



الجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية

وزارة التعليم العالي والبحث العلمي

جامعة أبو بكر بلقايد تلمسان



كلية العلوم الاقتصادية والمالية والتجارية وعلوم التسيير

قسم العلوم الاقتصادية

محاضرات في الاقتصاد النقدي و أسواق رأس المال

مطبوعة موجهة لطلبة السنة الثانية علوم اقتصادية، تجارية و علوم التسيير.

السنة الجامعية: 2021-2022

فهرس المحتويات:

تقديم:

القسم الأول: محاضرات الاقتصاد النقدي

16-5	المحاضرة الأولى: النقود و الأنظمة
5	النقود و المبادلات
9	النظام النقدي
12	الدولار والنظام النقدي الدولي
27-17	المحاضرة الثانية: النظريات النقدية
17	النظرية الكلاسيكية
20	النظرية الكينزية
25	النظرية النقدية الحديثة
35-28	المحاضرة الثالثة: البنوك و الجهاز المصرفي
28	مفاهيم عامة
29	البنك المركزي
33	البنوك التجارية
52-36	المحاضرة الرابعة: السياسة النقدية
36	تعريف السياسة النقدية
39	أنواع أهداف و قنوت إبلاغ السياسة النقدية
45	أدوات السياسة النقدية
59-53	المحاضرة الخامسة: البنوك الإسلامية
53	خصائص البنوك الإسلامية
54	أهداف البنوك الإسلامية
56	صيغ التمويل الإسلامي

القسم الثاني: محاضرات أسواق رأس المال

70-61	المحاضرة السادسة: السوق النقدي
61	هيكل مزايا السوق النقدي
63	أدوات السوق النقدي
68	عمليات السوق النقدي
83-71	المحاضرة السابعة: سوق رأس المال
71	مقومات إنشاء سوق مالية
76	أنواع السوق المالية
78	أدوات الاستثمار في السوق المالية
100-84	المحاضرة الثامنة: المشتقات المالية
85	أهداف الاستثمار بالمشتقات المالية
100	أنواع عقود المشتقات (عقود الخيارات، عقود الآجلة و المستقبلية، عقود المبادلات)
100	الخلاصة:
	قائمة المراجع:

تقديم:

تعد النقود عصب الحياة الاقتصادية الحديثة وعنصرا فاعلا ضمن مجموع المتغيرات الاقتصادية بالغة التأثير في النشاط الاقتصادي، إذ لا يمكن لأحد أن ينكر أهميتها ابتداء من أثرها على التعامل اليومي حتى آثارها المباشرة وغير المباشرة على أبرز المؤشرات الاقتصادية الكلية كالناتج والدخل والنمو، هذا بالإضافة إلى العلاقة الوطيدة التي تربط التقلبات في عرض النقود والطلب عليها بمستويات الاستقرار الاقتصادي والنقدي والذي هو أصلا أحد محددات التوازن الاقتصادي، فضلا عما يتعلق بجودة المحيطين المالي والاستثماري .

تأتي هذه المطبوعة المعنونة ب "محاضرات في الاقتصاد النقدي و أسواق رأس المال" من أجل تقديم إحاطة نظرية شاملة للمفاهيم والجوانب الأساسية في موضوعات النقود والبنوك والأسواق المالية، سيما بالنسبة لطلبة السنة ثانية علوم اقتصادية وتجارية وعلوم التسيير، على النحو الذي يتيح تزويد المتلقي وإثراء معارفه في واحد من بين أهم مجالات علم الاقتصاد ككل، ويسمح بتكامل مجموع مهاراته وخبراته التي تتقاطع في عديد جوانبها مع موضوعات الاقتصاد البنكي والاقتصاد الكلي والمالية العامة وغيرها من المواضيع الأخرى.

شملت المطبوعة قسمين رئيسيين الأول متعلق بمحاضرات الاقتصاد النقدي و الثاني متعلق بمحاضرات السوق رأس المال كما يلي:

المحاضرة الأولى: النقود و الأنظمة

المحاضرة الثانية: النظريات النقدية

المحاضرة الثالثة: البنك المركزي

المحاضرة الرابعة: السياسة النقدية

المحاضرة الخامسة: البنوك الإسلامية

المحاضرة السادسة: السوق النقدي

المحاضرة السابعة: الأسواق المالية

المحاضرة الثامنة: المشتقات المالية

القسم الأول:

محاضرات الاقتصاد النقدي

المحاضرة الأولى: النقود والأنظمة النقدية

I. النقود والمبادلات

لم تتخذ النقود شكلها الحالي منذ القدم بل تطورت تبعا لاختلافات الأزمنة والمجتمعات وطبيعة العلاقات والعادات الاقتصادية حيث أصبحت تلعب دورا كبيرا في التأثير على التغيرات الحقيقية في الاقتصاد، خاصة من حيث مكوناتها ووظائفها التي تجعل منها أداة للتبادل ومقبولة قبولا عاما لهذا الغرض من قبل أفراد المجتمع.

(1) المبادلة:

يظهر النشاط الاقتصادي من خلال ثلاثة أوجه أساسية هي: إنتاج السلع والخدمات، تبادلها مقابل سلع وخدمات أخرى وأخيرا استهلاكها، لهذا تعتبر المبادلة عملية ضرورية نتجت بسبب تقسيم العمل لتربط بين الإنتاج والاستهلاك.

I.1. تعريف المبادلة: "هي عملية التنازل عن شيء مقابل الحصول على شيء آخر وهي بمثابة همزة وصل بين منتج السلعة ومستهلكها".

II.1. أشكال المبادلة:

أ- المقايضة: تعتبر أول شكل من أشكال المبادلة وتعني مبادلة سلعة (خدمة) بسلعة (بخدمة) أو سلعة بخدمة دون استخدام النقود، غير أنه سرعان ما اعترض عملية المقايضة بعض الصعوبات حالت دون استمرار العمل بها يمكن استخلاصها فيما يلي:

✓ عدم توافق الرغبات بين المتبادلين في كل الحالات.

✓ غياب مقياس واحد (ثابت) تقاس على أساسه قيم السلع.

✓ عدم قابلية بعض السلع للتجزئة .

✓ عدم إمكانية تخزين بعض السلع لفترة طويلة.

✓ صعوبة حمل بعض أنواع السلع.

أمام هذه الصعوبات تدرجت (اتجهت) المجتمعات إلى إدراج سلع وسيطية يتقبلها الجميع نظرا لضرورتها واستجابتها للرغبات البشرية ولسهولة تخزينها كي تصبح أداة لمبادلة أخرى بعضها ببعض، مثل: الشاي، الملح...، ثم تطورت إلى المعادن النفيسة ثم إلى النقود بأشكالها الحالية اليوم.

ب- المبادلة بواسطة النقود:

■ النقود هي وسيلة ضرورية لتحقيق عملية التبادل في الحياة الاقتصادية المعاصرة وتسمح بقياس قيم السلع.

■ النقود هي أعلى درجات السيولة، تلقى القبول العام في التداول وتستخدم كوسيط في تنفيذ المبادلات لتكون ثمن في عمليات البيع والشراء وتستخدم مقياسا للقيمة في كل أنواع النشاط الاقتصادي.

(2) خصائص النقود (الشروط الواجب توافرها في النقود):

1. صفة العمومية: أي تتمتع بالقبول العام من الجميع.
2. صفة الدوام والثبات: أي تتمتع بالثبات النسبي في قيمتها وغير قابلة للتلف نتيجة للتداول.
3. القابلية للتجزئة: أي يمكن تجزئتها وتقسيمها.
4. سهولة الحمل: فهي خفيفة الوزن وصغيرة الحجم.
5. صفة الندرة: أي تكون نادرة نسبيا.

(3) وظائف النقود:

للنقود وظائف متعددة تسمح بحسن سير النشاط الاقتصادي وتسهيله وهي:

1. **النقود كوسيط للتبادل:** تسهل استخدام النقود عملية التبادل بين طالبي السلعة وعارضيهي لأنها عادة تكون مقسمة إلى وحدات صغيرة تمكن من تسوية المعاملات (الكبيرة والصغيرة).
2. **النقود كمقياس للقيمة (أي وحدة للتحاسب):** تلعب النقود دور مقياس للقيم أي أنها تعتبر وسيلة للتعبير العددي عن قيمة السلع والخدمات الموجودة في السوق، حيث أدت هذه الوظيفة إلى القضاء على مشكلة هامة كانت تظهر في ظل المقايضة وهي مشكلة عدد نسب المقايضة أو عدد معدلات التبادل، فأدى وجود النقود إلى تخفيض عدد معدلات التبادل في المجتمع بشكل كبير.

مثال: إذا كان هناك مجتمع به 4 سلع A.B.C.D فالمطلوب هو:

1. حساب عدد نسب المقايضة أو معدلات التبادل إذا كان المجتمع يعمل بنظام المقايضة P .

2. عدد معدلات التبادل إذا اتخذ المجتمع السلعة D كنقود ؟

الحل: (1) عدد نسب المقايضة: $\frac{n(n-1)}{2}$ حيث $n=4$ (عدد السلع)

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

(2) عدد معدلات التبادل في اقتصاد النقدي: $n-1 = 1-4=3$

وبذلك فقد أدى وجود النقود إلى تخفيض عدد معدلات التبادل $6 > 3$

3. **النقود كمخزن للقيمة (كمستودع):** إن الخصائص التي تتميز بها النقود مثل خفة وزنها وصعوبة تلفها جعلت الإنسان يفضلها عن غيرها عند الادخار لاستخدامها عند الحاجة لإشباع رغباته من السلع والخدمات.

4. **وسيط للمدفوعات الآجلة:** (شرط أن تكون قيمتها مستقرة لا تسبب مشاكل للدائن أو المدين) تستخدم النقود كأداة لتسديد كافة الالتزامات سواء كانت نتيجة الاقتراض أو ناشئة عن عملية البيع على الحساب.

(4) أشكال النقود (الأنواع):

عرفت النقود عبر العصور أشكالا مختلفة فكانت عبارة عن سلع متنوعة (جلود، قمح، سمك...) ثم أصبحت معادن نفسية من الذهب والفضة إلى أن أصبحت على شكلها الذي نعرفه اليوم.

1. **النقود السلعية:** هي استخدام السلع الوسيطة كنقود (القمح، المواشي...).

2. **النقود المعدنية:** ظهرت هذه النقود عند عجز نظام المقايضة عن تلبية متطلبات السوق، والنقود المعدنية هي تلك النقود المسكوكة من المعدن كالذهب، الفضة، البرونز وهي شكلان:

1- نقود معدنية كاملة: هي النقود التي تتعادل قيمتها كنقد (القيمة الاسمية القانونية) مع قيمتها كسلعة (المعدن) (القيمة السوقية).

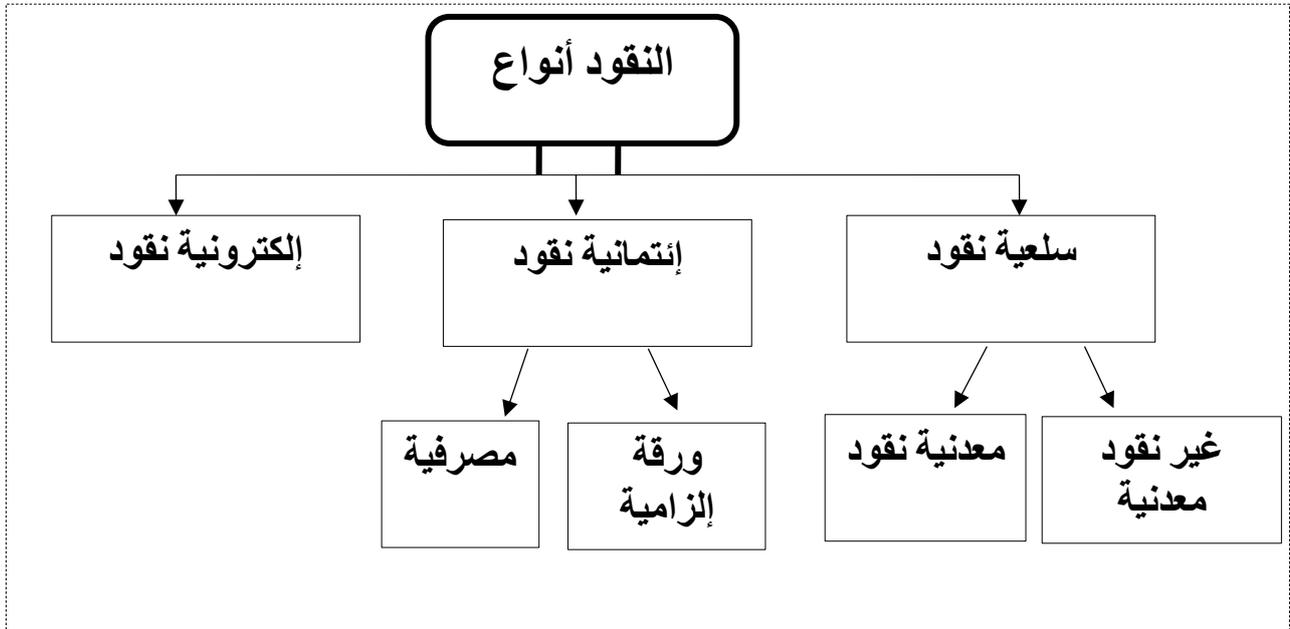
حالة ارتفاع القيمة السوقية (المعدن) عن القانونية نقوم بصهر الذهب إلى مسكوكات مما يؤدي إلى زيادة عرض البدائل، فتنخفض القيمة السوقية حتى تتعادل مرة أخرى مع القيمة القانونية والعكس).

2- نقود معدنية مساعدة: وفيها تفوق قيمتها القانونية على قيمة المعدن الذي تحتويه وتستخدم لتسهيل حاجة المعاملات.

3. **النقود الورقية:** هي نقود قانونية إلزامية يصدرها البنك المركزي حيث أن الدولة تلزم الأشخاص بقبولها للتداول دون أن يكون لهم الحق في تحويلها إلى ذهب أو فضة، فهي عبارة عن وثائق تصدر لحاملها وتمثل دينا معنيا في ذمة السلطات النقدية التي أصدرتها.

4. **النقود الائتمانية:** هي بطاقة خاصة يصدرها المصرف لعميله لتزويده برقم سري يخوله استخدام البطاقة المذكورة التي تمكنه من الحصول على السلع والخدمات من المحلات وأماكن معينة وتمنح هذه البطاقة للاستغناء عن حمل الأوراق النقدية والشيكات.
5. **النقود المصرفية:** وتتكون من الحسابات الجارية أو الودائع تحت الطلب لدى البنوك وتنتقل ملكية هذه الودائع من شخص لآخر بواسطة الشيكات.
6. **النقود الإلكترونية:** ويطلق عليها كذلك النقود الرقمية وهي عبارة عن أرصدة نقدية مسبقة الدفع مسجلة على وسائط الكترونية ومن خصائصها طريقة التمويل عن بعد بواسطة شبكة الإنترنت.
7. **أشباه النقود:** تضم الأصول التي يغيب فيها الجوهر النقدي أي أنها لا تتمتع بالسيولة المطلقة، وتمثل الودائع لأجل وحسابات الادخار في البنوك التجارية وبنوك الادخار مقابل فائدة ويكون الاتفاق على عدم سحب الودائع إلا بعد مرور فترة متفق عليها مسبقا لهذا لا تتمتع هذه الودائع بالسيولة، فهي أشباه نقود. و الشكل الموالي يمثل لنا أشكال النقود باختصار:

الشكل رقم 1: أشكال النقود



المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على المراجع السابقة

II. النظام النقدي

النظام النقدي عبارة عن تنظيم اقتصادي يتضمن مجموعة العلاقات والتنظيمات التي تميز الحياة النقدية لمجتمع ما خلال فترة زمنية معينة ونطاق مكاني محدد.

كما يعرف بأنه مجموعة من الإجراءات والقواعد التي تضبط وحدة التحاسب النقدية أي إصدار وسحب النقود من التداول بكافة أنواعها (نقود سلعية، مسكوكات، ونقود معدنية، نقود ورقية، نقود ائتمانية). على المستوى الدولي يعرف النظام النقدي بكونه مجموع العلاقات النقدية الدولية المنبثقة عن الاتفاقيات الدولية التي تكفل تسوية الحسابات وتوفير السيولة.

■ **خصائص النظام النقدي:** هو نظام مركب تلعب فيه القاعدة النقدية الدور المسيطر في عملية تنظيم تداول النقود.

■ أهداف النظام النقدي:

- ✓ تحقيق الأهداف السياسية والاقتصادية المتمثلة في تحقيق الاستقرار الاقتصادي عموماً.
- ✓ مرونة التحكم في كمية النقود.
- ✓ التشريعات والتنظيمات المنظمة لأداء النقود لوظائفها المختلفة تساهم في الحفاظ على استقرار قيمة العملة الوطنية محلياً وخارجياً.
- ✓ قدرة السلطات النقدية (البنك المركزي، وزارة المالية) في إصدار النقود وتنظيمه والتحكم في كميته بالزيادة أو بالنقصان.

■ أنواع الأنظمة النقدية:

1- النظام النقدي المعدني (القاعدة السلعية):

هي القاعدة التي تساوي فيها النقود قيمتها كسلعة نفس قيمتها كنقد، بحيث تستمد قيمتها من قيمة المادة المكونة لها والتي تتأثر بدورها بالعرض والطلب وتشمل:

أ) نظام المعدنيين: تكون النقود الورقية في هذا النظام قابلة للصرف مقابل معدني الذهب والفضة، حيث تم تحديد نسبة قانونية بين عيار الذهب والفضة تحددها الدولة، وطبق هذا النظام في كل من (فرنسا، إيطاليا، بلجيكا، سويسرا، إنجلترا، الو.م. الأمريكية، في القرن 19م).

● شروط قيام نظام المعدنيين:

- ✓ حرية تحويل السبائك إلى قطع نقدية مجانا.
- ✓ يتم التبادل بين المسكوكات الذهبية والفضة على أساس المعدن الصافي.
- ✓ تعيين معدل قانوني بين الذهب والفضة بحيث تكون النقود الذهبية والفضية ذات وزن و عيار معين، فقد كان في القرن 19م : 1 دولار ذهبي = 16 دولار فضي.
- ✓ حرية صهر المسكوكات وتحويلها إلى سبائك حتى لا تصبح القيمة الحقيقية (السوقية، التجارية أي قيمة ما فيها من معدن) أكبر من القيمة القانونية الاسمية التي تعطيها إياها السلطة النقدية طبقا لقانون العرض والطلب.

✓ حرية استيراد وتصدير المعدن الثمين لأجل الحفاظ على استقرار أسعار الصرف الدولية.

• مزايا النظام (لماذا استعملوا قاعدة المعدنين):

- ✓ زيادة حجم القاعدة النقدية فتزداد كمية النقود بزيادة حجم المبادلات والمعاملات التجارية.
- ✓ استقرار الصرف كونه يضمن المستوى العام للأسعار أكثر من نظام المعدن الواحد.

• عيوب النظام:

- ✓ صعوبة المحافظة على استقرار تعادل النسبة القانونية مع نسبة التعامل في السوق، وفي حالة اختلاف هاتان النسبتان فإن المعدن الذي ترتفع قيمته يميل إلى الاختفاء عن التداول ويحل محله المعدن الرخيص وهو ما يعرف بقانون "غريشام" الذي مفاده أن: "العملة الرديئة تطرد العملة الجيدة من التداول".

- ✓ زعزعة ثقة وكفاءة النظام بعد الأزمة الاقتصادية العالمية سنة 1929م، حيث انخفضت قيمة النقد بينما بقيت قيمة الذهب مرتفعة تبعا لندرته الطبيعية بالإضافة إلى تراجع مبدأ الحرية الاقتصادية بسبب زيادة التدخل الحكومي في كافة النشاطات.

(ب) نظام المعدن الواحد (إما ذهب أو فضة):

1. نظام الذهب: يركز هذا النظام على قاعدة الذهب أي يتم تحديد قيمة الوحدة النقدية على أساس ما تحتويه من ذهب وتتعدد داخل هذا النظام أنظمة فرعية هي: نظام المسكوكات الذهبية، نظام السبائك، نظام الصرف بالذهب.

(1) نظام المسكوكات الذهبية: لقد كان من أقدم النظم الذهبية المعروفة بدأت بريطانيا اعتماده في 1821م وفي هذا النظام يتم تعريف الوحدة النقدية على أساس وزن معين من الذهب و عيار معين، حيث يتم تداول المسكوكات الذهبية على شكل قطع نقدية متماثلة في الوزن والعيار، تختم عليها رموز الدولة، ظل معمولا به حتى 1925م ولم تتخل عنه الو.م. الأمريكية حتى نهاية 1933م ويشترط في هذا النظام:

✓ تحديد وزن وعيار الوحدة النقدية المتداولة بنسبة ثابتة بين وحدة النقد وكمية معينة من الذهب، فمثلا كان 1 جنيه استرليني = 7.3 غ من الذهب.

✓ حرية سك الذهب دون تكاليف لمنع زيادة القيمة الاسمية عن القيمة الحقيقية.

✓ حرية صهر المسكوكات والسبائك الذهبية دون قيد لمنع هبوط القيمة الاسمية عن قيمتها الحقيقية.

✓ حرية تحويل جميع أنواع العملات إلى سبائك وقابلية صرف الأوراق النقدية بالمسكوكات الذهبية وذلك تبعا للبيع القانوني للذهب.

✓ الحرية المطلقة في استيراد وتصدير الذهب حفاظا على تعادل قيمة العملة الداخلية مع القيمة الخارجية إلا أن ندرة المعدن وعدم توسع إنتاجه أمام توسع إنتاجية السلع والخدمات أدت إلى ارتفاع الأسعار والاتجاه نحو احتكار الذهب في السوق مما أدى إلى انهيار هذا النظام.

(2) نظام السبائك الذهبية: نظرا لظروف الحرب العالمية الأولى تعذر سك القطع الذهبية بنفس الحرية التي كانت في نظام المسكوكات الذهبية (بسبب ارتفاع نفقات شراء الأسلحة وتمويل الحرب وأصبح من الصعب نقل الذهب من دولة إلى أخرى) وقام هذا النظام على نفس شروط نظام المسكوكات الذهبية فضلا عن أن تداول الذهب يتم على أساس سبائك ذهبية ذات عيار معين بوزن كبير نسبيا، كما يعطي هذا النظام حرية تحويل النقود الورقية (البنكنوت) إلى ذهب حسب قيمة كل سبيكة بالنقود، ويشترط لقبول عملية التحويل توافر كمية كافية من النقود الورقية.

وقد وجدت الدول أنه لا مصلحة لها في العودة لنظام المسكوكات الذهبية بعد انتهاء الحرب العالمية خاصة أن نطاق المعاملات التجارية قد اتسع باستخدام الأوراق النقدية (البنكنوت).

(3) نظام الصرف بالذهب: (بعد مؤتمر جنوه الإيطالية 1922): يتم هنا ربط قيمة عملة بلد ضعيف لا يملك مخزون من الذهب بقيمة عملة بلد آخر تسير على نظام قاعدة الذهب بنسبة ثابتة (سعر

صرف ثابت) فيتم التعامل داخليا بالعملة المحلية وإما خارجيا فيتم التعامل على أساس من ذهب باستخدام البلد المتبوع مقابل فوائد يحصل عليها، ومن عيوب هذا النظام:

✓ المساس بسيادة البلد التابع بسبب التبعية الاقتصادية والسياسية، فتعرض البلد المتبوع إلى أزمات وخسائر ينعكس أثره تلقائيا على البلد التابع.

2. نظام الفضة: عرف نظام الفضة منذ القدم واستمرت العديد من الدول بإتباعه حتى 1914م، له نفس خصائص وشروط نظام الذهب (مع التسوية إلى تحويل القاعدة النقدية من ذهب إلى فضة فقط) إلا أن إقبال معظم الدول على إتباع نظام الذهب في معاملاتهم الدولية جعل قيمة النقود الفضية تتدهور لتترك المجال للتعامل بالذهب لوحده.

2- النظام النقدي الائتماني (القانوني، الإلزامي، الورقي، الحر) في القاعدة الائتمانية:

في ظل هذه القاعدة لم يعد إصدار النقود يعتمد على احتياطي المعادن النفيسة الثمينة، إذ أن احتياجات الدول الحديثة إلى النقود أصبحت كثيرة جدا لا يمكن ربطها باحتياطي الذهب وإنما يقوم البنك المركزي بإصدار الكمية اللازمة لتغطية حاجة المبادلات التجارية.

• خصائص النظام النقدي الائتماني:

- ✓ لا يرتبط الإصدار النقدي فيه إلا بحاجة اقتصاد الدولة.
- ✓ تركز الإصدار النقدي فيه لدى سلطة نقدية وحيدة متمثلة في البنك المركزي.
- ✓ إلزامية التعامل بالأوراق النقدية غير القابلة للتحويل إلى ذهب أو أي معدن آخر فهي لا قيمة لها بحد ذاتها بل تستمد قيمتها من قوة القانون وتتمتع بالمرونة، إلا أن القوة الشرائية للنقود الورقية غير ثابت باعتبار إمكانية إصدار المزيد لدى كل ضرورة، إلا أن للنظام كان هناك مؤيدين ومعارضين:

1. معارضي النظام: عاب معارضو النظام عدم ضمانه لاستقرار أسعار الصرف والمعاملات الدولية، كما أنه يؤدي إلى انهيار النظام الاقتصادي نتيجة التضخم الذي يلحق أشد الضرر بالطبقة الفقيرة وأصحاب الدخل الثابتة.

2. مؤيدي النظام: أجابوا بكون النظام كان مفروضا ولم يكن اختياريا نتيجة الحرب العالمية الأولى وزيادة حجم المبادلات وعدم كفاية النقود المتوفرة لتغطيتها، كما أن النظام يتميز بمرونة العرض، فضخ المزيد من النقود في التداول يقضي على حالة الانكماش في الاقتصاد والعكس في حالة التضخم.

مازال الذهب يحتفظ بمكانته كأصل احتياطي لدى السلطات النقدية في العالم على الرغم من

إنهاء دوره النقدي في إطار النظام النقدي الدولي.

3. الدولار ونظام النقد الدولي :

شكل الدولار المحور الأساسي للنظام النقدي الدولي الذي جاء به مؤتمر بريتون وودز ونقطة الارتكاز في نظام استقرار أسعار الصرف ويعود السبب في ذلك لكون الولايات المتحدة الأمريكية خرجت منتصرة من الحرب وبكامل قوتها الاقتصادية لأن الحرب لم تدر في أراضي أمريكية على عكس أوروبا التي دمرتها الحرب فأصبح الدولار سيد العملات بلا منازع . أمام هذا الوضع لم يمكن لأمريكا سوى اقتراح خطة مارشال والتي عرفت باسم برنامج الإنعاش الأوروبي و قد قامت الدول الأوروبية بتخفيض قيمة عملتها بغرض تشجيع صادراتها .

أدى هذا إلى تحسين موازين مدفوعات الدول الأوروبية وزيادة احتياطاتها النقدية كما جلب رؤوس أموال أمريكا ووضع هذا الأمر حدا أمام ندرة الدولار وأصبح العالم يعرف وفرة الدولار حيث تراكم لدى الدول الفائض مع الولايات المتحدة خاصة الدول الأوروبية و ارتفاع معدلات التضخم العالمي .

- النظام النقدي الدولي في ظل اتفاقية بريتون وودز :

بعد الحرب العالمية الثانية، شهد الاقتصاد العالمي هزات واضطرابات عنيفة في نظامه النقدي ومعدلات منخفضة لحركة التجارة العالمية. مما أدى بأمريكا وبريطانيا للتفكير في خلق نظام نقدي جديد يكون أساسا لعلاقات نقدية دولية لعالم لفترة ما بعد الحرب ولهذا الغرض نظمت مؤتمر في بريتون وودز بالولايات المتحدة في يوليو 1944 وحضر هذا المؤتمر 44 دولة في ظل وجود اقتصاديين عالميين هما جون مينار كينز وهاري ديكستو وايت .

أهم أهداف المؤتمر :

- 1) ضمان حرية التحويل بين العملات الدول المختلفة.
- 2) وضع نظام لأسعار الصرف يمنع التقلبات العنيفة فيما بينها.
- 3) تحقيق التوازن في موازين المدفوعات.

4) النظر في موضوع الاحتياطات الدولية لتوفير السيولة الدولية.

5) الإدارة الدولية للنظام النقدي العالمي الجديد .

نتائج المؤتمر: من أهم نتائج المؤتمر إنشاء صندوق النقد الدولي (و الذي مارس دورا هاما في استقرار أسعار الصرف والإشراف على تنفيذ قواعد النظام النقدي العالمي الجديد.) و إنشاء البنك الدولي للتعمير والإنشاء أو ما يعرف باسم البنك العالمي (والغرض منه هو مساعدة الدول الأوروبية التي دمرتها الحرب ثم مساعدة الدول الأخرى على التنمية الاقتصادية).

مراحل نظام بريتون وودز: وقد تميزت هذه المرحلة التي ساد فيها نظام بريتون وودز بعدة مراحل:

المرحلة الأولى 1945-1958:

وهي مرحلة أفول الاستعمار وحصول معظم المستعمرات وأشبه المستعمرات على استقلالها السياسي، ويلاحظ في هذه المرحلة أن الدول حديثة الاستقلال لم تعاني من مشكلات عويصة في موازين مدفوعاتها، ولم تضطر إلى تخفيض عملتها أو التورط في استئدانة خارجية كبيرة وذلك بسبب مرحلة الإنشاء والتعمير التي انشغلت فيها أوروبا بعد الحرب وبالتالي حجم الطلب الكبير لهذه البلدان على المنتجات التي كانت هذه الدول قد تخصصت في إنتاجها (المواد الغذائية- موارد الطاقة- المواد الأولية... الخ) وكذلك الحرب الكورية بالإضافة إلى الرقابة على الصرف، وكان حجم ما تملكه هذه البلدان من مجموع الاحتياطات العالمية 20% عام 1957 وهو ما كان يتناسب مع نصيبها في التجارة العالمية.

المرحلة الثانية 1958-1965:

تتميز هذه المرحلة بانخفاض الطلب على منتجات الدول المتخلفة وبالتالي فإن السنوات السعيدة لعالم ما بعد الحرب كانت قد انتهت و زادت في المقابل الثورة التكنولوجية التي أدت إلى الاستغناء عن كثير من المواد الأولية بمواد مصنوعة، وأصبحت الكثير من الدول الأوروبية تنتج المواد الغذائية، فعملت على وضع القيود الجمركية ضد هذه المواد، الأمر الذي أدى إلى ضعف السيولة، ونتيجة لذلك تطور العجز في موازين مدفوعاتها وأصبح يشكل مشكلة خطيرة.

المرحلة الثالثة تحلل نظام بريتون وودز 1965-1971:

تمثل هذه الفترة قمة التناقضات والصراعات التي احتدمت بين المراكز الرأسمالية العالمية (الولايات المتحدة

الأمريكية، دول غرب أوروبا، اليابان) التي عجلت في النهاية بموت نظام بريتون وودز عام 1971 عندما أعلن الرئيس نيكسون في خطاب شهير له وقف قابلية تحويل الدولار إلى ذهب. و من ثم اختفى الأساس التي استند إليها هذا النظام (ثبات أسعار الصرف، تجنب القيود على المدفوعات الخارجية، القابلية للتحويل، التزام الولايات المتحدة بتحويل الدولار إلى ذهب عند سعر ثابت). كان اعتماد الولايات المتحدة الأمريكية في تمويل عجزها الخارجي على الدور الذي لعبه الدولار كعملة دولية، ببساطة شديدة كان في إمكانها أن تتوسع في الإصدار التضخمي دون أن تحشى آثاره التضخمية طالما أنها تقوم بتصدير هذا التوسع إلى مختلف دول العالم، وهذه الدول كانت تقبل الدولارات الورقية وتعتبرها كعملة احتياط لغطائها النقدي المحلي. وبذلك كان التوسع النقدي في الولايات المتحدة لا يلبث أن ينعكس في شكل توسع نقدي تضخمي في الدول الأخرى .

لكن دول أوروبا و بالذات بدأت تعترض على هذا النظام النقدي و ما يصاحبه من ضغوط تضخمية وبدأت فرنسا تطالب وزارة الخزانة الأمريكية بصرف الدولارات الورقية التي كان يجوزها ذهباً. وأعقبها موجة عارمة لسحب الذهب من الولايات المتحدة الأمريكية من مختلف دول العالم مما أدى إلى انهيار الثقة بالدولار، اضطر الرئيس الأمريكي نيكسون وقف قابلية تحويل الدولار إلى ذهب وتخفيض المساعدات الخارجية بنسبة 10% وفرض ضريبة بمقدار 10% على الواردات، وإعلان إجراءات تستهدف تجميد الأجور والأسعار لمدة ثلاثة أشهر للحد من التضخم. وكان ذلك إعلاناً بنهاية عصر بريتون وودز.

سقوط نظام بريتون وودز: أدى توفر الدولار لدى دول الفائض مع الولايات المتحدة إلى فقدان الثقة في احتياطياتها بالدولار ومن ثم عمدت إلى تحويل هذا الفائض إلى ذهب مما أدى إلى هبوط مخزون الرصيد الذهبي الموجود في حوزة الولايات المتحدة .

وما زاد من سوء الوضع انخفاض أسعار الفائدة في الولايات المتحدة مع بقائها مرتفعة في أوروبا وهذا أدى إلى هروب رؤوس الأموال من أمريكا إلى أوروبا .

4. النظام النقدي الإلكتروني:

مع ثروة العلم والتطور التكنولوجي فقدت النقود شكلها المادي الملموس لتحفظ في البطاقات الذكية بالقرص الصلب لأجهزة الكمبيوتر وعبر فضاءات المعلوماتية. (تعريف النقود سبق التطرق إليه).

• أنواع النقود الإلكترونية:

✓ الشيك الإلكتروني: المكافئ للشيك الورقي.

✓ بطاقة الائتمان الإلكترونية: تتبع نفس إجراءات مدفوعات بطاقات الائتمان التقليدية فهي تقوم على مبدأ الدفع المسبق.

✓ التحويل المالي الإلكتروني: TFC

ويتميز النظام النقدي الإلكتروني ب:

- الكفاءة وسرعة تنفيذ الصفقات الكترونيا.
- العالمية وعدم الخضوع لتقييد الحدود.
- سهولة الحيازة وعدم التقييد بالتراخيص.
- عمليات الدفع الآمنة .

العيوب: من مشاكل الدفع الإلكتروني:

- الملائمة: ليس كل الأفراد خبيرون باستعمال التكنولوجيا.
- إمكانية التلاعب والتزوير والوقوع في مشاكل غسيل الأموال.
- عدم تجانس تكنولوجيا صناعة البطاقات بالنسبة للدول.

المحاضرة الثانية: النظريات النقدية

عرفت النظرية النقدية تطورات من حيث موضوع البحث وأدوات التحليل المستخدمة مع تطور الفكر والواقع الاقتصادي وهذا منذ نهاية القرن 18م والى غاية عصرنا الحاضر.

I. عوامل نشأة النظرية النقدية:

ما تركته الحرب العالمية الأولى من آثار اجتماعية، اقتصادية، ونفسية وخيمة، وما سببته من أزمات اقتصادية حادة وتحولات سياسية كبرى كان سببا للتوجه نحو التفكير في حلول جديدة.

وتندرج النظرية النقدية تحت النظريات الاقتصادية التي تهتم بتفسير وتحليل العوامل المحددة لقيمة وحدة النقد في فترة محددة والعوامل التي تؤثر في الإنتاج، الدخل، التشغيل، المستوى العام للأسعار وغيرها من المتغيرات الاقتصادية الأخرى، ومن أهم النظريات النقدية لدينا:

1. النظرية النقدية الكلاسيكية:

ترجع الأفكار الكلاسيكية في النقود إلى فلاسفة اليونان والرومان ثم تطورت بعد ثورة الأسعار في القرن 16م خاصة بعد تدفق المعادن النفيسة من أمريكا إلى أوروبا ما أدى إلى الاهتمام بأهمية العلاقة بين كمية النقود وارتفاع الأسعار نتيجة تدفق الذهب والفضة.

وقد بلورت جهود الاقتصاد بين الكلاسيك والنيوكلاسيك ما عرف فيما بعد بالنظرية الكمية للنقود ومن روادها: آدم سميث، دافيد ريكاردو، ستيوارت ميل، جوان باتيست ساي مالتسون ، وقد اعتمد هؤلاء على مجموعة من الأسس والمبادئ بالإضافة إلى عدد من الافتراضات.

أ) الأسس والمبادئ:

- الحرية الاقتصادية: بالاعتماد على مبدأ "دعه يعمل دعه يمر"، لصاحبه آدم سميث، فإن حرية الفرد في نشاطاته، عمله وملكيته تجعله يعمل على تحقيق المنفعة العامة بالتزامن مع مصالحه الخاصة.
- عدم تدخل الدولة: حيث يقتصر عمل الدولة على خدمة المجتمع في مجالات النفع العام كالدفاع، القضاء.
- الملكية الخاصة: تعتبر الملكية الفردية أحد أهم أسس النظام الرأسمالي والذي لا يرد أي تعارض بين مصلحة الفرد ومصلحة الجماعة باعتبار التوافق التلقائي .
- مبدأ المنافسة الحرة: وهذه الحرية في المنافسة تحقق التقدم الاقتصادي للأفراد والمجتمعات.

- قانون السوق: اعتبر الكلاسيك أن التوازن الاقتصادي يتحقق دائما بصورة تلقائية عند مستوى العمالة (التشغيل) الكاملة بحيث أن العرض يخلق دائما طلبا مساويا له في السوق (قانون المنافذ).
 - مبدأ الربح: يعتبر الربح أهم حافز يدعو إلى الإنتاج.
 - مبدأ حيادية النقود: يعتبر الكلاسيك أنه ليس هناك من دور تلعبه النقود في أي نشاط اقتصادي ما عدا وساطة المبادلة.
 - مبدأ مرونة جهاز سعر الفائدة: أكد الكلاسيك على مسألة التوازن التلقائي بين الادخار والاستثمار عند سعر الفائدة باعتبار عدم تأثير المتغيرات الكبرى في الاقتصاد بالنقود.
- ملاحظة: "ولو حدث تغيرات في كمية النقود أو سرعة دورانها أدت بالإخلال بالأسعار النسبية فإنها لن تبقى مدة طويلة، فمرونة الأسعار في ظروف المنافسة التامة كفيلة بإعادة السوق إلى طبيعته (توازن) وبالتالي لن يحقق أحد نفعاً من النقود ما دام يحتزنها إلى أن ينفقها حيث ينخفض سعر الفائدة كلما زاد الادخار والعكس صحيح، والطلب على النقود يكون من أجل المعاملات فقط).

ب) افتراضات النظرية الكلاسيكية:

- ثبات حجم المعاملات Y أو T: باعتبار تحقق التوازن الاقتصادي دائما بصورة تلقائية فان النظام الاقتصادي يملك القدرة على التحرك بصورة تلقائية نحو مستوى التوظيف الكامل للموارد الإنتاجية (زيادة الإنتاج).
- ثبات سرعة دوران النقود: يقصد بها معدل متوسط عدد المرات التي انتقلت فيها كل وحدة من وحدات النقود من يد إلى أخرى في تسوية المبادلات التجارية والاقتصادية في فترة زمنية معينة، وتفترض النظرية ثبات سرعة الدوران على الأقل في المدى القصير لارتباطها بعوامل بطيئة التغير من بينها (درجة كثافة السكان، تطور العادات المصرفية والجهاز المصرفي).
- ارتباط تغير المستوى العام للأسعار بتغير كمية النقود: أصحاب هذا الرأي يرون وجود علاقة طردية بين كمية النقود والمستوى العام للأسعار فزيادة كمية النقود (الكتلة النقدية) تؤدي إلى زيادة أسعار السلع والخدمات وبالتالي حصول تضخم.

(1) معادلة التبادل صيغة فيشر (الو.م.أ):

تؤكد هذه الصيغة وجود علاقة تناسبية بين كمية النقود الكلية M (العرض النقدي) والمستوى العام للأسعار حيث يكون مجموع قيم عمليات المبادلة مساويا للمبالغ المدفوعة في تسويتها وذلك طبقا للصيغة التالية:

$$M.V = P.T \quad \text{ومنه} \quad \frac{M.V}{T} = P$$

حيث:

M : كمية النقود، V : سرعة دوران النقود، T : حجم المبادلات، P : المستوى العام للأسعار

- يرى فيشر أن سرعة دوران النقود ثابتة \bar{V} في الأجل القصير.
- يرى فيشر أن حجم كمية المبادلات \bar{T} ثابتة في الأجل القصير.
- أما كمية النقود فيرى أنها تتحدد من قبل السلطات النقدية.

$$P = \frac{\bar{V}}{\bar{T}} = M \quad \text{وعليه:}$$

"هناك علاقة طردية بين المستوى العام للأسعار وكمية النقود إذ تؤدي الزيادة في العرض النقدي إلى زيادة المستوى العام للأسعار بنفس النسبة وذلك في ظل ثبات عدد المبادلات وسرعة دوران النقود في الأجل القصير"، هذه النتيجة هي جوهر نظرية كمية النقود.

لكن ما يلاحظ في هذه النظرية أنها لم تقدم التفسير الاقتصادي للعلاقة بين كمية النقود والمستوى العام للأسعار بحيث أن العلاقة بينهما ليست آلية، فقد تزيد كمية النقود (الكتلة) دون ارتفاع الأسعار بالإضافة أنها أهملت عدد من المتغيرات الاقتصادية (سعر الفائدة) "وهو ما أجاب عنه مدخل كامبرج".

(2) معادلة الأرصدة النقدية الحاضرة "معادلة كامبرج" لندن:

عمل الكلاسيكيون الجدد أمثال "الفريد مارشال" على تفادي الانتقادات الموجهة لمعادلة فيشر، وقد توصلوا في دراستهم لنظرية الطلب على النقود إلى معادلة تبادل تشابه تماما لمعادلة فيشر وتأكيدهم على العلاقة الطردية بين كمية النقود والمستوى العام للأسعار، أما الاختلاف الموجود فقد كان بتركيز مدخل كامبرج على رغبة الفرد في

الاحتفاظ بأرصدة نقدية طبقا للصيغة التالية: $M^d = k.p.y$

حيث: M^d تمثل الطلب على النقود، K : تمثل التفضيل النقدي (السيولة).

y : الدخل الحقيقي لعملية الإنتاج (حجم المعاملات)، p : يمثل المستوى العام للأسعار.

استقرار y في الأجل القصير.

عند التوازن العرض النقدي يتساوى مع الطلب على النقود أي أن:

$$\bar{y} M = M^d = kp$$

بافتراض ثبات K وثبات \bar{y} عند مستوى العمالة الكاملة فان معادلة كامبرج تنتهي بالعلاقة الطردية بين

كمية النقود والمستوى العام للأسعار.

بمقارنة المعادلتين فيشر وكامبرج نجد:

$$M = \frac{1}{v} \cdot P\bar{T} \quad \text{فيشر} \quad \dots\dots\dots$$

$$M = k \cdot p \cdot y \quad \text{كامبرج} \quad \dots\dots\dots$$

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

كلما زادت تفضيل السيولة k أصبحت سرعة دوران النقود v غير ثابتة.

لكن اتفقت المعادلتين كون أن الطلب على النقود هو دالة طردية في الدخل النقدي.

• تقييم النظرية الكلاسيكية لكمية النقود:

الاجبيات:

- اعتماد الأسلوب العلمي والرياضي في شرح النظرية.
- تأكيد حق الفرد في الحرية والاختيار.
- تتفق آراء النظرية تماما مع الواقع الاقتصادي آنذاك.

السلبيات

- وقفت النظرية عاجزة عن تفسير أو التنبؤ بحالة الكساد ومواجهة الأزمة.
- عدم واقعية افتراضات النظرية وبعض مبادئها.
- اعتبار النقود كوسيلة مبادلة ومخزن للقيمة (تفضيل السيولة) وإهمال سعر الفائدة الذي يؤثر على الطلب على النقود بشكل كبير.

2. نظرية تفضيل السيولة لكينز:

إن ظهور النظرية الكينزية كان بسبب أزمة الكساد الكبير 1929م (أنت لمعالجة هذه الأزمة) وكانت معظم المبادئ والأسس التي اعتمدت عليها هذه النظرية مناقضة لمبادئ النظرية الكلاسيكية (العاجزة عن حل الأزمة)، وكانت فكرته تقول ب: "إن النقود كما تطلب لأجل المبادلات والاحتياط، فقد تطلب لذاتها بدافع المضاربة

أو تفضيل السيولة وعليه يرتبط المستوى العام للأسعار بعامل العرض والطلب الكليين"، ويمكن تلخيص مختلف مبادئ النظرية الكينزية كما يلي:

- رفض كينز فروض الكلاسيك والتي تنص على أن المجتمعات تسودها حالة من التشغيل التام عند التوازن الكلي.

- أهمية تدخل الدولة لتنظيم ومراقبة الاستثمار بصفة مؤقتة حيث يرى كينز بأن تلك الحرية التامة للأنشطة الاقتصادية تحدث خلافاً في الاقتصاد (ليس بالضرورة تحقيق المصلحة الخاصة يؤدي إلى تحقيق المنفعة العامة).

- تدخل الدولة من خلال السياسات الاقتصادية (نقدية ومالية) يعمل على تحقيق مصلحة المجتمع ككل.

- يرى بأن البطالة في المجتمع ليست اختيارية بل إجبارية (ليس كما رآها الكلاسيك) والسبب راجع إلى عدم كفاية الاستثمارات.

- الاستهلاك هو الذي يعمل على زيادة وتشجيع الاستثمار وليس الادخار حيث يؤدي الاستهلاك إلى زيادة الطلب على الإنتاج بينما يؤدي انخفاضه إلى حالة من الركود.

- عدم صحة فرضية مرونة الأجور والأسعار (خصوصاً الأجور في اتجاهها التنازلي ففي الواقع العملي لا تنخفض الأجور حسب العرض والطلب على اليد العاملة بل هناك عوامل أخرى أكثر تأثيراً على الأجور كمطالب النقابات العمالية وكذا انخفاض القدرة الشرائية.

- عدم صحة قانون ساي للأسواق وفكرة العرض يخلق الطلب (أزمة 1929م)، والحقيقة أن الطلب هو الذي يخلق العرض (دراسة السوق قبل الإنتاج).

- انتقاد فكرة أن سعر الفائدة هو ظاهرة حقيقية (مرتبط بسوق السلع والخدمات يتحدد بتساوي الاستثمار مع الادخار)، وإثبات أنه مرتبط بسوق النقد (يتحدد في السوق النقدي حسب العرض والطلب على النقود).

● **النموذج النقدي وفق النظرية الكينزية:** عالج كينز الجانب النقدي من الاقتصاد بالتطرق إلى حالتين مهمتين في الاقتصاد النقدي هما: العرض النقدي والطلب النقدي ثم توصل إلى حالة التوازن من خلال تساوي العرض مع الطلب.

أ. عرض النقود: يرى كينز أن عرض النقود متغير ثابت في أي وقت من الأوقات بحيث يتحدد بواسطة البنك المركزي والذي يحدده حسب حاجة النشاط الاقتصادي، ويعتبر العرض النقدي الكمية النقدية المتمثلة في وسائل الدفع بجميع أنواعها ويمكن التمييز بين:

- المفهوم الضيق M_1 : يعرف بمجموع وسائل الدفع ويشتمل على النقود الورقية الإلزامية والنقود المساعدة والودائع الجارية الخاصة وكلها أصول نقدية تتمتع بسيولة عالية جدا.

- المفهوم الواسع M_2 : تعرف بالسيولة المحلية الخاصة وتشتمل على M_1 مضافا إليها الودائع لأجل وودائع الادخار قصيرة الأجل بالبنوك وودائع التوفير لدى صناديق التوفير وهي أقل سيولة من M_1 .

- مفهوم السيولة المحلية M_3 : وتشتمل على M_2 زائد الودائع الحكومية لدى البنوك كالسندات وأذونات الخزانة وهي أقل سيولة من M_2 .

إذن حجم المعروض النقدي يتمثل في المجمع M_3 والذي يتحدد من طرف البنك المركزي حسب الظروف الاقتصادية التي يمر بها البلد.

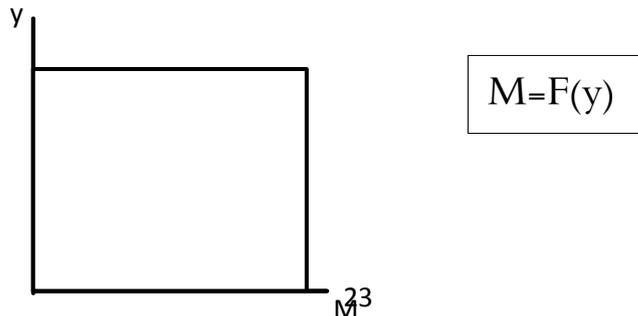
ب. الطلب على النقود: أوضح كينز بأن الأعوان الاقتصاديين يطلبون النقود لثلاث دوافع رئيسية وهي: دافع المعاملات، دافع الاحتياط، دافع المضاربة.

1. الطلب على النقود بدافع المعاملات: يتأثر هذا النوع من الطلب على النقود بمستوى الدخل الذي يتقاضاه هؤلاء الأعوان الاقتصاديين (الأفراد الذين يستهلكون وأصحاب المشاريع الاستثمار).

- بالنسبة للأفراد: يحتفظون بسيولة نقدية لمواجهة النفقات العادية والجارية (الأكل والشرب، الملابس...) لذلك نتيجة لوجود فاصل زمني ما بين تقاضي الفرد لدخله وإنفاقه فعليا لا بد من ادخار مقدار معين من النقود في صورة سائلة لتحقيق هذه المطالب العاجلة.

- بالنسبة لأصحاب المشاريع: لا بد من الاحتفاظ بحد أدنى من السيولة لمواجهة الطلبات العاجلة للمشروع (مواد أولية، رواتب...) كهامش أمان، ويعتبر دافع المعاملات أكثر الدوافع شيوعا ويتناسب مع الدخل في

المدى القصير، بحيث يمكن كتابة دالة الطلب على المعاملات: $M=F(y)$



2. الطلب على النقود بدافع الاحتياط : يحتفظ الأعوان الاقتصاديون بأرصدة نقدية سائلة لغرض تغطية

بعض المصاريف المستقبلية الطارئة وغير المتوقعة (مرض، فقدان العمل...).

3. الطلب على النقود بدافع المضاربة: المضاربة تعني القيام بتوقعات عن حركة معدل الفائدة تجاه الأصول

المالية، ومن ثم تم التنبؤ بتغيرات قيمة هذه الأصول إما بالبيع أو الشراء، والشكل البياني التالي يبين لنا

منحنى الطلب على النقود بدافع المضاربة بدلالة سعر الفائدة.

يمكن شرح منحنى الطلب على النقود بدافع المضاربة من خلال 3 مستويات مع وجود العلاقة العكسية

بين سعر الفائدة (i) والطلب على النقود (M) كما يلي:

المستوى الأول: منحنى (M) غير مرن تماما وذلك عندما يكون سعر الفائدة في أقصى قيمة له يكون سعر

السندات في أدنى قيمة له. وهنا يعتمد المتعاملون على شراء هذه السندات وبالتالي يصبح الطلب على النقود

بدافع المضاربة صغيرا جدا ويؤول إلى الصفر لكن لا يساوي 0، لأنه من غير المعقول أن يتخلى المتعاملون

على كامل سيولتهم.

المستوى الثاني: منحنى (M) مرن تماما وذلك عندما يكون سعر الفائدة منخفضا جدا عند قيمة ما وهنا

يرتفع سعر السندات إلى أقصى قيمة له مما يجعل الأعوان الاقتصادية يبيعون كل سندا لهم وبالتالي يزيد الطلب

على النقود لأجل المضاربة إلى أقصى قيمة له ويصبح تفضيل السيولة لإثباتها وهذا ما يعرف ب مصيدة

السيولة (فخ السيولة).

المستوى الثالث: منحنى M قليل المرونة وهي الحالة الوسطية أين تكون العلاقة عكسية بين سعر الفائدة

والطلب على النقود بدافع المضاربة.

- توازن السوق النقدي عند كينز: نحدد التوازن في السوق النقدي عندما يتساوى عرض النقود مع الطلب

عليها.

كما وقسم كينز الطلب الكلي إلى استهلاك واستثمار بحيث يرى بأن الطلب الكلي الفعال هو طلب مقرون

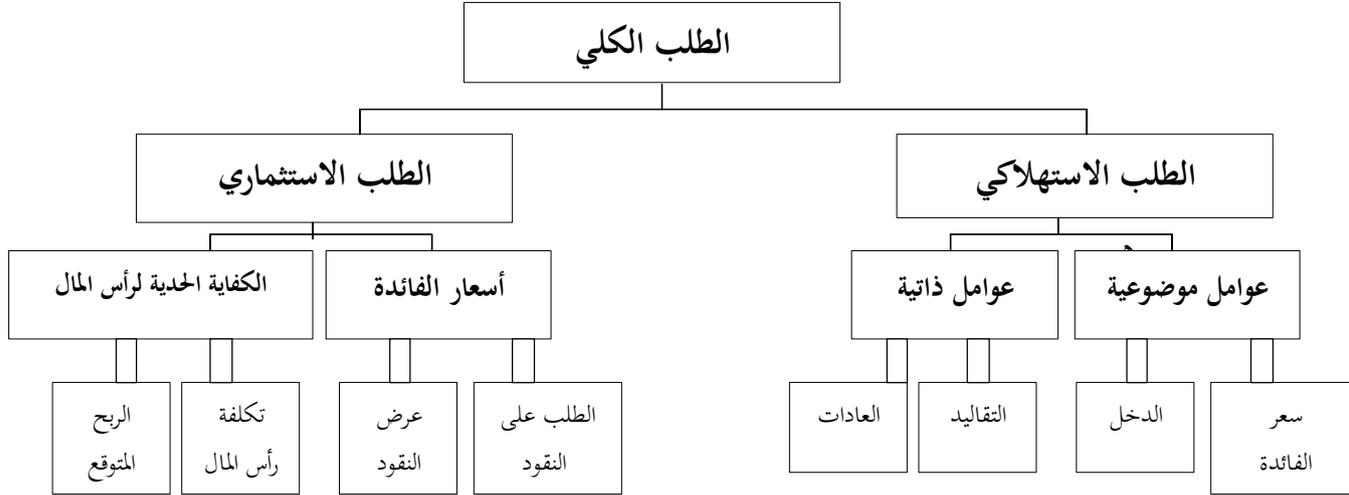
بالقدرة الشرائية على عكس الطلب العادي الذي يتميز بالرغبة في الشراء فقط، إذ يرى بعض الاقتصاديين بأن

الطلب الفعال هو ثمن الطلب الذي يتساوى فعلا مع العرض الكلي في حالة التوازن.

الطلب الكلي الفعال - الإنفاق الكلي الفعلي = الدخل الوطني في حالة التوازن

ويمكن توضيح آلية عمل مبدأ الطلب الكلي الفعال من خلال التمثيل البياني:

الشكل رقم 2: الطلب الكلي



من خلال الشكل نلاحظ أن:

الطلب الاستهلاكي: تتحكم فيه عوامل موضوعية كالدخل المتاح لدى العائلات والعلاقة بينهما علاقة طردية وكذا سعر الفائدة والعلاقة بينهما عكسية حيث ارتفاع سعر الفائدة يؤدي إلى تخفيض الاستهلاك ويزيد من المدخرات، كما تتحكم في الطلب الاستهلاكي عوامل ذاتية مرتبطة بالعادات والتقاليد التي تعودت عليها العائلات في عملية الاستهلاك مثل أنواع السلع وكذا كمياتها وحتى أوقات استهلاكها.

الطلب الاستثماري: فيتحكم فيه عاملين رئيسيين مرتبطين ببعضهما البعض هما سعر الفائدة والكفاية الحدية لرأس المال، حيث يتأثر الاستثمار بسعر الفائدة بعلاقة عكسية، أما بالنسبة لعلاقة الكفاية الحدية لرأس المال والاستثمار فهي علاقة طردية، حيث كلما ارتفعت مردودية الاستثمار شجع ذلك على الاستثمار والعكس صحيح.

$$\text{الدخل} = \text{قيمة الإنتاج}$$

$$\text{الدخل} = \text{الاستهلاك} + \text{الاستثمار}$$

$$\text{الدخل} = \text{الاستهلاك} + \text{الادخار}$$

$$\text{الاستثمار} = \text{الدخل} - \text{الاستهلاك}$$

$$\text{الادخار} = \text{الدخل} - \text{الاستثمار} \quad \leftarrow \text{الاستثمار} = \text{الدخل}$$

تقييم النظرية الكينزية :**أ. إيجابيات النظرية:**

- تعتبر الأفكار الاقتصادية لكينز ثورة في عالم الاقتصاد بحيث أن تحليله يعتبر تحليلاً نقدياً بحثاً.
- التحليل الكينزي يعالج عدداً من المشاكل الاقتصادية التي واجهت الحكومات حيث ربط ما بين الدراسة التحليلية والسياسة الاقتصادية للبلاد.
- أعطى للنقود دوراً في تحديد مستوى الدخل والتشغيل.
- اهتم بسعر الفائدة وقام بتحليل آثاره في الاقتصاد النقدي واستعمله كأداة من أدوات السياسة الاقتصادية.
- ساهم في إدخال أسلوب البحث الإحصائي والاقتصاد القياسي.

ب. انتقادات النظرية:

- لم تتعرض النظرية لتحليل مشاكل الدول النامية بل اهتمت بالدول المتقدمة.
- انصب تحليله على دراسة حالة الكساد الكبير (إيجاد حل) بما جعل أفكاره تعجز عن تفسير أحداث ما بعد الحرب العالمية الثانية التي عرفت بالكساد التضخمي (الاهتمام بتحفيز الطلب الكلي من خلال زيادة القدرة الشرائية عن طريق زيادة الكتلة النقدية).
- انطلاقاً من الأزمات التي عرفها النظام الرأسمالي من ستينات القرن العشرين قام "ميلتون فريدمان" برفقة مجموعة اقتصاديين بتجديد النظرية التقليدية لتشتهر باسم **النظرية المعاصرة لكمية النقود.**

النظرية النقدية الحديثة أو المعاصرة:

- عرفت بمدرسة شيكاغو وأطلق على مناصريها بالنقديين، طورها فريدمان سنة 1956 وهي أكثر اتساعاً من التحليل الكلاسيكي والتحليل الكينزي.

فرضيات النظرية:

- استقلالية عرض النقود عن طلبها.
- استقرار دالة الطلب على النقود.

- رفض فكرة مصيدة السيولة لدى بناء دالة الطلب على النقود.
- يتوقف الطلب على النقود على نفس الاعتبارات التي تحكم ظاهرة الطلب على السلع والخدمات.

العوامل المؤثرة في الطلب على النقود لدى فريدمان:

أ. الثروة الكلية: مقدار معين ثابت في لحظة زمنية معينة وهي عبارة عن كل مصادر الدخل وتشمل الثروة البشرية (الاستثمار البشري) وغير البشرية (الأصول الأخرى أسهم وسندات) واستخدم فريدمان مؤشر الدخل الدائم لتمييزه بالاستقرار على المدى الطويل، وتنقسم العوائد المتوقعة أو (المتأتية) من أصول الثروة المختلفة إلى:

(1) النقود: أكثر الأصول سيولة قد تحقق عائدا نقديا أو غير نقدي (راحة ، أمان، يسر)

معدل عائد النقود = معدل الفائدة على النقود + معدل التغير في القدرة الشرائية

(2) السندات: عائداها ثابتة في شكل نسبة القيمة الاسمية للسند.

(3) الأسهم: (سند ملكية أو مشاركة) وهي عبارة عن أرباح ذات عائد اسمي ثابت لدى ثبات الأسعار، وإما متغير لدى تغير مستوى الأسعار أو تغير في القيمة الاسمية خلال فترة زمنية معينة نتيجة تغير سعر الفائدة أو مستويات الأسعار.

**الدخل الحقيقي للأسهم خلال فترة زمنية = سعر فائدة السهم (-) + تغير قيمة السهم
خلال الفترة الزمنية + (-) تغير قيمة مستوى الأسعار في نفس الفترة**

(4) الأصول الطبيعية (العينية): هي كل البضائع المادية تشمل رأس المال المادي من آلات وعقارات، هذه الأصول على المستوى العام للأسعار ومعدل تغيرها إضافة إلى الامتلاك.

(5) رأس المال البشري: هناك علاقة نسبية بين رأس المال البشري ورأس المال المادي، حيث أن العائد من رأس المال البشري = الثروة الكلية * معامل النسبة بين الثروة المادية وغير المادية.

(6) الأذواق وترتيب الأفضليات: اختيار وحدات ذات الثروة الكلية يعتبر محددًا لشكل دالة الطلب.

(7) ظروف الإنتاج: الظروف العينية والتقنية للإنتاج.

الاختلاف بين نظرية فريدمان وكينز للطلب على النقود:

1. تعدد الأصول كبدائل للنقود (المالية والحقيقية) يؤدي إلى تعدد أسعار الفائدة عند فريدمان بينما اقتصر كينز على سعر الفائدة كعائد ثابت على السندات.
2. حرية الأفراد في اختيار حيازة النقود السلع المادية لدى فريدمان بينما أهمل كينز الأصول العينية.
3. دالة الطلب على النقود مستقرة ويمكن التنبؤ بدقة سرعة دوران النقود.
4. فضل فريدمان عن عرض النقود والطلب عليها معارضا النظرية الكينزية.

}	السياسة المالية كينز — (تعرقل الأمور)
}	السياسة النقدية فريدمان — أفضل

تقييم النظرية:

الاجابيات:

- تعتبر النظرية النقدية المعاصرة أكثر عمقا من النظرية الكلاسيكية حيث يرى فريدمان أنه ليس بالضرورة زيادة الكتلة النقدية سيؤدي إلى ارتفاع الأسعار.
- أثبتت النظرية بأن التضخم ظاهرة نقدية بحتة موجودة في كل مكان وزمان، وبالتالي يجب إتباع السياسة الاقتصادية الملائمة لضبط الكتلة النقدية بما يتناسب والنتائج الحقيقي.
- استعمال أدوات إحصائية أكثر دقة من تلك المستعملة في التحليل الكلاسيكي.
- إدخال النظرية النقدية عدة بدائل للنقود (دافع المعاملات الكلاسيكية) (دافع المعاملات الاحتياط والمضاربة كينز) حيث اعتبرها أصلا للنقود.

الانتقادات الموجهة للنظرية المعاصرة:

- إهمال معدل الفائدة.
- ضعف الصياغة لدالة الطلب على النقود وهي بعيدة نوعا ما عن التطبيق العملي وذلك لإهمالها بعض المتغيرات.

- صعوبة تطبيق هذه المعادلة على أرض الواقع وذلك لكثرة المتغيرات وتداخلها فيما بينها.

المحاضرة الثالثة: البنوك و الجهاز المصرفي

احتل النظام المصرفي منذ فترات طويلة أهمية بالغة في مختلف النظم الاقتصادية وتزايدت أهميته من يوم إلى آخر مع التطورات الهامة التي تطرأ على مختلف الاقتصاديات، إذ أخذ مفهوم الجهاز المصرفي عدة تعاريف وذلك حسب ظروف نشأته وتطوره، حيث انعكس ذلك على هيكله مما جعله يتسم بخصائص معينة.

1. تعريف الجهاز المصرفي:

يعتبر النظام المصرفي جزء من النظام المالي وهو نظام يقيم مجمل النشاطات التي تمارس بها العمليات المصرفية خاصة تلك المؤسسات التي تتعامل وتمنح الائتمان ويشمل الجهاز المصرفي، المنشآت المالية (مصرفية، غير مصرفية)، السلطات المسؤولة عن السياسة النقدية أي البنك المركزي والخزينة العامة، بالإضافة إلى القوانين، الأنظمة والتعليمات التي تحكمه.

2. أهمية الجهاز المصرفي: من أهم أهداف النظام المصرفي نذكر ما يلي:

أ. **المساهمة في تحقيق التنمية الاقتصادية:** يساهم النظام المصرفي في تحقيق التنمية الاقتصادية باعتبارها أحد أهدافه من خلال الضوابط العامة لرأس المال والنقود، وكذا أساليب الوساطة المالية المعتمدة من خلال تجميع المدخرات من اصحاب الفوائض عن طريق قبول مختلف أشكال الودائع، وتمويل الاستثمارات والمشاريع الإنتاجية وهذا بفائدة.

ب. **تحقيق العدالة الاقتصادية والاجتماعية:** إذ أن توزيع الدخل يرتبط بالقيمة التبادلية للسلع والخدمات والتي غالبا ما يتم التعبير عنها في صورة وحدات نقدية كتمن الخدمات والمنتجات.

ت. **استقرار قيمة الوحدة النقدية:** إذ أن توزيع الدخل يرتبط بالقيمة التبادلية للسلع والخدمات والتي غالبا ما يتم التعبير عنها في صورة وحدات نقدية كتمن الخدمات والمنتجات.

ث. **استقرار قيمة الوحدة النقدية:** هذا بالإضافة إلى تشجيع التجارة الخارجية من خلال توفير التمويل غير المباشر.

- المساهمة في تقديم التمويل اللازم للمشاريع الكبيرة عن طريق القروض المجمعة.
- توزيع المخاطر من خلال الوساطة المالية: (الهدف منها هو توزيع المخاطر على أكثر من بنك مشارك في تمويل المشروع).

مكونات الجهاز المصرفي: يتكون الجهاز المصرفي من مجموعة من المؤسسات الائتمانية أساسها البنك المركزي وقوامها البنوك التجارية والمتخصصة.

1- **البنك المركزي:** تلعب البنوك المركزية دورا هاما في أي بلد وذلك من خلال الوظائف التي تؤديها، وغالبا ما نشأت هذه البنوك كبنوك تجارية ثم تحولت إلى بنوك عامة تملكها الدولة، حيث أن البنك المركزي هو المؤسسة التي تمثل السلطة النقدية في الاقتصاد وتحتل قمة النظام المصرفي بسوقيه النقدي والمالي، ويعمل كملجأ أخير للبنوك في السوقين معتمدا في انفراده بإصدار النقود الورقية (البنكنوت) المقبولة بقوة القانون من جميع وحدات الاقتصاد. أول بنك أسس في السويد عام 1668 كان عبارة عن بنك تجاري تم إنشاؤه في 1656 باسم " Rilxs Bank" ولم يختص في إصدار النقود إلا في سنة 1897.

بنك إنجلترا أسس في 1694 هو من قام بتطوير وظائف البنك المركزي وأصبح البنك الوحيد المختص بالإصدار في بريطانيا 1844.

تعريف البنك المركزي:

هو عبارة عن مؤسسة مركزية نقدية تقوم بوظيفة بنك البنوك ووكيل مالي للحكومة ومسؤولا عن إدارة النظام النقدي للدولة ويأتي على رأس الجهاز المصرفي في الاقتصاد الوطني. يعتبر البنك المركزي مؤسسة نقدية عامة (حكومية) يحتل مركز الصدارة في الجهاز المصرفي بسوقيه النقدي والمالي ويطلق عليه في نفس الوقت بنك البنوك أو بنك الحكومة ويقوم البنك المركزي بوظيفة أساسية هي الرقابة والتحكم في عرض النقود والإشراف على السياسة الائتمانية والهدف الرئيسي من سياسته ليس تحقيق أرباح بل خدمة المصالح الاقتصادية والمالية العامة (الأرباح التي يمكن أن يحققها لا تعتبر هدفا لنشاطه).

الوظائف الأساسية للبنك المركزي:

تتمثل الوظائف التي يقوم بها البنك المركزي فيما يلي:

1. بنك الإصدار: البنك المركزي هو الجهة الوحيدة والمحتكرة لعملية إصدار النقود القانونية التي تستخدم في التداول وفي الاحتياطات وفي الاستخدامات المختلفة ويمكن تقييد الإصدار من خلال إتباع أحد الأنظمة التالية:

أ. نظام الغطاء الذهبي الكامل: في هذه الحالة تقييد قدرة البنك المركزي في إصدار العملة بحجم الذهب الموجود لديه ويكون احتياطي الذهب المقابل للنقود المصدرة يعادل 100% من قيمتها، ويعاب

على هذا النظام للإصدار أنه يؤدي إلى تقييد شديد لقدرة البنك المركزي على إصدار المزيد من النقود خاصة في حالة زيادة الطلب عليها عندما يتطلب النشاط الاقتصادي ذلك خاصة في أوقات الرواج.

ب. نظام الإصدار الجزئي الوثيق: في هذا النظام تسمح الحكومة للبنك المركزي بأن يصدر قدرًا من النقود بغطاء مكون من سندات حكومية وأما ما زاد عن هذا الحد من الإصدار فلا بد أن يكون غطاؤه 100% من الذهب.

ت. نظام الغطاء النسبي: يقوم هذا النظام على اعتبار الذهب غطاء للعملة المصدرة بنسبة 50% والباقي 50% من النقود المصدرة مكون من أوراق مالية حكومية مثل السندات وأذونات الخزينة وعناصر أخرى من الأصول.

ث. نظام الحد الأقصى للإصدار: هنا تحدد الحكومة حد أقصى لكمية النقود التي يمكن للبنك المركزي أن يصدرها ولا يتجاوزها دون أن يكون هناك ارتباط بين كمية النقود المصدرة وبين الغطاء الذهبي ولا يمكن زيادة الإصدار إلا بصدور قانون يحدد حد أقصى للإصدار.

ج. نظام الإصدار الحر: ويسمح هذا النظام للبنك المركزي بإصدار العملة حسب ما يقدره البنك من احتياجات النشاط الاقتصادي لأي كمية معينة من النقود وتخضع الكميات المصدرة لقرارات البنك المركزي ولا يرتبط ذلك برصيد ذهبي أو أي اعتبارات أخرى (حسب الحاجة فقط).

ويعتبر هذا النظام هو الاتجاه الحديث في نظم الإصدار في الدول المختلفة بحيث يحقق أقصى درجات المرونة.

2. بنك الحكومة: يعتبر البنك المركزي بنك الحكومة ومستشارها المالي يقدم السلف والتسهيلات المالية، يقوم بتأدية الخدمات المالية التي تحتاجها (يقدم لها القروض) كما يقوم البنك المركزي بإصدار النقود لتمويل عجز إيرادات الحكومة عن تلبية نفقاتها وتودع هذه الأخيرة أموالها لديه يقوم بإدارة الدين العام تقديم المشورة المالية للحكومة وإدارة احتياطياتها من النقد الأجنبي والرقابة على الصرف الأجنبي والعمل على استقرار أسعار الصرف وتمثل العلاقة بين البنك المركزي والخزينة العامة فيما يلي:
- يفتح البنك المركزي حسابًا جارياً يسجل فيه إيرادات الخزينة العمومية في المقابل تسحب منه هذه الأخيرة كل القيم التي تحتاجها لتغطية إنفاقها.
 - يمكن للبنك المركزي أن يقدم قروض للدولة والتي تأخذ أحد الأشكال التالية:

✓ سلفيات على الحساب الجاري للخرينة وهي سلفيات يقدمها البنك المركزي متى كان رصيد الحساب مدينا، أما إذا كان أو أصبح الرصيد دائما ترد الخزينة السلف ويجب أن يكون قبل نهاية السنة المالية.

✓ السلفيات التعاقدية.

✓ الاكتتاب في سندات الخزينة العامة.

✓ المساعدة على إصدار القروض الحكومية (أذونات أو سندات).

3. بنك البنوك: يمثل البنك المركزي في هذه الوظيفة مركز بنك البنوك في علاقته بالبنوك التجارية وباقي البنوك الأخرى فهو ملجأها الأخير عندما تحتاج إليه تقترض منه ويمكن حصر العلاقة بين البنك المركزي والبنوك التجارية في العمليات التالية:

- الاحتفاظ باحتياطات البنوك.

- القيام بأعمال المقاصة بين البنوك، فعملية المقاصة تعرف بأنها عملية تسوية الدائنية والمديونية بين البنوك التجارية وتتم في غرفة تسمى بغرفة المقاصة.

- إعادة خصم الأوراق التجارية للبنوك التجارية.

4. التحكم في حجم الائتمان والرقابة عليه بتنفيذ السياسة النقدية: تعتبر هذه الوظيفة من أهم وظائف البنك المركزي ويقصد بها تحكمه في حجم التمويل المصرفية التي تستطيع البنوك التجارية أن تخلقها حتى يتماشى حجم الائتمان مع مستوى النشاط الاقتصادي المرغوب فيه منها لإحداث تضخم نقدي أو حدوث كساد.

5. خصائص البنوك المركزية:

- يحتل مركز الصدارة وقمة الجهاز المصرفي لكونه يتمتع بسلطة رقابية على البنوك.

- له القدرة على خلق النقود القانونية دون سواه (احتكار الإصدار) وجعل جميع البنوك تستجيب للسياسة النقدية التي يرغب في تنفيذها.

- لا يحقق البنك المركزي الربح وإنما وجد لتحقيق الصالح لعام للدولة وان حصل ربح فيكون من خلال الأعمال العارضة وليس الأساسية التي وجد من أجلها.

- غالبا ما تكون البنوك المركزية ذات ملكية عامة لكن يمكن أن تكون ذات ملكية مشتركة أو خاصة.

- يتمتع بالقدرة على تحويل الأصول الحقيقية إلى أصول نقدية.
- هناك بنك مركزي واحد في أي بلد باستثناء الولايات المتحدة الأمريكية، حيث يوجد بها مؤسسة الإصدار النقدي خاضعة لسلطة نقدية ممثلة بمجلس الاحتياطي الفدرالي، كما توجد مؤسسة نقد للإصدار في كل من المملكة العربية السعودية والبحرين.

ميزانية البنك المركزي: يمكن تمثيلها كما يلي:

الشكل رقم 3 ميزانية البنك المركزي

الأصول (الموجودات)	الخصوم (المطلوبات)
الذمم على الخارج	عملات متداولة
الموجودات الأجنبية.	- ودائع البنوك التجارية.
سندات حكومية ذمم الدولة	- ودائع المؤسسات.
حقوق على المصارف التجارية ذمم	الودائع الحكومية.
للاقتصاد	- الالتزامات الحكومية
المؤسسات	- حسابات رأس المال
.	.
.	.
.	.
.	.
أخرى	أخرى

- الموجودات (الذهب المعاملات الدولية، DTS ودايع البنوك في الخارج.
- الذمم أو الحقوق هي القروض التي يمنحها البنك المركزي إلى المؤسسات البنوك التجارية.
- الأصول تعكس استخدامات البنك المركزي لموارده.
- الخصوم هي مصادر أمواله.

إشكالية استقلالية البنك المركزي:

يقصد باستقلالية البنك المركزي تحرر متخذو القرارات النقدية من النفوذ السياسي والحكومي المباشرة على مزاولتهم السياسية النقدية وعدم ارتباط البنك المركزي بالسلطة التنفيذية فيكون مؤسسة قائمة بذاتها بموجب قانونها وتتولى السياسة النقدية بالكامل بما في ذلك اختيار الأدوات وكيفية إدارة العملية لتحقيق الأهداف.

وهناك من يلخص استقلالية البنك المركزي في النقاط التالية:

- استقلالية التعليمات والأوامر عن الحكومة والبرلمان (استقلالية مؤسسية).
 - إتاحة أدوات السياسة النقدية بالكامل والحرية السياسية والاقتصادية في استخدام الأدوات (استقلالية الأدوات).
 - تعيين الأشخاص المكلفين بصناعة القرار من الأعضاء الذين يستقلون في آرائهم عن أي رغبة من خارج البنك المركزي (محافظ البنك المركزي (مجلس البنك المركزي، البرلمان أو الهيئة المشتركة بين البنك والحكومة) وكذا مدة خدمته ومدى قابلية تجديده أو إنهاء مهامه.
 - المسائلة: ينبغي للبنك المركزي شرح سياسته وأسباب اختياراته.
 - تعيين الحكومة المحافظ.
 - (محافظ البنك المركزي تعينه الحكومة مدة التعيين 5 سنوات، أو عهدتين في حالة عدم الاستقلالية للبنك المركزي، تستخدم الدولة حقها في تمويل نفسها.)
 - ملكيته للدولة بهدف ضمان المصلحة العامة.
- ب- المؤسسات المالية المصرفية (بنوك الودائع، البنوك التجارية): هي عبارة عن ائتمانية وسيطة مهمتها الأساسية قبول الودائع من الأفراد والمؤسسات وإعادة استخدامها في منح القروض للأعوان الاقتصاديين فضلا عن تقديم خدمات أخرى وتوفير وسائل الدفع إذ تعتبر المكان الذي يتلقى فيه عرض النقود بالطلب عليها.
- من أهدافها: (أ) الربحية: أي تحقيق فوائد كبيرة للبنك أي تحقق الأرباح.
- (ب) السيولة: من خلال الحفاظ عليها من أجل كسب الثقة ومواجهة السحب.
- (ج) الأمان: القيام بالعمليات بأقل مخاطرة.
- موارد وأصول البنوك التجارية: تتكون ميزانية البنك التجاري من جانبيين هما، جانب الأصول **"Actif"** (الموجودات أو الإستخدامات) وجانب الخصوم **"Passif"** (المصادر أو المطلوبات).
- (أ) موارد البنوك التجارية (خصوم أو مصادر الأموال): وتنقسم إلى قسمين:
1. الموارد الخارجية: أهمها: الودائع بمختلف أنواعها تحت الطلب لأجل جارية وادخار.
 2. الموارد الذاتية: هي عبارة عن رأسمال ويتكون من رأس المال المدفوع وهو القيمة الاسمية للأسهم من الاحتياطات ومن الأرباح غير الموزعة (المدفوعات المستلمة من الزبائن مقابل حصولهم على أسهم = رأس المال المساهم به).

(ب) أصول البنك التجاري (الإستخدامات): وهي كما يلي:

- الأرصدة النقدية: وتضم الأموال السائلة، الحسابات الدائنة لدى البنك المركزي والمؤسسات المالية الأخرى، الشبكات تحت التحصيل.
- الأوراق المخصصة: تتمثل في أذونات الخزينة وكذلك الأوراق التجارية المخصصة.
- القروض: بمختلف أنواعها
- أصولها واستثمارات أخرى: مثل الأسهم أو السندات التي تشكل محفظة البنك التجاري أو أصول أقل سيولة مثل العقارات التي تسمح بها فقط للاستعمال التجاري.

(ت) المؤسسات المالية غير المصرفية: هي مؤسسات مالية تتعامل بالأدوات الائتمانية المختلفة قصيرة، متوسطة وطويلة الأجل، أي أن تؤدي مهمة الوساطة المالية بالرجوع إلى القانون المتعلق بالنقد والقرض 90/10 نجد في المادة 15 أنه يعرفها كما يلي:

"هي أشخاص معنوية مهمتها الأساسية القيام بالأعمال البنكية باستثناء تلقي الأموال والجمهور" أي أنها تعتمد على رؤوس أموالها بشكل كبير عكس البنوك التجارية فهي تعتمد على الودائع التي تمكنها خلق النقود الائتمانية (المصرفية) بينما المؤسسات غير المصرفية فلا يمكنها خلق النقود مثل (شركات التأمين ضد الحسائر، بنوك الاستثمار، صناديق الاقتراع دورها ادخاري).

الشكل رقم 4 ميزانية البنك التجاري

الأصول Actif الموجودات (الإستخدامات)	الخصوم Passif المطلوبات (المصادر)
1. الأرصدة النقدية الجاهزة: - نقد في الصندوق. - أرصدة لدى البنك المركزي. - أرصدة لدى البنوك التجارية. - أموال سائلة أخرى	1. الودائع: بأشكالها: - تحت الطلب. - لأجل. - توفير
2. محفظة الأوراق المخصصة: - أذونات الخزينة. - أوراق تجارية مخصصة.	2. رأس المال المستهلك: رأس المال المدفوع : - رأس المال المدفوع. - الاحتياطات. - الأرباح غير الموزعة.
3. محفظة الأوراق المالية - سندات الحكومة.	3. الأموال المقترضة طويلة الأجل: - الإقراض من سوق رأس المال.

	- أسهم وسندات غير حكومية.
4. الأموال المقترضة قصيرة الأجل: - الاقتراض من المصاريف التجارية - الاقتراض من البنك التجاري.	4. الاقتراض (القروض والسلف) - قروض قصيرة الأجل. - قروض طويلة الأجل.
5. مصادر تمويل أخرى. - التأمينات المختلفة. - أرصدة وصكوك مستحقة الدفع. - حسابات دائنة. أخرى	5. صكوك ومسحوبات قيد التحصيل. - العقارات والموجودات الأخرى. - أثاث وسيارات أخرى.
مجموع الخصوم	مجموع الأصول

المحاضرة الرابعة: السياسة النقدية

تعتبر السياسة النقدية سياسة مهمة في كل دولة ، حيث أنها تؤدي دورا مهما في النشاط الاقتصادي، تلجأ إليها السلطات النقدية لمعالجة المشكلات الاقتصادية، تعمل على تنظيم كمية النقود المتوفرة في التداول بغرض تحقيق أهداف السياسة الاقتصادية المتمثلة في تحقيق نمو اقتصادي مرتفع، القضاء على البطالة، تحقيق التوازن في ميزان المدفوعات والمحافظة على الاستقرار في المستوى العام للأسعار، وهذا من خلال تبني البنك المركزي مجموعة من الأدوات المناسبة التي يجب أن تتكامل فيما بينها لتحقيق سياسة نقدية رشيدة وفعالة تسعى لتحقيق الاستقرار الاقتصادي لأي دولة كانت .

تعريف السياسة النقدية:

- هي عبارة عن التحكم في كمية النقود المتاحة للتداول، وهي الإجراءات والأساليب المتعددة التي تتخذها السلطات النقدية في الدولة في ضبط كل من النقود والائتمان وتنظيم السيولة اللازمة للاقتصاد الوطني لتحقيق أهداف الدولة الاقتصادية والاجتماعية والسياسية والمالية، كما أنها مجموعة من التدابير المصممة لتنظيم قيمة وتكلفة المال في الاقتصاد بما يتوافق مع المستوى المتوقع من النشاط الاقتصادي.
 - كما تعرف على أنها تلم الإجراءات والوسائل التي تستخدمها الدولة للتأثير في كمية النقود وشؤونه لإيجاد التوسع أو الانكماش في حجم القوة الشرائية للمجتمع لأجل ملائمة الظروف المحيطة وتحقيق الأهداف المرادة، والهدف من هذا التأثير امتصاص السيولة الزائدة أو مد الاقتصاد بتيار نقدي جديد.
- يمكن تعريف السياسة النقدية بأنها عبارة عن جميع الوسائل المختلفة التي تطبقها السلطات المختصة في شؤون النقد و الائتمان لتحقيق هدف اقتصادي محدد و ذلك بإحداث التأثيرات على النقود في أي ناحية من نواحيها و بالمفهوم الواسع تمثل موقف السلطة السياسية اتجاه النظام النقدي الدولي للمجتمع الذي يحكمه و بناءا عليه فإن السلطة السياسية تقوم بتحديد بعض الأهداف القومية التي تسعى إلى تحقيقها على الصعيد الاقتصادي و من ثم تستخدم الوسائل المختلفة لتحقيق هذا الهدف أو الأهداف عن طريق إتباع لسياسة النقدية المناسبة و التي تساعد على خلق الظروف الملائمة لتحقيق هذه الأهداف باستخدام أدوات السياسة النقدية:

و يتم التخطيط للسياسة النقدية لدى البنك المركزي الذي يبرز دوره من خلال استعراض وظائفه و نلخصها فيما يلي:

1. إصدار العملة الورقية و المعدنية.
2. الاحتفاظ باحتياطي الذهب و العملات و إدارتها.
3. إدارة الائتمان من حيث الكمية و النوعية و التكلفة بما يتناسب و متطلبات النمو و الاستقرار الاقتصادي.
4. معالجة الاختلالات المالية و المحلية و المشكلات الاقتصادية .
5. العمل كبنك للبنوك المرخصة و المؤسسات المالية بأنواعها و بنك للحكومة.
6. الرقابة على أعمال البنك بما يكفل سلامة أوضاعها المالية .

ثانياً: أهداف السياسة النقدية:

(1) الأهداف العامة للسياسة النقدية:

إنّ تحقيق النمو الصحيح و الدائم، مع التوازن العادل للثروة و ثمرات النمو ، على صانعي النشاط الاقتصادي هو الهدف الرئيسي لكل سياسة اقتصادية وطنية، و في هذا المجال تكون السياسة النقدية إحدى الوسائل المهمة للعمل الحكومي للأسباب التالية:

1. بمجرد وجود النقود في الاقتصاد كوسيلة تداول، تصبح كميتها مهمة فنقصانها يعطل التداول و التبادل ثم النمو الاقتصادي، و لأن الادخار لا يكفي لمختلف الاحتياجات الاقتصادية كالاستثمار و تمويل الاستغلال فتدخل النقد يبقى ضروري لدفع النشاط الاقتصادي.
2. عكس هو أن تكون النقود في التداول بكمية تفوق الحاجة إليها فيؤثر ذلك على النمو و هذا حسب ثلاث ميكانيزمات.

أ. على المدى القصير، الزيادة في عرض النقود تؤدي إلى الزيادة في طلب الشيء الذي يرفع من الأسعار فيدفع هذا إلى ارتفاع الأجور و التكاليف مؤديا إلى نقصان مقدرة الخدمات الوظيفية على المنافسة في الأسواق الدولية، و بعد فترة زمنية ، يسفر كل هذا على ارتفاع الواردات و انخفاض الإنتاج الوطني بمعنى توقف النمو الاقتصادي.

ب. لما تكون عملية الحصول على المال سهلة هذا يجعل متخذي القرار يتساهلون في اختيار الاستثمارات، غالبا ما تكون الاستثمارات سيئة فالديون السهلة المنال و القليلة التكلفة تشجع على التثبيت بالتجهيزات القديمة الشيء الذي يفوت الفرصة على البلاد في مواكبة التقدم التكنولوجي و يؤخرها عن المنافسة الإنتاجية الدولية زيادة على ذلك فإن التمويل السهل "الإصدار النقدي" يؤدي إلى وضع المؤسسات الناجحة في خطر بوضع الاقتصاد الوطني تحت الحماية التجارية فتتقلص الأسواق و ينخفض النمو العالمي.

ج. يجني التضخم كثيرا على المدخرين اللذين يروا مبالغهم تنخفض بنسبة التضخم هذا من جهة، و من جهة أخرى انه يقدم امتيازات للمدينين، إذ أنّ مبالغ ديونهم تنخفض قيمتها الفعلية، هذا ما يجعل التضخم عنصر ظلم المسنين ذوي المداخل المحدودة إذ أن المعاشات غالبا ما لا تتبع تطور الأسعار و بالرغم من انه عمليا يمكن اعتبار السياسات النقدية وسيلة تحقيق العدالة الاجتماعية فقط لأنها تساهم في الحد من التحويلات الغامضة.

و بصفة عامة تهدف السياسة النقدية إلى التأثير على المتغيرات الاقتصادية، الأسعار و العملة. هذه المهمة تنفذ من خلال المتغيرات النقدية التي هي نفسها غير مراقبة جيدا و غاية السياسة النقدية هي التوازن الخارجي التحكم فيه ، و هي أسعار الفائدة، المجمعات النقدية و القرض و سعر الصّرف

1) الأهداف الخاصة للسياسة النقدية: الهدف العام للسياسة النقدية مثل السياسة الاقتصادية هو تحقيق نمو

حقيقي دون تضخم مع توازن في المدفوعات الخارجية و مع توزيع أمثل لموارد المجتمع.

أما الأهداف الوسيطة أو العملية للسياسة النقدية هي واضحة نسبيا في نقاط تطبيقية لهذا الهدف العام و نميز

ثلاث نقاط:

1. تنظيم النمو النقدي: قليل من خلق النقود يؤدي إلى تعطيل التبادل و كثير منها يولد التضخم.
2. جعل من أسعار الفائدة مرآة للتوظيف الفعال للموارد المالية اللازمة: إن أسعار الفائدة المنخفضة لا تؤدي على جمع الموارد الادخارية اللازمة و لا إلى اختيار الناجح للاستثمار . أيضا أسعار فائدة مرتفعة جدا تعطل جديا الاستهلاك و الاستثمار.
3. تحقيق مستوى احسن لاحتياطات الصّرف لتحقيق الاستقلال الوطني اتّجاه عجز المدفوعات الخارجية لوقت و قدر محدودين.
4. علاوة على ذلك يشكل سعر الصرف عاملا تنافسيا للسلع الوطنية في مجال التصدير و هو عامل تكلفة للسلع المستوردة و خلاصة القول أن السلطات النقدية تهدف على تحقيق :

- مستوى جيد للنمو الاقتصادي.

- مستوى جيد لأسعار الفائدة.

- مستوى جيد للسعر الصرف .

أنواع السياسة النقدية: تؤثر السلطات النقدية على النشاط الاقتصادي من خلال نوعان من السياسة النقدية لتأثر على المعروض النقدي، وتعمل كل سياسة حسب الحالة الاقتصادية التي يكون عليها اقتصاد البلد.

السياسة النقدية التوسعية:

عندما يشهد الاقتصاد حالات من الانكماش في نشاطاته بمعنى في حالات الكساد الذي يترتب عليه ارتفاع البطالة، وفي هذه الحالة يسعى البنك المركزي لزيادة المعروض النقدي من خلال مجموعة من الإجراءات من خلال تخفيض نسبة الاحتياطي النقدي، تخفيض معدلات إعادة الخصم، وشراء للأوراق المتداولة في السوق المفتوحة، وهذا على النحو التالي:

تقوم السلطات النقدية بتخفيض سعر الخصم والتخفيض من نسبة الاحتياطي القانوني ودخوله كمشتري في السوق المفتوحة مما يسمح بطرح النقود في التداول، فيزيد العرض النقدي الذي يؤدي إلى تخفيض معدلات

الفائدة، فتتخفص تكلفة الإنتاج، وهذا يسمح بارتفاع مستوى الاستثمار ومنه زيادة النفقات الاستهلاكية والنتاج المحلي الإجمالي، إضافة إلى زيادة الدخل والتوظيف.

السياسة النقدية الانكماشية:

يلجأ البنك المركزي عند إتباعه لسياسة نقدية انكماشية إلى علاج ظاهرة التضخم من خلال الحد من تدفقات المعروض النقدي مما يؤدي إلى تخفيض مدا خيل العائلات والمؤسسات ومنه الحد من اقتناء السلع والخدمات.

لذا عند ارتفاع المستوى العام للأسعار يقوم البنك المركزي برفع أسعار الخصم ورفع نسبة الاحتياطي الإلزامي، كما أنه يتدخل كبائع في السوق المفتوح لامتنصاص الكتلة النقدية من التداول، ومنه تخفيض سقف منح الائتمان للبنوك التجارية، وارتفاع معدلات الفائدة فينخفض الاستثمار والنتاج المحلي الإجمالي، كما ينخفض الدخل وتقل القدرة الشرائية للمواطن فتراجع معدلات التضخم.

أهداف السياسة النقدية: تختلف أهداف السياسة النقدية بين الدول المتقدمة و الدول النامية و حسب درجة التقدم الاقتصادي و الاجتماعي و النظم الاقتصادية السائدة و احتياجاتها. ففي الدول الصناعية هناك اتجاه متزايد نحو عدم التوسع في الأهداف و الاقتصار على هدف واحد للسياسة النقدية يتمثل في استقرار الأسعار، أي استهداف التضخم، و العكس فالدول النامية تعلق عليها العديد من الأهداف، وعموما يمكن التفريق بين الأهداف النهائية و الوسيطة كما يلي:

الأهداف النهائية للسياسة النقدية: من الجدير بالذكر أن هذه الأهداف ليست محل اتفاق من حيث عددها ذلك أن التشريعات النقدية تتباين من حيث التوسع و التصنيف في هذه الأهداف، و نذكر منها:

-**الاستقرار النقدي:** يعتبر هدف تحقيق الاستقرار النقدي من أهم أهداف السياسة النقدية حيث يؤدي عدم الاستقرار النقدي سواء في شكل تضخم أو انكماش إلى أضرار بالغة في الاقتصاد الوطني. فيؤدي التضخم إلى إعادة توزيع الدخل و الثروة الوطنيين لصالح المدنيين و المنظمين و رجال الأعمال على حساب الدائنين وأصحاب الدخل الثابتة. أما الانكماش فيؤدي إلى إعادة توزيع الثروة و الدخل الوطنيين لصالح الدائنين وأصحاب المرتبات و الدخل الثابتة على حساب طبقة المنظمين و رجال الأعمال ولقد اختارت معظم الدول الصناعية أهدافا للتضخم ما بين 1% و 3% بالنظر لما تشكله معدلات التضخم المرتفعة من آثار سلبية على

النمو وارتفاع تكاليف الرفاهية، وإن التركيز على خفض التضخم واستقرار الأسعار هو نتيجة للآثار السلبية التي يتركها التضخم على الاقتصاد (كتشويه المعطيات الاقتصادية و تشجيع المضاربة...). وإن إعطاء الأولوية للتضخم أو الاقتصار عليه في مجال السياسة النقدية في الدول المتقدمة يتم في إطار مناخ اقتصادي يتسم بارتفاع درجة استقلالية البنوك المركزية، و تتمتع اقتصادياتها بأنظمة صرف مرنة، ونظام إعلامي ملائم.

-التوازن في ميزان المدفوعات: من بين الأدوات المستخدمة لعلاج اختلال ميزان المدفوعات هي تغير إتباع سياسة نقدية انكماشية و العمل على تخفيض المعروض النقدي، و يتم ذلك برفع سعر الخصم أو دخول عمليات السوق المفتوحة... يحدث هذا أثرا إيجابيا على ميزان المدفوعات من عدة نواحي:

- تخفيض مستوى الأسعار مما سينعكس ايجابيا على الصادرات.
- تخفيض القوة الشرائية و السيولة في الدولة فتتخفض الواردات.
- رفع سعر الفائدة على الأوراق المالية يجذب رؤوس الأموال الأجنبية إلى الدولة مما يساعد على تخفيض العجز .
- أما بالنسبة لأثر تغيير سعر الصرف على ميزان المدفوعات في حالة وجود عجز فتلجأ الدولة إلى تخفيض قيمة عملتها الخارجية أي رفع سعر الصرف الأجنبي و هذا يجعل السلع المستوردة أغلى بالنسبة للمستهلك المحلي و السلع المصدرة أرخص للمستهلك الأجنبي مما يؤدي إلى زيادة الصادرات و تقليل الواردات . و يرى البعض أن السياسة النقدية تحقق نجاحا هاما في حالة إتباع سياسة تقويم سعر الصرف بينما تكون السياسة المالية أكثر فعالية في حالة إتباع سياسة ثبات سعر الصرف، و ذلك في ظل المفهوم التقليدي للاقتصاد المفتوح الذي يفترض تمام إحلال رؤوس الأموال و الاستخدام الكامل لها مع إهمال أثر التوقعات و تثبيت أسعار السلع و الخدمات .

-تحقيق النمو الاقتصادي: يعتبر من أهم أهداف السياسات الاقتصادية، و قد بدأ الاهتمام بدور السياسة النقدية في تحقيق النمو الاقتصادي و ذلك بعد الحرب العالمية الثانية، حيث كان الاهتمام قبل ذلك على هدف تحقيق العمالة الكاملة، و دور السياسة النقدية هو تحقيق معدل مرتفع للادخار و التأثير على معدل الاستثمار من خلال التوسع الائتماني، حتى يمكنها الوصول إلى مرحلة الانطلاق التي تضع اقتصادياتها على طريق النمو الذاتي السريع . و يمكن استخدام السياسة النقدية في رفع مستوى النمو الاقتصادي عن طريق تخفيض معدلات الفائدة مما يشجع المستثمرين على زيادة استثماراتها و بالتالي توظيف عمالة أكثر و زيادة الدخل في النهاية رفع مستوى

المعيشة و النمو، و حتى يكون هناك سير سليم للاقتصاد فإن ذلك يتوقف على قدرة الدائرة النقدية على الوفاء باحتياجات الدائرة العينية .

-استيعاب الصدمات الناتجة عن التقلبات الاقتصادية: تتميز الاقتصاديات في عمومها بتقلبات اقتصادية ذات طابع دوري، قسمها جوقلار إلى أربعة مراحل: التوسع، الانكماش، التطهير، العودة إلى الانطلاق، و تؤثر مثل هذه التقلبات على اقتصاديات الدول، خاصة مرحلة الانكماش التي تؤثر على الأداء الاقتصادي و معدلات التوظيف وهنا يمكن للسياسة النقدية أداء دور مهم في تخفيف الآثار السلبية لهذه التقلبات بانتهاج سياسة توسعية ائتمانية في أوقات الانكماش، وسياسة ائتمانية تقييدية في ذروة الرواج و التي عادة ما يصاحبها معدلات نضخم مرتفعة .

-الأهداف الوسيطة للسياسة النقدية : تحاول السلطات النقدية لتحقيق الأهداف النهائية من خلال التأثير على متغيرات وسيطة، لعدم قدرة هذه السلطات التأثير مباشرة، مثلاً على الناتج المحلي الخام ومكوناته، و لهذا تحاول التأثير على متغيرات تؤثر على الناتج المحلي الخام . و تعبر الأهداف الوسيطة عن تلك المتغيرات النقدية التي يمكن عن طريق مراقبتها و إدارتها للوصول إلى تحقيق بعض أو كل الأهداف النهائية. و يشترط في الأهداف الوسيطة أن تستجيب لما يلي :

-وجود علاقة مستقرة بينها و بين الهدف أو الأهداف النهائية.

- إمكانية مراقبتها بما للسلطات النقدية من أدوات . و تتمثل هذه الأهداف في:

أ. المجمعات النقدية :هي عبارة عن مؤشرات إحصائية لكمية النقود المتداولة و تعكس قدرة الأعوان الماليين المقيمين على الإنفاق، بمعنى أنها تضم وسائل الدفع لدى هؤلاء الأعوان، و يرتبط عدد هذه المجمعات بطبيعة الاقتصاد و درجة تطور الصناعات المصرفية و المنتجات المالية، و تعطي هذه المجمعات معلومات للسلطات النقدية عن وتيرة نمو مختلف السيولات ، و يهدف المسح النقدي إلى المساعدة على تحليل المتغيرات النقدية الكلية التي تتأثر بتدخلات السلطات النقدية . و تشمل ما يلي:

M1: هي النقود المتداولة خارج البنوك + الودائع الجارية تحت الطلب

M2: هي M1+ الودائع الادخارية + جميع الودائع التي تكون على شكل أشباه النقود لدى البنك المركزي والبنوك الأخرى

M3: هي M2+ الودائع الجارية وغير الجارية الحكومية (المسح النقدي، اجمالي السيولة المحلية).

M4: M3 + الأصول والخصوم النقدية لدى البنوك المتخصصة.

ب. معدلات الفائدة: تسعى السلطة النقدية أحيانا إلى اتخاذ الوصول إلى معدل فائدة حقيقي هدفا وسيطا للسياسة النقدية، إلا أن هذا الهدف يطرح مشاكل عديدة من بينها طبيعة العلاقة بين معدلات الفائدة طويلة أو قصيرة المدى و النقود. و المشكل في اعتماد سعر الفائدة كهدف وسيط للسياسة النقدية، هو أن أسعار الفائدة تتضمن عنصر التوقعات التضخمية و هو ما يعقد دلالة أسعار الفائدة الحقيقية، مما يفقدها أهميتها كمؤشر، كما أن المتغيرات في سعر الفائدة لا يعكس في الواقع نتائج جهود السياسة النقدية وحدها، و إنما أيضا عوامل السوق(الوضعية التي يمر بها الاقتصاد .(إن التوجه لاستخدام معدل الفائدة كهدف وسيط للسياسة النقدية قد أثار موجة من الانتقادات خاصة من الاقتصاديين النقديين و كانت حجتهم في ذلك أن اتجاه المتغير في معدل الفائدة يتماشى مع اتجاه التغير في الدورة التجارية وهذا يعني أن معدل الفائدة يميل إلى الارتفاع في أوقات الرواج الاقتصادي في حين أنه يميل إلى الانخفاض في أوقات الكساد، و بالتالي فإنه من الصعب على البنك المركزي أن يحدد بدقة الآثار المترتبة على سياسته النقدية من خلال مراقبة معدلات الفائدة لوحدها.

ج. سعر الصرف: يستخدم كهدف للسلطة النقدية ذلك أن انخفاض أسعار الصرف يعمل على تحسين وضعية ميزان المدفوعات، كما أن استقرار هذا المعدل يشكل ضمانا لاستقرار وضعية البلاد تجاه الخارج، و لهذا تعمل بعض الدول على ربط عملاتها بعملات قوية قابلة للتحويل و الحرص على استقرار صرف عملتها مقابل تلك العملات إلا أن التقلبات التي تحدث في سوق الصرف تكون نتيجة المضاربة الشديدة على العملات، مما يؤدي إلى عدم القدرة و السيطرة و التحكم في هذا الهدف. و تدفع تقلبات أسعار صرف العملات بالسلطات النقدية إلى التدخل و التأثير عليه واستعمال ما لديها من احتياطات محاولة منها المحافظة على قيمة عملتها تجاه العملات التي ترتبط بها دون ضمان نجاح و هذه تكلفة مقابل اختيار هدف استقرار سعر الصرف .

وهناك 4 قنوات لإبلاغ أهداف السياسة النقدية، هي:

- قناة سعر الفائدة.

- قناة سعر الصرف.

-قناة أسعار السندات المالية.

-قناة الائتمان.

أما بالنسبة لأهداف السياسة النقدية في الدول النامية، فإنه يعترها الكثير من الغموض و الضبابية، ليس من ناحية التحديد، ولكن من جانب إمكانية التحقيق، فنجد أن هاته الدول تعلق على السياسة النقدية تحقيق أكثر من هدف، كتشجيع النمو الاقتصادي المصحوب بالعمالة، و تحقيق الاستقرار النقدي بمحاربة التضخم، و ضمان قابلية الصرف، و المحافظة على قيمة العملة، و إيجاد سوق مالي و نقدي متطور .

1. أدوات السياسة النقدية

يتطلب تحقيق البنك المركزي للأهداف المرجوة استخدامه لعدد من الأدوات المختلفة

للتأثير على أوضاع النقد والائتمان .ويمكن تقسيم هذه الأدوات إلى غير مباشرة (ويطلق عليها أيضا الكمية)، مثل (سعر الخصم ومعدل الاحتياطي القانوني وعمليات السوق المفتوحة). وأخرى مباشرة ويطلق عليها أيضا النوعية، وتستهدف الرقابة على سوق رؤوس الأموال وعلى تدفق الائتمان وتخصيصه بين القطاعات.

1. الأدوات المباشرة: تعكس هذه الأدوات التدخل المباشر من قبل السلطات النقدية في أحوال سوق النقد ومن

أهم الأدوات الأكثر استخداما نجد:

أولا : التحكم في أسعار لفائدة:

تقوم السلطات النقدية أحيانا بتحديد أسعار الفائدة إداريا، وذلك عندما تكون قادة على

تحقيق سعر فائدة مستهدف من خلال آليات السوق، ويتم هذا التحديد من خلال إلزام البنوك التجارية بتطبيق سعر فائدة محدد ثابت. وقد استخدمت هذه الأداة في الدول الصناعية الكبرى حتى عام 1980 ، ثم

توقفت عن استخدامها، وما زالت بعض الدول النامية تستخدمها حتى الآن.

غير أن الاتجاه العالمي الأكثر يسير نحو إلغائها نظرا للاتجاه نحو تبني آليات السوق في ظل التحرير المالي.

ثانيا تحديد حجم الائتمان وتوجيهه:

يحدد البنك المركزي بواسطة هذه الأداة الحجم الكلي للقروض الممنوحة للاقتصاد، و الحجم الكلي لكل قطاع، أو توجيه القروض إلى قطاع على حساب قطاع آخر. و هذه الإجراءات تهدف إلى تشجيع الائتمان نحو الاستثمارات المنتجة وتمنع توجيهه إلى قطاعات أخرى كالحمد من القروض الاستهلاكية مثلا، وتشجيع القروض المقدمة في المجال الصناعي والزراعي وأهم الإجراءات المتخذة.

يتم حجم الائتمان بطريقتين:

✓ **تنظيم الائتمان الاستهلاكي:** يشمل هذا الجزء الرقابة على القروض الاستهلاكية، ومدة سدادها وكيفية السداد وهذه الرقابة تتضمن الحد الأدنى من المبلغ الذي يدفعه المقترض كدفعة أولية و مدة السداد. وبالتحكم في هذه الإجراءات من رفع أو خفض تتجه القروض الاستهلاكية إلى الزيادة أو النقصان، حسب درجة واستجابة المستهلكين لهذه الإجراءات.

✓ **الاقتراض بضمان السندات مع التقييد بهامش الضمان:** يسمح للإفراد بالاقتراض من البنوك بضمان السندات، بشرط الالتزام بهامش الضمان الذي يشير إلى النسبة من قيمة السندات السوقية التي تمنح القروض على أساسها. فلو اشترى مضارب سندات بقيمة 1000 دولار، وكان هامش الضمان 60 %، فإن المقترض يستطيع اقتراض 4000 دولار فقط. أي أن الزبون يستخدم السندات كضمان للحصول على 4000 دولار فقط. فإذا أراد بنك المركزي أن يتبع سياسة انكماشية للحد من هذه القروض، فإنه يرفع من هامش الضمان والعكس.

ثالثا الودائع المشروطة من أجل الاستيراد: هو أسلوب يقوم بموجبه المستوردون بإيداع المبلغ اللازم لتسديد ثمن وارداتهم في صورة ودائع لدى البنك المركزي لمدة محددة، وطالما أن المستوردون لا يرغبون في هذا التجميد لأموالهم، فإنهم يلجئون إلى البنوك التجارية للاقتراض لتغطية ثمن وارداتهم فإذا أراد البنك المركزي الحد من هذه الواردات، فإنه يقوم بتطبيق هذه التقنية أو يطلب من البنوك التجارية عدم التوسع في منح القروض للمستوردين. طالما أن التوسع في منح قروض من هذا الشكل يشجع الواردات.

رابعا النسبة الدنيا للسيولة: يتمثل هذا الإجراء في إلزام البنك المركزي للبنوك التجارية بالاحتفاظ بنسبة دنيا من السيولة، وهذا تفاديا للإفراط في منح القروض للقطاع الاقتصادي

خامسا الإقناع الأدبي: هو إجراء يحاول البنك المركزي من خلاله وبطرق وديه إقناع البنوك التجارية بإتباع سياسة معينة لتشجيع الائتمان أو تخفيضه وتفضيل قطاع معين على حساب قطاع آخر غير أن هذه السياسة تتطلب

استجابة من قبل البنوك التجارية، لذا نجد أن هذه الأداة غير فعالة في الدول النامية وقد حققت نجاحا في الدول المتقدمة ذات النظم المصرفية المتطورة.

سادسا الحصول على موافقة البنك المركزي: تفرض البنوك المركزية على البنوك التجارية سقفا معيناً لا يجب تجاوزه عند منح القروض. وإذا تجاوزت قيمة القرض هذا السقف فإنه يجب إبلاغ البنك المركزي، وهو الذي يقبل أو يرفض هذا النوع من القروض.

2. الأدوات غير المباشرة:

تسعى أدوات السياسة النقدية غير المباشرة إلى التأثير على القروض الممنوحة من قبل البنوك التجارية دون التركيز على نوعية هذه القروض وتمثل هذه الأدوات في:

أولاً سعر إعادة الخصم: إن وجود احتياطات البنوك التجارية لدى البنك المركزي يزيد من قدرة هذا الأخير في منح القروض للبنوك التجارية. وقد ارتبطت وظيفة البنك المركزي كملجأ أخير للإقراض من الناحية التاريخية بإعادة الخصم لدى البنك المركزي عندما استخدم بنك إنجلترا هذه الأداة لأول مرة عام 1839 حيث يقوم البنك المركزي بتزويد البنوك التجارية بالسيولة مقابل تلقيه لأوراق مالية وتجارية قبل أجل استحقاقها مقابل سعر فائدة يدعى بسعر إعادة الخصم الذي تدفعه البنوك التجارية إلى البنك المركزي لقاء إعادة خصمه لأوراقه المالية، يؤثر سعر إعادة الخصم على قدرة البنوك في إعادة التمويل لدى البنك المركزي، فإذا أراد البنك المركزي إتباع سياسة نقدية توسعية فإنه يقوم بتخفيض سعر الخصم مما يجعل الأعوان الاقتصاديين يقبلون على خصم أو ارقهم المالية وتتجه البنوك التجارية كذلك إلى إعادة خصم أو ارقها المالية، نظراً لانخفاض التكلفة مما يزيد من احتياطاتها النقدية و هذا بدوره يؤدي إلى تمويل أكثر للاقتصاد وبتكلفة أقل فتزداد كمية النقود المعروضة والعكس إذ ارغب البنك المركزي في إتباع سياسة نقدية انكماشية فإنه يلجأ إلى رفع سعر إعادة الخصم الشيء الذي يؤدي في النهاية إلى التقليل من اقتراض البنوك التجارية من البنك المركزي فتمنح قروض أقل للاقتصاد ومن ثمة يقل عرض النقد.

إن هذه الأداة تصبح غير فعالة في التأثير على حجم الاستثمارات في الحالات التالية:

- وفرة الاحتياطات النقدية لدى البنوك لتجارية.
- توفر مصادر أخرى للبنوك التجارية للتزود بالسيولة كالبورصة أو من فروعها الأخرى بالخارج إن وجدت.
- عدم استجابة الأعوان الاقتصاديين إذا كانت توقعاتهم الاستثمارية متفائلة وبالتالي يتوسعون في طلب مزيد من القروض بأي سعر.

يتمثل معدل إعادة الخصم في سعر الفائدة الذي يحصل عليه البنك مقابل إعادة خصمه للأوراق التجارية وهذا للحصول على أموال من أجل تدعيم احتياطاتها النقدية وزيادة قدرتها على منح الائتمان وخلق ودائع جديدة لماذا يستخدم البنك المركزي معدل إعادة الخصم؟

التقليل من العرض النقدي — رفع سعر إعادة الخصم — تكاليف البنوك التجارية
 — عدم خصم أوراقها التجارية — التقليل من منح القروض — يقلل العرض النقدي
 والعكس في حالة زيادة كمية النقود المعروضة، زيادة معدل إعادة الخصم — زيادة سعر الفائدة.

ثانيا عمليات السوق المفتوحة:

تتمثل هذه الأداة في دخول البنك المركزي إلى السوق المالي بائعا أو مشتريا للأوراق المالية بهدف زيادة أو إنقاص حجم المعروض النقدي فإذا رأى البنك المركزي أن سياسة سعر إعادة الخصم غير فعالة و رأى أنه من الضروري التدخل لامتصاص فائض السيولة فإنه يدخل في هذه الحالة بائعا للأوراق المالية مما يجعل الأعوان الاقتصاديين يقبلون على شرائها خاصة إذا كانت أسعارها محفزة وهذا بدوره يؤدي في النهاية إلى انتقال السيولة من الجمهور والبنوك إلى البنك المركزي أي انخفاض في عرض النقد.

أما إذا كان الاقتصاد في حالة ركود فالبنك المركزي يقوم بشراء الأوراق المالية من السوق المالي الشيء الذي يؤدي إلى زيادة السيولة لدى البنوك والمؤسسات وبالتالي تزداد القروض ومن ثمة يرتفع الإنتاج والدخل. هناك عدة شروط لنجاح عمليات السوق المفتوحة نوجزها فيما يلي:

- أن تتغير احتياطات البنوك التجارية وكمية النقود المتداولة وفقا لعمليات السوق المفتوحة،
- أن تستجيب البنوك التجارية للزيادة أو الانخفاض في احتياطاتها النقدية عند منحها قروض للأفراد والمؤسسات.
- توفر سوق مالية متطورة: لأن أثر البنك المركزي على هذه السوق عن طريق عمليات السوق المفتوحة مرتبط بمقدار كمية الأوراق المالية وعدم وجود مثل هذه السوق يعني غياب عمليات السوق المفتوحة وتتميز عمليات السوق المفتوحة عن أدوات السياسة النقدية الأخرى بما يلي:
- تكون هذه الأداة بمبادرة البنك المركزي الذي يكون له كامل الرقابة عليها.
- هي عملية مرنة أي يمكن ممارستها بأي حجم أيا كان كبيرا أو صغيرا.
- يمكن عكس هذه العملية بسرعة طالما أن عكس البيع هو الشراء والفاعل في هذه العملية هو البنك المركزي، فإذا رأى زيادة في بيعه للأوراق المالية فإنه يقوم بشراء أوراق أخرى حتى يصل إلى الحجم الذي يريده.

- هي عملية سهلة وسريعة ولا تعيقها أي إجراءات فإذا أراد البنك المركزي شراء الأوراق المالية بسرعة فإنه يحفز البنوك التجارية برفع أسعارها.

سياسة السوق المفتوحة يقصد بها قيام البنك المركزي بتزويد أو استرجاع النقود من الجهاز المصرفي وذلك عن طريق شراء أو بيع أوراق مالية في السوق بهدف التأثير على الائتمان وعرض النقود حسب الظروف الاقتصادية السائدة وتعتبر هذه الأداة أكثر فعالية خاصة في الدول التي تملك سوق مالي ونظام مصرفي متضرر بالإضافة الى وجود وعي مصرفي لدى أفراد المجتمع.

حالة انكماش — سياسة توسعية — يخلق التوسع بشراء الأوراق المالية — ضخ السيولة

حالة تضخم — امتصاص السيولة السائدة — بيع الأوراق المالية

(لا تصلح هذه السياسة في الدول النامية لأنها لا تملك أسواق مالية).

ثالثا نسبة الاحتياطي القانوني:

يقوم البنك المركزي بفرض نسبة معينة من ودائع البنوك التجارية، تلتزم بالاحتفاظ بها لديه عند منحها القروض وتسمى هذه النسبة بالاحتياطي الإجباري ويلتزم كل بنك بالاحتياطي المحتفظ به لدى البنك المركزي. وتأتي آلية عمل هذه الأداة في رغبة البنك المركزي في الحد من التوسع في منح القروض أو زيادتها ففي حالة تعرض الاقتصاد لضغوط تضخمية يجب على البنك المركزي إتباع سياسة نقدية انكماشية أي التقليل من المعروض النقدي وذلك عن طريق تقييد الائتمان. وفي هذه الحالة يقوم برفع نسبة الاحتياط الإجباري مما يجبر المصارف التجارية على تقليل حجم القروض التي تقدمها لزبائنها. أما إذا أراد البنك المركزي إتباع سياسة نقدية توسعية فإنه يقوم بتخفيض نسبة الاحتياطي الإجباري وبالتالي تزداد البنوك التجارية من التوسع في منح القروض غير أن نسبة الاحتياطي الإجباري قد تكون غير فعالة في الحالات التالية:

- في حالة الكساد تخفيض هذه النسبة قد لا يؤدي إلى استجابة الأعوان الاقتصاديين فلا يطلبون قروضا أكثر نظرا لتوقعاتهم المتشائمة عند تقييمهم للمشاريع الاستثمارية.

- هذه الأداة تكون ثابتة لفترة محددة لأنه من غير المعقول أن يحدث البنك المركزي تغييرات متتالية على هذه النسبة لأنها تحدث اضطرابات في عمل البنوك.

- إذا توفرت البنوك التجارية على احتياطات كبيرة فإن عمل هذه الأداة قد يضعف من التأثير على حجم الائتمان المصرفي خاصة في حالة التضخم مادامت البنوك التجارية تملك هذه الاحتياطات.
- هذه الأداة تعامل البنوك على حد سواء مما يجعل البنوك الصغيرة أكثر المتضررين منها. أما البنوك التي تمتلك فروعاً أجنبية فإنها لا تتأثر بهذه الأداة.
- كما أن هذه الأداة تُفرض على المؤسسات النقدية فقط ولا تُفرض على المؤسسات المالية، كشرركات التأمين والبنوك المتخصصة والصناديق المختلفة.
- إن رفع الاحتياطي القانوني يؤثر بصورة سلبية على أسعار السندات، إذ تلجأ البنوك إلى بيع سنداتهما مما يؤدي إلى انخفاض أسعارها. ولهذا ينصح أن يصاحب هذه الأداة) في حالة رفع نسبة الاحتياط الإجمالي (دخول البنك المركزي بائعاً للأوراق المالية حتى لا يتعارض الهدف مع الأداة) مع عمليات السوق المفتوحة والاحتياطي الإجمالي (-).

معدل الاحتياطي القانوني: نسبة من الأموال تودع في البنوك ولا يحق للبنوك التجارية استخدامها. ويقصد بها النسبة التي يفرضها البنك المركزي على الودائع البنكية وتوضع هذه الاحتياطات كودائع لدى البنك المركزي على شكل أرصدة أو نقود سائلة وتمثل نسبة الاحتياطي الأدنى لما يجب أن يحتفظ به البنك التجاري على الدوام مقابل احتياطات نقدية سائلة مقابل ما يلتزم به من ودائع. تعتبر هذه الأداة ذات هدف مزدوج من جهة حماية المودعين ومن جهة ثانية أداة للتأثير على قدرة البنوك التجارية في منح الائتمان.

إذا قام البنك المركزي بخفض نسبة الاحتياطي القانوني (سياسة توسعية) فإنه يزيد من قدرة البنوك على الإقراض ومنح الائتمان وبالتالي الزيادة في العرض النقدي.

مثال: لنفرض أن بنكا تلقى ودائع قيمتها 1000 دج ويفرض البنك المركزي عليه نسبة احتياطي قانوني تقدر ب 15% ، فتكون قيمة النقود التي يقوم البنك بخلقها تقدر ب:

ودائع * مضاعف الائتمان

النقود المشتقة = $\frac{\text{ودائع} (1 - \text{ن})}{\text{ن}}$

$$5666.66 \text{ دج} = \frac{(0.15 - 1)1000}{0.15}$$

الحالة 01: رفع من 15% إلى 20% تصبح قيمة النقود المشتقة: 4000 دج

حالة الرفع من نسبة الاحتياطي القانوني قلت قدرة البنك على منح الائتمان من 56666.66 دج إلى 4000 (سياسة انكماشية).

الحالة 02: خفض من 15% إلى 10% تصبح قيمة النقود المشتقة: 9000 دج
حالة الخفض من نسبة الاحتياطي القانوني زادت مقدرة البنوك التجارية على منح الائتمان من 56666.66 دج إلى 9000 (سياسة توسعية).

$$\text{مضاعف الائتمان} = \frac{n-1}{n}$$

$$\text{مجموع الودائع} = \text{وديعة الأصلية} * \text{مضاعف الائتمان}$$

(نقود مشتقة)

عملية خلق النقود: في مثالنا السابق نفترض معدل احتياطي قانوني 20% .
 $1000 * 0.2 = 200$ دج تبقى في شكل رصيدنا سائل في الحساب لدى البنك المركزي والباقي
 $(1000 - 200 = 800)$ دج توجه كقرض وتكرر العملية.
 أن تعود بمقدرة البنك تقديم قروض ولدى جميع القروض المقدمة نصل إلى قيمة النقود المشتقة أو نقود الودائع.
 تنتهي العملية عند الوصول إلى مبلغ الوديعة الأصلية (1000)
 $(1000 = \dots + 200 + 160 + 128)$.
 النقود المشتقة $(4000 = \dots + 409.6 + 512 + 640 + 800)$.
 مضاعف الائتمان = 4 بمعنى كل دينار نتج عنه مادة مشتقة .
 حالة التسرب النقدي: هي حالة خروج النقود القانونية خارج النظام البنكي نتيجة عدم الوعي المصرفي لدى الأفراد والذي يؤثر في عملية خلق النقود.

في مثالنا السابق: وديعة: 1000 دج بنسبة احتياطي قانوني 20% ، نسبة التسرب النقدي = 30%.
 إذن: $1000 * 30\% = 300$ تبقى بشكل أوراق نقدية و 700 دج المتبقية تخضع لنفس المنطق السابق،
 وبعد الحساب نلاحظ أن المبلغ ينخفض وعليه، كلما انخفضت نسبة الاحتياطي الإجباري كلما زادت قدرة البنك على خلق النقود وكلما زادت نسبة التسرب النقدي كلما انخفضت قدرة البنوك على خلق النقود.

المحاضرة الخامسة البنوك الإسلامية:

تعدد التعاريف حول مفهوم البنوك الإسلامية لكن مجملها يتمحور في معنى واحد وحوصلة واحدة، ونذكر منها : يعرف البنك الإسلامي بأنه: "مؤسسة مالية تعمل في إطار إسلامي، تقوم بأداء الخدمات المصرفية والمالية كما تباشر أعمال التمويل والاستثمار في المجالات المختلفة في ضوء قواعد وأحكام الشريعة الإسلامية بهدف غرس القيم المتمثل في الأخلاق الإسلامية في مجال المعاملات المالية والمساعدة في تحقيق التنمية الاجتماعية والاقتصادية في تشغيل الأموال بقصد المساهمة في تحقيق الحياة الكريمة للشعوب الإسلامية".

وتعرف البنوك الإسلامية بأنها عبارة عن مؤسسات مالية مصرفية وتعمل على تجميع الأموال التي تكون غير مستثمرة وتقوم بتوظيفها وفق أحكام الشريعة الإسلامية وتقدم لصاحبها ربحاً عن طريق أعمال التنمية بما يعود بالفائدة عليه، ويخدم بالتالي مجتمع التكافل الإسلامي وتحقيق عدالة التوزيع مع الالتزام بعدم التعامل بالفوائد الربوية أخذاً وعطاءً، وباجتناب أي عمل مخالف لأحكام الشريعة الإسلامية. يتضمن مفهوم البنوك عناصر أساسية، ونجملها فيما يلي:

- الالتزام بأحكام الشريعة الإسلامية من حيث عدم التعامل بالربا والالتزام بالحلال والابتعاد عن الحرام
- حسن اختبار القائمين على إدارة الأموال بهدف ضمان تنفيذ الأحكام الشرعية في المعاملات المصرفية.
- الصراحة والصدق والشفافية في المعاملات حتى يتبين لعملاء البنك الإسلامي كيفية تحقيق الربح ومعدل العائد على أموالهم المستثمرة في البنك.
- تنمية الوعي الادخاري وعدم حبس المال واكتنازه والبحث عن مشروعات ذات جدوى اقتصادية للاستثمار فيها.
- تحقيق التوازن في مجالات الاستثمار المختلفة وفقاً للأولويات الإسلامية.
- أداء الزكاة المفروضة شرعاً على كافة أموال معاملات ونتائج أعمال البنك الإسلامي.

خصائص البنوك الإسلامية :

من أهم الخصائص التي تميز المصارف الإسلامية:

- التزام المصارف -بتعاملات المصرفية- بأحكام الشريعة الإسلامية:

يتمثل الالتزام من منطلق أن ما يجب مراعاته في العبادات يجب مراعاته في المعاملات ، فالحلال بين والحرام بين ، وأنه يجب اعتماد الشريعة الإسلامية في جميع مناحي الحياة، والمعاملات في حياة المسلم واحدة من تلك المناحي فالمال مال الله استخلف الإنسان فيه لينفقه في مرضاة الله، قال تعالى: « آمنوا بالله ورسوله وأنفقوا مما جعلكم مستخلفين فيه فاللذين آمنوا منكم وأنفقوا لهم أجر كبير » (الحديد-07)، ناهيك عن أنّ الحصول على هذا المال الذي تم الاستخلاف فيه يجب أن يكون بالأساليب التي أقرها من قدرة الاستخلاف الله جل جلاله، وهذه الأساليب يجب أن تكفل حق الله تعالى فيه.

● عدم التعامل بالفائدة المصرفية من منطلق أنها ربا:

أجمعت الشريعة الإسلامية على اختلاف مذاهبها على حرمة التعامل بالربا، سيما وأن النصوص صريحة وواضحة لا ليس فيها حرمة التعامل بالربا، وكان تحريم الربا الذي كان شائعا في تلك الأيام قد تم تدرجا، في البداية كان من خلال مقارنة -الربا- بالصدقات، قال تعالى: ﴿ وما آتيتم من ربا ليربوا في أموال الناس فلا يربوا عند الله وما آتيتم من زكاة تريدون وهدية الله فأولئك هم المضعفون ﴾ (الروم-33). ثم في الآية 276 من سورة البقرة ﴿ بمحق الله الربا ويربي الصدقات والله لا يحب كل كفار أثيم ﴾ ثم جاء تحريمه القاطع في سورة البقرة ﴿ يا أيها اللذين آمنوا اتقوا الله وذروا ما بقي من الربا إن كنتم مؤمنين ﴾ فإن لم تفعلوا فأذنبوا بحرب من الله ورسوله وإن تبتم فلكم رؤوس أموالكم لا تظلمون ولا تُظلمون ﴾ وإن كان ذو عُسرة فنظرة ميسرةً وأن تصدّقوا خير لكم إن كنتم تعلمون. ﴿ (الآيات 278-280).

● تظهر طبيعة البنوك الإسلامية التي تستخدم النقود في ما خلقت له، فهي حينما تتلقى المدخرات من الأفراد لا تتعهد بردها في صورة قرض بفائدة وإنما تتلقاها من أجل استخدامها بالاستثمار في الاقتصاد الحقيقي وتتقاسم مع أصحابها ما يحدث من زيادة نتيجة هذا الاستثمار في صورة ربح، لأن جميع صيغ الاستثمار وتوظيف الأموال في هذه البنوك الإسلامية تقوم على حركة النقود مقابل حركة للسلع أي أنها تستخدم النقود في الاقتصاد الحقيقي بشراء السلع وبيعها بالمربحة والسلم أو تأجيرها في الإجارة أو في نشاط اقتصادي قائم بالفعل في المشاركات والمضاربات و المساقاة والمزارعة.

● الالتزام بتطبيق أحكام الشريعة الإسلامية في كافة المعاملات.

● الالتزام بالأخلاق الإسلامية في العمل داخل البنوك ومع كل المتعاملين.

● تحرير الأفراد من فكرة الربا والفوائد الربوية وتشجيعهم على توظيف أموالهم.

- التزام البنوك الإسلامية بالعمل كوسيط بين وحدات الفائض ووحدات العجز في المعاملات المباحة شرعاً والمشاركة في تحمّل المخاطر وتوزيع الأرباح بصورة عادلة.
- تنمية المدّخرات الإسلامية بهدف مراجعة الاكتناز وتنشيط الاقتصاد الإسلامي.

أهداف البنوك الإسلامية:

أهداف البنوك الإسلامية ليست تقديم الخدمات فقط، بل أعمق من ذلك بكثير وبعضها مرتبط بالعمليّة، وأهمها:

أولاً: التخلص من التبعية الاقتصادية لغير المسلمين: ذلك أن المعاملات المصرفية ونظام النقد صارت مقاليد بيد غير المسلمين مما أدى إلى استبعاد الأمة لاسيما في ظل العولمة لأنه قد يدمر الدول والمجتمعات ويهدد الأمن والاستقرار، وقد يؤدي إلى سحب رؤوس الأموال من بنوك الدولة فتنهار وتصبح مقاليدها السياسية ليست بيدها وتخضع تشريعاتها وقيمتها، لا بل عقيدتها لمن يسيطر على اقتصادها من هنا لابد كانت الحاجة إلى إيجاد بنوك إسلامية عملاقة؛ تدير الاقتصاد في بلاد المسلمين وتخلصنا من التبعية ويطون ذلك من خلال:

- المعاملات المصرفية: من المهم إنشاء بنوك في الدول الإسلامية تقوم بالمعاملات فيما بين المسلمين وتؤدي الخدمات التي تحتاجها الشعوب الإسلامية، مثل إرسال أموال للخارج أو استقبال أموال أو فتح اعتمادات لرجال الأعمال والتجار، وأحيانا تكون صفقات كبيرة فإن لم يكن هناك بنوك إسلامية فسوف يضطر المسلمون إلى أن يفتح غير المسلمون فروعاً عندهم وحينها يصبح النظام المصرفي كله مقيدا بمعاملات غير المصرفية وهذا خطر يجب تجنبه.

- شؤون النقد: لا يخفى أن كثيراً منا يتساءل كيف أصبح الدولار أقوى عملة في العالم، والجواب: أن ذلك بسبب تبعيتنا نحن في نظام النقد العالمي، وإلا فالجواب أن يسعى المسلمون لتكون لهم عملة إسلامية عالمية أقوى من الدولار أو تنافسه على الأقل.

- رؤوس الأموال: ومن أهداف البنك الإسلامي توجيه رؤوس الأموال الإسلامية إلى داخل البلاد الإسلامية واستثمارها فيها وإدارتها بأيد إسلامية.

ثانياً: جمع واستثمار رؤوس الأموال: و يكون من خلال :

- الحث على الادخار: فالبنك الإسلامي يدعو أصحاب الأموال للاستثمار في المشاريع الطويلة الأجل، لينتفع بها اقتصاد الدول الإسلامية.

- الحد من التضخم: ويحدث التضخم عندما تضعف العملة أي أن العملة لا توازي القيمة الشرائية داخل البلد، فالبنوك الإسلامية لا تلجأ إلى خلق نقود دون مقابل لأنها تقوم على استثمار ما لديها من الودائع دون إثراء غير مشروع.
- تشجيع المعاملات التجارية المباشرة: وبذلك لا تدخل فيها بنوك عالمية غير إسلامية، وتتحرك التجارة ويسهل التبادل، ومع الأسف إن هذا الهدف قد بدأ في أوروبا والغرب لا في الدول الإسلامية.
- التمويل الاستثماري: يعني أن رجل الأعمال الذي يريد مالياً يفتح به مشاريع استثمارية بطرق شرعية يوفر له البنك المال كي لا يتوجه للبنوك التجارية ويقع في الربا.
- جمع الزكاة وتوزيعها: ويستفيد من الزكاة التي يجمعها فيستثمر ويستفيد في هذا الجزء المهم من الاقتصاد الإسلامي. بالإضافة إلى الأهداف المذكورة أعلاه:
- تحقيق الربح: وهو من أهم الأهداف التي يسعى البنك إلى تحقيقها لأنها مقياس استمراريته وبقائه، وهذا الربح ليس فقط للبنك نفسه وإنما أيضاً للمتعاملين معه من المودعين المضاربين بأموالهم في البنك.
- الحكمة والأمان في التصرف بالأموال: وذلك من خلال تنويع الاستثمارات وتقليل المخاطر والاحتفاظ بمعدلات السيولة ملائمة لمواجهة الظروف.
- الاستثمارية والنمو: أي تنمية الموارد الذاتية للبنك من خلال رفع رأس المال والأرباح المحتجزة والاحتياطات بالإضافة إلى تنمية الموارد الخارجية باستقطاب المدخرات وتوظيفها.
- كفاءة وفعالية الجهاز الإداري: تنظيم البنك وتنمية خبرات العاملين.
- ابتكار الخدمات والأوعية الادخارية والاستثمارية: أساليب التمويل والاستثمار وطرق أداء الخدمات المصرفية والعمليات التمويلية.
- أهداف التكافل الاجتماعي: المساهمة في تحقيق العدالة الاجتماعية وذلك من خلال اختيار المشروعات التي تحقق تحسناً في توزيع الدخل أو إنشاء المشروعات الاجتماعية أو منح القروض الحسنة.
- الالتزام الشرعي: عدم الوقوع في مخالفة شرعية أو شبهات وتصحيح الأخطاء فور وقوعها واتخاذ الضمانات التي تمنع تكرارها في المستقبل.

صيغ التمويل الإسلامي:

-المضاربة: في اللغة من المفاعلة من الضرب وهو السير في الأرض، كقوله: ﴿وَإِذَا ضَرَبْتُمْ فِي الْأَرْضِ فَلَيْسَ عَلَيْكُمْ جُنَاحٌ أَنْ تَقْصُرُوا مِنَ الصَّلَاةِ إِنْ خِفْتُمْ أَنْ يَفْتِنَكُمُ الَّذِينَ كَفَرُوا إِنْ الْكَافِرِينَ كَانُوا لَكُمْ عَدُوًّا مُبِينًا﴾ (النساء 101) أو السفر بغرض التجارة وابتغاء الرزق كقوله: ﴿وَآخِزُونَ يَضْرِبُونَ فِي الْأَرْضِ يَبْتَغُونَ مِنْ فَضْلِ اللَّهِ﴾ (المزمل 20) أما القراضنة في اللغة والاستعمال الفقهي فيعني المضاربة، وأهل العراق يسمون هذه المعاقدة مضاربة، وأهل الحجاز يسمونها قراضًا.

أما في الاصطلاح الفقهي فقد عرفها الفقهاء بعدة تعريفات منها:

المضاربة أو القراض عرفته المادة (1404) "نوع شركة على أن يكون لرأس المال من "طرف والسعي والعمل من الطرف الآخر". أو أنها "دفع مال معين معلوم لمن يتجر فيه بجزء مشاع معلوم له من ربحه".

وصورة المضاربة الحديثة في الأعمال المصرفية الإسلامية أنّها عقد اشترك بين أرباب رأس المال وبين أهل الخبرة في الاستثمار فيقدم رب المال ماله، ويقوم المضارب بالاستثمار.

صيغة المضاربة هي مشاركة في تمويل عملية صفقة أو مشروع معين بين طرفين يقدم أحدهما المال والآخر

العمل، مع أقسام الأرباح حسب الاتفاق وتحمل صاحب المال الخسائر في حالة عدم تقصير المضارب.

تتم المضاربة وفق أربعة مراحل يمكن إيجازها فيما يلي:

المرحلة 01: يقدم المصرف حصته المتمثلة في رأس مال المشروع. أما المضارب أو صاحب العمل فيقدم جهده وعمله.

المرحلة 02: يتم تحصيل وحساب أرباح المشروع الممول.

المرحلة 03: يتم من خلالها استرجاع رأس مال المشروع المقدم من طرف البنك لأن الأرباح وقاية لرأس المال، أي لا يتم توزيع أرباحًا إلا بعد استرجاع كامل مبلغ رأس المال.

المرحلة 04: يتم تقاسم الأرباح حسب الاتفاق بين الطرفين من خلال العقد.

-المزارعة، المغارسة، المساقاة:

- المزارعة: هي تقديم عنصر الأرض والبذرة المحددة للمالك معين إلى عامل (مزارع) ليقوم بالعمل والإنتاج مقابل نصيب مما يخرج من الأرض (الإنتاج) وفق نسبة معينة.

- **المغارسة:** هي تقديم الأرض المحددة لمالك معين إلى طرف ثاني ليقوم بغرسها بأشجار معينة حسب الاتفاق المبرم بينهما ويكون الشجر والإنتاج بينهما.

- **المساقاة:** تتمثل في تقديم الثروة النباتية (الزرع والأشجار المثمرة) المحددة لمالك معين ويقوم باستغلالها وتنميتها (الرعي أو السقي) على أساس أن يوزع الناتج في الثمار بينهما بحصة نسبية متفق عليها.

- **التمويل بالمراجحة:** المراجحة تعني المتاجرة كما تعرف اليوم، والمراجحة في اللغة مصدر من مصادر الربح وهو الزيادة، وفي اصطلاح الفقهاء هي: «بيع بمثل الثمن الأول مع زيادة الربح» أو هو "بيع برأس المال وربح معلوم، وصفتها أن يذكر البائع للمشتري الثمن الذي اشترى به السلعة ويشترط عليه ربح ما".

المراجحة لغة تعني الزيادة أو الفضل وهي إحدى أنواع البيوع التي أقرتها الشريعة الإسلامية الغراء، وهناك الكثير من الآيات التي تدلل على معنى المراجحة وإثبات مشروعيتها على سبيل المثال:

﴿فَإِذَا قُضِيَتِ الصَّلَاةُ فَانْتَشِرُوا فِي الْأَرْضِ وَابْتَغُوا مِنْ فَضْلِ اللَّهِ﴾ (الجمعة 10)

﴿لَيْسَ عَلَيْكُمْ جُنَاحٌ أَنْ تَبْتَغُوا فَضْلًا مِنْ رَبِّكُمْ.....﴾ (البقرة 198)

﴿وَأَحَلَّ اللَّهُ الْبَيْعَ وَحَرَّمَ الرِّبَا....﴾ (البقرة 275)

من خلال هذه الآيات الكريمة نستنتج أنّ السعي في الأرض من أجل طلب الرزق الحلال هو من مرامي الشريعة الإسلامية وهذا السعي يؤدي إلى تبادل السلع والخدمات والحصول على الربح والكسب وهذا ما ينطبق على ما تعنيه التجارة في وقتنا الراهن.

وقد اتفق فقهاء المسلمين على اختلاف مذاهبهم على أنّ المراجحة لا يخرج من كونه "البيع بالثمن الأول التي قامت به السلعة في يد مالكيها 'البائع' وزيادة ربح معلوم" واستناداً لما تقدم يمكن تعريف المراجحة بأنها: "تبادل سلعة أو خدمة لثمن معين على سبيل التراضي طلباً للربح والنماء".

- **السلم:** في اللغة الإعطاء والترك والتسليف والسلم لغة أهل الحجاز، والسلف لغة أهل العراق، أما في الاصطلاح الفقهي: فهو عبارة عن "بيع موصوف في الذمة يبدل يعطي عاجلاً"

- **مشروعية السلم:** ففي قوله تعالى: ﴿يَا أَيُّهَا الَّذِينَ آمَنُوا إِذَا تَدَايْتُمْ بَدِينِ إِلَى أَجَلٍ مُّسَمًّى فَاكْتُبُوهُ وَلْيَكْتُب بَيْنَكُمْ كَاتِبٌ بِالْعَدْلِ وَلَا يَأْبَ كَاتِبٌ أَنْ يَكْتُبَ كَمَا عَلَّمَهُ اللَّهُ﴾ (البقرة 282)

قال ابن عباس رضي الله عنه: «أشهد أنّ السلف المضمن إلى أجل مسمى قد أحله الله في كتابه وأذن فيه، ثم قرأ هذه الآية. أما وجه الدلالة في الآية الكريمة: أنّها أباحت الدين والسلم نوع من الديون.

قال قاضي ابن العربي: "الدين هو عبارة عم كل معاملة كان أحد العوضين فيها نقدًا، والآخر في الدّمة نسيئة، فإن العين عند العرب ما كان حاضرًا والدين ما كان غائبًا. وهذا يدل على حل المدائبات بغمومها، وتضم السلم باعتباره نوعًا منها، إذ المسلّم فيه ثابت في ذمة المسلم إليه إلى أجله.

-أركان السلم:

1-الصيغة (الإيجاب والقبول)

2-العاقدان (وهم المسلم، والمسلّم إليه)

3-المحل (وهو رأس مال السلم، والمتسلم فيه).

الإستصناع: في اللغة على وزن استفعال من المصدر صنع، و الإستصناع أنّ شخصا ما يطلب من شخص آخر أن يصنع له شيئًا.

هو عقد يُشترى به الحال شيء مما يصنع صنعًا، يُلزم البائع بتقديمه مصنوعًا بمواد من عنده بأوصاف مخصوصة وبثمن محدد ويُسمى المشتري مُستصنعًا والبائع صانعًا، والشئ محل العقد مُستصنعًا والعوض يسمى ثمنًا. وهو يكون في السلع التي يتم تصنيعها وإلا أصبح سلماً.

وأهم ما يميز الإستصناع كأداة من أدوات التمويل أنّه يتم من خلال حاجة فعلية للسلعة محل العقد، وهذا بدوره يؤدي إلى تحقيق التوازن بين الطلب والعرض، وبالتالي تحقيق الاستقرار الاقتصادي.

-المشاركة: الشركة هي مخالطة الشريكين أي اشتركا في أمر معيّن والشركة لغة معناها "الاختلاط أو خلط الشريكين أو خلط المالين". فالشركة في الفقه الإسلامي والقانون الوضعي لا تتحقق إلاّ بخلط الأموال وبالعقد. ويعرّف الحنابلة الشركة بأنّها "عبارة عن الاجتماع في استحقاق أو تصرف فالأول شركة ملك أو استحقاق والثاني شركة عقود.

القسم الثاني:

محاضرات أسواق رأس المال

المحاضرة السادسة: السوق النقدي

السوق النقدي بمعناه الاقتصادي العام هو سوق المال قصير الأجل يجمع العرض والطلب على النقود المتداولة في الاقتصاد والمستخدم من طرف المؤسسات والخواص.

السوق النقدي هو سوق التعامل بين البنوك حيث يتم التعامل من خلال مدة لا تتجاوز السنة وهو سوق القروض القصيرة جداً.

كما أن السوق النقدي هو سوق التعامل بين البنوك الذي يضمن تحقيق التوازن اليومي بين العمليات الدائنة والمدينة للمؤسسات الائتمانية حيث تقوم البنوك باستعمال فوائضها لدى هذا السوق، كما نحصل منه على القروض اللازمة استناداً إلى وضعية احتياطاتها لدى البنك المركزي.

أهميته: تعتبر السوق نقدي مصدر للتمويل قصير الأجل فهو يوفر الفرصة للمقترضين الحصول على القروض قصيرة الأجل من أموال المستثمرين الذين يرغبون في الحصول على درجة عالية من الأمان.

- بالنسبة للاقتصاد: تأمين سيولة النظام المصرفي وتمكين البنك من الرقابة على الأموال.
- بالنسبة للبنوك التجارية: يمكنها من توظيف بعض أموالها (الفوائض) كما يسمح السوق النقدي بتمويل البنوك المحتاجة للسيولة (Sous liquide) بالسوق ما بين البنوك (Inter bancaire) .
- بالنسبة للبنك المركزي: وجود سوق نقدية تمكن BC من التأثير على كمية وسعر الأموال السائلة.

مزايا السوق النقدي:

● انخفاض درجة المخاطرة:

1. تدني درجة المخاطرة النقدية: التي تنشأ في احتمالات انخفاض أسعار الأوراق المالية المتداولة فيه ولأن هذه الأوراق في السوق النقدية قصيرة الأجل التغيرات الحادثة في أسعار الفائدة تترك آثاراً محددة على الأسعار مما يجعل استحقاقها بنسبة مؤكدة وبالتالي المخاطرة تكون قليلة.
2. تدني درجة مخاطرة الائتمان: والتي ترتبط باحتمالات عجز المدين عن الوفاء بديونه ولأن الأوراق المالية المتداولة فيه تكون صادرة عن مؤسسات ائتمانية قوية مثل BC والبنوك التجارية لذلك تكون احتمالية عدم السداد بالدين منخفضة.

هيكل السوق النقدي: يتكون السوق النقدي من سوقين هما:

(1) السوق الأولي: وهي التي يتم فيها الحصول على الأموال المراد توظيفها لآجال قصيرة وبأسعار فائدة تتحدد حسب مصدر هذه الأموال ومكانة المقترض وسمعته المالية وتضم الإصدارات الجديدة مثل (كمبيالات، أذونات الخزينة ..) لم يسبق التعامل بها.

(2) السوق الثانوية: وهو السوق الذي يتم فيه تداول الإصدارات التي سبق إصدارها في السوق الأولي وبأسعار تتحدد حسب العرض والطلب، ويضم 3 أسواق هي:

أ. سوق الخصم: ويتم فيه خصم أدوات الائتمان قصيرة الأجل منها الأوراق التجارية العادية (الكمبيالات، السندات...) القبولات المصرفية ...

ب. سوق القروض قصيرة الأجل: وتشمل جميع القروض قصيرة الأجل والتي تعقد لآجال قصيرة تتراوح بين أسبوع إلى سنة حتى سنتين.

ت. بيوت القبول: القبول عبارة عن سندات مسحوبة على البنك من قبل العميل نجدها في مجال التجارة الخارجية حيث يتضمن القبول تعهد من البنك بدفع قيمة هذه الورقة المسحوبة على العميل للدائن عند الاستحقاق.

المتدخلون في السوق النقدي: يتمثلون في أصحاب العرض والطلب على النقود قصيرة الأجل وهم:

1. المؤسسات والخواص: ليس لهم القدرة على خلق النقود وإنما يقومون بعرض النقود التي تفيض على تعاملاتهم التجارية أو قيامهم بالافتراضات من أجل تلبية احتياجاتهم.

2. النظام النقدي والمالي: ويتكون من:

أ. البنوك: وهي المؤسسات المالية التي لها القدرة على خلق النقود وهي:

- البنك المركزي: هو المصدر الأساسي للنقود القانونية والمسير للسيولة وتلجأ إليه البنوك التجارية من أجل الحصول على السيولة لتغطية الحاجات في الضرورة.

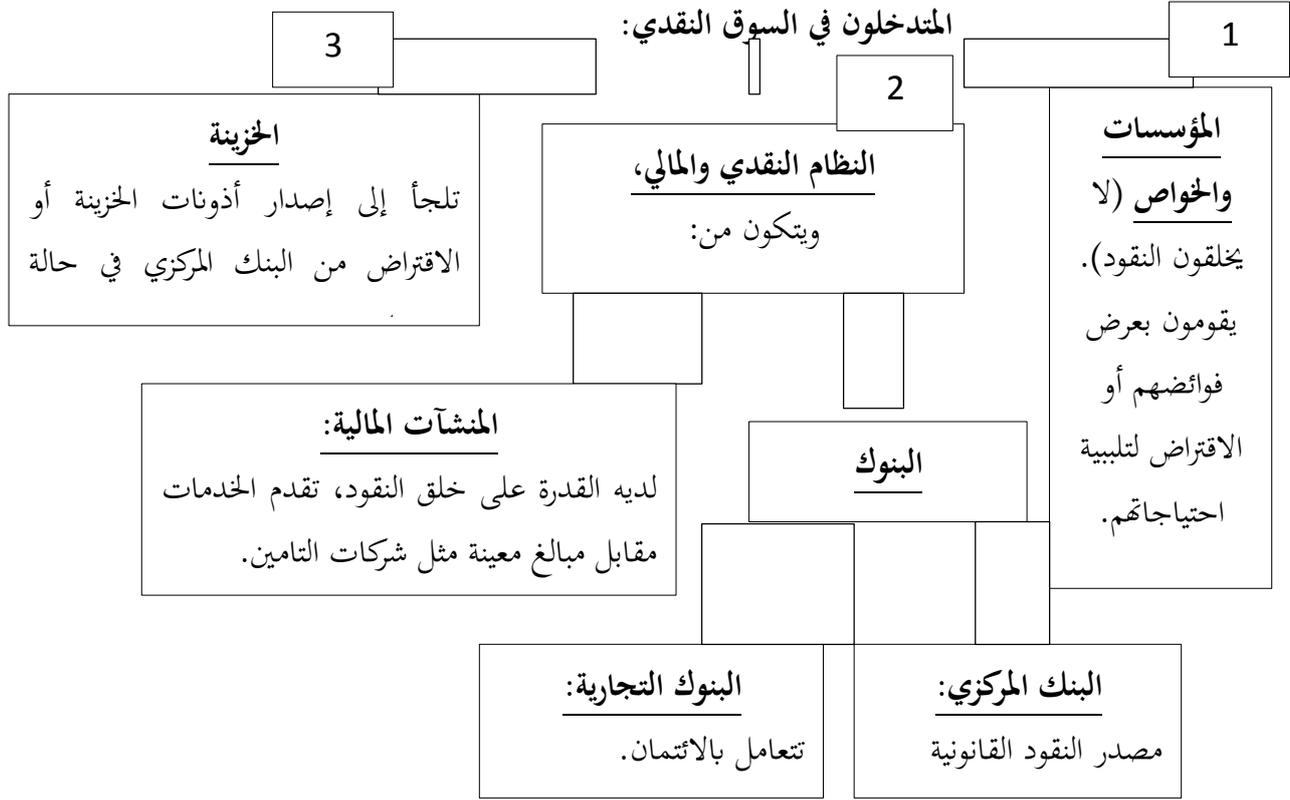
- البنوك التجارية: هي البنوك التي تتعامل بالائتمان.

ب. المنشآت المالية: المؤسسات التي ليس لها القدرة على خلق النقود تقوم بالخدمات مقابل مبلغ معين مثل شركات التأمين.

3. الخزينة: تلجأ الخزينة لتغطية عجزها إلى إصدار العديد من الأدوات المستعملة في السوق النقدي. فيما يلي

الشكل يوضح المتدخلون في السوق النقدي باختصار:

الشكل رقم 6 المتدخلون في السوق النقدي



المصدر من إعداد الباحثة بالاعتماد على مراجع سابقة

أدوات سوق النقد: يكتسب سوق النقد خصائصه وأهميته من أدواته التي تميزه عن أي سوق من أسواق الأدوات

المالية الأخرى بحيث تتميز هذه الأدوات ب:

- أنها توفر عائد مناسب للمستثمر الذي لا يرغب بتحمل المخاطر.

- أغلب أدواته تتمتع بدرجات ضمان عالية، فغالبا ما تستعمل كضمان للقروض.

- أغلب أدوات السوق ذات قابلية تسويقية عالية أي تتميز بإمكانية تسهيلها.

- يوفر السوق النقدي أدوات بمخاطر منخفضة وخالية في بعض منها.

- تلعب البنوك التجارية اللاعب الرئيسي في السوق النقدية فهي توفر الأموال قصيرة الأجل أي ذات استحقاق سنة فأقل. تتنوع الأدوات المتداولة في السوق النقدي نذكر أهمها:

الشكل رقم 7 أدوات السوق النقدي

4	3	2	1
<p><u>اتفاقيات إعادة الشراء:</u></p> <p>يلجأ إليها التجار المتخصصين في بيع وشراء الأوراق المالية لتمويل مخزون إضافي من أوراق مالية لليلة واحدة أو لأيام قليلة ، تتم بين التجار والسماسة لصالح</p>	<p><u>شهادات الايداع القابلة للتداول:</u></p> <p>وثيقة تصدرها البنوك تثبت حق العميل مقابل وديعة ثابتة بمبلغ معين وتاريخ استحقاق يتراوح ما بين شهر و 18 شهر، تتم بسعر فائدة محدد يمكن لحاملها التصرف فيها بالبيع قبل تاريخ الاستحقاق في السوق الثانوي.</p>	<p><u>الكمبيالات أو القبولات المصرفية</u></p> <p>القبول هو حوالة مصرفية تتضمن وعد بالدفع، عبارة عن تعهد كتابي اقترضه شخص من أحد البنوك. يقوم البنك بخصم الحوالة بعبارة مقبول.</p>	<p><u>أدونات الخزينة (أداة دين ق.أ.)</u></p> <p>تصدرها الحكومة عن طريق BC، مدة استحقاقها تتراوح ما بين 3 أو 6 أو 12 شهر لتمويل عجز الميزانية العامة للدولة، تباع في المزاد العلني. تخصم في سوق النقد بسعر أقل من قيمتها</p>

7

الحسابات الجارية

عبارة عن حسابات تفتحها المؤسسات للمتعاملين معها وكذلك الفوائد المستحقة للطرفين تنقسم إلى:

حسابات دائنة التزامات المؤسسة تجاه العميل.

حسابات مدينة التزامات الهيكل تجاه المؤسسة.

6

قروض الدولاراتالأوروبية :

عبارة عن بنوك الدول الأوروبية التي يقتصر تعاملها على الدولار فقط (قبول الودائع أو منح القروض).

5

قروض فائض الاحتياطيالإلزامي

يمكن للبنوك أن يوجد لها فائض في الاحتياطي الإلزامي أن تعرضه لأحد البنوك التي تعاني عجز (عبارة عن تعهد غير مكتوب مضمون من BC الذي يلعب دور الوسيط) مقابل سعر فائدة بحدود ليلة واحدة ان زادت.

8

الأوراق التجارية: أدوات دين قصيرة الأجل تصدرها البنوك التجارية أو المؤسسات الكبرى تعتمد على الثقة في التعامل.

أ. سند لأمر

يتعهد في المشتري بدفع قيمة البضاعة المشتراة بعد فترة من الزمن لأمر البائع ويمكن لحامل السند استعماله بذلك ينتقل من شخص لآخر

ب. السفتجة (الكمبيالة)

تنظم العلاقة بين 3 أطراف:
دائن - مدين - المدين تجاهه.

ج. سند الرهن

يشبه سند لأمر في صيغته، تقام مستودعات توضع فيها البضاعة لفترة معينة ويحصل على إيصال من إدارة المخزن تثبت عملية الإيداع مرفقا بسند الرهن.

المصدر من إعداد الباحثة بالاعتماد على مراجع سابقة

-أذونات الخزانة: تعتبر من أدوات الدين العام للحكومة تصدرها السلطة النقدية في البلد المعني، وفي الغالب الأسهم لحاملها، ، تصدر أذونات الخزانة بالأشهر (3،6،9،12) أو بالأيام (91،182،365) لتمويل عجز الميزانية العامة للدولة، يتقدم لخصم هذه الديون جميع المتعاملين في سوق النقد ويتم تداول هذه الأذونات عن طريق بيعها في المزاد العلني باستخدام مبدأ الخصم أي يباع بسعر أقل من قيمته الاسمية المثبتة في الشهادة وفي تاريخ الاستحقاق تلتزم الحكومة بدفع القيمة الاسمية المدونة على الأذن ويمثل الفرق مقدار العائد الذي يجنيه المستثمر، أول إصدار لها كان سنة 1929 في الولايات المتحدة الأمريكية وتتداول أذونات الخزانة على أساس سعرين الأول للشراء والثاني للبيع وتحدد هذه الأسعار بناء على سعر الخصم للبيع والآخر للشراء المعلنة في السوق المالية.

الأوراق التجارية: تمثل تعهدات غير مضمونة بموجودات مادية تصدرها الشركات ذات المراكز الائتمانية القومية تتراوح آجالها بين 3 و270 يوم وتباع بالخصم عن طريق القيمة الاسمية. تستخدم بغرض تغطية الاحتياجات المادية القصيرة الأجل أول إصدار لها كان عام 1920 ب و.م.أ وتتسم بالمخاطرة المرتفعة نسبيا قياسا بأذونات الخزانة.

فهي أوراق دين قصيرة الأجل تصدرها البنوك التجارية والشركات المساهمة الكبيرة الحجم ويعتمد التعامل بالأوراق التجارية على الثقة بين المتعاملين في السوق وتتمثل في:

أ- سند لأمر: وفيه يتعهد المشتري بدفع قيمة البضاعة بعد فترة من الزمن من خلال تحرير سند لأمر البائع ويمكن لحامل السند استعماله لسداد دينه وبذلك يمكن انتقاله من شخص لآخر.

ب- السفتجة (الكيميالة): ينظم سند لأمر العلاقة بين طرفين، أما السفتجة فهي تنظم العلاقة بين 3 أطراف: الدائن، المدين، والمجني تجاه هذا المدين، وبذلك تكون صيغة السفتجة عبارة عن أمر يوجهه المدين تجاه مدينه بأن يدفع مبلغ معين إلى الدائن بتاريخ معين.

ت- سند الرهن: يشبه سند الأمر في صيغته لكنه يختلف عنه بكونه مضمونا بسلع حيث تقام مستودعات يمكن لصاحب السلطة أن يودعها لفترة معينة ويحصل على إيصال من أوراق المخزن يثبت عملية الإيداع ويكون مرفقا بسند الرهن.

القبولات المصرفية: هي عبارة عن سحوبات مصرفية يستخدمها المستورد عند استيراد بضاعة من الخارج فهي إذن حوالات تنشأ بسبب الترتيبات الائتمانية القصيرة الأجل حيث يصدر المصرف التجاري حوالة يتعهد بها بالدفع عند الطلب أو خصمها قبل تاريخ الاستحقاق الذي يتراوح بين 30 و180 يوم، تعتبر قصيرة الأجل

لاعتدال مخاطرها. و القبول المصرفي هو وعد بالدفع مماثل للشيك تصدره شركة معينة تطلب فيها من البنك أن يدفع لأمره أو لأمر شخص ثالث مبلغا محددًا من المال في المستقبل يحدد بتاريخ معين ويقوم البنك (ختم) الحوالة بعبارة "مقبول" عموما تمثل الكمبيالات المصرفية تعهد كتابي اقترضه شخص ما من أحد البنوك.

القروض قصيرة الأجل: هي القروض التي تمنح من قبل المصارف وتكون قصيرة الأجل والتي تتراوح مدتها لأقل من سنة تستخدم أغلبها لتمويل الدورة التشغيلية للمشروع بمبالغ يتفق عليها وسعر فائدة محدد وشروط أخرى متعددة حسب طبيعة البنك تساهم هذه القروض في رفع درجة السيولة للسوق المالي وتقدر تكاليفها بمقدار الفائدة المدفوعة

قروض فائض الاحتياطي الإلزامي: يمكن للبنوك التي يوجد لديها فائض في الاحتياطي الإلزامي أن تقرضه لبنوك أخرى تعاني من عجز فيه، ولا يعتبر هذا القرض أوراقا مالية ذلك لأنها تتمثل في تعهد غير مكتوب مضمون من البنك المركزي، حيث يلتزم البنك المقترض بسداد قيمة القرض مصحوبا بفائدة ويكون الافتراض في حدود ليلة واحدة غير أنه يمتد في بعض الأحيان إلى فترة أطول ويلعب البنك المركزي دور الوسيط بين البنوك، كما يمكن أن يكون الاتصال مباشرة عن طريق سمسار متخصص.

شهادات الإيداع المصرفية القابلة للتداول: تعتبر شهادات الإيداع من أدوات الدين الحديثة نسبيا في أسواق النقد إذ يرجع أول صدور لها عام 1960 من قبل البنوك الأمريكية ثم توسعت العديد من المؤسسات المالية في إصدارها وتعرف على أنها ورقة مالية تثبت مملكتها حقا في استرداد المبلغ المودع بالإضافة إلى فائدة سنوية، تصدر عادة من البنوك التجارية والمؤسسات المالية هذا ما أعطى لها صفة الوديعة تتميز بتنوع إصداراتها ومرونتها العالية من حيث الاستحقاق. فهي عبارة عن وثيقة تصدرها البنوك تثبت حق العميل مقابل وديعة ثابتة بمبلغ معين وتاريخ استحقاق محدد تتراوح بين شهر و 18 شهر، ويسعر فائدة محدد أو متغير ، ويمكن لحاملها التصرف فيها بالبيع أو التنازل قبل تاريخ الاستحقاق وذلك ببيعها في السوق الثانوي.

اتفاقيات إعادة الشراء: تمثل هذه الاتفاقيات أحد أساليب الاقتراض التي يلجأ إليها التجار المتخصصون في شراء وبيع الأوراق المالية لتمويل مخزون إضافي من أوراق مالية سهلة التسويق وذلك لليلة واحدة أو لأيام قليلة وبمقتضى هذا الأسلوب يلجأ التاجر إلى أحد السماسرة المتخصصين في تلك الاتفاقيات ليبرم اتفاقا مع أحد المستثمرين الذين يبحثون عن فرصة لإقراض أموال فائضة لديهم.

الودائع بعملات أجنبية: عرفت هذه الودائع في البداية باسم اليورو دولار ثم أصبحت تتعامل بالعملات الأخرى المختلفة وقد ساهم سوق العملات الأجنبية في زيادة عرض الأموال بالعملات الأجنبية الأمر الذي قلل من تكاليف التمويل وإجراءات الحصول عليها مما أدى إلى تخفيض أسعار الفائدة.

قروض الدولارات الأوروبية: يتكون سوق الدولار الأوروبي من بنوك الدول الأوروبية التي يقتصر على الدولار بمعنى تقبل ودائع وتمنح القروض بالدولار فقط، وتتسم هذه الأخيرة بضخامة قيمتها وقصر تاريخ استحقاقها هذا ولم يعد الأمر يقتصر على الدولار فقط، إذ أصبح سوق العملات الأوروبية موازيا للسوق الدولار الأوربي يمكن أن تلجأ إليه البنوك وغيرها من المؤسسات المالية بهدف الاقتراض.

الحسابات الجارية: هي عبارة عن حسابات تفتحها المؤسسات المالية في سجلاتها للمتعاملين معها وكذلك الفوائد المستحقة لأحد من الطرفين بالإضافة إلى العمولات والمصاريف التي تقتطعها المؤسسات مقابل الخدمات وتنقسم إلى حسابات جارية دائنة تمثل التزامات المؤسسة، وحسابات جارية مدينة تمثل التزامات المتعاملين تجاه المؤسسة. إن وجود سوق نقدي فعال يؤدي إلى تخفيض كلفة التمويل قصيرة الأجل وإلى زيادة سرعة دوران رأس المال في المشاريع وكذا زيادة الطاقة الإنتاجية فيه فينعكس بصورة رواج اقتصادي على مستوى الاقتصاد القومي ككل.

عمليات السوق النقدي: تنقسم العمليات التي تجرى في السوق النقدي إلى نوعين كما هو موضح في

الشكل:

الشكل رقم 8 عمليات السوق النقدي

يلتزم البنك المركزي بتوفير السيولة:

عمليات السوق المفتوحة:

1. عمليات إعادة الخصم، تلجأ البنوك التجارية إلى BC للاقتراض أو إعادة خصم السندات.
2. عمليات الاستغلال: يتدخل البنك المركزي بشراء وبيع الأدوات المالية فيؤثر على السيولة البنكية إما بالزيادة عند الشراء أو بالنقصان عند البيع.

الاقتراض والاقتراض ما بين البنوك عن طريق البنك

المركزي:

عمليات في سوق ما بين البنوك:

1. الأخذ لأجل: الحصول على قرض مقابل أوراق مالية مع الوعد بإعادة بيعها عند أجل محدد.
2. العرض الأبيض: تحويل الأموال بدون سندات أقل استعمالاً لانعدام الثقة والأمان لخطورتها.
3. بيع وشراء السندات.
4. قروض swap: قروض يتم تبادلها بين البنوك التجارية بالعملات الأجنبية.

المصدر من اعداد الباحثة

أ. العمليات في سوق ما بين البنوك: إن سوق ما بين البنوك هو السوق الذي تتبادل فيه البنوك الموارد المالية بالاقتراض أو الاقتراض لأجل قصير كما يتدخل BC عن طريق السياسة النقدية لتحديد الكتلة النقدية اللازمة وعن العمليات نجد:

- الأخذ لأجل pension: هي عمليات تحصل من خلالها المؤسسة على قرض من زميلتها مقابل أوراق مالية أي هي شراء سندات خاصة وعامة مع الوعد بإعادة بيعها عند أجل محدد.
- القرض الأبيض en blanc: هي تحويل بسيط للأموال بدون سندات في المقابل وتعتبر هذه العملة الأقل استعمالاً في السوق نظراً لخطورتها.
- بيع وشراء السندات: مثل أذونات الخزانة، شهادات الإيداع من طرف البنك والسندات قصيرة الأجل.
- قرض swap: وهي قروض يتم تبادلها بين البنوك التجارية وتكون بالعملات الأجنبية.

ب. عمليات السوق المفتوحة: يلتزم البنك المركزي بتوفير إعادة التمويل للقطاع المصرفي وهذا إما عن طريق عمليات إعادة الخصم بسعر ثابت لسندات تمثل ديوناً قصيرة الأجل أو الاستغلال بواسطة عمليات بسعر متغير.

● عمليات إعادة الخصم: تلجأ البنوك التجارية إلى البنك المركزي للاقتراض أو إعادة خصم السندات عندما تكون في حاجة إلى سيولة.

● عمليات الاستغلال: العناصر القائمة في هذا المجال هي سعر نداء العرض Appel d'offre وسعر الأخذ لسبعة أيام وبهذا يتمكن البنك المركزي من التأثير على لسوق فيما بين البنوك بالإضافة إلى إعادة الخصم والتدخل بسعر متغير يعمل البنك المركزي على شراء وبيع أذونات الخزانة، وهذا بسعر السوق فبتدخله يؤثر على السيولة البنكية بالزيادة عند الشراء والنقصان عند البيع عمليات البنك بالسعر المتغير ما يلي:

■ عمليات النداء بالعرض: وهي تسهيلات تمنح للنظام المصرفي والمبادرة تكون للبنك المركزي وهذا لآجال مختلفة عن طريق الأخذ لآجل ويقوم BC بإحصاء عدد ومقدار الطلب على النقود من قبل المؤسسات القرض عند مختلف أسعار الفائدة المفتوحة ثم يقوم بعرض النقود بالمستويات المحددة وبالأسعار المناسبة.

■ الأخذ لآجل لسبعة أيام: مقابل أذونات الخزانة أو السندات الخاصة يمكن لمؤسسة القرض أن تتقدم إلى البنك المركزي طالبة منه قرض تحت شكل الأخذ لسبعة أيام بشرط أن يكون لديها قدر ونوع من السندات القابلة للتعبئة+++.

إعادة التمويل في السوق النقدي:

يمكن للبنوك التجارية أن تلجأ إلى البنك المركزي للبحث عن إعادة التمويل وإعادة التمويل في السوق النقدية يتم عن طريق سوق ما بين البنوك وعن طريق قيود البنك المركزي وتكون التكلفة عالية في الحالة الثانية BC خاصة في السياسات الانكماشية للبنك المركزي وشحة عرض الأموال من طرف البنوك الأخرى وتتم عملية إعادة التمويل بطريقتين:

ط1: إعادة التمويل في السوق مقابل تقديم سندات على سبيل الضمان أو الأمانة.

ط2: إعادة التمويل في السوق النقدي تتم مقابل تقديم سندات مقابل القرض وتسمى طريقة التمويل هذه بالعمليات على البياض.

أما في حالة عدم كفاية الأموال المعروضة في سوق ما بين البنوك يمكن للبنك المركزي أن يتدخل في السوق النقدية بإتباع إحدى الطرق التالية:

- أ. الشراء النهائي: يتدخل BC مشتريا لبعض الأنواع من السندات العامة والخاصة ويكون التنازل من طرف البنوك نهائيا ويحصل BC مبلغ هذه الأوراق في تاريخ استحقاقها من الأشخاص الذين سحب منهم.
- ب. اتفاقية إعادة الشراء لمدة 24 ساعة: يقوم البنك الذي يطلب إعادة التمويل بالتنازل عن السندات التي بحوزته لمدة معينة (صفة مؤقتة) هي مدة القرض.
- ت. اتفاقية إعادة الشراء لمدة 7 أيام: تجري هذه الاتفاقيات على سندات الخزينة التي يتنازل عنها البنك المقترض لمدة 7 أيام مقابل أموال تستعمل لمواجهة الحاجات المالية الغير المتوقعة لهذا البنك.
- و تتمتع السوق النقدية بعدة مزايا فهي تعتبر مصدرا مهما للتمويل قصير الأجل فهي توفر لمنشآت الأعمال السيولة الفائضة المؤقتة من استثماراتها بأدوات ذات عائد ومخاطر منخفضة جدا، كما تلعب دور مهم في رسم السياسة النقدية للدولة حيث يتدخل البنك المركزي في الآجال القصيرة لتغيير أسعار الفائدة بالإضافة إلى أنها أسواق تتميز بقدر كبير من السيولة والمرونة العالية.

المحاضرة السابعة: سوق رأس المال

هي عبارة عن أسواق متخصصة في الاستثمارات بعيدة المدى والتي تتجاوز فترات سدادها السنة الواحدة وتمثل محور العملية الاستثمارية في الأسواق المالية يمثل سوق رأس المال المكان الذي يلتقي فيه قوى العرض والطلب للمتاجرة برؤوس الأموال، فهو فضاء يلتقي فيه الأعوان الاقتصاديون ذوي العجز المالي ومن هم في حاجة للأموال ويتعاملون على أساس الثروة التي يتفوقون عليها والتي تخدم عائد كل طرف من العملية التبادلية. تعمل بنوك الاستثمار وشركات التأمين والبنوك المتخصصة وصناديق المعاش والادخار في أسواق رأس المال وتقوم بإقراض الغير بنفسها من دون وساطة. و تتكون أسواق رأس المال من الأسواق الحاضرة (الفورية) والأسواق المستقبلية (أسواق العقود الآجلة).

مقومات إنشاء السوق المالية: تلعب الأسواق المالية دور فعال في الحياة الاقتصادية إذ تدور أكبر الصفقات التجارية فيه والتي تمثل الجزء الأكبر من ثروة البلاد. فالسوق هو الوسيلة التي يلتقي من خلالها البائع والمشتري بغض النظر عن المكان المادي للسوق و إنشاء أي سوق مالي يستدعي وجود مجموعة من المقومات التي تضمن الفعالية التامة له وفيما يلي سنتطرق إلى أهمها:

- وجود مكان محدد ومعلوم عند كافة المتعاملين والراغبين في التعامل.
- سهولة الاتصال بين المتعاملين مباشرة أو عن طريق الوسطاء وبذلك تكون الأسواق مجهزة بأجهزة العرض والاتصال والتسجيل ونظم المعلومات.
- مناخ ملائم للاستثمار قائم على أساس الثقة والتنظيم (حيث أن الثقة هي الحافز الذي يجذب الاستثمار المحلية والأجنبية) و التنظيم يعكس مدى وضوح الفلسفة المالية والنقدية وقوانين تنظيم وتشجيع الاستثمار والتشريعات الخاصة بالإصدار النقدي والتحويل الخارجي وقانون الشركات
- مؤسسات مالية ومصرفية متنوعة ومتطورة قادرة على أداء مهام الوسيط المالي وتجميع الادخارات وتوزيع المخاطر وتقليلها وهذا بجانب قدرتها على ممارسة دور الصيرفة الاستثمارية.
- النمطية وذلك يجعل جميع العقود والمعاملات في السوق بنمط محلي والتنميط هو الوسيلة التي يمكنها توليد سوق ثانوية للأوراق المالية ومن ثمة توفير عنصر السيولة للمستثمر.

-وجود إطار قانوني وقواعد خاصة لتنظيم ورقابة المعاملات التي تجري في السوق المالية وهذا لحماية المتعاملين من المخاطر ومحاسبة من يخرج عن ذلك الإطار القانوني.

-وجود الاستمرارية والتي لا تتحقق إلا ب:

*وجود الحرية التامة بين المتعاملين والمعاملات التي تجري فيها.

*إجراء عمليات كثيرة ومتكررة.

تعدد الأوراق المالية المطروحة في السوق وتنوعها وهو ما يؤدي إلى زيادة عدد الشركات المسجلة في السوق المالية وزيادة عدد العاملين فيها وبذلك تزداد فعالية السوق من خلال نمو وازدياد حجم التداول والتعامل فيها، وتقاس عادة فعالية أية سوق مالية من خلال:

*السرعة الفائقة التي تتم بها المعاملات.

*الدقة والصحة وعدم حدوث أخطاء أو السماح لاحتمال حتى ظهورها.

*سرعة رصد وتسجيل ونشر البيانات والمعلومات بشكل فوري وسريع.

وظائف السوق المالية: تؤدي السوق المالية وظائف تبرز وجودها وأهميتها على الساحة الاقتصادية حيث تعمل هذه الأخيرة وفق مجموعة من الآليات على تحقيق التوازن بين قوى العرض والطلب بالإضافة إلى إمكانية إجراء كافة المعاملات والمبادلات بكل دقة وفعالية ويمكن تلخيص وظائف السوق المالية في النقاط التالية:

-تعمل الأسواق المالية على توجيه الفوائض للمؤسسات الاقتصادية ذات العجز في التمويل أو التي تريد توسيع نشاطها من أجل المساهمة في التنمية وتطوير هذه المؤسسات الاقتصادية بالإضافة إلى أنها تؤمن للدولة موارد إضافية تساعد على تحقيق سياستها الاقتصادية والاجتماعية.

كما تساهم في تمويل خطط التنمية الاقتصادية وتسريع معدلات النمو الاقتصادي من خلال تعبئة المدخرات الضخمة التي تعجز الحكومات والبنوك التجارية عن توفيرها لعدة أسباب منها مشاكل التضخم الناجمة عن الإصدار النقدي إلى جانب المخاطر التي قد تتعرض لها هذه البنوك لاسيما عند منحها للقروض طويلة الأجل

-إضفاء صفة السيولة والمرونة العالية للأصول المالية والتي يصعب تسيلها في حالة غياب هذه الأسواق وهي تعتبر أهم وظيفة تؤديها السوق بعد وظيفة توجيه الفوائض وتعبئة المدخرات إذ تساهم سيولة السوق المالي في تدعيم الاستثمارات طويلة الأجل و توسيعها مما ينعكس بالإيجاب على المستوى المعيشي للأفراد والنمو الاقتصادي

-تساهم الأسواق المالية بتخفيض كلفة المعلومات وكلفة البحث عن الصفقة.

-تمكن الأسواق المالية عن تكوين محافظ استثمارية تضم أوراق مالية لقطاعات متعددة وشركات متنوعة ولا يقتصر تنوع المخاطر على المستوى المحلي فحسب ففي ظل ظاهرة تكامل واندماج الأسواق المالية أصبح هذا التنوع على المستوى الدولي ممكناً

-توسيع قاعدة الخيارات لأصحاب المدخرات والثروات.

-تخفيض الضغط على النظام الائتماني والمساهمة في استقرار أسعار الفائدة من خلال إيجاد مصادر بديلة للتمويل.

و في الأخير تتمثل الوظيفة الأساسية للسوق المالية في تسيير حصول وحدات العجز المالي على الأموال اللازمة لها من وحدات الفائض المالي إما بطريق مباشر أو بطريق غير مباشر ومعنى ذلك أن التمويل يتم ب:

أ- **التمويل المباشر:** ويجري هذا النوع من التمويل مباشرة بين المقرض والمقترض إما عن طريق الاقتراض مباشرة أو عن طريق إصدار الأوراق المالية المختلفة مثل الأسهم والسندات و أذونات الخزنة. ويتم بدون تدخل أو وجود أجهزة الوساطة المالية غير المصرفية .

ب- **التمويل غير المباشر:** ويجري هذا النوع من خلال أجهزة الوساطة المالية مثل البنوك التجارية وشركات التأمين وصناديق المعاشات بأنواعها والتي تقوم بتجميع الأموال من وحدات الفائض أما من خلال الودائع أو من خلال إصدار أوراق مالية وتستخدمها في تقديم القروض لمن يحتاجها أو تستخدم في شراء الأوراق المالية الجديدة التي تصدرها وحدات العجز المالي.

المشاركون في السوق المالية:

تعمل الأسواق المالية بواسطة تعاون وتناسق مجموعة من الوحدات الاقتصادية التي تؤثر فيها وتتأثر بها فهي تضم العديد من المتعاملين متمثلين في العارضين والطالبين للأموال وكذا الوسطاء كونهم يؤدون وظائف اقتصادية أساسية للسوق.

أ- الطالبون للأموال أو المقترضون:

يمثلون الوحدات التي تقوم بالاقتراض من سوق المال ويتكونون من الوحدات التي تعاني عجز مالي ويريدون أن ينفقوا أكثر من دخلهم الحالي مثل الأفراد والشركات الخاصة والمؤسسات العامة والحكومة والسلطات العامة... وتتم عملية الطلب (أو الاقتراض) على الأموال أما بالاقتراض مباشرة أو عن طريق:

- إصدار السندات (ديون).

- إصدار الأسهم (بالمشاركة).

ب- العارضون للأموال أو المقرضون:

يمثلون فئة المستثمرين الذين يزيد دخلهم العادي عن إنفاقهم الاستهلاكي من الأفراد و المؤسسات. وتتم عملية العرض أو (الاقتراض) للأموال إما بالإقراض المباشر أو عن طريق شراء السندات أو شراء الأسهم.

المؤسسات المالية الوسيطة:

وتتكون هذه المجموعة من المؤسسات التي تقوم بدور الوساطة المالية متمثلة في:

أ- مؤسسات الإيداع: وتشمل البنوك التجارية وبنوك الادخار المشتركة.

ب- مؤسسات الادخار التعاقدية: وتشمل شركات التأمين وصناديق التقاعد.

ج- مؤسسات الاستثمار: وتشمل بنوك الاستثمار والأعمال، صناديق الاستثمار وصناديق الاستثمار المشتركة.

- البنوك التجارية: تعتبر البنوك التجارية من أهم الناشطين في السوق المالية والبورصة فهي تعمل كوسيط مالي بين مجموعتين رئيسيتين من العملاء الأولى لديها فائض من الأموال و تحتاج إلى الحفاظ عليه وتنميته والثانية هي

مجموعة من العملاء تحتاج إلى الأموال لغرض الاستثمار أو التشغيل أو كليهما وظيفته الأساسية هي قبول الودائع تدفع عند الطلب أو لآجال محددة وتقديم التسهيلات الائتمانية قصيرة الأجل.

شركات التأمين: يعرف التأمين على أنه نظام اجتماعي يصمم ليقفل من ظاهرة عدم التأكد الموجودة لدى المستأمن عن طريق نقل أخطار معينة إلى المؤمن والذي يتعهد بتعويض المؤمن له عن كل جزء من الخسارة المالية التي يتكبدها.

-صناديق التقاعد: هي عبارة عن مؤسسات اجتماعية واقتصادية إضافة إلى كونها مؤسسات ادخار واستثمار حيث تقوم بتوظيف أموالها عادة في شكل أصول حقيقية وأدوات إقراض مثل السندات التي تصدرها الحكومات وسندات الشركات التجارية الكبرى إضافة إلى الودائع والعقارات والاستثمار المباشر في شركات غير مدرجة

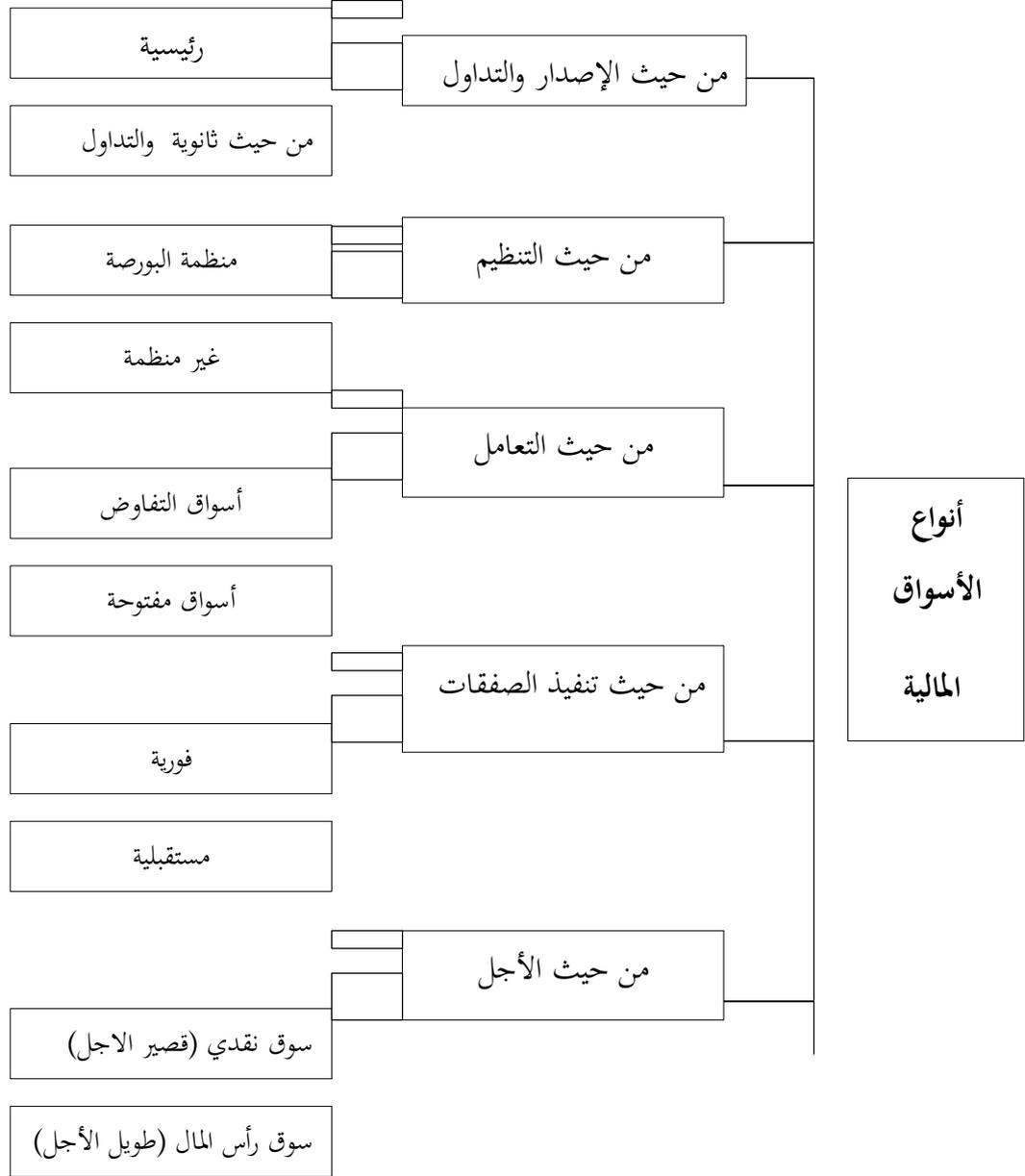
-بنوك الاستثمار: هي عبارة عن مؤسسات مالية تقوم بتجميع الأموال التي تتوافر لديها من المساهمين أو من خلال طبع السندات في السوق المالية ووضعها تحت تصرف المستثمرين ويقوم نشاطها على التمويل طويل الأجل

-صناديق الاستثمار: أشبه ما يكون بوعاء مالي ذي عمر محدد تكونه مؤسسات مالية متخصصة وذات دراية وخبرة في مجال الاستثمارات (بنك أو شركة استثمار) وذلك بقصد تجميع مدخرات الأفراد ومن ثم توجيهها للاستثمار في مجالات مختلفة وبالتالي تحقق للمساهمين والمشاركين فيها عائدا مجزيا وضمن مستويات معقولة من المخاطر.

الوسطاء: يعد الوسطاء والسماسة أهم الفاعلين في البورصة لما لهم من دور شديد الأهمية في تقديم مجموعة من الخدمات المتكاملة للمتعاملين فهم مؤسسات لا تقوم بدور الوساطة بالشكل السابق ولكنهم وسطاء وظيفتهم الأساسية الجمع بين طرفين أو أكثر لإبرام عقد أو صفقة.

أنواع السوق المالي: هناك عدة تصنيفات للسوق المالي وذلك حسب معيار التصنيف مال يلي:

الشكل رقم 9 أنواع الأسواق المالي



المصدر من إعداد الباحثة

1. أنواعه من حيث الإصدار والتداول: وينقسم إلى:

- سوق أولي: هو السوق الذي يكون فيه البائع للورقة المالية (سهم أو سند) هو مصدرها الأصلي ويكون إما عن طريق جهة متخصصة (بنك الاستثمار)، الأسلوب المباشر، المزاد ..
- سوق ثانوي: هو السوق الذي يتم فيه التعامل بالأسهم والسندات التي سبق إصدارها والتي يتم تداولها بين المستثمرين وينقسم بدوره إلى أربعة أسواق.

- سوق منظمة: تمثل البورصة لأنها تتم في مكان رسمي (سماسرة).
 - سوق غير منظمة: وتتكون من السماسرة غير الأعضاء في السوق ولكن لهم الحق في التعامل في الأوراق المالية (السوق الثالث والرابع).
 - السوق الثالث: يتكون من بيوت السمسرة غير أعضاء الأسواق المنظمة ولهم الحق في التعامل في الأوراق المسجلة بتلك الأوراق (عن طريق المضاربة).
 - السوق الرابع: يتم التعامل مباشرة بين الشركات الكبرى والأغنياء يتعاملون فيما بينهم في شراء وبيع الأوراق المالية مستبعدين السماسرة لتخفيض التكاليف (صفقات ضخمة وكلفة غير موجودة).
2. أنواعه من حيث التنظيم:
- أسواق منظمة: هي الأسواق المالية الثانوية التي يتم التعامل فيها في مكان محدد بأسهم شركات مدرجة في السوق ويحكمها قوانين وتنظيمات.
 - أسواق غير منظمة: تتم هنا المعاملات خارج السوق المنظم عن طريق بيوت السمسرة من خلال شبكات كبيرة من الاتصالات السريعة كما تسمى بالأسواق المالية، يتم التعامل فيها بأسهم الشركات المدرجة لكن بحجم أقل وكذلك بأسهم الشركات غير المدرجة التي لم تستوف الشروط الإدراج.
3. أنواعه من حيث التعامل: وينقسم إلى:
- السوق المفتوحة: يتم بيع السندات والأسهم في الأسواق المفتوحة (أسواق المزايمة لمن يدفع سعر أعلى ويتم بيع وشراء نفس السهم عدة مرات خلال عدة صفقات).
 - أسواق التفاوض والمساومة: حيث يكون التعامل فيها لعدد محدود من الأشخاص ويتم التفاوض بين هؤلاء الأشخاص في تلقي الودائع ومنح القروض البنكية وكذا إصدار الأوراق المالية.
4. أنواعه من حيث تنفيذ الصفقات: وتنقسم إلى:
- أسواق فورية: هي أسواق يتم فيها تنفيذ الصفقة (أي تسليم الأدوات المالية المشتراة فوراً، وقد يزيد إلى 3 أيام وتعتبر أسواق فورية، أما إذا زاد عن ذلك فتصبح آجلة.
 - أسواق مستقبلية: هي أسواق يتم التعامل فيها بعقود قيم تنفيذها مستقبلاً.
5. أنواع السوق حيث الأجل: وينقسم إلى:
- سوق النقد: يتم التعامل في آجال قصيرة أقل من سنة.

- سوق رأس المال: يتم التعامل في آجال طويلة أكثر من سنة.

أدوات الاستثمار في السوق المالية:

تتنوع الأوراق المالية التي يتم تداولها في بورصة الأوراق المالية وتختلف تبعا لنوع العملية المراد تداولها وفي الحقيقة أي ورقة من الأوراق المالية تمثل أصولا وخصوما في نفس الوقت وحتى الأوراق النقدية لها نفس هذه الميزة في سوق المال مثلا: الأسهم والسندات ووثائق الاستثمار التي تصدرها صناديق الاستثمار وشهادات الإيداع الدولية والتي تسمى أدوات الاستثمار وفيما يلي سنتعرف على كل نوع على حدى وكذا الأنواع والمميزات التي تميز كل ورقة مالية.

1/ الأسهم:

قد تكون حق ملكية وحصصة في الربح المحقق مع الحق في الإدارة مثل **الأسهم** أو حق دائنية مقابل فائدة ثابتة مثل **السندات** أو حق ملكية وحصصة في الربح بدون إدارة وفيما يلي نتطرق إلى كل نوع على حدى:

1. الأسهم: (أدوات تثبيت حق الملكية)

هو عبارة عن ورقة تثبت ملكية حاملها الجزء من رأس مال الشركة في حدود قيمتها الاسمية وعليه فحامل السهم شريك في المؤسسة له حقوق لا سيما حقه في الأرباح.

● خصائص الأسهم:

- قابلية التداول: إذ تتمتع الأسهم بمرونة عالية في سوق الأوراق المالية حيث تجعل بالإمكان التنازل عن السهم بالطرق التجارية.
- متساوية القيمة: تقوم الشركة بإصدار عدد من الأسهم العادية تكون متساوية القيمة ولا يجوز إصدار أسهم عادية عن نفس الشركة بقيم مختلفة.
- خاصية المسؤولية المحدودة: حيث تنص القوانين على أن مسؤولية المساهم تكون محدودة في حدود مساهمته.
- عائد السهم هو الربح الذي تحققه المؤسسة: وذلك بقيمة نسبة الأرباح / عدد الأسهم ، وبذلك يمكن أن يحقق صاحب السهم أرباح كما يمكن أن يحقق خسائر.

- صاحب السهم له الحق في تسيير شؤون المؤسسة وذلك من خلال المشاركة في عمليات التصويت.
- تشكل الأسهم موضوعا للمضاربة في البورصة.
- في حالة تصفية المؤسسة أصحاب الأسهم هم آخر من يحصلون على حقوقهم.
- السهم ورقة مالية غير محددة الأجل وأجله النظري هو مدة حياة المؤسسة.
- أنواع الأسهم: يمكن تقسيم أنواع الأسهم إلى 3 أصناف وذلك حسب معايير التصنيف إلى:

1. الأسهم من حيث الشكل:

(1) الأسهم الاسمية (Nominal shares): السهم الاسمي هو الذي يصدر باسم مالكة

ويتداول هذا السهم عن طريق القيد في سجل الشركة ويؤشر على الأسهم بما يفيد نقل الملكية باسم من انتقلت اليه (بيانات الحامل الجديد).

(2) الأسهم لحاملها (Bearer shares): هو الذي لا يذكر فيه اسم المساهم ويعتبر حامله مالكا

له بسبب حيازته المادية قرينة على وجود السبب الصحيح وحسن النية في سند الملكية، ويحصل التنازل عن السهم لحامله بتسليمه من يد إلى أخرى وبذلك يحصل على تداوله بأقصى سرعة.

(3) الأسهم الأم : هو السهم الذي يقترن بشرط الأم أو الأذن ويتداول هذا السهم بطريق التظهير

أي بكتابة على ظهر السهم تفيد نقل الملكية لمظهر إليه ومن النادر أن يصدر السهم لأم شخص معين.

2. أسهم من حيث طبيعة الحصة:

(1) السهم النقدي cash: هي الأسهم التي تمثل الحصة التي دفعت نقدا في رأس مال الشركة.

(2) السهم العيني Vendors: هي الأسهم التي تمثل حصة عينية لعقار، مصنع، متجر ..، في

رأس مال الشركة لا يجوز تسليمها إلى أصحابها إلا عند تسليم المقدمات التي تقابلها وتعتبر قيمتها مدفوعة.

(3) الأسهم المجانية: عبارة عن جزء من الأرباح المحتجزة أو الاحتياطي (زيادة في رأس المال) يتم

تحويلها إلى أسهم مجانية توزع على المساهمين بحسب ما يملكه كل مساهم من الأسهم الأصلية.

3. أسهم من حيث الحقوق:

1) الأسهم العادية (Ordinary shares) هي أكبر أنواع الأسهم شيوعا وتعتبر صكوك ملكية في الشركة المساهمة حيث تحول لصاحبها الحصول على عوائد موزعة في المستقبل (تختلف باختلاف ربحية المشروع)، كما يخول السهم العادي صاحبه التصويت على سياسات الشركة والقرارات العامة من خلال حضور اجتماعات الهيئة العادية وغير العادية وعموما يتمتع صاحب السهم العادي بمجموعة من الحقوق هي:

- الحق في الأرباح الموزعة.
- حق التصويت .
- حق الأولوية في الاكتتاب: عند إصدار أسهم عادية فإن المساهمين العاديين القدامى الأولوية في شرائها بنسبة ما يمتلكونه من أسهم قديمة.
- حق حضور الجمعيات العامة: قد تكون عادية أو استثنائية للمساهم العادي المشاركة في الجمعيات العامة من أجل المصادقة على الحسابات، مناقشة قضية توزيع الإرباح ، المشاركة في تسيير الشركة.
- حق بيع الأسهم... حق الاضطلاع على الوثائق.

2) الأسهم الممتاز Preference shares (الأوراق الهجينة)

هو السهم الذي يتمتع ببعض مزايا لا تتمتع بها الأسهم العادية ويطلق عليها تسمية الأوراق الهجينة تجمع بين خصائص السهم العادي والسندات (تشبه السندات من حيث ثبات العائد والأولوية في الحصول عليه من قبل أصحاب الأسهم العادية في حالة التصفية وتشبه الأسهم العادي في تواجدها فهي دائمة، كما يمكن تحويل السهم الممتاز إلى سهم عادي).

2/ السندات:

هي عبارة عن مستند مديونية تصدره الشركة أو أي هيئة أخرى، وهو بمثابة اتفاق أو عقد بين المستثمر أو المدخر(المقرض) والشركة(المقرض) وبمقتضى هذا الاتفاق يقرض الطرف الأول للطرف الثاني مبلغا محددًا الذي يتعهد بدوره برد أصل القرض والفوائد المترتبة عليه في تواريخ استحقاق محددة سلفًا.

- وتعتبر السندات أداة للتمويل تلجأ إليها الدولة و هيئاتها والمؤسسات الاقتصادية لجمع الأموال لتمويل مشاريعها فهو عبارة عن وعد مكتوب من قبل المقترض (المصدر) بدفع مبلغ معين من المال "القيمة الاسمية" إلى حامله بتاريخ معين مع دفع الفائدة المستحقة على القيمة الاسمية بتاريخ معين.

أنواع السندات:

يمكن تصنيف السندات طبقا لمعايير عدة منها:

- **التصنيف طبقا لجهة الإصدار:** تصنف السندات تبعا لجهة الإصدار إلى سندات تصدرها جهات حكومية وأخرى تصدرها منشآت خاصة.

التصنيف طبقا لشكل السند: ويمكن تصنيفها طبقا لشكلها كما يلي:

- **السند لحامله:** حيث تتوفر إمكانية تداوله بالبيع والشراء أو بالتنازل وفي تواريخ استحقاق الفائدة يتقدم حامل السند للبنك لتحصيل قيمة الفائدة.

- **السند الاسمي:** يتم تسجيله باسم المستثمر ويتم دفع فوائده بشيكات للشخص المسجل باسمه السند.

- **السند لأمر:** يتضمن تعهد من المحرر إلى شخص آخر بدفع مبلغ معين في تاريخ محدد.

أنواع السندات حسب تاريخ الاستحقاق: وهناك نوعان:

سندات تسدد عند تاريخ استحقاقها: حيث تقوم الجهة المصدرة بتسديد حقوق حاملها عندما يصل تاريخ الاستحقاق.

سندات تسدد قبل تاريخ استحقاقها: وهذا بهدف التقليل من ديون الشركة وإعادة الحقوق لأصحاب السندات:

- أنواع السندات حسب الحقوق والامتيازات المقدمة لحاملها:

سندات قابلة للتحويل إلى أسهم: والمقصود بها قابلية تحويل السند إلى أسهم عادية إذا رغب المستثمر في ذلك - وبالتالي ينص عقد إصدارها وموافقة حاملها على تحويلها إلى أسهم عادية.

أدوات تثبت حق الملكية والدين: حيث تجمع هذه الأدوات بين خصائص كل من الأسهم والسندات وأهمها:

1. **سندات المساهمة:** تصدر هذه الشهادات لأغراض مختلفة منها تحويل الصادرات والواردات، السكن، ... ، وتختلف خصائصها من بلد إلى آخر مثلا في الجزائر قلد المشرع الجزائري نظيره الفرنسي حيث جعلها غير قابلة للتسديد وغير قابلة للتعويض إلا في حالة تصفية الشركة ويستفيد حاملها من عوائد جزء ثابتة وأخرى متغيرة.

2. **السندات بقيمة الاكتتاب في الأسهم:** حيث يصبح حاملها في فترة لاحقة من المساهمين العاديين في الشركة مع احتفاظه بحقه كدائن بالنسبة للشركة (حامل السندات).

3. **شهادات الاستثمار:** يمكن لحملتها أن يتمتعوا بنفس حقوق حملة الأسهم فيما يتعلق بتوزيع الأرباح غير أن ليس لهم الحق في التصويت نقل حملة السندات العادية

يمكن لنا تمييز الفوارق التالية المبينة في الجدول:

الجدول رقم (1) الفرق بين الأسهم و السندات

السندات	الأسهم
يمثل جزء في قرض أو دين على الشركة أي حامل السند يعتبر أحد مقرضي أو دائني الشركة.	جزء من رأسمال الشركة أي أن حامل السهم يعتبر من ضمن ملاك الشركة.
تلتزم الشركة برد قيمة السند في موعد استحقاقه المحدد.	لا تلتزم الشركة برد قيمة السهم إلا في نهاية عمر الشركة أو عند تصفيتها ولا يسمح برده خلال عمرها.
يحصل حامل السند على فوائد بمعدلات ثابتة في مواعيد محددة سواء حققت الشركة أرباح أو خسائر لأن صاحب السند يعتبر ضمن الدائنين.	لا يحصل حامل السهم على عائد إلا في حالة وجود أرباح قابلة للتوزيع وإعلان الشركة عن هذه التوزيعات.

عند التصفية لا تسدد قيمة الأسهم إلا بعد سداد جميع الالتزامات التي تقع على عاتق الشركة.	إذا تعرضت الشركة للتصفية فإنه يتم سداد قيمة السندات قبل الأسهم.
يمكن للشركة إصدار السهم بالقيمة الاسمية أو بعلاوة إصدار ولكنها لا تصدر بخصم إصدار	يمكن للشركة إصدار سندات بالقيمة الاسمية أو بعلاوة إصدار أو بخصم إصدار.
يجق لحامل السهم أن يشترك في الإدارة عن طريق حضور الجمعيات.	لا يجق لحامل السند أن يشترك في إدارة الشركة عن طريق حضور الجمعيات.
لا تصدر الشركة أسهم بضمانات.	تصدر السندات أحياناً بضمانات مختلفة.

المصدر: ضياء مجيد الموسري "البورصات، أسواق رأس المال و أدواتها الأسهم و السندات" منشورات 1998 image ص، ص

المحاضرة الثامنة: المشتقات المالية

تعتبر المشتقات المالية من المستحدثات في الأصول المالية وتمثل إحدى التطورات الرئيسية في الأسواق المالية التي ظهرت في القرن الماضي وتطورت بشكل كبير وتعددت أدواتها، فهي عبارة عن أدوات مالية مشتقة بمعنى أن ليس لها قيمة في حد ذاتها وإنما تستمد قيمتها من الأصل محل العقد والتي من خلالها يمكن بيع وشراء المخاطر المالية في الأسواق المالية و الأصول التي تكون موضوع العقد إما حقيقية مثل المنتجات الزراعية، المعادن، النفط.. أو مالية مثل الأسهم والسندات، العملات، المؤشرات.....

تعريف المشتقات المالية:

تعرف الأدوات المالية المشتقة على أنها نوع من العقود المالية التي تشتق قيمتها من قيمة أصل آخر يطلق عليه اسم الأصل الأساسي.

- المشتقات المالية هي عقود يجري تسويتها في تاريخ مستقبلي يتحمل المتعامل بها تكلفة تعتبر متواضعة بالمقارنة بقيمة العقد فضلا عن ذلك تتوقف المكاسب أو الخسائر لأطراف المشتقة على الأصل المالي محل العقد.

يتم تداول المشتقات في الأسواق المنظمة (البورصة) وكذلك في الأسواق غير المنظمة على المعاملات التي تجري على المنضدة التي تتولاها بيوت السمسرة المنتشرة في جميع أنحاء العالم ولا يوجد مكان محدد لإجراء مثل هذه المعاملات وإنما تتم من خلال شبكة اتصالات قوية تربط بين السماسرة والتجار والمستثمرين والمؤسسات المالية، ومن بين العوامل الهامة التي ساهمت في نجاح أسواق عقود المشتقات ورواجها قدرتها على تحسين كفاءة السوق بتخفيض تكلفة المعاملات فضلا عن إتاحة الفرصة للمضاربين والمستثمرين للتغطية ضد المخاطر وتحقيق العوائد الرأسمالية.

ويتضمن العقد في معظم الأحيان مجموعة من العناصر الأساسية وهي كالآتي:

1- تحديد السعر: وهو الاتفاقات على سعر معين للتنفيذ في المستقبل مقارنة بالسعر وقت التنفيذ.

2- تاريخ التعاقد.

3- تحديد الكمية التي يطبق عليها السعر.

4- تحديد نوع الأصل محل التعاقد.

5- تحديد الزمن الذي يسري عليه التعاقد.

المشتق المالي: أداة مالية تشتق قيمتها من سعر أو معدل عقد أو مؤشر مالي وهذا السعر أو المعدل الأساسي يمكن أن يكون سعر ورقة مالية محددة أو سعر صرف أجنبي أو سعر سلعة أو معدل فائدة أو مؤشر أسعار أو معدلات.

أهداف الاستثمار بالمشتقات:

من خلال دراستنا للموضوع يمكن لنا التمييز بين هدفين رئيسيين هما:

1- المضاربة: وتعني جني أرباح عالية عن طريق الاستفادة من مزايا الرفع المالي وذلك من خلال المراهنة على تحركات الأسعار المستقبلية للأوراق المالية التي تتضمن تحقيق مكاسب عالية. ويوجد فرق بين استخدام السوق الفوري والسوق الآجل بحيث يتطلب الأول عند شراء الأوراق المالية منه الالتزام بدفعات نقدية مبدئية مساوية للقيمة الكلية للورقة المالية والعكس بالنسبة للثاني وهو الأمر الذي يحقق له درجة عالية من مزايا الرفع المالي مقارنة بالأسواق الفورية.

2- التحوط: ويكون ضد احتمالات التذبذب في أسعار الأوراق المالية التي قد تنشأ نتيجة التقلبات في أسعار الفائدة أو أسعار الصرف وغيرها.

ويستخدم المستثمرون المشتقات المالية عندما يكونون في وضع يواجهون فيه مخاطر مرتبطة بسعر أصل معين من أجل الحد من تلك المخاطر.

مما سبق فإن المستثمرين المتعاملين في أسواق المشتقات المالية يندرجون تحت الشرائح التالية:

1- **المضاربون speculators:** تحاول هذه الفئة من المستثمرين المراهنة على تحركات الأسعار المستقبلية من أجل تحقيق مكاسب وأرباح غير طبيعية من وجهة نظرهم كمضاربين مع قبول المخاطرة العالية من خلال اتخاذ مراكز مفتوحة.

2- **المتحوطون hedgers**: تهتم هذه الفئة المتعاملة في الأصول المالية بتخفيض المخاطرة الناشئة عن التغيرات السريعة والحادة في الأسواق عن طريق اتخاذ مركز معاكس لمركزهم السابق حتى يحموا أنفسهم من الخسائر في حال عكس السوق من حركته.

3- **المراجحون arbitrageurs**: هذه الفئة تمارس التعامل بالمشتقات عندما يكون هناك فرق سعري لأصل معين بين سوقين أو أكثر بحيث تشتري السوق المنخفض الأسعار وتبيع في سوق آخر مرتفع الأسعار وبالتالي تحقق ربح عديم المخاطر.

مخاطر التعامل بالمشتقات:

تنشأ مخاطر الاستثمار بالمشتقات المالية من حالة عدم التأكد المحيطة بأسعارها كونها تتعامل مع المستقبل وهو ما يزيد درجة الخطورة وهي كالاتي:

1- **مخاطر الائتمان**: وهو الخطر الناتج عن عدم تسديد الالتزام المالي الموجود في العقد.

2- **مخاطر السوق**: وهي المخاطر التي تؤثر على جميع المستثمرين ويصعب تجنبها مثل الانكماش الاقتصادي.

3- **المخاطر القانونية**: وتتمثل في مخاطر فرض قوانين جديدة على التعامل بالمشتقات.

4- **المخاطر المستقبلية**: وهي مخاطر عدم كفاءة إدارة محفظة المشتقات المالية.

بالإضافة إلى هذه المخاطر توجد مخاطر أخرى ثانوية وهي:

- مخاطر التسوية، مخاطر العمليات الناتجة عن عدم السيطرة، مخاطر السيولة...

أنواع عقود المشتقات:

توجد أنواع متعددة لعقود المشتقات نميز منها الأنواع الآتية:

- عقود الخيارات. Option contracts

- العقود الآجلة و المستقبلية. Foreword and future contracts

- عقود المبادلات. Swaps contracts

وفيما يلي سنحاول التعرف على كل نوع على حدى:

أ- **عقود الخيارات:** تعتبر عقود الخيارات من الأدوات الاستثمارية الحديثة و التي تعطي للمستثمر فرصة الحماية من مخاطر تغير أسعار الأصول بالإضافة إلى تحقيق الأرباح الرأسمالية.

ويعد الاختلاف في توقعات طرفي عقد الاختيار الدافع وراء إبرام مثل هذه العقود سواء بالبيع أو الشراء.

- وتمثل عقود الخيارات ورقة مالية ذات سمة خاصة يعطي هذا العقد لحامله الحق في شراء أو بيع ورقة مالية خلال فترة محددة بسعر يتفق عليه الطرفان يعرف بسعر الخيار أو التسليم.

- هي اتفاق بين طرفين يكون فيه لأحدهما الحق دون الالتزام في تنفيذ شراء أو بيع أصل حقيقي أو ما لطرف آخر في تاريخ مستقبلي وبسعر يحدد زمن الاتفاق مقابل مبلغ معين غير قابل للرد للطرف الثاني على سبيل التعويض أو المكافأة أما بالنسبة لموعد تنفيذ العقد فيأخذ شكلين:

- عند الالتزام بممارسة الحق في تاريخ معين فإن ذلك يتبع الخيار الأوربي european options

- بينما إعطاء حق التنفيذ لعقد الخيار خلال المدة المحصورة ما بين الاتفاق و حتى انتهاء صلاحية العقد فإن ذلك يتبع نموذج عقود الخيار الأمريكي American options والعقد الذي يتضمن منح حق الشراء يدعى خيار الشراء بينما يدعى العقد المتضمن منح حق البيع فيدعى خيار البيع ويدعى السعر المحدد لأغراض تنفيذ العقد في مواعده بسعر التنفيذ .

أ- خيار الشراء: هذا الخيار يعطي مشتريه الحق وليس الالتزام بشراء الأصل محل العقد إذا ما رغب من محرر الخيار خلال فترة تنتهي في تاريخ معين وبسعر محدد مسبقا عند التعاقد وعلى محرر الخيار أن يلتزم بتنفيذ الاتفاق ببيع الأصل محل العقد عندما يطلب مشتري الخيار ذلك في مقابل العلاوة التي حصل عليها مقدما عند التعاقد.

ب- خيار البيع: هذا الخيار يعطي مشتريه الحق وليس الالتزام في بيع الأصل محل العقد إذا ما رغب بائع الخيار محرر الخيار في خلال فترة تنتهي في تاريخ معين وبسعر محدد عند التعاقد. وعلى محرر الخيار أن يلتزم بتنفيذ

الاتفاق بشراء الأصل محل التعاقد عندما يطلب مشتري خيار البيع وذلك مقابل العلاوة التي حصل عليها من المشتري مقدما عند التعاقد.

كما ويتم تداول هذا النوع من الخيارات في كل من الأسواق المنظمة وغير المنظمة وتتضمن عقود الخيارات مجموعة من العناصر الأساسية مثل:

- تاريخ التعاقد.
- نوع الأصل محل التعاقد.
- كمية العقود وكمية الأصل في كل عقد.
- سعر التنفيذ أي السعر الذي بموجبه تتم التسوية بين طرفي العقد عند تنفيذه.
- تاريخ التنفيذ إذا كان من النوع الأوروبي أو المدة الزمنية التي يسري خلالها إذا كان من النوع الأمريكي.
- قيمة العلاوة.

خصائص عقود الخيارات:

- حامل الخيارات أي مقسوم أرباح أو فوائد.
- عائدات الخيارات هي فقط عائدات رأسمالية.
- يمكن لحامل الخيار أن يتمتع بالإعفاء الضريبي.
- تقلل الخيارات من تكلفة الصفقات الكلية للمحافظ الاستثمارية.
- تمكن الخيارات المستثمرين من الحصول على عائدات كبيرة من كمية استثمارات محدودة.

أمثلة عن الخيار البسيط الغير مغطى - خيار الشراء -

Call option

مثال توضيحي 1:

$$\$ x = 50$$

$$\$ c = 3$$

أرباح/ خسائر محرر الخيار	أرباح/ خسائر حامل الخيار	قرار المستثمر حامل الخيار	c	x	S _t
5-	(50-58)-3=+5	تنفيذ	3	50	58
4-	(50-57)-3=+4	تنفيذ			57
3-	(50-56)-3=+3	تنفيذ			56
2-	(50-55)-3 = +2	تنفيذ			55
0	(50-53)-3=0	تنفيذ			53
1+	(50-52)-3 =-1	تنفيذ			52
3+	(50-50)-3=-3	تنفيذ/ عدم تنفيذ			50
3+	-3	عدم تنفيذ			49
3+	-3	عدم تنفيذ			48
3+	-3	عدم تنفيذ			45

$$C - X - S_t = \text{أرباح/ خسائر حامل الخيار الشراء}$$

$$C + X = \text{نقطة التعادل لخيار الشراء}$$

أرباح/ خسائر محرر الخيار	أرباح/ خسائر حامل الخيار	قرار المستثمر حامل الخيار	p	x	S _t
2+	-2	عدم تنفيذ	2	50	56
2+	-2	عدم تنفيذ			54
2+	-2	عدم تنفيذ			53
2+	-2	عدم تنفيذ			51
2+	2-50-50=-2	تنفيذ/ عدم تنفيذ			50

1+	2-49-50=-1	تنفيذ			49
0	2-48-50=0	تنفيذ			48
1-	2-47-50=+1	تنفيذ			47
2-	2-46-50=+2	تنفيذ			46
3-	2-45-50=+3	تنفيذ			45
4-	2-44-50=+4	تنفيذ			44

حل التمرين 02:

خيار الشراء: $x =$ للسهم \$200، $c = 50$

1. السعر الذي يحقق عنده مشتري الخيار لا ربح ولا خسارة يتمثل في نقطة التعادل:

$$c+x=0 \quad \leftarrow 200+50 \quad \rightarrow 250\$$$

عند السعر \$250 فان المستثمر لا يحقق لاربح ولا خسارة.

-

تحديد الأرباح والخسائر لطرفي العقد:

أرباح/ خسائر محور الخيار	أرباح/ خسائر حامل الخيار	قرار المستثمر حامل الخيار	p	x	S _t
50+	-50	عدم تنفيذ	50	200	50
50+	-50	عدم تنفيذ			100
50+	-50	تنفيذ/ عدم تنفيذ			200
50+	50+=50-200-300	تنفيذ			300

التمرين 3:

خيار بيع بسعر تنفيذ \$50 للسهم، حجم العقد 100 سهم، $P = \$10$.

حساب سعر التعادل:

1/

$$p-x=c=10-50=40\$$$

2/

S_t	x	p	القرار	+/- حامل الخيار للسهم الواحد	+/- الإجمالية ($100 \times$)
20	50	10	تنفيذ	$10-20-50 = +20$	2000
30			تنفيذ	$10-30-50 = +10$	1000
40			تنفيذ	$10-40-50=0$	0
50			تنفيذ/ عدم تنفيذ	-10	-1000
60			عدم تنفيذ	-10	-1000
70			عدم تنفيذ	-10	-1000
80			عدم تنفيذ	-10	-1000
90			عدم تنفيذ	-10	-1000
100			عدم تنفيذ	-10	-1000

ب- المستقبليات و العقود الآجلة:

أ- العقود المستقبلية: تتشابه العقود المستقبلية مع العقود الخيارية في كونها عقود آجلة إلا أنها تختلف من زوايا عديدة وسوف نحدد أهم الفروقات بين العقدين ولكن بعد التعرف على العقود المستقبلية وخصائصها:

- العقد المستقبلي عبارة عن التزام قانوني متبادل بين طرفين يفرض على أحدهما أن يسلم الآخر أو يستلم منه بواسطة طرف ثالث (الوسيط) كمية محددة من أصل أو سلعة معينة في مكان محدد وزمان محدد وبموجب سعر محدد.

- عقود تعطي لحاملها الحق في شراء أو بيع كمية معينة من أصل معين قد يكون سلعة أو ورقة مالية بسعر محدد مسبقا على أن يتم التسليم والتسلم في وقت لاحق في المستقبل.

* أنواع العقود المستقبلية:

تنوع العقود المستقبلية طبقا للبيع محل التعاقد:

* العقود المستقبلية المالية: وهي العقود المستقبلية على الأصول المالية كالأسهم والسندات ولكن في الواقع لا يوجد سوق مستقبليات على الأسهم كما وتشمل العقود المالية على مستقبليات مؤشرات الأسهم وأسعار الفائدة.

* العقود المستقبلية على السلع: وهي العقود المستقبلية في سلع حقيقية نمطية لها سوق نشطة مثل: المحاصيل الزراعية(القمح، الذرة...) والموارد الطبيعية(البترو، الغاز...) المعادن(الذهب، الفضة...).

ولعل أهم عناصر إجراء عقد مستقبلي:

- الأطراف: و يشملون كل من البائع والمشتري.

- محل التعاقد: ويشمل نوع الأصل محل العقد.

- الكمية.

- سعر التنفيذ أو سعر التسوية.

- تاريخ التعاقد.

- تاريخ التسليم.

- مكان وطريقة التسليم.

* خصائص العقود المستقبلية:

- يتم الشراء في العقود المستقبلية بسعر محدد متفق عليه مسبقا في تاريخ التعاقد على أن يتم التسليم في تاريخ لاحق محدد.

- يتم التعامل في أسواق المستقبليات بطريقة المزاد العلني عن طريق الوسطاء أو بيوت المقاصة توكل إليهم مهمة تنظيم التسويات التي تتم يوميا عن طريق طرفي العقد ومعنى ذلك أن العملية تتداول في السوق الثانوية المنظمة.

- لضمان تنفيذ الالتزامات المتبادلة بين طرفي العقد يلزم كل منهما أن يسلم الوسيط في تاريخ نشوء العقد مبلغا معيناً يسمى الهامش تتراوح قيمته ما بين 5% إلى 15% من القيمة الإجمالية للعقد ولا يتم استرداده إلا عند

تسوية أو تصفية العقد ويقوم الوسيط عادة بإجراء تسوية يومية بين طرفي العقد تعكس التغيرات السعرية التي تحدث على سعر العقد ويظهر ذلك على رصيد كل منهما في سجلاته.

- ولضمان توفير سوق منتظم للعقود المستقبلية لجأت بورصة العقود إلى ترميط شروط التعاقد ويقصد بنمطية العقد أن تكون شروط ومواصفات العقد محددة قبل إدارة السوق ويشمل الترميط الأمور الآتية:

- وحدة التعامل: ويقصد بها الكمية والوحدة التي تقاس بها مكونات العقد التي تختلف باختلاف الأصل محل العقد مثل أن يتضمن العقد الواحد للتعامل في القمح على 5000 بوشل وفي أذونات الخزنة الأمريكية ما قيمته مليون دولار.

- شروط التسليم: وتتضمن الشهور التي سيتم التعامل فيها على العقد والفترة الزمنية التي ينبغي أن يتم عليها التسليم، والوسيلة الفعلية للتسليم ودرجة جودة الأصل محل العقد.

وتختلف الفترة الزمنية التي يمكن أن يغطيها العقد من أصل لآخر.

- حدود تقلب الأسعار: حيث تفرض أسواق العقود حدا أدنى للتغيرات السعرية حسب الأصل محل العقد وحدا أقصى للتغيرات السعرية التي تحدث خلال يوم واحد.

- حدود المعاملات: ويقصد بها الحد الأقصى لعدد عقود المضاربة التي يمكن أن تكون بيد مستثمر واحد.

- الهامش المبدئي: ويرجع إلى أن الاستثمار في العقود المستقبلية لا يترتب عليه حصول البائع على الثمن أو جزء منه ولكي لا يتعرض من طرفي العقد إلى ضرر نتيجة عدم تنفيذ الطرف الآخر لالتزامه فقد تقرر دفع قيمة هامشية يدفعها كلا الطرفين لبيت السمسرة الذي يتعامل معه.

- هامش الصيانة: يحدد بيت السمسرة هامش الصيانة تتراوح نسبته ما بين 65% إلى 80% من قيمة الهامش المبدئي وهذا يعني أن رصيد حساب السلعة لا ينبغي أن ينخفض عن 75% إلى 80% من قيمة الهامش المبدئي وإلا طالب السمسار بإيداع المزيد إلى الرصيد.

* **العقود الآجلة:** هي اتفاق تعاقدية بين طرفين "البائع والمشتري" حيث يتفقان على أصل معين ويحددان السعر والكمية وتاريخ التنفيذ على أن يتم التسليم والاستلام في تاريخ مستقبلي، ففي تاريخ الاستحقاق إذا كان السعر

محل التبادل أعلى من السعر المحدد في العقد فسيحقق المشتري ربحاً. أما إذا كان السعر أقل فسيحقق خسائر أما بالنسبة للبائع فسيحقق خسائر إذا ارتفع السعر في تاريخ الاستحقاق بين السعر المبدئي المتفق عليه ويربح إذا كان سعر العقد في تاريخ الاستحقاق أقل من السعر المبدئي المتفق عليه في العقد.

مقارنة بين العقود المستقبلية والعقود الآجلة:

يمكن إبراز أهم أوجه الاختلاف بين العقود المستقبلية و العقود الآجلة كما يلي

1- يتم التداول في العقود المستقبلية من خلال البورصة أما العقود الآجلة فيتم التعامل بها من خلال سوق التبادل خارج البورصة.

2- العقود المستقبلية عقود نمطية فجميع الشروط عدا السعر والكمية ليست محلاً للتفاوض، أما العقود الآجلة فهي عقود شخصية بمعنى يتم التفاوض بين طرفي العقد على شروطه بما يتفق عليه وظروف كل منهما.

3- يوجد سوق ثانوي للعقود المستقبلية حيث يمكن للمتعاقد أن يصفى مركزه من خلال إبرام الصفقات العكسية وهو ما لا يتوفر في العقود الآجلة.

4- العقود المستقبلية مجال المضاربين الذين لا غرض لهم في السلع محل التعامل إلا تحقيق الأرباح. أما العقود الآجلة فتعتبر مجالاً للمضاربة لأنها عقود يلتزم فيها الطرفين بالتسليم والتسلم.

كما يمكن لنا التمييز بين العقود المستقبلية وعقود الخيار كما يلي:

* ينصب العقد المستقبلي على صفقة شراء أو بيع بين الطرفين ولكنها مؤجلة أما عقد الخيار فينصب على حق شراء أو بيع أصل معين بشروط معينة وعلى هذا فالأول ملزم لطرفيه بالتنفيذ على عكس عقد الخيار.

* في العقد المستقبلي يدفع كل من طرفي العقد للوسيط (بيت التسوية) هامشاً مالياً معيناً بنسبة معينة من القيمة الإجمالية للعقد وذلك لتأمين الوفاء بالتزامات الطرفين ويدخل في التسوية عند انتهاء أجل العقد. أما في عقد الخيار فإن العلاوة أو المكافأة التي يدفعها مشتري حق الاختيار للمحرر عند التعاقد تعتبر بمثابة ثمن أو مقابل عقد الخيار ولا تسترد.

* في عقود الخيار تقتصر خسارة المشتري على قيمة المكافأة المدفوعة بينما في العقود المستقبلية قد تمتد الخسارة لتشمل القيمة الكلية للعقد.

* في العقد المستقبلي مشتري العقد يحقق مكاسب باستمرار كلما زاد سعر العقد المستقبلي ويتحمل خسائر مستمرة كلما انخفض السعر والعكس بالنسبة لبائع العقد. أما عقود الخيار فلا تتضمن مثل هذه العلاقات من العوائد والمخاطر فأقصى ما يمكن أن يخسره مشتري عقد الاختيار هو المكافأة أو العلاوة.

* خلافا للأطراف الداخلة في العقود المستقبلية فإن المشتري في عقود الاختيار يملك الحق وليس الالتزام في أن يقوم بالتعامل بينما محرر العقد (البائع) يقع عليه عبء الالتزام بإنجاز العقد إذا رغب المشتري بذلك.

أما في حالة العقود المستقبلية، فإن كلا منها يقع عليه الالتزام بإنجاز العقد وبالطبع فإن مشتري العقد المستقبلي لا يدفع لبائع العقد علاوة أو مكافأة أو ما يطلق عليه بسعر الخيار.

ج- عقود المبادلات (المقايضات) Swaps:

تمثل تعهدات من قبل طرفين على تبادل تدفقات مالية محررة بعمليتين مختلفتين يستعملها المتعاملون الراغبون في تبادل رأسمال (في بداية العقد وفي نهايته) ومعدل الفائدة مدفوعات على فترات دورية (شهرية، فصلية، سنوية...) على عمليتين مختلفتين وهو عقد ملزم للأطراف على خلاف عقد الخيار كما أن متحصلات أو مدفوعات الأطراف نتيجة التحركات السوقية لا يتم تسويتها يوميا كما هو في العقود المستقبلية فضلا عن عدم تسويتها دفعة واحدة كما في العقود الآجلة بل هي سلسلة من العقود لاحقة التنفيذ. ويتم استخدام المبادلات للتحوط ضد المخاطر فهي تتمثل في تسيير خطر سعر الصرف من قبل المؤسسات وتمويل الفروع في الخارج بالنسبة للشركات متعددة الجنسيات بالإضافة إلى تحويل عملة الدين وتقليص تكلفة الاقتراض وتسيير خطر سعر الصرف، ولا تخضع هذه العقود لشروط نمطية محددة فقد يملي كل طرف شروطه لذا يتم تداولها في الأسواق غير المنظمة فقط.

* عناصر عقود المبادلات:

تشمل عقود المبادلات على العناصر التالية:

- تاريخ التعاقد.
- تاريخ انتهاء الصفقة.
- التاريخ الذي يبدأ فيه احتساب الدفعات ومواعيدها (أكثر من 3 أشهر، أو ستة أشهر أو سنة...).
- سعر الفائدة الثابت.
- سعر الفائدة المتغير العائم Libor.

ويكون السعر العائم في أغلب العقود هو سعر London Interbank Offer (Libor) RATE وهو عبارة عن سعر لندن للفائدة بين البنوك ويعبر عن سعر الفائدة الذي تستخدمه البنوك العالمية الكبيرة لإقراض البنوك الأخرى ويتم تحديده بواسطة التفاوض بين البنوك ويتغير مع تغير الظروف الاقتصادية.

* أنواع المبادلات:

- مبادلات أسعار الفائدة.
 - مبادلات العملات.
 - مبادلات السلع.
 - مبادلات حقوق الملكية.
 - مبادلات أخرى.
- أ- مبادلة أسعار الفائدة: ويتمثل في الاتفاق بين طرفين مقترضين أحدهما يدفع فائدة متغيرة والآخر يدفع فائدة ثابتة أو بين مقترضين أحدهما يقبض فائدة متغيرة والآخر يقبض فائدة ثابتة على أن يدفع المقترض الأول للمقترض الآخر أو المقترض الأول للمقترض الآخر فائدة ثابتة عن مبلغ مماثل لمبلغ القرض في مقابل أن يدفع له الطرف الآخر الفائدة السائدة عن ذلك المبلغ في تاريخ أو تواريخ لاحقة في مدة محددة.

ب- مبادلات العملات: ينشأ عقد مبادلة العملاء نتيجة لاتفاق طرفين يتم بموجبه تقديم الطرف الأول أصل يقوم بعملة معينة إلى الطرف الثاني بهدف تبادل كمية مكافئة من عملة أخرى ويقوم كل طرف بدفع الفائدة المتعلقة بالعملة التي سوف يسلمها كل طرف في عقد المبادلة ويمكن أن تكون هذه الفوائد بالأسعار الثابتة أو الأسعار المتغيرة، فهي عملية بيع حاضر لعملة ما مصحوبة بعملية شراء لأجل هذه العملة وذلك بهدف التغطية ضد مخاطر أسعار صرف العملات.

عقود مبادلة العملات هي امتداد لقروض Back to back التي كانت معروفة في سنوات السبعينات والتي هي عبارة عن معاملات بين متعاملين اقتصاديين أو بين مؤسستين أو بنكين أو مؤسسة وبنك وتواجهها يكون في بلدين مختلفين وهذا ما يؤدي إلى ضرورة الاقتراض بينهما وبعمليتهما.

ج- عقود مبادلات السلع: يكون موضوع هذه العقود عبارة عن سلع وبضائع تنشأ إذا رغب منتج سلعة ما أو بائعها بسعر محدد أو ثابت للمنتجات أو البضائع التي يريد بيعها وخوفا من تقلبات الأسعار يقوم بالتعاقد مع طرف آخر والذي يكون في غالب الأحيان بنك معين ليقوم هذا الأخير بدفع السعر المحدد للبائع خلال الفترة المتفق عليها.

كما ويمكن تمييز أنواع أخرى من عقود المبادلات أهمها:

- **عقود مبادلة معدل فائدة متغير وغير مقيد Caps** و يكون موضوعه أوراق مالية ذات معدل فائدة متغير وفي نفسه الوقت غير مقيد أي لا توجد له حدود دنيا أو عليا تسمى Caps.

- **عقود مبادلة معدل فائدة متغير ومقيد:** موضوعها أوراق مالية بمعدل فائدة متغير لكن محددة بمحددين ادني وأعلى.

- **عقود المبادلة المختلطة:** وتتمثل في شراء عقد مبادلة أوراق مالية ذات معدل فائدة متغير وغير مقيد وفي نفس الوقت بيع عقد مبادلة أوراق مالية ذات معدل فائدة متغير ومقيد.

- **أهمية استخدام المبادلات:** تستخدم عقود المبادلات عادة:

- للحصول على الفرق بين معدلات الإقراض في الأسواق المعومة وتلك الثابتة لمنشأتين.

- أداة لإدارة المخاطر و التحوط.

- منخفضة التكلفة وتتمتع بمرونة عالية.

د- مبادلات حقوق الملكية: هي اتفاقية بين طرفين على مبادلة دفعات نقدية بفترات منظمة خلال مدة من الزمن متفق عليها عندما يكون أحد الدفعات على الأقل يعتمد على قيمة سهم أو سلة من الأسهم أو مؤشر لسهم وهذه الاتفاقية تكون لمبادلة مقسوم الأرباح أو العائدات الرأسمالية المحررة من مؤشر حق الملكية أما بسعر فائدة ثابت أو متغير.

مساهمة عقود المشتقات في خلق الأزمات المالية:

نمت الأسواق العالمية للمشتقات بشكل كبير جدا ولاسيما في المدة ما بين (1986 و 1996) فزاد حجم التعامل بخيارات أسعار الفائدة من 146.5 مليار دولار في عام 1986 إلى 3277.8 مليار دولار في عام 1996 كذلك زاد حجم التعامل في مستقبليات أسعار الفائدة من 37 مليار دولار في 1986 إلى 5931 مليار دولار في 1996 أما صادرات أسعار الفائدة فقد زادت بشكل مضطرب جدا إذ بلغ حجم التعامل في تلك المبادلات و 386.9 مليار دولار في 1987 فازداد السلع ب 15584 مليار دولار في 1996 واستخدام المشتقات لدى المصارف والمؤسسات المالية الأخرى وغيرهم من المتعاملين في أسواق العقود المالية المتنوعة يمكن أن يترتب عليه خسائر مالية باهضة قد تعرقل مسيرة عمل هذه المؤسسات جزئيا أو كليا فقد تحملت شركة Procter and Ganbl إحدى أكبر الشركات الأمريكية العالمية المصنفة للسلع الاستهلاكية خسارة نحو 102 مليون دولار أمريكي خلال شهر أبريل من عام 1994 وذلك بسبب الدخول في عملية مراهنة كبرى على تحركات أسعار الفائدة، والسبب راجع إلى فقدان الفهم العام لهذه الأدوات الذي أدى إلى تورط المستعملين في معاملات المضاربة بالمشتقات وبالتالي التعرض لمستويات من المخاطر لا يمكن تحملها حيث تسببت هذه الأخيرة في العديد من الأزمات إذ تعتبر المشتقات السبب الرئيسي لأزمة يوم الاثنين الأسود إضافة إلى مأساة بنك بارنجركر Barings PLC bank الذي عصفت به رياح المشتقات هذا فضلا عن تحطم المجموعة الألمانية Melallgesellschaft عام 1994 بسبب التداول بالمستقبليات بالإضافة إلى دورها الرئيسي في الأزمة المالية العالمية التي حدثت في عام 2008 خاصة بعد انفجار أزمة الرهونات العقارية الأمريكية وأدت إلى إفلاس العديد

من المؤسسات المالية والمصرفية والتي كان من بين أهم أسباب انهيارها تعاملها بالمشتقات المالية المبنية على ديون عقارية.

أسهمت المشتقات المالية بشكل كبير في خلق هذه الأزمات وغيرها وتوسيع نطاقها وألقى وارن بافيت أحد أغنى أغنياء العالم ومن أنجح المستثمرين ورجال الأعمال خطابه السنوي في فيفري 2003 أمام الجمعية العمومية لشركته بير كشايرها توي (BerkshireHawkey) في هذا الخطاب وصف المشتقات المالية بأنها قنابل موقوتة للمتعامليها وللنظام الاقتصادي فهي حسب رأيه مثل جهنم يسهل الدخول إليها ويكاد يستحيل الخروج منها... أن الصورة الكلية خطيرة وتتجه نحو الأسوأ، ثم ختم تعليقه بقوله "أنا نعتقد بأن المشتقات المالية أسلحة مالية للدمار الشامل.

الخلاصة:

في ختام هذه المطبوعة "محاضرات في الاقتصاد النقدي و أسواق رأس المال" الموجهة إلى طلبة السنة الثانية علوم اقتصادية و بقية الطلبة و الباحثين في مجال النقود و البنوك والأسواق المالية في بعض التخصصات نكون قد قدمنا جملة من الدروس في التخصص المطلوب وفقا للبرنامج المقترح و التي تم التفصيل في البعض منها و تقديم الأساسيات في البعض الآخر باعتبار انه سيعاد تدريسها مستقبلا في بعض التخصصات.

قائمة المراجع:

أ- المراجع باللغة العربية:

- أرشد فؤاد التميمي " الأسواق المالية إطار في التنظيم وتقييم الأدوات " دار اليازودي العالمية للنشر والتوزيع، الأردن، الطبعة الأولى، 2010.
- ارشد فؤاد تميمي، أسامة عزمي سلام " الاستثمار بالأوراق المالية تحليل وإدارة " دار المسيرة للنشر والتوزيع، 2004.
- أكرم حداد، مشهور هذلول، النقود والمصارف، دار وائل للنشر، الأردن، 2005.
- أنس البكري، وليد صافي، النقود والبنوك بين النظرية والتطبيق، الطبعة الأولى، دار المستقبل للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2010.
- إياد عبد الفتاح النصور، المفاهيم والنظم الاقتصادية الحديثة، الطبعة الأولى، دار صفاء لمنشر والتوزيع، عمان، 2013.
- إيمان عطية ناصف، هشام محمد عمارة "مبادئ الاقتصاد الدولي" المكتب الجامعي الحديث، ط 2008 .
- باري سيجل، ترجمة: طه عبد الله منصور واخرون، النقود والبنوك والاقتصاد - وجهة نظر النقديين-، دار المريخ للنشر، الرياض، 1987.
- بجرزاس يعدل فريدة، تقنيات وسياسات التسيير المصرفي، ديوان المطبوعات الجامعية، بن عكنون، الجزائر، 2000.
- بسام الحجار " الاقتصاد النقدي والمصرفي " دار المنهل اللبناني، الطبعة الثانية، 2009
- بلعزوز بن علي " محاضرات في النظريات و السياسات النقدية " ديوان المطبوعات الجامعية الجزائر ط2 2006.
- حاكم الربيعي، ميثاق الفتلاوي، حيدر حوان، علي أحمد فارس، المشتقات المالية، دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، الطبعة الأولى، 2011.
- حمد زآي الشافعي، مقدمة في النقود والبنوك، دار النهضة العربية، القاهرة 1990.
- حمد عبد الله شاهين محمد، السياسة النقدية في الاقتصاد الاسلامي ودورها في التنمية الاقتصادية، دار الكتاب الجامعي، الامارات العربية المتحدة والجمهورية اللبنانية، الطبعة الأولى.

- حمد عزت غزلان، اقتصاديات النقود والمصارف، دار النهضة العربية، الإسكندرية، مصر، 2002.
- حمدي عبد العظيم، "الإصلاح الاقتصادي في الدول العربية بين سعر الصرف و الموازنة العامة"، دار زهراء للنشر القاهرة، ط 1998
- حنفي عبد الغفار، أساسيات الاستثمار في بورصة الأوراق المالية، أسهم، سندات، وثائق استثمار الخيارات، الدار الجامعية، مصر، 2001.
- خالد أحمد فرحان أ. رائد عبد الخالق "مدخل الأسواق المالية"، دار الأيام للنشر و التوزيع 2013، الأردن
- خالد وهيب الراوي، "إدارة المخاطر المالية"، دار الميسرة عمان 2009.
- خليل الهندي "العمليات المصرفية والسوق المالية" الطبعة 2، مؤسسة الحديث للكتاب، بيروت، 2000.
- دريد كامل آل شيب "الأسواق المالية والنقدية" دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة، الطبعة 1، عمان 2012
- السيد متولي عبد القادر "الأسواق المالية والنقدية في عالم متغير" دار الفكر ناشرون وموزعون، 2009.
- الشافعي زكي محمد "مقدمة في النقود و البنوك" دار النهضة العربية 1981.
- شهاب محمود مجدي "اقتصاديات النقود و المال" دار الجامعة الجديدة الإسكندرية 2000.
- علي عبد الوهاب نجا، محمد عزت محمد غزلان، عبير شعبان عبده، اقتصاديات النقود والبنوك والأسواق المالية، الطبعة الأولى، مكتبة الوفاء القانونية، الاسكندرية، 2014.
- كمال أمين الوصّال، محمود يونس، اقتصاديات النقود والبنوك والأسواق المالية، الدار الجامعية للنشر، الإسكندرية، 2004،
- لطرش الطاهر "تقنيات البنوك" ديوان المطبوعات الجامعية بن عكنون 2003.
- ماجد أحمد عطا الله، إدارة الاستثمار، دار أسامة للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، عمان، الأردن، 2010
- محمد ضيف الله القطابري، دور السياسة النقدية في الاستقرار والتنمية الاقتصادية، الطبعة الأولى، دار غيدا للنشر والتوزيع، الأردن، 2011.
- محمد عبد الحميد عطية "الاستثمار في البورصة" دار التعليم الجامعي للطباعة والنشر والتوزيع، 2001

- م- حمد عثمان إسماعيل حميد، أسواق رأس المال وبورصة الأوراق المالية ومصادر تمويل وثروات الأعمال، دار النهضة العربية، مصر، 1993.
- محمد محمود الداغر، الأسواق المالية، مؤسسات، أوراق، بورصة، دار الشروق للنشر والتوزيع، عمان، 2005.
- محمود حميدات، " مدخل للتحليل النقدي"، ديوان المطبوعات الجامعية، بن عكنون الجزائر، ط 2000 .
- مدحت صادق، " النقود الدولية وعمليات الصرف الأجنبي"، دار غريب للطباعة والنشر، ط 1997 .
- مصطفى رشدي شيحة، الاقتصاد النقدي والمصرفي، الدار الجامعية للطباعة والنشر، الإسكندرية، 1985.
- ناشد عدلي سوزي "الاقتصاد السياسي للنظريات الاقتصادية" مدرسة الاقتصاد و العلوم المالية بيروت 2008.
- ناظم محمد نوري الشمري، محمد موسى الشروف، مدخل في علم الاقتصاد، دار زهران للنشر والتوزيع، عمان، 2007.
- نزار سعد الدين العيسى، إبراهيم سليمان قطف، الاقتصاد الكلي، دار الحامد للنشر، الأردن، 2006
- نزار سعد الدين العيسى، مبادئ الاقتصاد الكلي، الدار العلمية الدولية ودار الثقافة للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2002
- نعمة الله نجيب، مقدمة في اقتصاديات النقود و الصيرفة والسياسة النقدية، الدار الجامعية للنشر، الإسكندرية، 2001.
- هشام السعدني خليفة بدوي، عقود المشتقات المالية: دراسة فقهية اقتصادية مقارنة، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، الطبعة الأولى، 2011.
- هوشيار معروف، الاستثمارات والأسواق المالية، دار صفاء للنشر والتوزيع، عمان، الطبعة الأولى، 2003.
- هيفاء غدير غدير، السياسة المالية والنقدية ودورها التنموي في الاقتصاد السوري، منشورات الهيئة العامة السورية للكتاب، دمشق، 2010.
- شهاب احمد سعيد العزازي، إدارة البنوك الإسلامية، دار النفائس للنشر و التوزيع 2012.
- يوسف كمال محمد، المصرفية الإسلامية، دار النشر للجامعات ط 2، 1996

ب-المراجع باللغة الأجنبية:

- Akacemkada, et Selka Asma, La Politique Monétaire Avant et Après La Crise Financière et Economique Mondiale de 2008. Revue des Sciences Humaines de l'université de Biskra. No 18, 2015.
- andré chaineau, mécanisme et politique monétaire, presses universitaires de France, 1990, p238.
- Frédéric mishkin, monnaie, banque et marchés financières, 7ème édition, pearson édition, France, 2004.
- Jacques Muller et autres," Manuel et Applications Économie", 4 ème édition, DUNOD, Paris, 2004.
- Jean François Sus bielle, Comprendre La Bourse sur Internet (Paris: Edition d'Organisation, 2001),
- Maurice Obstfeld and Kenneth Rogoff, The Mirage of Fixed Exchange Rates, Journal of Economic Perspectives, Volume 9, Number 4, Fall 1995.
- R. Gobbaut, théorie financière édition économisa paris 2002