم العادية لا يحصلون على حق الأولوية عند توزيع مبالغ التصفية، ويمكن تقدير هذه القيمة بعد تقييم كل عنصر من عناصر الأموال عند البيع السريع لها ونستطيع استخدام المعادلة التالية لاحتساب قيمة التصفية للسهم:

قيمة السهم عند التصفية = المحصل من البيع - المدفوعات من الالتزامات / عدد الأسهم المصدرة.

ب.6. القيمة البديلة (Substitution Value): تمثل قيمة الورقة المالية عند مقارنتها بقيمة ورقة مالية بديلة لمنشأة أخرى. يعاب على القيمة البديلة عدم قدرتها على تحديد المنشآت التي يمكن استخدامها عند المقارنة، حيث يصعب وجود منشأة بديلة مناسبة بسبب اختلاف أساليب الإدارة في المنشآت، حقوق براءة الاختراع والظروف البيئية التي تعمل بها المنشأة وغيرها (صالح الحناوي، 2004، صفحة 47).

ب.7. القيمة الحقيقية (Intrinsic value): وتعرف بأنها القيمة العادلة أو المعقولة أو القيمة التي تبررها الحقائق المتمثلة في الموجودات والأرباح وربحية السهم الواحد وتوزيعات الأرباح وآفاق النمو المستقبلية، وتحسب هذه القيمة للسهم العادي من خلال تقدير التدفقات النقدية - توزيعات الأرباح والعوائد أو الخسائر الرأسمالية الناتجة عن الاستثمار في السهم العادي في نهاية فترة الاحتفاظ وتقدير معدل العائد المطلوب على الاستثمار في الأسهم العادية (طلعت عبد الحكيم و مصطفى حسن، 2010، صفحة 58).

ويتغير حساب هذه القيمة، تبعاً للتغير في الحقائق، وتغير ظروف الاقتصاد الوطني المستقبلية، ونمو القطاع الذي تنتمي إليه الشركة، وعادة ما تتساوى القيمة الحقيقية للسهم مع قيمته في السوق في حالة توفر معلومات أساسية وجديدة عن الشركة ولجميع المستثمرين في سوق رأس مال يتسم بالكفاءة، ومن الممكن أن تختلف قيمة السهم في السوق عن القيمة الحقيقية للسهم بسبب المضاربة والتلاعب في أسعار الأسهم في السوق وعدم توفر المعلومات عن أداء الشركة أو التكلفة العالية للحصول على المعلومات أو الإفصاح غير الكافي عن المعلومات من قبل الشركة والتحليل الخاطئ للمعلومات من قبل المستثمرين.

ج. حقوق حملة الأسهم العادية: يعتبر حملة الأسهم العادية ملاكاً للشركة، لذلك فهم يتمتعون بعدد من المزايا والحقوق (محمود بشير المغربي، 2016، صفحة 156):

ج.1. الحقوق الجماعية: وهي مجموعة الحقوق التي تملكها الهيئة العامة للمساهمين، وتضم كل من يحمل سهماً في هذه المنشأة، مثل حق انتخاب مجلس الإدارة ومدقق الحسابات.

ج.2. الحقوق الفردية: وهي الحقوق التي يتمتع بها المساهم الفرد، وتضم:

- حق الاشتراك في الأرباح: وذلك في حالة تحقيق ربح واتخاذ قرار بتوزيع الأرباح.

- الحق في حضور اجتماعات الجمعية العمومية.

- الحق في التصويت: حيث يقوم حملة الأسهم العادية بالتصويت على أية قرارات تخص مستقبل المنشأة، مثل انتخاب أعضاء مجلس الإدارة، أو توسيع الشركة، أو الحصول على تمويل خارجي... وغيرها، ومن الجدير بالذكر أن لكل مساهم أصوات بقدر الأسهم التي يملكها.
- حق الأولوية بالاككتاب: ويسمى أحيانا بحق الشفعة، ويعني أن للمساهمين في الشركة الأولوية في الاككتاب بالأسهم الجديدة التي تطرحها الشركة، وذلك بهدف المحافظة على مركز المساهم في المنشأة، والمحافظة على نصيبه في الاحتياطات والأرباح غير الموزعة.
- حق نقل ملكية الأسهم: ويتم تداول الأسهم بيعا وشراء في السوق المالي.
- حق المشاركة في موجودات الشركة عند تصفيتها، وذلك بعد دفع حصة الدائنين، وحصة حملة الأسهم الممتازة.
- حق الحصول على شهادة باسمه في الشركة.
- الحق في الاطلاع على حسابات الشركة.
- مسؤولية المساهم محدودة بمقدار مساهمته في رأس المال.

د. مزايا وعيوب التمويل بإصدار الأسهم العادية (كامل آل شبيب، 2007، صفحة 204):

تمنح الإدارة المالية التمويل بواسطة إصدار الأسهم العادية الاهتمام الكافي لتأثير ذلك على حقوق المالكين واحتمال انخفاض نصيبهم من الأرباح بعد اتخاذ قرار التوزيع، إضافة إلى مشاركة المستثمرين الجدد في الأرباح المحتجزة، إذ أن دخول مساهم جديد يعني المشاركة في جزء من حصة أرباح المساهمين الذين سبقوه، هذا إضافة إلى مشاركته الفعالة في اجتماعات الجمعية العمومية وفي اختيار أعضاء مجلس الإدارة والمساهمة في اتخاذ القرارات المهمة، ومن ضمنها تحديد عمليات التمويل الخارجي وسياسة بيع الأسهم وتنميتها ومقدار الأرباح ونسبة الأرباح التي توزع على المساهمين، وفي ضوء طبيعة الأسهم العادية المنوه عنها أعلاه هناك بعض المزايا والعيوب من جراء استخدام هذا المصدر في تمويل رأس المال يمكن إجمالها في ما يلي:

#### د.1. مزايا إصدار الأسهم العادية:

- لا يمثل إصدار الأسهم العادية التزام على الشركة سواء بدفع مبالغ محددة أو تحديد تاريخ استحقاق لها، إذ أن توزيع الأرباح على حملة الأسهم يكون بعد أن تحقق الشركة الأرباح ويتخذ القرار بتوزيعها.
- إن الشركة غير ملزمة برد قيمة السهم في تاريخ محدد، مما يعطي مرونة للمشروع بعدم الدخول في التزامات محددة بالإضافة إلى انخفاض درجة الخطر مقارنة بمصادر التمويل الأخرى.
- إن التمويل بإصدار الأسهم يعد توسيعا لحقوق الملكية وهذا يخفف من خطر الرافعة المالية، ويعطي ضمانات إضافية للدائنين ويعزز من القدرة الائتمانية للشركة في السوق المالي.

## د.2. عيوب الأسهم العادية:

تهتم الإدارة المالية بالتمويل بواسطة إصدار الأسهم العادية من خلال تقدير مدى التأثير على حقوق المالكين كنتيجة لدخول مستثمرين جدد إلى الشركة ومشاركتهم في الأرباح بعد الإعلان عن التوزيع، ولذلك فإن المآخذ على التمويل بالتمويل بإصدار الأسهم العادية هي كما يلي:

- يؤدي التمويل بإصدار الأسهم العادية إلى توسيع قاعدة الملكية وينعكس ذلك على إدارة الشركة، وأحياناً السيطرة على قرارات مجلس الإدارة واتجاهاتك واحتمال تغيير طريقة إدارة الشركة بما يتلاءم مع توجهات الأعضاء الجدد في حالة ارتفاع نسبة مساهمتهم في رأس المال.

- إن توسيع قاعدة المساهمين يؤدي إلى انخفاض عائد السهم الواحد للمستثمرين القدماء، إضافة إلى مشاركة المستثمرين الجدد في الأرباح المتحققة سابقاً (الأرباح المحتجزة)، إن المساهم الجديد يحصل على جزء من أرباح المساهمين القدماء سواء التي تتحقق في السنة المالية الحالية أو المجمعة من الفترات السابقة، وتؤدي زيادة عدد المساهمين إلى تخفيض مبالغ الأرباح المحتجزة التي تساهم في توسيع الاستثمارات.

- عدم تخفيض الربح الضريبي على الشركة عند استخدام التمويل بإصدار الأسهم ذلك لأن قيمة الأرباح الموزعة سوف لا تضاف إلى مصاريف الشركة لأغراض الاحتساب الضريبي عند تقدير الدخل الخاضع للضريبة أي لا يمكن خصم الأرباح الموزعة من الضرائب.

- إن إصدار الأسهم والاكتتاب بها بواسطة المؤسسات المالية يكون لقاء عمولات ومصاريف تتحملها الشركة المصدرة.

- إن ارتفاع نسبة مساهمة حق الملكية في هيكل رأس المال قد يؤدي إلى ارتفاع كلفة رأس المال المستثمر وبالتالي انخفاض العائد على رأس المال أي أنها تحد من قدرة المشروع على المتاجرة بالملكية.

### 4.1.2. الأسهم الممتازة (Preferred stocks) (تايه النعيمي و فؤاد التميمي، الإدارة المالية المتقدمة، 2009،

صفحة 362):

أ. تعريف الأسهم الممتازة: يطلق على هذا النوع من الأسهم مصطلح أسهم التمتع، وترتب هذه الأسهم على المنشأة التي تصدرها دفع مقسوم أرباح محددة مسبقاً على شكل نسبة مئوية من القيمة الاسمية (Par value) للسهم أو مبلغ ثابت في كل سنة. وتجمع هذه الأسهم بين مزايا التمويل المقترض (السندات) وبين مزايا التمويل المملاك (الأسهم العادية).

من بين الخصائص التي تتميز بها هذه الأسهم عن غيرها من مصادر التمويل طويل الأجل الأخرى ما يلي: الأسبقية في الحصول على حصتها من الأرباح قبل الأسهم العادية، إمكانية تجميع أرباحها وتراكمها على عكس

الأسهم العادية، حق تحويلها إلى أسهم عادية، وأنها ذات قيمة اسمية ثابتة في حالة تصفية المنشأة على خلاف الأسهم العادية التي تكون قيمتها غير محددة.

#### ب. أنواع الأسهم الممتازة: (Preferred stock types) :

يمكن للأسهم الممتازة أو ما يطلق عليها أسهم التمتع أن تأخذ أحد الأشكال التالية:

ب.1. أسهم تراكمية أو غير تراكمية (Cumulative and Non-Cumulative Stocks): فإن كانت تراكمية فإنها تعطي الحق لحاملها في تجميع الأرباح عن السنوات التي لا توزع فيها المنشأة الأرباح وتدويرها إلى السنوات اللاحقة، أما إن كانت غير تراكمية فهي لا ترتب على المنشأة تجميع الأرباح وتدويرها إلى السنوات اللاحقة.

ب.2. الأسهم المشاركة وغير المشاركة (Participating and Non-Participating Stocks): ففي حالة كون الأسهم من النوع المشارك فإنها تعطي لحاملها الحق في مشاركة حملة الأسهم العادية، إضافة لحصتها الثابتة من الربح، في الأرباح الفائضة بعد دفع المقسوم على حملة الأسهم العادية، وكذلك حقهم في الأصول الفائضة في حالة تغطية التزامات المنشأة عند التصفية، أما النوع غير المشارك فهو لا يعطي الحق لحامله المزايا آنفة الذكر.

ب.3. الأسهم التراكمية والقابلة للتحويل إلى أسهم عادية (Cumulative and Convertible): وهو ذلك النوع الذي يتيح لحامله حق التمتع بخاصية تراكم الأرباح وتدويرها إلى السنوات اللاحقة كما يعطيه الحق في تحويلها إلى أسهم عادية في حالة رغبته بذلك.

#### ج. حالات إصدار الأسهم الممتازة (كامل آل شبيب، 2007، صفحة 208):

- في حالة عدم إمكانية حصول الشركة على القروض من المؤسسات المالية نظرا لارتفاع مديونيتها أو ارتفاع معدلات الفائدة في السوق المالية.

- الاستفادة من المتاجرة بالملكية أي في حالة كون كلفة التمويل بإصدار الأسهم الممتازة أقل من كلفة إصدار الأسهم العادية، فمثلا إذا كانت أرباح الأسهم الممتازة بنسبة 10% وكان العائد المتوقع على الاستثمار بنسبة 16%، ففي هذه الحالة نتخذ القرار بالتمويل بإصدار الأسهم الممتازة لأنها تحقق عائد أكبر لحملة الأسهم العادية (أي المستثمرين القدماء).

- في حالة ارتفاع مديونية الشركة أو زيادة الأعباء المالية المترتبة عليها، فإن التمويل بواسطة الأسهم الممتازة يفضل على التمويل بواسطة السندات أو القروض كونها ترتب التزامات على الشركة من حيث الأقساط أو الفوائد وتكون ملزمة بدفعها سواء حققت الربح أو لم تحققه وفي أوقات ومبلغ محدد، بينما في حالة التمويل بالأسهم الممتازة يتم منح حاملها نصيبهم من الأرباح عند تحققها واتخاذ القرار بالتوزيع.



- إن معظم إصدارات الأسهم الممتازة ينص في شروط إصدارها على عدم مشاركة حاملها في إدارة الشركة، أو انتخابات مجلس الإدارة أو في التصويت في الجمعية العمومية وبالتالي تكون الشركة حرة في الإدارة في حالة حصولها على التمويل بالأسهم الممتازة أي لا يوجد خطر فقدان السيطرة على المشروع.
- مع الإشارة إلى أن الشركة المصدرة للأسهم الممتازة تبذل جهود كبيرة لتوزيع نصيب حملة الأسهم الممتازة من الأرباح سنويا، وذلك لأسباب متعددة أهمها ما يلي:
- التزام الشركة الأدبي تجاه حاملي الأسهم الممتازة.
- إن عدم دفع الأرباح لحملة الأسهم الممتازة، سوف يؤدي بالنتيجة إلى عدم حصول حملة الأسهم العادية على حصتهم من الأرباح وذلك استنادا إلى شرط الأولوية الذي تتمتع به الأسهم الممتازة.
- إن عدم توزيع الأرباح يؤدي إلى التأثير على قيمة الأسهم في السوق المالي وعلى سمعة وقيمة الشركة نفسها في السوق بصورة عامة.

د. مزايا وعيوب التمويل عن طريق الأسهم الممتازة (نايف علوان، 2009، صفحة 313):

د.1. مزايا التمويل عن طريق الأسهم الممتازة:

د.1.1. من وجهة نظر الشركة:

- لا يوجد أي التزام قانوني على دفع التوزيعات بالنسبة لحملة الأسهم الممتازة.
- يترتب على استخدام هذا النوع من التمويل زيادة العائد لحملة الأسهم العادية إذا كان أثر الرفع المالي موجبا ونسبة الرفع عالية.
- تجنب الشركة شرط المساواة بين مع حملة الأسهم العادية من حيث العائد، لأن عائد الأسهم الممتازة محدود وثابت.
- إن استخدام هذا التمويل لا يضعف من رقابة حملة الأسهم العادية على الشركة.
- هذا النوع ليس له تاريخ استحقاق محدد ولا يتطلب تكون احتياط استهلاكي لهذه الأسهم، لذلك فهو أكثر مرونة بالمقارنة بالسندات.

- لا يتطلب وجود أصول مرهونة كضمان لهذا التمويل كما يحدث في حالة التمويل بالقروض.

د.2.1. من وجهة نظر المستثمر:

- تحقق له معدل عائد شبه مستقر.
- تعطي له الأولوية في الحصول على القيمة عند التصفية بالمقارنة بحملة الأسهم العادية.

د.2. عيوب التمويل عن طريق الأسهم الممتازة:

#### د.2.1. من وجهة نظر الشركة:

- معدل عائدها أعلى من العائد الخاص بالسندات.
- التوزيعات الخاصة بالأسهم الممتازة لا تعطي أي إعفاء ضريبي كما في حالة التمويل بالقروض.

#### د.2.2. من وجهة نظر المستثمر:

- معدل العائد محدد مسبقا بصرف النظر عن صافي الدخل.
- التقلب في سعر السهم الممتاز أكبر من التقلب في سعر السند، ولكن معدل العائد غالبا ما يكون أقل.
- لا يوجد التزام قانوني لدفع العائد للسهم الممتاز، ولكن يتوقف ذلك على تحقيق صافي دخل وقرار بإجراء توزيعات، وتوافر سيولة كافية لإجراء التوزيعات، ولا يؤدي التأخير أو عدم إجراء توزيعات على هذه الأسهم إلى تصفية الشركة.

#### 5.1.2. العوامل المؤثرة على أسعار الأسهم:

تتقلب أسعار الأسهم أو القيمة الرأسمالية للأسهم في سوق الأوراق المالية بسبب التغير في العديد من العوامل، ومن أهمها (متولي عبد القادر، 2010، صفحة 150):

أ. الوضع المالي والتجاري للشركة مصدرة الأسهم: فإذا تحسن المركز المالي للشركة وزادت قيمة أصولها وزادت مبيعاتها مما انعكس في شكل زيادة أرباحه، فإن الطلب على الأسهم التي تصدرها أو أصدرتها هذه الشركة سوف يزيد في البورصة، مما يؤدي إلى ارتفاع أسعار أسهمها في السوق، والعكس يحدث عندما يتعرض المركز المالي والتجاري إلى المشاكل وتنخفض قيمة أصولها وينخفض نصيبها السوقي.

ب. الأوضاع الاقتصادية والسياسية في البلاد: تتميز الأسهم التي تصدرها الشركات التي تتبع دول تحقق معدل نمو مرتفع ومستقر للنتائج القومي الإجمالي، تتمتع بوجود استقرار في أسعار الأسهم وعدم وجود مخاطر حول هذه الأسهم، وهو الأمر الذي يؤدي إلى زيادة الطلب على أسهم شركات هذه الدول، ومن ثم ارتفاع أسعار أسهمها بالمقارنة بالدول الأخرى التي لا يتحقق فيها ما سبق. كما سيؤثر الاستقرار السياسي من عدمه على التقلبات في أسواق المال عموما وخصوصا في الدولة التي تعتبر مستقرة أو بها قلاقل مثل: الاضطرابات والأزمات السياسية أو احتمال تعرضها لحرب أو قيامها بحرب أو مرض أو موت أحد قادتها، مما يدفع المتعاملين إلى توقع تغيرات في ظروف السوق وتقلب أسعار الأوراق المالية في الأسواق المالية وارتفاع المخاطرة.

ج. الحركة العامة للسوق: تتأثر أسعار السهم ارتفاعا أو انخفاضاً بما تشهده البورصة من تقلبات في حجم الطلب والعرض من الأسهم، ومن المناورات التي يقوم بها المضاربون بهدف التأثير على الأسعار في البورصة، فكلما زادت التقلبات كلما زادت حدة التذبذبات في أسعار الأسهم وزادت المخاطر في السوق.

د. كميات التداول: وهي من أهم العوامل اليومية التي تؤثر على أسعار الأسهم صعودا وهبوطا، ومن الواجب أن يتابع المستثمر متوسط كميات التداول لكل شركة قبل أن يقرر شراء أو بيع أسهم هذه الشركة. ويمكن الوصول إلى متوسط كميات التداول من خلال جمع كميات التداول خلال شهر وقسمتها على 30 لتحصل على متوسط التداول اليومي بيعا أو شراء.

هـ. الشائعات: تنقسم الأخبار المتداولة في البورصة إلى نوعين:

- الأول يمثل الحقائق: وهي بيانات تتعلق بمراكز الشركات المالية والتجارية وكفاءة الإدارة والأرباح المحققة، ومثل هذه البيانات والحقائق يمكن الحصول عليها من تقارير الشركات المنشورة والمفصح عنها.
- الثاني وهو الشائعات: وهي أخبار كاذبة تروجها بعض الجهات المغرضة، وهم المضاربون، لتحقيق أهداف خاصة بها وتحقق مصالحهم فقط وعلى حساب المتعاملين كافة والاقتصاد ككل. ولكن ينبغي ملاحظة أن الشائعات وإن كانت تؤثر على السعر اليومي وعلى أسهم الشركات الضعيفة فقط، ولكن في الأجل الطويل لا يوجد لها أثر فسوف يتلاشى هذا الأثر في الأجل الطويل.

## 2.2. السندات (Bonds) (متولي عبد القادر، 2010، صفحة 140):

1.2.2. تعريف السند: يمثل أحد الأدوات المالية التي تمثل: مديونية على من أصدرها وتعطى من يحوزها دخلا دوريا ثابتا، وتتضمن السندات جدولا محددا من المدفوعات المستقبلية، وتختلف فيما بينها لاختلاف معدل العائد الذي تتعهد المنشأة المصدرة بدفعه، والذي يتحدد تبعا لطول فترة الاستحقاق، قيمة السند والمعاملة الضريبية. وتشمل السندات على:

أ. الكوبون: وهو عبارة عن الدخل الذي يحصل عليه حامل السند ويتحدد بمعدله بأسعار الفائدة السائدة في السوق لسندات والتي لها درجة المخاطرة نفسها.

ب. تاريخ الاستحقاق: يشير إلى الفترة التي يحصل فيها حامل السند على القيمة الاسمية للسند، وهناك نوعين من تاريخ الاستحقاق: فعلي وأصلي.

ج. القيمة الاسمية: وهي القيمة المدونة على السند والتي يتعهد مصدر السند بردها إلى حامل السند في تاريخ الاستحقاق.

د. شروط نقل الملكية: لا يتم نقل ملكية السند القابل للتداول إلا من خلال إجراءات معينة لنقل القيد من سجلات الشركة.

## 2.2.2. أنواع السندات (Forms of Bonds):

يمكن تصنيف السندات طبقا لمعايير عدة منها:

أ. التصنيف طبقاً لجهة الإصدار: يمكن تصنيف السندات تبعاً لجهة الإصدار إلى سندات تصدرها منشآت الأعمال، وأخرى تصدرها جهات حكومية. والسندات التي تصدرها منشآت الأعمال تعتبر صكوك دين تطرح في سوق المال لأجل طويلة تتراوح عادة بين خمس سنوات وثلاثين سنة، وتصدرها باعتبارها مصدراً أساسياً من مصادر التمويل الخارجي طويل الأجل.

أما السندات الحكومية التي تحتكرها وزارة الخزانة (المالية) فتشمل:

أ.1. السندات الادخارية: وهي سندات في طبيعتها غير قابلة للتداول بالبيع أو بالشراء أو بالتنازل، كما أنه لا يجوز لحاملها رهنها لصالح الغير. وتمثل وزارة الخزانة المصدر الوحيد لشراء تلك السندات، ويرتبط معدل الفائدة على السندات الادخارية طردياً بطول فترة الاحتفاظ بها، فإذا احتفظ المستثمر بالسند حتى تاريخ الاستحقاق وهو عادة خمس أو عشر سنوات من تاريخ الإصدار يكون له الحق في استرداد قيمته الاسمية بالكامل.

أ.2. سندات الخزانة: وتمثل أدوات استثمار متوسط وطويل الأجل، يتراوح استحقاقها بين سبع سنوات وثلاثين سنة. وتعد سندات الخزانة من الأدوات المالية القابلة للتداول، يحق لحاملها التصرف فيها بالبيع أو بالتنازل لطرف ثالث قبل حلول تاريخ الاستحقاق، كما أن للحكومة الحق في استدعاء السند بقيمة وتاريخ أو تواريخ محددة سلفاً.

أ.3. سندات بدون كوبون: فقد يرغب الكثير من صغار المستثمرين في توجيه أموالهم إلى شراء سندات حكومية لانخفاض مستوى المخاطر المرتبطة بها إلا أنهم قد لا يقدمون على ذلك لقلّة الموارد المالية المتاحة.

ب. التصنيف طبقاً لشكل السند: يمكن تصنيف السندات طبقاً لشكل السند إلى:

ب.1. السند لحامله (Bearer Bonds): حيث تتوفر إمكانية تداوله بالبيع أو بالشراء أو بالتنازل، وفي تواريخ استحقاق الفائدة يتقدم حامله للبنك المختص بالكوبون المرفق لتحصيل قيمة الفائدة، ويطلق على هذا النوع من السندات أيضاً سندات الكوبون (Coupon Bonds).

ب.2. السند الاسمي والذي يتم تسجيله باسم المستثمر (Registered Bonds)، فيتم دفع فوائده بشيكات للشخص المسجل باسمه السند.

ج. التصنيف طبقاً لتاريخ الوفاء بقيمة السند: يتم تصنيف السندات من حيث تاريخ الوفاء بقيمتها:

ج.1. السندات الدائمة: وهي سندات ليس لها تاريخ استحقاق محدد والوسيلة الوحيدة للتخلص من هذا السند هو بيعه لشخص آخر، وهذا لا يمنع المنشأة المصدرة من شراء السندات التي أصدرتها من السوق مباشرة.

ج.2. السندات ذات تاريخ الاستحقاق المحدد: هي السندات التي لها تاريخ استحقاق يتقدم فيه حامل السند إلى المنشأة المصدرة لكي يسترد القيمة الاسمية للسند.

- ج.3. السندات القابلة للاستدعاء: وهي سندات تعطي للجهة المصدرة الحق في سداد السندات قبل تاريخ استحقاقها، وتقوم المنشأة المصدرة بممارسة حق الاستدعاء اعتماداً على سعر الفائدة السائد في السوق.
- ج.4. السندات ذات العائد الصفري: هذا النوع من السندات لا يمنح المستثمر فوائد دورية وإنما يحصل على المستثمر على فوائد عند تاريخ الاستحقاق أو عند بيع السند، وتتمثل الفائدة على هذا النوع من السندات في الفرق بين القيمة التي اشترى بها المستثمر والقيمة الاسمية التي يبيع بها السند.
- ج.5. السندات ذات معدل الفائدة المتحرك: يتم فيها تعديل معدل الكوبون بصورة دورية لكي يعكس أثر التضخم، لأن التضخم يجعل الفائدة المحصل عليها غير كافية لتعويض المستثمر.
- ج.6. السندات الرديئة: يقصد بها تلك السندات التي يرفع مقدار المخاطرة المرتبطة بالعائد المتحقق.
- ج.7. السندات القابلة للتحويل: يعني أن السندات المصدرة يمكن تحويلها إلى أسهم عادية، وهي إما اختيارية أي برغبة حامل السند، أو إجبارية عن طريق استدعاء حملة تلك السندات.
- 3.2.2. مزايا ومخاطر الاستثمار في السندات (مطر و تيم، 2005، صفحة 115):
- أ. مزايا الاستثمار في السندات:
- تنبع الميزة الرئيسية للسندات من كونها أداة استثمار من أدوات الدين ذات الدخل الثابت، لذا فهي تصدر بشروط توفر لحاملها مزايا أساسية أهمها:
- أ.1. ميزة ثبات واستمرارية العائد (Stability and Continuity of Return): لأن كوبون السند واجب الدفع بغض النظر عن نتيجة أعمال الشركة المصدرة على عكس ما هو الحال لتوزيعات السهم (Dividend) والذي لا يدفع إلا إذا حققت الشركة المصدرة ربحاً يكفي للتوزيع وبعد توصية بذلك من مجلس إدارة الشركة تخضع لموافقة الجمعية العمومية للمساهمين.
- أ.2. ميزة الأمان في استرداد المبلغ المستثمر (Security of Principal): فالسند يصدر في الغالب مضموناً إما بأصل محدد من أصول الشركة، أو بجملة من أصولها، وبالإضافة لهذه الميزة يمتاز حامل السند عن حامل السهم بحق الأولوية في استيفاء دينه على الشركة عند تسهيل أصولها سواء بسبب التصفية أو بسبب الإفلاس.
- أ.3. كما توفر بعض أنواع السندات (الحكومية مثلاً) للمستثمر ميزة الإعفاءات الضريبية.
- لذا يتجه للاستثمار فيها في السندات أنماط محددة من المستثمرين هم غالباً المستثمرون المتحفظون الذين لا يميلون إلى المضاربة. في حين يتجه المضاربون إلى سوق الأسهم حيث تتقلب أسعارها السوقية في مدى واسع يتيح لهم تحقيق أرباح رأسمالية.

### ب. مخاطر الاستثمار في السندات:

مقابل المزايا أنفة الذكر للاستثمار في السندات، هناك مخاطر كثيرة يتعرض لها المستثمرون فيها تتطلب منهم الحرص والعناية في تحليل هذه المخاطر قبل الإقدام على اتخاذ قرارهم الاستثماري. ونظرا لما لذلك من أهمية سنلقي بعض الأضواء على هذه المخاطر.

ب.1. مخاطر السيولة (Liquidity Risks): تفتقر السندات لخاصية السيولة، خصوصا إذا كانت طويلة الأجل أو متى كانت من فئة متدنية الجودة (Poor quality). وبسبب هذه الخاصية يتعرض حامل السند لما يعرف بمخاطر القوى الشرائية لوحدة النقد (Purchasing Power Risks) في الفترات التي يسودها التضخم الاقتصادي حيث تنخفض القيمة الحقيقية للسند عن قيمته الاسمية التي يصدر بها. وكلما طال أجل السند، ترتفع هذه المخاطر والعكس بالعكس. ولتخفيض مخاطر السيولة إلى حدها الأدنى، ينصح المستثمرون في السندات أخذ العوامل الآتية بعين الاعتبار وهي:

- حجم الإصدار (Size of Issue).

- حجم الصفقة (Volume of Trading).

- فئة السند (Bond Rating).

إذ كلما زاد حجم الإصدار، وزاد حجم صفقة التعامل، وارتفعت فئة السند كلما زادت سيولته والعكس بالعكس.

ب.2. مخاطر تقلب أسعار الفائدة (Risks of Interest Rate Fluctuations): تتحرك أسعار السندات صعودا أو هبوطا باتجاه معاكس لتحرك أسعار الفائدة السائدة في أسواق المال. من هنا يتعرض حملة السندات إلى مخاطر هبوط أسعار سنداتهم عندما ترتفع أسعار الفائدة السوقية خصوصا في فترات التضخم، إذ في مثل هذه الأحوال يضطر معظم حملة السندات إلى التخلص مما لديهم من سندات، مما يغرق السوق المالي بها فتتخفض أسعارها. ومثلما هو الحال بالنسبة لمخاطر القوى الشرائية فالأكثر تعرضا لمخاطر أسعار الفائدة هم حملة السندات طويلة الأجل.

ب.3. مخاطر استدعاء السند (Call Risks): تصدر بعض الشركات سندات مقرونة بشرط الاستدعاء (The Call Feature) ويعطي هذا الشرط للشركة المصدرة حق إطفاء سنداتها خلال فترة محددة بقيمة محددة تسمى القيمة الاستدعائية للسند والتي غالبا ما تكون أعلى من قيمته الاسمية بعلاوة تسمى علاوة الاستدعاء (Call Premium). ويكون شرط الاستدعاء ملازما في معظم الحالات للسندات القابلة للتحويل (Convertible Bonds) لذا تستخدم الشركة المصدرة حقها في استدعاء سنداتها في الأحوال التي ترتفع فيها الأسعار السوقية لأسهمها

العادية لدرجة تجعل القيمة التحويلية (Convertible Value) للسند أكبر من قيمته الاستدعائية ما يغري الشركة المصدرة على استدعاء سنداتنا وذلك لقطع الطريق على حملة السندات القابلة للتحويل من تحويلها إلى أسهم عادية. ويحدث ذلك في الغالب متى انخفضت أسعار الفائدة السوقية.

لذا يجدر بالمستثمرين في السندات أن يتفحصوا بعناية عقد الإصدار (Indenture) للتأكد من تضمنه شروط الحماية من الاستدعاء (Call Protection) كذلك عليهم استغلال شرط التحويل في حالة وجوده بطريقة تحقق مصالحهم، وتحميهم من مخاطر استدعاء السند.

ب.4. مخاطر الإطفاء السنوي للسندات: يوفر عقد الإصدار في كثير من الحالات للشركة المصدرة الحق في أن تطفى سنويا نسبة محددة من الإصدار، كما ينص في هذا العقد على الطريقة التي بموجبها تحدد السندات المطفأة. ويستغل المصدرون شرط الإطفاء (Sinking Fund Provision) في الفترات التي تشهد فيها ارتفاعا في السعر السوقي للسند مقارنة بقيمته الاسمية، فيقومون بإطفاء السندات القابلة للإطفاء ملحقين بذلك أضرارا كبيرة بحملة هذه السندات عن طريق حرمانهم من تحقيق أرباح رأسمالية كان بإمكانهم تحقيقها لو تمكنوا من الاحتفاظ بهذه السندات.

لذا ينصح حملة السندات بدراسة شرط الإطفاء الذي يتضمنه عقد الإصدار بعناية للوقوف على أبعاد هذا الشرط بما في ذلك الطريقة التي تحدد بها السندات المطفأة وللتأكد فيما إذا كان يشمل جميع الإصدار أم جزءا منه، أو يشمل فئة محددة من السندات أم جميع فئاتها بدون استثناء.

ب.5. مخاطر الرفع المالي (Leverage Risks): طالما أن حملة السندات يشكلون فئة من دائي الشركة المصدرة لذا من مصلحتهم أن تبقى نسبة الرفع المالي (Financial Leverage) للشركة المصدرة في حدود معقولة تحقق توازن هيكل رأسمالها بين مصادر التمويل الخارجي (الديون)، ومصادر التمويل الداخلي (حقوق المساهمين).

ومن هنا فإن تجاوز نسبة الرفع المالي لحدود النسب المعيارية المتعارف عليها في الصناعة التي تعمل فيها الشركة المصدرة، يحمل في ثناياه مخاطر على حقوق حملة السندات لظهور منافسين إضافيين لهم ينافسونهم الحق في موجودات الشركة المصدرة إذا ما تعرضت للتصفية أو للإفلاس. هذا إضافة إلى أن تجاوز نسبة الرفع المالي في الشركة المصدرة للحدود المعقولة يصاحبه غالبا انخفاض ملموس في كل من أسعار أسهمها والسندات الصادرة عنها.

لذا ينصح المستثمرون في السندات أن يتفحصوا قبل إقدامهم على شراء السندات ميزانية الشركة المصدرة للتعرف على هيكل رأسمالها من جهة، وكذلك على الأصول التي سبق للشركة أن قدمتها كضمان لإصدارات سابقة من جهة أخرى.



ب.6. مخاطر الإفلاس (Bankruptcy Risks): مع حقيقة أن مخاطر الإفلاس التي يتعرض لها حملة السندات تقل عن تلك التي يتعرض لها حملة الأسهم بسبب شرط الأولوية الموفر لحملة السندات على موجودات الشركة المصدرة. إلا أن إفلاس الشركة سيؤدي في معظم الأحيان إلى حدوث انخفاض حاد في الأسعار السوقية لهذه الموجودات ستنعكس آثاره على حقوق المساهمين وحملة السندات معا. لذا ينصح المستثمرون في السندات بتوجيه مدخراتهم في السندات ذات النوعية الجيدة والصادرة عن شركات تتمتع بملاءمة مالية جيدة.

#### 4.2.2. أسس ترتيب السندات وفقا لمستوى جودتها Bonds Rating (مطر و تيم، 2005، صفحة 120):

يقصد بترتيب السندات تصنيفها في فئات وفقا لجودتها كأداة استثمارية، ويلعب هذا التصنيف دورا هاما في تنشيط سوق السندات وذلك لأهميته في تقييم مخاطر السندات وانعكاسات هذه المخاطر على قلب أسعارها في الأسواق المالية.

ولذا تتوقف سيولة السند وسعر فائده إلى حد كبير على الفئة التي يصنف فيها. وتقوم بعملية تصنيف السندات أو ترتيبها في العادة منظمات أو وكالات متخصصة وعلى درجة عالية من الخبرة منها على سبيل المثال لا الحصر الوكالات الثلاثة التالية:

- (Moody's Investor Service) وهي تصنف السندات في تسعة رتب تبدأ بفئة (Ba) وتنتهي بفئة (C).
- (Standard and Poor's Corporation) وتصنف السندات هي الأخرى في تسعة رتب تبدأ بفئة (AAA) وتنتهي بفئة (DDD-D).
- (Fitch Investors Corporation) وتصنف السندات هي الأخرى في عشرة رتب تبدأ بفئة (AAA) وتنتهي بفئة (DDD-DD).

ومن الجدير بالذكر أنه لا توجد معايير متعارف عليها لتصنيف السندات، إلا أن المتفق عليه هو أن أهم العناصر التي تلعب دورا أساسيا في هذا التصنيف هي العائد، المخاطرة والقابلية للتسويق أو السيولة. لكن جرت العادة على الاسترشاد بمجموعة من المؤشرات الأخرى في تصنيف سندات الشركات، لعل من أهمها ما يلي:

أ. نوعية الإدارة (Management Quality): ويدخل في هذا الإطار تعريف أهداف الإدارة، وتقييم خططها لتحقيق هذه الأهداف، ثم مدى نجاح سياساتها المالية والتشغيلية وكذلك مدى فعاليتها المستقبلية.



ب. مستوى ومدى ثبات ربحية الشركة (Level and Stability of Earnings): لكي تستطيع الشركة المصدرة خدمة السندات الصادرة عنها وتوفير الأموال المطلوبة لسدادها، يجب أن تحقق أرباحاً كافية ومستمرة تضمن تحقيق هذا الهدف.

وثبات أو استمرارية ربحية الشركة أكثر أهمية من كمية الربح، فشركة ذات ربحية متوسطة ولكنها تتسم بالاستمرارية أفضل من شركة حققت ربحية مرتفعة لكنها تتسم بالتقلب.

ومن العوامل الأخرى التي تؤخذ بعين الاعتبار ضمن هذا الإطار أي عامل ربحية الشركة ما يلي:

- طبيعة نشاط الشركة ومركزها التنافسي في الصناعة التي تعمل فيها.
- عمر وحجم الشركة.
- نوع منتجات الشركة.
- الأداء السابق للشركة وأداؤها المتوقع في المستقبل.

ج. الموارد المالية للشركة (Financial Resources): يتم تقييم السيولة الحالية للشركة، وكذلك قدرتها على الحصول على موارد مالية إضافية من مصادر تمويل خارجية، كما يتم تقييم المركز النقدي للشركة بتحليل التدفق النقدي المتوقع على مدار عدة سنوات تالية، ويتم أيضاً تقييم ملاءة الشركة Solvency من خلال تحليل هيكل رأسمالها، وباستخدام نسب الرفع المالي.

د. مدى الحماية المتوفرة لأصول الشركة (Assets Protection): يتم تقييم مدى هامش الأمان المتوفر لأصول الشركة باستخدام بعض المؤشرات مثل: نسبة الديون طويلة الأجل/الأصول الثابتة. كما يتم التحقق من وجود هذه الأصول، ومن سلامة طرق تقييمها أيضاً، كما يتم التعرف على قيمها السوقية.

هـ. شروط الإصدار (Indenture Provisions): يشمل عقد إصدار السند في العادة كثيراً من الشروط مثل الضمانات الموفرة للسند، أو قابلية السند للتحويل، أو قابليته للاستدعاء أو للإطفاء، وشروط كهذه تؤثر بالطبع على رتبة السند.

هذا ومن الجدير بالذكر أن الوكالات المتخصصة بتصنيف السندات تقوم بإعادة النظر في هذا التصنيف بصفة دورية (سنوياً)، وذلك في ضوء أحدث المعلومات التي تتوفر لها عن الشركات المصدرة للسندات.

### 3. كفاءة سوق رأس المال (Capital Market Efficiency):

#### 1.3. تعريف سوق رأس المال الكفؤ:

إن المصطلح سوق رأس المال الكفؤ أو السوق المالية الكفؤ، يمتلك معنى محدداً جداً في حقل الإدارة المالية، فقد عرف فاما (Fama) السوق المالية الكفؤ بأن السوق التي تعكس أسعارها، في أي وقت وبصورة كاملة جميع

المعلومات المتوفرة. ويرى (لوري وبريلي) بأن السوق المالية الكفؤة تعني بأن جميع المعلومات الجديدة متوفرة بشكل رخيص وسريع وواسع للمستثمرين، وإن هذه المعلومات تضم ما هو معروف ومناسب لتقييم الأوراق المالية، وإنها منعكسة بشكل سريع في أسعارها.

في ظل السوق الكفؤة تكون القيمة السوقية للورقة المالية (السهم) قيمة عادلة، تعكس تماما قيمته الحقيقية، وأن سعر السهم في السوق يعكس توقعات المستثمرين بشأن العوائد المستقبلية وبشأن المخاطر التي تتعرض لها هذه العوائد (علي ابراهيم العامري، الإدارة المالية المتقدمة، 2010، صفحة 116).

### 2.3. أنواع كفاءة سوق رأس المال:

1.2.3. كفاءة التسعير: أو الكفاءة الخارجية وهي سرعة وصول المعلومات الجديدة إلى جميع المتعاملين في السوق-دون فاصل زمني كبير- وألا يتكبدوا في سبيلها تكاليف باهظة، بما يجعل أسعار الأسهم مرآة تعكس كافة المعلومات المتاحة. بذلك يصبح التعامل في السوق لعبة عادلة (Market Fair Game)، فالجميع لديهم نفس الفرصة لتحقيق الأرباح، إلا أنه يصعب على أحدهم تحقيق أرباح غير عادلة على حساب الآخرين.

2.2.3. كفاءة التشغيل: أو الكفاءة الداخلية فتعني قدرة السوق على خلق توازن بين العرض والطلب، دون أن يتكبد المتعاملين فيه تكلفة عالية للسمسة ودون أن يتاح للتجار والمتخصصين (صناع السوق) فرصة لتحقيق مدى أو هامش ربح فعال فيه. وكما يبدو، فإن كفاءة التسعير تعتمد إلى حد كبير على كفاءة التشغيل (ناصيف الشبيري و سالم الطالب، 2015، صفحة 252).

3.2.3. الكفاءة الكاملة: يقصد بها عدم وجود فاصل زمني بين تحليل المعلومات الواردة إلى السوق وبين الوصول إلى نتائج محددة بشأن سعر السهم، حيث يؤدي إلى تغيير فوري في السعر، فتوقعات المستثمرين متماثلة والمعلومات متاحة للجميع وبدون تكاليف.

وعليه تتحقق الكفاءة الكاملة في ظل توافر الشروط التالية:

أ. شفافية المعلومات وسرعة انتقالها للجميع وبدون تكاليف.

ب. حرية المعاملات من أي قيود كتكاليف المعاملات أو الضرائب، ولا قيود على دخول أو خروج أي مستثمر من السوق، أو على بيعه وشرائه لأي كمية من الأسهم وللشركة التي يرغب فيها.

ج. تواجد عدد كبير من المستثمرين، أين لا يمكن لأي مستثمر أن يؤثر لوحده في أسعار الأوراق المالية المتداولة.

د. رشادة المستثمرين، وسعي كل منهم نحو تحقيق أعظم منفعة ممكنة.

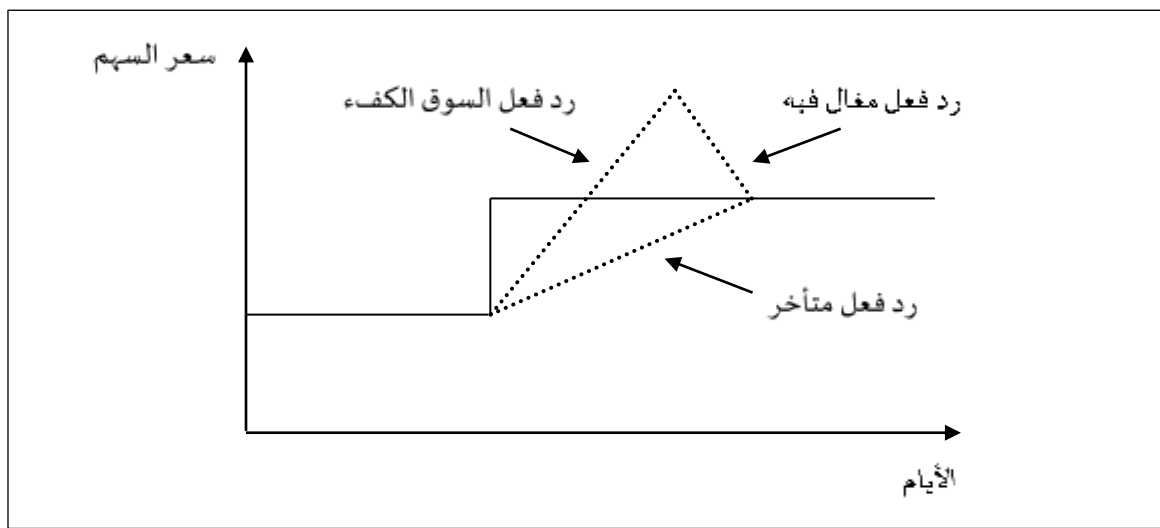
4.2.3. الكفاءة الاقتصادية: وفقا لمفهوم الكفاءة يتوقع وجود فاصل زمني بين وصول المعلومات وانعكاسها

على أسعار الأسهم، وذلك يعني أن القيمة السوقية تكون أكبر أو أقل من القيمة الحقيقية لبعض من الوقت مما

يؤدي إلى فرض تكاليف المعاملات والضرائب (المتوقع وجودها والمسموح بها لحد معين اقتصاديا) نتيجة الفارق في السعر، وتقوم الكفاءة الاقتصادية أساسا على مبدأ سعي الغالبية من المتعاملين منهم في السوق إلى تعظيم ثروتهم (مفتاح و معارفي، متطلبات كفاءة سوق الأوراق المالية: دراسة لواقع أسواق الأوراق المالية العربية وسبل رفع كفاءتها، 2009، صفحة 183).

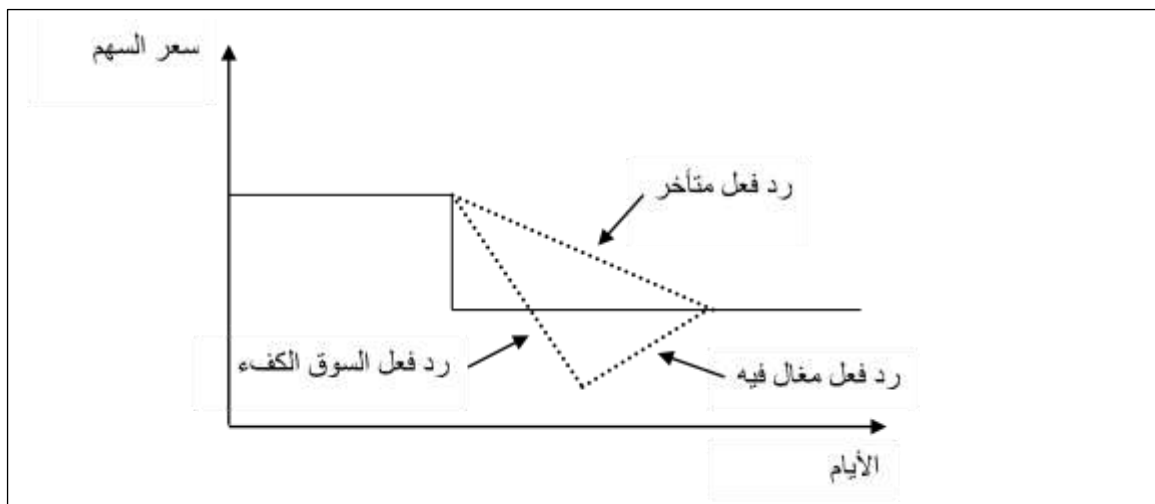
والشكلين التاليين يوضحان ردود فعل كل من سوق الكفاءة الكاملة وسوق الكفاءة الاقتصادية، حيث يوضح التمثيل البياني سلوك السعر في ظل السوق الكفاء والغير كفاء بناء على المعلومات الواردة إلى السوق:

الشكل رقم (01-07): رد فعل سوق رأس المال بعد وصول معلومات مشجعة (ارتفاع الأسعار)



المصدر: مفتاح صالح، معارفي فريدة، مرجع سابق، ص 193.

الشكل رقم (02-07): رد فعل سوق رأس المال بعد وصول معلومات محبطة (انخفاض الأسعار)



المصدر: مفتاح صالح، معارفي فريدة، مرجع سابق، ص 193.

- ففي حالة وصول معلومات جديدة ومشجعة عن إنتاج إحدى الشركات، سينعكس ذلك مباشرة في استجابة فورية وتلقائية في سعر السهم بالارتفاع بما يؤدي في نهاية الأمر إلى تحقيق التعادل بين القيمة السوقية والقيمة الحقيقية للسهم وهو ما يحقق للسوق كفاءة عالية (الشكل رقم (01-07)).
- أما في حالة وصول معلومات غير سارة إلى السوق فذلك سينعكس سلباً على سعر السهم بالانخفاض في القيمة السوقية عن القيمة الحقيقية فتكون الاستجابة متأخرة حتى يستوعب السوق هذه المعلومات، مما لن يحقق للمستثمرين أرباحاً، فيتصف السوق في مثل هذه الحالة بعدم الكفاءة، أين يستغرق تعديل السعر إلى السعر الحقيقي مدة ثمانية أيام من وصول هذه المعلومات إلى السوق (الشكل رقم (02-07)).
- أما حالة الاستجابة المغالى فيها فيقصد بها بلوغ سعر السهم مستوى أعلى من السعر الحقيقي نتيجة المبالغة في تأثير هذه المعلومات مما يدفع بالسعر إلى أعلى مستوياته، ومن ثم يتعدل بعد ذلك تدريجياً؛ (الشكلين السابقين).

### 3.3. الصيغ المختلفة لكفاءة سوق الأوراق المالية:

#### 1.3.3. فرضية الصيغة الضعيفة لكفاءة السوق (Weak Form EMH):

في إطار فرض الصيغة الضعيفة لكفاءة سوق رأس المال فإن سعر السهم يعكس كل المعلومات الماضية الخاصة بسعر هذه الورقة المالية. بمعنى أنه في إطار فرض الصيغة الضعيفة لسوق رأس المال لن يستطيع أي مستثمر أن يعتمد على المعلومات الماضية الخاصة بالسهم المعني، من أجل التنبؤ بما سيكون عليه سعر السهم مستقبلاً، ذلك لأن القيمة الحالية للسهم تعكس فقط المعلومات الماضية الخاصة بهذا السهم، وهو الأمر الذي سيخلق اختلاف بين أسعار الأسهم من فترة زمنية لأخرى. أو بعبارة أخرى أن التغيرات السعرية المتتالية مستقلة عن بعضها البعض ولا يوجد بينها أي رابط، أو ما يمكن أن نعبر عنه بالحركة العشوائية للأسعار وعليه فإن أفضل تقدير لسعر الغد هو سعر اليوم، كما أن المستثمر في أسواق رأس المال ضعيفة الكفاءة لن يستطيع أن يحقق أرباح غير عادية (لطرش س.، 2009، صفحة 97).

#### 2.3.3. فرضية الصيغة المتوسطة لكفاءة السوق (Semi-Strong Form EMH):

تقتضي هذه الصيغة المتوسطة بأن تعكس أسعار الأوراق المالية كافة المعلومات العامة المتاحة للمستثمرين إلى جانب المعلومات الخاصة بفئة معينة كأعضاء إدارة المؤسسة المصدرة للأوراق المالية وكبار العاملين فيها... الخ، بحيث تستجيب سوق الأوراق المالية للمعلومات الواردة بعد قيام المستثمرين بتحليل هذه المعلومات لينعكس أثر التحليل على أسعار الأوراق المالية، وبالتالي يصعب على المستثمر أن يحقق أرباح غير عادية نظراً لتعديل السعر وفقاً للمعلومات خلال فترة زمنية قصيرة، وقصر الفترة الزمنية بين وصول المعلومات الجديدة وبين السعر

في ظل هذه المعلومات يجعل الأرباح التي يمكن تحقيقها محدودة إلى حد كبير. وقد تم اختبار فرضية الصيغة المتوسطة من خلال دراسة سرعة استجابة الأسعار لبعض المعلومات المالية المنشورة كأرباح والتوزيعات، التغيرات في عرض النقود، التغيرات أو أساليب المحاسبة الجديدة، اشتقاق الأسهم، حجم التعامل على الأوراق المالية. كما اختلفت بعض الدراسات في اختبارها لغرض السوق الكفاء من النوع متوسط القوة حيث أثبت بعضها سرعة استجابة أسعار الأسهم للمعلومات المالية بما لا يتيح الفرصة لأي مستثمر لتحقيق عوائد غير عادية على حساب الآخرين. وتعتبر هذه النتيجة بمثابة تأكيد للصيغة متوسطة القوة، في حين كشفت دراسات أخرى أن هناك فاصل زمني يعطي فرصة لتحليل المعلومات الموجودة في السوق وتحقيق أرباح غير عادية (بن بوزيان، بن حاسين، و جديدين، 2013، صفحة 253).

### 3.3.3. فرضية الصيغة القوية لكفاءة السوق (Strong Form EMH):

فحوى هذه الفرضية بأن المعلومات التي يعكسها سعر السهم في السوق هي جميع المعلومات المتاحة للعامة والخاصة، أي أن المعلومات المنشورة والمتاحة للجمهور إضافة إلى تلك المعلومات والتي تكون متاحة لفئة معينة من إدارة المؤسسة المصدرة للسهم وكبار العاملين فيها، وتلك التي يمكن أن يصل إليها المحللون الأساسيون من خلال ما يمتلكونه من أدوات تحليل تدعمها خبرة ومهارة عاليتين، أي أن الأسعار تعكس كل ما يمكن معرفته، وفي ظل هذه الظروف يستحيل على أي مستثمر أن يحقق أرباحاً غير عادية على حساب مستثمرين آخرين، حتى ولو استعان بخبرة أفضل مستشاري الاستثمار في السوق، وحتى ولو كان هو رئيس إدارة المؤسسة المصدرة للسهم (شريط، 2011، صفحة 143).

- البنك المركزي.
- البنوك التقليدية.
- البنوك الإسلامية.
- قيمة النقود وقياسها.
- سياسات وإدارة أسعار الصرف.
- المؤسسات النقدية والمالية الدولية.

## المراجع باللغة العربية:

1. أحمد أبو الفتوح علي الناقه. (2001). *نظرية النقود والأسواق المالية: مدخل حديث للنظرية النقدية والأسواق المالية* (المجلد الطبعة الأولى). مصر: مكتبة ومطبعة الاشعاع الفنية.
2. أسعد حميد العلي. (2013). *الإدارة المالية* (المجلد الطبعة الثالثة). الأردن: دار وائل للنشر.
3. أكرم حداد، و مشهور هدلول. (2005). *النقود والمصارف: مدخل تحليلي ونظري* (المجلد الطبعة الأولى). الأردن: دار وائل للنشر والتوزيع.
4. أنس البكري، و وليد صافي. (2010). *النقود والبنوك بين النظرية والتطبيق* (المجلد الطبعة الأولى). الأردن: دار المستقبل للنشر والتوزيع.
5. بسام الحجار. (2006). *الاقتصاد النقدي والمصرفي* (المجلد الطبعة الأولى). لبنان: دار المنهل اللبناني.
6. بسام الحجار. (2006). *الاقتصاد النقدي والمصرفي*. لبنان: دار المنهل اللبناني.
7. بن علي بلعزوز. (2008). *محاضرات في النظريات والسياسات النقدية* (المجلد الطبعة الثالثة). الجزائر: ديوان المطبوعات الجامعية.
8. حيدر حسين آل طعمة. (2014). *الأسواق المالية: النشأة، المفهوم، الأدوات*. العراق: مركز الدراسات الاستراتيجية جامعة كربلاء.
9. دريد كامل آل شبيب. (2007). *مقدمة في الإدارة المالية المعاصرة* (المجلد الطبعة الأولى). الأردن: دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة.
10. رشاد العصار، و رياض الحلبي. (2010). *النقود والبنوك* (المجلد الطبعة الأولى). الأردن: دار صفاء للنشر والتوزيع.
11. زياد رمضان، و مروان شموط. (2008). *الأسواق المالية*. مصر: الشركة العربية المتحدة للتسويق والتوريدات.
12. السعيد بربيش. (2007). *الاقتصاد الكلي: نظريات، نماذج، تمارين محلولة*. الجزائر: دار العلوم للنشر والتوزيع.
13. سعيد سامي الحلاق، و محمد محمود العجلوني. (2010). *النقود والبنوك والمصارف المركزية*. الأردن: دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع.
14. سليمان بوفاسة. (2018). *أساسيات في الاقتصاد النقدي والمصرفي*. الجزائر: ديوان المطبوعات الجامعية.
15. سميرة لطرش. (2009). *كفاءة سوق رأس المال وأثرها على القيمة السوقية للسهم: دراسة حالة مجموعة من أسواق رأس المال العربية*. الجزائر، جامعة منتوري قسنطينة.

16. سهير محمود معتوق. (1988). *الاتجاهات الحديثة في التحليل النقدي*. مصر: الدار المصرية اللبنانية.
17. السيد متولي عبد القادر. (2010). *الأسواق المالية والنقدية في عالم متغير* (المجلد الطبعة الأولى). الأردن: دار الفكر ناشرون وموزعون.
18. صالح مفتاح. (2005). *النقود والسياسة النقدية* (المجلد الطبعة الأولى). مصر: دار الفجر للنشر والتوزيع.
19. صالح مفتاح، و فريدة معارفي. (2009). *متطلبات كفاءة سوق الأوراق المالية: دراسة لواقع أسواق الأوراق المالية العربية وسبل رفع كفاءتها*. مجلة الباحث (السابع).
20. صلاح الدين شريط. (2011). *دور صناديق الاستثمار في سوق الأوراق المالية: دراسة تجربة جمهورية مصر العربية مع إمكانية تطبيقها على الجزائر*. الجزائر، جامعة الجزائر 3.
21. الطاهر لطرش. (2007). *تقنيات البنوك* (المجلد الطبعة السادسة). الجزائر: ديوان المطبوعات الجامعية.
22. الطاهر لطرش. (2015). *الاقتصاد النقدي والبنكي*. الجزائر: ديوان المطبوعات الجامعية.
23. عبد الحميد عبد المطلب. (2007). *اقتصاديات النقود والبنوك: الأساسيات والمستحدثات*. مصر: الدار الجامعية.
24. عبد القادر خليل. (2012). *مبادئ الاقتصاد النقدي والمصرفي: مفاهيم أولية وتطبيقات حول النقود والنظريات النقدية* (المجلد الجزء الأول). الجزائر: ديوان المطبوعات الجامعية.
25. عبد القادر خليل. (2012). *مبادئ الاقتصاد النقدي والمصرفي: إضاءات حول الجهاز المصرفي والسياسات النقدية في تحاليل نظرية ومقاربات كمية* (المجلد الجزء الثاني). الجزائر: ديوان المطبوعات الجامعية.
26. عبد الله الطاهر، و موفق الخليل. (2004). *النقود والبنوك والمؤسسات المالية* (المجلد الطبعة الأولى). الأردن.
27. عبد الله الطاهر، و موفق الخليل. (2004). *النقود والبنوك والمؤسسات المالية* (المجلد الطبعة الأولى). الأردن: مركز يزيد للنشر.
28. عبد المجيد قدي. (2006). *المدخل إلى السياسات الاقتصادية الكلية: دراسة تحليلية تقييمية* (المجلد الطبعة الثالثة). الجزائر: ديوان المطبوعات الجامعية.
29. عبد المنعم السيد علي، و نزار سعد الدين العيسى. (2004). *النقود والمصارف والأسواق المالية* (المجلد الطبعة الأولى). الأردن: دار الحامد للنشر والتوزيع.
30. عدنان تايه النعيمي، سعدون مهدي الساق، أسامة عزمي سلام، و موسى شقيري نوري. (2007). *الإدارة المالية: النظرية والتطبيق* (المجلد الطبعة الأولى). الأردن: دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة.



31. عدنان تايه النعيمي، و أرشد فؤاد التميمي. (2009). *الإدارة المالية المتقدمة*. الأردن: دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع.
32. غالب عوض الرفاعي، و عبد الحفيظ بلعربي. (2002). *اقتصاديات النقود والبنوك* (المجلد الطبعة الأولى). الأردن: دار وائل للنشر والتوزيع.
33. فارس ناصيف الشبيري، و غسان سالم الطالب. (2015). *مبادئ المالية (1)* (المجلد الطبعة الثانية). الأردن: دار وائل للنشر.
34. فتيحة حزام. (2019). *عن النظام القانوني للنقود الالكترونية*. مجلة الأستاذ الباحث للدراسات القانونية والسياسية، 04 (02).
35. فيصل محمود الشواورة. (2008). *الاستثمار في بورصة الأوراق المالية: الأسس النظرية والعملية* (المجلد الطبعة الأولى). الأردن: دار وائل للنشر.
36. قاسم نايف علوان. (2009). *إدارة الاستثمار: بين النظرية والتطبيق* (المجلد الطبعة الأولى). الأردن: دار الثقافة للنشر والتوزيع.
37. مايكل إيدجمان. (1988). *الاقتصاد الكلي: النظرية والسياسة*. (محمد ابراهيم منصور، المترجمون) السعودية: دار المريخ.
38. محفوظ جبار، و سامية عمر عبده. (2008). *أسواق رأس المال الدولية. أبحاث اقتصادية وإدارية* (03).
39. محمد الفاتح محمود بشير المغربي. (2016). *إدارة المنشآت المالية* (المجلد الطبعة الأولى). الأردن: دار الجنان للنشر والتوزيع.
40. محمد بن بوزيان، بن اعمر بن حاسين، و لحسين جديدين. (2013). *كفاءة الأسواق المالية في الدول النامية: دراسة حالة بورصة السعودية، عمان، تونس والمغرب*. مجلة أداء المؤسسات الجزائرية (العدد الثاني).
41. محمد صالح الحناوي. (2004). *الاستثمار في الأسهم والسندات* (المجلد الطبعة الأولى). مصر: الدار الجامعية للنشر والتوزيع.
42. محمد صالح القريشي. (2009). *اقتصاديات النقود والبنوك والمؤسسات المالية* (المجلد الطبعة الأولى). الأردن: إثراء للنشر والتوزيع.
43. محمد علي ابراهيم العامري. (2010). *الإدارة المالية المتقدمة* (المجلد الطبعة الأولى). الأردن: إثراء للنشر والتوزيع.

44. محمد علي ابراهيم العامري. (2013). *الإدارة المالية/الحديثة* (المجلد الطبعة الأولى). الأردن: دار وائل للنشر والتوزيع.
  45. محمد مطر، و فايز تيم. (2005). *إدارة المحافظ الاستثمارية* (المجلد الطبعة الأولى). الأردن: دار وائل للنشر والتوزيع.
  46. محمود حسين الوادي، حسين محمد سمحان، و سهيل أحمد سمحان. (2010). *النقود والمصارف* (المجلد الطبعة الأولى). الأردن: دار المسيرة.
  47. مسعود مجيطنه. (2013). *دروس في المالية الدولية*. الجزائر: ديوان المطبوعات الجامعية.
  48. معروف هوشيار. (2003). *الاستثمارات والأسواق المالية* (المجلد الطبعة الأولى). الأردن: دار صفاء للنشر والتوزيع.
  49. منير ابراهيم هندي. (1993). *الأوراق المالية وأسواق رأس المال* (المجلد الطبعة الأولى). مصر: منشأة المعارف.
  50. منير ابراهيم هندي. (1998). *سلسلة الأسواق المالية: الأسواق الحاضرة والمستقبلية*. البحرين: مؤسسة العربية المصرفية.
  51. ناظم محمد نوري الشمري. (2006). *النقود والمصارف والنظرية النقدية*. الأردن: دار زهران للنشر والتوزيع.
  52. نوري موسى شقيري. (2015). *إدارة المشتقات المالية: الهندسة المالية* (المجلد الطبعة الأولى). الأردن: دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة.
  53. هشام طلعت عبد الحكيم، و أنوار مصطفى حسن. (2010). *تقييم الأسهم العادية باستخدام نموذج الخصم (نموذج جوردن): دراسة تطبيقية لعينة مختارة من الشركات الصناعية المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية*. مجلة الإدارة والاقتصاد (81).
- المراجع باللغة الأجنبية:

54. Cecchetti , S., & Schoenholtz , K. (2017). *Money, Banking, and Financial Markets* (Vol. 5th Edition). New York: MC Graw Hill Education.