

الجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية

République Algérienne Démocratique et Populaire

Ministère de l'enseignement supérieur
et de la recherche scientifique

Université de Boumerdès

Faculté des Sciences Economiques

Commerciales et Sciences de Gestion



وزارة التعليم العالي والبحث العلمي

جامعة أمحمد بوقرة . بومرداس

كلية العلوم الاقتصادية، التجارية وعلوم التسيير

مطبوعة بيداغوجية

محاضرات في

الاقتصاد النقدي وأسواق رأس المال

شعبة: العلوم الاقتصادية

قسم: العلوم الاقتصادية

موجهة لطلبة: السنة الثانية

إعداد: الدكتور أحمد ديبش

فهرس المحتويات

الرقم	البيان	الصفحة
01	تمهيد	15
02	الجزء الأول: الاقتصاد النقدي	16
03	تمهيد	17
04	المقايضة ونشأة النقود	18
	أولاً: المقايضة وعيوبها.....	18
	1- تعريف المقايضة.....	18
	2- عيوب المقايضة.....	18
	2-1- صعوبة توافق رغبات الأشخاص.....	18
	2-2- صعوبة تحديد معدلات التبادل.....	19
	2-3- عدم قابلية بعض السلع للتجزئة.....	20
	2-4- عدم قابلية بعض السلع للتخزين.....	21
	ثانياً: تعريف النقود وخصائص الوحدة النقدية.....	21
	1- تعريف النقود.....	21
	2- خصائص الوحدة النقدية.....	22
	2-1- القبول العام.....	22
	2-2- الثبات النسبي للقيمة (الندرة النسبية).....	23
	2-3- تجانس الوحدات.....	24
	2-4- مقاومة التلف.....	24
	2-5- القابلية للتجزئة.....	25
	2-6- سهولة الحمل.....	25
	ثالثاً: بعض المفاهيم المرتبطة بالنقود.....	25
	1- النقود وأشباه النقود.....	25
	2- النقود والسيولة.....	26
	3- النقود والثروة.....	27

29	أنواع ووظائف النقود	05
29	أولاً: أنواع النقود.....	
30	1- النقود السلعية.....	
31	2- النقود الورقية.....	
33	3- النقود المساعدة (المسكوكات الرمزية).....	
34	4- نقود الودائع.....	
35	ثانياً: وظائف النقود.....	
35	1- وظيفة الوساطة في التبادل.....	
37	2- وظيفة قياس القيم.....	
38	3- وظيفة تخزين القيم.....	
39	4- وظيفة سداد المدفوعات الآجلة.....	
40	الأنظمة النقدية	06
40	أولاً: ماهية النظام النقدي.....	
41	ثانياً: أنواع الأنظمة النقدية.....	
42	1- النظام النقدي المعدني.....	
42	1-1 نظام المعدنين.....	
43	1-2 نظام المعدن الواحد.....	
44	1-2-1 نظام المسكوكات الذهبية.....	
45	1-2-2 نظام السبائك الذهبية.....	
45	1-2-3 نظام الصرف بالذهب.....	
47	2- النظام الورقي الإلزامي.....	
49	البنوك التجارية والبنك المركزي	07
50	أولاً: البنوك التجارية.....	
51	1- تعريف البنوك التجارية.....	
52	2- وظائف البنوك التجارية.....	
52	2-1- الوظائف التقليدية للبنوك التجارية.....	

52	 2-1-1- تلقي الودائع	
53	 2-1-2- تقديم القروض	
54	 2-2- الوظائف الثانوية للبنوك التجارية	
55	 2-3- وظيفة خلق نقود الودائع	
57	 ثانيا: البنوك المركزية	
57	 1- تعريف البنك المركزي وخصائصه	
58	 2- وظائف البنك المركزي	
59	 2-1- البنك المركزي بنك الإصدار	
60	 2-2- البنك المركزي بنك الحكومة ومستشارها المالي	
61	 2-3- البنك المركزي بنك البنوك	
62	 2-4- الرقابة على الائتمان	
63	السياسة النقدية	08
63	 أولا: تعريف السياسة النقدية	
63	 ثانيا: أهداف السياسة النقدية	
64	 1- استقرار قيمة العملة الوطنية	
64	 2- استقرار المستوى العام للأسعار	
65	 3- رفع معدلات التشغيل وتدنية معدلات البطالة	
65	 4- تحقيق توازن الميزان التجاري	
66	 5- زيادة معدل النمو الاقتصادي	
66	 ثالثا: أدوات السياسة النقدية	
66	 1- سعر إعادة الخصم	
68	 2- السوق المفتوحة	
69	 3- معدل الاحتياطي الإجمالي (القانوني)	
70	 4- تأطير القروض	
71	 5- الإقناع الأدبي	
72	النظرية النقدية	09
73	 أولا: النظرية النقدية الكمية (النظرية النقدية الكلاسيكية)	

74	1- معادلة التبادل.....	
75	2- معادلة الأرصدة النقدية (معادلة كميردج).....	
76	ثانيا: النظرية النقدية الكينزية (النظرية النقدية الحديثة).....	
77	1- الطلب على النقود عند كينز.....	
77	1-1- الطلب على النقود بدافع المعاملات.....	
78	1-2- الطلب على النقود بدافع الحيلة والحذر.....	
78	1-3- الطلب على النقود بدافع المضاربة.....	
80	2- مصيدة السيولة.....	
81	ثالثا: النظرية النقدية الكمية الحديثة (مدرسة شيكاغو).....	
84	الكتلة النقدية (العرض النقدي)	10
84	أولا: تعريف الكتلة النقدية.....	
84	ثانيا: مكونات الكتلة النقدية.....	
85	ثالثا: تبويب الكتلة النقدية (المجاميع النقدية).....	
85	- الكتلة النقدية في مفهومها الضيق (M1).....	
85	- الكتلة النقدية في مفهومها الواسع (M2).....	
86	- الكتلة النقدية في مفهومها الموسع (M3).....	
86	- الكتلة النقدية في مفهومها الموسع جداً (M4).....	
86	رابعا: مقابلات الكتلة النقدية.....	
87	1- السبائك الذهبية والنقود الذهبية.....	
87	2- العملات الأجنبية.....	
88	3- سندات الخزينة.....	
88	4- سندات مقبولة تحت نظام إعادة الخصم أو الضمان أو الرهن.....	
89	التضخم	11
89	أولا: مفهوم التضخم.....	
91	ثانيا: أنواع التضخم.....	
91	1- التضخم الحقيقي.....	
91	2- التضخم المكبوت.....	
92	3- التضخم الزاحف.....	

92	4- التضخم الجامح.....	
93	ثالثا: أسباب التضخم.....	
93	1- التضخم الناشئ عن زيادة الطلب.....	
94	1-1- التضخم من وجهة نظر النظرية الكمية للنقود.....	
94	1-2- التضخم من وجهة نظر النظرية النقدية الكينزية.....	
94	1-3- التضخم من وجهة نظر النظرية النقدية الكمية الحديثة...	
95	2- التضخم الناشئ عن زيادة التكاليف.....	
96	رابعا: قياس التضخم.....	
97	خامسا: آثار التضخم.....	
97	1- إعادة توزيع الدخل الحقيقي.....	
97	2- إعادة توزيع الثروة.....	
98	3- اختلال هيكل الإنتاج.....	
98	4- تراجع القيمة الحقيقية للنقود في التداول.....	
99	5- تراجع المستوى المعيشي للموظفين والأجراء واشتداد فقر الفقراء.....	
99	سادسا: سياسات وإجراءات مواجهة التضخم.....	
100	1- السياسة النقدية.....	
100	1-1- رفع سعر إعادة الخصم.....	
100	1-2- نزول البنك المركزي إلى السوق المفتوحة بائعا.....	
100	1-3- رفع معدل الاحتياطي الإجمالي (القانوني).....	
101	2- السياسة المالية.....	
101	1-4- الإنفاق الحكومي.....	
101	1-5- الضرائب.....	
102	الجهاز المصرفي الجزائري	12
103	أولا: أولى خطوات بناء جهاز مصرفي وطني جزائري مستقل.....	
103	1- تأسيس البنك المركزي الجزائري.....	
103	2- تأسيس البنوك التجارية.....	
103	2-1- الصندوق الجزائري للتنمية.....	
104	2-2- الصندوق الوطني للتوفير والاحتياط.....	
104	3- تأمين البنوك الأجنبية.....	

104	1-3- البنك الوطني الجزائري.....	
104	2-3- القرض الشعبي الجزائري.....	
105	3-3- بنك الجزائر الخارجي.....	
105	ثانيا: إصلاحات الجهاز المصرفي الجزائري.....	
	1- إصلاحات الجهاز المصرفي الجزائري من مطلع التسعينيات حتى عشية	
106	صدور القانون 90-10.....	
106	1-1- إصلاحات عام 1971.....	
107	2-1- إصلاحات عام 1986.....	
108	3-1- إصلاحات عام 1988.....	
109	2- إصلاحات الجهاز المصرفي الجزائري بعد صدور القانون 90-10.....	
109	1-2- الإصلاحات التي تمت بموجب القانون 90-10.....	
110	1-1-2- إعطاء البنك المركزي استقلاله الكاملة.....	
110	2-1-2- ضبط حدود العلاقة بين البنك المركزي والخزينة العمومية..	
111	3-1-2- إعطاء المنظومة المصرفية دورها الحقيقي والكامل.....	
111	4-1-2- إنشاء سلطة نقدية مستقلة.....	
	2-2- الإصلاحات التي تمت بموجب الأوامر: 01-01،	
112	01-03 والأمر 10-04 المعدلة والمتممة.....	
113	ثالثا: بنية الجهاز المصرفي الجزائري.....	
113	1- بنك الجزائر.....	
114	2- البنوك التجارية.....	
115	3- المؤسسات المالية.....	
116	الجزء الثاني: الأسواق المالية	13
117	تمهيد	14
118	السوق المالية	15
118	أولا: مفهوم السوق المالية.....	
119	ثانيا: جدوى وأهمية السوق المالية.....	
119	ثالثا: أطراف السوق المالية.....	

120	رابعاً: تصنيفات السوق المالية.....	
121	خامساً: مبادئ المنظمة الدولية لهيئات أسواق المال.....	
126	السوق النقدية	16
126	أولاً: مفهوم السوق النقدية.....	
127	ثانياً: أهمية السوق النقدية.....	
128	ثالثاً: هيكل السوق النقدية.....	
128	1- السوق الأولية.....	
128	2- السوق الثانوية.....	
128	رابعاً: الأدوات المالية المتداولة في السوق النقدية.....	
128	1- أدونات الخزنة.....	
129	2- شهادات الإيداع القابلة للتداول.....	
129	3- القبولات المصرفية.....	
130	4- قروض فائض الاحتياطي الإجباري.....	
130	5- اتفاقيات إعادة الشراء.....	
132	سوق رأس المال	17
132	أولاً: مفهوم سوق رأس المال.....	
132	ثانياً: أهمية سوق رأس المال.....	
133	ثالثاً: هيكل سوق رأس المال.....	
133	1- السوق الأولية.....	
133	1-1- كيفية اكتتاب الأوراق المالية.....	
134	1-2- كيفية بيع الأوراق المالية.....	
134	2- السوق الثانوية.....	
135	1-2- السوق المنظمة.....	
135	2-2- السوق غير المنظمة.....	
136	رابعاً: أدوات التعامل في سوق رأس المال.....	
136	1- الأسهم.....	
136	1-1- الأسهم العادية.....	
137	1-2- الأسهم الممتازة.....	

138	2- السندات.....	
138	2-1- السندات وفقا لتاريخ الوفاء بقيمتها.....	
139	2-2- السندات وفقا لمعيار الدخل.....	
140	3- الأوراق المالية المضمونة بأصول (التوريق).....	
140	4- شهادات الإيداع الدولية.....	
142	الأسواق الآجلة	18
143	أولاً: المستقبلات.....	
143	1- خصائص العقود المستقبلية.....	
144	2- الفرق بين العقود المستقبلية والعقود الآجلة.....	
145	ثانياً: الخيارات.....	
145	1- خصائص عقود حقوق الاختيار.....	
146	2- أنواع عقود حقوق الاختيار.....	
147	2-1- عقود اختيار الشراء.....	
149	2-2- عقود اختيار البيع.....	
149	ثالثاً: المبادلات (السواب Swap).....	
149	1- مفهوم المبادلات.....	
150	2- تصنيف المبادلات.....	
150	2-1- مبادلات أسعار الفائدة.....	
150	2-2- مبادلات العملات.....	
152	كفاءة الأسواق المالية	19
152	أولاً: مفهوم كفاءة سوق المال.....	
153	ثانياً: خصائص سوق المال الكفؤ.....	
153	ثالثاً: الخصائص التنظيمية لسوق المال الكفؤ.....	
155	رابعاً: مؤشرات قياس كفاءة سوق المال.....	
155	خامساً: مستويات كفاءة سوق المال.....	
155	1- المستوى الضعيف لكفاءة السوق.....	

156	2- المستوى شبه القوي لكفاءة السوق.....	
156	3- المستوى القوي لكفاءة السوق.....	
157	محفظة الأوراق المالية	20
157	أولاً: مفهوم محفظة الأوراق المالية.....	
158	ثانياً: أنواع المحافظ المالية.....	
158	1- محفظة العائد.....	
158	2- محفظة الربح.....	
158	3- محفظة العائد والربح.....	
159	ثالثاً: مبادئ تكوين محفظة الأوراق المالية.....	
159	1- مبدأ القياس الكمي.....	
159	2- مبدأ التنويع.....	
159	3- مبدأ الشمول.....	
160	4- مبدأ الارتباط.....	
160	رابعاً: سياسات تنويع مكونات محفظة الأوراق المالية.....	
160	1- سياسة تنويع جهة الإصدار.....	
160	1-1 التنويع البسيط.....	
161	1-2 تنويع ماركيتيز.....	
161	2- سياسة تنويع تواريخ الاستحقاق.....	
162	1-2-1 الأسلوب الهجومي.....	
162	2-2-1 تدرج تواريخ الاستحقاق.....	
162	2-2-2 التركيز على الاستثمارات قصيرة وطويلة الأجل.....	
163	تنظيم وإدارة عمليات بورصة الأوراق المالية	21
163	أولاً: نشأة وتعريف البورصة.....	
164	ثانياً: المتدخلون في بورصة الأوراق المالية.....	
164	1- لجنة المراقبة.....	

164	1-1- السلطة التنظيمية.....	
165	1-2- سلطة المراقبة والإشراف.....	
165	1-3- سلطة التأديب والتحكيم.....	
165	2- المؤمن المركزي.....	
166	3- الوسيط في عمليات بورصة الأوراق المالية.....	
166	ثالثا: عملية الإدراج في بورصة الأوراق المالية.....	
166	1- مرحلة ما قبل الإدراج.....	
166	1-1- القرار بإجراء العمليات.....	
167	1-2- الإعداد القانوني للشركة والأسهم.....	
167	1-3- تقييم الشركة.....	
167	1-4- اختيار الوسيط المرافق للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة....	
167	1-5- إعداد مشروع المذكرة الإعلامية.....	
167	1-6- إيداع ملف طلب القبول.....	
168	2- مرحلة الإدراج.....	
169	3- مرحلة ما بعد الإدراج.....	
169	رابعا: أساليب التداول في بورصة الأوراق المالية.....	
169	1- أسلوب المناذاة.....	
169	2- أسلوب لوحات العرض.....	
170	خامسا: أوامر البيع والشراء داخل بورصة الأوراق المالية.....	
170	1- الأوامر الصادرة من العميل إلى السمسار.....	
170	2- الأوامر الآجلة المحددة بوقت محدد لعملية الشراء والبيع.....	
170	3- الأوامر المطلقة.....	
170	سادسا: إجراءات التسوية والتسليم في بورصة الأوراق المالية.....	
172	مؤشرات أسواق الأوراق المالية	22
172	أولا: تعريف مؤشرات أسواق الأوراق المالية.....	
172	ثانيا: أهمية مؤشرات أسواق الأوراق المالية.....	
173	ثالثا: كيفية بناء المؤشرات.....	
173	1- طريقة ملائمة العينة.....	

173	1-1- جانب الحجم.....	
174	1-2- جانب الاتساع.....	
174	1-3- جانب المصدر.....	
174	2- طريقة الأوزان النسبية.....	
174	2-1- مدخل الأوزان على أساس السعر.....	
174	2-2- مدخل الأوزان المتساوية.....	
174	2-3- مدخل الأوزان حسب القيمة.....	
174	3- طريقة حساب مؤشر الأوزان حسب القيمة.....	
175	رابعا: بعض مؤشرات أسواق الأوراق المالية.....	
175	1- مؤشر داو جونز (DJIA).....	
175	2- مؤشر ستاندرد أند بورز (S&P 500).....	
177	3- مؤشر فايننشال تايمز (FS-SE 100).....	
177	4- مؤشر نيكاي (Nikkei 225).....	
178	5- مؤشر داكس 30 (DAX 30).....	
178	6- مؤشر كاك 40 (CAC 40).....	
180	بعض البورصات العالمية	23
180	أولا: بورصة نيويورك.....	
182	ثانيا: بورصة لندن.....	
183	ثالثا: بورصة طوكيو.....	
184	رابعا: بورصة هونغ كونغ.....	
184	خامسا: بورصة فرنكفورت.....	
186	بورصة الجزائر	24
187	أولا: تقديم عام لبورصة الجزائر.....	
187	1- تأسيس شركة تسيير بورصة القيم المنقولة.....	
188	2- مجلس إدارة شركة تسيير بورصة القيم المنقولة.....	
188	3- لجنة التداول.....	
189	4- الهيكل التنظيمي لشركة تسيير بورصة القيم المنقولة.....	

189	 ثانيا: سير عمل بورصة الجزائر
189	1- أسواق بورصة الجزائر.....
189	1-1- سوق سندات رأس المال.....
190	1-1-1- السوق الرئيسية.....
190	1-1-2- سوق المؤسسات الصغيرة والمتوسطة.....
190	1-2- سوق سندات الدين.....
	1-2-1- سوق سندات الدين التي تصدرها الشركات ذات
190	 الأسهم
190	1-2-2- سوق كتل سندات الخزينة العمومية.....
191	2- مواقيت وطريقة التسعير.....
192	3- نظام التسوية والتسليم.....
193	 ثالثا: الإدراج في بورصة الجزائر
194	1- شروط القبول (الإدراج) في بورصة الجزائر.....
194	1-1- شروط القبول في السوق الرسمية.....
195	1-2- شروط القبول في سوق السندات.....
195	1-3- شروط القبول بالنسبة للشركات الصغيرة والمتوسطة.....
196	2- خطوات الإدراج في بورصة الجزائر.....
196	1-2- مرحلة ما قبل الإدراج.....
196	1-2-1- القرار بإجراء العملية.....
196	1-2-2- الإعداد القانوني للشركة والأسهم.....
196	1-2-3- تقييم الشركة.....
196	1-2-4- اختيار الوسيط المرافق للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة...
197	1-2-5- إعداد مشروع المذكرة الإعلامية.....
197	1-2-6- إيداع ملف طلب القبول.....
198	2-2- مرحلة الإدراج.....
198	2-3- مرحلة ما بعد الإدراج.....
198	 رابعا: المتدخلون في السوق ببورصة الجزائر
198	1- لجنة المراقبة.....
199	1-1- السلطة التنظيمية.....

199	1-2- سلطة المراقبة والإشراف.....	
199	1-3- سلطة التأديب والتحكيم.....	
200	2- المؤتمن المركزي.....	
200	3- الوسطاء في عمليات البورصة.....	
200	خامسا: الشركات المدرجة في بورصة الجزائر.....	
201	1- شركة م. ت. ف الأوراسي.....	
202	2- شركة أوم انفرست.....	
202	3- شركة أليانس للتأمينات.....	
203	4- شركة أن سي أ روية.....	
204	5- شركة صيدال.....	
205	6- شركة بيوفارم الجزائر ش. ذ. أ.....	
206	الخلاصة	25
207	قائمة المراجع	26

تمهيد

الاقتصاد العالمي المعاصر هو اقتصاد الإنتاج الكبير، وهذا منذ عقود. منتجات بعشرات ومئات المليارات من الدولارات تنتج لأجل أن تبادّل، أي بدافع المبادلة، وهذا راجع إلى عوامل عدة، أهمها الدور المحوري للنقد وأسواق المال في العملية الاقتصادية، بما أتاحتها من قدرة عالية على قياس القيم وتصريف المنتجات وعلى تعبئة المدخرات وتدير الرساميل وأدوات التمويل المختلفة.

فطالما لا مشكلة في تمويل الاستثمار والإنتاج، وطالما لا مشكلة في مبادلة وتصريف المنتجات، فلا مانع إذن من التوسع ما أمكن في الإنتاج وبلوغ أعلى مستويات الاستغلال وتحقيق المزيد من الأرباح.

فقد أحدثت النقود منذ ظهورها أثرا موجبا متنامي بشكل متزايد ومتسارع على الاقتصاد العالمي، بأن صار له مجالا غير محدود للتوسع والامتداد، بسبب القدرة العالية على القياس الدقيق، والقدرة الهائلة على التصريف التي أتاحتها النقود.

كما عززت سوق الأموال منذ المراحل الأولى لظهورها، نزعة الاقتصاد العالمي إلى مزيد من التوسع والامتداد، إذ لم يعد شح الموارد المالية وعسر التمويل الذاتي يمثل عائقا مثلما كان الحال قبل ظهور هذه السوق. حيث أصبحت الكثير من الاستثمارات، إن لم نقل معظمها، تمول بالاعتماد على مختلف أدوات التمويل المتعددة في إطار سوق الأموال، وهذا بالنسبة للقطاعين العام والخاص، وحتى بالنسبة للقطاع الحكومي فيما يخص تمويل عجز الميزانية العامة للدولة.

نعم فقد صار للنقود ولأسواق المال أثرا كبيرا جدا على الاقتصاد العالمي، بأن أصبح من غير الممكن إطلاقا تصور إمكانية استجابة جهاز الإنتاج العالمي للطلب العالمي المتزايد من دون نقود، تماما مثلما صار من غير الممكن تصور إمكانية استجابة قدرات وطاقات التمويل الذاتية لاحتياجات الاستثمار والإنتاج العالمية المتزايدة، دون سوق مالية متطورة وعالية الكفاءة.

الجزء الأول: الاقتصاد النقدي

تمهيد

يعتبر الاقتصاد العالمي المعاصر اقتصادا نقديا بامتياز، إذ لم يعد ممكنا على الإطلاق تصور استمرار فعالياته من غير نقود. فهذا الاقتصاد الذي قاربت قيمته حدود التسعون ألف مليار دولار أمريكي في السنوات الأخيرة، ما كان ليبلغ مستواه هذا لولا النقود بما تتيحه من قدرات هائلة على التوسع في الاستثمار والإنتاج وفي المبادلة والاستهلاك، وما لذلك طبعاً من انعكاسات على رفاهية الأفراد والمجتمعات.

فالنقود وعلى عكس ما كانت ترى به النظرية النقدية الكلاسيكية، ليست مجرد وسيط في المبادلة ومقياس للقيم، تسهل عمليات التبادل وتمكن الأشخاص من الحصول على ما يحتاجونه من الآخرين، ولكنها محركة لفعاليات الاقتصاد، صانعة له. وإن كان الاقتصاديون الغربيون لم يقفوا على هذا الدور الجوهرى للنقود إلا في القرن السادس عشر، حيث سجلت أولى محاولات فهمهم لحدود علاقة النقود بالطلب والعرض والمستوى العام للأسعار والتضخم والإنتاج، وغيرها، فإنّ هذه العلاقة لم تكن غائبة حين ذاك، لدى المفكرين المسلمين والعرب، حيث تؤكد ذلك الدراستين البارزتين اللتان قدمهما عبد الرحمان ابن خلدون بالجزائر خلال الفترة 1375-1379، وتقي الدين المقرئ بمصر خلال الفترة 1408-1412، واللذان وضعتا أولى لبنات ما صار يعرف لاحقاً بالاقتصاد النقدي، قبل ما يقارب القرنين من الزمن عن محاولات جون بودان بفرنسا، وديفيد هيوم بإنجلترا وريتشارد كوتنيون بإيرلندا وغيرهم.

إذن فالنقود ليست حيادية، إنّها أساساً محورياً من أسس الاقتصاد المعاصر، ولا أدل على ذلك من أنّ الاقتصاد العالمي يوصف بها، فيسمى "الاقتصاد النقدي".

المقايضة ونشأة النقود

الاقتصاد العالمي، وقبل أن يصبح كما هو اليوم، اقتصادا نقديا، كان اقتصاد لا مبادلة، حيث كان الإنسان يمارس الفعل الاقتصادي في أبسط صورته، معتمدا في إشباع حاجاته البسيطة على ما ينتجه هو، دون أي تواصل مع غيره. وبعد ظهور التخصص والتقسيم الاجتماعي للعمل، ظهرت المبادلة في صورتها الأولى، مبادلة عينية مباشرة للمنتجات، سميت بالمقايضة.

أولا: تعريف المقايضة وعيوبها

1- تعريف المقايضة: المقايضة هي المبادلة العينية للمنتجات، أي مبادلة سلعة بسلعة أو سلعة بخدمة أو خدمة بخدمة دون استخدام أي وسيط. ورغم بساطتها كأول أشكال المبادلة وأبسط صورها، إلا أنها مثلت نقلة نوعية بالنظر إلى ما أتاحتها للأفراد والمجتمعات قديما، من فرص للتوسع في الإنتاج والاستهلاك وفي تحسين ظروفهم المعيشية، إضافة إلى دورها البارز في ظهور التجمعات بدافع المبادلة كأول صورة للأسواق، ثم بعدها القرى والمدن.

غير أنّ المقايضة ورغم إيجابياتها الكثيرة، لم تتمكن من مسايرة التطورات الحاصلة، وعجزت عن التجاوب مع حاجة الأفراد للتوسع أكثر في المبادلة والإنتاج، بسبب ما كان يشوبها من نقائص وعيوب، تمثلت أساسا في: صعوبة توافق رغبات الأشخاص، صعوبة تحديد معدلات التبادل، عدم قابلية بعض السلع للتجزئة وعدم قابلية بعض السلع للتخزين.

2- عيوب المقايضة: تتمثل أبرز عيوب أو نقائص المقايضة، فيما يلي:

1-2- صعوبة توافق رغبات الأشخاص: تعتبر أبرز صعوبات المبادلة التي كان الأشخاص يواجهونها في ظل نظام المقايضة. فالشخص الراغب في مبادلة منتوجه بمنتج آخر هو في حاجة إليه، قد لا يتمكن من ذلك وبالتالي لن يتمكن من إشباع حاجته بسبب أنّ صاحب المنتج المراد، يرغب في مبادلة منتوجه بمنتج آخر لدى شخص ثالث. والشخص الثاني بدوره لن يتمكن من الحصول على المنتج الذي يريد، بسبب أنّ الشخص الثالث يريد مبادلة منتوجه بمنتج الشخص الأول الراغب في مبادلة منتوجه بمنتج الشخص الثاني، وهكذا. حلقة مفرغة تمنع الأشخاص الثلاثة من الحصول على ما يريدون، وبالتالي من إشباع حاجاتهم رغم توفر المنتجات اللازمة لذلك.

هذا المشكل البسيط والمعقد في نفس الوقت بالنظر إلى تبعاته، سببه أن عمليتي البيع والشراء في ظل نظام المقايضة كانتا عملية واحدة، وليس مثلما هي اليوم، عمليتين منفصلتين زمانا ومكانا.

فالشراء والبيع كانا مقرونين ببعضهما. إذ لم يكن بإمكان الشخص أن يكون مشتريا إلا إذا كان بائعا. كما لم يكن بإمكانه أن يكون بائعا إلا إذا كان مشتريا. وهذا بسبب أن عملية المبادلة كانت تتم سلعة بسلعة مباشرة (سلعة ← سلعة)، عكس ما صار عليه الأمر بعد استحداث النقود بوصفها وسيطا في المبادلة، حيث أصبحت المبادلة تتم على خطوتين، مبادلة المنتج المراد بيعه أو التنازل عنه مقابل وسيط (النقود) كخطوة أولى، ثم كخطوة ثانية مبادلة الوسيط (النقود) مقابل المنتج المراد الحصول عليه أو شراؤه، أي (سلعة ← وسيط ← سلعة).

2-2- صعوبة تحديد معدلات التبادل: قد تتلاقى رغبات أطراف المبادلة، بأن يكون كل طرف يرغب في مبادلة منتوجه بمنتوج الطرف الآخر، غير أن هذا لا يعني إتمام عمالية المبادلة وتحقيق الإشباع المرغوبة، والسبب أن مشكلة ثانية لا تقل تعقيدا عن سابقتها قد تحول دون ذلك، تتمثل في صعوبة تحديد معدل التبادل المرضي أو العادل.

فصاحب رأس الماشية الذي يريد مبادلة خروفه مثلا ببعض الخضار والفواكه، قد يجد صعوبة كبيرة في تحديد معدل التبادل العادل. والشيء نفسه بالنسبة للشخص الذي يريد أن يحصل على خدمة بناء مسكن مقابل بعض الخضار والفواكه تخصص في إنتاجها أو مقابل بعض رؤوس الماشية التي تخصص في تربيتها، وهكذا.

هذا العائق الذي كان يعطل المبادلات، كان يزداد تعقيدا كلما زاد عدد المنتجات أو السلع المطروحة للمبادلة. وذلك بسبب أن القيمة السوقية لأي سلعة هي قيمة نسبية، تتحدد ليس قياسا فقط إلى السلعة المراد مبادلتها بها وإنما قياسا إلى كل السلع المطروحة للمبادلة.

فلو افترضنا مثلا أن هناك خمسة منتجات مطروحة للمبادلة هي: (أ، ب، ج، د، هـ)، فإن إيجاد معدل مبادلة المنتج (أ) بالمنتج (ب) يتطلب إيجاد معدل مبادلتها إلى كل المنتجات الأخرى، على النحو التالي: معدل مبادلة أ/ب، معدل مبادلة أ/ج، معدل مبادلة أ/د، معدل مبادلة أ/هـ، معدل مبادلة ب/ج، معدل مبادلة ب/د، معدل مبادلة ب/هـ، معدل مبادلة ج/د، معدل مبادلة ج/هـ، معدل مبادلة د/هـ. أي أن إيجاد

معدل مبادلة منتجين بعضهما ببعض في حالة وجود خمسة منتجات بالسوق، يتطلب إيجاد عشرة معدلات تبادل، وهذا طبعا أمرا شاقا وقد يتطلب الكثير من الوقت، وبالتالي فإنه قد يبطئ عملية المبادلة كثيرا.

هذا العائق، أي صعوبة تحديد معدلات التبادل، قد ينتقل من مستوى إبطاء عملية المبادلة إلى مستوى تعطيلها أو منع إتمامها بالكامل، وذلك كلما كان عدد المنتجات بالسوق أكبر. فلو افترضنا مثلا أن عدد هذه المنتجات هو مائة منتج، ففي هذه الحالة سيتطلب تحديد معدل مبادلة منتجين بعضهما ببعض، ومن ثم مبادلتهم، إيجاد 4950 معدل مبادلة، وهذا بالتأكيد سيجعل إتمام عملية المبادلة غاية في التعقيد، وسيجعلها غير ممكنة بالكامل كلما كان عدد المنتجات المطروحة للمبادلة أكبر.

وتحسب معدلات التبادل الواجب معرفتها بتطبيق العلاقة التالية:

$$\text{عدد معدلات التبادل} = \frac{n(n-1)}{2}$$

على أن: (ن) هي عدد المنتجات المطروحة للمبادلة

(1) ناقص منتج أحد طرفي المبادلة

(2) طرفي المبادلة

أما سبب هذا العيب الذي كان يعيق عملية المبادلة في ظل نظام المقايضة، فراجع إلى عدم وجود مقياس مشترك للقيم. ففي وقتنا الحاضر ورغم العدد اللا محدود من السلع، إلا أن الكثير من المبادلات تتم بالمقايضة وبدون أي مشكل. والسبب هو وجود النقود وقياسها لقيم مختلف المنتجات. إذ بإمكان الخباز مثلا أن يبادل كل صباح خبزتين مقابل كيس حليب من عند جاره تاجر المواد الغذائية دون أن يضطر أي منهما لاستخدام النقود، لأن كليهما يعرف أن سعر الخبزة الواحدة هو عشرة دنانير، وأن سعر كيس الحليب هو عشرون دينار، وبالتالي، فمعدل المبادلة هنا هو كيس حليب مقابل خبزتين.

2-3- عدم قابلية بعض السلع للتجزئة: رغم بساطة هذا العائق ظاهرا إلا أنه كان يقف حجر عثرة أمام

الأشخاص في إتمام عملياتهم التبادلية والحصول على ما يحتاجون من منتجات لإشباع حاجاتهم. فالشخص الذي تخصص مثلا في تربية المواشي، قد يواجه مشكلا كبيرا حين يرغب في الحصول على بعض الخضر والفواكه. مقابل كم سيحصل عليها؟ أو كم سيدفع مقابلها من الماشية التي تخصص في تربيتها؟ هل سيبادلها برأس غنم، أم أنه من الواضح أن قيمتها أقل من ذلك، وأنها لا تعادل إلا جزء منه فقط. وفي هذه الحالة كيف

سيتصرف؟ هل يذبح خروفه ويبادل جزء منه مقابل ما يحتاجه من الخضر والفواكه، وفي هذه الحالة، ماذا سيفعل في المتبقي من الخروف؟ أم أنه لن يذبح الخروف وسيضطر إلى مبادلتها بأقل من قيمته. أم يبادلها بكمية في مستوى قيمته لكنها تزيد عن حاجته هو.

قد يضطر صاحب المنتج الغير قابل للتجزئة للقبول بواحد من الخيارات الثلاثة أعلاه، غير أنّ العملية التبادلية وإن مكنت هذا الشخص من الحصول على ما يريد إلا أنّها ستكون غير عادلة.

2-4- عدم قابلية بعض السلع للتخزين: من بين ما كان يمنع الأشخاص قديما من التوسع أكثر في الإنتاج ومن ثم في الإشباع وتحسين ظروفهم المعيشية، هو عدم قابلية بعض المنتجات للتخزين، ما كان يضطرهم حتى وهم قادرون على إنتاج كميات أكبر مما ينتجون، أن لا ينتجوا إلا كميات قليلة في حدود احتياجاتهم الاستهلاكية أو الاستعمالية اليومية، أو في حدود ما يقدرّون على تصريفه أو مبادلتها مع الآخرين. وهذا بسبب أنّ أية كمية تزيد عن حاجتهم اليومية، وأي كمية لا يتمكنون من مبادلتها، سيكون مصيرها التلف بسبب قابلية بعض المنتجات للتلف بسرعة، وبسبب عدم وجود ما يحفظ الكميات الزائدة أو الفائضة تأجيلا لاستهلاكها أو تأجيلا لاستعمالها أو مبادلتها.

ثانيا: تعريف النقود وخصائص الوحدة النقدية

1- تعريف النقود: اضطر الأشخاص قديما لاستحداث النقود لتسهيل مبادلاتهم وتسريعها، وليمكنوا من التوسع أكثر في الإنتاج والاستهلاك، بتجاوز ما كان يعيق ذلك في ظل نظام المقايضة، من عدم توافق الرغبات، وصعوبة تحديد معدلات التبادل، وعدم قابلية بعض السلع للتجزئة، وعدم قابلية بعض السلع للتخزين وغيرها.

وفعلا مكن هذا الاستحداث البسيط في مفهومه والفريد في جدواه، من إحداث أثر جد موجب على الحياة الاقتصادية والاجتماعية للأفراد والمجتمعات. حيث مكن من بلوغ مستويات من الإنتاج والاستهلاك، ما كان بالإمكان بلوغها لولا هذه النقود التي ما هي إلا شيء أيا كان قد يتفق بشأنه على أن يكون نقدا.

حيث تعرف النقود على أنّها "أي شيء يتفق بشأنه على أن يكون وسيطا في المبادلة ومقياسا للقيم". بمعنى أنّ أي شيء يتفق أفراد المجتمع أو أي جماعة، عرفا أو بموجب القانون، على أن يجعلوه وسيطا في المبادلة ومقياسا للقيم، كان نقدا.

وفعلا فتاريخ النقود يعطي أمثلة كثيرة عن أشياء ومنتجات استخدمت كنقد؛ من حبوب وثمار جافة وماشية وجلود حيوانات، وبعض أنواع الأسماك وبعض المعادن وغيرها، وصولا إلى ما هو مستخدما في وقتنا الحاضر.

كما تعرف النقود أيضا على أنّها "كل ما تفعله النقود". بمعنى أنّ مفهوم النقود يكمن فيما تفعله النقود أو يظهر من خلال ذلك. أي أننا إذا أردنا أن نعرف النقود فلا بد أن نعود إلى وظائفها، أو أن نتساءل، ماذا تفعل النقود؟ وعندها سنعرف بشكل سهل ودقيق ماهية النقود.

هذا التعريف يسمى بالتعريف الوظيفي للنقود، ومفاده أنّ النقود هي "كل شيء يستخدم وسيطا في المبادلة ومقياسا للقيم وخزان للقيم وأداة لسداد المدفوعات الآجلة". وهو تعريفا قابلا للتوسع أكثر، ليشمل أي وظيفة أخرى قد تستحدث وتؤديها النقود في المستقبل.

غير أنّه وإن كان بالإمكان اختيار أي شيء ليكون نقدا، إلّا أنّ الأداء النقدي للأشياء المختارة لا يكون جيدا أو عند نفس المستوى بالنسبة لها جميعا. والسبب أنّ ذلك مرتبطا بجملة من الخصائص التي بقدر ما توفرت في الشيء المختار بقدر ما كان أدائه أحسن والعكس. وهذا بالضبط ما يفسر تفاوت مستويات أداء مختلف العملات الدولية في وقتنا الحاضر.

هذه الخصائص التي يستوجب أن تتصف بها الوحدة النقدية، والتي يتحدد نسبة إليها مستوى الأداء النقدي، تتمثل في: القبول العام، الثبات النسبي للقيمة أو الندرة النسبية، تجانس الوحدات، مقاومة التلف وطول فترة الصلاحية، القابلية للتجزئة وسهولة الحمل.

2- خصائص الوحدة النقدية: تتمثل أهم خصائص الوحدة النقدية فيما يلي:

1-2- القبول العام: تعتبر هذه الخاصية أهم خصائص النقود وأول شروط الاستخدام النقدي. ويقصد بها وجوب أن يكون الشيء المراد استخدامه وسيطا في المبادلة ومقياسا للقيم، مقبولا من طرف كافة أفراد الجماعة أو المجتمع، وإلاّ لم يمكن استخدامه أو اعتباره نقدا. وهذا ما نجده في بعض وسائل الدفع، كالشيكات

وبطاقات الائتمان، التي رغم استخدامها الواسع في تسوية التعاملات، إلا أنّها لا تعتبر نقودا، كونها قد لا تقبل من طرف البعض. أي أنّها لا تحظى بالقبول العام.

تجدر الإشارة إلى أنّ هذه الصفة تعتبر صفة ضمنية في النقود الحالية (الائتمانية)، أي صفة ملازمة دوماً، كونها ملزمة بموجب القانون. فبمجرد ما تتبنى الحكومة من خلال سلطاتها النقدية، فئة نقدية جديدة كورقة الألفين دينار جزائري التي تم استحداثها مؤخراً، يتم قبولها مباشرة وبشكل آلي من طرف كافة أفراد المجتمع. كما أنّ السلطات النقدية هي من تقوم أيضاً بإسقاط صفة القبول العام عن أي فئة نقدية معتمدة، كورقة المائتي دينار جزائري التي سحبت مؤخراً من التداول. وهذا عكس ما كان عليه الأمر وقت النقود السلعية، حيث كانت النقود تستمد قبولها العام من قيمتها الاستعمالية كسلعة وليس من شيء آخر.

إضافة إلى أنّ صفة القبول العام في النقود الحالية، تزيد وتنقص، أي أنّها غير ثابتة، كما أنّها متفاوتة من عملة إلى أخرى، وهذا بحسب قوة العملة وبحسب ثبات قدرتها الشرائية. بحيث كلما تراجعت القدرة الشرائية للعملة، كلما تراجع إقبال الناس عليها، خاصة في حفظ قيمهم أو مدخراتهم، والعكس صحيح.

2-2- الثبات النسبي للقيمة (الندرة النسبية): يقصد بقيمة العملة، عدد الوحدات من سلعة ما، التي يمكن الحصول عليها بوحدة نقدية واحدة أو بمبلغ معين من المال (ألف دينار جزائري مثلاً) في فترات زمنية مختلفة. هل بقي عدد الوحدات المكتناه نفسه أم زاد أم نقص؟. فإذا بقي نفسه كان ذلك حسن، ودل على استقرار قيمة العملة. وإذا زاد اعتبر ذلك جيداً ودل على تحسن قيمة العملة. أما إذا نقص، فدلالة ذلك أنّ قيمة العملة قد تراجعت واعتبر ذلك مؤشراً على عدم استقرار قيمة العملة وبالتالي تراجع مقبوليتها في التداول.

كما يشار أحيانا لهذه الصفة من خلال الندرة النسبية للعملة أو للشيء المراد استخدامه نقداً. وهذا يطابق تماماً في مضمونه ما تمت الإشارة إليه بخصوص قيمة العملة. وذلك لأن الوفرة الزائدة لكمية النقود عن الحاجة الحقيقية للمبادلة، تؤدي مباشرة إلى تراجع قيمة العملة.

فقط يجب الانتباه إلى أنّ المقصود بالندرة هنا هو ليس قلة النقود أو كمية الشيء المراد استخدامه نقداً، وإنما ضرورة أن تكون الكمية المتاحة مناسبة لقيمة السلع المطروحة للمبادلة في فترة زمنية معينة. أي مناسبة لحاجة الأشخاص للمبادلة. فإن كانت الكمية المتاحة قليلة لا تستجيب للحاجة الحقيقية للمبادلة، أثر ذلك سلباً على المبادلة وعلى النشاط الاقتصادي عامة، مع إمكانية أن يتسبب في حالة من الانكماش والركود.

والعكس في حالة كانت الكمية المتاحة زائدة عن الحاجة، حيث يمكن أن يتسبب ذلك في إحداث ارتفاعا في الأسعار وزيادة في معدل التضخم.

2-3- تجانس الوحدات: يقصد بتجانس وحدات النقد، تماثلها أو تشابهها التام، وهذا من جانبيين. من الجانب الشكلي، أي تماثل وتشابه الوحدات النقدية للفئة النقدية الواحدة من مختلف فئات العملة، في لوحتها وشكلها ورسوماتها ورموزها. ومن الجانب القيمي، أي تساوي قيمة الوحدة النقدية من فئة معينة كوحدة الألف دينار جزائري مثلا، مع قيمة وحداتها الجزئية، ممثلة على سبيل المثال في قيمة خمسة وحدات نقدية من فئة مائتي دينار جزائري، أو ممثلة في قيمة وحدتين نقديتين من فئة خمسة مائة دينار جزائري. بمعنى ضرورة تماثل القدرة الشرائية لوحدة نقدية من فئة معينة مع القدرة الشرائية لمجموع الوحدات النقدية الجزئية لها.

هذه الصفة تكتسي أهمية بالغة، تظهر من جهة التجانس الشكلي في تجنب الناس الارتباك والت تردد الناتج من خشية الوقوع في الخطأ بالخلط بين وحدات النقد من نفس الفئة، وهذا ما يقع فيه كبار وصغار السن عامة.

وتكمن أهمية التجانس القيمي، في تجنب تفضيل فئة نقدية على فئة نقدية أخرى لما لذلك من أثر سلبي على الاستخدام الجيد للكتلة النقدية ولوسائل الدفع عامة.

2-4- مقاومة التلف وطول فترة الصلاحية: يقصد بهذه الصفة، وجوب أن يكون الشيء المختار ليكون نقدا، أو المادة التي تصنع منها الوحدة النقدية ذات قدرة عالية على مقاومة التلف جراء كثرة التداول أو جراء الاستعمال لفترة زمنية طويلة.

وتكمن أهمية هذه الخاصية في كون التلف السريع للوحدات النقدية، الورقية خاصة، وتحديدتها المستمر، ينقص من قيمتها الحقيقية، لأنّ تكلفة إصدارها سترتفع بالنظر إلى مدة صلاحيتها المفترضة.

فلو افترضنا مثلا أنّ تكلفة إصدار الورقة النقدية من فئة مائتي دينار جزائري هي عشرة دنانير، فمعنى ذلك أن قيمتها الحقيقية هي مائة وتسعون دينار جزائري لمدة صلاحية مفترضة هي عشرة سنوات مثلا. وبافتراض أنّ هذه الورقة النقدية لم تعد صالحة للاستعمال بعد خمسة سنوات فقط من إصدارها، في هذه الحالة ستضطر السلطات النقدية لسحبها من التداول وتحديدتها بإصدار ورقة بديلة لها، بتكلفة إصدار تساوي عشرة دنانير، في هذه الحالة تصبح تكلفة إصدار هذه الورقة النقدية عشرون دينار لنفس مدة الصلاحية المقدرة عند

الاصدار في المرة الأولى، والنتيجة تراجع قيمتها الحقيقية من مائة وتسعون دينار إلى مائة وثمانون دينار. ما يعني أنّ التجديد المستمر للأوراق النقدية يؤدي إلى ارتفاع المستوى العام للأسعار، أي ارتفاع معدلات التضخم.

2-5- القابلية للتجزئة: يقصد بهذه الخاصية قابلية الوحدة النقدية للتجزئة في قيمتها إلى وحدات بقيم أصغر، لتمكين الأشخاص من إجراء تعاملاتهم في المنتجات صغيرة القيمة بكل سهولة ويسر. شريطة أن تكون قيمة الوحدات الجزئية مساوية تماما لقيمة الوحدة الرئيسية (خاصية التجانس). أي ضرورة أن يكون لكل وحدة نقدية من فئة ما وحداتها الجزئية.

ومثال ذلك الوحدة النقدية من فئة ألفين دينار جزائري مثلا، يمكن تجزئتها إلى وحدتين من فئة ألف دينار، وإلى أربعة وحدات من فئة خمسة مائة دينار، وإلى عشرة وحدات من فئة مائتي دينار وإلى عشرون وحدة من فئة مائة دينار، وهكذا حتى أصغر وحدة نقدية معتمدة من طرف الحكومة.

2-6- سهولة الحمل: بمعنى ضرورة أن يمكن الشيء المختار ليكون نقد، الأشخاص من تسوية تعاملاتهم ذات القيم الكبيرة والكبيرة جدا دون أي انشغال منهم عن كيفية حمل المبالغ المالية كبيرة القيمة اللازمة لذلك.

هذه الخاصية صارت تتمتع بها كل العملات في وقتنا، وإن كان ثمة تفاوت نسبي فيما بينها، بمستوى تفاوت قدراتها الشرائية. فالشخص الراغب في اقناء مسكن قيمته عشرين مليون دينار جزائري مثلا، لن ينشغل أبدا عن كيفية حمل هذا المبلغ الكبير، أو عما إذا كان سيستطيع حمله لثقله بسبب قيمته الكبيرة أم لا. والأمر نفسه بالنسبة للشخص الذي أبرم صفقة أو مول مشروعا استثماريا بعشرات الملايين من الدينارات، فبال تأكيد لن يتبادر إلى ذهنه أي انشغال عن كيفية حمل هذه المبالغ الكبيرة، أو عما إذا كان سيستطيع حملها أم لا. ما يعني أنّ خاصية سهولة الحمل هي خاصية ذات معنى دلالي وليس لغوي.

ثالثا: بعض المفاهيم المرتبطة بالنقود

توجد بعض المفاهيم ذات الارتباط المباشر بالنقود، تتمثل في: أشباه النقود، السيولة والثروة.

1- النقود وأشباه النقود: تتمثل أشباه النقود في مجموع الودائع لأجل، أي أموال الأشخاص المودعة لدى البنوك والتي لا يكون بإمكانهم استخدامها في تسوية تعاملاتهم بسحبها أو بالسحب عليها إلا بعد آجال محددة مسبقا أو متفق عليها بين صاحب الوديعة والبنك. ولأنّه ليس بإمكان صاحب هذه النقود في حالتها

كودائع لأجل استخدامها كقوة شرائية، فقد أصبحت وكأنها ليست نقوداً، فاصطلح على تسميتها أشباه النقود.

فمجموع القوة الشرائية الحاضرة للمجتمع أو ما يطلق عليها اسم وسائل الدفع، تتمثل في مجموع النقود المتداولة خارج المصارف، من عملة ورقية ونقود مساعدة، مضافاً إليها مجموع النقود المودعة على مستوى البنوك في شكل ودائع جارية أو تحت الطلب. مجموع هذه النقود كما هي، تكون قابلة للاستخدام الفوري في تسوية التعاملات، أي أنها تمثل سيولة حاضرة. أما ما سواها من النقود المودعة لأجل، فلا تمثل سيولة حاضرة، فأصبحت وكأنها أشباه نقود وليست نقوداً.

2- النقود والسيولة: يقصد بالسيولة في مفهومها المطلق القوة الشرائية الحاضرة ممثلة في النقود الجاهزة أو المتاحة في صورها الثلاثة؛ ورقية، مساعدة ونقود ودائع. فالشخص الذي يحتفظ بنقوده في صورها هذه، يكون بإمكانه استخدامها فوراً في اقتناء ما يرغب متى تولدت لديه حاجة إلى ذلك.

إلا أنه توجد حالات أخرى، لا يكون بالإمكان استخدام النقود أو القدرة الشرائية المتضمنة فيها إلا بعد تحمل تكلفة و/أو وقت معينين، مقابل تحويلها من حالتها كقوة شرائية مؤجلة إلى قوة شرائية حاضرة أو جاهزة. وذلك حين تكون النقود محفوظة في شكل ودائع لأجل أو في شكل أصول حقيقية كالعقارات من مباني أو قطع أرضية أو مجوهرات أو غيرها، أو في شكل أصول مالية كالأسهم والسندات.

إذ رغم أن كلا من الأصول الحقيقية والأصول المالية، تمثل في جوهرها قوة شرائية، إلا أنها محفوظة على شكل جعلها غير قابلة للاستخدام الفوري كقوة شرائية جاهزة، وأن تحويلها إلى ذلك يتطلب تحمل تكلفة معينة، قد تتمثل في فقدان العائد الذي كان مفترضاً الحصول عليه في حالة ما إذا تم استرجاعها قبل بلوغ أجل استحقاقها. أو قد تتمثل في التنازل عن جزء من قيمتها في حالة ما إذا تم بيعها بأقل من قيمتها الحقيقية بداعي الاستعجال. أو قد تتمثل في ضياع وقت يمثل المدة المستغرقة لتحويلها إلى نقود سائلة، أي إلى قوة شرائية جاهزة.

ما يعني أن النقود تمثل السيولة الكاملة، أي أنها أصل تام السيولة، عكس باقي الأصول الأخرى الحقيقية والمالية، التي تكون أقل سيولة بدرجات متفاوتة بحسب تفاوتها من حيث سهولة وسرعة وقلة تكلفة تحويلها إلى قوة شرائية جاهزة.

تجدر الإشارة إلى أنّ صور حفظ الأشخاص لقدراتهم الشرائية، في شكل نقود أي في شكل قوة شرائية حاضرة، أو في شكل ودائع لأجل أو في شكل أصول حقيقية أو مالية، يتوقف على مفاضلتهم بين المنافع التي تحققها كل صورة من صور الحفظ. منفعة الاستخدام الفوري وقت الحاجة، في حالة الاحتفاظ بها نقودا كاملة السيولة. أو منفعة العائد في شكل فائدة أو ربح في حالة الاحتفاظ بها في صورة ودائع لأجل أو في صورة أصول حقيقية أو مالية.

3- النقود والثروة: هل النقود هي الثروة؟ وهل الثروة هي النقود؟ ومتى تكون النقود ثروة وبالنسبة لمن؟ وماهي حدود الفصل بين الاثنين؟

الجواب هو أنّ النقود كقوة شراء تعتبر ثروة. فهي ثروة لدى الأشخاص، كونها تمثل قوة شرائية لديهم تمكنهم متى أرادوا من تحقيق منافع وإشباع حاجات، بالحصول على ما يعادل قيمتها من السلع والخدمات.

كما أنّها تعتبر ثروة بالنسبة للحكومات أيضا، عندما تمثل قوة شراء دولية، أي عندما تكون النقود المحتفظ بها مقبولة السداد دوليا، أي حين تكون عملة صعبة. كحالة احتياطات الصرف بالنسبة للجزائر مثلا، أو كحالة الاحتياطات الرسمية بالنسبة لمختلف الدول. أو كحالة بعض العملات الوطنية قابلة السداد دوليا كالدولار الأمريكي بالنسبة للولايات المتحدة الأمريكية، أو كالجنيه الاسترليني بالنسبة للمملكة المتحدة، وغيرها، حين تمثل رصيда موجبا لميزان تعاملاتها مع العالم الخارجي.

إذن فالنقود كقوة شراء، تعتبر ثروة، لأنها تمثل جزء من القيم والمنافع المنتجة، أي جزء من السلع والخدمات محتفظا بها في صورتها النقدية. فهي جزء من الثروة.

أما الثروة فليست كلها نقود. فالنقود تمثل الجزء الممثل من الثروة وليس كل الثروة. فالثروة هي القيم والمنافع المنتجة، مضافا إليها المنافع الكامنة في موارد المجتمع ومقدراته. فثروة المجتمع تتمثل في التراكم مما أنتج من هياكل قاعدية وبنى تحتية ومعدات وأدوات عمل ومهارات ومعارف وكفاءات وطاقات وقدرات، وكل المنتجات الجارية أو تحت الإنتاج من السلع والخدمات، ومجموع القيم والمنافع الكامنة في موارد المجتمع ومقدراته. ما يعني أنّ النقود كلها ثروة، وأنّ الثروة ليست كلها نقود.

فالنقود تصدر لقياس قيم ما تم إنتاجه من السلع والخدمات خلال فترة زمنية معينة. أي أنّها تأتي لاحقا بعد خلق المنافع. وأنّه بقدر الكميات المنتجة من السلع والخدمات وبقدر منافعها المقدرة، تكون كمية النقود

المصدرة أو واجبة الإصدار. فإذا زادت الكميات المنتجة زادت كمية النقود وإذا قلت كمية المنتجات قلت كمية النقود، وإذا لم يكن هناك إنتاج لم تكن النقود. كما أنّ النقود مجرد خزانة للقيم. فالأشخاص ينتجون ما هم في حاجة إليه حاضرا ومستقبلا، ثم يحفظون ما انتجوا في شكل قيم نقدية. ما يعني أنّ المنتجات والمنافع هي الأصل، هي الثروة، وأنّ النقود تمثيلية فقط.

لذلك فالنقود لا تطلب لذاتها، وإنما باعتبارها خزانة للقيم. فالشخص الذي يحتفظ بمليون دينار جزائري مثلا، هو يحتفظ في الأصل بما يعادل ذلك من السلع والخدمات، أي من المنافع. والأمر نفسه بالنسبة لمن يحتفظ بمبلغ أكبر أو بمبلغ أقل. كما أنّ من لا يحتفظ بأي مبلغ، لا يحتفظ بأي قيمة منتجة.

مع الإشارة إلى أنّ القيم النفعية المخزنة أو المحفوظة في النقود ليست ثابتة. وذلك لأنّ النقود لا تحدد القيم وإنما تمثلها، أي أنّ النقود تمثيلية. فقيم المنتجات تحددها درجة الحاجة إليها، أي مقدار المنفعة التي يقدر أنّها ستحققها وقت استهلاكها أو استخدامها، وهو ما يتحدد في السوق، أي تحدده قوى العرض والطلب في زمان ومكان محددين، وتعبّر عنه أو تمثله النقود كأداة قياس أو كوحدة تحاسب.

فمبلغ المليون دينار لا يمثل شيء بالنسبة لشخص تائه في الصحراء يوشك على الهلاك، إلاّ أنّه يزيد عبه، وأنّه سيتخلص منه ليخفف كاهله. كما أنّ جرعة الماء التي لا قيمة لها على ضفة نهر عذب متدفق، لن تقل قيمتها في نظر ذلك الشخص الهالك في الصحراء عن المليون دينار الذي بحوزته. وقياسا بذلك تتحدد القيم اعتبارا من مستوى الحاجة ومن مقدار النفع.

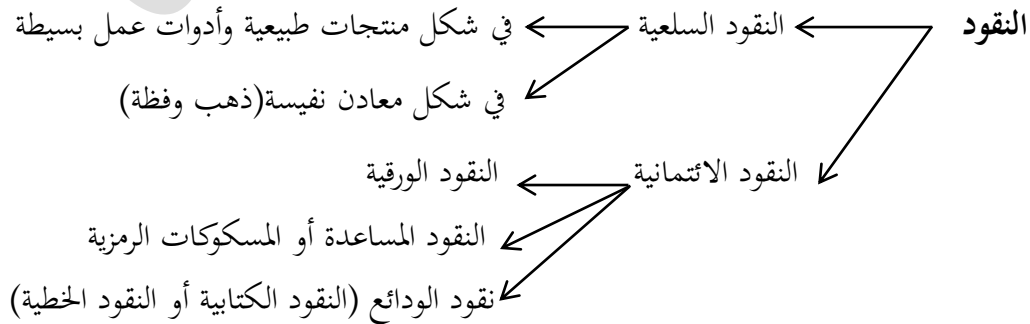
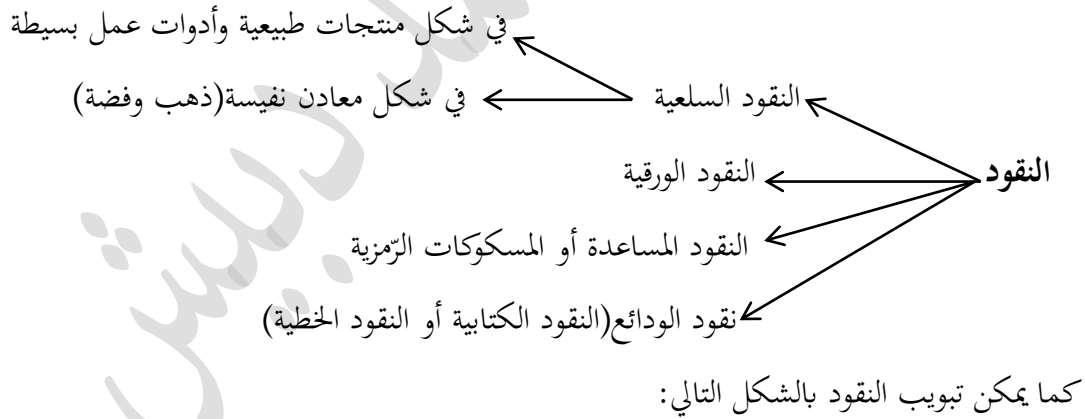
وعليه، فالنقود تمثل بعضا أو جزءا من ثروة المجتمع، أما ثروة المجتمع فتتمثل في القيم والمنافع المنتجة وفي مجموع القيم والمنافع الكامنة في موارد المجتمع ومقدراته.

أنواع ووظائف النقود

لم تظهر النقود منذ بداياتها الأولى في شكلها الذي هي عليه اليوم، وإنما مرت بتطورات عديدة استوجبها الظروف البيئية والاجتماعية والتطورات الاقتصادية التي عرفتتها الشعوب والمجتمعات منذ القدم، أخذت بموجبها أشكالاً متنوعة بخصائص ومواصفات مختلفة، تستجيب لمتطلبات المبادلة والتعامل في كل مرحلة من مراحل تطور الممارسة الاقتصادية، وصولاً إلى ما هي عليه اليوم في تشكيلها غير المكتمل بالتأكيد فيما تتجسد فيه من أشكال وفيما تؤديه من وظائف، باعتبارها تمثل صورتها في مرحلتنا هذه، وصولاً إلى ما ستكون أو ستتشكل عليه في مراحل تطور لاحقة أو حقب زمنية مستقبلية.

أولاً: أنواع النقود

أجمع المختصون على تصنيف النقود إلى أربعة أنواع هي: النقود السلعية بنوعيتها؛ في شكل سلع طبيعية وفي شكل معادن نفيسة، النقود الورقية، والنقود المساعدة ونقود الودائع. كما يمكن تبويبها في نوعين فقط هما: النقود السلعية في شكلين؛ في شكل سلع طبيعية وفي شكل معادن نفيسة، والنقود الائتمانية في ثلاثة أشكال؛ النقود الورقية والنقود المساعدة ونقود الودائع. ويمكن توضيح الأنواع المختلفة للنقود من خلال الشكل التالي.



1- النقود السلعية: هي أول أنواع النقود ظهوراً، تمثلت في منتجات وأدوات عمل اختيرت لتكون وسيطاً في المبادلة، ولتكون أداة للتحاسب بين الناس. حيث استخدمت منتجات كثيرة، اختيرت لتكون نقداً، اعتباراً من عاملين اثنين؛ الأول خصوصية البيئة العامة وطبيعة النشاط الرئيسي الممارس، أي ما إذا كان المجتمع زراعياً أو رعويًا أو ساحلياً يعيش على الصيد. فاستخدمت بموجب ذلك، بعض أنواع الحبوب من طرف المصريين القدماء، واستخدمت المواشي بشبه الجزيرة العربية، واستخدمت بعض أنواع الأسماك من طرف الهنود وبعض المجتمعات الآسيوية.

وتمثل العامل الثاني في أهمية السلعة في الحياة اليومية للناس. أي أنّ السلع التي كانت تختار لتكون نقداً، هي السلع التي كانت تتمتع بقيمة استعمالية كبيرة، وهذا توفيراً لخاصية القبول العام الواجب أن يتمتع بها الشيء المختار ليكون نقداً.

وتمثل أبرز خصائص النقود السلعية في تمتعها بقيمتين؛ قيمة ذاتية أو استعمالية، مستمدة من حاجة الأفراد إليها لاستخدامها كسلعة في إشباع حاجاتهم الاستهلاكية أو الاستعمالية. وقيمة تبادلية مستمدة من القبول العام الذي تحظى به من طرف أفراد المجتمع لتأدية دور الوساطة في التبادل. أي من كونها تمكن الأشخاص من مبادلة فوائضهم الإنتاجية مقابلها دون أن تكون لهم فيها حاجة استهلاكية، ومن كونها تمكنهم من الحصول على ما يحتاجون من سلع بمبادلتها مرة ثانية، متى احساسوا بحاجة إلى ذلك.

ما يعني أنّ النقود السلعية قد تطلب كنقد بدافع المبادلة، كما قد تطلب لذاتها كسلعة لغرض الاستهلاك أو الاستعمال، أي بدافع إشباع حاجة معينة. وهذا عكس النقود الائتمانية التي لا تطلب إلا لغرض المبادلة، أي أنّها لا تطلب لذاتها، كونها لا قيمة استعمالية لها. فالورقة النقدية من فئة ألفين دينار جزائري مثلاً، إنما تطلب لغرض المبادلة فقط، اعتباراً من قوة الإبراء التي تتمتع بها ولا تطلب لذاتها، فهي كمجرد ورقة لا قيمة لها، وإنما استمدت قيمتها من قوة الإبراء التي ضمنتها إياها السلطات النقدية، ومتى رفعت عنها قوة الإبراء تلك، أصبحت مجرد ورقة عليها رسومات ورموز لا غير.

تجدر الإشارة إلى أنّ النقود السلعية قد استخدمت في شكلين رئيسيين مثلما سبقنا الإشارة؛ في شكل سلع أو منتجات طبيعية، من حبوب ومواشي وتوابل وغيرها. وفي شكل معادن نفيسة، ذهب وفضة تحديداً. وقد كان التحول من النقد السلعي الطبيعي إلى النقد السلعي المعدني النفيس، بشكل متدرج وتلقائي،

في سياق سعي الأفراد وحرصهم المستمر على جعل عملياتهم التبادلية تتم بأسرع ما أمكن وتكون عادلة قدر الإمكان. وهذا ما يتوقف بشكل مباشر وأساسي على طبيعة الشيء المستخدم كوسيط في المبادلة وكمقياس للقيم، أي المستخدم كنقد. وبذلك تم التحول من الشكل الأول للنقد السلعي بسبب ما كان يواجهه الأفراد من صعوبات في إتمام تعاملاتهم باستخدام منتجات (كنقد) بعضها قابل للتلف وبعضها صعب الحمل والتجزئة وبعضها صعب التخزين... إلخ، إلى الشكل الثاني بسبب ما كان يتمتع به المعدن النفيس من خصائص جعلته يؤدي دور النقد على أكمل وجه، وذلك لتوفره على كل الخصائص الواجب توفرها لضمان الأداء النقدي الجيد.

2- النقود الورقية: يعتبر النقد الورقي النقد الأساسي والأكثر أهمية بكل الاقتصاديات، إذ وبالرغم من أنّ من الاقتصاديات من صارت تعتمد في تسوية تعاملاتها اليومية الجارية في حدود ما يزيد عن الثمانين بالمئة منها على نقود الودائع، وهذا ما نجده بمعظم الاقتصاديات المتطورة، غير أنّ النقد الورقي يبقى الأساس باعتباره يمثل قاعدة نقد الودائع وأصله.

النقود الورقية الحالية تمثل الشكل الثالث لهذا النوع من النقود الذي ظهر بداية في شكل شهادات إيداع إسمية، تطورت لاحقاً لتصبح أوراقاً لحاملها عرفت باسم النقود النائبة، اعتباراً من دورها الذي كانت تؤديه ومن علاقتها بالمعدن النفيس الذي كانت تمثله، لتتطور أكثر وتأخذ شكلها الذي هي عليه اليوم كنقود نهائية إلزامية.

يجمع المؤرخون والمختصون على أنّ الظهور الأول للنقود الورقية كان في الصين، حوالي السنة السبعة مائة للميلاد، وإن كان ظهورها البارز الذي يعتبر أكثر حداثة يرجعه المؤرخون إلى القرنين الخامس عشر والسادس عشر بأوروبا، حين كان الأشخاص من أصحاب النقود المعدنية الذهبية والفضية يودعونها لدى الصيارفة والصاغة خوفاً عليها من الضياع والسرقة، مقابل عمولات يدفعونها لقاء خدمة الحفظ التي يقدمها لهم الصيرفي و/أو الصائغ. في مقابل ذلك يقدم الصيارفة والصاغة شهادات ووصلات إيداع إسمية أي باسم صاحب الوديعة مسجل عليها قيمة المبلغ المودع. وكان الصيارفة يصدرن شهادات ووصلات إيداع جديدة، لأصحاب الودائع، كلما أجرى هؤلاء عمليات على ودائعهم، بقيمتها الجديدة بعد كل سحب أو إيداع جديدين.

وقصد التسهيل على أصحاب الودائع، بتمكينهم من استخدام قدراتهم الشرائية دون حاجة للرجوع إلى الصيرفي وتحمل ما يترتب عن ذلك من مشقة ووقت، عدل الصيرفي شهادات ووصلات الإيداع التي يقدمها، بحيث أصبح يصدرها لحاملها وليست إسمية¹ كما لم يعد يقدم شهادة إيداع واحدة بكامل قيمة الوديعة، وإنما صار يقدم عدة شهادات إيداع بقيم جزئية أو بقيم صغيرة تعادل في مجملها القيمة الكلية للوديعة، وهذا من أجل تسهيل وتسريع عمليات التسوية والتبادل ومنها التعاملات التجارية بصفة عامة، وما لذلك طبعاً من انعكاسات اقتصادية موجبة.

هذا التحديث، ونظراً للمصادقية التي تتمتع بها الجهات المصدرة لهذه الشهادات، ونظراً للثقة الموضوعية فيها من قبل أصحاب الودائع، ولأنّ هذه الشهادات أو وصلات الإيداع قابلة للتحويل بكامل قيمتها متى أراد حاملها ذلك، وبالمجان، فقد نتج عن ذلك أن أصبح الأشخاص يستخدمونها مباشرة في تسوية تعاملاتهم دونما حاجة إلى استخدام النقد الحقيقي، أي المعدني من الذهب أو الفضة. وهذه هي أول صورة نموذجية لما كانت عليه النقود الورقية الحالية، التي سميت آنذاك بالنقود النائبة، لأنها كانت تنوب عن النقد الحقيقي المعدني من الذهب والفضة في التعامل.

أي أنّ الأشخاص عوض أن يستخدموا النقود المعدنية، ثقيلة الحمل والمكشوفة وبالتالي غير المؤمنة، صاروا يفضلون استخدام تلك الوصولات لسهولة حملها وإخفائها، فاستحقت بذلك تسمية النقود النائبة.

ثم وفي فترات تلت، ونتيجة اتساع استخدام ما صار يعرف بالنقود النائبة في تسوية التعاملات التجارية، لاحظ الصيارفة تكدس النقد المعدني لديهم، فاهتدوا إلى فكرة إقراضه لمن هم في حاجة للتمويل، مقابل عمولة أو فائدة يدفعها المقترض، وهكذا ظهرت ثاني أهم وظائف البنوك والمتمثلة في تقديم القروض بعد وظيفتها الأولى المتمثلة في تلقي الودائع التي ظهرت أول مرة حين أقدم الأشخاص على إيداع نقودهم المعدنية لدى الصيارفة والصاغة.

وهنا، وبموجب هذه الخدمة الجديدة التي صار يقدمها الصيارفة، تحول اتجاه العمولة المقدمة عند الإيداع، حيث أصبح الصيارفة هم من يقدموا عمولات لأصحاب الودائع، تشجيعاً لهم على التوسع أكثر

¹ - الفرق بين شهادة الإيداع الاسمية وشهادة الإيداع لحاملها، هو أن ما يعادل قيمة شهادة الإيداع الاسمية من النقد المعدني لدى الصيرفي، يعتبر ملكاً للشخص المكتوب اسمه فوق الشهادة. أما في حالة شهادة الإيداع لحاملها، فقيمة الوديعة المسجلة فوق تلك الشهادة تُعتبر ملكاً لحامل الشهادة رغم أن اسمه غير مسجل فوقها، مثلما هو الأمر اليوم فيما يخص النقود الورقية والنقود عامة، فهي لحاملها وليست إسمية. فالعامل الذي يتلقى أجرته الشهرية في شكل عشرون ورقة من فئة ألفين دينار جزائري، فهو يتلقى نقوداً هي ملكاً له مجرد تلقيه لها، رغم أن اسمه غير مسجل فوق تلك الأوراق النقدية.

في الإيداع وليس العكس مثلما كان الأمر سابقا. أي أنّ الصيارفة صاروا يأخذون عمولات على الإقراض وليس على الإيداع، أي مثلما هو عليه الأمر اليوم.

إلا أنّه وبسبب تمادي الصيارفة في الإقراض طمعا في تحقيق أرباح أكبر، صاروا يقرضون خارج حدود التغطية، أي صاروا يقدمون قروضا (في شكل وصولات وشهادات إيداع وليس في شكل نقد معدني) تزيد قيمتها عن قيمة النقود المعدنية المودعة لديهم، فنتج عن ذلك أن تعرضت الكثير من اقتصاديات تلك الدول للعديد من الأزمات التضخمية، كما تعرض الكثير من الصيارفة لأزمات عدم القدرة على الدفع والإفلاس. ما أضطر الحكومات آنذاك للتدخل وتنظيم عملية إصدار هذا النوع من وسائل الدفع، أو النقد الورقي في صورته الأولى، بأن أخضعته لشروط وضوابط معينة وأسندت مهمة إصداره لمؤسسات حكومية، وصولا إلى إلغاء قابلية تحويل نقود البنكنوت أو ما كان يعرف بالنقود النائية إلى ذهب. أي أنّ النقود الورقية أصبحت نهائية، كما أصبحت ملزمة تستمد قيمتها من سلطة القانون، لا من أي شيء آخر تمثله.

3- النقود المساعدة (المسكوكات الرمزية): يتمثل هذا النوع من النقود في القطع النقدية المعدنية المتداولة إلى جانب النقد الورقي والتي غالبا ما تكون ذات قيم صغيرة، هدفها تمكين الأشخاص من تسوية وإتمام التعاملات التي يكون موضوعها منتجات صغيرة القيمة، ك شراء جريدة مثلا بعشرين دينار جزائري، أو ارتشاف فنجان قهوة بثلاثين دينار أو ما مائل ذلك من المنتجات صغيرة القيمة.

وتسمى هذه النقود بالمساعدة، كونها تساعد النقد الأساسي أو الورقي في تأدية مهامه. أي في تأدية وظائفه الرئيسية، المتمثلة في الوساطة في التبادل والاحتساب.

فلو لم يوجد هذا النوع من النقود، لانعكس ذلك سلبا على عمليات التبادل، ولتأثرت الأنشطة الإنتاجية جراء ذلك سلبا ومنها وبالنتيجة عمليات الإشباع بشكل عام.

وتصدر هذه النقود من المعدن لسببين؛ يتمثل الأول في صغر قيمها وبالتالي الحرص على أن تكون قيمة المادة المصنوعة منها في حدود تلك القيمة. أي الحرص على أن لا تكون قيمة الوحدة النقدية أو قوتها الشرائية أقل من قيمة المادة التي صنعت منها. ويتمثل السبب الثاني، في ضمان صلاحية الوحدة النقدية لأطول مدة ممكنة، وهذا ما يحققه المعدن، حفضا لقيمتها أو قوتها الشرائية.

4- نقود الودائع: تسمى أيضا بالنقود المصرفية، وتعتبر أكثر أنواع النقود تطورا، وذلك بالنظر إلى كفاءتها العالية ومستوى استجابتها لشروط ومتطلبات الأداء النقدي الجيد. حيث تستخدم في تسوية ما يزيد عن الثمانين بالمائة من التعاملات الاقتصادية بالاقتصاديات المتطورة، وفي حدود التسعين بالمائة بالولايات المتحدة الأمريكية.

وتعرف نقود الودائع على أنّها الأرصدة الدائنة لحسابات الأفراد الجارية لدى البنوك. بمعنى أنّها تتمثل في القدرة الشرائية التي يتيحها الأفراد الطبيعيون والمعنويون أصحاب الفوائض النقدية، لغيرهم بإيداعهم لتلك الفوائض في شكل ودائع جارية على مستوى البنوك. ولا تدخل ضمن هذا المفهوم، الودائع لأجل أو الودائع الادخارية، كونها لا تمثل قوة شرائية جاهزة أو حاضرة، وبالتالي فهي لا تعتبر نقدا بهذا المعنى.

ولذلك، فنقود الودائع لا وجود مادي لها. فلو طلب منك إظهار نقدا معدنيا لأخرجت من جيبك قطعة عشرة دينار أو عشرون دينار مثلا. ولو طلب منك إظهار نقدا ورقيا لأخرجت من جيبك ورقة من فئة ألف دينار أو ألفين دينار مثلا. لكن لو طلب منك إظهار نقد ودائع، لما أمكنك ذلك، لأنّه لا وجود مادي لهذا النوع من النقود. ولهذا تسمى هذه النقود باسم النقود الكتابية لأنها مجرد كتابات في سجلات البنوك، وباسم النقود الخطية لأنها مجرد خطوط (كتابات) في تلك السجلات.

وعلى عكس النقود القانونية، الورقية والمعدنية، التي تنفرد البنوك المركزية في كل الاقتصاديات بإصدارها، تصدر نقود الودائع من طرف البنوك التجارية، وذلك من خلال أدائها لوظيفتيها الرئيسيتين؛ وظيفة تلقي الودائع ووظيفة تقديم القروض.

فالبنوك التجارية بتلقيها لودائع الأشخاص، تكون قد أتاحت قدرة شرائية لمن هو في حاجة للوفاء بالتزامات أو تسوية تعاملات أو إبراء ذمم، وذلك بجعلها موضع الاستخدام، كونها في صورتها القانونية لذي أصحابها، كانت تمثل قدرة شرائية معطلة. فمعنى أنّها تمثل فائضا نقديا لديهم، يعني أنّهم ليسوا في حاجة إليها ولذلك تسمى فوائض.

أي أنّ البنوك التجارية تخلق هذا النوع من النقود من خلال عمليتين؛ الأولى توفير قدرة شرائية كانت معطلة وجعلها موضع الاستخدام. والثانية تمكين الأشخاص من قدرات شرائية لم يكونوا يتوفرون عليها. مع الإشارة إلى نقطة جوهرية، هي أنّ القدرة الشرائية التي تتيحها البنوك التجارية في إطار خلقها لنقود

الودائع، قد تزيد بكثير وبأضعاف مضاعفة عن قيمة النقود القانونية التي تلقتها في شكل وديعة أصلية والتي اعتبرت قاعدة لما أصدرته من نقود وودائع.

ومن هنا تظهر الأهمية القصوى لهذا النوع من النقود، الذي يسمح بزيادة حجم وسائل الدفع داخل الاقتصاد الوطني، وبالتالي إعطاء سيولة أكبر لعمليات التبادل، دونما حاجة إلى زيادة كمية أو قيمة النقود القانونية.

أما عن كيفية استخدام هذا النوع من النقود في تسوية التعاملات، فيتم بواسطة الكثير من وسائل الدفع، كالشيكات والكمبيالات والحوالات ومختلف وسائل الدفع الإلكتروني من بطاقات ائتمان وغيرها.

ونشير في هذا الإطار إلى نقطة جوهرية، تخص الخطأ الذي يقع فيه بعض الكتاب بإدراجهم لما يسمونها نقودا إلكترونية كنوع من النقود يضيفونه لأنواع النقود سالفة الذكر، وهذا من الخطأ طبعا، فلا وجود لنقود إلكترونية، وأنّ ما يعتبرونه كذلك، هي وسائل أو أدوات الدفع الإلكتروني، التي من خلالها يتم استخدام نقود الودائع، شأنها في ذلك شأن الشيكات والحوالات والكمبيالات، لا غير.

ثانيا: وظائف النقود

تؤدي النقود جملة من الوظائف يصعب في الوقت الحاضر تصور إمكانية قيام أو استمرار الأنشطة الاقتصادية من دونها. هذه الوظائف تتمثل في:

- وظيفة الوساطة في التبادل؛
- وظيفة قياس القيم؛
- وظيفة تخزين القيم؛
- وظيفة تسوية أو سداد الدفع المؤجل.

1- وظيفة الوساطة في التبادل: تعتبر هذه الوظيفة أكثر وظائف النقود أهمية، والدافع الرئيسي لاستحداثها- أي استحداث النقود. وذلك أنّ أكبر ما كان يعيق إتمام عمليات التبادل المختلفة بين الناس قديما هو عدم وجود وسيط يفصل بين عمليتي البيع والشراء، بحيث يصبح بإمكان المنتج بيع ما يحوزه من منتجات دون حاجة أو اضطرار إلى القيام في الوقت ذاته بعملية الشراء التي لم تتولد لديه بعد حاجة للقيام بها.

ففي ظل نظام المقايضة كان إتمام عملية المبادلة يستوجب توافق رغبتى الطرفين في وقت واحد للإشباع وباستخدام نفس المنتجين اللذان بحوزة طرفي المبادلة، وإلا تعدد إتمام عملية التبادل وتعطلت بذلك عملية الإشباع.

غير أنّ استحداث النقود مكن من الفصل بين عملية المبادلة وعملية الإشباع من حيث آجال حدوثها. فاصبح بإمكان الأفراد التنازل عن فوائض إنتاجهم وقت ما أتيحت لهم الفرصة المناسبة لذلك ودون أي التزام بالشراء، وبالتالي تفادي ما كان من الممكن أن يتكبده من خسائر بسبب تلف ما يزيد عن حاجاتهم الاستهلاكية أو الاستعمالية مما انتجوه من سلع بسبب عدم قدرتهم على تصريفها. كما صار بإمكانهم الحصول على ما يرغبون من منتجات دون أي التزام بالبيع.

أي أنّ استحداث النقود ودخولها وسيطا في المبادلة أعطى للناس حقا وأتاح أمامهم فرصة غاية في الأهمية تتمثل في فرصة أو حق الاختيار والمفاضلة. حيث أصبح بإمكان الفرد المفاضلة بين أوقات المبادلة والإشباع من جهة، والمفاضلة بين المنتجات أو بدائل وسائل الإشباع من جهة ثانية.

أي أنّ النقود بوصفها وسيطا في المبادلة أتاح للأفراد إمكانية الحصول على السلع التي يرغبونها في أي وقت شاءوا وفي أي مكان. وذلك لأن النقود تتمتع بصفة القبول العام من جهة ولكونها تمثل قدرة إنفاق مؤجل من جهة ثانية.

وطبعا يستوجب أداء النقود لوظيفتها هذه على أكمل وجه، أن تكون النقود تحظى بالقبول العام، أي أن تكون مقبولة من طرف كافة أفراد المجتمع. هذا القبول المستمد من قدرتها اللامحدودة على الإبراء، أي إبراء الذمم، وهي الخاصية التي صارت تتمتع بها النقود بموجب إلزامية أو سلطة القانون، لا مثلما كان الأمر في البدايات الأولى لظهورها (حالة النقود السلعية) حين كان الناس يقبلونها لما تتمتع به في حد ذاتها من قدرة على الإشباع.

ففي حالات التضخم الجامح مثلا وهو التضخم الذي تكون معدلاته مرتفعة، تتراجع كفاءة النقود في أداء وظيفتها هذه، وذلك لأن مقبوليتها كوسيط في المبادلة تتراجع، أي تتراجع ثقة الناس في قدرتها على الإبراء، فيصبح الناس يفضلون حفظ قيمهم في أشكال غير نقدية كالذهب أو العقارات أو الأوراق المالية وغيرها من الأصول غير النقدية.

لكن رغم هذا نقول أنّ وظيفة النقود هذه، أي الوساطة في التباد تعتبر بالغة الأهمية، كونها ساهمت وتساهم بشكل مباشر في اتساع عمليات الإنتاج وما يرتبط بها من تطور اقتصادي واجتماعي بمختلف الدول والاقتصاديات.

2- وظيفة قياس القيم: ترتبط أو تتوقف قدرة النقود على أداء وظيفتها الأولى، أي الوساطة في التبادل على وظيفة قياس القيم التي تعتبر ثاني أكثر وظائف النقود أهمية.

فالنقود لا يمكن أن تتوسط عملية تبادل إلّا إذا تم تحديد قيم السلع موضوع المبادلة ومن ثم معدلات التبادل المقبولة أو العادلة فيما بينها أو بعضها إلى بعض. وهذه الحالة هي التي نجدها في فترات التضخم حين تصبح النقود عاجزة عن تحديد قيم السلع والمنتجات تحديدا دقيقا، فينتج عن ذلك أن تتعطل عمليات التبادل والإتجار في مستوياتها المختلفة بسبب إحجام الأشخاص عن استخدام النقود كمقياس للقيم وبعدها كوسيط في المبادلة.

والمقصود بتأدية النقود لوظيفة قياس القيم، هو استخدامها من طرف كافة الناس كمقياس مشترك يعبر من خلاله أو من خلال وحداته على قيم مختلف السلع موضوع المبادلة. بحيث يعبر عن قيمة كل سلعة بعدد معين من وحدات النقد المستخدم فتسهل بذلك عملية الحساب الاقتصادي وتحديد معدلات مبادلة السلع بعضها إلى بعض مهما كبرت قيمها ومهما صغرت.

فمن خلال أداء النقود لوظيفة قياس القيم يعرف كل واحد منا كم يعادل الكيس الواحد من الحليب من خبزات، وكم يعادل نوع معين من السيارات من دراجات نارية من نوع معين، وهكذا. وهذا كله لأننا نعرف قيمة كل سلعة بدلالة النقود أو عدد وحدات النقد.

وتؤدي النقود وظيفتها هذه أي قدرتها على تحديد قيم مختلف المنتجات من كونها تمكننا من حساب تكاليف الإنتاج المختلفة ومن ثم قيم مختلف المنتجات النهائية بالسوق.

تجدر الإشارة إلى أنّ النقود وإن كانت مثلها مثل باقي أدوات القياس الأخرى كالمتري لقياس الأطوال والغرام أو الكيلوغرام لقياس الأوزان والمتري المكعب لقياس الأحجام وغيرها، إلّا أنّ النقود تختلف عن كل أدوات القياس هذه في كونها تعتبر أقل كفاءة في أداء وظيفة القياس الخاصة بها، وهذا راجع إلى كون النقود تحتاج

في حد ذاتها إلى مقياس يقيس قيمتها، وذلك لأنها غير ثابتة القيمة عكس باقي أدوات القياس الأخرى سألقة الذكر.

فقطعة الخشب التي طولها مترا واحدا يبقى طولها دائما مترا واحدا. والحجر الذي وزنه نصف كيلوغرام يبقى وزنه دائما نصف كيلو غرام. لكن السلعة التي سعرها (قيمتها) مائة دينار اليوم قد يكون سعرها غدا مائة وخمسون دينارا، كما قد يصبح خمسون دينارا فقط. أي أنّ قيمتها غير ثابتة بسبب أن النقود لا تعتبر مقياسا كامل الكفاءة، وذلك لأنها غير ثابتة في قيمتها مثلما أسلفنا الذكر.

3- وظيفة تخزين القيم: في ظل الاقتصاد غير النقدي كان المنتجون يواجهون مشاكل جمة ناتجة أساسا عن عدم قدرتهم على تخزين كل فوائضهم الإنتاجية، وذلك بسبب القابلية العالية لبعض السلع للتلف من جهة، ومن جهة ثانية بسبب عدم توفر ما يكفي من أماكن لتخزين الكم الهائل من المنتجات.

هذا الإشكال لم يعد مطروحا وتم تجاوزه بشكل كامل بعد استحداث النقود وأدائها لهذه الوظيفة وظيفية التخزين، تخزين القيم النفعية أو الاستعمالية للسلع والمنتجات وليس المنتجات أو السلع في حد ذاتها.

فالمنتج لم يعد مضطرا لتخزين ما يفيض على حاجاته الاستعمالية أو الاستهلاكية في شكلها السلعي مع كل ما يرافق ذلك من أعباء ومخاطر تلف، كونه صار بإمكانه مبادلة منتجاته تلك بالنقود والاحتفاظ بها لا في صورتها السلعية وإنما الاحتفاظ بها كقيم نفعية في مخازن النقود المعبر عنها بالقدرة الشرائية.

فالشخص الذي يحتفظ في جيبه بعشرة دنائير هو في الواقع يحتفظ بمنتجات بهذه القيمة لكن في شكلها التمثيلي النفعي وليس في شكلها السلعي. ونفس الشيء بالنسبة لمن يحتفظ في حسابه بالبنك بمليون دينار أو مليار دينار وهكذا.

غير أنّ النقود لا تؤدي وظيفتها هذه على أكمل وجه، وهذا راجع إلى كونها غير ثابتة القيمة، فالشخص الذي خزن سلعة قيمتها مائة دينار مثلا في وقت سابق (تخزين القيمة النفعية وليس السلعية)، قد يتفاجأ بعد فترة، بأنّ القيمة التي خزنها قد صارت أقل مقارنة بما كانت عليه عند التخزين، فيتحمل بذلك خسارة بمقدار تغير القيمة. كما قد يكون الأمر مغايرا إذ قد يجد أنّ قيمة ما خزنه قد صارت أكبر فيحقق ربحا بمقدار تغير القيمة أيضا. والسبب في كل هذا هو أنّ قدرة النقود على التخزين وإن كانت بالغة الأهمية إلا أنّها غير كاملة أو تامة، كون النقود غير ثابتة في قيمتها مثلما أسلفنا الذكر.

4- وظيفة سداد المدفوعات الآجلة: تتيح هذه الوظيفة أمام الأفراد والحكومات إمكانية الحصول على السلع والخدمات التي يحتاجونها وقت الحاجة إليها دون توفرهم على السيولة أو القدرة الشرائية التي تمكنهم من ذلك. وذلك لأن النقود بأدائها لهذه الوظيفة أتاحت فرصة الاقتناء أو الشراء العاجل على أن يتم السداد آجلاً، أي في وقت لاحق.

وتظهر أهمية هذه الوظيفة في وقتنا الحاضر بالنظر إلى ضخامة الاستثمارات أو عمليات الإنتاج والاستهلاك القائمة على مبدأ التسوية المسبقة والدفع المؤجل. بحيث أصبح الاقتصاد العالمي اليوم بسبب ذلك يوصف بأنه اقتصاد مديونية (إقراض واقتراض). فضخامة القروض المقدمة على المستويات المحلية والدولية ما هي في الواقع إلا عمليات وأنشطة إنتاجية واستهلاكية قائمة أو سابقة تحققت من ورائها منافع كبيرة للأفراد ما كان لها أن تتم ولا لمنافعها أن تتحقق لولا هذه الوظيفة البالغة الأهمية التي تؤديها النقود.

إلا أنه ولنفس السبب سالف الذكر المتمثل في عدم ثبات قيمة النقود، نقول أنّ النقود لا تؤدي وظيفتها هذه أيضاً على أكمل وجه أو بشكل تام، وذلك لأنّ عمليات الإقراض والاقتراض التي تتيحها هذه الوظيفة قد يترتب عنها بعد آجال معينة أو عند بلوغ آجال الاستحقاق المتفق عليها، خسائر لأحد الطرفين ومنافع إضافية للطرف الآخر، على أنّ الطرف المتضرر والطرف المستفيد يتحددان بحسب اتجاه تغير قيمة النقود. فإذا زادت قيمة النقود كان الطرف المتضرر هو المقرض، وإذا انخفضت قيمة النقود كان الطرف المتضرر هو المقرض.

الأنظمة النقدية

استحدثت النقود في البداية بإرادة غير ممنهجة طغى عليها طابع العفوية، وبدافع تسهيل عمليات المبادلة في صورتها البدائية الأولى، وتمكين الناس من ممارسة حياتهم اليومية البسيطة فقط. ولأنّ الحياة كانت بسيطة والحاجات قليلة أولية ووسائل إشباعها أبسط، فقد كانت كل الممارسات فورية، لا يحكمها أي تدبير مسبق أو تنظيم. غير أنّه ومع الزمن ومع زيادة الحاجات وتطورها واتساع مجالات المبادلة وتطور وسائلها وأدواتها، وضمانا للاستغلال الأحسن للإمكانات والإشباع الأحسن للحاجات، فقد استوجب الأمر التحول من طابع العفوية في ممارسة المبادلة وسد الحاجات، إلى طابع التدبير والتنظيم، وهو ما تم منذ المحاولات الأولى لنمذجة وتوحيد وسائل المبادلة (النقود) وضبط شروط إصدارها واستعمالها، وصولا مع الوقت إلى تحديد الجهات المختصة المخولة بتوفير ما صار يعرف لاحقا بالنقود وتحديد شروط إصدارها وضوابط تداولها، وصولا إلى ما هو عليه الأمر اليوم من مؤسسات وهيئات حكومية وتشريعات وقوانين وسياسات وغيرها، تهدف في مجملها إلى جعل عمليات المبادلة تتم في أحسن الظروف، في أبعادها الاستهلاكية وفي أبعادها الإنتاجية والاستثمارية، على المستويين الجزئي والكلّي.

هذه الأطر التنظيمية على اختلافها، سواء من حيث تدرجها الزمني في الظهور أو من حيث مكوناتها وأطرافها وسياساتها، إلخ، هي التي تعرف اليوم بالنظم النقدية، التي تستهدف جعل النقود تؤدي وظائفها المتعارف عليها، الأساسية والمستحدثة على أكمل وجه.

أولا- ماهية النظام النقدي

يعرف النظام النقدي على أنّه الإطار التنظيمي العام الذي يضمن من خلاله توفير وسائل الدفع اللازمة لإتمام مختلف عمليات التبادل وفقا لما يتماشى وحجم اقتصاد ما ومستوى أدائه خلال فترة زمنية معينة.

كما يعرف أيضا على أنّه مجموع القوانين والتشريعات والإجراءات والمؤسسات الخاصة بإصدار النقود وتنظيمها وإدارتها خلال فترة زمنية معينة. حيث تحدد هذه القوانين والقواعد كمية وأنواع النقود اللازمة لتلبية الحاجة إلى المبادلات أو الكافية لإتمام عمليات التبادل المختلفة خلال فترة زمنية معينة وضوابط وشروط إصدار هذه النقود وإتلافها (خلق وتدمير النقود).

ما يعني أنّ النظام النقدي يتكون من ثلاثة عناصر أساسية هي:

1- النقود المتداولة في المجتمع: أي مختلف أنواع النقود في التداول، مثل مختلف فئات النقود الورقية في الجزائر حاليا: ورقة المائتي دينار وورقة الخمسة مائة دينار والألف والألفين دينار... وغيرها. ومختلف فئات النقد المعدني كقطعة العشرة دنانير وقطعة العشرين دينار وقطعة المائة دينار... وغيرها.

2- القوانين والتشريعات المنظمة لأداء النقود لوظائفها: وهي كلها هادفة إلى ضمان الإدارة الكفؤة والتنظيم الجيد لمجموع النقود داخل البلد بما يستجيب لاحتياجات ومتطلبات شروط الأداء الاقتصادي الجيد، وبما يستجيب لشروط تحقق أهداف السياسة الاقتصادية العامة، كاستقرار المستوى العام للأسعار ورفع معدلات النمو الاقتصادي وبلوغ مستويات الاستخدام التام... وغيرها.

3- المؤسسات النقدية والمصرفية القائمة على إصدار النقود وتدميرها: هذه المؤسسات متمثلة في البنك المركزي (بنك الجزائر في حالة الجزائر) والبنوك التجارية.

وتختلف النظم النقدية من بلد إلى آخر باختلاف طبيعة التشريعات والقوانين والإجراءات التنظيمية المعتمدة في إدارة النقود وتنظيم إصدارها وإتلافها، وهي نفسها العوامل التي تتحدد نسبة إليها كفاءة وفعالية النظام النقدي المعتمد. أما تاريخيا، فيميز بين نوعين من الأنظمة النقدية:

- النظام النقدي المعدني: ويصنف إلى: نظام المعدنيين، ويعرف بنظام القاعدة المزدوجة_ الذهب والفضة. ونظام المعدن الواحد، ويعرف أيضا بنظام قاعدة الذهب.
- النظام النقدي الورقي أو الإلزامي.

ثانيا- أنواع الأنظمة النقدية

يصنف النظام النقدي في بعده التاريخي إلى نوعين: النظام النقدي المعدني والنظام النقدي الورقي الإلزامي. مع الإشارة إلى أنّ طبيعة النظام النقدي أو نوعه، يتحدد بالنظر إلى القاعدة النقدية. أي إلى الشيء المستخدم كأساس للوحدة النقدية أو الذي تصنع منه الوحدة النقدية.

فإذا صنعت وحدة النقد أو استمدت قيمتها من المعدن، قيل أنّ النظام النقدي هو نظام معدني. وإذا صنعت من الورق أو استمدت قيمتها من سلطة القانون قيل أنّ النظام النقدي هو نظام ورقي أو إلزامي.

1- النظام النقدي المعدني: سمي بهذا الاسم لأنّ وحدة النقد المعتمدة مصنوعة من المعدن، ولأنّها تستمد قيمتها منه. وقد عرف العالم تاريخياً شكلين أو نوعين لهذا النظام: نظام المعدنين ونظام المعدن الواحد.

1-1 نظام المعدنين: نقول أنّ النظام النقدي السائد هو نظام المعدنين، عندما تكون قاعدة النقد المعتمدة مزدوجة. أي أنّ النقود السائدة أو المستخدمة بالبلد مصنوعة من معدنين مختلفين. ويتمثل نموذج هذا النظام تاريخياً في نظام قاعدتي الذهب والفضة، أي وجود نقود ذهبية ونقود فضية في التداول في نفس الوقت، ويكون ذلك بموجب نسبة تعادل قانونية تحددها السلطات المعنية أو الدولة. ويشترط لقيام هذا النظام ما يلي:¹

- تحديد قيمة وحدي النقد الأساسيتين، الذهبية والفضية بوزن معين من المعدنين؛
- تحديد نسبة تعادل قانونية بين وحدة النقد الذهبية ووحدة النقد الفضية. كأن تكون وحدة واحدة من النقد الذهبي تساوي خمسة عشرة وحدة نقد فضية ($15\text{ف} = 1\text{ذ}$)؛
- حرية تحويل السبائك الذهبية والفضية إلى مسكوكات مجانا والعكس؛
- حرية استرداد وتصدير المعدنين؛
- ضرورة تعادل القيمة القانونية لوحدي النقد الذهبية والفضية مع قيمتهما السوقية أو السلعية؛

ويتمثل الشرط الأساسي لاستمرار هذا النظام في استمرار تعادل القيمة القانونية لوحدي النقد الذهبية والفضية مع قيمتهما السوقية. فإن اختلفت النسبتان نتج عن ذلك اختفاء المعدن الذي ارتفعت قيمته القانونية عن قيمته السوقية من التداول. وهذه الحالة أو الظاهرة هي التي عبر عنها توماس جريشام² بمقولته الشهيرة "النقود الرديئة تطرد النقود الجيدة من التداول".

فإذا افترضنا مثلاً أنّ نسبة التعادل القانونية هي 1 دينار ذهبي = 10 دينار فضي، أي أنّ السلطات النقدية تبادل 1 دينار ذهبي مقابل 10 دينار فضي والعكس. وأنّ نسبة التعادل التجارية هي 1 دينار ذهبي (1 غرام ذهب) = 10 دينار فضي (10 غ فضة)، أي أنّها مساوية لنسبة التعادل القانونية.

¹ - تعتبر الولايات المتحدة الأمريكية أول دولة اعتمدت هذا النظام (القاعدة المزدوجة) وذلك بداية من سنة 1792 وحتى سنة 1873، ثم تبعتها بعد ذلك فرنسا ودول أخرى.

² - توماس جريشام (1519-1579)، كان تاجراً واقتصادياً إنكليزياً وكان يشغل وظيفة وزير مالية مملكة إنجلترا في القرن السادس عشر، وكان قد ألقى على عاتقه وضع العملة الإنكليزية على أسس وقواعد صحيحة، فصاغ قانونه في عبارته المشهورة «النقود الرخيصة تطرد النقود الغالية من التداول». كما عمل مستشاراً اقتصادياً لدى ملك بريطانيا إدوارد السادس، وكذلك مستشاراً لدى أخته الملكة إليزابيث الأولى ملكة بريطانيا.

فلو أنّ قيمة الفضة في السوق تراجعت بالنسبة للذهب بسبب زيادة عرض معدن الفضة، بحيث أصبحت نسبة التعادل السوقية أو التجارية تساوي 1 دينار ذهبي = 12 دينار فضي (1 غ ذهب = 12 غ فضة). أي أنّ القيمة السوقية للفضة صارت أقل من قيمتها القانونية، فإنّ هذا سيدفع الأفراد إلى صهر ما لديهم من نقود ذهبية وتحويلها إلى ذهب سلعي ومبادلته بالسوق إلى ما يعادله فضة عند معدل التعادل الجديد، أي بمعدل واحد غرام ذهب = اثنتي عشر غرام فضة (1 غ ذ = 12 غ ف)، ثم يحولون الفضة السلعية إلى مسكوكات ذهبية لدى سلطة السك، عند معدل عشرة غرام فضة مقابل واحد دينار ذهبي (10 غ ف = 1 دذ) ويحتفظون بغرامين فضة (2 غ ف)، ثم يحولون الدينار الذهبي إلى ذهب سلعي ويحولونه بالسوق إلى ما يعادله فضة عند معدل التبدل 1 غ ذ = 12 غ ف، ثم يحولون 10 غرامات فضة إلى 1 دذ لدى سلطة السك. ويستمرّون في ذلك محققين ربحاً يعادل واحد دينار ذهبي (1 دذ) عن كل خمسة عمليات تحويل. وهكذا، إلى أن يختفي الذهب أو النقد الجيد كلية من التداول مثلما عبر عن ذلك جريشام (النقد الرديء يطرد النقد الجيد من التداول). لهذا السبب، أي صعوبة الحفّاض على استمرار تساوي نسب التعادل القانونية مع نسب التعادل التجارية لوحدي النقد الذهبية والفضية، تم التخلي عن نظام المعدنين والتحول إلى نظام المعدن الواحد - نظام الذهب.

ومن مزايا هذا النظام، أي نظام المعدنين، أنّه يساعد على اتساع حجم القاعدة النقدية، فيزداد حجم الكتلة النقدية، مما يؤدي إلى زيادة حجم المبادلات.

إلا أنّ عيبه والذي أدى إلى انهياره، هو صعوبة الحفاظ على استقرار تعادل النسبة القانونية مع نسبة تعادل المعدنين في السوق. وحتى ولو تمكنت دولة ما من الحفاظ على ثبات تعادل النسبتين القانونية والسوقية، فإنّ دولا أخرى قد لا تتمكن من ذلك. فإذا اختلفت هذه النسبة في السوق الداخلية عنها في السوق الخارجية أو الدولية، فإنّ هذا سيؤدي إلى تصدير المعدن الذي أصبحت قيمته في الداخل أقل من قيمته في الخارج، وبالتالي يترتب عن خروج المعدن اختلاف النسبة القانونية عن النسبة السوقية في الداخل.

1-2- نظام المعدن الواحد: استمد هذه التسمية من كون النقود المتداولة بالبلد مصنوعة من معدن واحد. أي أنّ قاعدته النقدية هي معدن واحد. مع الإشارة إلى أنّ هذه القاعدة قد تكون فضية كما قد تكون ذهبية. غير أنّ النظام الذي مثل نموذجاً لنظام المعدن الواحد هو نظام قاعدة الذهب.

تميز هذا النظام بكفاءته العالية جدا، وهذا بسبب خاصية الثبات التي تتميز بها قيمة الوحدة النقدية في ظلّه، بسبب أنّ قيمتها تتحدد نسبة إلى وزن ودرجة نقاوة المعدن الذي سكّت منه الوحدة النقدية.

هذا النظام اعتمد في ثلاثة أشكال هي: نظام المسكوكات الذهبية، نظام السبائك الذهبية ونظام الصرف بالذهب.

1-2-1- نظام المسكوكات الذهبية: أي أنّ وحدة النقد الأساسية تكون في شكل قطعة معدنية (مسكوكة)

بشكل معين وبوزن وبدرجة نقاوة معينين من الذهب. ويشترط لقيام هذا النظام ما يلي:

- التزام السلطات النقدية بتحديد وزن معين ودرجة نقاوة معينة لوحدة النقد الأساسية. كأن يكون وزن الدينار الجزائري مثلا 1 غرام ذهب بدرجة نقاوة 24 قيراط؛
- حرية تحويل السبائك الذهبية إلى مسكوكات والعكس مجانا، أي بدون مقابل؛
- حرية استيراد وتصدير الذهب.

هذه الشروط تضمن ثبات تعادل القيمة القانونية مع القيمة السلعية للوحدة النقدية محليا ودوليا، أي استمرار التعادل بين القيمة الاسمية أو القانونية التي تحددها السلطات النقدية بالبلد، والقيمة السوقية التي تحددها قوى العرض والطلب.

فلو افترضنا مثلا أنّ القيمة السلعية للذهب قد ارتفعت لسبب ما، كزيادة استخداماته السلعية مثلا، فانخفض مستوى عرضه، بحيث أصبحت قيمته السلعية أكبر من قيمته القانونية أو الاسمية، فإنّ الأفراد سيقومون بصهره، أي تذويب ما لديهم من نقد ذهبي وعرضه للتداول كسلعة، ما سينتج عنه زيادة الكميات المعروضة منه وبالتالي تراجع قيمته السلعية أو السوقية وعودتها إلى مستوى التعادل. والأمر نفسه يحدث فيما يخص القيمة الدولية أو الخارجية للعملة، أي استرداد الذهب في حال ارتفعت قيمته السلعية في الداخل مقارنة بقيمته في الخارج، وتصدير الذهب في حال ارتفعت قيمته السلعية في الخارج مقابل قيمته في الداخل.

هذا النظام بدأ التحول عنه، أي وقف التعامل به، تزامنا مع اندلاع الحرب العالمية الأولى، وذلك أنّ الحكومات المشاركة في الحرب عجزت عن تغطية تكاليف حروبها في ظل نظام المسكوكات الذهبية أو نظام التغطية الكامل للإصدار، على اعتبار أنّ ما كان متوفرا لديها من ذهب لم يعد كافيا لإصدار القيم اللازمة من النقود لتغطية نفقات الحرب، فبدأ التحول تدريجيا إلى نظام السبائك الذهبية.

1-2-2- نظام السبائك الذهبية: تم التحول إلى نظام السبائك الذهبية للسبب أعلاه. حيث قامت السلطات النقدية بالبلدان المختلفة بسحب المسكوكات الذهبية من التداول تدريجياً، كما توقفت البنوك المركزية عن الدفع بالذهب، كما تم سن قوانين تمنع تصدير الذهب.

كما تم إلغاء قابلية تحويل النقود الورقية (النائبة) إلى ذهب، لتبقى عملية التحويل مقبولة فقط بالنسبة للقيم الكبيرة جداً، وعلى أن يكون التحويل إلى سبائك وليس إلى مسكوكات.

وكانت بداية اعتماد نظام السبائك الذهبية في انكلترا بموجب قانون أصدر سنة 1925، نص على إلغاء قابلية تحويل النقد الورقي إلى ذهب والاقتصار في ذلك فقط على القيم الكبيرة التي تزيد عن ألف وخمسمائة 1500 جنيه استرليني.

ثم تبعت فرنسا انكلترا في اعتمادها لنظام السبائك الذهبية سنة 1928، بسنها قانوناً لا يجيز التحويل إلى ذهب إلاّ القيم الكبيرة التي تزيد عن مائتين وخمسة وعشرون 225000 ألف فرنك فرنسي.

هذين الإجراءين كان الهدف منهما، الوصول إلى الإلغاء الكامل للتحويل إلى ذهب، وهو ما تم فعلاً في انكلترا عام 1931، وفي فرنسا عام 1936. حيث أصبح التعامل بالذهب بموجب ذلك، مقتصرًا على المستويات الرسمية فقط، أي أنه لم يعد مستخدماً في تسوية تعاملات الأفراد وإنما في التعامل بين الدول على المستوى الرسمي فقط. وتم استبدال المسكوكات الذهبية في التداول بالأوراق النقدية الإلزامية، أي استبدال النظام الذهبي أو نظام القاعدة الذهبية بالنظام الورقي الإلزامي.

في ظل هذا النظام لم تعد السلطات النقدية تلتزم بنظام التغطية الكامل بالذهب عند الإصدار، وإنما صارت تصدر وفقاً نظام التغطية النسبي أو الجزئي بالذهب. كما أنّ غطاء الإصدار لم يعد مقتصرًا فقط على الذهب وإنما أضيفت له أصولاً أخرى.

1-2-3- نظام الصرف بالذهب: تتمثل الفكرة الأساسية في نظام الصرف بالذهب في كون عملة البلد المعتمد لهذا النظام لا ترتبط مباشرة بالذهب، وإنما بعملة بلد آخر يسير على نظام الذهب، أي تكون عملته مرتبطة بالذهب. أي أنّ هذا البلد يعتمد قاعدة الذهب بطريقة غير مباشرة من خلال تحديد سعر صرف عملته مقابل العملات الأخرى القابلة للتحويل إلى ذهب.

أي أنّ وحدة النقد الأساسية للبلد الذي يعتمد نظام الصرف بالذهب لا تكون قابلة للتحويل إلى ذهب وإّما تحول إلى عملة البلد السائر على نظام الذهب الذي ارتبطت عملة هذا البلد(التابع) بعملته، وذلك بنسبة تحويل ثابتة.

وكان للمؤتمر المالي الدولي الذي انعقد عام 1922 بمدينة جنوة الإيطالية الدور الكبير في انتشار هذا النظام، حيث أوصى المجتمعون بالاعتماد الرّسمي لهذا النظام لما له من مزايا كبيرة تخدم بالدرجة الأولى الدول الفقيرة التي لا تتوفر على الاحتياطات الكافية من الذهب اللازمة لتغطية كامل إصداراتها النقدية.

حيث يكون على الدولة الراغبة في اعتماد هذا النظام شراء عملات قابلة للتحويل إلى ذهب(شراء عملة البلد المستعمر) وشراء سندات مسحوبة على خزانة البلد. يتم شراؤها بالذهب، ووضعها كاحتياطات لإصدار العملة المحلية.

هذا النظام وإن كان قد مكن الدول الصغيرة من التمتع بمزايا نظام الذهب دون توفرها على الكميات اللازمة من الذهب ودون ضرورة الاحتفاظ باحتياطي ذهبي، إلّا أنّه يجعل اقتصاداتها تابعة لاقتصاديات الدول المتبوعة، مما يعرضها إلى اضطرابات وعدم استقرار كلما تعرضت الاقتصاديات المتبوعة إلى ذلك. ما يعني أنّ الدول التابعة تفقد استقلالها الاقتصادي بسبب ارتباط انظمتها النقدية بأنظمة الدول المتبوعة.

ومن مزايا نظام الذهب، ما يلي:

- **ثبات قيمة النقود:** وهذا اعتبارا من أنّ قيمة الوحدة النقدية مرتبطة ارتباطا مباشرا بوزن وبدرجة نقاوة الذهب الذي صنعت منه. واعتبارا كذلك من أنّ كمية النقود مرتبطة بحجم وبكمية ما يتم إنتاجه من ذهب، هذه الأخيرة التي واعتبارا من أنّها محدودة، فقد انعكس ذلك ايجابا على استقرار قيمة النقود ومنه على المستوى العام للأسعار.

- **ثبات أسعار الصرف:** يشير سعر الصرف إلى معدل مبادلة عملتين بعضهما ببعض، أو إلى عدد الوحدات من العملة الوطنية الواجب التنازل عنها أو دفعها مقابل الحصول على وحدة واحدة من العملة الأجنبية. وعليه، وبما أنّ قيمة العملات في ظل هذا النظام تتحدد مثلما سبقت الإشارة بالنظر إلى وزن ودرجة نقاوة الذهب الذي صنعت أو سكّت منه، فمعنى ذلك أنّ معدل مبادلة العملات الدولية بعضها إلى بعض سيبقى ثابتا. بمعنى أنّ سعر صرف العملة الوطنية سيبقى ثابتا

عند سعر التعادل. وحتى إذا تغير سعر السوق ارتفاعاً أو انخفاضاً عن سعر التعادل بسبب طلب وعرض العملات، فإنّ ذلك لن يكون إلّا في هامش جد محدود يعرف بـ "حدّ دخول وخروج الذهب"، كما أنّه سرعان ما يعود إلى مستواه التعادلي بسبب حرية استيراد وتصدير الذهب، أي الدفع دولياً بالذهب السلعي بدلاً عن الذهب النقدي.

- **الإدارة التلقائية للنقود:** من أهم وأبرز مزايا نظام الذهب، أنّه يتمتع بخاصية الإدارة التلقائية للنقود، بحيث لا تكون هناك أية حاجة لتدخل السلطات النقدية لزيادة كمية النقود المتداولة أو للتقليص منها، أو للتأثير على المستوى العام للأسعار بتشجيع الطلب أو بتقييده. وذلك بسبب أنّ هذا النظام مثلما سبقّت الإشارة يتميز بدرجة عالية من الاستقرار لارتباط قيمة العملة في ظله، ومن ثمّ المستوى العام للأسعار ارتباطاً مباشراً بالذهب، أي بالكميات المنتجة أو المعروضة منه. إذ وفي ظل وجود آلية التوازن التلقائي محلياً بسبب حرية ومجانية تحويل الذهب النقدي إلى ذهب سلعي والعكس، ودولياً بسبب حرية استيراد وتصدير الذهب، فقد أمكن الاستغناء عن السلطات النقدية أو عن الحاجة إليها لإدارة النقد، باعتبار أنّ هذين الشرطين المحلي والدولي، يخلقان آلية للتوازن التلقائي تعفى الدولة من أي تدخل في ذلك.

2- النظام الورقي الإلزامي: في ظل هذا النظام تفقد النقود قيمتها الذاتية وتصبح لها قيمة قانونية فقط. أي أنّ قيمتها القانونية أو النقدية تنفصل عن قيمتها الذاتية أو الاستعمالية. ما يعني أنّ قيمة النقود لا تصبح مستمدة من قيمة الشيء الذي صنعت منه (القاعدة النقدية) أو من القيمة النفعية لذلك الشيء مثلما كان الأمر بالنسبة للنقود السلعية، وتحديدًا منها الفضية والذهبية. وإنّما صارت قيمتها تستمد من سلطة القانون ولهذا تسمي بالإلزامية.

كما أنّ النقود في ظل هذا النظام تصبح نهائية غير قابلة للتحويل لأي شيء آخر. كما لم يعد إصدارها يتطلب الاحتفاظ باحتياطيات من الذهب. فالحكومات ممثلة بالسلطات النقدية بالبلدان المختلفة تصدر النقود بالكميات التي تقدر أنّها تتماشى والوضع الاقتصادي القائم بها، ووفقاً لما يستجيب لاحتياجاتها وخططها الإنمائية.

ومن الأسباب الرئيسية لتحول دول العالم إلى هذا النظام وانتشاره، عدم مرونة النظام المعدني من حيث قدرته على مسايرة الاتساع الكبير والمتواصل في حجم النشاط الإنتاجي عالميا، ومن ثم عدم القدرة على توفير ما يكفي من وسائل الدفع أو الكميات الكافية من النقد المعدني اللازمة لتسوية التعاملات.¹

النظام الورقي الإلزامي وإن كان قد مكن من تجاوز نقائص النظام المعدني فيما يخص تحديدا مرونته الكمية، إلا أنه لا يخلو بدوره من بعض النقائص تظهر أساسا في الاضطرابات الاقتصادية التي يسببها عدم استقرار القيم النقدية في ظلّه مقارنة بما كان عليه الأمر في ظل نظام الذهب.

ومن مزايا هذا النظام، ما يلي:

- ارتباط قيمة العملة الوطنية بقيمة الناتج الوطني بعد أن كانت قيمة النقود الذهبية مرتبطة بقيمة أو بكمية الإنتاج من الذهب؛
- لم يعد إصدار النقد الورقي مرتبطا بشكل حصري بالذهب أو بالكميات المتوفرة منه، وإنما صار مرتبطا أساسا بالإنتاج؛
- ازدادت قدرة السلطات النقدية على التدخل واستخدام النقد كوسيلة لتشجيع الإنتاج والتأثير في المتغيرات الاقتصادية من ادخار واستثمار وغيرها؛
- ازدادت قدرة السلطات النقدية على معالجة حالات الركود الاقتصادي والتضخم باستخدام النقود أو بالتحكم في عرضها.

¹ - هذا النظام بدأ التحول عنه، أي وقف التعامل به، تزامنا مع اندلاع الحرب العالمية الأولى، وذلك أن الحكومات المشاركة في الحرب عجزت عن تغطية تكاليف حروبها في ظل نظام المسكوكات الذهبية أو نظام التغطية الكامل للإصدار، على اعتبار أن ما كان متوفرا لديها من ذهب لم يعد كافيا لإصدار القيم الكافية من النقود المطلوبة لتغطية نفقات الحرب، فبدأ التحول تدريجيا إلى نظام السبائك الذهبية، كأجراء تمهيدي للتحول إلى النظام الورقي الإلزامي.

البنوك التجارية والبنك المركزي

ترجع البدايات الأولى للعمليات المصرفية إلى عهد بابل(العراق القديم) في الألف الرابع قبل الميلاد. أما البنوك في شكلها الحالي فظهرت في الفترة الأخيرة من القرون الوسطى، أي خلال القرن الثالث عشر والرابع عشر، بعد ازدهار المدن الإيطالية، خاصة جنوة وفلورنسة. حيث كان أصحاب الثروة من المعدن النفيس، تجارا ومحاربين، يودعون أموالهم لدى الصيارفة خوفا عليها من الضياع والسرقة مقابل شهادات إيداع إسمية يقدمها الصيرفي، لتتحول هذه الشهادات فيما بعد إلى شهادات لحاملها، انبثقت عنها لاحقا وتدرجيا نقود البنكنوت أو النقود الورقية.

وتعتبر عملية قبول الصيرفي للودائع أول وظيفة من وظائف البنوك، أي أول خطوة باتجاه ظهور البنوك بشكلها أو بوظائفها التي تؤدها اليوم. أما الوظيفة الثانية وهي الإقراض، فظهرت عندما لا حظ الصيرفي أنّ الودائع صارت مكدسة لديه، كون الأفراد لم يعودوا في حاجة إلى سحب أموالهم لأنّ تسوية تعاملاتهم صارت تتم عن طريق وصولات الإيداع التي يقدمها الصيرفي عند الإيداع، وهذا راجع من جهة إلى عامل الثقة التي كان الأشخاص يضعونها في الصيرفي أي الجهة المصدرة. ومن جهة ثانية بسبب قابلية تلك الوصولات للتحويل إلى ذهب وقت ما أراد حاملها ذلك. لأنّ الوصولات كانت تمثل نقودا ورقية نائبة، أي كانت تنوب عن الذهب في التداول، ومتى أراد حاملها تحويلها تم له ذلك وبدون أي مقابل.

غير أنّ الصيرفي لم يكتفي بالإقراض في حدود القيم المودعة لديه، وإنّما صار يقدم قروضا تزيد قيمتها بكثير عن قيمة الودائع لديه. وذلك بأن كان يصدر نقودا نائبة(يقدمها قروضا) تزيد قيمتها عن القيمة الحقيقية لما بخزائنه من الذهب. أي أنّه صار يصدر خارج إطار ما كان يعرف بنظام التغطية الكامل عند الإصدار، فنتج عن ذلك أن تعرضت الكثير من الاقتصاديات آنذاك إلى أزمات تضخمية حادة، كما أفلس الكثير من البنوك بسبب عدم القدرة على الوفاء، الشيء الذي دفع المفكرين في أواخر القرن السادس عشر إلى المطالبة بإنشاء صيرفة حكومية تقوم بحفظ الودائع وتسهر على سلامتها.¹

¹ - شاكر القزويني مرجع سبق ذكره، ص 26

ويعتبر بنك برشلونة الذي تأسس عام 1401 أقدم بنك حمل هذا الاسم في التاريخ. أما أقدم بنك حكومي فتأسس في البندقية بإيطاليا عام 1587، ثم جاء بعده بنك امستردام عام 1609.

أما البنوك المركزية فظهرت متأخرة نسبيا، وذلك أنها ظهرت في بدايتها كبنوك تجارية ثم تحولت لاحقا إلى بنوك حكومية مركزية. ويعتبر بنك ركس السويدي أقدم بنك مركزي ظهورا، وذلك عام 1668. تبعه بنك إنجلترا عام 1694 ثم بنك فرنسا عام 1800، ثم توالى عملية إنشاء البنوك المركزية عبر العالم تباعا. أما بنك الجزائر (البنك المركزي الجزائري) فتأسس بتاريخ 13 ديسمبر عام 1962 بموجب القانون 62-144 المؤرخ في 13-12-1962.

أولا: البنوك التجارية

يرجع أصل كلمة بنك إلى الكلمة الإيطالية "بانكو" وتعني مصطبة. وكان يقصد بها في البداية المصطبة التي يقف عليها الصرافون لتحويل العملة، ثم تطور المفهوم ليصبح المقصود بها المنضدة التي يتم فوقها عد وتبادل العملات، ليصبح معناها في الأخير المكان الذي تتم فيه المتاجرة بالنقود.

ويقال بالعربية صرف وصارف واصطرف الدنانير أي بدلها بنقود سواها. والصراف والصيرفي وجمعها صيارفة، هو المتجر في النقود. والصرافة والصيرفة هي حرفة الصراف. والمصرف وجمعها مصارف، تعني المؤسسة المالية التي تتعاطى الاقتراض والإقراض.¹

ويتلخص جوهر عمل البنك في تلقي الأموال من أصحاب الفائض، أي ممن لديهم أموال تزيد عن حاجتهم (اقتراضها) فيكون بذلك مدينا بقيمتها، وتقديمها لمن هم في حاجة إليها (إقراضها) فيكون بذلك دائنا لهؤلاء بقيمتها.

وبذلك فالبنك يعتبر مؤسسة مالية تتاجر بأموال الغير، أي أنه مؤسسة تجارية ربحية تتاجر بالديون. فالبنك يقترض بسعر فائدة معين ليقرض ما اقترضه بسعر فائدة أعلى، والفرق بين سعري الفائدة هو الربح المستهدف أو المحقق من طرف البنك.

¹ - شاكرو الفزويني، ص 24

وقد ارتبط مصطلح "التجارية" بالبنوك، لأنّ ظهورها، إنّما ارتبط بتمويل الأنشطة التجارية فقط كوظيفة ثانية تؤديها بعد وظيفة تلقي الودائع. حيث كان نشاطها في الإقراض يقتصر فقط على إقراض التجار ممن هم في حاجة إلى تمويل عملياتهم التجارية في مجال الاستيراد والتصدير تحديداً، أي أنّها تقدم قروضا قصيرة الأجل. ثم شيئاً فشيئاً مع تطور أنماط وأساليب الإنتاج وتنوع مجالاته واتساع ورقعته وظهور الاستثمارات وزيادة أهميتها، أصبحت البنوك تمول كل الأنشطة والعمليات الاقتصادية، ولا تقتصر على تمويل العمليات التجارية فقط. إلّا أنّه ورغم ظهور بعض النظريات التي تفسر الدور التمويلي الواسع للبنوك، كنظرية الدخل المتوقع ونظرية إدارة الخصوم وغيرها، ورغم ظهور تسميات أخرى لتلك البنوك، كتسمية البنوك الأولية وتسمية بنوك الودائع وغيرها، إلّا أنّ التسمية التي ظلت أكثر استخداماً هي تسمية "البنوك التجارية".

1- تعريف البنوك التجارية

وردت عدة تعريفات للبنوك التجارية منها الكلاسيكية ومنها الحديثة. فمن وجهة النظر الكلاسيكية يمكن القول أنّ البنك هو "مؤسسة تعمل كوسيط مالي بين مجموعتين رئيسيتين من العملاء، المجموعة الأولى لديها فائض من الأموال وتحتاج إلى الحفاظ عليها وتوظيفها وتنميتها، والمجموعة الثانية لديها حاجة للأموال لغرض الاستثمار و/أو التشغيل".

أما من وجهة النظر الحديثة فيعرف البنك التجاري على أنّه "مجموعة من الوسطاء الماليين الذين يقومون بقبول ودائع تدفع عند الطلب أو لآجال محددة وتزاول عمليات التمويل الداخلي والخارجي وخدمته بما يحقق أهداف خطة التنمية وسياسة الدولة ودعم الاقتصاد الوطني، وتباشر عمليات تنمية الادخار والاستثمار المالي في الداخل والخارج بما في ذلك المساهمة في إنشاء المشروعات، وما يتطلب من عمليات مصرفية وتجارية ومالية وفقاً للأوضاع التي يقرها البنك المركزي".

وكتعريف مختصر، نقول أنّ البنوك التجارية هي مؤسسات ائتمانية غير متخصصة تضطلع أساساً بتلقي الودائع القابلة للسحب لدى الاطلاع أو بعد آجال قصيرة، كما تتميز عملياتها بشكل خاص بالتعامل بالائتمان قصير الأجل، وهذا ما يميزها عن غيرها من المؤسسات الائتمانية.¹

¹ - مروان عطون، اسعار صرف العملات، ص 11

2- وظائف البنوك التجارية

تؤدي البنوك التجارية جملة من الوظائف تصنف إلى وظائف تقليدية (أساسية) ووظائف حديثة أو مستحدثة (ثانوية):

2-1- الوظائف التقليدية للبنوك التجارية: تتمثل هذه الوظائف في قبول الودائع وتقديم القروض:

2-1-1- تلقي الودائع: تعرف الوديعة على أنّها دين بذمة البنك، أي رصيد موجب.¹ وتكون الودائع إما في شكل نقود، وفي هذه الحالة يملكها البنك ويتصرف فيها لقاء الاعتراف بالدين طبعاً. أو تكون في شكل قيم منقولة تبقى ملكاً للزبون ويديرها البنك. أي يتولى تحصيل قيمتها في الموعد أو تحصيل فائدتها السنوية لفائدة الزبون.

وتصنف الودائع لدى البنوك إلى نوعين: ودائع تحت الطلب وودائع لأجل.

2-1-1-1- الودائع تحت الطلب: هي ودائع يكون بإمكان صاحبها أي المودع، سحبها أو السحب عليها وقت ما شاء ودون أي إشعار مسبق للبنك. ولذلك فأصحاب هذا النوع من الودائع لا يحصلون على فوائد أو عمولات من البنك لقاء إيداعاتهم، كونهم ينظرون إلى البنك أو يتعاملون معه على أنّه مجرد صندوق يحتفظون فيه بأموالهم عوض الاحتفاظ بها في بيوتهم. ويشمل هذا النوع من الودائع، حساب الصكوك، والحساب الجاري.

2-1-1-2- الودائع لأجل: هي ودائع تختلف عن سابقتها في كونها غير قابلة للسحب إلّا عند بلوغ أجل معين متفق عليه بين البنك وصاحب الوديعة. ويشمل هذا النوع من الودائع، الحساب لأجل، والحساب على الدفتر.

كما تصنف الودائع أيضاً إلى:

2-1-1-1- الودائع تحت الطلب: يمكن سحبها أو السحب عليها في أي وقت ودون شروط.

2-1-1-2- الودائع لأجل: وضعها العام أنّها لا تسحب إلّا بعد آجال معينة متفق عليها، غير أنّه يمكن سحبها أو السحب عليها في بعض الحالات وفق شروط معينة، تجعلها لا هي وديعة تحت الطلب، ولا هي وديعة ادخارية. ومثال ذلك الحساب على الدفتر، أو حساب التوفير والاحتياط في الجزائر مثلاً. وبهذا تكون

¹ - شاكّر القزويني، مرجع سابق، ص 77

أهم ميزة تميز هذا النوع من الودائع، أنّها تجمع بين التوظيف والسيولة. فصاحبها يحصل على مقابل أو عمولة من البنك لقاء وديعته، وفي نفس الوقت يكون بإمكانه سحبها أو السحب عليها متى أراد ذلك، لكن بشروط، لكنها بسيطة.

2-1-1-3- الودائع الادخارية:¹ هي ودائع لأجل حقيقية، لا يمكن سحبها مهما كانت الظروف إلاّ ببلوغ آجال استحقاقها. وهي ودائع يحصل أصحابها لقاءها على عمولات أو فوائد تكون أكبر من تلك التي يحصل عليها أصحاب الودائع لأجل سالفة الذكر.

2-1-2- تقديم القروض: تعد وظيفية تقديم القروض، النشاط الرئيسي للبنوك التجارية، ووجه الاستخدام الغالب والأمثل لاستثمار مجموع الودائع لديها، كما تعتبر المصدر الرئيسي لأرباحها. فأرباح البنوك تتحدد بالنظر إلى مجموع القروض المقدمة خلال فترة زمنية معينة محسوبة على سعر الفائدة المعتمد. ومن ذلك تسعى البنوك إلى التوسع في الإقراض قدر الإمكان لأنّ ذلك يتناسب طرذا مع مقدار الأرباح المحققة أو المراد تحقيقها.

ويعد القرض وسيلة لاستخدام القوة الشرائية المستقبلية المتوقعة في الوقت الحاضر قبل أن يتم اكتسابها بالفعل، وذلك أن يتنازل البنك عن قيمة من المال لفائدة المقرض لفترة زمنية معينة يلتزم المقرض بعد انقضائها وبلوغ أجل الاستحقاق المتفق عليه بسداد أصل القرض مضاف إليه قيمة الفوائد المحسوبة عليه خلال فترة القرض.

أما المشرع الجزائري فيعرف القرض على أنّه "كل عمل لقاء عوض يضع بموجبه شخص ما أو يعد بوضع أموال تحت تصرف شخص آخر، أو يأخذ بموجبه ولمصلحة الشخص الآخر التزاما بالتوقيع كالضمان الاحتياطي أو الكفالة أو الضمان. وتعتبر بمثابة عملية قرض عمليات الإيجار المقرونة بحق خيار بالشراء ولاسيما عمليات الإقراض مع إيجار".²

وتصنف القروض وفقا لأربعة معايير أساسية هي: طبيعة الضمان المطلوب أو المقدم، الجهة المانحة للقرض، الجهة أو الشخص المستفيد من القرض ومدة القرض.

¹ - الطاهر لطرش، تقنيات البنوك، ديوان المطبوعات الجامعية، الطبعة السابعة، ص 27

² - المادة 112 من القانون 90 - 10 مؤرخ في 14 أبريل 1990 متعلق بالنقد والقرض

2-1-2-1-1- القروض وفقا لمعيار الضمان: تصنف إلى قروض بضمان شخصي وقروض بضمان حقيقي. حيث يتمثل الضمان الشخصي في سمعة الشخص ومصادقته وملائته فيما يخص تعاملاته مع البنك المقرض أو مع البنوك عامة. أي أنّ هذا الضمان يعتبر معنويا فقط. أما الضمان الحقيقي فيتمثل في أشياء مادية يجب على المقرض تقديمها للبنك على سبيل الرهن ضمانا لاسترداد القرض في الأجل المتفق عليه.

2-2-1-2- القروض وفقا للجهة المانحة: تصنف إلى قروض تجارية، قروض صناعية وقروض عقارية... الخ. وترتب هذه الأنواع من القروض وفقا لتخصص البنوك.

2-3-1-2- القروض وفقا للشخص المستفيد: تصنف إلى قروض خاصة وذلك حين يكون المقرض شخصا أو مؤسسة اقتصادية. وإلى قروض عامة حين يكون المقرض هو الدولة (هيئات الدولة المختلفة).

2-4-2-1-2- القروض وفقا لمدة أو أجل القرض: تصنف إلى قروض قصيرة الأجل (مدتها سنة وأقصاها سنتين)، قروض متوسطة الأجل (مدتها من سنتين إلى خمسة سنوات وأقصاها سبعة سنوات) وقروض طويلة الأجل (تزيد مدتها عن الخمسة وعن السبعة سنوات وتصل حتى العشرين سنة).

2-2- الوظائف الثانوية للبنوك التجارية: تتمثل هذه الوظائف في مختلف الخدمات التي تقدمها البنوك لفائدة العملاء لتأمين السير الحسن للفاعليات الاقتصادية، والمتمثلة وفقا لنص المادة 72 من الأمر 10-04 المتعلق بالنقد والقرض، فيما يلي:¹

- عمليات الصرف؛
- عمليات على الذهب والمعادن الثمينة والقطع المعدنية الثمينة؛
- توظيف القيم المنقولة وكل منتج مالي، واكتسابها وشراؤها وتسييرها وحفظها وبيعها؛
- الاستشارة والمساعدة في مجال تسيير الممتلكات؛
- الاستشارة والتسيير المالي والهندسة المالية، وبشكل عام كل الخدمات الموجهة لتسهيل إنشاء المؤسسات والتجهيزات وإنمائها مع مراعاة الأحكام القانونية في هذا المجال.

¹ - الأمر 10-04 مؤرخ في 26 أوت 2010، يعدل ويتمم الأمر 03-11 المؤرخ في 26 أوت 2003، يتعلق بالنقد والقرض.

2-3- وظيفة خلق نقود الودائع (إصدار النقود من طرف البنوك التجارية)

تؤدي البنوك التجارية وظيفة جوهرية من حيث أهميتها التمويلية الكبيرة للاقتصاد الوطني. فرغم أنّ البنك المركزي هو الوحيد المخول قانوناً بخلق النقود (إصدار النقود القانونية)، إلا أنّ البنوك التجارية تؤدي وظيفة مماثلة تخص إصدارها لنقود الودائع التي تمثل مجموع السيولة أو القدرة الشرائية التي تتيحها في الاقتصاد اعتماداً على مجموع الودائع لديها. أي أنّ إصدار نقود الودائع يتم استناداً إلى النقود القانونية (النقود الورقية والمسكوكات الرمزية) التي يتم إيداعها لدى البنوك التجارية.

فإذا افترضنا مثلاً أنّ البنك التجاري (نفترض وجود بنك تجاري واحد) قد حصل على وديعة أولية مقدارها 1000 دج على شكل نقود قانونية، وأنّ نسبة الاحتياطي القانوني أو الإجباري هي 20 %، أي أنّ البنك سيحتفظ بـ 20 % من قيمة الوديعة إجبارياً في شكل احتياطي إجباري لدى البنك المركزي ويقدم الباقي في شكل قروض.

وإذا افترضنا أنّ جميع الالتزامات في الاقتصاد يتم تأديتها بواسطة الشيكات، فإنّ ذلك يعني بأنّ القروض التي يقدمها البنك سوف تعود إليه بكامل قيمتها في شكل ودائع مشتقة، أي أنّ القروض تتحول إلى ودائع مشتقة. هذه الأخيرة يحتفظ البنك بـ 20 % من قيمتها كاحتياطي إجباري ويقوم بتقديم القيمة المتبقية في شكل قروض. هذه القروض تعود مرة أخرى إلى البنك في شكل وديعة مشتقة ثانية، يقتطع البنك 20 % من قيمتها كاحتياطي إجباري ويقدم الباقي في شكل قروض، وتكرر العملية وتستمر بهذا الشكل الذي يمثل الآلية التي من خلالها يتم خلق نقود الودائع من طرف البنوك التجارية.

فبما أنّ نقود الودائع تتمثل في الودائع الجارية لدى البنوك، وبما أنّ هذه الودائع تنتج في معظمها من القروض التي تقدمها البنوك، فمعنى ذلك أنّ إصدار نقود الودائع يتم أساساً من عمليات الإقراض التي تقوم بها البنوك.

ويمكن توضيح وتبسيط الآلية التي يتم بها إصدار نقود الودائع من خلال المثال التالي.

وضعية بنك تجاري

الودیعة	الاحتياطي الاجباري (20%)	القروض
1000 دج (ودیعة اولیة)	200 دج	800 دج
800 دج (ودیعة مشتقة 1)	160 دج	640 دج
640 دج (ودیعة مشتقة 2)	128 دج	512 دج
512 دج (ودیعة مشتقة 3)	102.4 دج	409.6 دج
409.6 دج (ودیعة مشتقة 4)	81.92 دج	327.68 دج
327.68 دج (ودیعة مشتقة 5)	65.53 دج	262.14 دج
262.14 دج (ودیعة مشتقة 6)	وهكذا....	وهكذا.....

ويتم معرفة القيمة الإجمالية لمجموع الودائع لدى البنوك التي يمكن خلقها من وديعة أولية بالعلاقة التالية:

مجموع الودائع = الوديعة الأولية x مضاعف الودائع.

$$\text{على أن مضاعف الودائع} = \frac{1}{\text{نسبة الاحتياطي القانوني}} \text{ ويساوي بحسب المثال } 5 = \frac{1}{20\%}$$

وبذلك وبحسب المثال، فإن مجموع الودائع لدى البنوك = 1000 دج x 5 = 5000 دج

هذا المبلغ يساوي الوديعة الأولية (1000 دج) مضاف إليها الودائع المشتقة (4000 دج)

أما حجم القروض (الودائع المشتقة) التي يمكن تقديمها للاقتصاد من وديعة أولية، فيمكن معرفتها بتطبيق العلاقة التالية.

مجموع القروض المقدمة (الودائع المشتقة) = الوديعة الأولية x مضاعف الائتمان.

$$\text{مضاعف الائتمان} = \frac{1 - \text{نسبة الاحتياطي القانوني}}{\text{نسبة الاحتياطي القانوني}} \text{ ويساوي بحسب المثال } 4 = \frac{1 - 20\%}{20\%}$$

وبذلك يكون مجموع القروض المقدمة للاقتصاد (الودائع المشتقة) = 1000 دج x 4 = 4000 دج

ثانيا: البنوك المركزية

يتمثل البنك المركزي لأي دولة في مؤسسة وحيدة، فلكل اقتصاد وطني بنك مركزي واحد يقوم بالإشراف على الائتمان وإصدار النقود. كما أنّه وبالنظر إلى الأهمية الكبيرة والحساسية للوظائف التي يؤديها البنك المركز، فقد استوجب ذلك أن يكون مؤسسة عامة، أي مملوكة للدولة وخاضعة لإشرافها. حيث تختلف أهداف البنك المركزي عن أهداف باقي البنوك الأخرى، وذلك أنّه لا يستهدف تحقيق الربح من خلال عملياته التي يقوم بها من إقراض وإعادة خصم وغيرها، وإنّما يستهدف من وراء ذلك خدمة الصالح الاقتصادي العام من خلال المساهمة في تحقيق أهداف السياسة الاقتصادية العامة للبلد. خاصّة ما تعلق منها تحديدا بضمان استقرار الأسعار، باعتباره هدفا من أهداف السياسة النقدية، وتوفير أفضل الشروط في ميادين النقد والقرض والصرف والحفاظ عليها لنمو مدعم للاقتصاد مع السهر على الاستقرار النقدي والمالي.¹

ويحقق البنك المركزي ذلك من خلال مجموع الوظائف التي يؤديها، وتحديدًا منها وظيفة الرقابة على الائتمان التي يراقب ويوجه من خلالها نشاط البنوك التجارية فيما يخص تقديم القروض وخلق الائتمان، حيث يمارس ذلك في إطار ما يعرف بالسياسة النقدية.

1- تعريف البنك المركزي وخصائصه

يعرف البنك المركزي بأنّه المؤسسة الوحيدة المخولة قانونا والقادرة على تحويل الأصول الحقيقية إلى أصول نقدية، حيث يتولى بذلك عملية إصدار النقود القانونية التي تتمتع بالقدرة النهائية واللا محدودة على الإبراء والوفاء بالتزامات.

ومن ذلك فإنّ البنك المركزي يأتي في قمة الجهاز المصرفي، سواء من حيث الإصدار النقدي أو من حيث العمليات المصرفية.

ويتميز البنك المركزي عامة بأنّه بنك الإصدار وبنك الدولة وأنّه بنك البنوك. كما أنّ هذه الخصائص تؤخذ كتعريف له، أي أنّه يعرف من خلالها.

¹ - المادة 35 من الأمر 10 - 04 المتعلق بالنقد والقرض

أما المشرع الجزائري، فعرف بنك الجزائر(البنك المركزي الجزائري) من خلال المادتين 9 و 10 من الأمر رقم 10-04 المرخ في 26 غشت (أوت) 2010 المتعلق بالنقد والقرض، على أنه "مؤسسة وطنية تتمتع بالشخصية المعنوية والاستقلال المالي، ويعد تاجرا في علاقاته مع الغير، غير أنه لا يخضع إلى التزامات التسجيل في السجل التجاري، وأن رأس ماله ملك للدولة كلية".

ومن أهم خصائص البنك المركزي، ما يلي:

- هو مؤسسة نقدية قادرة على تحويل الأصول الحقيقية إلى أصول نقدية، وهو المسؤول عن خلق وتدمير النقود القانونية؛
- يأتي في قمة الجهاز المصرفي؛
- البنك المركزي، مؤسسة وحيدة في كل الاقتصاديات أو الدول، فلا يمكن تصور تعدد الوحدات المصدرة للنقود مع استقلالها بعضها عن بعض في أي اقتصاد؛
- النقود القانونية التي يصدرها البنك المركزي نهائية وذات قدرة غير محدودة على الإبراء؛
- البنك المركزي، مؤسسة عامة تعود ملكيتها للدولة؛
- البنك المركزي، مؤسسة غير ربحية، فهو لا يستهدف الربح وإن كان يقدم خدمات ويقوم بعمليات بمقابل.

2- وظائف البنك المركزي

تتمثل مهمة البنك المركزي(في حالة الجزائر) وفقا لما حدده المشرع الجزائري بموجب الأمر 10-04 المتعلق بالنقد والقرض، في الحرص على استقرار الأسعار باعتباره هدفا من أهداف السياسة النقدية وفي توفير أفضل الشروط في ميادين النقد والقرض والصرف والحفاظ عليها لنمو مدعم للاقتصاد مع السهر على الاستقرار النقدي والمالي.

ولذلك، فهو يعمل على تنظيم الحركة النقدية ويوجه ويراقب توزيع القروض وتنظيم السيولة، ويسهر على حسن تسيير التعهدات المالية تجاه الخارج ويضبط سوق الصرف ويتأكد من سلامة النظام المصرفي وصلابته.¹

¹ - المادة 35 من الأمر 10-04 المتعلق بالنقد والقرض

ويمكن إيجاز وظائف البنك المركزي فيما يلي:

2-1- البنك المركزي بنك الإصدار

تعتبر وظيفة إصدار النقد القانوني أهم وظيفة تؤديها البنوك المركزية في العصر الحالي وأكثرها حساسية. كما تعد أيضا أول وظيفة أدتها، إضافة إلى كونها السبب المباشر لظهورها. أي أنّ البنوك المركزية ظهرت أساسا من أجل إصدار نقود البنكنوت. أو بتعبير أدق من أجل احتكار الحكومات لعملية إصدار هذا النوع من النقود، بعدما كانت تصدر من طرف بنوك عدة.

ويتمثل السبب الرئيسي لاحتكار الحكومات لإصدار النقد القانوني وإسناده لمؤسسة واحدة فقط تابعة للدولة، في إعطاء مصداقية أكبر لوحدة النقد، وبالتالي زيادة ثقة الأفراد بها كقوة إبراء غير محدودة وضمنا لتجانس النقد الأساسي ومنعا لتنافس المصدرين في حال لو أسندت المهمة لأكثر من مؤسسة واحدة ومنعا لكل ما قد يترتب عن ذلك من عدم استقرار نقدي قد ينتج عن تفضيل الأشخاص استخدام نقد مؤسسة إصدار على نقد مؤسسة إصدار أخرى. إضافة إلى سبب آخر يعد جوهريا، يتمثل في سعي الحكومات من خلال ذلك إلى فرض سيطرتها ورقابته الكاملة على عملية الإصدار وعلى تداول النقد وعلى عملية الائتمان داخل البلد.

لكن ورغم أنّ إصدار النقد القانوني محتكرة بالكامل من طرف البنك المركزي، إلّا أنّ عملية الإصدار تبقى غير حرة بالكامل، إذ يشترط لكي يتمكن البنك المركزي من القيام بإصدارات جديدة، توفره على أصول حقيقية تكون غطاء للإصدار الجديد أو مقابلات له (مقابلات الكتلة النقدية). هذه المقابلات يحددها المشرع الجزائري وفقا للمادة 38 من الأمر 10-04 المؤرخ في 26 أوت 2010 المتعلق بالنقد والقرض، فيما يلي:

- السبائك الذهبية والنقود الذهبية؛

- العملات الأجنبية؛

- سندات الخزينة؛

- سندات مقبولة تحت نظام إعادة الخصم أو الضمان أو الرهن.

ففي الحالة الأولى، أي عندما يحصل البنك المركزي على الذهب النقدي، الذي هو أصل حقيقي يمثل قوة شرائية دولية، فإنّه يقوم بإصدار ما يعادل قيمته من النقود القانونية، لحساب المتنازل عن ذلك الذهب. فيكون بذلك قد نُقِّدَ أصلا حقيقيا.

وفي الحالة الثانية، أي عندما تتدفق عملات أجنبية إلى داخل البلد وتكون قيمة هذه التدفقات أكبر من قيمة التدفقات إلى الخارج من هذه العملات، أي رصيد تدفقات موجب، يقوم البنك المركزي في هذه الحالة بإصدار نقود قانونية جديدة (إصدار نقدي جديد).

أما في الحالة الثالثة، فعندما تحتاج الحكومة للسيولة لتمويل أنشطتها المختلفة، فإنها تصدر سندات (سندات الخزينة) تقدمها للبنك المركزي، فيقوم بتنقيدها، أي إصدار ما يعادل قيمتها نقودا قانونية جديدة لفائدة الخزينة، على سبيل الإقراض، وتسمى تسبيقات للخزينة.

أما بخصوص الحالة الرابعة، أي بالنسبة للسندات التجارية، فعندما تحتاج البنوك التجارية للسيولة وتضطر لطلبها من البنك المركزي، فإنها تقدم مقابل ذلك أصولا تتمثل أساسا في السندات التجارية التي تكون بحوزتها، فيقوم البنك المركزي بتنقيده، أي يقوم بإصدار ما يعادل قيمتها نقودا قانونية.

2-2- البنك المركزي بنك الحكومة ومستشارها المالي

يعتبر البنك المركزي بنك الحكومة ومستشارها المالي، كونها تحتفظ بجميع حساباتها لديه من جهة، ولأنها تقترض منه في حال ما إذا احتاجت للسيولة من جهة ثانية. فهو يحتفظ بحسابات جميع المصالح والهيئات والمؤسسات والمنشآت الحكومية، ويقوم لحسابها بنفس الوظائف التي يقوم بها البنك التجاري لحساب عملائه. فبالنسبة لبنك الجزائر على سبيل المثال (البنك المركزي الجزائري)، فقد جاء في المادة 49 من الأمر 10-04 المتعلق بالنقد والقرض أنّ "بنك الجزائر هو المؤسسة المالية للدولة بالنسبة لجميع عمليات صندوقها وعملياتها المصرفية والقرضية". كما جاء في المادة 46، أنه "يمكن لبنك الجزائر أن يمنح الخزينة مكشوفات بالحساب الجاري لا يمكن أن تتجاوز مدتها الكاملة 240 يوما متتاليا أو غير متتال أثناء سنة تقويمية، وذلك على أساس تعاقدية، وفي حدود حد أقصى يعادل عشرة في المائة 10 % من الإيرادات العادية للدولة، المثبتة خلال السنة الميزانية السابقة".

ويعتبر البنك المركزي مستشارا ماليا واقتصاديا للحكومة، كونها تستشير في كل مشروع قانون وفي كل نص تنظيمي يتعلق بالمسائل المالية والنقدية. ولكونه يقترح على الحكومة كل تدبير من شأنه تحسين ميزان المدفوعات وحركة الأسعار وأحوال المالية العامة، وبشكل عام تنمية الاقتصاد.

كما أنه يطلع الحكومة على كل طارئ من شأنه المساس باستقرار النقد، ويجمع كل المعلومات المفيدة لمراقبة ومتابعة الالتزامات المالية نحو الخارج ويبلغها للوزارة المكلفة بالمالية.¹ كما يقدم النصيحة في المسائل المتعلقة بعجز الميزانية وتخفيض قيمة العملة والمسائل المتعلقة بالسياسة التجارية وسياسة الصرف الأجنبي، وغيرها.

2-3- البنك المركزي بنك البنوك

يعتبر البنك المركزي بنكا للبنوك من ثلاثة نواحي:

2-3-1- فمثلا أنّ البنوك التجارية هي بنوكا للأشخاص، كونهم يفتحون حسابات بها ويحتفظون بمدخراتهم وفوائضهم المالية لديها، فكذلك الأمر بالنسبة للبنوك التجارية التي تفتح حساباتها لدى البنك المركزي وتحتفظ باحتياطياتها لديه. وبذلك فهو من هذا الجانب يعد بنكها، أي أنّ البنك المركزي هو بنك البنوك.

2-3-2- ويعتبر البنك المركزي بنكا للبنوك، كونها، أي البنوك التجارية، وفي حالة ما إذا احتاجت للسيولة ولم تجد مصدرا تحصل منه على ما تحتاجه من ذلك، اقترضت من البنك المركزي باعتباره آخر ملجأ للاقتراض، شأنها في ذلك شأن الأشخاص الذين يلجؤون للاقتراض من البنوك التجارية عندما لا يجدون مصدرا يحصلون منه على حاجتهم من السيولة. حيث جاء في المادة 43 من الأمر 10-04 المتعلق بالنقد والقرض، أنّه "يمكن لبنك الجزائر أن يمنح البنوك قروضا بالحساب الجاري لمدة سنة على الأكثر..."

2-3-3- ويعد البنك المركزي بنكا للبنوك أيضا، كونه المشرف أو القائم على عملية المقاصة، أي تسوية حسابات البنوك المفتوحة لديه بخصوص تعاملاتهم اليومية. فالبنوك التجارية تتعامل فيما بينها إقراضا واقتراضا بشكل يومي، ما يولد حالات دائنية ومديونية في حساباتها لدى البنك المركزي. هذه الحسابات تسوى وترصد في نهاية كل يوم من خلال عملية المقاصة، التي تشير إلى عملية تداول أوراق الدين المتقابلة بغرض إطفائها أو إبطالها.

¹ - أنظر المادة 36 من الأمر 10-04، متعلق بالنقد والقرض

2-4- الرقابة على الائتمان

المقصود بوظيفة الرقابة على الائتمان هو تنظيم البنك المركزي ومراقبته للنشاط الائتماني أو الإقراضي للبنوك التجارية، من خلال تأثيره وتوجيهه لقدرتها على خلق نقود الودائع، تماشياً والظرف الاقتصادي القائم ووفقاً لما يستجيب لشروط تحقق أهداف السياسة الاقتصادية العامة للحكومة.

ويعمارس البنك المركزي وظيفته هذه من خلال السياسة النقدية، بتوظيفها في اتجاهين: اتجاه توسعي واتجاه انكماش.

2-4-1- الاتجاه الأول، التوسعي

يكون ذلك عندما يستهدف البنك المركزي زيادة حجم السيولة داخل الاقتصاد، من خلال تمكين البنوك التجارية من التوسع أكثر في الإقراض. هذا الاتجاه هدفه إنعاش الاقتصاد من خلال تشجيع الطلب ومن ذلك التوسع في الإنتاج والاستثمار أكثر.

2-4-2- الاتجاه الثاني، الانكماش أو التقييدي

يكون ذلك عندما يستهدف البنك المركزي إنقاص حجم السيولة داخل الاقتصاد، من خلال الحد من قدرة البنوك التجارية على الإقراض. هذا الاتجاه هدفه تقييد الطلب ومن ذلك التحكم في المستوى العام للأسعار وتدنية معدلات التضخم.

السياسة النقدية

على عكس ما كان يرى به الكلاسيكيون في حياد النقود وأنها مجرد وسيط في المبادلة لا أثر ولا دور اقتصادي لها، فقد تأكد ومنذ وقت ليس بالقصير أنّ النقود تؤدي دورا بارزا في توجيه الأنشطة الإنتاجية والاستثمار وفي توجيه الطلب والتحكم فيه وفي إعادة توزيع المداخيل وفي تحقيق نوع من العدالة في توزيع الثروة وغيرها من الأهداف التي صار بإمكان الحكومات تحقيقها باستخدامها للنقود في إطار ما تعتمد من سياسات نقدية تعد وفقا لمقتضيات الظروف الاقتصادية القائم.

أولا: تعريف السياسة النقدية: أعطيت للسياسة النقدية تعاريف عدة نذكر منها ما يلي:

- تعرف السياسة النقدية على أنّها "مجموعة الإجراءات التي تتخذها السلطات النقدية لإدارة النقود والائتمان وتنظيم السيولة العامة في الاقتصاد". أي مجموع التدابير والقواعد والأحكام التي تضعها الحكومة للتأثير في النشاط الاقتصادي من خلال التأثير في الرصيد النقدي وإدارته، وفقا لما يستجيب لشروط ومتطلبات تحقيق أهداف السياسة الاقتصادية العامة للبلد، المتمثلة أساسا في، استقرار المستوى العام للأسعار، تخفيض معدل التضخم، امتصاص البطالة ورفع مستوى التشغيل، تحقيق توازن ميزان المدفوعات وتحقيق معدل نمو اقتصادي حسن ومستمر.

- تعرف السياسة النقدية على أنّها "الطريقة أو الكيفية المعتمدة من طرف السلطات النقدية لإدارة الكتلة النقدية بالبلد، وفقا لما يتماشى والظرف الاقتصادي القائم". إدارة إما توسعية بهدف زيادة حجم السيولة داخل الاقتصاد الوطني وتنشيط الطلب ورفع معدلات التشغيل وامتصاص البطالة والتوسع في الإنتاج والاستثمار، وإما في اتجاه انكماشية بهدف امتصاص فائض السيولة داخل الاقتصاد الوطني، والتأثير على حجم الطلب بالحد منه، من خلال الحد من قدرة البنوك التجارية على التوسع في الإقراض وكبح ارتفاع المستوى العام للأسعار وتخفيض معدلات التضخم.

- السياسة النقدية هي "الطريقة أو الكيفية التي يدير بها البنك المركزي مجموع النقود داخل الاقتصاد الوطني وفقا لما يجعلها تؤدي وظائفها على أحسن وجه".

ثانيا: أهداف السياسة النقدية: تمثل أهداف السياسة النقدية جزء معتبرا من أهداف السياسة الاقتصادية العامة للبلد. هذه الأخيرة التي يستهدف بلوغها من مدخلين. مدخل مالي من خلال أدوات السياسة المالية، ومدخل نقدي من خلال أدوات السياسة النقدية التي تستهدف من جملة ما تستهدف ما يلي:

1- استقرار قيمة العملة الوطنية: يعتبر هذا الهدف واحدا من أكثر الأهداف أهمية، لما له من انعكاسات أو تداعيات ايجابية أو سلبية على مختلف أوجه النشاط الاقتصادي داخل البلد.

فعندما تتميز العملة الوطنية بالاستقرار في قيمتها، فذلك يعتبر مؤشرا موجبا على حالة الاقتصاد الوطني، ما يعطي ثقة أكبر للمتعاملين الاقتصاديين على المبادرة وعلى التوسع في أنشطتهم على اختلاف أوجهها، استهلاكية وإنتاجية، فيزيد مستوى الطلب وتراجع معدلات البطالة وينتعث الإنتاج والاستثمار ويزداد العرض وينتعث الاقتصاد الوطني بشكل عام.

أما في الحالة المعاكسة، أي في حالة تميزت العملة الوطنية بعدم استقرار قيمتها، فيكون لذلك انعكاسات سلبية على الاقتصاد الوطني، بسبب ارتفاع درجة المخاطرة وتخوف المتعاملين الاقتصاديين من احتمالات تعرضهم للخسارة. فينتج عن ذلك أن يحجموا عن المبادرة، فيتراجع بذلك الطلب ومنه الإنتاج، ويدخل الاقتصاد الوطني في حالة من الركود، يصاحبه ارتفاع في معدلات البطالة.

وعليه، يستهدف البنك المركزي من خلال السياسة النقدية، تحقيق استقرار قيمة العملة من خلال العمل على الموافقة قدر الإمكان بين حجم إجمالي الناتج المحلي ومعدل نموه، وحجم الكتلة النقدية ومعدل الإصدار النقدي.

2- استقرار المستوى العام للأسعار: يرتبط هذا الهدف ارتباطا مباشرا بالهدف الأول، أو لنقل أنه الوجه الآخر له. وبذلك فهو لا يقل أهمية عنه. وذلك لأن حدوث التضخم، أي ارتفاع المستوى العام للأسعار، سوف يؤثر على جميع المتغيرات الاقتصادية، كما سيكون له تداعيات اجتماعية كبيرة، تمس بالمستوى المعيشي للمواطنين بشكل مباشر.

كما أنّ عدم استقرار المستوى العام للأسعار، وزيادة على تداعياته السلبية سالفه الذكر، فإنّه يمس بالتوازن الهيكلي للاقتصاد الوطني، وعلى توزيع المداخل وتركز الثروة وعلى فرص استغلال الموارد، ومنه على انسجام البنيان الاجتماعي بالبلد.

من ذلك يستهدف البنك المركزي تفادي ذلك، بتوظيف أدوات السياسة النقدية في تحقيق التوازن بين مستوى العرض الكلي ومستوى الطلب الكلي داخل الاقتصاد، وذلك بالتشجيع على الإنتاج باعتماد سياسة نقدية توسعية في حال ظهر تراجع في مستوى العرض. أو باعتماد سياسة نقدية انكماشية في حال ظهر ارتفاع أو زيادة في مستوى الطلب عن مستو العرض.

3- رفع معدلات التشغيل وتدنية معدلات البطالة: يمثل هذا الهدف واحدا من أهداف السياسة الاقتصادية العامة بامتياز، والذي يساهم البنك المركزي في تحقيقه من خلال السياسة النقدية، موظفا أو مستخدما أدواتها في اتجاه توسعي. فعندما تتراجع معدلات التشغيل وتزايد معدلات البطالة، يقوم البنك المركزي بخفض معدل إعادة الخصم ومعدل الاحتياطي الإجباري أو القانوني، كما يتدخل في سوق النقد مشتريا للأوراق التجارية وللسندات العمومية والخاصة، فينتج عن كل ذلك توسعا في الائتمان وتراجعا في أسعار الفائدة، وتوسعا في الإنتاج والاستثمار وبالنتيجة زيادة في معدلات التوظيف وتراجعا في معدلات البطالة.

4- تحقيق توازن الميزان التجاري: تستخدم أدوات السياسة النقدية لاستهداف تحقيق توازن الميزان التجاري وتخفيف عجزه، ويكون استخدامها أكثر فاعلية حين تستخدم بالموازاة مع استخدام أدوات السياسة المالية. حيث ينتج عن اعتماد السياستين النقدية والمالية في الاتجاه الانكماشية، تراجع مستوى الإنفاق الكلي داخل البلد، وهذا يؤثر على الميزان التجاري باتجاه وضع التوازن، لأن تخفيض مستوى العرض النقدي والإنفاق الحكومي مع زيادة الضرائب، يؤدي إلى تراجع مستوى الإنفاق المحلي أي تراجع إجمالي الطلب.

والنتيجة المباشرة لذلك، تراجع مستوى الإنفاق على السلع المستوردة وتراجع مستوى الإنفاق على السلع المحلية أيضا، ما يؤدي إلى تحرير نوع من السلع القابلة للتصدير. لأن تراجع الطلب المحلي يؤدي إلى تراجع المستوى العام للأسعار، أي تراجع أسعار السلع المحلية مقارنة بأسعار مثيلاتها في السوق الدولية، فيزيد طلب الأجانب عليها.

وكنتيجة لزيادة الطلب الأجنبي على السلع المحلية بسبب تراجع أسعارها، تزامنا مع تراجع الطلب المحلي على السلع الأجنبية بسبب تراجع مستوى الإنفاق، يحدث تحسنا في وضعية الميزان التجاري.

كما تستخدم السياسة النقدية في تخفيف عجز الميزان التجاري من خلال تخفيض قيمة العملة الوطنية. فعندما تقوم السلطات النقدية بتخفيض قيمة العملة الوطنية، يصبح الأجانب مطالبون بالتنازل عن وحدات نقدية أقل مقابل الحصول على نفس الكمية من السلع التي كانوا يستوردونها سابقا، فتزيد كمية الصادرات. وفي الوقت ذاته يصبح المحليون مطالبون بدفع وحدات نقدية أكثر مقابل نفس الكمية التي كانوا يستوردونها من المنتجات الأجنبية سابقا، فتتراجع قيمة الواردات. والنتيجة النهائية استعادة الميزان التجاري لتوازنه، أو على الأقل تقليل حدة عجزه.

5- زيادة معدل النمو الاقتصادي: تستهدف كل سياسة نقدية، زيادة معدل النمو الاقتصادي، وذلك لأنّ تحقيق هذا الهدف يعتبر رافدا لتحقيق الأهداف الثلاثة سابقة الذكر، وغيرها من الأهداف.

ويحقق البنك المركزي ذلك من خلال أدوات السياسة النقدية، إما بتوظيفها توظيفا توسعيا، مثلما سبق توضيح ذلك، والنتيجة توسعا في الإنتاج وزيادة معدلات النمو الاقتصادي وتحسنا في مستوى الناتج المحلي. وإما من خلال استخدامها في اتجاه كبح التضخم والتحكم في المستوى العام للأسعار، ومن ثم إعادة تشجيع الطلب فانتعاش الإنتاج والاستثمار من جديد، وبالنتيجة تحسن وزيادة معدلات النمو الاقتصادي.

ثالثا: أدوات السياسة النقدية: تتمثل أدوات السياسة النقدية في: سعر إعادة الخصصة، السوق المفتوحة، معدل الاحتياطي الإجمالي أو القانوني، تأطير القروض والإقناع الأدبي.

1- سعر إعادة الخصم: يعبر سعر إعادة الخصم عن سعر الفائدة الذي يتقاضاه البنك المركزي من البنوك التجارية مقابل قيامها بإعادة خصم ما لديها من سندات أو أوراق تجارية لديه بغرض الاقتراض. كما يمثل سعر الفائدة الذي يتقاضاه على القروض التي يقدمها للبنوك التجارية.

وتستخدم هذه الأداة من طرف البنك المركزي عندما يريد التأثير على حجم القروض التي تقدمها البنوك التجارية (التأثير على حجم الائتمان)، بتغييره باتجاه الرفع أو باتجاه التخفيض، على اعتبار أنّ رفعه يؤدي إلى تخفيض حجم الائتمان، وتخفيضه يؤدي إلى زيادة حجم الائتمان.

1-1- حالة الرفع في سعر إعادة الخصم: عندما يلاحظ البنك المركزي أنّ حجم الائتمان قد زاد عن المستوى المطلوب للنشاط الاقتصادي مهدداً بحدوث ارتفاع في المستوى العام للأسعار (ارتفاع معدل التضخم)، فإنّه يقوم برفع سعر إعادة الخصم بهدف رفع تكلفة القروض التي يقدمها للبنوك التجارية، وهذا بهدف أن تقلل البنوك التجارية من اقتراضها من البنك المركزي وتضطر بدورها إلى رفع أسعار الفائدة على القروض التي تقدمها، فينتج عن ذلك أن يتراجع مستوى الاقتراض، أي يقلل المتعاملين من اقتراضهم من البنوك التجارية.

وتكون آثار أو نتائج رفع سعر إعادة الخصم كما يلي:¹

- تراجع مستوى إقدام البنوك التجارية على خصم ما لديها من سندات وأوراق تجارية لدى البنك المركزي وتراجع طلبها على الاقتراض منه، بسبب ارتفاع تكلفة ذلك؛
- انخفاض حجج الاحتياطات النقدية لدى البنوك التجارية، وبالتالي تراجع قدرتها على الإقراض؛
- ارتفاع أسعار الفائدة، مما يؤدي إلى تراجع طلب الأفراد والمشروعات على الاقتراض؛
- انخفاض كمية النقود المتداولة؛
- تراجع حجم الطلب ومنه التأثير على المستوى العام للأسعار.

يعتبر رفع سعر إعادة الخصم سياسة انكماشية، لما ينتج عنه من تأثيرات، أبرزها، انخفاض كمية النقود داخل الاقتصاد الوطني وتراجع حجم الطلب.

1-2- حالة تخفيض سعر إعادة الخصم: عندما يرغب البنك المركزي في زيادة مستوى الإقراض، فإنّه يقوم بتخفيض سعر إعادة الخصم، ما يؤدي إلى عكس النتائج السابقة (حالة الرفع). ويعتبر استخدام سعر إعادة الخصم في هذا الاتجاه سياسة توسعية، لما يترتب عنها من زيادة في حجم النقود داخل الاقتصاد الوطني، ومنه الزيادة في حجم الطلب والتوسع في الإنتاج.

وتتوقف فعالية هذه الأداة على عوامل عدة أهمها:

¹ - أنظر مروان عطون، أسعار صرف العملات، أزمات العملات في العلاقات الاقتصادية الدولية، دار الهدى، عين مليلة، الجزائر، ص 44

- مدى اتساع التعامل بالأوراق التجارية في الاقتصاد الوطني، ونسبة المخصص منها لدى البنوك التجارية، ونسبة ما يعاد خصمه لدى البنك المركزي. فنجاح هذه الأداة في تحقيق الأهداف المرجوة من استخدامها، يتوقف على حجم المخصص والمعاد خصمه من الأوراق التجارية؛
- حجم الاحتياطات النقدية لدى البنوك. إذ كلما زادت هذه الاحتياطات عن الحد الأدنى القانوني كلما انخفضت إمكانية نجاح هذه الأداة وتأثيرها الفعال والعكس؛
- مدى اعتماد البنوك التجارية على البنك المركزي في الحصول على الموارد المالية، ومدى توفر مصادر أخرى يمكن للبنوك التجارية أن تحصل منها على موارد مالية إضافية. إذ كلما قلت هذه المصادر الأخرى كلما زادت فاعلية أداة سعر إعادة الخصم والعكس؛
- مدى نشاط حركة رؤوس الأموال على المستوى الدولي. بحيث كلما زاد مستوى تدفق رؤوس الأموال الأجنبية إلى داخل الوطن كلما قل مفعول هذه الأداة؛
- مدى قدرة المقترضين على تعديل أسعار منتجاتهم وفقا لما يتماشى وأسعار الفائدة الجديدة المرتفعة، دون أن يؤثر ذلك على حجم الطلب على المنتجات التي يعرضونها.

2- السوق المفتوحة: يقصد بالسوق المفتوحة تدخل البنك المركزي في السوق النقدية، مشتريا أو بائعا على الخصوص لما لديه من سندات عمومية وخاصة، بهدف التأثير على حجم الائتمان داخل الاقتصاد الوطني. وتكون نتائج استخدام هذه الأداة كما يلي:

2-1- عندما يستهدف البنك المركزي تخفيض حجم الائتمان داخل الاقتصاد الوطني: في هذه الحالة يقوم البنك المركزي ببيع ما لديه من سندات. وبذلك تنخفض أرصدة البنوك التجارية لدى البنك المركزي ومنه انخفاض قدرتها على تقديم القروض.

ويعتبر تدخل البنك المركزي في هذا الاتجاه (تدخله بائعا) سياسة انكماشية بالنظر إلى تأثيرها على تقليص حجم السيولة داخل الاقتصاد.

ويمكن إيجاز أهم تأثيرات تدخل البنك المركزي في السوق المفتوحة بائعا، في النقاط التالية:¹

¹ - أنظر مروان عطون، مرجع سبق ذكره ص 51

- انخفاض حجم الاحتياطات النقدية لدى البنوك؛
- ارتفاع أسعار الفائدة، وبالتالي انخفاض طلب الأشخاص على الاقتراض من البنوك التجارية؛
- انخفاض حجم القروض التي تقدمها البنوك؛
- انخفاض كمية النقود المتداولة؛
- تراجع مستوى الطلب داخل الاقتصاد.

2-2- عندما يستهدف البنك المركزي زيادة حجم الائتمان داخل الاقتصاد الوطني: يلجأ البنك المركزي

في هذه الحالة إلى شراء المعروض من السندات والأوراق التجارية. فينتج عن ذلك زيادة قيمة الاحتياطات النقدية للبنوك التجارية (بقيمة الأوراق التجارية والسندات المباعة)، ومن ذلك زيادة قدرتها على الإقراض. ويعتبر تدخل البنك المركزي في هذا الاتجاه (تدخله مشتريا)، سياسة توسعية لما يترتب عنها من زيادة في حجم الائتمان والسيولة في التداول.

ويمكن إيجاز أهم تأثيرات تدخل البنك المركزي في السوق المفتوحة، مشتريا، في النقاط التالية:

- ارتفاع حجم الاحتياطات النقدية لدى البنوك التجارية؛
- انخفاض سعر الفائدة وبالتالي زيادة طلب الأفراد على الاقتراض من البنوك التجارية؛
- زيادة حجم الائتمان الذي تقدمه البنوك؛
- زيادة كمية النقود في التداول؛
- زيادة حجم الطلب.

وتتوقف فعالية هذه الأداة على مدى اتساع وعمق التعامل بالأوراق التجارية والسندات داخل الاقتصاد، أي مدى تطور هذه السوق. بحيث كلما كانت السوق أكثر تطورا كلما كانت هذه الأداة أكثر تأثيرا وفعالية.

3- معدل الاحتياطي الإجمالي (القانوني): يتمثل معدل الاحتياطي الإجمالي في تلك النسبة المئوية

من إجمالي الودائع لدى البنوك التي يلزم البنك المركزي البنوك التجارية بالاحتفاظ بها لديه، وذلك لسببين: الأول كضمان لحق المودعين في السحب أي سحب ودائعهم أو السحب عليها (عدم الاصطدام بعدم قدرة البنك على السداد). والسبب الثاني هو لاستخدامه كأداة للتحكم في قدرة البنوك التجارية على التوسع في الائتمان.

- وتعتبر هذه الأداة من أدوات السياسة النقدية، أداة مباشرة، لأثرها المباشر والفوري. ومن مميزاتها أنَّها:
- تعتبر من أقوى وسائل الرقابة على حجم الائتمان، وتستعمل على نطاق واسع من طرف كل الدول؛
- تستعمل بشكل واسع في الظروف الموسمية، حيث يزداد الطلب على الاقتراض من البنوك في مواسم معينة (المواسم الفلاحية مثلاً)؛
- تعتبر جد فعالة في معالجة التضخم بسبب أثرها المباشر؛
- تعتبر من الأدوات الأكثر استعمالاً في الدول النامية، بسبب عدم تطور أسواقها النقدية التي تتوقف عليها فعالية الأدوات الأولى والثانية؛

ويستخدم البنك المركزي أداة معدل الاحتياطي الإجمالي في اتجاه انكماشية (سياسة نقدية انكماشية) حين يقوم بالرفع في معدل الاحتياط الواجب على البنوك التجارية الاحتفاظ به لديه في شكل سائل من مجموع الودائع لديها. فينتج عن ذلك أن تتراجع قدرتها على الإقراض، كما ترتفع أسعار الفائدة ويتراجع طلب المتعاملين على القروض بسبب ذلك. أي بسبب ارتفاع أسعار الفائدة، وبالنتيجة تراجع حجم السيولة في التداول وتراجع حجم الطلب.

ويستخدم البنك المركزي هذه الأداة في اتجاه توسعي (سياسة نقدية توسعية) بتخفيض معدل الاحتياطي الإجمالي، فينتج عن ذلك أن تزيد قدرة البنوك التجارية على الإقراض، أي يصبح بإمكانها تقديم قروض أكبر، فتتوسع في الإقراض، كما تنخفض أسعار الفائدة ويزيد طلب المتعاملين على القروض، فينتج عن ذلك أن يزيد حجم السيولة في التداول ويزيد بالنتيجة حجم الطلب.

4- تأطير القروض: يقصد بتأطير القروض، قيام البنك المركزي بتحديد السقف الأعلى لما يمكن أن تقدمه البنوك التجارية من قروض، أي تسقيف القروض. وتعتبر أداة تأطير القروض أداة مباشرة، مثل أداة الاحتياطي الإجمالي، غير أنَّها أكثر فاعلية وتأثيراً منها، كونها عملية أكثر.

ففي الاقتصاديات التي لا يكون التعامل فيها بالأوراق التجارية والسندات متطوراً بالمستوى الذي يجعل استخدام الأدوات الأولى والثانية فعالاً، وفي حالات التضخم المستعصي، أي الذي تجد الحكومات صعوبة في خفضه أو التحكم فيه باستخدام الأدوات الثلاثة سالفة الذكر، يضطر البنك المركزي أو يلجأ إلى استخدام هذه الأداة (تأطير القروض) باعتبارها الأنسب والأكثر فاعلية في مثل هذه الحالات.

غير أنه وإن كانت هذه الأداة جد فعالة، لأنّ التحكم في حجم الائتمان ومن ثم في حجم السيولة داخل الاقتصاد يتم إداريا، إلّا أنّه يعاب عليها أنّها تفقد السوق روح التنافس التي تعتبر الرافد الأول لتحسين جودة الخدمات البنكية وتطوير واستحداث منتجات بنكية جديدة.

فعندما يحدد البنك المركزي، مسبقا قيمة القروض التي يرخص لكل بنك أن يقدمها، ففي هذه الحالة لا يصير هناك أي دافع لأن يبادر أي بنك بأي باستحداث أو تطوير في جودة ونوع الخدمات التي يقدمها. وفي ذلك إضرارا بمستوى الأداء المصرفي للبلد وبمستوى الأداء الاقتصادي بصفة عامة.

5- الإقناع الأدبي: تعتبر هذه الأداة، أداة غير مباشرة، لأنّ البنك المركزي لا يستهدف من وراء استخدامها التأثير على حجم السيولة داخل الاقتصاد، وإنّما التأثير على التوقعات التضخمية للأعوان الاقتصاديين غير الماليين، معتمدا في ذلك على رسائل الخطاب الأدبي التي يوجهها البنك المركزي أو يبلغها بطرق وسائل مختلفة، كالمحاضرات التي قد ينشطها محافظ البنك المركزي من حين لآخر مثلا، أو من خلال التقارير والنشريات الدورية التي يصدرها بشكل منتظم والتي يهدف من خلالها أساسا إلى شرح هدف السياسة النقدية وتوجهاتها والتعليق عليها وشرح طرق تحقيقها.

النظرية النقدية

تعود أصول النظرية النقدية إلى المفكرين العربيين المسلمين، عبد الرحمان ابن خلدون 1332-1406 وتقي الدين المقرئ 1364-1442، اللذان درسا العلاقة بين النقود (الذهب والفضة) والأسعار والتضخم والسياسة النقدية، وأعطيا تفسيرات للظواهر وحلولا للأزمات، قبل أن تدرس من طرف المفكرين الغربيين بمدة طويلة جدا، قاربت القرنين من الزمن.

فقد حلل "ابن خلدون" في كتابه "المقدمة" الذي ألفه في الفترة ما بين 1375 و1379م، بمغارة أولاد سلامة بولاية تيهرت بالغرب الجزائري،¹ طبيعة النقود ووظائفها وقيمتها وسرعة تداولها والأسعار والسياسة النقدية، وعلاقة النقود بالنشاط الاقتصادي والدخل.²

كما حلل "المقرئ" في كتابه "إغاثة الأمة بكشف الغمة" الذي ألفه عام 1405م، قيمة النقود والأسعار والتضخم والسياسة النقدية، وذلك في تفسيره وبجته لأسباب وحلول أزمة المجاعة التي حلت بمصر آنذاك، خلال الربع الأول من القرن الخامس عشر.

وبعد ما يقارب القرنين من الزمن، ظهرت بعض المحاولات حول النقود من طرف بعض الاقتصاديين الغربيين، بداية بتلك التي جاءت على يد الاقتصادي الفرنسي "جون بودان 1530-1596"، الذي ربط بين ارتفاع مستوى الأسعار وزيادة كمية النقود، وبعده الاقتصادي الإنجليزي "ديفيد هيوم 1711-1776" ورجل الأعمال الإيرلندي "ريتشارد كنتون 1680-1734" والاقتصادي الإنجليزي الشهير "ديفيد ريكاردو 1772-1823" وغيرهم.

وتمثل النظرية النقدية أهم الأفكار والتحليل التي قدمها كبار الاقتصاديين حول النقود، والتي صيغت في سياق تطورها التاريخي في ثلاثة صور هي:

- النظرية النقدية الكمية
- النظرية النقدية الكينزية
- النظرية النقدية الكمية الحديثة

¹ - يقول المؤرخ البريطاني "أرنولد توينبي 1889-1975" أحد أبرز مؤرخي القرن العشرين، أنّ "مقدمة ابن خلدون" هي أهم كتاب كتبه إنسان.

² - أنظر الباب الخامس من مقدمة ابن خلدون، دار الهدى، عين مليلة، الجزائر، 2009، ص 417

أولاً: النظرية النقدية الكمية (النظرية النقدية الكلاسيكية)

تقوم هذه النظرية على فكرة حياد النقود، التي مفادها أنّ النقود لا تؤثر في النشاط الاقتصادي لا بالسلب ولا بالإيجاب. بمعنى أنّ حجم النشاط الاقتصادي لا يتحدد ولا يتأثر بالعوامل النقدية وإنما بالعوامل الحقيقية أو العينية فقط.

ويعود الفضل في نقل الأفكار التي قدمت حول النقود في علاقتها بالمستوى العام للأسعار والتضخم وبالنشاط الاقتصادي عامة، من صيغتها النظرية إلى صيغة رياضية، للاقتصادي الأمريكي "إيرفينج فيشر 1867-1947" الذي قدم تحليلاً رياضياً للعلاقة بين كمية النقود والمستوى العام للأسعار، من خلال معادلاته المعروفة "معادلة التبادل" أو "معادلة فيشر"، التي أسست للنظرية الكمية للنقود في صيغتها؛ "معادلة التبادل أو معادلة فيشر" و"معادلة الأرصدة النقدية أو معادلة كمبردج".

وتقوم النظرية النقدية الكمية على ثلاثة افتراضات أساسية هي:¹

- **ثبات حجم الإنتاج السلعي عند مستوى التشغيل الكامل:** يستند هذا الافتراض الكلاسيكي إلى قانون "المنافذ" أو قانون "ساي"² الذي مفاده، أنّ "كل عرض يخلق الطلب المساوي له". بمعنى أنّ كل إنتاج جديد سوف يجد الطلب المناسب له في السوق. أي أنّ العرض الكلي مساوٍ دائماً للطلب الكلي وأنّ تفاوتهما لا يكون إلّا ظرفياً وأنّ حالة التساوي أو وضع التوازن يعود تلقائياً بفعل آلية السوق أو جهاز الثمن.

- **ثبات سرعة دوران النقود (سرعة التداول):** يقصد بسرعة دوران النقود، عدد مرات تداول النقود أو عدد مرات انتقال الوحدة النقدية الواحدة من يد إلى أخرى من خلال المبادلات خلال فترة زمنية معينة. فلو أننا نحتاج مثلاً إلى مليون دينار جزائري لمبادلة ما تم إنتاجه من السلع والخدمات خلال فترة زمنية معينة، وأنّ كمية النقود المعروضة هي نصف الكمية اللازمة فقط، أي خمسمائة ألف دينار، وأنّ الدينار الواحد ينتقل (سرعة دوران النقود) مرتين من يد إلى يد، لأمكن ذلك من إتمام عمليات المبادلة بشكل عاد. والسبب أنّ كل دينار استخدم في المبادلة مرتين.

¹ - أنظر: ناظم مجّد الشمري، النقود والمصارف والنظرية النقدية، دار زاهر للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2008، ص 243

² - نسبة إلى الاقتصادي الفرنسي "جان بابتست ساي 1767-1832"

- تغير المستوى العام للأسعار مرتبط بتغير كمية النقود: تفترض النظرية الكلاسيكية أنّ المستوى العام للأسعار يتحدد بالنظر إلى كمية النقود المتداولة. أي أنّ علاقة النقود بالأسعار هي علاقة تناسب طردي. فلو أنّ كمية النقود المتداولة زادت بنسبة معينة، فسيؤدي ذلك إلى زيادة في المستوى العام للأسعار بنفس النسبة والعكس صحيح. أي لو أنّ كمية النقود المتداولة تراجعت بنسبة معينة، لنتج عن ذلك تراجعاً في المستوى العام للأسعار بنفس النسبة.

بناءً على هذه الفرضيات، صيغت النظرية الكمية في صورتها؛ "معادلة التبادل" و"معادلة الأرصدة النقدية"، كما يلي:

1- معادلة التبادل أو معادلة "فيشر"

تمت صياغة هذه المعادلة من طرف الاقتصادي الأمريكي "إيرفينج فيشر" عام 1917، ولهذا تسمى أحياناً باسمه "معادلة فيشر". وتتمثل صيغة المعادلة في:

$$M.V = T.P$$

حيث أنّ:

M = كمية النقود في التداول، وتمثل كمية النقود المتداولة في اقتصاد ما خلال فترة زمنية معينة.

V = سرعة دوران النقود، وتمثل عدد مرات انتقال الوحدة النقدية الواحدة من يد إلى يد خلال فترة زمنية معينة.

T = كمية المبادلات، وتمثل مجموع السلع والخدمات المنتجة والمتبادلة في اقتصاد ما بواسطة النقود خلال فترة زمنية معينة.

P = المستوى العام للأسعار، ويشير إلى متوسط الأسعار السائدة لمجموعة من السلع الرئيسية خلال فترة زمنية معينة.

ووفقاً لهذه المعادلة، فإنّ كمية النقود مضروبة في سرعة تداولها تتساوى مع كمية المبادلات مضروبة في المستوى العام للأسعار.

وقد اعتبرت النظرية، كمية النقود متغيراً مستقلاً، بينما اعتبرت المستوى العام للأسعار عاملاً تابعاً. وبما أنّها افترضت ثبات سرعة دوران النقود وكمية المبادلات، فمعنى ذلك أنّ المستوى العام للأسعار يتحدد

بشكل مباشر بالنظر إلى كمية النقود في التداول، وأنّ تغييرها أيّ تغيير الأسعار مرتبط بتغير كمية النقود. وهذا وفقا للعلاقة التالية:

$$P = \frac{M.V}{T}$$

أي أنّه إذا زاد حجم الإنتاج وبقيت كمية النقود على حالها، انخفضت الأسعار. وإذا زادت كمية النقود وبقي حجم الإنتاج على حاله، أي في نفس مستواه، ارتفعت الأسعار.

2- معادلة الأرصد النقدية أو "معادلة كمبريدج"

تمت صياغة هذه المعادلة التي تمثل الصيغة أو الصورة الثانية لنظرية كمية النقود، من طرف الاقتصادي البريطاني "الفريد مارشال 1842-1924" أستاذ الاقتصاد السياسي بجامعة "كمبريدج" وطورها من بعده "سيسيل بيغو 1877-1959" أستاذ الاقتصاد بنفس الجامعة، ولهذا تسمى المعادلة أيضا بـ "معادلة كمبريدج".

وقد قام "مارشال" بتطوير فكرة النظرية لإيجاد تفسير لحالة ارتفاع الأسعار غير الناتج عن زيادة كمية النقود. وهو ما أوزعه إلى نسبة ما يحتفظ به الأفراد كنسبة من دخولهم النقدية في شكل أرصدة نقدية سائلة من أجل الإنفاق على السلع والخدمات ومن أجل المضاربة خلال الفترة التي يغطيها الدخل. حيث وضع أنّ ارتفاع ميل الأفراد للاحتفاظ بأرصدة نقدية سائلة مع ثبات كمية النقود يؤدي إلى انخفاض المستوى العام للأسعار، وأنّ انخفاض ميل الأفراد للاحتفاظ بأرصدة نقدية سائلة مع ثبات كمية النقود يؤدي إلى ارتفاع المستوى العام للأسعار.

بمعنى أنّ المستوى العام للأسعار قد يرتفع، ليس بالضرورة كنتيجة لزيادة كمية النقود، وإنّما قد يكون نتيجة لتراجع نسبة ما قد يحتفظ به الأشخاص من مداخيلهم في شكل سائل تحسبا لتعاملاتهم الجارية. والعكس صحيح.

وقد انطلق "مارشال" من معادلة التبادل لـ "فيشر"، واستبدل حجم المعاملات بحجم الدخل الوطني الحقيقي، أي أنّ:

$$M.V = P.Y$$

وبقسمة طرفي المعادلة على (V) تصبح المعادلة كما يلي:

$$M = \frac{1}{V} PY$$

حيث تمثل $\frac{1}{V}$ مقلوب سرعة دوران النقود، وهي نفسها النسبة التي يرغب الأفراد الاحتفاظ بها من دخولهم في شكل سائل، والتي أطلق عليها "مارشال" اسم "نسبة التفضيل النقدي"، التي يرمز لها بـ K . وعليه، وباستبدال $\frac{1}{V}$ في المعادلة أعلاه بـ k ، تصبح المعادلة كما يلي:

$$M = k PY$$

ومن هذه المعادلة التي تسمى "معادلة كامبردج"، تستخرج المعادلة التالية:

$$P = \frac{M}{KY}$$

حيث يظهر من المعادلة أنه عند ثبات كمية النقود في الاقتصاد، فإنّ الأسعار تزيد بانخفاض الرصيد النقدي الذي يرغب الأفراد الاحتفاظ به في شكل سائل، وتنخفض بزيادته. أي أنه حتى في حالة عدم زيادة كمية النقود، فالأسعار يمكن أن تتغير.

ثانياً: النظرية النقدية الكينزية (النظرية النقدية الحديثة)

برزت النظرية النقدية الكينزية أو النظرية النقدية الحديثة مثلما تسمى أيضاً، بعدما عجزت النظرية النقدية الكلاسيكية عن إيجاد تفسير لأزمة الكساد الكبير التي شهدتها الاقتصاد الرأسمالي خلال الفترة 1929-1933، حيث قدّم "جون منارد كينز 1883-1946" أفكاراً جديدة تخص النقود ودورها في الاقتصاد أو أثرها على النشاط الاقتصادي، مكنت من انحصار الأزمة وانفراجها تدريجياً.

حيث رفض "كينز" فكرة الكلاسيكيين بشأن حياد النقود وأنّ تأثيرها يكون على الأسعار فقط. فقد أكد من خلال نظريته، أنه طالما لم يبلغ الاقتصاد مستوى التشغيل الكامل بعد، فإنّ زيادة كمية النقود ستؤدي إلى انخفاض أسعار الفائدة وأنّ ذلك سيؤدي إلى زيادة الاستثمار الذي سيؤدي بدوره إلى زيادة الناتج والدخل.

أي أنه أكد على أنّ الأثر الأساسي للنقود، يكون على أسعار الفائدة وليس على المستوى العام للأسعار، مرجعاً بذلك ارتفاع المستوى العام للأسعار إلى التشغيل الكامل وليس إلى زيادة كمية النقود. بمعنى أنه يربط بين التشغيل التام والمستوى العام للأسعار وليس بين كمية النقود والمستوى العام للأسعار.

لذلك، فقد ركز "كينز" على بحث كيف يتحدد سعر الفائدة، ولما كان هذا الأخير شأنه شأن باقي الأسعار يتحدد بتلاقي قوى العرض والطلب، ولما كان عرض النقود يحدده ويتحكم فيه البنك المركزي، فقد ركز "كينز" على دراسة الطلب، الذي أكد أنه يكون بدوافع ثلاث: المعاملات، الحيلة والحذر والمضاربة.¹

1- الطلب على النقود عند كينز

أكد "كينز" على أن النقود لا تطلب بدافع المعاملات أو بدافع المبادلة فقط، مثلما ذهب إلى ذلك الكلاسيك، ولكنها تطلب زيادة على ذلك لدافعين اثنين هما؛ الحيلة والحذر والمضاربة. بمعنى أن الطلب الكلي على النقود يساوي: $ط ن = ط ن \text{ بدافع المعاملات} + ط ن \text{ بدافع الحيلة والحذر} + ط ن \text{ بدافع المضاربة}$.

1-1- الطلب على النقود بدافع المعاملات

يحتفظ الأشخاص الطبيعيون والمعنويون بجزء من دخلهم كأرصدة نقدية سائلة، بغرض تمويل تعاملاتهم اليومية، ك شراء بعض المواد الغذائية والملابس والنقل وتسديد أعباء الماء والكهرباء والهاتف وغيرها، بالنسبة للأفراد. وشراء بعض المواد الأولية ومستلزمات الإنتاج وتسديد بعض الأعباء وغيرها بالنسبة للمؤسسات الإنتاجية.

ويتوقف حجم الطلب على النقود بدافع المعاملات على الدخل². إذ كلما زاد دخل الفرد كلما زاد مقدار ما يخصصه لتغطية أعباء تعاملاته اليومية كقيمة وقل كنسبة. وبذلك فإن الطلب على النقود بدافع المعاملات يعتبر دالة في الدخل.³

$$M_{D1} = f(Y) = \alpha_1 Y$$

حيث تمثل (M_{D1}) الطلب على النقود بدافع المعاملات وتمثل (α_1) النسبة المحتفظ بها من الدخل على شكل رصيد نقدي

¹ - المقصود بالطاب على النقود، احتفاظ الأشخاص بما كأصل كامل السيولة

² - على الرغم من أن الدخل هو العامل الرئيسي المحدد لحجم الطلب على النقود بدافع المعاملات إلا أنه هناك عوامل أخرى تؤثر في ذلك، مثل كيفية دفع الأجور ومدى انتشار استخدام وسائل الدفع الإلكتروني (بطاقات الائتمان) ومدى التطور الحضري (ريف أو مدينة) وغيرها.

³ - أنظر عمر صخري، التحليل الاقتصادي الكلي، الطبعة السابعة 2008، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، ص 224

1-2- الطلب على النقود بدافع الحيطة والحذر

يحتفظ الأشخاص، طيبعيون ومعنويون، بجزء أو نسبة من دخلهم في شكل سيولة أو رصيد نقدي سائل زيادة على ما يحتفظون به لتغطية أعباء تعاملاتهم اليومية، لمواجهة الانفاق غير المتوقع، كحضور حفلات عائلية لم تكن مبرمجة مثلاً، أو الاضطرار إلى إجراء بعض الترتيبات في البيت لم تكن في الحسبان ولا تقبل التأجيل، وغيرها.

ويتوقف حجم الطلب على النقود بدافع الحيطة والحذر على الدخل أيضاً، أي مثله مثل الطلب على النقود بدافع المعاملات، وإن كانت هناك عوامل أخرى تتدخل في تحديده لكن بدرجة أقل مقارنة بالدخل. أي أنّ الطلب على النقود بدافع الحيطة والحذر يعتبر دالة في الدخل.¹

$$M_{D2} = f(Y) = \alpha_2 Y$$

حيث تمثل (M_{D2}) الطلب على النقود بدافع الحيطة والحذر
وتمثل (α_2) النسبة المحتفظ بها من الدخل على شكل رصيد نقدي

1-3- الطلب على النقود بدافع المضاربة

يحتفظ الأشخاص بجزء من دخلهم على شكل أرصدة نقدية سائلة لاستغلال الصفقات المربحة أو الفرص الاستثمارية غير المتوقعة. إلاّ أنّه وعلى عكس الطلب على النقود بدافع المعاملات ودافع الحيطة والحذر الذي يتحدد بالنظر إلى الدخل، فإنّ الطلب على النقود بدافع المضاربة يتوقف على سعر الفائدة. كما أنّه وعلى عكس الطلب على النقود بدافع المبادلات والطلب على النقود بدافع الحيطة والحذر الذي يتناسب طردياً مع الدخل، فإنّ الطلب على النقود بدافع المضاربة يتناسب عكسياً مع سعر الفائدة.

فعندما تكون معدلات الفائدة المقدمة على الودائع البنكية مرتفعة، تنخفض كمية النقود المحتفظ بها بدافع المضاربة، لأنّ الأشخاص يوظفونها لدى البنوك لتحقيق العائد. وعندما تنخفض معدلات الفائدة تزداد كمية النقود المحتفظ بها بدافع المضاربة، لأنّ الإيداع على مستوى البنوك لا يحقق عوائد مجزية. فيفضل

¹ - عمر صخري، نفس المرجع أعلاه، ص 230

الأشخاص الاحتفاظ بأرصدة نقدية أكبر لتوظيفها في اقتناء أوراق مالية. ومن ذلك فإنّ الطلب على النقود بدافع المضاربة يكتب بالصيغة التالية:¹

$$M_{D3} = f(T) = -gT$$

حيث تمثل (M_{D3}) الطلب على النقود بدافع المضاربة
وتمثل (T) معدل الفائدة، و (g) ثابت

وعليه، فإنّ إجمالي الطلب على النقود، أو مجموع ما سيحتفظ به الأشخاص من نقود في شكل أرصدة نقدية سائلة، يساوي: الطلب على النقود بدافع المعاملات + الطلب على النقود بدافع الحطة والحذر + الطلب على النقود بدافع المضاربة. أي أنّ:

$$M_D = M_{D1} + M_{D2} + M_{D3}$$

وتساوي:

$$= \alpha_1 Y + \alpha_2 Y - gT$$

$$= (\alpha_1 + \alpha_2) Y - gT$$

$$= \alpha Y - gT$$

حيث أنّ: ($\alpha = \alpha_1 + \alpha_2$) و (g) و (α) ثوابت

تظهر هذه العلاقة أنّ الطلب على النقود يتناسب طرديا مع الدخل وعكسيا مع معدل الفائدة.

مثال:

إذا كان لشخص ما سند قيمته الإسمية 10000 دج، وسعر فائدته 5 %، فإنّ الدخل الذي سيحصل عليه هذا الشخص في آخر الفترة هو 500 دج.

فإذا حدث وارتفعت أسعار الفائدة لدى البنوك إلى 8 % مثلا، فمعنى هذا أنّ التوظيف لدى البنك يحقق عائد يساوي 800 دج. أي أكبر بـ 300 دج عن عائد التوظيف في السند.

- عائد التوظيف في السندات: $10000 \times 5\% = 500$ دج

¹ - عمر صخري، مرجع سبق ذكره، ص 232

- عائد التوظيف في الإيداع لدى البنك: $800 = 8\% \times 10000$ دج

في هذه الحالة سيقوم أصحاب السندات ببيع سنداتهم والتحول للتوظيف في الإيداع لدى البنوك.

وبالمقابل لو أنّ أسعار الفائدة انخفضت إلى 3% بدلا من 8% فإنّ الأشخاص في هذه سيفضلون التوظيف في السندات، لأنّ عائد التوظيف في الإيداع لدى البنك أقل بـ 200 دج من عائد التوظيف في السندات.

- عائد التوظيف في السندات: $500 = 5\% \times 10000$ دج

- عائد التوظيف في الإيداع لدى البنك: $300 = 3\% \times 10000$ دج

أي أنّ الأشخاص يحتفظون بأرصدة نقدية أقل (طلب أقل على النقود) كلما ارتفعت أسعار الفائدة، والعكس.

2- مصيدة السيولة

يقصد بمصيدة السيولة، الحالة التي يبلغ فيها الطلب على النقود ذروته، أي أنّ الأشخاص يحتفظون بكامل نقودهم في شكل أرصدة نقدية سائلة. وهذا عندما تنخفض معدلات الفائدة لدى البنوك إلى مستويات لا يمكن أن تلبّ تحتها من جهة،¹ وتكون أسعار السندات مرتفعة² فيرفض الأشخاص المخاطرة بشراء أصول مالية قد تنخفض أسعارها في المستقبل.

فقد أكد "كينز" على وجود حد أدنى لسعر الفائدة لا يمكن أن ينخفض دونه. فعندما يصبح الطلب على النقود مرنا مرونة لا نهائية بالنسبة لسعر الفائدة فإنّ أي زيادة في عرض النقود ومهما بلغت لن تؤثر على سعر الفائدة، لأنّ الطلب على النقود سيستوعب كل تلك الزيادة في شكل أرصدة نقدية، وهذا ما يسميه "كينز" "مصيدة السيولة".³

¹ - هناك حد أدنى لا يمكن أن تلبّ معدلات الفائدة لدى البنوك تحته، مهما زاد مستوى العرض النقدي، وهذا راجع إلى عامل ربحية البنك.

² - يتناسب سعر السند عكسا مع معدل فائدته. فكلما ارتفع سعر السند اعتبر ذلك تراجعاً نسبياً في معدل فائدته (تراجع العائد وبقاء معدل الفائدة الاسمي ثابت)، وكلما تراجع سعر السند اعتبر ذلك ارتفاعاً نسبياً في معدل فائدته (زيادة العائد وبقاء معدل الفائدة الاسمي ثابت)

³ - ناظم مجّد نوري الشمري، النقود والمصارف والنظرية النقدية، 2008، دار زاهر للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، ص 282

ثالثا: النظرية النقدية الكمية الحديثة "مدرسة شيكاغو"

تمثل النظرية النقدية الكمية الحديثة، فكرا نقديا جديدا يختلف عن الفكر النقدي الكينزي، قدمه الاقتصادي الأمريكي "ملتن فريدمان 1912-2006"¹ كتطوير وتحديث لأفكار النظرية النقدية الكلاسيكية، عرف لاحقا باسم "المدرسة النقدية أو مدرسة شيكاغو".

حيث تعد نظرية "فريدمان" تحليلا لجانب الطلب على النقود أكثر اتساعا من التحليل الكلاسيكي والتحليل الكينزي. حيث يؤكد "فريدمان" على أنّ البحث في العوامل المؤثرة في الطلب على النقود أو المحددة له، تستوجب دراسة وتحليل فكرة الثروة التي تمثل حسب، القيمة الرأسمالية لجميع مصادر الدخل أو مجموع الأصول التي يمكن أن تحقق دخلا أو عائد.²

وبذلك، فإنّ الثروة وفقا لـ "فريدمان" تتمثل في:

- النقود: وهي أصل من أصول الثروة يعطي عائدا يتمثل في السهولة والراحة والأمان؛
 - الأصول المالية (الأسهم والسندات): وهي أصل من أصول الثروة، تتيح لصاحبها فرصة الحصول على عوائد ومداخل؛
 - الأصول العينية: تتمثل في رأس المال المادي (كآلات)، وهي جزء من الثروة، تتيح لصاحبها فرصة الحصول على عوائد ومداخل؛
 - رأس المال البشري: يتمثل في المعارف والمهارات التي تمكن صاحبها من تحقيق عوائد أو مداخل.
- وإن كان من الصعب تحديد العائد على رأس المال البشري، إلّا أنّ هناك علاقة نسبية من حيث العائد بين رأس المال البشري ورأس المال المادي. لذلك فإنّ الطلب على النقود وفقا لـ "فريدمان" يعتمد على ما يلي:
- الثروة الكلية التي بحوزة الأشخاص الطبيعيين والمعنويين موزعة في أشكالها سائلة الذكر؛
 - أسعار وعوائد مكونات الثروة والبدائل الأخرى للاحتفاظ بالثروة؛
 - أذواق وترتيب الأولويات لدى حائز الثروة.

¹ - ملتن فريدمان، أستاذ الاقتصاد بجامعة شيكاغو خلال الفترة 1946-1977، وحائز على جائزة نوبل للاقتصاد عام 1976

² - ناظم مجّد نوري الشمري، نفس المرجع أعلاه، ص325

وعليه، فإنّ دالة الطلب على النقود عند "فريدمان" هي توسيع لتطبيقات نظرية المستهلك لتشمل المجال النقدي. حيث تقابل عوائد مختلف الأصول أسعار السلع المطلوبة من طرف المستهلك، وتقابل الثروة الإجمالية في دالة الطلب على النقود قيد الميزانية في نظرية المستهلك. بحيث يتعين على طالب النقود في ظل هذين العاملين، المفاضلة والاختيار للحصول على التوليفة المثلى من الأصول التي تمكنه من تعظيم المنافع أو المكاسب التي قد يجنيها من وراء ذلك. وتمثل هذه التركيبة حالة التوازن الممكنة، حيث تتساوى عندها المنافع الحدية لمختلف الأصول المكتسبة.¹

في ظل ما سبق، بنى "فريدمان" دالة الطلب على النقود بالصيغة التالية:

$$M^d = f(p, r_e, r_b, \frac{1}{p} \cdot \frac{dp}{dt}, w, y_p, u)$$

حيث أنّ:

- M^d تمثل الطلب على النقود؛
- P تمثل المستوى العام للأسعار؛
- r_e تمثل الأرباح المحققة من الأسهم؛
- r_b تمثل الفوائد المحققة من السندات؛
- $\frac{1}{p} \cdot \frac{dp}{dt}$ تمثل التغيرات المتوقعة في المستوى العام للأسعار؛
- w تمثل نسبة الدخل من الثروة المادية (الآلات) إلى الثروة البشرية (رأس المال البشري). أي أنّها نسبة الدخل من رأس المال البشري؛
- y_b يمثل الدخل الدائم أو الدخل النقدي الإجمالي. ويفرق فريدمان بين الدخل الجاري الذي يعتبر ظرفي أو موسمي ومتدبدب لا يعتد به أثناء الطلب على النقود، والدخل الدائم الذي يمثل الدخل العادي للثروة لا يأخذ بعين الاعتبار التغيرات الظرفية في الدخل؛
- u يمثل التأثيرات التي قد تنجم عن أذواق وتفضيلات طالبي النقود.

¹ - الطاهر لطرش، الاقتصاد النقدي والبنكي، ديوان المطبوعات الجامعية، 2013، ص 85

هذه الدالة أي دالة الطلب على النقود، تعتبر متجانسة بالنسبة للمستوى العام للأسعار (p) والدخل الدائم (y_p). والغرض من هذا التحليل المتعلق بالتجانس هو التأكيد على أنّ الطلب الحقيقي على الأرصدة النقدية يعتمد فقط على المتغيرات الحقيقية. أي أنّ التجانس في دالة الطلب على النقود معناه أنّ الطلب على النقود يتغير بنفس النسبة التي يتغير بها المستوى العام للأسعار (p) والدخل الدائم (y_p). وهذا التحليل يمثل في جوهره التحليل الكلاسيكي.¹ وذلك أنّ "فريدمان" يؤكد من خلال معادلته أن الطلب على الأرصدة النقدية هو دالة في الدخل الدائم عكس ما ذهب إليه "كينز" الذي أكد على أنّه دالة في سعر الفائدة.

¹ - ناظم مجّد نوري الشمري، مرجع سبق ذكره، ص 329

الكتلة النقدية (العرض النقدي)

تكلمنا في محور سابق عن أنواع النقود، ووضحنا كيف أنّها تتنوع بين ورقية ومساعدة ونقود ودائع. ومثلما تختلف النقود من حيث شكلها، فإنّها تختلف أيضا من حيث كيفية الاحتفاظ بها أو حفظها. مجموع النقود الموجودة في بلد ما وفي حالات تواجدها المختلفة، سواء في التداول أو في شكل وداائع تحت الطلب أو لأجل، تسمى بالكتلة النقدية، كما تعرف أيضا بالعرض النقدي، أي مجموع المعروض من النقود في بلد ما أو في اقتصاد ما خلال فترة زمنية معينة.

أولا- تعريف الكتلة النقدية

تعرف الكتلة النقدية على أنّها "مجموع النقود الموجودة في بلد أو في اقتصاد ما وفي حالات تواجدها المختلفة، في التداول أو في شكل وداائع تحت الطلب أو لأجل".

كما تعرف أيضا على أنّها "مجموع النقود الورقية والنقود المساعدة ونقود الودائع، الموجودة في بلد أو في اقتصاد ما".

ورغم تشابه الكتلة النقدية من حيث مكوناتها في كل الاقتصاديات، المتقدمة والنامية على حد سواء، إلّا أنّها تختلف من حيث حالات أو أشكال تواجدها أو استخدامها. حيث يغلب بالاقتصاديات المتقدمة استخدام النقود في شكلها اللامادي، أي في شكل نقود وداائع، في حين يغلب بالاقتصاديات النامية استخدام النقود الورقية أي النقود في شكلها العيني. وهذا راجع إلى عوامل عدة، أبرزها تفاوت مستويات التقدم الاقتصادي والتكنولوجي ومستويات تطور النظم النقدية والمالية، وتفاوت مستويات الوعي الاقتصادي والمصرفي لدى الأفراد.

ثانيا- مكونات الكتلة النقدية

تتكون الكتلة النقدية من النقود الجاهزة وأشباه نقود.

1- النقود الجاهزة: تتمثل في السيولة أو في النقود في حالتها كقدرة شرائية حاضرة، أي القابلة للاستخدام كقوة شرائية في الحال. وتشمل النقود الورقية والنقود المساعدة أو المسكوكات الرمزية ومجموع النقود في شكل وداائع تحت الطلب.

2- أشباه النقود: تتمثل في مجموع النقود الموجودة في شكل ودائع لأجل، أي التي لا يمكن استخدامها كقوة شرائية إلا بعد تحمل تكلفة و/أو وقت معين، مقابل تحويلها من حالتها كقوة شرائية مؤجلة إلى قوة شرائية حاضرة أو جاهزة.

ثالثا- تبويب الكتلة النقدية_ المجاميع النقدية

يعتمد لأجل قياس الكتلة النقدية على مؤشرات إحصائية نقدية، تعرف بالمجاميع النقدية، تمثل توليفات أو مجموعات متجانسة من الأصول النقدية والمالية الموجودة بحوزة المتعاملين غير الماليين، تتمثل في: (M1)، (M2)، (M3) و (M4)، ترتب تنازليا من (M1) إلى (M4) بحسب درجة سيولتها.

1- (M1): يعرف بالكتلة النقدية في مفهومها الضيق، أو يشير إلى ذلك، ويمثل السيولة الكاملة أو القدرة الشرائية الجاهزة. حيث يتكون من مجموع النقود الورقية والنقود المساعدة أو المسكوكات الرمزية ونقود الودائع تحت الطلب، أي مجموع النقود في شكل أرصدة دائنة لحسابات الأفراد الجارية لدى البنوك التجارية أو لدى مراكز الصكوك البريدية أو لدى الخزينة العمومية. ويعتبر (M1) المجمع الأكثر سيولة مقارنة بالمجاميع الأخرى، كونه يضم أنواع النقود في أشكالها أو حالاتها القابلة للاستعمال الفوري كقوة شرائية. ويعبر عن (M1) بالصيغة التالية:

(M1) الكتلة النقدية في مفهومها الضيق = مجموع النقود في التداول (خارج المصارف) + مجموع النقود في شكل ودائع تحت الطلب لدى البنوك والخزينة ولدى الصكوك البريدية

2- (M2): يعرف بالكتلة النقدية في مفهومها الواسع، أو يشير إلى ذلك. ويتكون من مجموع النقود في التداول ومجموع النقود في شكل ودائع تحت الطلب لدى البنوك والخزينة ولدى الصكوك البريدية، ومجموع النقود في شكل ودائع لأجل وودائع ادخارية. ولهذا فهو يمثل إجمالي السيولة المحلية للبلد. ويعبر عن (M2) بالصيغة التالية:

(M2) الكتلة النقدية في مفهومها الواسع = (M1) + الودائع لأجل والودائع الادخارية

تجدر الإشارة إلى أنّ الودائع الادخارية تختلف عن الودائع لأجل، في كون الأولى تجمع بين السيولة والعائد، أي أنّه بإمكان صاحبها سحبها متى أراد، لكن بشروط ميسرة كالإشعار المسبق مثلا أو عدم الاستفادة من كامل العائد الذي كان يفترض أن يحصل عليه مقابل الإيداع. في حين أنّ الثانية، أي الودائع

الادخارية، لا يمكن سحبها مهما كانت الأسباب حتى بلوغ آجال استحقاقها، كما أنّ أصحابها يحصلون على عوائد معتبرة، أكبر بكثير مقارنة بما يحصل عليه أصحاب الودائع لأجل.

3- (M3): يعرف بالكتلة النقدية في مفهومها الموسع، أو يشير إلى ذلك. ويتكون من مجموع النقود في التداول ومجموع النقود في شكل ودائع تحت الطلب ومجموع النقود في شكل ودائع لأجل وودائع ادخارية ومجموع النقود في شكل ودائع ادخارية لدى المؤسسات المالية غير المصرفية، أي خارج البنوك التجارية، كالمعاشات وتعهدات الاستثمار الجماعي في الأوراق المالية القابلة للتحويل.¹ ولهذا فإنّ (M3) يمثل المؤشر الأكثر شمولاً للائتمان المصرفي. ويعبر عن (M3) بالصيغة التالية:

$$(M3) \text{ الكتلة النقدية في مفهومها الموسع} = (M2) + \text{الودائع لأجل لدى المؤسسات غير المصرفية}$$

4- (M4): يتكون من مجموع النقود في التداول ومجموع النقود في شكل ودائع تحت الطلب ومجموع النقود في شكل ودائع لأجل وودائع ادخارية ومجموع النقود في شكل ودائع ادخارية لدى المؤسسات المالية غير المصرفية، أي خارج البنوك التجارية، كالمعاشات وتعهدات الاستثمار الجماعي في الأوراق المالية القابلة للتحويل بالإضافة إلى بعض أوراق سوق المال (الأوراق التجارية وسندات الخزينة). ويعبر عن (M4) بالصيغة التالية:

$$(M4) = (M3) + \text{بعض الأوراق التجارية وسند الخزينة}$$

تجدر الإشارة إلى أنّ المجموع النقدي (M4) غير معتمد من قبل جميع البنوك المركزية. وهو حال البنك المركزي الأوروبي الذي ينشر فقط المجاميع النقدية (M1) و (M2) و (M3)، والبنك المركزي الجزائري (بنك الجزائر) الذي ينشر فقط (M1) و (M2).

رابعا- مقابلات الكتلة النقدية

يقصد بمقابلات الكتلة النقدية، مجموع الأصول الواجب توفرها حتى يتمكن البنك المركزي (بنك الجزائر في حالة الجزائر) من إصدار نقود قانونية جديدة. فالبنك المركزي وعلى الرغم من أنّه المؤسسة الوحيدة المخولة

¹ - هي فرص استثمارية يمنحها وسطاء ماليون (OPVCM) لمشتريهم للاستثمار في الأسواق المالية التي يصعب عليهم الوصول إليها كالأسواق المالية والنقدية الأجنبية والأسهم غير المدرجة في البورصة.

قانونا بإصدار النقود القانونية،¹ إلا أنه لا يقوم بذلك من دون شروط. فالنقود وباعتبارها مقياسا للقيم وخزانة للقيم، فإن ذلك وبالتعريف يستوجب أولا توفر القيم التي ستكون موضوع قياس أو تخزين، ثم بعد ذلك توفير أو إصدار القيمة اللازمة من وحدات النقد الجديدة كخطوة ثانية.

هذه القيم الواجب توفرها كشرط للإصدار والتي تعرف أيضا بغطاء الإصدار، يمكن أن تكون قيم حقيقية، كما بالإمكان أيضا أن تكون تعهدات فقط، أي ديون. وقد حددتها المادة 38 من الأمر 10-04 المتعلق بالنقد والقرض فيما يلي:

- السبائك الذهبية والنقود الذهبية؛
- العملات الأجنبية؛
- سندات الخزينة؛
- سندات مقبولة تحت نظام إعادة الخصم أو الضمان أو الرهن.

1- السبائك الذهبية والنقود الذهبية: هو أصل حقيقي،² يصدر البنك المركزي (بنك الجزائر في حالة الجزائر) حين يحصل عليه، ما يعادل قيمته من النقود القانونية أي من الدينارات الجزائرية، لحساب المتنازل عنه. فيكون بذلك قد نُقِدَ أصلا حقيقيا. مع الإشارة إلى أنّ الذهب يمثل قوة شراء دولية. كما أنه كان يعتبر عملة دولية بشكل صريح ومباشر (نظام الذهب) حتى منتصف ثلاثينيات القرن العشرين، وبصفة غير مباشرة (نظام صرف بالذهب) حتى مطلع سبعينيات القرن العشرين.

2- العملات الأجنبية: تمثل العملات الأجنبية قوة شراء دولية. يصدر البنك المركزي (بنك الجزائر) متى كان رصيد تدفقاتها الداخلة والخارجة موجبا، نقودا قانونية جديدة، أي دينارات جزائرية، تعادل قيمتها قيمة الرصيد الموجب من تلك العملات.

فعندما يحصل مصدرا جزائريا مثلا قيمة صادراته بالعملة الصعبة (يدفعها المستورد الأجنبي)، فإنّ البنك التجاري، بنك المصدر يقوم بتحويل ذلك المبلغ من العملة الصعبة إلى البنك المركزي، حتى يصدر ما يعادله من العملة الوطنية تحول إلى حساب المصدر. والأمر كذلك أيضا عندما يقوم مستثمرا أجنبيا بتحويل

¹ - المادة 38 من الأمر رقم 10-04 المؤرخ 26 غشت 2010 المتعلق بالنقد والقرض

² - الأصل الحقيقي هو كل أصل له قيمة في حد ذاته. وهذا عكس الأصول المالية التي لا قيمة أصلية لها وإنما تستمد قيمتها من قيمة الأصول الحقيقية التي تمثلها.

أو إدخال عملات أجنبية إلى الداخل بغرض الاستثمار، حيث يقوم البنك المركزي في هذه الحالة أيضا بإصدار نقود جديدة بقيمة العملات الأجنبية التي تم إدخالها. وهكذا كلما حصل البنك المركزي على عملات أجنبية.

3- سندات الخزينة: عندما تحتاج الحكومة للسيولة لتمويل أنشطتها المختلفة، فإنها تصدر سندات (سندات الخزينة) تقدمها للبنك المركزي، فيقوم بتنقيدها، أي يقوم بإصدار ما يعادل قيمتها نقودا قانونية، أي دينارات جديدة لفائدة الخزينة، على سبيل الإقراض، تسمى تسيقات للخزينة.

فالبنك المركزي أو بنك الجزائر (في حالة الجزائر)، وباعتباره بنك الحكومة، يمنح الخزينة مكشوفات بالحساب الجاري لا يمكن أن تتجاوز مدتها الكاملة 240 يوما متتالية أو غير متتالية أثناء سنة تقويمية، وذلك على أساس تعاقدية، وفي حدود حد أقصى يعادل عشرة من المائة 10 % من الإيرادات العادية للدولة، المثبتة خلال السنة الميزانية السابقة¹. كما يمنح الخزينة العمومية بصفة استثنائية، تسيقات توجه حصريا للتسيير النشط للمديونية العمومية الخارجية².

تجدر الإشارة إلى أنّ سندات الخزينة تعد أهم أغطية الإصدار أو مقابلات الكتلة النقدية بمختلف الاقتصاديات في الوقت الراهن.

4- سندات مقبولة تحت نظام إعادة الخصم أو الضمان أو الرهن: عندما تحتاج البنوك التجارية للسيولة وتضطر لطلبها من البنك المركزي باعتباره بنك البنوك وآخر ملجأ للاقتراض، فإنها تقدم مقابل ذلك أصولا تتمثل أساسا في السندات التجارية التي تكون بحوزتها، فيقوم البنك المركزي بتنقيدها، أي يقوم بإصدار ما يعادل قيمتها نقودا قانونية، أي دينارات جديدة.

فبنك الجزائر (في حالة الجزائر) يمنح البنوك قروضا بالحساب الجاري لمدة سنة على الأكثر، يشترط أن تكون مكفولة بضمانات من سندات الخزينة أو بالذهب أو بالعملات الأجنبية أو بسندات قابلة للخصم بموجب الأنظمة المتخذة بهذا الخصوص من مجلس النقد والقرض³.

¹ - المادة 1/46 من الأمر رقم 10-04 المتعلق بالنقد والقرض، سبق ذكره

² - المادة 3/46 من الأمر رقم 10-04 المتعلق بالنقد والقرض، سبق ذكره

³ - المادة 43 من الأمر 10-04 المتعلق بالنقد والقرض، سبق ذكره

التضخم

التضخم ظاهرة اقتصادية نقدية اتفق علماء الاقتصاد والمختصون بشأنها في جميع أبعادها. اتفقوا حول تعريفها واتفقوا حول أسبابها واتفقوا حول أنواعها وتصنيفاتها، واتفقوا حول تداعياتها وانعكاساتها، واتفقوا حول سياسات وأدوات معالجتها... الخ. وهي بذلك تعد من الظواهر القليلة التي تحقق الإجماع بشأنها، ليس فقط في الجوانب سالفة الذكر، وإنما حتى في حتمية استمرارها. فرغم الإحاطة بكل جوانبها إلا أنها تبقى غير قابلة للمعالجة النهائية، تعالج في إطار التسليم باستمراريتها، شأنها في ذلك شأن المشكلة الاقتصادية.

ويرجع سبب استمرار هذه الظاهرة التي تعتبر من أبرز الظواهر الاقتصادية على الإطلاق، إلى عوامل عدة، أبرزها طبيعة النظام النقدي والمالي العالمي القائم، وطبيعة نظم التمويل المعتمدة في ظلّه. ودليل ذلك أنّه ورغم أنّ ظاهرة ارتفاع الأسعار قديمة قدم المبادلة النقدية، وهو ما يؤكده تاريخ الفكر الاقتصادي والتاريخ الإنساني عامة، غير أنّ ارتفاع الأسعار لم يتحول إلى ظاهرة مستقلة قائمة بذاتها إلاّ خلال الربع الأول من القرن العشرين، بعد انخيار نظام الذهب والتحول إلى النظام النقدي الائتماني بما أفرزه من آليات للتمويل، هذا من جهة. ومن جهة ثانية، بعد سيادة نمط الإنتاج الرأسمالي، ليس كنظام للإنتاج الحر، وإنما كنظام تسوده الممارسات الاحتكارية والمضاربات.

أولاً: مفهوم التضخم

أعطيت للتضخم تعريف عدة، أبرزها، أنه "الارتفاع المستمر في المستوى العام للأسعار." هذا التعريف، هو الأكثر استخداماً ودلالة، كونه يعرف التضخم بتوصيفه للظاهرة القائمة في حد ذاتها.¹ فعندما تأخذ الأسعار منحاً تصاعدياً، نكون أمام حالة غير عادية تخص علاقة النقود بمقابلاتها من السلع والخدمات. غير أنّ هذه الحالة غير العادية، لا تكون تضخماً، إلاّ إذا كان ارتفاع الأسعار متواصلاً وواسعاً، أي إلاّ إذا مس عدداً كبيراً من المنتجات وليس منتجاً واحداً فقط أو عدداً قليلاً من المنتجات. وهذا هو المقصود بالمستوى العام للأسعار.

فارتفاع الأسعار قد يحدث لعدة أسباب كحدوث تقطع في التمويل أو الشحن بسبب الظروف المناخية مثلاً، أو بسبب مناسبة وطنية تراجع الإنتاج واضطرب التوزيع والتمويل بسببها، أو لأسباب موسمية وغيرها

¹ - أعطيت تعريف أخرى للتضخم، منها من ركز على أسباب الظاهرة ومنها من ركز على تداعياتها. أي أنها لم تُعرف الظاهرة في حد ذاتها.

من الأسباب الظرفية أو الطارئة. كما أنّ هذا الارتفاع قد يمس منتجات معينة دون غيرها، كما قد يكون في منطقة معينة دون غيرها أيضا. إلا أنّ هذه الحالة، رغم أنّها تمثل ارتفاعا في الأسعار إلا أنّها لا تعتبر تضخما، والسبب هو أنّ هذا الارتفاع الذي عرفته أسعار بعض المنتجات قد يقابله انخفاض أسعار منتجات أخرى. كما أنّ هذه المنتجات التي ارتفعت أسعارها في منطقة ما، قد تكون أسعارها في منطقة أخرى قد انخفضت. والنتيجة في الأخير هي عدم تأثر القدرة الشرائية للمواطنين أو المستهلكين على المستوى العام. أي أنّ المستوى العام للأسعار ضل في نفس مستواه رغم الارتفاع الحاصل المشار إليه.

ما يعني أنّ ارتفاع الأسعار لا يصبح تضخما أو ظاهرة تضخمية إلا إذا صاحبه تراجع في القدرة الشرائية للمواطنين، أو بتعبير أدق تراجع في قيمة النقود. وبهذا يصبح بإمكاننا إعادة صياغة التعريف السابق للتضخم بشكل أدق كما يلي: التضخم هو "ارتفاع في المستوى العام للأسعار يقابله تراجع في قيمة النقود"

إضافة إلى هذا التعريف الأساسي للتضخم هناك تعاريف أخرى ركزت لا على توصيف الظاهرة في حد ذاتها وإنما على أسبابها وتداعياتها، من بينها:

- التضخم هو "زيادة في كمية النقود ينتج عنها ارتفاعا في المستوى العام للأسعار".

هذا التعريف ينطلق من التسليم بأنّ سبب التضخم باعتباره ارتفاعا للمستوى العام للأسعار، هو زيادة كمية النقود، وهذا الرأي يوافق تماما رأي الكلاسيكيين وتحديدًا مضمون نظرية التبادل، الذين يرجعون سبب ارتفاع المستوى العام للأسعار إلى زيادة كمية النقود.¹

- التضخم هو "تراجع القدرة الشرائية للمواطنين بسبب تراجع قيمة النقود،² تظهر في شكل ارتفاع في المستوى العام للأسعار".

هذا التعريف على غرار سابقه، لم يركز على توصيف ظاهرة التضخم في حد ذاتها وإنما ركز على تداعياتها المتمثلة في تراجع القدرة الشرائية للمواطنين.

¹ - تُرجع المدرسة الكينزية سبب التضخم إلى زيادة الطلب الكلي مقابل العرض الكلي. في حين تُرجع المدرسة النقدية سبب التضخم إلى زيادة عرض النقود من طرف السلطات النقدية.

² - يقصد بقيمة النقود أو قوتها الشرائية، عدد الوحدات من سلعة ما، التي يمكن الحصول عليها بوحدة نقدية واحدة أو بمبلغ معين من المال (ألف دينار جزائري مثلا) في فترتين زمنيتين مختلفتين. هل بقي عدد الوحدات المكتتات نفسه أم زاد أم نقص. فإذا بقي نفسه كان ذلك حسن، ودل على استقرار قيمة العملة، وإذا زاد أُعتبر ذلك جيدا ودل على تحسن قيمة العملة. أما إذا نقص، فمعنى ذلك أن قيمة العملة قد تراجعت أي تراجع قدرتها الشرائية.

لكن رغم هذا الاختلاف البسيط من حيث مدخل تعريف ظاهرة التضخم، إلا أنّ كل هذه التعاريف تصب في مقصد واحد هو ارتفاع المستوى العام للأسعار.

ثانياً: أنواع التضخم

اتفق المختصون على أنّ للتضخم عدة أنواع، تمّ تحديدها أساساً بالنظر إلى مقدار وسرعة ارتفاع المستوى العام للأسعار، أبرزها، التضخم الحقيقي، التضخم المكبوت أو الكامن، التضخم الزاحف أو التدريجي والتضخم الجامح أو المفرط.

1- التضخم الحقيقي: يعرف "كينز" التضخم الحقيقي بأنّه "الحالة التي يرتفع فيها المستوى العام للأسعار كنتيجة لعدم تجاوب العرض الكلي أو الإنتاج إيجاباً مع زيادة الطلب الكلي. أي أنّه الحالة التي لا تؤدي فيها زيادة الطلب الكلي إلى حدوث زيادة مماثلة في العرض الكلي أو في الإنتاج".¹ وهذه الحالة تكون فقط عندما يبلغ الاقتصاد الوطني حالة التشغيل الكامل أو حالة الاستخدام التام.

أي أنّ التجاوب إيجاباً مع الطلب الزائد في هذه الحالة، أي في ظل عدم وجود موارد صالحة للاستغلال جاهزة، يستوجب الامتداد لاستغلال موارد أقل جاهزة وتحمل تكاليف وأعباء إضافية لجعلها صالحة للاستغلال، وهذا ما يؤدي إلى ارتفاع تكاليف العملية الإنتاجية ومنه ارتفاع المستوى العام للأسعار.

أما في المستوى دون التشغيل الكامل، فيفترض أن تقابل كل زيادة في الطلب بزيادة مماثلة في العرض طالما كانت هناك موارد جاهزة عاطلة أو غير مستغلة، فلا ينتج عن ذلك ارتفاعاً في المستوى العام للأسعار لأنّ تكاليف الإنتاج هي نفسها لم تتغير، بل وعلى العكس من ذلك، إذ بالإمكان أن تؤدي زيادة الطلب في المستوى دون التشغيل الكامل إلى انخفاض المستوى العام للأسعار طالما أنّ تكاليف استغلال الموارد العاطلة أو الغير مستغلة (فائضة) غالباً ما تكون أقل.

2- التضخم المكبوت: يشير هذا النوع من التضخم إلى الحالة التي تكون فيها أسعار السلع ذات الاستهلاك الواسع في مستويات دون مستوياتها الحقيقية. وذلك من خلال تدخل الحكومة بجملة من الإجراءات لفائدة الفئات الضعيفة محدودة الدخل.

¹ - ناظم محمد نوري الشمري، مرجع سبق ذكره، ص 404

هذا النوع من التضخم كحالة تنظيمية أو رقابية على الأسعار، كان منتشرا بكثرة بالدول التي كانت تتبع النظام الاقتصادي الاشتراكي أو التنظيم الاقتصادي المخطط مركزيا.¹ كما نجده أيضا في وقتنا الحاضر ببعض الدول التي تعتمد سياسات للحماية الاجتماعية كالجوائز مثلا.

ويسمى هذا التضخم بالمكبوت لأنّ مستوى الأسعار السائدة غير حقيقي، كون الأسعار مقننة أو مكبوتة، وأنّه لو تم تحريرها لارتفعت إلى مستويات أعلى مقارنة بما هي عليه.

3- التضخم الزاحف: يشير هذا النوع من التضخم إلى الحالة التي يرتفع فيها المستوى العام للأسعار بمعدلات منخفضة تتراوح بين 2 % و 3 % على فترة زمنية طويلة نسبيا. بحيث لا يكون أثره المباشر على القدرة الشرائية للمواطنين أو على قيمة العملة كبيرا. وغالبا ما يظهر هذا النوع من التضخم في حالة الدول التي تتبع سياسات لتحرير الأسعار، حيث تحرص على أن يتم ذلك بشكل متدرج حتى لا يخلف ردود أفعال رافضة من طرف المواطنين، خاصة من ذوي الدخل المحدود.

4- التضخم الجامح: يعتبر التضخم الجامح أخطر أنواع التضخم، لأنّ انعكاساته السلبية على القدرة الشرائية للمواطنين وعلى مستوياتهم المعيشية تكون جد وخيمة. كما أنّه غالبا ما تتعدى تداعياته أطرها الاقتصادية، إذ كثيرا ما يتسبب الانهيار السريع للقدرة الشرائية في احتجاجات ومظاهرات غالبا ما تأخذ أبعادا سياسية خطيرة.

ويظهر هذا النوع من التضخم غالبا بالدول التي تفتقر إلى الموارد المالية وإلى مصادر الحصول عليها، فينتج عن ذلك عجوزات مستمرة في موازين مدفوعاتها، ما يضطرها للاستدانة الخارجية واللجوء إلى الإصدار النقدي بدون مقابلات أو إلى التمويل غير التقليدي مثلما يسمى. وهذه كلها عوامل ذات تأثير سلبي على القدرة الشرائية للمواطنين وعلى قيمة العملة، بحيث تظهر آثار ذلك في شكل ارتفاع متواصل وسريع وبمعدلات مرتفعة وأحيانا مرتفعة جدا في المستوى العام للأسعار.

¹ - شهد العالم أواخر ثمانينيات ومطلع تسعينيات القرن العشرين موجة كبيرة من التحول المتسارع عن هذا النظام الاقتصادي، عززها الإعلان الرسمي عن انهيار المعسكر الشرقي شهر ديسمبر من عام 1991

ومن أشد مساوئ هذا النوع من التضخم، أنه يزيد في حدة التوزيع غير العادل للثروة، فيعمق الهوة بين الفقراء الذين يزدادون فقرا وبين الأغنياء الذين يزدادون غنى. كما يتم في كثير الحالات تقلص الطبقات المتوسطة الدخل في المجتمع إن لم نقل اختفائها كلية.

ثالثا: أسباب التضخم

توافقت آراء علماء الاقتصاد بشأن أسباب التضخم وإن اختلفت في بعض الجزئيات، مشكلة نظريات أجمعت على أنّ ظاهرة ارتفاع المستوى العام للأسعار سببها عاملين اثنين، هما: زيادة الطلب الكلي وزيادة تكاليف الإنتاج.

1- التضخم الناشئ عن زيادة الطلب: تتفق الكثير من النظريات النقدية على أنّ ارتفاع المستوى العام للأسعار يفسر بوجود زيادة في الطلب لا تقابلها زيادة مماثلة في العرض. حيث كلما حدثت زيادة في الطلب دون حدوث زيادة مماثلة في العرض، نتج عن ذلك ارتفاعا في الأسعار وتقلصا في الفرق بين حجم العرض وحجم الطلب، وهكذا حتى يختفي هذا الفرق كلية عند وضع توازن جديد يتحقق عند مستوى أسعار أعلى مقارنة بمستواها السابق. ثم مرة ثانية يتحقق وضع توازن جديد عند مستوى أعلى من الأسعار بمستوى عرض وطلب أقل مما كانا عليه في السابق. ثم مرة ثالثة بنفس الشكل، وهكذا.

ويحدث هذا الأمر أو يتحقق بسبب أنّ عجز العرض عن تلبية الحاجة الكاملة للطلب الزائد، أي عندما لا يستطيع المنتجون تحقيق زيادة في العرض تعادل الزيادة الحاصلة في الطلب، يقوم المستهلكون بتقديم إغراءات للمنتجين في شكل زيادة في السعر حتى ينتجوا ويعرضوا وحدات أكثر. وفي الوقت ذاته يضطر المنتجون سعيا للاستجابة لهذا الطلب الزائد إلى استخدام عوامل إنتاج أكثر تكلفة، فينتج عن ذلك أن تزيد التكاليف الكلية للإنتاج ومنها بالنتيجة أسعار المنتجات، وهكذا. وفي مقابل هذا أي بين الإغراءات المقدمة من طرف المستهلكين المولدة لارتفاع الأسعار، وبين محاولة المنتجين الاستجابة بتحمل تكاليف إنتاج أعلى مولدة لارتفاع في الأسعار أيضا، يتراجع الطلب كل مرة بسبب تحول فئة من المستهلكين إلى طلب منتجات بديلة، لأنّ قدراتهم الشرائية لم تعد تسمح بطلب المنتج ذاته عند السعر الجديد. وهكذا يتقلص الفرق بين العرض والطلب عند كل ارتفاع في الأسعار إلى أن يتلاشى كلية عند وضع توازن جديد يكون المستوى العام للأسعار عنده أكثر ارتفاعا.

ويمكن توضيح آراء النظريات النقدية حول التضخم باعتباره ظاهرة ناتجة عن زيادة الطلب كما يلي:

1-1- التضخم من وجهة نظر النظرية الكمية للنقود: يتمثل جوهر التحليل النقدي لنظرية كمية النقود، في أنّ زيادة كمية النقود دون حدوث زيادة مماثلة في حجم الإنتاج، يترتب عنها ارتفاعا في المستوى العام للأسعار. إذ وفي ظل الفرضين الأساسيين اللذان قامت عليهما النظرية والمتمثلين في ثبات سرعة تداول النقود وكمية المبادلات، فإنّ أي زيادة في كمية النقود ستؤدي حتما إلى ارتفاع المستوى العام للأسعار. معادلة فيشر ($P = \frac{M.V}{T}$) ومعادلة مارشال ($P = \frac{M}{KY}$).

1-2- التضخم من وجهة نظر النظرية النقدية الكينزية: تربط النظرية الكينزية التضخم بفائض الطلب عند مستوى التشغيل الكامل أو الاستخدام التام. وبما أنّ كينز ينطلق من افتراض وقوع الاقتصاد بعيدا عن مستوى التشغيل الكامل، فمعنى ذلك أنّ زيادة كمية النقود من خلال الإصدار النقدي لتمويل الاستثمار، ستؤدي إلى تشغيل جزء من الطاقات أو الموارد غير المستغلة، فينتج عن ذلك زيادة في الناتج الوطني ثم في الادخار والاستهلاك، وتتوالى هذه الزيادة بفعل مضاعف الاستثمار حتى يتعادل الادخار مع الاستثمار، ويرافق ذلك تحرك الاقتصاد باتجاه التشغيل الكامل. أما ارتفاع مستوى الأسعار الذي قد يصاحب الزيادة في الطلب الناتجة عن زيادة المداخل، فهو لا يعتبر تضخما وإنما تشجيعا وتحفيزا على الزيادة في الإنتاج. وهكذا إلى أن يصل الاقتصاد إلى مستوى التشغيل الكامل، حيث تصبح كل زيادة في الطلب تولد وبشكل مباشر زيادة في المستوى العام للأسعار. أي أنّ الطلب يصبح مسببا مباشرا للتضخم بعد بلوغ الاقتصاد حالة التشغيل الكامل أو الاستخدام التام.¹

1-3- التضخم من وجهة نظر النظرية النقدية الكمية الحديثة: يعتبر النقديون التضخم ظاهرة نقدية ناتجة عن زيادة كمية النقود بمعدل يفوق معدل زيادة الناتج. وبذلك فإنّ سببه هو السياسة النقدية المتساهلة، التي نتج عنها الإفراط في إصدار النقود. حيث يؤكد النقديون أنّ النقود تعد من أهم العوامل المسؤولة على تحديد مستوى الأسعار ومستوى الناتج، وأنّ أسباب التضخم تكمن في التغيرات النقدية المرتبطة ليس فقط بزيادة كمية النقود وإنما بالأرصدة النقدية أيضا، التي يحتفظ بها الأفراد كنسبة من دخولهم النقدية.²

¹ - مروان عطون، أسعار صرف العملات، أزمنة العملات في العلاقات النقدية الدولية، دار الهدى، عين مليلة، الجزائر، ص 216

² - نفس المرجع أعلاه، ص 220

2- التضخم الناشئ عن زيادة التكاليف: ترجع بعض النظريات سبب التضخم إلى زيادة تكاليف الإنتاج، وبشكل خاص الأجور. ولأنّ الأجور ترتفع عادة في فترات التضخم، يصر بعض الاقتصاديين على أنّ ارتفاع الأجور هو الذي يدفع الأسعار نحو الارتفاع.

لقد تمت صياغة العلاقة بين الأسعار والأجور بأشكال كثيرة، من أهمها، أنّ ارتفاع الأسعار يؤدي إلى ارتفاع تكلفة المعيشة، ولأنّ معدلات الأجور ترتبط بمستوى هذه النفقات، فإنّ النقابات العمالية تطالب بزيادة الأجور، وحينما يتم ذلك، ترتفع تكاليف الإنتاج، فترتفع الأسعار، ثم الأجور، فتكالف الإنتاج، فالأجور، وهكذا. هذه النظرية ترجع ارتفاع الأجور لارتفاع الأسعار.

نظرية أخرى ترجع ارتفاع الأسعار لارتفاع الأجور. حيث تصبح العلاقة بين الأجور والأسعار على الشكل التالي: ارتفاع الأجور يؤدي إلى ارتفاع التكاليف، فترتفع الأسعار، فينتج عن ذلك ارتفاع تكلفة المعيشة، فترتفع الأجور كاستجابة لضغط النقابات العمالية، ثم التكاليف، فالأسعار، وهكذا.

وإن كان الاختلاف بين طرح النظريتين واضحاً، حيث تؤكد الأولى على مسؤولية الاحتكارات والسياسات النقدية في حدوث التضخم، وتؤكد الثانية على مسؤولية الأجور، فإنّ تحديد أسباب التضخم يقتضي التفرقة بين السبب والنتيجة. هل ارتفاع الأجور هو سبب ارتفاع الأسعار؟ وإن كان الجواب بنعم. فما هي مبررات مطالبة النقابات العمالية برفع الأجور وحصولها على ذلك فعلاً؟

وبالمقابل، هل ارتفاع الأسعار هو سبب ارتفاع الأجور؟ وإن كان الجواب بنعم، فإنّه الأكثر واقعية. لكن يبقى السؤال مطروحاً. لماذا ارتفعت الأسعار؟. والإجابة هنا بالتأكيد ستكون أسهل وأكثر اقناعاً مقارنة بالطرح الأول. وهي قدرة الاحتكارات على التحكم في الأسعار والإنتاج من جهة. ومن جهة ثانية مسؤولية السياسة النقدية.

ولفهم العلاقة بين الأسعار والأجور بشكل جيد، يستوجب الأمر إدراك ما يلي:¹

¹ - مروان عطون، مرجع سبق ذكره ص 221

- أن زيادة الأجور لا تعني حتما ارتفاع الأسعار. فارتفاع الأجور لا يؤدي إلى التضخم إذا كانت هناك زيادة في الإنتاج، وذلك لأنّ زيادة الطلب الناتجة عن زيادة الأجور يرافقها في هذه الحالة زيادة مماثلة في العرض أي في الإنتاج.

- عندما يصاحب ارتفاع الأجور انخفاض في بعض التكاليف الأخرى، كأرباح المشروعات مثلا، ففي هذه الحالة لن تؤثر زيادة الأجور على الأسعار.

- أن الأجور لا تمثل إلّا نسبة معينة من تكاليف الإنتاج. ولنفترض أنّ نسبة الأجور في تكاليف الإنتاج تساوي 50 %، ولنفترض أنّ الأسعار ارتفعت بنسبة 10 %، فإنّ الأجور سترتفع بنسبة 5 %، ما سيؤدي إلى ارتفاع الأسعار بنسبة 2.5 %، ثمّ الأجور بنسبة 1.25 %، وهكذا. أي أنّ تأثير الزيادة التي تبدأ سواء في الأسعار أو في الأجور ستتلاشى بعد فترة من الزمن، لأنّ معامل ارتباط الأسعار بالأجور أقل من الواحد الصحيح (50 % في مثالنا). بينما ظاهرة التضخم مستمرة دون توقف، ما ينفي بدرجة كبيرة مسؤولية الأجور في ظهور واستمرار التضخم.

رابعا: قياس التضخم

يعتمد في قياس التضخم على الأرقام القياسية للأسعار التي تمثل رقما نسبيا يقيس التغير الحاصل في سعر سلعة أو خدمة معينة، أو في سعر سلة من السلع والخدمات الأساسية قد يتراوح عددها بين 200 و400 سلعة وخدمة بين سنة وأخرى. ويتم الحصول على الرقم القياسي بنسبة سعر السلعة أو الخدمة أو سعر سلة السلع والخدمات في سنة المقارنة إلى سعرها في سنة الأساس، وهذا كما يلي:

$$\text{الرقم القياسي لأسعار الاستهلاك} = \frac{\text{سعر السلعة في سنة المقارنة}}{\text{سعر السلعة في سنة الأساس}} \times 100$$

فبافتراض مثلا أنّ سعر كيلوغرام واحد من اللحم سنة 2019 هو 1400 دج مقابل 1200 دج

سنة 2016، فإن معدل التضخم في هذه الحالة يحسب كما يلي:

$$\text{الرقم القياسي لأسعار الاستهلاك} = \frac{1400}{1200} \times 100 = 116.66 \%$$

أي أنّ سعر اللحم قد اتفع بين سنتي 2016 و 2019 بـ 16.6 %. أي أنّ معدل التضخم الخاص بهذه السلعة (اللحم) هو 16.6 %

خامسا: آثار التضخم

يحدث التضخم آثارا اقتصادية واجتماعية كثيرة، تتفاوت في حدة انعكاساتها السلبية باختلاف الكثير من العوامل والمتغيرات، أولها معدل التضخم ذاته، ثم طبيعة الاقتصاد متطور أو غير متطور، ومدى تطور الأنظمة النقدية والمالية بالبلد ومدى قدرتها على اتخاذ الإجراءات والتدابير ووضع السياسات النقدية والمالية القادرة على محاصرة ظاهرة ارتفاع الأسعار ومعالجة مسبباتها. ويمكن شرح بعض آثار التضخم فيما يلي:

1- إعادة توزيع الدخل الحقيقي: يتسبب التضخم في تغيير حصص فئات المجتمع من الناتج الوطني الحقيقي لفائدة فئة التجار والمنتجين والأثرياء، على حساب فئة الأجراء والموظفين ومحدودي الدخل والفقراء. وذلك لأنّ حدوث التضخم الذي يعني ارتفاع الأسعار، تقابله استجابة فورية من طرف المنتجين والتجار برفع أسعار ما ينتجونه أو يقدمونه من سلع وخدمات. في حين يتطلب ارتفاع قيمة ما يحصل عليه الأجراء والموظفين والمتقاعدين وغيرهم، من أجور وغيرها من المداخل، مدة زمنية غالبا ما تكون طويلة، يتوقف طولها الذي غالبا ما يتجاوز السنة والسنتين على قدرة النقابات العمالية على المفاوضة مع الحكومة ومع أرباب العمل. كما تتوقف بالنسبة للعاملين في غير القطاع الخاص على الوضع المالي للحكومة، أي على مدى توفرها على الموارد المالية اللازمة لرفع الأجور. وخلال هذا الفارق الزمني بين ارتفاع الأسعار وتحسن مداخل العمال والأجراء، يحقق المنتجون والتجار والأثرياء عامة، مداخل إضافية مقتطعة في الحقيقة من حصة الفئات المتضررة من ارتفاع الأسعار أو من التضخم. وهو ما يساهم مع الوقت ومع تكرار ظاهرة ارتفاع الأسعار في تركز الثروة وانحصارها في يد فئة قليلة من أفراد المجتمع، هي فئة المنتجين والأثرياء.

2- إعادة توزيع الثروة: يعتبر أثر التضخم على توزيع الثروة امتدادا لأثره على إعادة توزيع الدخل الحقيقي. وذلك أنّه يؤدي مع الوقت إلى تركز الثروة أكثر وانحصارها في يد فئة الأثرياء على حساب الفئات الوسطى.

فعندما ترتفع الأسعار، غالبا ما يقوم الملاك من الفئات المتوسطة والفقراء ممن يمتلكون بعض العقارات، كالأراضي أو السكنات، ببيع عقاراتهم لتدبير أمورهم من جهة، ومن جهة أخرى للاستفادة من الزيادة التي حصلت في الأسعار. وطبعاً فإنّ المشترون سيكونون الأثرياء. فيزيد بذلك تحول وتركز الممتلكات والعقارات والثروة بصفة عامة في يد هذه الفئة. هذا من جهة. ومن جهة ثانية فإنّ تركز الثروة في يد الأثرياء يكون من خلال الفارق الكبير الذي غالبا ما يظهر بين نسبة ارتفاع الأسعار أي معدل التضخم وبين نسبة ارتفاع أسعار العقارات والممتلكات التي يحوزها الأثرياء. حيث غالبا ما ترتفع أسعار العقارات بأضعاف معدل

التضخم أي بأضعاف النسبة التي ارتفعت بها الأسعار، فتعظم بذلك ثرواتهم أكثر. ورغم أنّ الملاك من الفئات المتوسطة الذين باعوا ما كانوا يمتلكونه من أراض أو مساكن قد استفادوا من ارتفاع أسعار العقارات شأنهم في ذلك شأن الأثرياء، غير أنّ بساطة ما يمتلكونه من حيث القيمة يجعل طبقة الأثرياء هي الأكثر استفادة من التضخم الذي يزيد الأغنياء غنا ويزيد الفقراء فقرا.

3- اختلال هيكل الإنتاج: ينتج عن إعادة توزيع الدخل الحقيقي والثروة داخل المجتمع بشكل غير متكافئ، آثارا كبيرة على النشاط الاقتصادي، تظهر في اختلال هيكل الإنتاج. حيث تفقد قطاعات النشاط المختلفة توازنها النسبي من حيث مساهمتها في إجمالي الناتج الوطني، وذلك لأنّ إعادة التوزيع غير المتكافئ الذي حصل، ينتج عنه زيادة الطلب على الصناعات الاستهلاكية والغذائية في شكل زيادة ما يخصص من الدخل للإنفاق على هذا النوع من السلع، فتتوسع أكثر أنشطة الإنتاج والاستثمار في هذا القطاع نظرا لارتفاع أرباحها بمعدلات تفوق غالبا معدلات التضخم. وهو ما يساهم بشكل مباشر في تطور هذا القطاع.

كما ينمو قطاع الخدمات بمعدلات كبيرة جدا بسبب التزايد الكبير للأرباح بمعدلات تفوق معدلات التضخم بأضعاف كثيرة، فيزيد الطلب على الأنشطة التجارية والخدمية على حساب الأنشطة الصناعية، حيث يترك الكثير من الصناعيين الأنشطة الإنتاجية ويتحولون إلى المضاربة في العقارات والإتجار في الاستيراد.

أما الصناعات الثقيلة فتراجع أرباحها بشكل كبير بسبب ارتفاع تكاليف الإنتاج، ما يؤدي إلى تراجع أنشطتها الإنتاجية وتباطؤ نموها مقارنة بالصناعات التحويلية.

والنتيجة النهائية لكل هذه التحولات الناجمة عن التضخم، هي تشوه هيكل قطاعات النشاط الإنتاجي، بحيث يتركز النشاط الإنتاجي في قطاع التجارة والخدمات على حساب قطاعات الإنتاج الحقيقي.¹

4- تراجع القيمة الحقيقية للنقود في التداول: التضخم مثلما سبق وأشرنا هو ارتفاع المستوى العام للأسعار. وهذا معناه تراجع القيمة الحقيقية للنقود في التداول. فالشخص الذي يحتفظ بمبلغ مليون دينار جزائري على مستواه في صورته السائلة أي كنقد ورقي لمدة خمسة سنوات مثلا، وحدث وارتفع معدل التضخم

¹ - على كنعان، النقود والصيرفة والسياسة النقدية، ص 265

كمتوسط خلال تلك الفترة، أي خلال الخمسة سنوات بمعدل 3 %، فمعنى ذلك أنّ ذلك الشخص قد فقد ما قيمته 15 % من القيمة الحقيقية للمبلغ الذي بحوزته.

أي أنّ هذا الشخص وإن كانت القيمة الاسمية للمبلغ الذي يحتفظ به باقية على حالها ولم تتغير، أي واحد مليون دينار جزائري، إلّا أنّها كقيمة حقيقة قد تراجعت بـ 15 % عن قيمتها التي كانت عليها قبل خمسة سنوات. بمعنى آخر أنّ المبلغ المحتفظ به صار يعادل سبعة مائة وخمسون ألف دينار جزائري فقط مقارنة بقيمته الحقيقية منذ خمسة سنوات. ما يعني أنّ مبلغ المليون دينار جزائري لم يعد يمكن من الحصول إلّا على ما يعادل 75 % من السلع والخدمات مقارنة بما كان يمكن من الحصول عليها من نفس المنتجات قبل خمسة سنوات.

وتتعرض للتراجع في القيمة حتى الأموال المحتفظ بها في شكل ودائع، لكن بنسبة أقل مقارنة بالحالة الأولى. حيث تتراجع قيمتها بمقدار الفارق بين أسعار الفائدة ونسبة الزيادة الحاصلة في معدل التضخم فقط.

5- تراجع المستوى المعيشي للموظفين والأجراء واشتداد فقر الفقراء: تتأثر فئة الأجراء والموظفين وذووا الدخل المحدود بالتضخم بشكل فوري ومباشر، وذلك بسبب تراجع قدراتهم الشرائية، أي تراجع القيمة الحقيقية لما يحصلون عليه من مداخيل. فبما أنّ القدرة الشرائية يعبر عنها بمقلوب السعر أي $\frac{1}{P}$ ، فمعنى ذلك أنّ أي ارتفاع في الأسعار بأي نسبة كانت، سيؤدي إلى تراجع في القدرة الشرائية للأشخاص بنفس النسبة. ولأنّ زيادة الأجور غالبا ما تأتي متأخرة جدًا عن ارتفاع الأسعار، كما أنّها غالبا ما لا تكون بنفس النسبة التي ارتفعت بها الأسعار، فذلك يولد مع الوقت في المدى الطويل تراجعاً في المستوى المعيشي للموظفين والأجراء، لأنّ التضخم مثلما سبق الإشارة يؤدي إلى إعادة توزيع المداخيل لصالح التجار والمنتجين، ويولد اشتداد فقر الفقراء أكثر.

سادسا: سياسات وإجراءات مواجهة التضخم

نشير في البداية إلى أنّ ارتفاع الأسعار بمعدلات بسيطة سواء على المستوى الكلي أو على المستوى القطاعي يعتبر محمودا. فحين يكون في حدود 1.0 % أو 1.5 %، وحتى 2.0 %، فإنّ أثره يكون موجبا وليس سلبا. لأنّ ارتفاع الأسعار بهذا المستوى يعتبر عامل تحفيز وإغراء للمنتجين وأصحاب رؤوس الأموال للتوسع أكثر في الإنتاج والاستثمار. فيزيد بذلك الإنتاج وتزيد الحاجة إلى يد عاملة إضافية فتتراجع معدلات البطالة ويزيد العرض ويتراجع المستوى العام للأسعار ويتحسن المستوى المعيشي للمواطنين.

لكن حين ترتفع الأسعار بمعدلات عالية، فذلك يصبح عامل تحديد للاستقرار الاقتصادي والاجتماعي للبلد، فتدخل الحكومات من خلال هيئاتها المعنية باتخاذ الإجراءات والتدابير وبوضع السياسات اللازمة لمحاصرة الظاهرة والعودة بالقدرة الشرائية إلى وضعها التوازي. ومن أهم ما يعتمد في ذلك، أدوات السياسة النقدية وأدوات السياسة المالية.

1- السياسة النقدية: أجمعت أغلب النظريات النقدية على أنّ أسباب التضخم تعود في الأساس إلى السياسة النقدية التوسعية المتساهلة وما يترتب عنها من إفراط في الإصدار النقدي، سواء من قبل البنك المركزي أو من قبل البنوك التجارية، بحيث تصبح كمية النقود المتداولة أكبر من حاجة النشاط الاقتصادي. ولذلك فإن مواجهة التضخم تقتضي سحب الفائض من النقود في التداول، باعتماد سياسة نقدية انكماشية، وهذا كما يلي:

1-1- رفع سعر إعادة الخصم: يعرف سعر إعادة الخصم على أنّه سعر الفائدة الذي يقرض مقابلته البنك المركزي البنوك التجارية. سواء قروض حقيقية مباشرة أو قروض مقابل إعادة خصم ما لديها من أوراق تجارية. وعندما يلاحظ البنك المركزي أنّ المستوى العام للأسعار يشهد ارتفاعاً، فإنّه يقوم برفع سعر إعادة الخصم من أجل ثني البنوك التجارية عن الاقتراض منه بسبب ارتفاع تكلفة القروض التي صار يقدمها، فتراجع البنوك التجارية عن الاقتراض منه، وتراجع بذلك قدرتها على الإقراض، فترتفع أسعار فائدة القروض التي تقدمها للاقتصاد، فيتراجع مستوى الاقتراض من البنوك التجارية ويتراجع حجم النقود في التداول ويتراجع الطلب وتستقر الأسعار في المستوى الذي هي عليه أو تتراجع دونه.

1-2- نزول البنك المركزي إلى السوق المفتوحة بائعاً لما لديه من سندات: حين يلاحظ البنك المركزي أنّ المستوى العام للأسعار يأخذ منحاً تصاعدياً، فإنه ينزل بائعاً لما لديه من سندات. وحين تشتري البنوك التجارية هذه الأخيرة (السندات) تنخفض أرصدها لدى البنك المركزي ومنه انخفاض قدرتها على تقديم القروض. فينتج عن ذلك ارتفاع أسعار الفائدة، وبالتالي انخفاض طلب الأشخاص على الاقتراض من البنوك التجارية، ومنه انخفاض حجم القروض التي تقدمها البنوك، وبالتالي انخفاض كمية النقود في التداول ومنه تراجع مستوى الطلب واستقرار المستوى العام للأسعار أو تراجعها إلى مستوى دون الذي هو عليه.

1-3- رفع معدل الاحتياطي الإجباري أو القانوني: يمثل معدل الاحتياطي الإجباري النسبة المئوية من إجمالي الودائع لدى البنوك التجارية والتي عليها إيداعها أو الاحتفاظ بها لدى البنك المركزي إلزاماً. بحيث عندما يلاحظ البنك المركزي أنّ المستوى العام للأسعار يأخذ منحاً تصاعدياً، يقوم بالرفع في معدل الاحتياطي الواجب

على البنوك التجارية الاحتفاظ به لديه في شكل سائل من مجموع الودائع لديها. فينتج عن ذلك أن تتراجع قدرتها على الإقراض، كما ترتفع أسعار فائدة القروض التي تقدمها فيتراجع طلب المتعاملين على الاقتراض بسبب ذلك، أي بسبب ارتفاع أسعار الفائدة، وبالنتيجة تراجع حجم السيولة في التداول وتراجع حجم الطلب، ومنه استقرار المستوى العام للأسعار في المستوى الذي هو عليه، أو تراجعها إلى ما دون ذلك.

2- السياسة المالية: بالموازاة مع الطرح السابق الذي أجمعت حوله الكثير من النظريات النقدية المتمثل في التركيز على أدوات السياسة النقدية لمواجهة التضخم، يرى "كينز" وأنصار المدرسة الكينزية بأهمية الاستعانة بأدوات السياسة المالية لزيادة فعالية السياسة النقدية في تحقيق هدف التحكم في الأسعار دون المساس أو الإخلال ببعض أهداف السياسة الاقتصادية الأخرى. حيث تعتمد السياسة المالية على أداتين رئيسيتين تتمثلان في الإنفاق الحكومي والضرائب.

2-1- الإنفاق الحكومي: تستخدم هذه الأداة في مواجهة التضخم من خلال تقليل حجم النفقات العامة ومنه الحد من حجم الطلب، وبالتالي تراجع المستوى العام للأسعار، أو على الأقل استقرارها في المستوى الذي هي عليه. هذا من جهة. ومن جهة ثانية وهو الأهم، أنّ أداة الإنفاق الحكومي تستهدف بشكل دقيق تقليص عجز الميزانية العامة للدولة أو القضاء عليه كلية، ومن ثم تفادي اللجوء إلى الإصدار النقدي الذي غالبا ما يكون هو الملجأ لتغطية العجز الحاصل في الإيرادات. وبعدم اللجوء إلى الإصدار النقدي، فهذا سيحول دون زيادة حجم النقود في التداول ومنه تفادي حدوث ارتفاع في المستوى العام للأسعار. أي ضمان استقرار الأسعار في المستوى الذي هي عليه.

2-2- الضرائب: تستخدم الضرائب في مواجهة التضخم من خلال، إما استحداث ضرائب جديدة أو من خلال رفع معدلات الضرائب الموجودة. والهدف في كلتا الحالتين هو امتصاص أو سحب جزء من السيولة في التداول، أو الحد من قدرة الأشخاص الطبيعيين والمعنويين على الطلب. ومن شأن ذلك طبعا المساعدة على بقاء الأسعار في مستواها الذي هي عليه، ولما لا تراجعها.

وتجدر الإشارة هنا إلى أنّ أداة الضريبة تستخدم في إطار السياسة المالية، ليس فقط لاستهداف معدل التضخم وبشكل مباشر، وإنما من خلال استهداف تصحيح خلل توزيع المداخيل والثروة التي أحدثتها التضخم ولو نسبيا.

الجهاز المصرفي الجزائري

ورثت الجزائر غداة استقلالها عن المستعمر الفرنسي، جهازا مصرفيا واسعا، زاد عدد مؤسساته عن الخمسة والعشرين 25 مؤسسة. غير أنه استمر في خدمة المصالح الاقتصادية الفرنسية، باقتضاره فقط على تمويل أنشطة تصدير بعض المنتجات التي تحتاجها السوق الفرنسية، كالخمور والحمضيات، وامتناعه عن تمويل أي أنشطة إنتاج وطنية، بحجة عدم وجود الضمانات الكافية.

هذا الوضع جعل السلطات الجزائرية تعجل ببسط سيادتها على كل المؤسسات والأجهزة الموروثة عن المستعمر الفرنسي، وفي مقدمتها المنظومة البنكية، حرصا على عدم تعطل مصالح الجزائريين من جهة، ولفك الارتباط عن سلطة استدمارية من جهة ثانية.

حيث تم في هذا الإطار، تأسيس البنك المركزي الجزائري في شهر ديسمبر عام 1962، أي بعد خمسة أشهر من الاستقلال، بموجب القانون رقم 62-144 مؤرخ في 13-12-1962. كما تم إنشاء العملة الوطنية- الدينار الجزائري¹ عام 1964، على أساس غطاء ذهبي يعادل 0.18 غرام من الذهب النقي للدينار الواحد، أي بنفس قيمة الفرنك الفرنسي لعام 1958، مع الاستقلال الكامل للإصدار النقدي والائتمان.² كما تم تأسيس الصندوق الجزائري للتنمية عام 1963 والصندوق الوطني للادخار والاحتياط عام 1964. وكل هذا قبل التأميم الذي تم عام 1966.³

بعد هذه الإجراءات الاستعجالية، واصلت السلطات الجزائرية في إطار توجهات اقتصادية تنموية واضحة ومضبوطة، جهود بناء جهازا مصرفيا قادرا على مرافقة الجهود التنموية، وقادرا على مسايرة التطورات الاقتصادية محليا، أي في الداخل، وعلى المستويين الإقليمي والدولي. الجهاز المصرفي الجزائري، من أول خطوات الإنشاء حتى يومنا هذا، نتعرف عليه من خلال النقاط الثلاثة التالية:

- أولى خطوات بناء جهاز مصرفي وطني جزائري مستقل؛

- إصلاحات الجهاز المصرفي الجزائري؛

- بنية الجهاز المصرفي الجزائري.

¹ - "الدينار" تعريب للكلمة اليونانية "ديناريون" وتعني القطعة المعدنية.

² - تم إصدار أول عملة جزائرية عام 1835 من طرف الأمير عبد القادر، حيث قام بإصدار وحدتين نقديتين من الفضة، وحدة أسمها "المحمدية" والثانية أسمها "الدورو".

³ - شاكر القزويني، محاضرات في اقتصاد البنوك، مرجع سبق ذكره، ص 56

أولاً: أولى خطوات بناء جهاز مصرفي وطني جزائري مستقل

سارعت السلطات الجزائرية عقيب الاستقلال مباشرة إلى بسط سيادتها على المنظومة المالية والبنكية من خلال تأسيس الخزينة العمومية¹ والبنك المركزي الجزائري، وتأسيس الصندوق الجزائري للتنمية والصندوق الوطني للادخار والاحتياط، وإنشاء العملة الوطنية (الدينار الجزائري)، ثم وكخطوة أخيرة من خلال تأميم كل البنوك والمنشآت المصرفية الموروثة عن المستعمر الفرنسي.

1- تأسيس البنك المركزي الجزائري: تم تأسيس البنك المركزي الجزائري بتاريخ 13 ديسمبر عام 1962، بموجب القانون رقم 62- 144 المؤرخ في 13- 12- 1962. حيث تكفل في البداية بوضع حد لاستنزاف وتحويل الأموال إلى الخارج،² وبأداء رفقة الخزينة العمومية دور البنوك التجارية،³ من خلال تقديم القروض وتمويل مختلف الأنشطة الإنتاجية الوطنية، ليتكفل تدريجياً وشيئاً فشيئاً مع الوقت بأداء وظائفه الأساسية المتمثلة في الإصدار النقدي والرقابة على الائتمان وإعادة الخصم وغيرها.

2- تأسيس البنوك التجارية (بنوك الودائع): كانت البداية بتأسيس بنكين هما: الصندوق الجزائري للتنمية والصندوق الوطني للتوفير والاحتياط، كخطوة أولى استعجالية لبسط السيادة. ثم أتبع ذلك بتأسيس بنوك أخرى، سنأتي على ذكرها لاحقاً.⁴

2-1- الصندوق الجزائري للتنمية: تم تأسيس هذا البنك بموجب القانون رقم 63- 165 المؤرخ في 07- 05- 1963، كبنك للتنمية متخصص بتمويل تكوين وتحديد رأس المال الثابت.⁵ لتزداد أهميته بداية من عام 1967 بعد الشروع في تنفيذ خطط التنمية الوطنية وسيطرة الدولة على القطاعات الرئيسية للنشاط الاقتصادي وبداية تأسيس الشركات الوطنية الكبرى. حيث كانت معظم قروضه موجهة لتمويل المشاريع الصناعية والسياحية المقررة في المخطط الثلاثي للتنمية 1967- 1969، ثم المقررة في المخطط الرباعي 1970- 1973.⁶

¹ - تم تأسيس الخزينة العمومية الجزائرية ابتداء من 29 أوت عام 1962، من خلال فصلها عن الخزينة الفرنسية.

² - قُدرت قيمة الأموال التي استنزفتها سلطات الاستعمارية الفرنسية حين طردها من الجزائر، شهر جويلية من عام 1962، مائة وثلاثون 130 مليار فرنك فرنسي. ميثاق الجزائر 1964، ص 101

³ - اضطر لذلك بسبب امتناع البنوك الفرنسية التي كانت بالجزائر عن تمويل أي أنشطة وطنية جزائرية

⁴ - هذه البنوك هي: البنك الوطني الجزائري في جوان 1966، القرض الشعبي الجزائري في ماي 1967، بنك الجزائر الخارجي في أكتوبر 1967، بنك الفلاحة والتنمية الريفية في مارس 1982 وبنك التنمية المحلية في أبريل 1985.

⁵ - تم في عام 1771، تغيير اسمه من "الصندوق الجزائري للتنمية" إلى "البنك الجزائري للتنمية".

⁶ - شاعر القزويني، مرجع سبق ذكره، ص 63

2-2- الصندوق الوطني للتوفير والاحتياط: تم تأسيس هذا البنك بموجب المرسوم رقم 64-227

المؤرخ في 10-08-1964، كبنك متخصص في جمع وتعبئة المدخرات الفردية. وفي عام 1971 أصبح بنكا للسكن، يشارك في مختلف برامج الإسكان الاجتماعي ويقرض الهيئات المحلية من أجل البناء ويقدم قروضا سكنية لفائدة التعاونيات والأفراد لبناء أو لشراء مسكن جديد أو لتوسعة وتحديث مسكن. كما أصبح يقدم قروضا لأصحاب المهن قصد بناء أو شراء أو توسعة محلاتهم بداية من عام 1982.

3- تأميم البنوك الأجنبية: قررت السلطات الجزائرية عام 1966 تأميم كافة البنوك والمؤسسات المصرفية الأجنبية التي كانت عاملة بالجزائر، على خلفية تقاعسها وامتناعها عن تمويل أنشطة الإنتاج والاستثمار الجزائرية، مقتصرة مثلما سبقت الإشارة على تمويل عمليات التجارة الخارجية فقط، وتحديدًا منها تمويل صادرات الحمضيات ومنتجات الخمر نحو فرنسا.

حيث اعتبر هذا القرار، خطوة بارزة نحو بناء جهاز مصرفي جزائري وطني، يعمل على تعبئة الادخار ويعمل التنمية. حيث كانت نتيجة ذلك أن تم تأسيس ثلاثة بنوك هي: البنك الوطني الجزائري، القرض الشعبي الجزائري وبنك الجزائر الخارجي.

3-1- البنك الوطني الجزائري: تم تأسيس هذا البنك بتاريخ 13 جوان 1966، ليحل محل خمسة بنوك فرنسية، هي: القرض العقاري الجزائري التونسي، القرض الصناعي والتجاري، البنك الوطني للتجارة والصناعة- إفريقيا، بنك باريس وهولندا ومكتب معسكر للخصم. وباعتباره بنكا تجاريا، فقد تمثلت مهامه في تلقي الودائع وتقديم القروض قصيرة ومتوسطة الأجل، في مختلف المجالات؛ الزراعة، الصناعة، الإسكان والتجارة الخارجية.¹

3-2- القرض الشعبي الجزائري: تم تأسيس هذا البنك بتاريخ 14 ماي 1967، ليحل محل خمسة بنوك فرنسية هي: القرض الشعبي للجزائر- وهران، قسنطينة وعنابة، الصندوق المركزي الجزائري للقرض الشعبي، شركة مرسيليا للقرض، المؤسسة الفرنسية للقرض والبنك المختلط الجزائر- مصر.² وباعتباره بنكا تجاريا فقد تمثلت مهامه في تلقي الودائع وتقديم القروض قصيرة، متوسطة وطويلة الأجل، في مجالات النشاط

¹ - أنظر شاكر القزويني، مرجع سبق ذكره، ص 156

² - نفس المرجع أعلاه، ص 156

المختلفة، كالبناء والسياحة والصيد البحري والتجارة وغيرها. كما تكفل بتقديم سلفيات للمجاهدين لأجل بناء مسكن أو لاقتناء سيارة جديدة. إضافة إلى أدائه دور الوساطة في العمليات المالية للإدارات الحكومية.

3-3- بنك الجزائر الخارجي: مثل تأسيس هذا البنك آخر حلقات التأميم المصرفي، وكان ذلك بتاريخ 01 أكتوبر 1967، ليحل محل خمسة بنوك فرنسية، هي: القرض الليوني، المؤسسة العامة، قرض الشمال، البنك الصناعي للجزائر والوسط وبنك باركلايز.¹ وقد تكفل بتمويل عمليات التجارة الخارجية من خلال تقديم اعتمادات للمستوردين وتقديم ضمانات للمصدرين، وكل هذا من أجل دعم المنتجين الجزائريين وتعزيز تواجدهم بالسوق الدولية، من خلال مرافقتهم بتوفير الضمانات التي تؤمن وتسهل تصدير منتجاتهم.

وفي عام 1970 اتسعت مهامه أكبر، بحيث صار يمسك حسابات المؤسسات والشركات الوطنية الكبرى؛ مثل سوناطراك ونفطال، وغيرها في مجالات النشاط المختلفة كالتعدين والبتروكيماويات والبناء والنقل البحري. كما صار هو من يمددها بالقروض التي تحتاجها لتمويل مختلف عملياتها.

ثانيا: إصلاحات الجهاز المصرفي الجزائري

تميز التنظيم البنكي والمصرفي الجزائري عقيب الاستقلال بحالة من التداخل الشديد في الصلاحيات، والتعارض الكبير بين نظم وأساليب التمويل المعتمدة والتوجه التنظيمي العام الاقتصادي والمالي للجزائر المستقلة. وقد كان هذا أمرا عاد حينها، لأن تركيز السلطات الجزائرية حين ذاك كان منصبا على بسط السيادة على القطاع البنكي والمصرفي ووقف نزيف الأموال إلى الخارج وضمان تمويل أنشطة الإنتاج والاستثمار الوطنية، أكثر من تركيزها على البعد التنظيمي. ما استوجب بعد استقرار الأوضاع والتحكم فيها جيدا، وبعد الفصل في الخيارات والتوجهات الاستراتيجية التنموية والتنظيمية إجراء بعض الإصلاحات التي استهدفت تحديدا ضبط العلاقة بين الخزينة العمومية والبنك المركزي من جهة، وبين الخزينة العمومية والبنوك التجارية من جهة ثانية. هذه الإصلاحات تبعثها إصلاحات أخرى أكثر عمقا استهدفت تحسين أداء الجهاز المصرفي الجزائري لجعله قادرا على مسايرة التطورات الحاصلة في الداخل بمواكبة التطورات التي يعرفها الاقتصاد الوطني، سواء من حيث التنظيم أو من حيث الأداء من جهة، وقادرا على مسايرة التطورات الحاصلة على المستوى الإقليمي والدولي من جهة ثانية.

¹ - شاعر الفزوني، مرجع سبق ذكره، ص 156

الإصلاحات التي عرفها الجهاز المصرفي الجزائري نقسمها على فترتين؛ إصلاحات ما قبل عام 1990، أو ما قبل صدور القانون 90-10 المتعلق بالنقد والقرض. وإصلاحات ما بعد صدور هذا القانون، أي القانون 90-10 المتعلق بالنقد والقرض.

1- إصلاحات الجهاز المصرفي الجزائري من مطلع السبعينيات حتى عشية صدور القانون 90-10

عرف التنظيم البنكي والمصرفي الجزائري خلال هذه الفترة ثلاثة محطات إصلاح، هي: إصلاحات عام 1971، إصلاحات عام 1986 وإصلاحات عام 1988.

1-1- إصلاحات عام 1971: جاءت هذه الإصلاحات كخطوة أساسية لتكريس الخيارات والتوجهات التنموية والتنظيمية للجزائر المستقلة في جانبها المالي والتمويلي. إذ ومثلما سبقت الإشارة، فإنه وبسبب الاختلال الكبير الذي ميز منظومة التمويل خلال الفترة التي أعقبت الاستقلال مباشرة، فقد اعتبرت هذه الإصلاحات خطوة حتمية آنذاك، استهدفت أمرين: الأول عملي تنظيمي، خص إعادة ضبط وتنظيم منظومة التمويل لجعلها قادرة على تلبية الاحتياجات التمويلية للاقتصاد الوطني. والثاني استراتيجي، استهدف تكيف نظام التمويل مع الخيارات والتوجهات التنموية والتنظيمية للجزائر المستقلة، من خلال إقرار خيار التخطيط والتنظيم المركزيين للشأن المالي والتمويلي للاقتصاد الوطني.

حيث تم من خلال هذه الإصلاحات، تحديد طرق وآليات تمويل الاستثمارات العمومية، بالاعتماد على:¹

- القروض البنكية متوسطة الأجل، من خلال إصدار سندات قابلة لإعادة الخصم لدى البنك المركزي؛
- القروض طويلة الأجل، تمنحها مؤسسات مالية متخصصة، كالبنك الجزائري للتنمية؛ يكون مصدرها الإيرادات الجبائية وموارد الادخار المعبأ من طرف الخزينة، الذي أسند تسييره لهذه المؤسسات المالية المتخصصة؛
- التمويل عن طريق القروض الخارجية المكتتبة من طرف الخزينة العمومية والبنوك التجارية والمؤسسات.

حيث يتم التمويل البنكي للمؤسسات العمومية من خلال قيام هذه الأخيرة بتوطين كل عملياتها المالية في بنك واحد حتى يتسنى متابعة ومراقبة التدفقات النقدية لتلك المؤسسات. وتمنح البنوك قروض الاستثمار

¹ - الطاهر لطرش، مرجع سبق ذكره، ص 325

للمؤسسات العمومية التي حظيت بتسجيل مشروعها في خطة التمويل التي يحضرها البنك الجزائري للتنمية. بالمقابل تتكفل البنوك التجارية بمنح قروض الاستغلال بعد حصولها من المؤسسة المعنية على مخطط سنوي تقديري للتمويل.

1-2- إصلاحات عام 1986: تقرر هذه الإصلاحات على ضوء الانعكاسات السلبية لأزمة أسعار النفط العالمية على الموارد المالية لخزينة الدولة وعلى قدراتها التمويلية، التي أسفرت عن توقف الكثير من المشاريع التنموية بسبب شح التمويل. هذه الحالة استوجبت إجراء جملة من الإصلاحات الاقتصادية، مست في جانب منها منظومة التمويل من خلال إصدار القانون 86-12 الصادر بتاريخ 19 أوت 1986 المتعلق بنظام البنوك والقرض.

ويتمثل أهم ما جاء به القانون 86-12، أنه ضبط وحدد بشكل واضح مهام ومعلم الجهاز المصرفي، المتكون من مستويين من المؤسسات:¹

- المستوى الأول ممثلا في البنك المركزي، الذي استعاد مهامه ووظائفه الأساسية باعتباره بنكا للدولة وعونا ماليا لها، ومسؤولا عن توفير ظروف استقرار العملة وحسن سير المنظومة المصرفية، ومسؤولا على الخصوص عن تسيير أدوات السياسة النقدية وتحديد الحدود القصوى لعمليات إعادة الحسم المخصصة لمؤسسات القرض.²

- المستوى الثاني ممثلا في مؤسسات القرض (البنوك) بنوعيتها؛ مؤسسات القرض ذات الصبغة العامة (البنوك التجارية)، ومؤسسات القرض المتخصصة (البنوك المتخصصة). التي تستخدم جميع الأدوات التي تسمح بتحويل الأموال من شخص إلى آخر حسب العرف المصرفي مهما يكن سندها أو الأسلوب التقني الذي يتبع فيها. كما تسيير جميع الودائع الادخارية حسب الشروط المقررة لهذا الغرض.³

إذ وبموجب هذا القانون، أصبح الجهاز المصرفي يتمتع بنوع من الاستقلالية، وذلك بالنظر إلى المهام التي أوكلت له من جهة، وبالنظر من جهة ثانية إلى تقليص دور الخزينة في منظومة التمويل.

¹ - المادة 14 من القانون 86-12 مؤرخ في 12 أوت 1986، يتعلق بنظام البنوك والقرض

² - المادة 19 من القانون 86-12، سبق ذكره.

³ - المادة 21 من القانون 86-12، سبق ذكره

حيث نصت المادة 22 من القانون 86-12 أنه "لا يمكن أن يقوم اعتياديا بالعمليات المصرفية إلا البنوك ومؤسسات القرض المتخصصة فيما يعنيه الأشخاص المعنويون المرخص لهم بذلك صراحة عن طريق التنظيم".

كما نصت المادة 23 من القانون 86-12 أنه "يمكن للخرينة العمومية والمصالح المالية التابعة لإدارة البريد والمواصلات أن تقوم ببعض العمليات المصرفية طبقا للنصوص التشريعية والتنظيمية الخاصة بها".

1-3- إصلاحات عام 1988: جاءت الإصلاحات المصرفية لعام 1988، تعزيزا للإصلاحات التي جاء بها القانون 86-12 المتعلق بنظام البنوك والقرض وسعيا إلى مواجهة التحديات التي فرضها تراجع أسعار النفط في السوق الدولية، بما كان لها من انعكاسات سلبية على أداء الاقتصاد الوطني. وهو ما تم بإصدار القانون 88-06 المؤرخ في 12 جانفي سنة 1988 يعدل ويتمم القانون رقم 86-12 المؤرخ في 19 أوت سنة 1986 المتعلق بنظام البنوك والقرض.

ويتمثل جوهر ما جاء به القانون 88-06 من إصلاح، أنه عزز استقلالية المؤسسات المصرفية، بموجب المادة 2 منه، المعدلة للمادة 15 من القانون 86-12 المتعلق بنظام البنوك والقرض، التي نصت على: "البنك المركزي ومؤسسات القرض مؤسسات عمومية اقتصادية، تتمتع بالشخصية المعنوية والاستقلال المالي، وتقوم بمقتضى وظيفتها الاعتيادية بالعمليات المصرفية". ما يعني أنّ المؤسسات المصرفية أصبحت بموجب هذا القانون حرة و/أو مطالبة بإدارة عملياتها وفقا لضوابط الممارسة الاقتصادية، التي تحكمها متغيرات الربحية، التكلفة والعائد فقط.

كما عزز هذا القانون دور البنك المركزي أكثر فيما يخص وظيفته الرقابية على الائتمان وتسييره لأدوات السياسة النقدية. وهذا من خلال المادة 3 منه، المعدلة للفقرة الأخيرة من المادة 19 من القانون 86-12 المتعلق بنظام البنك والقرض، التي نصت على: "...يتولى (البنك المركزي) على الخصوص تسيير أدوات السياسة النقدية، بما فيها تحديد شروط البنوك ومنها تحديد الحدود القصوى لعمليات إعادة الخصم المخصصة لمؤسسات القرض مع احترام مبادئ المجلس الوطني للقرض".

من خلال هذه المادة وتحديدًا من خلال الجملة "...تحديد شروط البنوك..." يكون هذا القانون قد أعطى للبنك المركزي سلطة رقابية أكبر على النشاط الائتماني للبنوك وعزز دوره في توفير ظروف استقرار قيمة العملة الوطنية وحسن سير المنظومة المصرفية.

كما صار بإمكان مؤسسات القرض والمؤسسات المالية التي لا تكتسي الطابع المصرفي أن تصدر اقتراضات متوسطة وطويلة الأجل من الجمهور عبر التراب الوطني. كما بإمكانها أيضا تعبئة مساهمات ذات مصدر خارجي.¹

2- إصلاحات الجهاز المصرفي الجزائري بعد صدور القانون 90-10

رغم الإصلاحات سالفة الذكر التي عرفها الجهاز المصرفي خلال سنتي 1986 و1988 تحديدا، إلا أنّ المستجدات التي شهدتها الاقتصاد الجزائري عقب التوجه إلى مؤسسات برتين وودز والاتفاق على إخضاع الاقتصاد الوطني لإصلاحات اقتصادية شاملة، استوجب إعادة النظر في تنظيم الجهاز المصرفي الجزائري، وفي آلية عمله، لكي يرافق الإصلاحات ويساعد على تجسيدها من جهة، ولكي يتمكن من جهة ثانية من مساهمة التطورات التنظيمية التي ستطرأ على الاقتصاد الجزائري جراء هذه الإصلاحات، التي سيتم بموجبها الانتقال من تنظيم اقتصادي قائم على التخطيط المركزي إلى تنظيم اقتصادي قائم على آليات السوق ومكانزها (اقتصاد السوق).

كل هذا، تم أساسا وبداية بإصدار القانون 90-10 المؤرخ في 14 أفريل 1990 المتعلق بالنقد والقرض، والأمر 01-01 المؤرخ في 27 فبراير 2001 المعدل والمتمم له. ثم من خلال الأمر 03-11 المؤرخ في 26 أوت 2001 المتعلق بالنقد والقرض، والأمر 10-04 المؤرخ في 26 أوت المعدل والمتمم له.

2-1- الإصلاحات التي تمت بموجب القانون 90-10

يعتبر القانون 90-10 المؤرخ في 14 أفريل 1990 المتعلق بالنقد والقرض، أول قانون متكامل تصدره الجزائر يخص التنظيم المصرفي وشؤون النقد والقرض، وذلك بالنظر إلى المبادئ التنظيمية والوظيفية التي جاء بها، والتي عكست معالم التنظيم الاقتصادي الذي سيكون عليه الاقتصاد الوطني مستقبلا. ويتمثل جوهر الإصلاح الذي جاء به القانون 90-10 المتعلق بالنقد والقرض، فيما يلي:

¹ - المادة 7 من القانون 88-06 المنتمة للمادة 33 من القانون 86-12 المؤرخ في 12 أوت 1986 المتعلق بنظام البنوك والقرض.

2-1-1- إعطاء البنك المركزي استقلاليته الكاملة¹ ومكانته المحورية في الاقتصاد الوطني، من خلال إقرار دوره في توفير أفضل الشروط لنمو الاقتصاد الوطني بشكل منتظم ومستمر. وهذا من خلال ما تضمنته المادة 55 من القانون 90-10، التي نصت على: "تتمثل مهمة البنك المركزي في مجال النقد والقرض والصرف في توفير أفضل الشروط لنمو منتظم للاقتصاد الوطني والحفاظ عليها بإثراء جميع الطاقات الإنتاجية الوطنية مع السهر على الاستقرار الداخلي والخارجي للنقد."

القانون 90-10 ومن خلال نص هذه المادة، يكون قد أقر دورا محوريا للبنك المركزي في الاقتصاد الوطني، يتجاوز بكثير الدور الذي أعطي له بموجب القانون 86-12 المتعلق بنظام البنوك والقرض في مادته 19.

الإقرار بهذا الدور الجديد والمحوري للبنك المركزي في تحقيق الاستقرار النقدي والنمو الاقتصادي، استوجب ما يلي:

- استعادة البنك المركزي لمكانته الأساسية ضمن المنظومة المصرفية، باعتباره سلطة نقدية يمارس الرقابة على الائتمان ويرسم السياسة النقدية ويقوم على تنفيذها؛
- استعادة السياسة النقدية لمكانتها الأساسية كأداة من أدوات السياسة الاقتصادية؛
- إرساء السوق النقدية وضبط شروط عملها²؛
- إرساء قواعد وأحكام الاقتراض والإقراض وضوابط وشروط النشاط التجاري للبنوك التجارية والمؤسسات المالية.³

2-1-2- ضبط حدود العلاقة بين البنك المركزي والخزينة العمومية. حيث لم يعد للخزينة العمومية الإرادة الحرة في الحصول على احتياجاتها التمويلية من خلال الإصدارات النقدية الجديدة مثلما كان الأمر سابقا. حيث وضع القانون 90-10 ضوابط تخص الآجال والقيم، تحكم خدمة الاقتراض التي قد تستفيد منها الخزينة العمومية من البنك المركزي.

¹ - من خلال إنشاء سلطة مستقلة ممثلة في مجلس النقد والقرض بصفته مجلس إدارة البنك المركزي، والصلاحيات التي أوكلت له. أنظر المادتين 44 و 45 من القانون 90-10 مؤرخ في 14 أبريل سنة 1990 يتعلق بالنقد والقرض

² - انظر المادة 76 من القانون 90-10 المتعلق بالنقد والقرض، ذكر أعلاه

³ - أنظر الكتاب الثالث (المواد من 110 إلى 142) من القانون 90-10 المتعلق بالنقد والقرض

حيث نصت المادة 78 من القانون 90-10 على: "يمكن للبنك المركزي أن يمنح الخزينة مكشوفاً بالحساب الجاري لمدة أقصاها 240 يوماً، متتالية أو غير متتالية خلال السنة الواحدة، على أن يتم ذلك على أساس تعاقدى وفي حد أقصاه 10 % من الإيرادات العادية للدولة المثبتة خلال السنة المالية السابقة، على أن تسدد هذه التسيقات قبل نهاية كل سنة مالية."

2-1-3- إعطاء المنظومة المصرفية دورها الحقيقي والكامل في تمويل الاقتصاد بكل حرية ووفقاً لمعايير الجدوى الاقتصادية فقط. حيث لم يعد للتنظيم الإداري للاقتصاد دخلاً أو أثراً بارزاً في توجيه أنشطة البنوك والمؤسسات المالية التي صارت تتمتع باستقلالية كاملة في رسم سياساتها التمويلية والائتمانية وفقاً لمبادئ المخاطرة والعائد، وليس مثلما كان عليه الأمر سابقاً، حيث كانت ملزمة بتكييف سياساتها وفقاً لأهداف المخططات الوطنية للتنمية وتماشياً مع القواعد المحددة في المخطط الوطني للقرض، وفقاً لما جاء في المادة 10 من القانون 86-12 التي نصت على: "تشكل المنظومة المصرفية في إطار المخطط الوطني للقرض، أداة تطبيق للسياسة التي تقررها الحكومة في مجال جمع الموارد وترقية الادخار وتمويل الاقتصاد، تماشياً مع القواعد المحددة في المخطط الوطني للقرض. وتتمثل مهمة المنظومة المصرفية في السهر على تطابق تخصيص الموارد المالية والنقدية، في إطار إنجاز المخطط الوطني للقرض، مع أهداف المخططات الوطنية للتنمية."¹

كما نصت المادة 26 من القانون 86-12 على: "...يحدد المخطط الوطني للقرض على الخصوص ما يأتي:²

- حجم الموارد الداخلية المطلوب جمعها وطبيعتها والقروض التي تمنحها كل مؤسسة قرض؛
- حجم الاعتمادات الخارجية التي يمكن رصدها؛
- مستوى تدخل البنك المركزي في تمويل الاقتصاد؛
- استدامة الدولة وكيفيات تمويلها.

2-1-4- إنشاء سلطة نقدية مستقلة، ممثلة في "مجلس النقد والقرض"، يتولى مهمة إصدار أنظمة مصرفية تتعلق بالأمور التالية:³

¹ - المادة 10 من القانون رقم 86-12 مؤرخ في 19 أوت سنة 1986 يتعلق بنظام البنوك والقرض

² - المادة 26 من القانون رقم 86-12، مذكور أعلاه

³ - المادة 44 من القانون رقم 90-10 مؤرخ في 14 أفريل سنة 1990 يتعلق بالنقد والقرض

- إصدار النقد على النحو المنصوص عليه في المادتين 4 و 5 من هذا القانون وتغطيته؛
- أسس وشروط عمليات البنك المركزي ولاسيما فيما يخص الخصم وقبول السندات تحت نظام الأمانة وrehن السندات العامة والخاصة والعمليات لقاء معادن ثمينة وعمليات أجنبية؛
- الأهداف المتوخاة فيما يخص تطور مختلف عناصر الكتلة المالية وحجم القرض؛
- غرفة المقاصة؛
- شروط البنوك والمؤسسات المالية وشروط إقامة شبكات فروعها؛
- شروط فتح مكاتب تمثيل للبنوك والمؤسسات المالية الأجنبية في الجزائر؛
- الأسس والنسب التي تطبق على البنوك والمؤسسات المالية لاسيما فيما يخص تغطية وتوزيع المخاطر والسيولة والملاءة؛
- حماية زبائن البنوك والمؤسسات المالية ولاسيما فيما يخص شروط العمليات المعمول بها؛
- النظم والقواعد المحاسبية التي تطبق على البنوك والمؤسسات المالية وكيفيات ومهل تسليم الحسابات والبيانات الحسابية والبيانات الاحصائية وسائر البيانات لكل صاحب علاقة ولاسيما البنك المركزي؛
- الشروط التقنية لممارسة مهن الاستشارة والوساطة في المجالين المصرفي والمالي؛
- مراقبة الصرف وتنظيم سوقه؛
- بالإضافة إلى إصلاحات أخرى، تخص:¹
- الترخيص بإنشاء البنوك والمؤسسات المالية الجزائرية والأجنبية وتعديل هذه التراخيص والرجوع عنها؛
- الترخيص بفتح مكاتب تمثيل للبنوك والمؤسسات المالية الأجنبية؛
- تفويض صلاحيات فيما يخص تطبيق نظام الصرف.

2-2- الإصلاحات التي تمت بموجب الأوامر: 01-01، 03-11 و 04-10، المعدلة والمتممة.

رغم أهمية الإصلاحات التي عرفها الجهاز المصرفي الجزائري بموجب القانون 90-10 المتعلق بالنقد والقرض، الذي أسس لجهاز مصرفي مكتمل الأركان واضح المهام والصلاحيات، إلا أنّ هذا الأخير عرف سنة 2001 تعديلا بموجب الأمر 01-01 المؤرخ في 27 فيفري سنة 2001،² خص تحديد الفصل بين مجلس

¹ - المادة 45 من القانون رقم 90-10، مذكور أعلاه

² - الأمر رقم 01-01 مؤرخ في 27 فيفري سنة 2001، يعدل ويتمم القانون رقم 90-10 المؤرخ في 14 أفريل سنة 1990

إدارة بنك الجزائر ومجلس النقد والقرض وإسقاط مضمون المادة 22 من القانون 90-10 التي كانت تحدد عهدة محافظ بنك الجزائر بستة سنوات وعهدة نوابه بخمسة سنوات، قابلة للتجديد (عهدة المحافظ ونوابه) مرة واحدة.¹

تعديل آخر تم بموجب الأمر رقم 03-11 المؤرخ في 26 أوت سنة 2003، يتعلق بالنقد والقرض. هذا الأمر حافظ على أهم المبادئ الأساسية التي جاء بها القانون 90-10، مع تعديل صياغتها.

تعديل ثالث تم سنة 2010، بموجب الأمر 10-04 المؤرخ في 26 أوت 2010،² أهم ما جاء به أنه عزز مكانة بنك الجزائر ومحوريته في توفير شروط الاستقرار في ميادين النقد والقرض والصرف وحفظها بما يمكن من تسريع النمو الاقتصادي وتعزيز دوره الرقابي على أداء النظام المصرفي للتأكد من سلامته وصلابته.³ إضافة إلى اشتراطه أن لا يكون الترخيص بالمساهمات الخارجية في البنوك والمؤسسات المالية التي يحكمها القانون الجزائري إلا في إطار شراكة تمثل المساهمة الوطنية المقيمة 51 % على الأقل من رأس المال.⁴

ثالثا: بنية الجهاز المصرفي الجزائري

بلغ عدد البنوك والمؤسسات المالية المعتمدة في الجزائر وفقا للمقرر رقم 15-01 المؤرخ في 04 جانفي 2015، المتضمن لقائمة البنوك وقائمة المؤسسات المالية المعتمدة في الجزائر، الصادر عن بنك الجزائر، 29 مؤسسة، منها عشرون 20 بنك وتسعة 09 مؤسسات مالية.

وعليه، وبإضافة بنك الجزائر (البنك المركزي الجزائري) لمجموع هذه المؤسسات، يصبح عدد المؤسسات البنكية والمالية العاملة في الجزائر ثلاثون 30 مؤسسة، نقدمها فيما يلي:

1- بنك الجزائر: تم تأسيس البنك المركزي الجزائري بتاريخ 13 ديسمبر عام 1962، بموجب القانون رقم 62-144 المؤرخ في 13-12-1962. حيث تكفل في البداية بوضع حد لاستنزاف وتهريب الأموال إلى الخارج، وبأداء رفقة الخزينة العمومية دور البنوك التجارية،⁵ من خلال تقديم القروض وتمويل مختلف

¹ - أنظر المادة 22 من القانون 90-10 مؤرخ في 14 أفريل 1990 متعلق بالنقد والقرض

² - الأمر رقم 10-04 مؤرخ في 26 أوت سنة 2010، يعدل ويتمم الأمر رقم 03-11 المؤرخ في 26 أوت سنة 2003 المتعلق بالنقد والقرض

³ - المادة 2 من الأمر رقم 10-04، سبق ذكره

⁴ - المادة 6 من الأمر رقم 10-04 سبق ذكره

⁵ - اضطر لذلك بسبب امتناع البنوك الفرنسية التي كانت بالجزائر عن تمويل أي أنشطة وطنية جزائرية

الأنشطة الإنتاجية الوطنية. ليتكفل تدريجيا وشيئا فشيئا مع الوقت بأداء وظائفه الأساسية المتمثلة في الإصدار النقدي والرقابة على الائتمان وإعادة الخصم وغيرها.

إذ ووفقا للمادة 35 من الأمر رقم 10-04 المتعلق بالنقد والقرض،¹ فإن مهمة بنك الجزائر تتمثل في: "الحرص على استقرار الأسعار باعتباره هدفا من أهداف السياسة النقدية وفي توفير أفضل الشروط في ميادين النقد والقرض والصرف والحفاظ عليها لنمو مدعم للاقتصاد مع السهر على الاستقرار النقدي والمالي. ولهذا الغرض، يكلف بتنظيم السيولة، ويسهر على حسن تسيير التعهدات المالية تجاه الخارج وضبط سوق الصرف والتأكد من سلامة النظام المصرفي وصلابته."

وقد عرفه المشرع الجزائري في المادتين 9 و10 من الأمر رقم 10-04 المتعلق بالنقد والقرض، على أنه "مؤسسة وطنية تتمتع بالشخصية المعنوية والاستقلال المالي، ويعد تاجرا في علاقته مع الغير ولا يخضع لإجراءات التسجيل في السجل التجاري. تمتلك الدولة رأس ماله بالكامل".

2- قائمة البنوك: قدر عدد البنوك المعتمدة في الجزائر إلى غاية 04 جانفي 2015، وفقا للمقرر رقم 15-01 المؤرخ في 04 جانفي سنة 2015،² عشرون 20 مؤسسة بنكية، هي التالية وفقا لترتيبها في المقرر 15-01 سالف الذكر:

- بنك الجزائر الخارجي؛
- البنك الوطني الجزائري؛
- القرض الشعبي الجزائري؛
- بنك التنمية المحلية؛
- بنك الفلاحة والتنمية الريفية؛
- الصندوق الوطني للدخار والاحتياط (بنك)
- بنك البركة الجزائري؛
- سيتي بنك - الجزائر (فرع بنك)؛
- المؤسسة العربية المصرفية - الجزائر؛

¹ - سبق ذكره

² - سبق ذكره

- نتكسيس - الجزائر؛
- سوسيتي جينرال - الجزائر؛
- البنك العربي - الجزائر (فرع بنك)؛
- بي. ن. بي باريباس - الجزائر؛
- ترست بنك - الجزائر؛
- بنك الإسكان للتجارة والتمويل - الجزائر؛
- بنك الخليج - الجزائر؛
- فرنسا بنك - الجزائر؛
- كريدي أريكول كربورات وانفستمانت بنك ألجيري؛
- إتش. إس. بي. سي - الجزائر (فرع بنك)؛
- مصرف السلام - الجزائر.

3- قائمة المؤسسات المالية: قدر عدد المؤسسات المالية المعتمدة في الجزائر إلى غاية 04 جانفي 2015، وفقا للمقرر رقم 15- 01 المؤرخ في 04 جانفي سنة 2015،¹ تسعة 09 مؤسسات هي التالية وفقا لترتيبها في المقرر 15- 01 سالف الذكر:

- شركة إعادة التمويل الرهني؛
- الشركة المالية للاستثمار والمساهمة والتوظيف "ش. م. ا. م. ت- ش. أ"؛
- الشركة العربية للإيجار المالي؛
- المغاربية للإيجار المالي - الجزائر؛
- سيتيلام الجزائر؛
- الصندوق الوطني للتعاضدية الفلاحية "مؤسسة مالية"؛
- الشركة الوطنية للإيجار المالي - شركة أسهم؛
- إيجار ليزينغ الجزائر - شركة أسهم؛
- الجزائر إيجار - شركة أسهم.

¹ - سبق ذكره

الجزء الثاني: الأسواق المالية

تمهيد

تعرف السوق على أنها "الإطار العام الذي تلتقى فيه قوى العرض والطلب، بغض النظر عن الزمان والمكان وعن الوسيلة أو الأداة التي يتم بها الالتقاء وبغض النظر عن موضوع الالتقاء ذاته".

هذا التعريف يعطي للسوق مفهوماً واسعاً يشمل كل ما قد يتوفر لدى طرف ويزيد عن حاجته فيرغب في مبادلتها وينقص أو لا يتوفر لدى طرف آخر وتتولد لديه حاجة إليه فيرغب في الحصول عليه. فالسوق في تطور مستمر تسير في ذلك تطور حاجات الإنسان ورغباته. فمن سوق للمنتجات المادية فقط، إلى سوق للمنتجات المادية والخدمية، فإلى سوق للمنتجات المادية والخدمية والأموال، فإلى سوق للمنتجات المادية والخدمية والأموال والأفكار، وهكذا إلى ما ستكون عليه مستقبلاً.

في هذا السياق ظهرت سوق الأموال كحلقة في سلسلة طويلة من حلقات تطور الفعل الاقتصادي ومتطلباته، ممثلة إطار تواصل بين طرفين، لأحدهما فوائد مالية يرغب في توظيفها وآخر له مشاريع يريد تجسيدها يبحث لها عن تمويل.

فمع اتساع النشاط الاقتصادي وتطور أدواته وآلياته، تزايدت أهمية التمويل الخارجي بأن أصبح من أبرز سمات الاقتصاد العالمي وأساساً وأداة في الوقت ذاته من الأسس والأدوات التي لا غنى له عنها. ولا أدل على ذلك من أنه صار يوصف بأنه اقتصاد مديونية. ليس دلالة على العجز بقدر ما هو دلالة على آلية عمل.

فالسوق المالية، بفرعيها السوق النقدية وسوق رأس المال ومدى تطورها، أصبحت من أبرز المؤشرات الدالة على مدى تطور الاقتصاديات، ومحدداً هاماً من محددات تقدمها. فلأن التمويل هو محرك الإنتاج والاستثمار والاقتصاد عامة، فقد استوجب ذلك توفير إطاراً تنظيمياً كفواً وفعالاً يضمن شرطاً أو مقوماً من شروط أو مقومات الأداء الاقتصادي الجيد، هو السوق المالية، بفرعيها مثلما سبقنا الإشارة، السوق النقدية وسوق رأس المال.

السوق المالية

تعكس السوق المالية صورة دقيقة ذات دلالة كاملة عن طبيعة التنظيم الاقتصادي العالمي القائم وعن مدى شموله وتطوره. فالسوق المالية وإن كانت تعبر في مفهومها البسيط عن إطار وساطة بين أصحاب الفوائض المالية وأصحاب الحاجة إلى التمويل، فإنّها تعبر في الوقت ذاته عن النزعة المتزايدة التي صارت تميز الاقتصاد العالمي المعاصر إلى التوسع في الإنتاج والاستثمار، بما يتجاوز بكثير القدرات التمويلية الجارية للقائمين بذلك. كما تعبر عن الوعي الاستثماري الكبير لدى الأفراد، وعن نزعتهم المتزايدة إلى توظيف كل فوائضهم المالية بغض النظر عن قيمها كبيرة كانت أم صغيرة. وهذا طبعا توجهها حسن يفضي إلى تخصيص الأمثل للموارد وإلى تحقيق الاستغلال الكامل لها.

أولاً: مفهوم السوق المالية

تمثل السوق المالية جانبا من السوق في مفهومها العام، موضوعها الأموال. حيث يلتقى في هذه السوق أصحاب الحاجة إلى التمويل لبعث مشاريعهم الإنتاجية أو الاستثمارية، وأصحاب الفوائض المالية الراغبين في إيجاد فرصا لاستثمار أو توظيف فوائضهم تلك.

حيث يتم هذا الالتقاء على مستويين مختلفين. المستوى الأول وهو الذي يشكل جوهر السوق وجدواها الاقتصادية التمويلية، ويكون حين تقوم الجهات ذات الحاجة إلى التمويل بإصدار أدوات الاقتراض متوسطة وطويلة الأجل كالأسهم والسندات (القطاع الاقتصادي)، أو قصيرة الأجل كأذونات الخزنة وشهادات الإيداع (الحكومة)، وطرحها أمام أصحاب الفوائض المالية للاكتتاب. ويتم هذا بوساطة مؤسسات تعرف بمؤسسات الوساطة المالية، كالبنوك التجارية وشركات التأمين ومؤسسات الادخار وغيرها.

أما المستوى الثاني فيكون حين يتم طرح هذه الأوراق للتداول. أي حين يرغب حاملوها الذين اشتروها أول مرة طرحها للبيع، وهذا في أماكن مخصصة لذلك تعرف باسم أسواق التداول. ولا يكون للسوق في مستواها هذا أثارا مباشرة على تعزيز القدرات التمويلية أو الاستثمارية للمؤسسات، حيث يكون دافعها هو تحقيق أرباحا رأسمالية فقط.

ثانيا: جدوى وأهمية السوق المالية

تؤدي السوق المالية الكثير من الخدمات المالية ذات الأثر الاقتصادي المهم على اقتصاديات الدول، يمكن إيجاز أهمها في النقاط التالية:

- تتيح أمام الحكومة بديلا تمويليا عن الاستدانة الخارجية لتمويل مشاريعها التنموية، وسد عجز ميزانيتها العامة. وهو خيارا تلجأ إليه كل حكومات العالم، خاصة تلك التي تتمتع عمالاتها بقوة إبراء دوليا، وهذا لما له من مزايا تتعلق أساسا بتجنب الضغوطات الخارجية للمقرضين وتفادي التبعات السلبية المالية والاقتصادية لذلك.
- تتيح بديلا تمويليا واسعا جدا، لقدرتها الكبيرة على تعبئة الادخار، من خلال استغلال وتوظيف حتى الفوائض المالية الصغيرة للأفراد من صغار المدخرين؛
- تتيح فرصا لتحقيق التخصيص الأمثل للموارد المالية المتاحة، ومنه تحسين مستوى استغلال الموارد الاقتصادية للبلد عامة.
- تتيح للمنتجين والمستثمرين من ذوي الحاجة إلى التمويل بديلا تمويليا يفاضلون بينه وبين خيار التمويل غير المباشر؛
- تتيح للمنتجين والمستثمرين من ذوي الحاجة إلى التمويل بديلا تمويليا غير ملزم في حالة الاقتراض بإصدار أسهم جديدة، يجعلهم في أريحية تامة في علاقتهم بالمقرضين من حملة الأسهم.
- تتيح إمكانية الجمع بين خاصيتي العائد والسيولة، خاصة أمام صغار المدخرين الذين غالبا ما يمتنعون عن التوظيف بسبب حاجتهم المستمرة للسيولة، فتتيح لهم السوق المالية فرصة التوظيف مع إمكانية تحويل الأوراق المالية التي بحوزتهم إلى سيولة كاملة متى أرادوا ذلك بسرعة وببساطة وبدون أية تكلفة في الغالب، مع إمكانية تحقيق أرباح رأسمالية من ذلك.

ثالثا: أطراف السوق المالية

يتدخل في السوق المالية ثلاثة أطراف، هم المقترضون أو أصحاب الحاجة إلى التمويل، المقرضون أو أصحاب الفائض المالي والوسطاء أو الوكلاء.

1- المقترضون: هم أصحاب الحاجة إلى التمويل من أصحاب العجز المالي ممن لديهم الرغبة في الإنفاق أو في التوسع في الإنتاج والاستثمار بما يتجاوز قدراتهم التمويلية الجارية. وتتمثل هذه الفئة في مؤسسات القطاعين العام والخاص والهيئات والمؤسسات الحكومية.

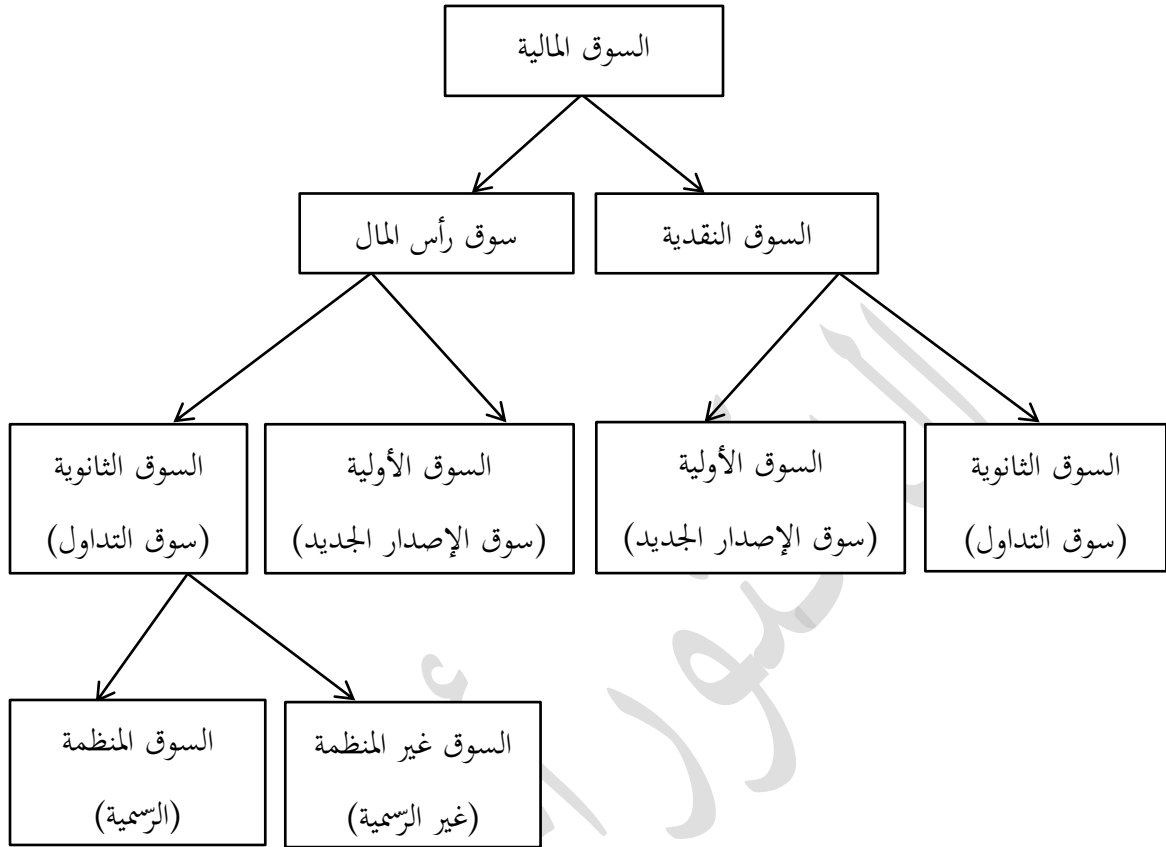
2- المقرضون: هم أصحاب الفوائض المالية من أفراد ومؤسسات وهيئات، الراغبين في إيجاد فرصا لاستثمار أو توظيف فوائضهم تلك.

3- الوسطاء: هم مؤسسات مالية يقومون بدور الوساطة بين المقترضين أو مصدرو الأوراق المالية من أسهم وسندات وأذونات خزانة وسندات حكومية، وبين المقرضين أو المستثمرين الراغبين في شراء تلك الأوراق. كما قد يكونوا أشخاصا يتوسطون بين حملة الأوراق المالية الراغبين في بيعها وبين الموظفين الراغبين في شراء تلك الأوراق.

رابعا: تصنيفات السوق المالية: تصنف السوق المالية إلى سوق نقدية وسوق رأس مال، وهذا وفقا لطبيعة أو نوع أدوات الاقتراض المصدرة و/أو المتداولة. حيث تخص السوق النقدية التداول في أدوات الاقتراض والإقراض قصيرة الأجل، من أذونات خزانة وشهادات إيداع قابلة للتداول وقبولات مصرفي وغيرها. وتخص سوق رأس المال التداول في أدوات الإقراض والاقتراض متوسطة وطويلة الأجل، من أسهم وسندات وغيرها.

كما تصنف السوق المالية إلى سوق أولية وسوق ثانوية، وهذا من حيث مرحلية أو تدرج عمليتي الإصدار والتداول. حيث تخص السوق الأولية عملية إصدار أدوات الاقتراض من أسهم وسندات وأذونات خزانة وغيرها وطرحها للبيع لأول مرة (سوق الإصدار الجديد). وتخص السوق الثانوية تداول أدوات القرض قصيرة، متوسطة وطويلة الأجل التي سبق إصدارها.

ويمكن توضيح تصنيفات السوق المالية من خلال الشكل التالي:



خامسا: مبادئ المنظمة الدولية لهيئات أسواق المال (IOSCO)

أقرت المنظمة الدولية لهيئات أسواق المال International Organization of

Securities Commission (IOSCO) ثمانية وثلاثون 38 مبدئ، تعد مرشدا لتنظيم أسواق المال

للدول الأعضاء بالمنظمة لتحقيق ثلاثة أهداف رئيسية هي:¹

- توفير الحماية للمستثمرين؛
- ضمان تحقيق عدالة وكفاءة وشفافية المعاملات التي تتم بالأسواق المالية؛
- التقليل من المخاطر الناشئة عن المعاملات المالية.

¹ - INTERNATIONAL ORGANIZATION OF SECURITIES COMMISSIONS (IOSCO), Objectives and Principles of Securities Regulation , MAY2017,

وقد تم تقسيم هذه المبادئ إلى عشرة 10 مجموعات مختلفة، كالتالي:

مج1: المبادئ الخاصة بالجهة المنوط بها وضع القواعد التنظيمية لسوق المال

- يجب أن يتوافر الوضوح والموضوعية في المسؤولية الخاصة بالجهة المنظمة للسوق؛
- يجب أن يتوافر للجهة المنظمة للسوق الاستقلالية في تنفيذ أعمالها وممارسة سلطاتها والمسؤولية عن ممارستها لوظائفها وسلطاتها؛
- يجب أن يتوافر للجهة المنظمة للسوق السلطة الكافية والموارد اللازمة بالإضافة إلى القدرة على أداء وظائفها وممارسة سلطاتها؛
- يجب على الجهة المنظمة للسوق أن تتبنى إجراءات تنفيذية تتسم بالوضوح والتناسق فيما بينها؛
- يجب أن يضطلع العاملين بالجهة المنظمة للسوق بتطبيق أعلى المستويات القياسية الخاصة بالعمل وبالأخص تلك المرتبطة بالحفاظ على سرية البيانات والمعلومات؛
- يجب على الجهة المنظمة للسوق أن تقوم بنفسها أو تشارك في عمليات الرقابة والحد من مخاطر الأسواق التي تقع تحت سيطرتها؛
- يجب على الجهة المنظمة للسوق أن قوم بنفسها أو تشارك في عمليات مراجعة وفحص القواعد المنظمة للسوق ومؤسساتها بصفة دورية؛
- يجب على الجهة المنظمة التأكد من تجنب شبهة تضارب المصالح والعمل على الحد منها، والإفصاح والكشف عنها والعمل على إدارتها؛

مج2: المبادئ الخاصة بالمؤسسات ذاتية التنظيم

- يجب أن تخضع المؤسسات ذاتية التنظيم التي تمارس مسؤوليات إشراف مباشرة في المجالات الخاصة بها حين استفادة الجهة المنظمة للسوق إلى رقابة هذه الأخيرة، كما عليها اتباع معايير العدالة والسرية أثناء ممارسة صلاحياتها والمسؤوليات المنوطة بها؛

مج3: المبادئ الخاصة بتطبيق القواعد التنظيمية للأسواق المالية

- يجب أن يكون للجهة المنظمة للسوق سلطة الفحص الشامل والتحقيق والرقابة؛
- يجب أن تتمتع الجهة المنظمة للسوق بسلطة الإلزام الشامل بتطبيق القواعد التنظيمية للسوق؛

- يجب أن يتضمن النظام الرقابي التطبيق الصحيح والفعال لعمليات التفتيش والتحقيق والرقابة وسلطة الإلزام والتحقق من فعالية برامج الإلزام والرقابة الداخلية؛

مج4: المبادئ الخاصة بالتعاون في تنظيم اللوائح التنظيمية للأسواق المالية

- يجب أن تتمتع الجهة المنظمة للسوق بسلطة تبادل المعلومات العامة وغير العامة مع الجهات المنظمة الأخرى المماثلة لها، المحلية والأجنبية؛
- يجب على الجهة المنظمة للسوق أن تضع آلية لتبادل المعلومات العامة وغير العامة مع الجهات المحلية والأجنبية المماثلة لها وتحديد توقيت وكيفية ذلك؛
- يجب أن تسمح اللوائح التنظيمية للجهة المنظمة للسوق بمد الجهات المنظمة الأجنبية المماثلة لها بما تحتاجه لمزاولة اختصاصاتها وممارسة سلطاتها الرقابية؛

مج5- المبادئ الخاصة بالشركات المصدرة للأوراق المالية

- يجب أن يتوافر إفصاح دقيق وكامل وفي توقيت مناسب عن النتائج المالية والمخاطر والمعلومات التي تساعد المستثمرين في اتخاذ قراراتهم؛
- يجب أن يعمل مالكي أسهم الشركات بأسلوب يتسم بالعدالة والمساواة؛
- يجب أن تكون معايير المحاسبة المستخدمة من قبل مصدري الأوراق المالية في إعداد قوائمهم المالية في أعلى المستويات المقبولة عالمياً؛

مج6- المبادئ الخاصة بمراقبي الحسابات ووكالات التصنيف الائتماني ومقدمي خدمات المعلومات

- يجب أن يخضع مراقبو الحسابات لمستوى كاف من الرقابة؛
- يجب أن يكون مراقبو الحسابات مستقلون تماماً عن الجهة المصدرة التي يقومون بمراجعة حساباتها؛
- يجب أن تتمتع معايير المراجعة بجودة عالية مقبولة دولياً؛
- يجب أن تخضع وكالات التصنيف الائتماني لمستوى كاف من الرقابة، مع وجوب أن يضمن النظام الرقابي خضوع وكالات التصنيف الائتماني التي يستخدم ما يصدر عنها من تقارير وتصنيفات ائتمانية في أغراض الرقابة لمتطلبات الترخيص والرقابة المستمرين؛
- يجب أن تخضع الجهات الأخرى التي تقدم خدمات تحليلية تقديرية للمستثمرين، للرقابة وفق نظام يتناسب ودورها في السوق؛

مج7- المبادئ الخاصة بآليات الاستثمار الجماعي_صناديق الاستثمار

- يجب أن تحدد اللوائح التنظيمية، معايير تتسم بالملائمة والحوكمة والتنظيم وسهولة التطبيق لمن يرغب في تسويق أو تشغيل نظم الاستثمار الجماعي؛
- يجب أن تتضمن اللوائح التنظيمية قواعد تحكم الشكل القانوني والهيكل لنظام الاستثمار وقواعد للفصل بين أصول واستثمارات العملاء وحمايتهم؛
- يجب أن تشترط اللوائح ضرورة الإفصاح عن كافة الجوانب الخاصة بصناديق الاستثمار أو أي نظام للاستثمار الجماعي، لأهمية ذلك في تقييم مدى ملائمة صندوق الاستثمار لأنواع معينة من الاستثمار وتحديد قيمة العوائد التي ستحقق للمستثمر في الصندوق؛
- يجب أن يتضمن الإطار الرقابي أسس صحيحة ومفصّل عنها بشأن تقييم الأصول وتسعير الوثائق المصدرة في الصندوق أو في نظم الاستثمار الجماعي؛
- يجب أن تتضمن اللوائح التنظيمية خضوع صناديق التحوط و/أو مديري ومستشاري صناديق التحوط لمستوى كاف من الرقابة؛

مج8- مبادئ خاصة بالشركات العاملة في مجال الأوراق المالية

- يجب أن تنص اللوائح على الحد الأدنى من معايير دخول الوسطاء إلى السوق؛
- يجب توفر متطلبات رأسمالية أولية ومستمرة ومتطلبات احترازية أخرى للوسطاء في السوق تعكس المخاطر التي يتحملها الوسطاء؛
- يجب على وسطاء السوق وضع مهام واختصاصات داخلية تضمن الامتثال لمعايير التنظيم الداخلي والسلوك التشغيلي، بهدف حماية مصالح العملاء وأصولهم الاستثمارية وضمان الإدارة السليمة للمخاطر، والتي من خلالها تتحمل إدارة الوسيط المسؤولية تجاه ذلك؛
- يجب توفر إجراءات للتعامل مع فشل وسطاء السوق من أجل تقليل الضرر والخسارة المترتبة عن ذلك واحتواء المخاطر النظامية؛

مج9- مبادئ خاصة بالسوق الثانوية

- يجب أن يخضع إنشاء أنظمة التداول بما في ذلك بورصات الأوراق المالية لسلطة وإشراف الجهة المنظمة للسوق؛

- يجب توفر إشراف ورقابة مستمرين على بورصات الأوراق المالية وأنظمة التداول بها لضمان سلامة المعاملات، وذلك من خلال المحافظة على قواعد العدالة والمساواة التي تحقق التوازن بين مطالب مختلف المتعاملين بالسوق؛
- يجب أن تهدف القواعد والأحكام والضوابط إلى تعزيز شفافية التعامل في البورصة؛
- يجب أن توضع القواعد والأحكام والضوابط التي تضمن كشف عمليات التلاعب في الأسعار والممارسات غير العادلة وتعمل على منعها؛
- يجب أن تهدف القواعد والأحكام والضوابط إلى ضمان الإدارة الجيدة للمخاطر الكبيرة ومخاطر التعثر ومخاطر اضطراب السوق؛

مج10- مبادئ خاصة بالتسوية والمقاصة

- يجب أن تخضع أنظمة تسوية الأوراق المالية والإيداع المركزي وقيد المعاملات التجارية والأنظمة المركزية المثلثة إلى متطلبات رقابة وإشراف تضمن العدالة والفعالية والكفاءة والحد من مخاطر النظام.

السوق النقدية

تمثل السوق النقدية إطاراً تنظيمياً يتم فيه تداول أدوات الاقتراض والإقراض قصيرة الأجل، تجسيدا لمبدأ التخصيص والتخصص، باعتباره مدخلا أساسيا من مداخل الكفاءة والفعالية. حيث استوجب دافع تحسين جودة نتائج التدخل في سوق المال، تخصيص جزء من هذه الأخيرة لإصدار وتداول الأوراق المالية قصيرة الأجل. حيث تصنيف هذه الأخيرة إلى سوق نقدية موضوعها القروض قصيرة الأجل، أي التي لا تزيد آجال استحقاقها عن سنة، وسوق رأس مال موضوعها القروض متوسطة وطويلة الأجل، أي التي تزيد آجال استحقاقها عن سنة.

أولاً: مفهوم السوق النقدية

سميت السوق النقدية بهذا الاسم (نقدية) لأنّ الأصول المالية المتداولة فيها عالية السيولة، وأنّه بالإمكان تحويلها إلى نقود بسهولة¹ كبيرة ودون تحمل أي تكلفة في الغالب، مع إمكانية تحقيق ربح. كما أنّ درجة المخاطرة فيها غالباً ما تكون منخفضة بسبب ملء الجهات المصدرة لها، وهو ما يفسر انخفاض أسعار فائدتها.

فالسوق النقدية هي سوقاً للقروض قصيرة الأجل، تتداول فيها الأوراق المالية التي تتراوح آجال استحقاقها بين أربعة وعشرون ساعة وستين. حيث نصت المادة 8 من نظام بنك الجزائر رقم 91-08 المؤرخ في 14 أوت 1991، المتضمن تنظيم السوق النقدية أنّه "يمكن أن تتم المعاملات في السوق النقدية لآجال تتراوح بين 24 ساعة وستين".

ويتدخل في السوق النقدية، ثلاثة أطراف، هم؛ المقترضون أو أصحاب الحاجة إلى التمويل، المقرضون أو أصحاب الفائض المالي والوسطاء. وهم في حالة الجزائر، كل من:

- بنك الجزائر باعتباره ضامناً لسيورها ووسيطاً، وكمشتري وبائع لسندات عامة يقل سريانها عن ستة 06 أشهر، وكمشتري وبائع لسندات مقبولة لقروضه²؛
- البنوك والمؤسسات المالية وأي مؤسسة أخرى يرخص لها صراحة مجلس النقد والقرض؛
- الخزينة العامة عن طريق التوظيف وفي عرض سندات الخزينة للبيع بالمزايدة.

¹ - مبارك بن سليمان آل فواز، السواق المالية من منظور إسلامي الطبعة الأولى، 2010، مركز النشر العلمي، جامعة الملك عبد العزيز، جدة، السعودية، ص 8

² - المواد 2 و 4 من النظام رقم 91-08 المؤرخ في 14 أوت سنة 1991، المتضمن تنظيم السوق النقدية

شريطة أن يكون لكل متدخل حساب جاري مفتوح لدى بنك الجزائر.¹ على أن يضمن بنك الجزائر بانتظام الإعلام بأحوال السوق النقدية عن طريق نشرة إحصائية شهرية ترسل إلى كل متدخل.²

وتتم تبادلات السيولة بن المتدخلين المقبولين في السوق النقدية عن طريق:³

- الشراء أو البيع النهائي للسندات العامة والخاصة أو لأي دعم آخر يقبله الأطراف؛
- قرض أو رهن (24 ساعة، لأجل ولإشعار) سندات عامة وخاصة أو أي دعم آخر يقبله الأطراف؛
- قروض وتوظيفات مدعومة بضمانات؛
- عملية صوابس swaps للعملة الوطنية مقابل العملات الأجنبية.

ثانيا: أهمية السوق النقدية

للسوق النقدية أهمية كبيرة، لدورها الكبير في تأمين سيولة الجهاز المصرفي والاقتصاد الوطني ككل، وهذا بسبب درجة السيولة العالية لأدوات الدين المتداولة فيها، والتي يمكن تحويلها إلى نقود كاملة السيولة بسرعة كبيرة وبدون تكاليف تذكر.

كما تظهر أهمية السوق النقدية في كونها تمكن البنك المركزي من التحكم في مستوى السيولة داخل الاقتصاد الوطني، بإدارته للكتلة النقدية وفقا لما يتمشى والظرف الاقتصادي القائم ووفقا لما يمكن من تحقيق أهداف السياسة النقدية المعتمدة، انكماشية كانت أو توسعية.

إضافة إلى أنّ السوق النقدية تتيح فرصا جيدة أمام البنوك بأنواعها المختلفة، تجارية وبنوك استثمار ومؤسسات مالية غير بنكية بشكل خاص، وكل المؤسسات ذات الفائض التي يمكنها التدخل في هذه السوق أن توظف فوائضها المالية، فتستغل مواردها استغلالا كاملا دون أي تعطيل أو أثر كابح لسيولتها، نظرا لدرجة السيولة العالية التي تتمتع بها أدوات الدين المتداولة في هذه السوق مثلما سبقت الإشارة.

كما أنّها، أي السوق النقدية، تجنب البنوك التجارية الاضطرار لسد احتياجاتها من السيولة بأسعار فائدة أعلى في حال التجأت للاقتراض من البنك المركزي باعتباره آخر ملجئ للاقتراض، خاصة في حالات

¹ - المادة 9 من النظام رقم 91-08 سالف الذكر

² - المادة 10 من النظام رقم 91-08 سالف الذكر

³ - المادة 6 من النظام رقم 91-08 سالف الذكر

التضخم، حين يكون توجه السياسة النقدية انكماشيا، على اعتبار أنّ أسعار فائدة السوق النقدية تكون منخفضة في الغالب وجد منخفضة أحيانا.

ثالثا: هيكل السوق النقدية

تشكل السوق النقدية من مستويين؛ مستوى أول يمثل السوق الأولية، ومستوى ثاني يمثل السوق الثانوية.

1- السوق الأولية: تمثل السوق الأولية سوقا للإصدارات الجديدة، يتم فيها إصدار أدوات الدين قصير الأجل وطرحها للبيع أمام الراغبين في توظيف فوائضهم المالية لآجال قصيرة، من بنوك تجارية وبنوك استثمار ومؤسسات مالية غير بنكية، كشركات التأمين، وأي مؤسسة أخرى يرخص لها صراحة مجلس النقد والقرض والبنك المركزي في إطار إدارته للكتلة النقدية، أي أنّ تدخله يكون وفقا لنوع السياسة النقدية المعتمدة، انكماشية أم توسعية.

2- السوق الثانوية: تمثل السوق الثانوية سوقا لتداول أدوات الدين قصير الأجل بين مشتروها الأولين الراغبين في التنازل عنها قبل بلوغ آجال استحقاقها ومشتريين جدد يريدون توظيف فوائضهم المالية لآجال قصيرة، من بنوك تجارية وبنوك استثمار ومؤسسات مالية غير بنكية، كشركات التأمين، وأي مؤسسة أخرى يرخص لها صراحة مجلس النقد والقرض، والبنك المركزي في إطار إدارته للكتلة النقدية، أي أنّ تدخله يكون وفقا لنوع السياسة النقدية المعتمدة، انكماشية أم توسعية.

رابعا: الأدوات المالية المتداولة في السوق النقدية

تتمثل الأدوات المالية المتداولة في السوق النقدية في مجموعة من أدوات الدين قصير الأجل، تتمتع بدرجة سيولتها العالية، حيث يمكن تحويلها إلى نقد متى أراد حاملها بسرعة وبسهولة كبيرتين، إما على أساس سعر الخصم وإما على أساس سعر الفائدة. وتتمثل هذه الأدوات فيما يلي:

1- أدوات الخزنة: أدوات الخزنة، هي أدوات دين قصير الأجل، تصدرها الحكومة لفترات استحقاق تتراوح بين ثلاثة 03 أشهر وأثني عشرة 12 شهرا، لتمويل عجز الميزانية العامة للدولة. وهي لا تحمل سعر فائدة محدد، وإنما تباع بخصم، أي بسعر يقل عن قيمتها الاسمية، على أن يسترد مشتريها قيمتها الاسمية في تاريخ الاستحقاق. حيث تتمثل الفائدة التي يحصل عليها المقرض في الفرق بين ما دفعه عند شراء الورقة ثمنا لها، وبين قيمتها الاسمية التي يقبضها في تاريخ الاستحقاق.

ويتم بيعها عن طريق المزاد لمن يقدم السعر الأعلى ثم الأقل فالأقل. حيث يقوم البنك المركزي بعرضها لغرض ذلك على البنوك والمؤسسات المالية غير البنكية والمؤسسات المرخص لها دخول السوق.¹

2- شهادات الإيداع القابلة للتداول: شهادة الإيداع هي من أدوات الدين قصير الأجل، تصدرها البنوك التجارية لآجال متفاوتة تتراوح بين الثلاثة أشهر والسنة، وقيم متفاوتة أيضا لا تقل في حالة البنوك الأمريكية عن مائة ألف 100000 دولار أمريكي وبسعر فائدة محدد، غالبا ما يكون أعلى من سعر فائدة السوق أو بسعر فائدة متغير.² وهي ورقة مالية تثبت أن لحاملها وديعة لدى البنك الذي قام بإصدارها بقيمتها الإسمية المسجلة عليها، تسترد في تاريخ الاستحقاق المتفق عليه.

وتتميز هذه الشهادة، أنها تذكر في ظهرها شروط التعامل بها وطريقة احتساب الفائدة وطريقة دفعها. كما يمكن لحاملها التصرف فيها بالبيع أو التنازل في السوق النقدية قبل تاريخ استحقاقها.

وقد كانت هذه الشهادات إسمية حتى سنة 1961، حيث أصبحت قابلة للبيع في السوق الثانوية، ومن هنا جاء وصفها بأنها قابلة للتداول.³ وقد أصبحت معظم البنوك التجارية تصدر هذا النوع من الشهادات لأهميتها في سد حاجتها من السيولة.

3- القبولات المصرفية: القبول المصرفي أداة مالية من أدوات السوق النقدية قصيرة الأجل، حيث تتراوح آجال استحقاقها بين شهر وتسعة أشهر، ويتحدد العائد عليها بالخصم من قيمتها الإسمية. وتستخدم كأداة للاقتراض، كما تستخدم أداة ائتمان في تمويل عمليات التجارة الخارجية.

ويتمثل القبول المصرفي في توقيع مصرف ما بالقبول على كمبيالة مسحوبة عليه بدفع مبلغ معين من المال من قبل مستورد أو مصدر أو راغب في الاقتراض، وذلك من خلال ختم الكمبيالة بكلمة "مقبول". أي أن القبول المصرفي يمثل تعهدا من قبل مصرف، بدفع قيمة كمبيالة مسحوبة عليه، من خلال ختمها بكلمة مقبول.⁴

¹ - مبارك بن سلمان آل فواز، مرجع سبق ذكره، ص 25

² - عبد النافع عبد الله الزرري وغازي توفيق فرح، الأسواق المالية، الطبعة الأولى 2001، دار وائل للنشر، عمان، الأردن، ص 37

³ - السيد متولي عبد القادر، الأسواق المالية والنقدية في عالم متغير، الطبعة الأولى 2010، دار الفكر، عمان، الأردن، ص 127

⁴ - مبارك بن سلمان آل فواز، مرجع سبق ذكره، ص 30

ويكون بإمكان البنك الاحتفاظ بالتعهد الذي يمثل عقد إقراض تتولد عنه فوائد، حتى تاريخ الاستحقاق، كما يكون بإمكانه بيعه لشخص آخر قد يبيعه بدوره لشخص ثالث، وهكذا. وعند بلوغ أجل الاستحقاق، يحق لحامل التعهد استرداد قيمته من محره (المقترض الأصلي)، وفي حال فشل في ذلك، حق له الرجوع إلى البنك الذي قبل التعهد في البداية.¹

4- قرض فائض الاحتياطي الإلزامي: تقوم البنوك التجارية التي تراكم لديها فائضا في الاحتياطي الإلزامي أن تقرض بنوكا أخرى تعاني عجزا فيه. ولا تعتبر هذه القروض أوراقا مالية بمعنى الكلمة، كونها تمثل تعهدا غير مكتوب يضمنه البنك المركزي، يلتزم بموجبه البنك المقترض برد الأموال التي اقترضها مع الفائدة المستحقة. ورغم أن أجل الاقتراض غالبا ما يكون لليلة واحدة لأجل سد عجز الاحتياطي الإلزامي، إلا أنه وبسبب إمكانية استخدام البنك المقترض لتلك الأموال، فإنه يضطر إلى طلب التمديد يوما بيوم.²

5- اتفاقيات إعادة الشراء: تمثل اتفاقيات إعادة الشراء، 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. حيث يلجأ التاجر إلى أحد السماسرة المتخصصين ليبرم له اتفاقا مع أحد المستثمرين الذين يبحثون عن فرصة لإقراض أموالا فائضة لديهم.

ووفقا للاتفاق، يبيع التاجر للمستثمر بصفة مؤقتة أوراقا مالية بما يعادل قيمة المبلغ الذي يحتاجه، كما يقوم في الوقت نفسه بإبرام صفقة إعادة شراء تلك الأوراق من ذات المستثمر بسعر أعلى قليلا من السعر الذي باع به تلك الأوراق، على أن تنفذ صفقة إعادة الشراء في الموعد الذي تنتهي فيه حاجة التاجر إلى المبلغ الذي سبق وأن حصل عليه من المستثمر. وهكذا تنتهي الاتفاقية بعودة الأوراق المالية إلى التاجر وعودة الأموال إلى المستثمر. ويعتبر فرق القيمة بين عقد الشراء وعقد البيع بمثابة فائدة على الأموال المقتضة.³

¹ - السيد متولي عبد القادر، مرجع سبق ذكره، 126

² - حسني علي خربوش ومحفوظ أحمد جودة وعبد المعطي رضا ارشيد، الأسواق المالية مفاهيم وتطبيقات، الطبعة الأولى 2011، دار زهران للنشر والتوزيع، الأردن، ص 53

³ - السيد متولي عبد القادر، مرجع سبق ذكره، ص 128

ويمكن القول أنّ اتفاق إعادة الشراء ما هو إلّا قرض قصير الأجل بضمان الأوراق المالية موضوع الاتفاق. حيث لا يترتب عن عقد البيع انتقال حيازة الأوراق المالية من التاجر إلى المستثمر، وإنما تبقى في حوزة التاجر، ولكن ينص في الاتفاق على رهن الأوراق لصالح المستثمر.¹

¹ - حسني على خربوش ومحفوظ أحمد جودة وعبد المعطي رضا ارشيد، مرجع سبق ذكره، ص54

سوق رأس المال

تمثل سوق رأس المال الشق الثاني من السوق المالية المختصة بإصدار وتداول الأوراق المالية طويلة الأجل. أي أنّها السوق المختصة بإصدار وتداول أدوات الدين كالسندات و/أو أدوات الملكية كالأسهم.

أولاً: مفهوم سوق رأس المال

سميت سوق رأس المال بهذا الاسم (رأس مال)، لأنّها السوق التي يلجأ إليها أصحاب المشروعات لتكوين رأس المال في مشروعاتهم المختلفة.¹ وذلك من خلال إصدار وتداول الأدوات المالية، متوسطة وطويلة الأجل. وتمثل سوق رأس المال بديلاً جيداً عن سوق الاقتراض غير المباشر، لما تتميز به من خصائص، أبرزها، أنّها تتيح فرصة لسد الحاجة إلى التمويل دون أن تولد التزامات مباشرة تجاه المكتتبين حين يعتمد في ذلك على إصدار أسهما جديدة تطرحها للاكتتاب، ولأنّها تتيح فرصة الجمع بين خاصيتي العائد والسيولة. حيث يكون بإمكان المتدخل في هذه السوق موظفاً كان أو مستثمر، تحويل ما بحوزته من أوراق مالية إلى سيولة كاملة متى أراد، بسرعة وبيسر ومن دون أي تكلفة في غالب الأحيان مع إمكانية تحقيق ربح، وكلّى الخاصيتين غير متوفرتين في سوق الاقتراض غير المباشر.

ثانياً: أهمية سوق رأس المال

تكتسي سوق رأس المال أهمية كبيرة، يمكن إبراز بعض جوانبها في النقاط التالية:

- تتيح فرصة جيدة لزيادة سيولة الجهاز المصرفي والاقتصاد الوطني ككل؛
- تتيح بديلاً تموالياً واسعاً جداً، لقدرتها الكبيرة على تعبئة الادخار من خلال استغلال وتوظيف حتى الفوائض المالية الصغيرة للأفراد من صغار المدخرين؛
- تتيح فرصاً لتحقيق التخصيص الأمثل للموارد المالية المتاحة، ومنه تحسين مستوى استغلال الموارد الاقتصادية للبلد عامة؛
- تتيح للمنتجين والمستثمرين من ذوي الحاجة إلى التمويل بديلاً تموالياً يفاضلون بينه وبين خيار التمويل غير المباشر؛

¹ - مبارك بن سليمان آل فواز، مرجع سبق ذكره، ص 7

- تتيح للمنتجين والمستثمرين من ذوي الحاجة إلى التمويل بديلا تمويليا غير ملزم في حال تم ذلك بإصدار أسهم جديدة، يجعلهم في أريحية تامة في علاقتهم بالمكتتبين من حملة الأسهم؛
- تتيح إمكانية الجمع بين خاصيتي العائد والسيولة، خاصة أمام صغار المدخرين الذين غالبا ما يمتنعون عن التوظيف بسبب حاجتهم المستمرة للسيولة، فتتيح لهم سوق رأس المال فرصة التوظيف مع إمكانية تحويل ما يحوزون من أوراق مالية إلى سيولة كاملة متى أرادوا بسرعة وبيسر وبدون أية تكلفة في الغالب، مع إمكانية تحقيق أرباح رأسمالية من ذلك.

ثالثا: هيكل سوق رأس المال

تشكل سوق رأس المال من مستويين؛ مستوى أول يمثل السوق الأولية ومستوى ثاني يمثل السوق الثانوية.

1- السوق الأولية: تمثل السوق الأولية سوقا للإصدارات الجديدة من الأوراق المالية متوسطة وطويلة الأجل، أسهما وسندات، تطرح للبيع من طرف أصحاب الحاجة إلى التمويل الراغبين في تحسيد مشاريعهم الإنتاجية أو توسعتها، أمام الراغبين في توظيف أو استثمار فوائضهم المالية من الأفراد والمؤسسات من أصحاب الفوائض المالية، من خلال عملية الاكتتاب.

1-1- كيفية اكتتاب الأوراق المالية: يتم التعامل في السوق الأولية من خلال الاكتتاب الذي يعبر عن العملية التي يتم بموجبها بيع وشراء الإصدارات الجديدة من الأسهم والسندات. وهو ما يتم وفقا للحالتين:

1-1-1- الحالة الأولى: يتم الاكتتاب فيها وفقا لطريقتين. الأولى عندما يكون الغرض هو تكوين رأس مال المؤسسة، حيث يتم طرح الأسهم المصدرة للاكتتاب العام، أي طرحها للبيع أمام الجمهور، وهذا عند إنشاء المؤسسة واللجوء إلى طريقة التأسيس المفتوح.¹ والثانية عندما يكون الغرض هو زيادة رأس مال المؤسسة. أي في حالة مؤسسة قائمة أو نشطة وتريد زيادة رأس مالها من أجل تعزيز قدرتها على التوسع في الإنتاج والاستثمار.

1-1-2- الحالة الثانية: تكون عندما يكون هدف المؤسسة هو فقط الحصول على موارد مالية من أجل سد احتياجاتها التمويلية، سواء تعلق الأمر باحتياجات خاصة بتمويل عملياتها الجارية، أو احتياجات من أجل

¹ - قد تكفي المؤسسة عند الانشاء بمساهمات الشركاء فقط، وهذا في حالة التأسيس المغلق عند الإنشاء.

توسيع أنشطتها الإنتاجية أو الاستثمارية. أي أنّ هذه الحالة تكون عندما تصدر المؤسسة سندات كأداة للاقتراض المباشر، تستخدمها بديلا عن الاقتراض غير المباشر من البنوك.

1-2-1- كيفية بيع الأوراق المالية: يتم بيع الأوراق المالية في السوق الأولية وفق طريقين، تتحدد بشكل أساسي بحسب نوع الورقة المالية.

1-2-1-1- طريقة البيع المباشر: تعتمد هذه الطريقة حين تكون الأوراق المالية المصدرة ليست بالعدد الكبير جدا، بحيث لا يتطلب تصريفها الاستعانة بوسيط مختص في ذلك. حيث تتولى المؤسسة المصدرة في هذه الحالة بيع أوراقها المالية التي أصدرتها بنفسها، وهي عملية قد تنجح فيها بشكل كامل إذا تمكنت من تصريف كل الأوراق، كما أنّها قد لا تنجح في تصريف كل الأوراق فيكون نجاحها حينها نسبيا فقط.

1-2-2-1- طريقة البيع غير المباشر: تعتمد هذه الطريقة في الغالب، حين تكون المؤسسة المصدرة تفتقد للخبرة التي تؤهلها لأن تتولى بنفسها مهمة بيع ما أصدرته من أوراق مالية، لأنّ ذلك يتطلب دراية كبيرة بآليات وأساليب التطمين والإقناع بالشراء التي تتوقف بدرجة كبيرة على خبرة الوسيط وعلى قوة وعمق علاقته العامة.

كما تلجأ المؤسسة المصدرة إلى البيع غير المباشر أيضا حين يكون عدد ما أصدرته من الأوراق المالية كبيرا جدا، يتجاوز قدرتها على التصريف أو البيع الشخصي. فتضطر في هاتين الحالتين إلى البيع غير الشخصي، بحيث توكل مهمة ذلك إلى وسيط، غالبا ما يكون بنكا تجاريا أو بنك استثمار خبيرا متمرسا في هذا المجال.

2- السوق الثانوية: تمثل السوق الثانوية سوقا لتداول الأوراق المالية بين مشتروها الأولين الراغبين في التنازل عنها ومشترؤون جدد يريدون توظيف أو استثمار فوائضهم المالية، من أفراد ومؤسسات بنكية ومؤسسات مالية غير بنكية، وغيرها من المؤسسات عامة. أي أنّها سوقا للأوراق المالية التي أصدرت من قبل وسبق الاكتتاب فيها في السوق الأولية.

وتصنف السوق الثانوية إلى سوقين؛ السوق المنظمة أو الرسمية، وهي المعروفة باسم البورصة، والسوق غير المنظمة أو غير الرسمية.

2-1- السوق المنظمة: السوق المنظمة أو الرسمية، هي السوق الشائع تسميتها بالبورصة،¹ وهي السوق التي يتم فيها تداول الأوراق المالية من أسهم وسندات عن طريق المزايدة العلنية. حيث تعرض كافة أوامر البيع والشراء على كافة المشاركين في آن واحد. ويقوم السماسرة في هذه السوق بالتعامل نيابة عن المستثمرين مقابل عمولة. وتتميز سوق الأوراق المنظمة أو الرسمية بأنها:

- لها مكانا محددًا مخصصًا لتداول الأوراق المالية بيعًا وشراءً؛
- لها ضوابط وإجراءات محددة تنظم وتضبط تداول الأوراق المالية بيعًا وشراءً؛
- يتم في سوق الأوراق المالية المنظمة تسجيل الأوراق المالية وفقًا لقواعد معينة. ويرجع ذلك إلى أنّ سوق الأوراق المالية هي الجهة المنوط بها إصدار شهادات نقل ملكية الأسهم، والتي بموجبها يتم تعديل سجل المساهمين لدى المؤسسة المشاركة المصدرة للأسهم.²

2-2- السوق غير المنظمة: تعرف السوق غير المنظمة بأنها سوقًا للمفاوضة، غير رسمية وغير مركزية، يجري التعامل فيها بصفة أساسية على الأوراق المالية غير المقيدة في جداول أسعار الأسواق الرسمية.

وتعتبر سوقًا للتفاوض لأنّ الأسعار فيها تخضع للتفاوض. أي أنّ تداول الأوراق المالية بيعًا وشراءً يتم بالتفاوض بين البائعين والمشتريين. وهي أيضًا غير مركزية لأنّ عمليات البيع والشراء لا تتم في مكان واحد محدد خصيصًا لهذا الغرض كما هو الحال في السوق المنظمة، أي في البورصة.³ وتتفرع السوق غير المنظمة إلى ما يسمى بالسوق الثالثة والسوق الرابعة.⁴

2-2-1- السوق الثالثة: هي سوق غير رسمية على أوراق مقيدة في السوق الرسمية. ويرجع السبب في قيام هذه السوق إلى الصعوبات التي غالبًا ما تلاحقها المؤسسات عند بيعها لكميات كبيرة من الأوراق المالية المقيدة في البورصات، لذلك قامت المؤسسات غير المشتركة في عضوية البورصات بالولايات المتحدة الأمريكية بإنشاء أسواق غير رسمية يجري التعامل من خلالها على بعض الأوراق المقيدة في جداول أسعار السوق الرسمية.

¹ - يعود أصل كلمة بورصة "Bourse" إلى مدينة "Bruges" البلجيكية، حيث كان التجار القادمون من المناطق المجاورة وحتى من دول الجوار، يجتمعون بفندق لعائلة "Van Der Bourse"، وكان أفراد العائلة يتوسطون بينهم في إبرام صفقاتهم وتسوية تعاملاتهم التجارية والمالية تحديدًا. وبعد اشتهاار المكان بطبيعة ما كان يتم فيه من تعاملات، أصبح كل مكان يُجرى فيه مثل تلك العمليات يطلق عليه تسمية بورصة "Bourse".

² - السيد متولي عبد القادر، مرجع سبق ذكره، ص 138

³ - سمير عبد الحميد رضوان، أسواق الأوراق المالية ودورها في تمويل التنمية الاقتصادية، المعهد العلمي للفكر الإسلامي، القاهرة 1996، ص 52

⁴ - نفس المرجع أعلاه، ص 58

وعلى الرغم من أنّ المعاملات تتم في إطار السوق غير الرسمية، إلّا أنّ أسعارها ترتبط بأسعار التعامل في البورصة. وقد أطلق على هذه السوق اسم السوق الثالثة تمييزاً لها عن غيرها من الأسواق.

2-2-2- السوق الرابعة: هي سوق التعامل المباشر على الأوراق غير المقيدة في البورصة. أي أنّها سوقاً تتعامل فيها المؤسسات الكبرى فيما بينها بشكل مباشر وبدون وساطة. ويعود سبب استبعاد الوسطاء والسماسة من هذه السوق رغبة من الشركات الكبيرة التي ترغب في إتمام صفقات كبيرة¹ في تخفيض التكاليف، فتتكفل بنفسها بالبحث عن بائع أو مشتري لإتمام صفقتها.

رابعاً: أدوات التعامل في سوق رأس المال

تداول في سوق الأوراق المالية (البورصة) عدة أنواع من الأوراق المالية، منها، الأسهم، السندات، الأوراق المالية المضمونة بأصول وشهادات الإيداع الدولية.

1- الأسهم: يعرف السهم على أنّه شهادة ملكية قابلة للتداول، تعترف بموجبه الشركة المصدرة له، بملكية صاحبه لجزء من رأس مالها يعادل قيمته الإسمية. وتصدر الأسهم في حالتين؛ الأولى عند تأسيس الشركة لتكوين رأسمالها. والحالة الثانية، بدافع زيادة رأس مال الشركة. وتعتبر الأسهم من أهم الأدوات المالية التي تلجأ إليها المؤسسات ذات الحاجة إلى التمويل، بسبب الكثير من المزايا التي تميزها عن غيرها من الأدوات المالية الأخرى، أبرزها أنّها لا تولد أي التزامات للشركة المصدرة تجاه حملة الأسهم، عدا الحق في جزء من الأرباح الموزعة.

ويحصل حامل السهم على عائد يمثل نسبة من الأرباح السنوية الموزعة للشركة، تعادل قيمتها القيمة النسبية لمجموع الأسهم التي يحوزها من مجموع أسهم الشركة. مع إمكانية عدم حصوله على أي عائد في حالة عدم تحقيق الشركة لأرباح، أو في حالة قررت الشركة تجميد توزيع الأرباح لدوافع استثمارية توسعية.

وتصنف الأسهم إلى أسهم عادية وأسهم ممتازة.

1-1- الأسهم العادية: الأسهم العادية هي الأسهم المقصودة عند الكلام عن الأسهم بصفة عامة أو دون تحديد. وتعرف على أنّها تلك التي لا تعطى لحاملها أي حقوق استثنائية غير المتعارف عليها، من الحق في جزء من الأرباح الموزعة أو جزء من رأس المال المتبقي عند التصفية بعد أخذ أصحاب الأولوية من ذوا الحقوق

¹ - الصفقة الكبيرة هي التي يزيد عدد الأسهم فيها عن العشرة آلاف 10.000 سهم.

حقوقهم أو أنصبتهم والحق في نقل الملكية وحق التصويت وحق الأولوية في الاكتتاب في الأسهم الجديدة للشركة، وغيرها.

وللأسهم العادية، ثلاثة قيم هي: القيمة الإسمية، القيمة الدفترية والقيمة السوقية.

1-1-1- القيمة الإسمية: في تلك المسجلة على الورقة أي فوق السهم، وهي قيمة تحدد في العقد التأسيسي للشركة.

1-1-2- القيمة الدفترية: هي قيمة حقوق الملكية المتضمنة الاحتياطات والأرباح غير الموزعة أو المحتجزة مقسومة على عدد الأسهم العادية.

1-1-3- القيمة السوقية: هي القيمة التي يباع بها السهم في سوق رأس المال. وقد تكون هذه القيمة أكبر من القيمة الإسمية، كما قد تكون أقل منها.

1-2- الأسهم الممتازة: تعرف الأسهم الممتازة، بأنها تلك التي تعطي لحاملها حق الحصول على عائد ثابت من أرباح الشركة تحدد قيمته كنسبة من قيمتها الإسمية، مع حق الأولوية في الحصول على الحقوق من الأرباح الموزعة وحصته من رأس مال الشركة في حالة تصفيتها، قبل حملة الأسهم العادية. ولهذا سميت بالممتازة.

وتتميز الأسهم الممتازة، بأنها تشبه السند في كونها تمثل التزاما بعائد ثابت تتحدد قيمته مسبقا كنسبة من قيمة السهم. غير أنها تختلف عنه في كون عائدها الثابت مشروطا بالنتيجة الموجبة لنشاط المؤسسة. بحيث إذا لم تحقق المؤسسة ربحا سقط حق السهم الممتاز في العائد الثابت. وهذا عكس السند، الذي يبقى عائده ملزما بغض النظر عن نتيجة نشاط المؤسسة، ربحا كانت أم خسارة.

وتصنف الأسهم الممتازة إلى الأنواع التالية:

1-2-1- الأسهم الممتازة المجمعة للأرباح: يعطي هذا النوع من الأسهم، الحق لحاملها في الحصول مستقبلا على الأرباح التي لم يحصل عليها بسبب أن الشركة لم توزع فيها أرباحا لأسباب معينة. ويختلف هذا النوع من الأسهم عن الأسهم غير المجمعة في كون هذه الأخيرة لا تحصل على أرباح إلا في السنة أو في السنوات التي توزع فيها الشركة أرباحا.

1-2-2- الأسهم الممتازة غير المجمعة للأرباح: لا يحصل حامل هذا النوع من الأرباح على أرباح إلا في السنوات التي توزع فيها الشركة أرباحا، بحيث إذا لم توزع الشركة أرباحا في سنة معينة ثم في التي بعدها

وزعت، فإنّ حملة هذه الأسهم لا يحصلون إلّا على أرباح السنة التي تم فيها التوزيع، ولا يكون لهم الحق في أرباح السنة التي قبلها التي لم يتم فيها التوزيع، وهذا عكس الأسهم الممتازة المجمعة للأرباح التي يحصل حاملها على أرباح السنة السابقة التي لم يتم فيها التوزيع، مثلما سبقت الإشارة.

1-2-3- الأسهم الممتازة القابلة للتحويل: هي أسهما لحاملها الحق في تحويلها إلى أسهم عادية متى رغب في ذلك.

1-2-4- الأسهم الممتازة غير القابلة للتحويل: هي أسهما ليس لحاملها الحق في تحويلها إلى أي نوع آخر من الأوراق المالية.

1-2-5- الأسهم الممتازة المشاركة: هي أسهما تعطي لحاملها الحق في مشاركة حملة الأسهم العادية في الأرباح الموزعة، بعد ما يكون قد حصل على العائد السنوي الثابت من الأرباح. أي أنّ هذه الأسهم تعطي الحق لحاملها في توزيعين من الأرباح في السنة الواحدة.

1-2-6- الأسهم الممتازة مضمونة الأرباح: هي أسهما يحصل حاملها على عائد ثابت مضمون محدد مسبقا، يحسب كنسبة من قيمتها الإسمية حتى وإن لم تحقق الشركة ربح.

1-2-7- الأسهم الممتازة القابلة للاستدعاء: هي أسهما يحق للشركة المصدرة لها استرجاعها، أي استدعائها متى أرادت ذلك، مع تسديد كامل الحقوق المستحقة لحاملتها.

2- السندات: يعرف السند على أنّه وثيقة دين، متوسط وطويل الأجل، قابلة للتداول، تصدره الجهات ذات الحاجة إلى التمويل، حكومات كانت أو مؤسسات، تعترف بموجبه لحامله بمديونيتها تجاهه بقيمته الإسمية لفترة تمتد إلى غاية أجل الاستحقاق المتفق عليه. مع التزامها بدفع فوائد دورية نصف سنوية أو سنوية في الغالب، خلال كامل تلك الفترة.

وتصنف السندات إلى عدة أنواع وفقا لمعيارين اثنين، كما يلي:

2-1- أنواع السندات وفقا لتاريخ الوفاء بقيمتها: تصنف السندات وفقا لهذا المعيار إلى:

2-1-1- السندات ذات تاريخ الوفاء المحدد: هي سندات لها تاريخ استحقاق محدد، تلتزم الجهة المصدرة لها عنده بالوفاء بقيمة السند دون تأخير. كما لا يحق للجهة المصدرة المطالبة باستدعاء السند والوفاء بقيمته قبل تاريخ الوفاء المتفق عليه.

2-1-2- السندات الدائمة: هي سندات ليس لها تاريخ استحقاق محدد، حيث يكون بإمكان حاملها استحقاق قيمتها من خلال البيع، وقد يكون ذلك بقيمة أكبر أو أصغر من قيمتها الاسمية. كما بإمكان الجهة المصدرة أن تكون هي المشتري.

2-1-3- السندات القابلة للاستدعاء: هي سندات بإمكان الجهة المصدرة لها الوفاء بقيمتها قبل تاريخ استحقاقها المعلن أو المتفق عليه.

2-1-4- السندات القابلة للتحويل: هي سندات يحق لحاملها تحويلها إلى أسهم عادية. ويصدر هذا النوع من السندات من قبل المؤسسات الراغبة في إصدار أسهم، إلا أنها تخشى عدم نجاح العملية لعدم معرفة الأفراد بها وعدم ثقتهم في قدرتها على تحقيق الأرباح ومن ثم عدم ثقتهم في مردودية أسهمها. لذلك تلجأ هذه المؤسسات لإصدار السندات مع إمكانية تحويلها إلى أسهم بعدما يتعرف حاملوها على المؤسسة المصدرة ويثقون في حسن أدائها.

2-2- أنواع السندات وفقا لمعيار الدخل: تصنف السندات وفقا لهذا المعيار إلى:¹

2-2-1- السندات ذات معدل الفائدة الثابت: هي سندات لها فائدة ثابتة، تحدد كنسبة من قيمتها الاسمية، تدفع سنويا في الغالب حتى بلوغ أجل الاستحقاق أين يتم الوفاء بقيمتها الاسمية.

2-2-2- السندات ذات معدل الفائدة المتغير: هي سندا لا تحدد فائدتها كنسبة ثابتة من قيمتها الاسمية، وإنما تتحدد بحسب أسعار الفائدة الجارية في السوق.

2-2-3- السندات التي لا تحمل معدل فائدة (ذات الكوبون الصفري): هي سندات تباع بخخص من قيمتها الاسمية. فهي لا تحمل معدل فائدة وأنّ العائد الذي يحصل عليه حاملها هو الفرق بين قيمتها الاسمية التي يحصل عليها عند تاريخ الاستحقاق والقيمة التي اشتراها بها.

¹ - مبارك بن سليمان آل فواز، مرجع سبق ذكره، ص22

2-2-4- سند الدخل: هي سندات يكون حصول حاملها على فوائد مشروطا بحصول المؤسسة المصدرة لها على أرباح. إلا أنه قد ينص في عقد الإصدار على دفع فوائد السنوات التي لم تتحقق فيها أرباح من أرباح السنوات اللاحقة.

2-2-5- السندات المشاركة: هي سندات تعطي لحاملها الحق في الحصول على أرباح عندما تصل أرباح المؤسسة المصدرة إلى حد معين إضافة إلى الفوائد الدورية.

3- الأوراق المالية المضمونة بأصول (التوريق): يقصد بالتوريق العملية التي يتم بموجبها تحويل الحقوق المالية المستحقة على قروض عقارية في الغالب، إلى أوراق مالية مضمونة بتلك الأصول. أي أن التوريق هو عملية تستهدف من خلالها مؤسسة مالكة لديون على الغير واحتاجت إلى السيولة، تحويل ديونها تلك إلى أوراق مالية مضمونة بأصول تلك الديون وطرحها للبيع لتحصيل قيمتها المالية، على أن يستفيد مشتروها، من التدفقات المالية لتلك الديون.

وتعتبر الأوراق المالية المضمونة بأصول أدوات إقراض يتم تداولها في السوق الثانوية، وتكون مضمونة بأصل له عائد تمتلكه المؤسسة المصدرة. وتتميز هذه الأوراق المالية بعائدها المرتفع وبسيولتها العالية، مما يجذب المستثمرين الذين لديهم الاستعداد لتحمل مخاطر الائتمان إليها.

ومن الأوراق المالية المضمونة بأصول؛ أوراق الرهن العقاري والتزامات السندات المضمونة والتزامات القروض المضمونة وديون المشروعات الصغيرة والسيارات المؤجرة والأوراق التجارية المضمونة بأصول وقروض شراء وتأجير المنازل وغيرها.¹

4- شهادات الإيداع الدولية: تعتبر شهادات الإيداع الدولية من أدوات الاستثمار المبتكرة، تمثل أداة جيدة من أدوات التمويل، تربط الاقتصاد المحلي بالأسواق المالية في الخارج.

وهي أداة مالية قابلة للتداول في أسواق المال الدولية، تصدرها مؤسسات أو بنوك دولية، بالدولار الأمريكي أو بأي عملة دولية أخرى، مقابل الاحتفاظ بغطاء يقابلها من الأسهم المحلية، وذلك بناء على اتفاق مع مؤسسة مصدرة محلية.

¹ - السيد متولي عبد القادر، مرجع سبق ذكره، ص154

ويتم إيداع الأوراق المالية لتلك المؤسسة لدى وكيل بنك الإيداع أو بنك الإصدار الذي يكون في الغالب محلياً. ومن ثم فإنه يتم تداول شهادات الإيداع كبديل عن الأوراق المالية الأصلية في أسواق المال الدولية، مثل بورصة لندن. ولأنّ مالك شهادات الإيداع هو في الحقيقة مالك الأسهم المحلية المقابلة لها، فإنّ له الحقوق المترتبة لمالك السهم المحلي من حيث التوزيعات النقدية والعينية وبيع الأسهم.¹

¹ - السيد متولي عبد القادر، مرجع سبق ذكره، ص 156

الأسواق الآجلة

تعود فكرة الأسواق الآجلة إلى حرص التجار أو العارضون تحديداً، على تجنب الأخطار المتصلة بتقلبات الأسعار في المستقبل وتخوفهم من تكبد خسائر جراء ذلك. حيث كانوا يعمدون إلى بيع منتجاتهم بالأسعار الجارية التي يعتبرونها مجزية فيقومون بإبرام عقود بيع لسلع معينة بأسعار محددة، يتم إيفائها وتسليم السلع وقبض قيمتها المالية مستقبلاً في تواريخ متفق عليها.

والأمر نفسه بالنسبة للمشتريين أو الطالبين، الذين وتخوفاً من ارتفاع أسعار السلع أو المنتجات موضوع مبادلاتهم في المستقبل عن مستواها الجاري الذي يعتبرونه مقبولا، كانوا يعمدون لإبرام عقود شراء سلعاً معينة بكميات وبأسعار محددة، على أن يتم إيفائها واستلام السلع ودفع ثمنها مستقبلاً في تواريخ محددة متفقاً عليها.

ومع الوقت اتسع هذا النوع من المعاملات ليشمل كل مواضيع المبادلات ويدخل كل الأسواق بما فيها سوق الأوراق المالية، حيث صارت العقود الآجلة تتداول مثلها مثل باقي الأوراق المالية الأخرى بالكثير من بورصات الأوراق المالية عبر العالم، وخاصة بالولايات المتحدة الأمريكية وأوروبا.

وتعرف الأسواق الآجلة على أنها نوع من المعاملات المالية، تتم في بورصات الأوراق المالية موضوعها عقود بيع نوع معين من الأوراق المالية بسعر معين، على أن يتم تسليم الأوراق المالية المباعة وقبض ثمن البيع مستقبلاً في تواريخ محددة متفق عليها، تسمى تواريخ التصفية.

أي أنّ أصل هذه الأسواق وفكرة ظهورها، تعود إلى ما صار يعرف حديثاً بإدارة المخاطر والتحوط، من خلال محاولة تثبيت الأسعار. غير أنّها أصبحت في الوقت الحاضر غير ذلك تماماً، حيث تحولت إلى أسواق للمضاربة بامتياز، وذلك أنّ نسبة قليلة جداً من تلك العقود يتم إيفائها في مواضيعها السلعية، والنسبة الأكبر منها تتم المضاربة فيها من خلال فروقات الأسعار الجارية للسلع موضوع التعاقد والأسعار المثبتة في عقود البيع الآجلة.

بمعنى أنّ من يشتري هذه العقود، قد لا يكون هدفه شراء السلعة موضوع العقد في المستقبل، وإنّما المضاربة في سعرها وتحقيق أرباح من ذلك. حيث كلما ارتفع سعر تلك السلعة كلما أمكنه ذلك بيع العقد بسعر أعلى، وهكذا. وبهذه الكيفية أصبحت الأسواق الآجلة أو أسواق المشتقات مثلما تسمى أيضاً، أكثر

الأسواق رواجاً على الإطلاق. حيث تشير بعض الإحصائيات إلى أن قيمتها في السنوات الأخيرة فاقت قيمة الأصول الحقيقية التي تمثلها بأضعاف كثيرة. حيث تراوحت قيمتها عام 2013، في حدود 1.2 كوادريليون دولار أمريكي.¹ مقابل ما يتراوح بين 50 و 60 تريليون دولار أمريكي فقط من الأصول الحقيقية التي تمثلها.² وعليه فقد صارت هذه الأسواق، أي الأسواق الآجلة واسعة جداً، حيث اتسع موضوع التداول فيها ليشمل الكثير من الأدوات، أبرزها، المستقبلات والخيارات والمبادلات.

أولاً: المستقبلات

المستقبلات أو العقود المستقبلية، هي عقود بيع وشراء آجلة يتم تداولها في أسواق رأس المال المنظمة، أي في بورصات الأوراق المالية. موضوعها بيع وشراء كمية معينة من أصل حقيقي أو مالي بسعر محدد مسبقاً، على أن يتم التسليم مستقبلاً في تاريخ محدد متفق عليه مسبقاً.

كما تعرف العقود المستقبلية على أنها التزام متبادل بين طرفين، يفرض على أحدهما أن يسلم للآخر أو يستلم منه مستقبلاً من خلال وسيط، كمية محددة من أصل معين، سلعة كان أو ورقة مالية، في زمان ومكان محددين وبسعر محدد أيضاً.

1- خصائص العقود المستقبلية: تتميز العقود المستقبلية بنمطيتها. أي أنها متماثلة، تحدد شروطها ومواصفاتها من طرف إدارة السوق، ويشمل ذلك كل من:³

- حجم العقد. أي مقدار الشيء موضوع العقد إذا كان يقدر بالكمية أو بالوزن، كالقمح أو الذهب مثلاً، أو عدده إذا كان يقدر بالعدد كالأسهم، أو قيمته إذا كان يقدر بالقيمة كأذونات الخزنة؛

كما تحدد إدارة السوق حداً أقصى يختلف باختلاف الشيء موضوع التعاقد، لعدد العقود التي يكون بإمكان المتعامل الواحد إبرامها؛

¹ - الكوادريليون يساوي ألف تريليون.

² - Abozaid, Abdulazeem, Shariah and Maqasid analysis of financial derivatives, 2014, p2, <https://mpira.ub.uni-muenchen.de/93382/>

³ - مبارك بن سليمان آل فواز، مرجع سبق ذكره، ص 86

- تاريخ تنفيذ العقود. وذلك بتحديد الأيام والأشهر التي يتم فيها التسليم والاستلام. أي تحديد تواريخ الإيفاء؛
- تحديد مقدار الحد الأدنى والحد الأقصى للتغير في أسعار العقود، زيادة ونقصانا، وعادة ما تختلف هذه الحدود السعرية باختلاف الأصول موضوع التعاقد؛
- متطلبات التعامل. ومن ذلك أن يودع كل طرف من طرفي العقد لدى السوق المالية، أي لدى البورصة، مبلغا من المال يسمى الهامش، يتراوح مقداره بين خمسة 05 % وخمسة عشرة 15 % من قيمة العقد، يختلف من أصل لآخر؛
- صفات الشيء أو الأصل موضوع التعاقد من حيث النوع ومستوى الجودة؛
- طرق ووسائل التسليم.

2- الفرق بين العقود المستقبلية والعقود الآجلة: تتمثل أهم الاختلافات الموجودة بين العقود المستقبلية والعقود الآجلة، رغم أنّ كلاهما عقودا مؤجلة التنفيذ، فيما يلي:¹

- العقود المستقبلية عقودا نمطية تحدد شروطها وأحكامها من طرف السوق، أما العقود الآجلة فهي عقودا عادية يحدد شروطها الطرفان المتعاقدان؛
- تجرى العقود المستقبلية على كل ما يتداول في البورصة من سلع وأسهم وسندات ومؤشرات مالية وغيرها، أما العقود الآجلة فموضوعها في الغالب هو السلع؛
- هدف العقود المستقبلية في الغالب هو المضاربة في الأسعار، فتنتهي بالتسوية، في حين الغرض من العقود الآجلة في الغالب هو التحوط من مخاطر تقلب الأسعار، فتنتهي بالتسليم؛
- يشترط وجوبا في العقود المستقبلية، دفع هامش تختلف قيمته باختلاف موضوع التعاقد، عكس العقود الآجلة التي لا يشترط فيها ذلك؛
- إمكانية تسوية العقود المستقبلية في أي تاريخ قبل التاريخ المتفق عليه في العقد وفقا لقوانين السوق المنظمة، عكس ما هو عليه الأمر بالنسبة للعقود الآجلة، حيث لا يمكن تسوية العقد إلا في تاريخ التسليم المتفق عليه في العقد.

¹ - Abozaid, Abdulazeem, op.cit, p4

ثانيا: الخيارات

الخيارات أو عقود حقوق الاختيار، هي عقود قابلة للتداول تعطي لمالكها الحق في شراء أو بيع عدد من الأوراق المالية في تاريخ لاحق، بسعر محدد مسبقا وقت إبرام العقد.¹ على أن يكون لمشتري حق الاختيار الحق في عدم تنفيذ العقد، على أن يدفع للبائع مقابلا على عدم التنفيذ، يسمى محرر حق الاختيار.

كما تعرف عقود حقوق الاختيار أيضا على أنها عقود تعطي لمالكها الحق في بيع أو شراء كمية معينة من سلعه معينة في تاريخ معين وبسعر معين محدد مسبقا، على أن يكون لصاحب العقد الحق في عدم تنفيذه كما له الحق في التنفيذ، وهذا يتوقف على تنبؤه بتطورات الأسعار، وتقديره بناء على اتجاهات تغيرها، أي الخيارين سيكون في صالحه، تنفيذ العقد أم عدم تنفيذه، شريطة أن يدفع للبائع في حالة عدم التنفيذ قيمة مالية معلومة مقابل الإلغاء.

1- خصائص عقود حقوق الاختيار: تتميز عقود حقوق الاختيار بجملة من الخصائص، أبرزها ما يلي:²

- عقد حق الاختيار هو عقد على حق مجرد وليس على أسهم معينة مثلا، يعطي لمشتريه حق بيع أو شراء أسهم معينة محددة في العقد. فموضوع العقد هو حق الاختيار في حد ذاته وليس الأسهم المحددة في العقد؛
- عقد حق الاختيار ملزم لأحد طرفي العقد فقط، هو البائع، أي بائع حق الاختيار، وليس ملزم للمشتري، أي لمشتري حق الاختيار؛
- عقد حق الاختيار، عقد بين طرفين؛ الطرف الأول هو مشتري حق الاختيار الذي يملك بمقتضى العقد الحق في بيع أو شراء الأسهم المنصوص عليها في العقد خلال مدة الاختيار أو خلال فترة سريان العقد؛
- والطرف الثاني هو بائع حق الاختيار، ويسمى محرر عقد حق الاختيار، وهو الطرف الذي يلتزم ببيع أو شراء الأسهم المنصوص عليها في العقد عندما يقرر ذلك مشتري حق الاختيار.
- يتضمن عقد الاختيار بعض العناصر الواجب توفرها، تتمثل في:

¹ - عبد النافع عبد الله الزرري وغازي توفيق فرح، مرجع سبق ذكره، ص50

² - مبارك بن سليمان آل فواز، مرجع سبق ذكره، ص98

* الأصل محل الاختيار. حيث لابد من بيان نوعه وكميته، سواء كان أسهما أو سلعا أو عملات أو مؤشرات أو غيرها؛

* سعر التنفيذ. ويسمى سعر الممارسة، وهو السعر الذي يحق لمشتري حق الاختيار أن يشتري أو يبيع به الأسهم إذا رغب في ذلك، أو تتم على أساسه التسوية بين طرفي العقد في تاريخ التنفيذ؛

* تاريخ التنفيذ. هو التاريخ الذي ينتهي عنده حق المشتري في الاختيار، كما أنه قد لا يحق للمشتري التنفيذ إلا عنده.

* ثمن الاختيار. ويسمى العلاوة، وهو المبلغ الذي يدفعه المشتري لمحرر عقد حق الاختيار لقاء تمتعه بهذا الحق والتزام المحرر بالتنفيذ. وهو لا يسترد، سواء مارس المشتري حقه في الاختيار أم لم يمارسه.

- حق الاختيار حقا قابلا للتداول، ولذلك يعد أداة مالية مشتقة، تستمد قيمتها من قيمة الأصل محل الاختيار؛
- يدفع كلى طرفي عقد حق الاختيار عمولة للسمسار الذي يتعاملان معه، وتحدد قيمة العمولة بنسبة من ثمن حق الاختيار وليس من ثمن الأسهم محل الاختيار. وعند التنفيذ يدفعان عمولة أخرى للسمسار، تحدد بنسبة معينة من سعر التنفيذ وليس من القيمة السوقية للأسهم محل الاختيار.

2- أنواع عقود الاختيار: تصنف عقود الاختيار إلى:

- عقود اختيار الشراء؛
- عقود اختيار البيع.

كما تصنف وفقا لمعايير أخرى، إلى ما يلي:¹

- وفقا لتاريخ تنفيذ العقد: تصنف إلى:

* عقود الاختيار الأمريكية: هي عقود يسمح للمشتري بموجبها أن يمارس حقه في الاختيار، بالتنفيذ في أي وقت من فترة سريان العقد؛

¹ - السيد متولي عبد القادر، مرجع سبق ذكره، ص 245

* عقود الاختيار الأوروبية: هي عقود يسمح للمشتري بموجبها أن يمارس حقه في الاختيار عند تاريخ نهاية العقد فقط وليس خلال فترة سريان العقد.

- وفقا للتغطية: تصنف إلى:

* عقود الاختيار المغطاة: هي عقود يمتلك فيها محرر العقد الأصول موضوع العقد. بحيث إذا قرر المشتري تنفيذ حق الاختيار، سلمها له. أي أن محرر العقد يتوفر على تغطية حق الاختيار؛

* عقود الاختيار غير المغطاة: هي عقود لا يمتلك فيها محرر العقد الأصول موضوع العقد. بحيث إذا قرر المشتري تنفيذ حق الاختيار، اضطر محرر العقد إلى شرائها من السوق ليسلمها له. أي أن محرر العقد لا يتوفر على تغطية حق الاختيار؛

- وفقا للربحية: تصنف إلى:

* عقود الاختيار المربحة: هي عقود تحقق أرباحا إذا كان سعر السوق أكبر من سعر التنفيذ المحدد في العقد؛

* عقود الاختيار الغير مربحة: هي عقود اختيار الشراء. وتكون غير مربحة إذا كان سعر السوق أقل من سعر التنفيذ؛

* عقود الاختيار المتعادلة: هي عقود الاختيار التي يكون سعر التنفيذ فيها قريبا من السعر السوقي للسهم.

2-1- عقود اختيار الشراء: هي عقود تعطي لمالكها، مشتري حق الاختيار، الحق في شراء عدد محدد من الأسهم أو أوراق مالية أخرى أو سلعة معينة، أو غيرها، بسعر محدد وفي تاريخ محدد أو خلال فترة معينة، مقابل مكافئة أو علاوة يدفعها مشتري حق الاختيار لمحرره.

مثال: فرضا أنه تم الإعلان عن اختيار شراء أسهم شركة معينة بالخصائص التالية:

- عدد الأسهم 10
- سعر التنفيذ 100 دج للسهم الواحد
- مدة الاختيار ثلاثة أشهر
- ثمن الاختيار 05 دج على السهم الواحد

فإذا توقع أحد المستثمرين ارتفاع أسعار تلك الأسهم خلال فترة الاختيار، وتوقع الآخر انخفاض أسعارها، فإنّ الأول سيدخل السوق مشترياً لهذا الاختيار الذي يخوله شراء تلك الأسهم خلال تلك الفترة، بينما سيدخل الثاني بائعاً له. وبما أنّ المشتري هو المالك للاختيار، فإنّه يمكن بيان الحالات التي يقرر فيها شراء الأسهم من عدمه، مع بيان ما سينتج عن ذلك من ربح أو خسارة لأحد الطرفين من خلال الافتراضات التالية:

الافتراض الأول: أن ترتفع أسعار تلك الأسهم إلى أعلى من سعر التنفيذ بمقدار يزيد عن ثمن الاختيار. أي ترتفع إلى أكثر من 105 دج، ولنقل إلى 110 دج.

في هذه الحالة فإنّ مشتري حق الاختيار سيشتري الأسهم من محرر حق الاختيار بالسعر المتفق عليه 105 دج (100 دج + 05 دج)، ويبيعها بالسعر الجاري، أي بـ 110 دج، للسهم الواحد، فيحقق ربحاً مقداره 50 دج. (110 دج - 105 دج $\times$ 10 = 50 دج).

أما محرر (بائع) حق الاختيار، ولأنّه لا يملك الأسهم موضوع العقد، فسيشتريها من السوق بسعرها الجاري، 1100 دج. (110 $\times$ 10) ويسلمها لمالك حق الاختيار بالسعر المتفق عليه في العقد 1050 دج (105 دج $\times$ 10)، متكبداً خسارة بـ 50 دج.

الافتراض الثاني: أن تنخفض أسعار تلك الأسهم إلى أقل من سعر التنفيذ، ولنقل 90 دج.

في هذه الحالة فإنّ مالك حق الاختيار لن يشتري الأسهم من محرر العقد، وسيفضل إن كان له رغبة في تملك تلك الأسهم، أن يشتريها من السوق بسعرها الجاري المنخفض، وتنحصر خسارته في العمولة التي دفعها لمحرر العقد، متحملاً خسارة بـ 50 دج (5 دج $\times$ 10). هذه الخسارة هي الربح الذي يحصل عليه محرر عقد الاختيار.

الافتراض الثالث: أن ترتفع أسعار تلك الأسهم إلى أعلى من سعر التنفيذ بمقدار يقل عن ثمن الاختيار، كأن ترتفع مثلاً إلى 103 دج.

في هذه الحالة، سيفضل مالك حق الاختيار أن يشتري الأسهم من السوق بسعرها الجاري، أي بـ 103 دج. وبهذا فإنّه وإن لم يحقق ربحاً، فقد خفض من قيمة خسارته. إذ وعوض أن تكلفه تلك الأسهم

1050 دج ((100 دج + 05 دج) x 10)، فقد كلفته 1030 دج فقط (103 دج x 10). أي أنه تكبد خسارة بـ 20 دج.

2-2- عقود اختيار البيع: هي عقود تعطي للمالكها، مشتري حق الاختيار، الحق في بيع عدد محدد من الأسهم أو أوراق مالية أخرى أو سلعة معينة، أو غيرها، بسعر محدد وفي تاريخ محدد أو خلال فترة معينة، مقابل مكافئة أو علاوة تدفع لمحرر حق الاختيار.

مثال: شخص يملك 100 سهم، سعر السوق للسهم الواحد 80 دج، وأنه ينوي الغياب عن السوق لمدة شهرين مثلاً، وهو لا ينوي بيع أسهمه لإمكانية ارتفاع أسعارها. لكنه في الوقت ذاته يخشى من انخفاض أسعارها خلال فترة غيابه. لذلك واحتياطاً منه قام بشراء حق اختيار بيع تلك الأسهم بـ 70 دج للسهم الواحد لمدة ثلاثة أشهر مقابل 05 دج يدفعها على السهم الواحد ثمناً للاختيار.

فلو حدث وانخفضت أسعار الأسهم إلى أقل من سعر التنفيذ، أي إلى أقل من 70 دج، فإنه سيقوم بتنفيذ حق اختيار البيع وبيع أسهمه لمحرر العقد بسعر التنفيذ المتفق عليه في العقد ويقلل من مقدار خسارته. أما إذا حدث وارتفعت أسعار الأسهم، فإنه لن ينفذ حق البيع وسيحتفظ بأسهمه أو يبيعها في السوق مقابل أن يدفع لمحرر العقد 50 دج (05 دج x 10).

ثالثاً: المبادلات (السواب Swap)

المبادلات، هي عقود بين طرفين، تشبه العقود الآجلة التي يتعهد فيها كل طرف بسداد مدفوعات الطرف الآخر المبنية على أصل أساسي معين خلال فترة زمنية معينة مستقبلاً.

1- مفهوم المبادلات: المبادلات هي عقود تبرم بين طرفين، لتبادل تدفقات نقدية مقابل تدفقات نقدية أخرى خلال فترة زمنية محددة، يتفق عليها، دافعها التحوط ضد المخاطر.

وعلى عكس المستقبلات، فالمبادلات، اتفاقات ثنائية لا تخضع لشروط نمطية معينة، وإنما تتم وفق شروط يتفق عليها بين طرفي العقد. ولهذا فإن التعامل بها لا يتم في البورصات وإنما في الأسواق غير المنظمة فقط.

ويتمثل الدافع إلى إبرام هذا النوع من العقود والاتفاقات وإجراء هذه المعاملات، في الحذر والتحوط ضد المخاطر. وذلك باستهداف الحصول على الفرق بين عائدات الإقراض بأسعار فائدة متغيرة وعائدات

الإقراض بأسعار فائدة ثابتة. أو الحصول على فرق تكلفة الاقتراض بأسعار فائدة متغيرة وتكلفة الاقتراض بأسعار فائدة ثابتة.

2- تصنيف المبادلات: تصنف المبادلات إلى مبادلات أسعار الفائدة ومبادلات العملات.¹

2-1 مبادلات أسعار الفائدة: هي مبادلات تتم بين طرفين، يتفقان على تبادل مدفوعات الفائدة على دين معين، خلال فترة زمنية معينة، بحيث تتطابق تواريخ كل دفعة فائدة يتم تبادلها خلال فترة المبادلة.

حيث يتم وفقا لهذا النوع من المبادلات تحديد مبلغ معين أو قيمة عدد معين من أداة دين معينة، كأساس نظري يستخدم لتحديد قيمة مدفوعات الفائدة التي يتحملها كل طرف، دون أن تشمل المعاملة مبادلة ذلك المبلغ أو تلك الأداة.

حيث يقوم أحد طرفي المعاملة باحتساب دفعات الفائدة المطلوب سدادها للطرف الأول على أساس سعر الفائدة المتغير. ويقوم الطرف الآخر باحتساب دفعات الفائدة المطلوب سدادها للطرف الأول على أساس سعر الفائدة الثابت. وبالتالي فإن ارتفع سعر الفائدة المتغير عن سعر الفائدة الثابت، حقق الطرف الذي يدفع على أساس سعر الفائدة الثابت ربحاً، وتكبد الطرف الذي يدفع على أساس سعر الفائدة المتغير خسارة. وإن انخفض سعر الفائدة المتغير عن سعر الفائدة الثابت، حقق الطرف الذي يدفع على أساس سعر الفائدة المتغير ربحاً، وتكبد الطرف الذي يدفع على أساس سعر الفائدة الثابت خسارة.

2-2 مبادلات العملات: يتضمن هذا النوع من المبادلات اتفاق طرفين على تبادل قيمتين من عملتين مختلفتين لمدة محددة، بحيث يدفع كلا منهما الفوائد على المبلغ الذي حصل عليه مع إعادة تبادل تلك العملات في نهاية مدة التبادل. ويتم هذا النوع من المبادلات عبر ووفق ثلاثة خطوات:

- في بداية العقد: يتم تحديد مبلغ معين من عملة معينة وما يساويه من عملة أخرى بناء على سعر الصرف السائد في السوق وفي ذلك التاريخ، ويقوم الطرفان بالتبادل الفعلي لتلك المبالغ.
- أثناء فترة سريان العقد: يدفع كل طرف الفوائد الدورية على المبلغ الذي تسلمه وبنفس العملة التي تسلمها، على أن تحتسب الفوائد على أساس سعر فائدة ثابت لكلي الطرفين، أو أن يدفع أحد

¹ - أحمد شوقي سليمان، مخاطر المشتقات المالية (عقود وعمليات المبادلات SWAPS، وموقف الفكر الاسلامي منها،

<http://kenanaonline.com/users/ahmed0shawky/posts/913977>

الطرفين على أساس سعر فائدة ثابت ويدفع الآخر على أساس سعر فائدة متغير، أو أن يدفع كلاهما على أساس سعر فائدة متغير.

- في نهاية فترة العقد: تتم إعادة استبدال المبالغ مرة أخرى، سواء بنفس معدل التبادل المستخدم عند بداية الفترة أو باستخدام أسعار الصرف في تاريخ نهاية فترة العقد، أو باستخدام سعر صرف محدد في العقد.

والجدير بالإشارة، أنّ مبادلة العملات هي النوع الذي تتم فيه المبادلة الفعلية للمبلغ الأساسي، حيث تتم مبادلته مرة في بداية مدة العقد ومرة أخرى عند نهايتها. وهذا ما يميز مبادلات العملات عن مبادلات الفائدة.

كفاءة الأسواق المالية

يستهدف المتدخلون في البورصة، موظفون ومستثمرون، تحقيق نتائج مجزية، غير أنّ ذلك يتوقف على الكثير من العوامل والمتغيرات، منها ما هو راجعاً بشكل أساسي ومباشر إليهم، من حيث مدى قدرتهم على تحليل متغيرات السوق واتجاهات تطور الأسعار وما ستكون عليه أوضاعها، وبالتالي مدى دقة وسلامة ما سيتخذونه من قرارات بيع و/أو شراء. ومنها ما هو راجع بشكل أساسي إلى مدى قدرة السوق على عكس كل المعطيات الخاصة بالأوراق المالية المتداولة بها وتحديد الأسهم، بما يسمح للمتدخلين ببناء توقعاتهم عن المكاسب التي قد يحققونها، أو عن المخاطر التي قد يتعرضون لها وما سيتكبّدونه من خسائر جراء ذلك.

أولاً: مفهوم كفاءة سوق المال

يقصد بكفاءة سوق المال، قدرة السوق على عكس كل المعطيات الخاصة بالشركة مصدرة الأسهم المتداولة، سواء تعلق ذلك بالقوائم المالية أو بالتطورات والتحليل التي يقدمها الخبراء والمحللون عبر مختلف وسائل الاعلام، والتي قد يكون لها وقعاً على أسعار أسهمها.

وبالتالي فالسوق الكفؤة هي السوق التي تتسم بمرونة عالية تسمح بتحقيق استجابة سريعة في أسعار الأسهم للتغيرات الحاصلة في تقديرات المحللين والخبراء، وللمعطيات والتحليل الجديدة المقدمة أو المنشورة عن أداء الشركة وعن التطورات التي قد تعرفها على المدينين القريب والمتوسط.

وبذلك فالسوق الكفؤة هي السوق التي تعكس أسعار التداول فيها، الأسعار الحقيقية للأوراق المالية المتداولة، وتحديد الأسهم منها.

أي أنّ السوق الكفؤة هي السوق التي تسودها حالة من التوازن المستمر، بحيث تعكس أسعار الأوراق المالية المعروضة فيها توقعات الموظفين والمستثمرين بشأن المكاسب المقدّر تحقيقها وبشأن المخاطر التي قد يتعرضون لها كذلك،¹ دون أن يعنى ذلك أنّ كل المتدخلون في السوق تكون توقعاتهم وتقديراتهم للمكاسب والمخاطر التي يبنون عليها قراراتهم بالبيع والشراء صحيحة. فنجاح المستثمر أو الموظف في تقدير المكاسب

¹ - عصام حسين، أسواق الأوراق المالية، الطبعة الأولى 2008، دار أسامة للنشر والتوزيع، عمان الأردن، ص 32

والمخاطر بدقة، ومنه قدرته على تحديد السعر المناسب، إنما يتوقف بدرجة كبيرة وبشكل أساسي، مثلما سبقت الإشارة، زيادة على كفاءة السوق، على خبرته هو وعلى كفاءته المكتسبة من التمرس وطول التجربة.

وتجدر الإشارة إلى أنّ السوق لا تكون كفؤة إلا إذا كان المستثمرون يعتقدون بعدم كفاءة السوق، فيسعون بطرقهم الخاصة إلى الحصول على المعطيات وتحليلها للاستفادة منها في تحقيق أرباح غير عادية، ما يؤدي إلى إحداث تغييرات سريعة في القيم الاسمية للأسهم، لتعادل قيمها الحقيقية، فتتحقق بذلك كفاءة السوق.¹

ثانيا: خصائص سوق المال الكفؤة

تتميز سوق المال الكفؤة بجملة من الخصائص، أبرزها ما يلي:²

- كافة المعطيات الضرورية متاحة لجميع المستثمرين، بتكلفة رمزية أو بدون تكلفة أصلا؛
- أن تكون المعطيات متاحة بكيفية تجعل من غير الممكن لمستثمر واحد فقط أو لعدد محدود من المستثمرين الوصول إليها قبل الآخرين؛
- وجود عدد كبير من المستثمرين، يحللون تلك المعطيات ويتخذون قراراتهم بناء على ما خلصت إليها تحليلاتهم من نتائج، فينعكس ذلك على أسعار الأوراق المالية؛
- وجود عدد كبير من المتدخلين في السوق بائعون ومشتررون، وأن لا تكون هناك أية قيود على دخول السوق أو الخروج منها؛
- عدم إمكانية تحكم متدخل واحد في أسعار السوق، بائعا كان أو مشتريا، يؤثر فيها بإدارتها بالاتجاه وبالمستوى اللذان يخدمان مصلحته الشخصية؛
- عدم وجود فاصل زمني بين تحليل المعطيات والوصول إلى نتائج محددة بخصوص القيمة الحقيقية للسهم وحصول كافة المستثمرين عليها. أي وجوب أن يحصل كافة المتدخلين في السوق، بائعون ومشتررون، على تلك النتائج في وقت واحد، دون أي فاصل زمني بينهم.

ثالثا: الخصائص التنظيمية لسوق المال الكفؤة

من الخصائص التنظيمية الواجب توفرها في السوق المالية حتى تكون كفؤة، ما يلي:³

¹ - يوسف مسعداوي، ماهية وكفاءة الأسواق المالية، <https://almerja.com/reading.php?idm=99175>

² - أمين عبد العزيز، الأسواق المالية، دار قباء الحديثة لطباعة والنشر والتوزيع، القاهرة، 2007، ص 239

³ - حسني على خربوش ومحفوظ أحمد جودة وعبد المعطي رضا ارشيد، مرجع سبق ذكره، ص 159

- وجود هيئة عامة لأعضاء السوق المالية، تتكون من وسطاء ووكلاء يقومون بعمليات التبادل، ويمثلون شركات الوساطة والبنوك والمؤسسات الأخرى التي يسمح لها النظام بالمساهمة في عضوية البورصة؛
- وجود لجنة إدارية تضع أنظمة السوق المالية وتشرف على تطبيقها وتعمل على تطويرها باستمرار وتراقب عمليات التداول؛
- وجود شروط لإدراج الأوراق المالية للشركات على لائحة السوق المالية ولاستمرارية وإيقاف هذا الإدراج؛
- وجود قائمة للتداول تتجمع فيها طلبات البيع والشراء وأسعار الطلب والعرض التي تشمل جميع الأسهم المدرجة؛
- وجود طريقة للتداول يتم من خلالها تنفيذ أوامر وتحديد أسعار الصفقات بسرعة. وهناك طريقتان متبعتان في العادة، هما طريقة المزايدة وطريقة المفاوضة. حيث يتم تحديد سعر التبادل حسب الطريقة الأولى بمطابقة أعلى سعر طلب مع أدنى سعر عرض. ويتم تحديد سعر التبادل وفق الطريقة الثانية بالتفاوض بين وكلاء الأسهم؛
- وجود صانعي الأسواق، مثل المتخصصين والمتاجرين المعتمدين الذين يقومون بتحريك السوق عند هدوء التعامل ويؤمنون سوقاً مستمرة ونشطة في الأسهم؛
- أن تكون معدلات العمولة منخفضة قدر الإمكان، كي لا تحد من نشاط التداول عند بروز أية فرصة للربح من خلال البيع والشراء مهما كانت صغيرة؛
- سرعة إتمام عمليات تسوية تبادل الأسهم وتسجيلها ونقل ملكيتها وتسديد ثمنها بسرعة، كي لا يتأثر نشاط السوق؛
- أن يخضع تداول الأشخاص من الداخل لأنظمة ومتطلبات إفصاح محددة، وأن تتم مراقبة متاجرة هؤلاء بالأوراق المالية للشركات التي يعملون فيها للتأكد من عدم استغلالهم لمعلومات متاحة لهم فقط بحكم وظائفهم لتحقيق الأرباح السريعة. كما يجب إعلام باقي المستثمرين بنشاط تداول الأشخاص من الداخل بنشرها في الجرائد اليومية.

رابعاً: مؤشرات قياس كفاءة سوق المال

توجد ثلاثة مؤشرات تعتمد في قياس مستوى كفاءة السوق المالية، تتمثل في: كفاءة التشغيل، كفاءة التسعير وكفاءة التخصيص.

1- كفاءة التشغيل: تعرف أيضاً بالكفاءة الداخلية، ويقصد بها قدرة السوق على خلق التوازن بين العرض والطلب، دون أن يتحمل المتعاملون تكلفة سمسرة عالية.¹ بمعنى أنه كلما تمكنت السوق من تدنية هذه التكلفة المعروفة بتكلفة المعاملات المتضمنة تكلفة الوساطة المالية وتكلفة تحويل الورقة المالية إلى أدنى مستوى ممكن، كلما كانت كفوة.

2- كفاءة التسعير: تعرف أيضاً بالكفاءة الخارجية، ويقصد بها سرعة تكيف أو سرعة استجابة أسعار الأوراق المالية المتداولة في السوق للمعلومات الجديدة التي أتيحت للمتعاملين كافة، دون أي فاصل زمني، أو على الأقل أن لا يكون الفاصل الزمني لحصول المتعاملين على المعلومات الجديدة كبيراً أو متفاوتاً بشكل كبير، مع وجوب أن لا تكون تكلفة الحصول على المعلومات الجديدة كبيرة. وتعتبر هذه الخاصية مؤشراً على الكفاءة الخارجية للسوق المالية.

خامساً: مستويات كفاءة السوق

تصنف كفاءة السوق إلى ثلاثة مستويات؛ المستوى الضعيف، المستوى شبه القوي والمستوى القوي.²

1- المستوى الضعيف لكفاءة السوق: يعرف هذا المستوى، بفرضية الصيغة الضعيفة للكفاءة، والتي تقضي بأن تعكس الأسعار الحالية كل المعلومات التاريخية بخصوص ما طرأ من تغيرات في سعر الورقة المالية وعلى حجم التعاملات التي جرت في الماضي، وبالتالي لا يمكن الاستفادة منها للتنبؤ بالتغيرات المستقبلية في الأسعار. ما يعني أنّ أي محاولة للتنبؤ بما سيكون عليه سعر الأسهم مثلاً في المستقبل من خلال دراسة التغيرات التي طرأت في الماضي، ستكون عديمة الجدوى.

بمعنى أنّ المستوى الضعيف هو المستوى الذي تعكس فيه أسعار الأوراق المالية كل المعلومات، بحيث لا يمكن استعمالها من قبل المتعاملين لتحقيق أرباح غير عادية، لأنّ هذه المعلومات أصبحت معروفة لدى الجميع وهي موجودة مسبقاً بالأسواق المالية. ومنه يمكن وصف السوق بأنّها ذات كفاءة ضعيفة، حين

¹ - أمين عبد العزيز، مرجع سبق ذكره، ص 242

² - السيد متولي عبد القادر، مرجع سبق ذكره، ص 107

يستحيل تحقيق أرباح غير عادية أو اتخاذ قرارات خاصة بتحديد وقت شراء أو بيع الأوراق المالية باستعمال الأسعار السابقة.

أي أنّ المستوى أو الشكل ضعيف الكفاءة، يتحقق حين لا يستطيع أي مستثمر تحقيق أرباح غير عادية نتيجة لوجود المعلومات التاريخية.

2- المستوى شبه القوي لكفاءة السوق: يعرف هذا المستوى، بفرضية الصيغة المتوسطة، والتي تقضي بأن تعكس الأسعار الحالية للأوراق المالية كافة المعلومات التاريخية والمتاحة للمتعاملين أو التوقعات التي تقوم على تلك المعلومات.

وإذا كانت الأسعار الحالية تعكس تلك المعلومات، فلن يستطيع أي مستثمر ولو قام بتحليل الأساسي لتلك المعلومات، أن يحقق أرباحاً غير عادية على حساب باقي المتعاملين، إلا إذا حصل على معلومات جديدة غير متاحة لهم.

بمعنى أنّ المستوى أو الشكل المتوسط للكفاءة يتحقق عندما لا يستطيع أي مستثمر تحقيق أرباح غير عادية نتيجة لوجود المعلومات التاريخية والمعلومات الحالية.

3- المستوى القوي لكفاءة السوق: يعرف هذا المستوى بفرضية الصيغة القوية، والتي تقضي بأن تعكس الأسعار الحالية كل المعلومات العامة والخاصة، وبالتالي لا يكون بإمكان أي متدخل في السوق استخدام معلومات تسمح له بالحصول على أرباح غير عادية بصفة نظامية، حتى ولو استعان بخبرة أفضل المتخصصين.

بمعنى أنّ المستوى أو الشكل القوي للكفاءة، يتحقق عندما لا يستطيع أي مستثمر تحقيق أرباح غير عادية نتيجة لوجود المعلومات الخاصة.

وتعتمد كفاءة السوق عند المستوى القوي على قياس مدى إمكانية حصول بعض الفئات على معلومات خاصة بصورة احتكارية، كصناع السوق ومديرو المحافظ الاستثمارية.

وتجدر الإشارة إلى أنّ تحقق فرضية السوق قوية الكفاءة في الواقع العملي غير ممكنة، وأنها تبقى مجرد سوق نظرية تقاس إليها الأشكال الأخرى للكفاءة.

محفظة الأوراق المالية

يرتبط الاستثمار ارتباطا دائما ومستمر بالمخاطرة، بل وأكثر من ذلك، فكلما زادت قيمة العوائد أو الأرباح المقدر تحقيقها، كلما زاد مقدار الخطر الذي يواجهه المستثمر. ما يجعل المخاطرة (risque) والخطر (danger) محددان أساسيان لمفهوم الاستثمار.

ولأنّ احتمالات تحقق الخطر ووقوع الخسارة وعدم تحقيق المستثمر لأي عائد تكون متفاوتة من استثمار إلى آخر ومن مجال إلى آخر ومن أداة إلى أخرى، فإنّ المستثمرون غالبا ما يقومون بتنويع استثماراتهم لتشتيت الخطر وتجزئته وتدنية مقدار الخسارة في حال تحقق الخطر فعلا.

فبتنويع الاستثمار وعدم جعل رأس المال كله في سلة واحدة، يكون المستثمر قد قلل من احتمال وقوعه في خطر الخسارة الكلية أو الكاملة، وإن وقعت خسارات جزئية. كما يكون قد زاد من احتمال تحقيقه ربحا عاما، أي على عموم استثماراته، وإن كان بعضها لم يحقق أي ربح وربما حقق خسارة. فالنتيجة السالبة لاستثمار ما أو مجموعة استثمارات، تغطيها النتيجة الموجبة لاستثمار آخر أو لمجموعة أخرى من الاستثمارات، وهكذا. هذا التنويع يصطلح على تسميته محفظة الاستثمارات أو المحفظة الاستثمارية.

أولا: مفهوم محفظة الأوراق المالية

يقصد بمحفظة الأوراق المالية توليفة من الأوراق المالية، أسهم وسندات وشهادات إيداع وغيرها، يمتلكها المستثمر بدافع تشتيت المخاطرة وحفظ متوسطا مقبولا للقيمة السوقية لمجموع استثماراته.

فالحرص على الاستفادة من فرص الربح التي قد تتيحها السوق من خلال التطورات الموجبة لأسعار بعض الأوراق المالية، من جهة. والحرص من جهة ثانية على تدنية احتمالات الخسارة التي قد تولدها التطورات السلبية لأسعار بعض الأوراق المالية الأخرى، يدفع المستثمرين إلى تكوين محافظ استثمارية توفر لهم حالة توازن سوقي بخصوص اتجاهات تطور السوق ومستويات تقلب الأسعار.

وإن كانت المحافظ المالية تكون في الغالب من طرف البنوك وصناديق الاستثمار والمؤسسات المالية غير البنكية، إلّا أنّها قد تشكل أيضا من طرف أي شخص طبيعي أو معنوي له فوائض مالية يريد استثمارها ويحرص على تشتيت المخاطرة وتدنية الخطر من خلال تنويع مجالات استثماره وتنويع أدواته.

ثانيا: أنواع المحافظ المالية

تصنف المحافظ المالية في الغالب إلى ثلاثة أنواع رئيسية هي: محفظة العائد أو الدخل، محفظة الربح أو النمو ومحفظة العائد والربح أو المحفظة المختلطة.

1- محفظة العائد: تسمى أيضا محفظة الدخل، وهي المحفظة التي يستهدف المستثمرون من خلالها تحقيق مستويات عالية من الدخل النقدي الثابت والمستمر، ويتجنبون في الوقت ذاته المخاطرة، وذلك بالتركيز على الاستثمار في الأوراق المالية ذات العائد المضمون.

أي أنّ هذا النوع من المحافظ المالية يتشكل في الأساس من الأوراق المالية ذات العائد المالي الثابت والمستمر والتي هي في الغالب سندات. مع إمكانية تنويعها ببعض الأوراق المالية ذات العائد المالي الكبير والمتغير، والمتثلة في الغالب في الأسهم الممتازة لبعض الشركات الناجحة والتمكنة في السوق.

2- محفظة الربح: تسمى أيضا محفظة النمو، وهي المحفظة التي يستهدف المستثمرون من خلالها تحقيق عوائد دورية حسنة لتغطية أعبائهم الجارية، وفي الوقت ذاته تحقيق نموا في استثماراتهم بشكل مستمر ومتزايد.

ولذلك فإنّ هذا النوع من المحافظ يتكون بالأساس من الأسهم العادية والأسهم الممتازة للشركات الناجحة والتمكنة في السوق، التي تتميز إيراداتها السنوية بالنمو المتزايد والمستمر. بحيث ينعكس ذلك إيجابا على زيادة قيمة الأرباح الموزعة على المساهمين والشركاء، وعلى مقدار ما يحصل عليه حملة الأسهم من تلك الأرباح، وما يتبع ذلك بالنتيجة من تحسن في القيمة السوقية للأسهم وفي القيمة السوقية للمحفظة الاستثمارية بصفة عامة.

3- محفظة العائد والربح: تسمى أيضا المحفظة المختلطة، وهي محفظة تجمع بين دوافع وأهداف محفظة العائد ودوافع وأهداف محفظة الربح. حيث تكون من مزيج بين الأوراق المالية ذات العائد المضمون والمستمر ممثلة أساسا في السندات والأسهم الممتازة، وبين الأوراق المالية التي تضمن تحقيق نموا مستمرا للاستثمارات وتحسنا مستمرا في القيمة السوقية للمحفظة، وهي في الغالب أسهما عادية ممتازة لشركات متمكنة في السوق.

ثالثاً: مبادئ تكوين محفظة الأوراق المالية

يتوقف تحقق الأهداف المرجوة من تكوين المحفظة المالية على مدى الالتزام ببعض المبادئ الأساسية عند تكوينها، والمتمثلة أساساً فيما يلي:¹

1- مبدأ القياس الكمي: مفاد هذا المبدأ هو وجوب أن تكون العوائد المتوقعة تحقيقها من الاستثمارات المالية التي تتكون منها المحفظة قابلة للقياس الكمي، ومن ثم القدرة على تقدير مستوى المخاطرة ودرجة الخطر. وهذا باستخدام الأساليب والأدوات الإحصائية من قبيل التباين والانحراف المعياري ومعامل الاختلاف. وهو ما يتطلب توفر البيانات الخاصة بالعوائد المحققة خلال السنين الماضية عن كل نوع من استثمارات المحفظة وعن الظروف الاقتصادية المتوقعة في المستقبل، والتي قد يكون لها تأثيراً على العوائد المتوقعة تحقيقها على كل نوع من استثمارات المحفظة.

2- مبدأ التنوع: مفاد هذا المبدأ هو ضرورة أن تتضمن المحفظة الاستثمارية أنواعاً مختلفة من الأوراق المالية المتداولة في السوق المالية والتي تتصف بدرجة مقبولة من الاستقرار في مستوى ما تحققه من عوائد مالية، دون المغالاة في التنوع بسبب ما قد يترتب عن ذلك من مشاكل، منها على سبيل الذكر:

- صعوبة إدارة المحفظة من حيث الحاجة المستمرة لتحليل المركز المالي للشركات المصدرة للأوراق المالية التي تتكون منها المحفظة؛
- ارتفاع تكاليف إدارة المحفظة، بسبب الحاجة إلى خدمات العديد من المختصين في التحليل المالي والفني لمكونات المحفظة؛
- صعوبة اتخاذ القرارات الاستثمارية السليمة، لأنّ المغالاة في التنوع قد يجعل المستثمر يستثمر أموالاً في أوراق مالية قد لا تتلاءم قيمة عوائدها مع درجة المخاطرة المصاحبة لها.

3- مبدأ الشمول: مفاد هذا المبدأ هو ضرورة أن تكون المحفظة الاستثمارية شاملة لكل أنواع الأوراق المالية المتداولة في السوق المالية، من أسهم وسندات وشهادات إيداع وسندات حكومية وغيرها، حتى يتحقق هدف التوازن والاستقرار النسبي لعائد المحفظة، مع تدنية درجة المخاطرة إلى المستوى المعقول. ويشترك هذا المبدأ مع مبدأ التنوع في أنّ اتساع المحفظة لتشمل أكبر عدد من أنواع الأوراق المالية المتداولة في السوق المالية قد يكون له انعكاسات سلبية على أداء المحفظة.

¹ - أمين عبد العزيز، مرجع سبق ذكره، ص 209

4- مبدأ الارتباط: يهدف هذا المبدأ إلى تدنية درجة المخاطرة المصاحبة لتكوين محفظة الأوراق المالية، من خلال مستوى الارتباط بين العوائد المحققة من الاستثمار في الأوراق المالية لشركة أولى والعوائد المحققة من الاستثمار في الأوراق المالية لشركة ثانية. بحيث كلما انخفض معدل الارتباط بين العوائد المحققة من الأوراق المالية للشركتين، دل ذلك على انخفاض درجة المخاطرة لانخفاض التباين والانحراف المعياري.

رابعاً: سياسات تنويع مكونات محفظة الأوراق المالية

يتبع المستثمرون سياسات لتنويع مكونات محافظ أوراقهم المالية للحد من درجة المخاطرة. فلو أنّ مستثمراً يمتلك مجموعة أوراق مالية، وكلها من مصدر واحد، أي أنّها تنتمي لشركة واحدة، فإنّ كلا من العائد والمخاطرة الخاصين بمجموع هذه الأوراق ستأخذ بنفس اتجاه العائد والمخاطرة الخاصين بالورقة الواحدة. وهذه الحالة تعني أنّ مصير المحفظة بكاملها هو مصير الورقة الواحدة، وهذه حالة تعتبر درجة المخاطرة فيها جد عالية.¹

1- سياسة تنويع جهة الإصدار: يقصد بتنويع جهة الإصدار، عدم تكوين المحفظة المالية من أوراق مالية تابعة لنفس الشركة أو لها نفس المصدر، حيث يعتمد في ذلك على عدة أساليب، منها:

1-1- التنويع البسيط: يقوم هذا الأسلوب على فكرة أنّه كلما تنوعت مصادر الأوراق المالية التي تتكون منها المحفظة كلما تراجعت درجة المخاطرة. فمحفظة مكونة من أوراق مصدرها شركتين مختلفتين، تكون درجة المخاطرة فيها أقل من درجة المخاطرة في محفظة تتكون من أوراق مالية مصدرها شركة واحدة. ومحفظة تتكون من أوراق مالية مصدرها ثلاثة شركات، تكون درجة المخاطرة فيها أقل من درجة المخاطرة في محفظة تتكون من أوراق مالية مصدرها شركتين، وهكذا.

فقط تجدر الإشارة إلى أنّ كثرة التنويع لا تعني إمكانية الوصول بدرجة المخاطرة إلى مستوى الصفر، وذلك لأنّ المخاطر نوعان، منها ما هو نظامي، يصيب في حال تحققه كل الاستثمارات، لأنّه يرتبط بالاقتصاد الوطني ككل، وفي هذه الحالة لا ينفع التنويع ولو كان جد واسع. ومخاطر غير نظامية تتعلق بأداء الشركات وتصيب شركات دون غيرها، وهذا هو النوع من المخاطر الذي ينفع معه التنويع.

¹ - أمين عبد العزيز، مرجع سبق ذكره، ص 223

كما تجدر الإشارة أيضا إلى نقطة سبقت الإشارة إليها، تخص المغالاة في التنويع، حيث أنّ ذلك قد يكون له انعكاسات سلبية على أداء المحفظة، تخص التكاليف وصعوبة الإدارة واتخاذ القرارات الاستثمارية السليمة.

1-2- تنويع ماركويتز Markowitz: يعود هذا التنويع لـ "هاري ماركويتز"، ومفاد فكرته، أنّه من أجل تكوين محفظة استثمار كفؤة، يجب النظر إلى العائد والمخاطرة لكل نوع من هذه الاستثمارات وعلاقته بعائد ومخاطرة كل الأنواع الأخرى. أي أنّه يجب التعبير عن عائد ومخاطرة الاستثمارات المكونة للمحفظة بشكل كمي حتى يمكن تحديد درجة الارتباط بينها.¹

أي تحديد ما إذا كان تغير عائد استثمار معين يقابله تغيرا في عائد استثمار آخر أو استثمارات أخرى. فإذا كان ذلك، دل على وجود ارتباط فيما بينهما. وفي حالة كان هذا التغير في نفس الاتجاه، كان الترابط أو سمي موجبا. وإذا كان التغير في الاتجاه المعاكس، كان الترابط أو سمي سالبا. وإذا كان تغير عائد استثمار معين لا يقابله أي تغير في عوائد أي من الاستثمارات الأخرى، دل ذلك على عدم وجود ارتباط.

حيث اكتشف "ماركويتز"، أنّه كلما انخفض معامل الارتباط بين عوائد الاستثمارات الفردية، كلما انخفضت درجة المخاطرة التي يتعرض لها عائد المحفظة.

2- سياسة تنويع تواربخ الاستحقاق: تشير العلاقة بين أسعار الفائدة بالسوق وبين القيمة الحالية للأوراق المالية إلى أنّ تقلب أسعار الفائدة يترتب عنه تقلبات أكبر في قيمة السندات طويلة الأجل بالمقارنة مع السندات قصيرة الأجل.

هذا الوضع يضع المستثمر أمام خيارين؛ أن يستثمر في السندات قصيرة الأجل ويتجنب التقلبات الكبيرة في أسعارها، وبالتالي يتجنب خسارة الأرباح الرأسمالية التي قد يحققها في حالة قرر بيع تلك السندات. أو أن يستثمر في السندات طويلة الأجل فيضمن عوائد ثابتة ومستقرة، لكنه قد يتعرض لتقلبات كبيرة في القيمة السوقية للسندات تفقده الأرباح الرأسمالية التي كان بالإمكان تحقيقها في حالة ما إذا قرر بيع سندات.

¹ - يُقصد بالارتباط، اتجاه العائد من استثمار مُعيّن في علاقته بالعائد من استثمار مُعيّن أو من استثمارات مُعيّنة.

هذه الحالة تستوجب على المستثمرين اتباع أساليب في التنويع تمكن من الاستفادة من مزايا كلى النوعين وتحد من درجة مخاطرة كليهما. من بين هذه الأساليب، ما يلي:

2-1- الأسلوب الهجومي: تقوم فكرة هذا الأسلوب في إدارة المحفظة، على التحول المستمر من السندات قصيرة الأجل إلى السندات طويلة الأجل وفقا للاتجاهات المتوقعة لأسعار الفائدة. فإذا أشارت التنبؤات إلى أنّ أسعار الفائدة تتجه نحو الارتفاع، يقوم المستثمر ببيع السندات طويلة الأجل واستخدام حصيلتها في شراء سندات قصيرة الأجل قبل أن يحدث ارتفاعا فعليا في الأسعار. أما إذا أشارت التنبؤات إلى أنّ أسعار الفائدة تتجه نحو الانخفاض، فيقوم المستثمر ببيع السندات قصيرة الأجل ويستخدم حصيلتها في شراء سندات طويلة الأجل.

2-2- تدرّج تواريخ الاستحقاق: يقصد بتواريخ الاستحقاق توزيع مخصصات المحفظة على استثمارات ذات تواريخ استحقاق متدرجة. ويقتضي هذا أن يقوم المستثمر بوضع حد أقصى لتاريخ الاستحقاق يمكن قبوله. ويسهم هذا النوع من التشكيل في تحقيق هدف سيولة وربحية المحفظة، ويمكن من تجنب انخفاض القيمة السوقية للاستثمارات.

2-3- التركيز على الاستثمارات قصيرة وطويلة الأجل: يقصد بهذا الأسلوب، التركيز على الاستثمارات قصيرة الأجل وطويلة الأجل في تكوين المحفظة المالية واستبعاد الأوراق المالية متوسطة الأجل.

أي أنّ هذا الأسلوب يقوم على فكرة تنويع الاستثمارات بين استثمارات قصيرة الأجل واستثمارات طويلة الأجل. وذلك على أساس أنّ الاستثمارات قصيرة الأجل تسهم في تحقيق هدف سيولة المحفظة، في حين تسهم الاستثمارات طويلة الأجل في تحقيق هدف ربحية المحفظة، وذلك أنّها، أي الاستثمارات طويلة الأجل تسمح بتحقيق أرباح رأسمالية أكبر في حالة انخفاض أسعار الفائدة.

تنظيم وإدارة عمليات بورصة الأوراق المالية

تكلمنا في محور سابق عن السوق المالية بشقيها، السوق النقدية وسوق رأس المال. كما تكلمنا عن أهمية كلى السوقين، النقدية وسوق رأس المال، من الجانبين النقدي والمالي تحديدا. كما تكلمنا أيضا عن أدوات التعامل قصيرة الأجل المتداولة في السوق النقدية، كأذونات الخزانة وشهادات الايداع القابلة للتداول والقبولات المصرفية وغيرها. وعن أدوات التعامل طويلة الأجل المتداولة في سوق رأس المال، كالأسهم والسندات.

ونتناول في هذا المحور إضافة إلى ما سبق، بعض الجواب الخاصة تحديدا بسوق رأس المال، أي البورصة، وتحديدا في جانبها المتعلق بتنظيم وإدارة عمليات التداول.

أولاً: نشأة وتعريف البورصة

يعود أصل كلمة بورصة (Bourse) والبداية الأولى لنشأة البورصة كسوق، إلى القرن الرابع عشر بمدينة بروج (Bruges) البلجيكية، حيث كان التجار القادمون من مناطق مختلفة ومن دول الجوار، يجتمعون بفندق لعائلة فان در بورس (Van Der Bourse)، عرف عن أفرادها امتهاتهم الوساطة بين التجار في إبرام الصفقات وتسوية التعاملات التجارية والمالية تحديدا. وبعد اشتهاار المكان بما كان يتم فيه من تعاملات، أصبح يعرف باسم "Bourse". كما أصبح كل مكان تجرى فيه مثل تلك المعاملات يأخذ نفس التسمية، بورصة "Bourse".

وهناك من يرجع أصل كلمة بورصة وحتى الإسم الذي اشتهرت به العائلة (Van Der Bourse) إلى نقش لثلاثة أكياس نقود كان يعتلي باب الفندق، إشارة إلى أنّ المكان تجرى فيه تعاملات مالية. ولأن كيس النقود بالجرمانية يعني (Bourse D'argent)، فقد عرف المكان والعائلة اختصارا بهذه التسمية (Bourse).¹

أما أول بناء أقيم خصيصا لإجراء هذا النوع من المعاملات وحمل اسم بورصة (Bourse)، فهو بناء مدينة Anvers بلجيكية، عام 1460. ثم ظهرت بعد ذلك بورصات بالعديد من الدول الأوروبية. بفرنسا، كانت البداية بمدينة ليون Lyon عام 1540، ثم بتولوز Toulouse عام 1549، ثم بباريس

¹ - سمير عبد الحميد رضوان، أسواق الأوراق المالية ودورها في تمويل التنمية الاقتصادية، الطبعة الأولى 1996، المعهد العالي للفكر الاسلامي، القاهرة، ص 29

عام 1563.¹ وبإيطاليا عام 1566 بروما Rome. وبهولندا عام 1608 بأمستردام Amsterdam. وبريطانيا عام 1773 بلندن London. وبلجيكا عام 1801 ببروكسل Bruxelles. وبإسبانيا عام 1831 بمدريد Madrid. وبالولايات المتحدة الأمريكية عام 1817 بنيويورك New York. وهكذا تباعا بباقي دول العالم.² وتأسست بورصة الجزائر تحت مسمى "شركة تسيير بورصة القيم" بموجب المرسوم التشريعي رقم 93-10 المؤرخ في 23 ماي 1993، وتم تحقيق الإنشاء بتاريخ 25 ماي 1997. ويقع مقرها في 27 شارع العقيد عميروش، الجزائر العاصمة. وتعتبر من أصغر بورصات العالم.

وتعرف بورصة الأوراق المالية، على أنّها "سوقا منظمة لها مكان محدد، يتم فيها تداول الأسهم والسندات بيعا وشراء، تديرها وتشرف عليها هيئة متخصصة، تضع قواعد وضوابط وشروط معينة يلتزم بها المتعاملون أو المتدخلون لضمان أداء كفؤ للسوق".

كما تعرف على أنّها "المكان الرسمي المخصص لتداول الأسهم والسندات والعقود الآجلة وغيرها من الأوراق المالية، باستخدام أنظمة الكترونية عالية الدقة تستجيب لمتطلبات السرعة والشفافية في ترجمة الأوامر، تحت إشراف هيئة تقوم على تحديد شروط وإجراءات الإدراج وقواعد وضوابط التداول".

ثانيا: المتدخلون في بورصة الأوراق المالية

يتدخل في سوق الأوراق المالية (البورصة)، ثلاثة أطراف، هم: لجنة المراقبة، المؤتمن المركزي ووسطاء عمليات البورصة.³

1- لجنة المراقبة: تسمى لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها COSOB، تتمثل مهامها في تنظيم ومراقبة سوق القيم المنقولة، من خلال الحرص على حماية المستثمرين في القيم المنقولة وضمان السير الحسن وشفافية سوق القيم المنقولة. وهو ما تحققه من خلال السلطات التي يخولها إياها القانون، والمتمثلة في: السلطة التنظيمية، سلطة الاشراف والمراقبة وسلطة التأديب والتحكيم.

1-1- السلطة التنظيمية: تمارس لجنة المراقبة سلطاتها التنظيمية من خلال إصدارها للوائح التنظيمية المتعلقة، خاصة ب:⁴

¹ - ظهرت كمكان لاجتماع التجار. أما البورصة النظامية فتقرر إنشائها بموجب مرسوم ملكي عام 1724، ولم تباشر فعليا إلا مع مطلع القرن التاسع عشر.

² - سليمان خنجري، الأسواق المالية وأحكامها الفقهية، الطبعة الأولى، 2010، منشورات وزارة الأوقاف والشؤون الإسلامية، المملكة المغربية، ص43

³ - بورصة الجزائر، www.Sgbv.dz

⁴ - تخضع اللوائح التنظيمية الصادرة عن اللجنة لتصديق وزير المالية وتُنشر في الجريدة الرسمية

- التزامات الإفصاح عن المعلومات من جانب الجهات المصدرة عند إصدار القيم المنقولة من أجل اللجوء العلني للدخار وعند القبول في البورصة أو العروض العلنية؛
- اعتماد الوسطاء في عمليات البورصة فضلا عن القواعد المهنية التي تنطبق عليها؛
- شروط التداول والمقاصة للقيم المنقولة المسجلة في البورصة؛
- القواعد المتعلقة بمسك حساب الحفاظ على السند؛
- القواعد المتعلقة بتسيير نظام التسوية/ تسليم السندات؛
- تسيير محفظة القيم المنقولة.

1-2- سلطة المراقبة والإشراف: تستطيع لجنة المراقبة بموجب هذه السلطة أن تضمن ما يلي:

- التزام المشاركين في السوق بالقوانين والأنظمة المعمول بها؛
- لجوء الشركات العلني للدخار بما يتوافق مع التزامات الإفصاح عن المعلومات التي تخضع لها؛
- التسيير الحسن للسوق.

1-3- سلطة التأديب والتحكيم: تمارس اللجنة سلطتها فيما يخص التأديب، بالتحقيق في أي خرق

لالتزامات المهنية والأخلاقية يرتكبه الوسطاء في عمليات البورصة، وكل انتهاك لأحكام التشريعية والتنظيمية المطبقة عليهم.

أما فيما يخص سلطتها بالنسبة للتحكيم، فتختص اللجنة بالتحقيق في النزاعات التقنية الناشئة عن تفسير القوانين واللوائح التنظيمية التي تحكم نشاط سوق البورصة، الناشئة بين:

- الوسطاء في عمليات البورصة؛
- الوسطاء في عمليات البورصة وشركة تسيير بورصة القيم المنقولة؛
- الوسطاء في عمليات البورصة وزبائنهم؛
- الوسطاء في عمليات البورصة والجهات المصدرة.

2- المؤتمن المركزي

تتمثل مهام المؤتمن المركزي، في:

- فتح وإدارة الحسابات الجارية للسندات المفتوحة باسم ماسكي الحسابات حافظي السندات (TCC) المتدخلين؛

- مركز حفظ السندات مما يسهل انتقالها بين الوسطاء الماليين؛
- إنجاز المعاملات على السندات لفائدة الشركات المصدرة (توزيع الأرباح؛ زيادة رأس المال..)؛
- نشر المعلومات المتعلقة بالسوق.

3- الوسطاء في عمليات بورصة الأوراق المالية

تقوم لجنة تنظيم البورصة ومراقبتها بتنظيم ومتابعة ومراقبة نشاط الوسطاء في عمليات البورصة، كما أنّها هي من تمنحهم الاعتماد. ويمارس نشاط الوسيط في عمليات البورصة من قبل الأفراد أو الشركات ذات الأسهم، الحاصلين على اعتماد اللجنة.

ويقوم الوسطاء في عمليات البورصة بتوفير الخدمات الاستثمارية المالية التالية:

- توظيف القيم المنقولة والمنتجات المالية للجهة المصدرة؛
- التداول في السوق لحساب زبائنهم؛
- تسيير حافظة السندات بموجب تفويض؛
- نشاط البيع والشراء كطرف مقابل؛
- عمليات الترويج المتصلة بأحد الأنشطة المذكورة أعلاه؛
- ضمان الأداء الجيد للمعاملات المالية وإرشاد المستثمرين.

ثالثا: عملية الإدراج في بورصة الأوراق المالية

تمر عملية الإدراج في البورصة عبر ثلاثة مراحل، هي: مرحلة ما قبل الإدراج، مرحلة الإدراج ومرحلة ما بعد الإدراج.¹

1- مرحلة ما قبل الإدراج: تتضمن هذه الخطوة التي على المصدر الالتزام بها مهما كان شكله، المراحل التالية:

1-1- القرار بإجراء العملية: تعتبر الجمعية العامة الاستثنائية للشركة الجهة الوحيدة المخولة بإصدار قرار القيام بإحدى عمليات اللجوء العلني للدخار، ولا يمكنها أن تفوض لمجلس الإدارة أو مجلس الإدارة الجماعية إلا الصلاحيات التي تمكنها من تفعيل هذه العملية.

¹ - بورصة الجزائر، www.Sgbv.dz

1-2- الإعداد القانوني للشركة والأسهم: يقتضي إدراج أي شركة في البورصة فحصها الدقيق على المستوى القانوني، وذلك لأن الشركة كثيرا ما تلزم بإجراء تغييرات في النظام الأساسي والشكل القانوني وهيكل رأس المال لتلبية متطلبات القبول في التسعيرة.

1-3- تقييم الشركة: يجب على الشركة أن تسعى لتقييم أصولها من خلال عضو في الهيئة الوطنية للخبراء المحاسبين، من غير محافظ حسابات الشركة، أو أي خبير آخر تعترف اللجنة بتقييمه، على أن لا يكون عضوا في هذه الأخيرة.

1-4- اختيار الوسيط المرافق بالنسبة للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة: ينبغي على الشركة أن تختار وسيطا في عمليات البورصة قائدا للفريق، ليساعدها ويرافقها ويقدم لها المشورة خلال مختلف مراحل الإدراج.

ويتعاون الوسيط في عمليات البورصة قائدا للفريق مع الوسطاء في عمليات البورصة الآخرين من أجل تحسين فرص توظيف السندات، فيشكلون معا نقابة التوظيف التي تتيح انتشارا أوسع للسندات من خلال استغلال شبكة من الوكالات البنكية.

أما المؤسسات الصغيرة والمتوسطة فينبغي عليها أن تعين مستشار مرافق يدعى مرفي البورصة، وذلك لمدة خمسة 05 سنوات، يكلف بمساعدتها في إصدار سندات والإعداد لعملية القبول وضمان إيفائها الدائم بالتزاماتها القانونية والتنظيمية فيما يخص الإفصاح عن المعلومات.

1-5- إعداد مشروع المذكرة الإعلامية: يجب على الشركة تقديم "مشروع مذكرة إعلامية" لدى لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها COSOB، تتضمن كافة التفاصيل ذات الصلة بأنشطة الشركة ووضعها المالي واستراتيجيتها وخصائص السندات المصدرة (العدد، السعر، الشكل القانوني...).

1-6- إيداع ملف طلب القبول: يجب أن يحتوي ملف طلب القبول على ما يلي:

- طلب القبول؛
- محضر الجهة المخولة التي قررت أو صرحت بالإصدار؛
- مشروع المذكرة الإعلامية؛
- مشروع الدليل؛
- معلومات عامة عن الجهة المصدرة؛

- معلومات عن التمويل؛
- معلومات اقتصادية ومالية؛
- الوثائق القانونية؛
- تقرير تقييمي لعملية إصدار الأسهم؛
- تأشيرة لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها؛¹
- الانضمام إلى المؤتمن المركزي من أجل أن تسجل الشركة رأس مالها بأكمله في حالة إصدار أسهم، أو مبلغ القرض في حالة إصدار سندات؛
- حملة التسويق: حيث تقوم الجهة المصدرة، سعياً إلى إنجاح عملية توظيف السندات، بحملة تسويقية من خلال وسائل الإعلام المختلفة، مع توزيع الدلائل والمذكرات الإعلامية عبر كامل شبكة نقابة التوظيف؛
- بيع السندات: يتم البيع عموماً من خلال الشبكة المصرفية. حيث يقوم المستثمرون بتقديم أوامر الشراء الخاصة بهم مباشرة لدى البنوك الأعضاء في نقابة التوظيف، من خلال إيداع مبلغ يمثل مقابل قيمة عدد الأسهم المطلوبة؛
- كشف النتائج: في حالة استيفاء شروط الإدراج في التسعيرة، يتم الإعلان بأن العرض إيجابي وتنشر نتائج العملية للجمهور. وإذا حدث العكس، فيتم رفض إدراج السند في التسعيرة؛
- تسوية العملية: يقوم المؤتمن المركزي على السند بتسوية العملية، وذلك في غضون ثلاثة 03 أيام من أيام العمل ابتداء من تاريخ كشف النتائج.

2- مرحلة الإدراج: في هذه المرحلة يبدأ قيد السند في التسعيرة، وذلك بعد أن تحصل الشركة على إذن من لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها للقيام بدخولها الفعلي للبورصة. حيث تنشر شركة تسيير البورصة إعلاناً في النشرة الرسمية للتسعيرة يوضح تاريخ حصة التسعيرة الأولى للسند وسعر إدخال السند. كما تنشر شركة تسيير البورصة نتائج حصة التسعير الأولى للجمهور في النشرة الرسمية للتسعيرة.

¹ - للجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها مدة شهرين 02 تمنح أو ترفض خلالها منح التأشيرة

3- مرحلة ما بعد الإدراج: يتم خلال هذه الخطوة التي تأتي مباشرة بعد حصة التسعيرة الأولى للسند في البورصة وتغيراته في السوق، إجراء.

- عقد السيولة: حيث يسمح للشركة من أجل ضبط أسعار الأسهم، شراء أسهمها بموجب عقد السيولة. ويتم توقيع العقد بين الشركة والوسيط في عمليات البورصة. والغرض منه هو تحديد الشروط التي يتصرف بموجبها الوسيط نيابة عن الجهة المصدرة في السوق، في سبيل تعزيز سيولة السندات وانتظام تسعيرتها؛

- نشر المعلومات: ما إن تتم تسعيرة السند في البورصة، حتى تصبح الجهة المصدرة ملزمة باطلاع الجمهور بأي تغيير أو أي حدث هام من شأنه التأثير بشكل كبير على أسعار السندات. كما يتعين عليها أيضا إطلاع الجمهور بتقارير التسيير والكشوف المالية السنوية والفصلية، وإيداعها لدى لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها ولدى شركة تسيير البورصة ولدى المؤتمن المركزي على السندات.

رابعا: أساليب التداول في بورصة الأوراق المالية

يتم عقد الصفقات في بورصات الأوراق المالية بالبيع والشراء عن طريق الوسطاء المرخص لهم ممارسة التداول. ويتم التداول داخل البورصة بمقصورة البورصة، وهي مكان يجتمع فيه الأعضاء العاملون بالبورصة، ولا يسمح للبائعين أو المشترين دخول المقصورة، ويخصص لهم مكان للانتظار خارج المقصورة. ويتم إجراء الصفقات داخل المقصورة بطريقتين:¹

1- أسلوب المناذاة: حيث يقوم السماسرة وندوبهم بالنداء بصوت مرتفع لإتمام صفقات البيع أو الشراء دون الإفصاح عن نواياهم كونهم بائعين أو مشترين، للحصول على أعلى سعر للورقة المالية التي ينادي عليها، إلى أن يتقدم أحد السماسرة بالمقصورة للاتفاق على سعر الورقة وتتم الصفقة.

2- أسلوب لوحات العرض: حيث يقوم السمسار قبل افتتاح الجلسة بعشرة دقائق بتسليم جداول أسعار الأوراق المالية التي يتعامل فيها للموظف المختص، لكي يدونها بطريقة ظاهرة وواضحة على لوحات العرض الموجودة بالمقصورة. ويكون لهذه الأوراق الأولوية في التعامل عليها داخل المقصورة. ويشترط لصحة التعاقد على الصفقات أن تكون الكمية المشتراة مساوية للكمية المباعة، ولا يجوز لسمسار آخر أن يبيع نفس الورقة

¹ - أمين عبد العزيز، مرجع سبق ذكره، 129

المدونة على لوحة العرض بسعر أقل أو بسعر أعلى من السعر المحدد للبيع أو الشراء على لوحة العرض لأتھا تعبر عن الأوامر المحددة لسعر التنفيذ.

خامسا: أوامر البيع والشراء داخل بورصة الأوراق المالية

تتم إجراءات التعامل على الأوراق المالية المتداولة داخل البورصة وفق أوامر البيع والشراء التي تأخذ أحد الأشكال التالية:¹

1- الأوامر الصادرة من العميل إلى السمسار: هي الأوامر التي يحدد بها العميل سعر شراء أو سعر بيع الأوراق المالية التي يمتلكها، إما طبقا لأفضل سعر للورقة المالية سائد في السوق وقت التعامل عليها، وإما قبل التعامل على الورقة المالية في البورصة. وعادة يحدد العميل للسمسار حدا أعلى وحدا أدنى حتى تتم عمليات الشراء والبيع بأسرع ما أمكن.

2- الأوامر الآجلة المحددة بوقت محدد لعملية الشراء والبيع: قد يكون الزمن المحدد للتنفيذ يوما أو أسبوعا أو شهرا أو أكثر، دون تحديد مسبق لأسعار البيع أو الشراء. وفي هذه الحالة يقوم السمسار بتنفيذ عملية الشراء أو البيع بأفضل سعر ممكن لصالح العميل، أو يؤجل العملية بسبب توقعه حدوث تغيرات قد تحدث أثرا على السعر هبوطا أو ارتفاعا. وفي هذه الحالة يتخذ السمسار القرار في حدود الحد الأدنى والحد الأعلى لسعر الشراء الذي يتوقعه.

3- الأوامر المطلقة: يترك للسمسار بموجب هذا النوع من الأوامر حرية إبرام الصفقة بحسب ما يراه مناسبا للعميل، سواء من حيث نوع الورقة التي يجري التعامل عليها أو من حيث الوقت المناسب لتنفيذ عملية البيع أو الشراء. ويتطلب اتباع هذا النوع من الأوامر أن يكون للسمسار خبرة كبيرة وتمرس طويل، نظرا لما قد يترتب عن اعتماد هذا الأسلوب من خسائر للعميل قد تصل حد الإفلاس.

سادسا: إجراءات التسوية والتسليم في بورصة الأوراق المالية

يكون على المشتري في أسواق التعامل الفورية، أن يدفع على الفور المبالغ المقابلة لأمر الشراء الذي أصدره، كما يكون على البائع أن يسلم السندات المتعلقة بأمر البيع الذي أجراه.

¹ - أمين عبد العزيز، مرجع سبق ذكره، ص 130

وبعد إقفال الحصة، تقوم شركة تسيير البورصة بنشر نتائج الحصة في مقصورة التداول وعلى شاشات التلفزيون وعلى موقعها على الأنترنت من أجل إطلاع الجمهور عليها.

وبعد تنفيذ الأمر، يتم نقل ملكية السندات المباعة وتسوية السندات المشتراة. ويتم إجراء العمليتين بشكل متزامن عبر نظام الجزائية للتسوية بعد ثلاثة أيام (يوم+3) بالنسبة للقيم المنقولة، ويوم واحد (يوم+1) بالنسبة لسندات الخزينة العمومية.

تجدر الإشارة إلى أنّ الوسيط في عملية البورصة ملزمون بالتأكد من أنّ أصحاب الأوامر يملكون السندات أو الأموال اللازمة لتغطية العملية التي يرغبون في إجرائها. وفي حالة عدم تسليم السندات خلال الآجال المحددة، يعلن الوسيط في عمليات البورصة متخلفا عن التسليم، ويمكن لشركة تسيير البورصة في هذه الحالة، أن تقوم بإعادة شراء السندات التي تم تسليمها في السوق.

مؤشرات أسواق الأوراق المالية

تعتبر القرارات الاستثمارية من أصعب القرارات التي يتخذها رجال الأعمال والمستثمرون وأكثرها مدعاة للروية وعدم التسرع، ليس لكونها تخص بيئة حركية سريعة التقلب، ولكن بسبب أنها قد تكلف خسائر قد تصل حد الإفلاس.

لذلك فالمستثمرون وعلى ما يملكون من تجربة وخبرة كثيرا ما تجعل حظوظهم في النجاح أكبر، إلا أنهم يحتاجون دوما لمعطيات يسترشدون بها لمعرفة تطورات السوق واتجاهات تغيرها في المدين القصير والمتوسط على الأقل، والتي من أبرزها وأكثرها أهمية وعملية، مؤشرات أسواق الأوراق المالية، التي تعتبر متابعة تطوراتها من يوميات ليس فقط كبار المستثمرين، بل وحتى المواطنين من صغار الموظفين المتدخلين في البورصة.

أولا: تعريف مؤشرات أسواق الأوراق المالية

تعرف مؤشرات أسواق الأوراق المالية بأنها أرقاما قياسية تستخدم في قياس تغيرات أسعار الأوراق المالية في الأسواق المالية الدولية.¹ حيث تقيس مستوى الأسعار في السوق بناء على عينة من الأسهم المتداولة في سوق رأس المال المنظمة أو في السوق غير المنظمة أو في كليهما.

ويوجد نوعين من المؤشرات؛ المؤشرات التي تقيس حالة السوق بصفة عامة، مثل مؤشر "داو جونز" لمتوسط الصناعة (DJIA) ومؤشر "ستاندرد أند بور" (S&P500)، ومؤشرات قطاعية تقيس حالة السوق بالنسبة لقطاع معين أو صناعية معينة، مثل مؤشر "داوجونز" لصناعة النقل ومؤشر "ستاندرد أند بور" لصناعة الخدمات العامة.²

ثانيا: أهمية مؤشرات أسواق الأوراق المالية

تكتسي مؤشرات أسواق الأوراق المالية أهمية كبيرة بالنسبة للمستثمرين وللأفراد عامة من صغار الموظفين المتدخلين في البورصة، من جوانب عدة، أبرزها ما يلي:³

¹ - مروان عطون، الأسواق النقدية والمالية (البورصات ومُشكلاتها في عالم النقد والمال)، الجزء الثاني، مُشكلات البورصات وانعكاساتها على البلدان النامية، ديوان المطبوعات

الجامعية، بن عكنون، الجزائر، ص 370

² - عصام حسين، مرجع سبق ذكره، ص 36

³ - عصام حسين، مرجع سبق ذكره، ص 39

- إعطاء فكرة سريعة عن أداء المحفظة، تسمح للمستثمر أو لمدير المحفظة أن يجري مقارنة بين التغير في عائد المحفظة إيجاباً أو سلباً مع التغير الذي طرأ على مؤشر السوق باعتباره يعكس محفظة جيدة التنوع دون حاجة إلى متابعة أداء كل ورقة على حدى؛
- الحكم على أداء المديرين المحترفين وفقاً لفكرة التنوع الساذج. بحيث يمكن للمستثمر الذي يمتلك محفظة أوراق مالية مختارة عشوائياً أن يحقق عائداً يعادل تقريباً عائد السوق (متوسط معدل العائد على الأوراق المالية المتداولة في السوق) الذي يعكسه المؤشر. وهذا يعني أنّ المدير المحترف الذي يستخدم أساليب متقدمة في التنوع يتوقع منه أن يحقق عائداً أعلى من متوسط عائد السوق؛
- التنبؤ بالحالة التي ستكون عليها السوق. بحيث إذا أمكن للمحلل معرفة طبيعة العلاقة بين بعض التغيرات الاقتصادية وبين التغيرات التي تطرأ على المؤشرات (ما يعرف بالتحليل الأساسي)، فإنه قد يتمكن من التنبؤ بما ستكون عليه السوق في المستقبل. كما أنّ إجراء تحليل فني وتاريخي للمؤشرات التي تقيس حالة السوق، قد تكشف عن وجود نمط للتغيرات التي تطرأ عليه، بحيث إذا ما تمكن المحلل من معرفة هذا النمط، أمكنه التنبؤ بالتطورات المستقبلية لاتجاه حركة السعر في السوق؛
- تقدير مخاطر المحفظة. حيث يمكن استخدام المؤشرات لقياس المخاطر النظامية لمحفظة الأوراق المالية، وهي العلاقة بين معدل العائد لأصول خطرة ومعدل العائد لمحفظة السوق المكونة من أصول خطرة.

ثالثاً: كيفية بناء المؤشرات

- رغم اختلاف كفاءات حساب وبناء مؤشرات أسواق الأوراق المالية، إلا أنّها تقوم جميعها على ثلاثة أسس، هي: طريقة ملائمة العينة، طريقة تحديد الأوزان النسبية لكل سهم وطريقة حساب قيمة المؤشر.¹
- 1- طريقة ملائمة العينة:** تعرف العينة فيما يخص بناء المؤشرات، أنّها مجموعة الأوراق المالية المستخدمة في حساب ذلك المؤشر، ويجب أن تكون ملائمة من ثلاثة جوانب هي: الحجم، الاتساع والمصدر.
- 1-1- جانب الحجم:** تشير القاعدة العامة فيما يخص الحجم إلى أنّه كلما كان عدد الأوراق المالية التي يشملها المؤشر أكبر كلما كان المؤشر أكثر تمثيلاً للسوق.

¹ - عصام حسين، مرجع سبق ذكره، ص 41

1-2- جانب الاتساع: يعني جانب الاتساع، تغطية العينة المختارة لمختلف القطاعات المشاركة في السوق. والمؤشر الذي يستهدف قياس حالة السوق ككل ينبغي أن يتضمن أسهما لمنشآت في كل قطاع من القطاعات المكونة للاقتصاد الوطني. أما إذا كان المؤشر خاص بصناعة معينة، فتقتصر العينة على أسهم عدد من الشركات المكونة لتلك الصناعة.

1-3- جانب المصدر: المقصود بالمصدر، مصدر الحصول على أسعار الأسهم التي يبنى عليها المؤشر، حيث ينبغي أن يكون المصدر هو السوق الأساسي الذي تتداول فيه الأوراق المالية.

2- طريقة الأوزان النسبية: تعرف الأوزان النسبية في بناء المؤشرات، بأنها القيمة النسبية للسهم الواحد داخل العينة. وهناك ثلاثة مداخل شائعة لتحديد الوزن النسبي للسهم داخل مجموعة الأسهم التي يقوم عليها المؤشر، هي: مدخل الأوزان على أساس السعر، مدخل الأوزان المتساوية ومدخل الأوزان حسب القيمة.

2-1- مدخل الأوزان على أساس السعر: أي نسبة سعر السهم الواحد للشركة إلى مجموعة أسعار الأسهم الفردية الأخرى التي يقوم عليها المؤشر. وما يؤخذ على هذا المدخل، هو أنّ الوزن النسبي يقوم على سعر السهم وحده، في حين أنّ سعر السهم قد لا يكون مؤشراً على أهمية الشركة أو حجمها.

2-2- مدخل الأوزان المتساوية: وذلك بإعطاء قيمة نسبية متساوية لكل سهم داخل المؤشر.

2-3- مدخل الأوزان حسب القيمة: أي إعطاء وزناً للسهم على أساس القيمة السوقية الكلية لعدد الأسهم العادية لكل شركة ممثلة في المؤشر. وهذا يعني تجنب العيب الأساسي في مدخل السعر، إذ لم يعد سعر السهم هو المحدد الوحيد للوزن النسبي. فالشركات التي تتساوى القيمة السوقية لأسهمها العادية يتساوى وزنها النسبي داخل المؤشر بصرف النظر عن سعر السهم أو عدد الأسهم المصدرة.

3- طريقة حساب مؤشر الأوزان حسب القيمة: وهو ما يتم وفق المعادلة التالية:

$$\text{Index}_t = \frac{\sum P_t Q_t}{\sum P_b Q_b} \times \text{Beginning Index Value}$$

حيث أنّ:

Index_t = قيمة المؤشر في الفترة t

P_t = إقبال أسعار الأسهم في الفترة t

$$Qt = \text{عدد وحدات الأسهم في الفترة } t$$

$$Pb = \text{إقفال أسعار الأسهم في يوم الأساس}$$

$$Qb = \text{عدد وحدات الأسهم في يوم الأساس}$$

رابعاً: بعض مؤشرات أسواق الأوراق المالية

هناك العديد من المؤشرات المستخدمة في أسواق الأوراق المالية عبر العالم، غير أننا سنقتصر على ذكر بعض المؤشرات الأكثر استخداماً وشهرة، المتمثلة في: مؤشر داو جونز، مؤشر ستاندرد أند بورز، مؤشر فايننشال تايمز، مؤشر نيكاي، مؤشر داكس 30 ومؤشر كاك 40.

1- مؤشر داو جونز (DJIA): مؤشر داو جونز (DJIA) هو أقدم مؤشر لبورصات الولايات المتحدة الأمريكية وأقدم مؤشر في العالم، حيث تم احتسابه لأول مرة عام 1884¹ من طرف ناشرين لـ Wall Street Journal هما، تشارلز داو "Charles H. Dow" و إدوارد جونز "Edward D. Jones" كمتوسط داو جونز للنقل، ثم تم نشره عام 1896 تحت اسمه الحالي مؤشر داو جونز الصناعي Dow Jones Industrial Average (DJIA).

ويمثل داو جونز (DJIA) المتوسط الحسابي لأسعار أسهم ثلاثون 30 أكبر شركة صناعية في الولايات المتحدة الأمريكية مدرجة في بورصة نيويورك. ولهذا فهو على شهرته الكبيرة إلا أنه يعتبر محدوداً جداً (30 شركة فقط).

ويحسب مؤشر داو جونز (DJIA) بقسمة مجموع أسعار أسهم الشركات الثلاثين على رقم خاص يسمى Divisor، وهو رقم غير ثابت، يتغير بتغير الشركات الداخلة في حساب المتوسط الحسابي للأسعار، والهدف منه هو تحديد الأثر المباشر لحذف إحدى الشركات من المؤشر وإضافة أخرى بدلا عنها، أو أثر تجزئة الأسهم، أو أثر الأسهم المجانية التي يتم توزيعها على المساهمين.

2- مؤشر ستاندرد أند بورز (S&P 500): مؤشر ستاندرد أند بورز، أو S&P 500 كما يرمز له اختصاراً لـ Standard & Poor's 500، هو مؤشر سوق أسهم أمريكي، يقيس أداء خمسة مائة 500 أكبر شركة

¹ - منير إبراهيم هندي، الأوراق المالية وأسواق المال، طبعة 2006، مركز الدلتا للطباعة، الإسكندرية، ص 260

في سوق الأوراق المالية في الولايات المتحدة الأمريكية، اعتماداً على القيمة السوقية للأسهم المتداولة في بورصتي نايز (NYSE) ونازدك (NASDAQ).

وعلى عكس مؤشر دو جونز، لا يعتبر مؤشر ستاندرد أند بورز S&P500 متوسطاً بل رقماً قياسياً، فترة الأساس فيه هي 1941-1943، تم إطلاقه لأول مرة عام 1923 من طرف المؤسسة العالمية ستاندرد أند بورز (Standard & Poor's)، وهي مؤسسة رائدة في تقديم الإحصاءات والتحليل الاقتصادية والمعلومات المالية. وبعد عامين من إطلاقه، أي في عام 1957 أصبح يضم 90 شركة، لينتقل عددها عام 1957 إلى 410 شركة، لتصبح 500 شركة في وقتنا الحالي.

ويعتبر مؤشر ستاندرد أند بورز S&P500 من طرف الاقتصاديين وخبراء الأسواق المالية، أفضل مؤشر لقياس أداء سوق الأوراق المالية الأمريكية والاقتصاد الأمريكي بشكل عام.

ويتم اختيار الأسهم التي تدرج في مؤشر S&P500 عن طريق لجنة مختصة، وفقاً لجملة من المعايير المتمثلة في: القيمة السوقية، السيولة، الأسهم المتاحة للتداول والمدة التي امضتها الشركة في البورصة.

كما يشترط لإضافة شركة جديدة إلى مؤشر S&P500، أن تتوفر في الشركة الشروط التالية:¹

- يجب أن لا تقل القيمة السوقية للشركة عن 5.3 مليار دولار أمريكي؛
- يجب أن لا يقل حجم التداول الشهري عن مائتين وخمسون ألف 250000 سهم خلال الستة أشهر الأخيرة؛
- يجب أن تكون أسهم الشركة متداولة في بورصتي نايز (NYSE) ونازدك (NASDAQ).

ويحسب مؤشر ستاندرد أند بورز S&P500 بقسمة مجموع أسعار أسهم الشركات المدرجة على متوسط القيمة الأصلية لأسهم الشركات المدرجة خلال فترة الأساس (1941-1943) مضروب في عشرة بالمائة، حيث يمثل الرقم عشرة 10 حجم المؤشر خلال فترة الأساس.

¹ - <https://www.netotrade.ae/learn/trading-academy/advanced-trading-strategies/what-is-the-sp-500-index>

3- مؤشر فايننشال تايمز (FT-SE100): مؤشر فايننشال تايمز، أو فوتسي، كما يسمى اختصاراً، ويرمز له بالرمز FT-SE100، هو مؤشر أسهم أكبر مائة 100 شركة في المملكة البريطانية مدرجة في بورصة لندن، ويمثل ما نسبته 80 % من القيمة السوقية لبورصة لندن.

ويتم تحديد الشركات التي تشكل مؤشر فوتسي (FT-SE100) كل ثلاثة أشهر، ويتم صياغتها على أساس القيم التي يتم أخذها بعد إغلاق الأعمال في الليلة السابقة. وإذا لم تحقق الشركات درجة معينة فإنها تستبعد وتستبدل بمكون جديد وصل إلى الدرجة المطلوبة. وبعد افتتاح الأسواق يتم تحديث المؤشر ونشره كل خمسة عشرة 15 ثانية.

وتم إطلاق مؤشر فوتسي (FT-SE100) في جانفي من عام 1984، وهو يدار من قبل شركة مجموعة الفايننشال تايمز FTSE GROUP. ومن أهم الشركات المدرجة فيه، شركة "شل النفطية SHELL OIL COMPANY" وشركة "فودافون للاتصالات Vodafone" وشركة "بي بي النفطية BP Britishe Petroleum" وشركة "بنك إتش إس بي سي HSBC" وشركة "غلاكسو سميث كلاين GlaxoSmithkline gsk" أكبر شركة أدوية في العالم.¹

ويتم تحديد الشركات التي تشكل مؤشر فوتسي FT-SE100، كل ثلاثة أشهر، ويتم تحديدها على أساس القيم التي يتم أخذها بعد إغلاق الأعمال في الليلة السابقة، إضافة إلى معايير أخرى منها، أن تكون الشركة مقيمة في بريطانيا وأن تكون شركة مساهمة عامة وتكون خمسة وعشرون بالمائة 25 % من أسهمها على الأقل متاحة للجمهور لغرض الاستثمار. وإذا لم تحقق الشركة درجة معينة، يتم استبعادها واستبدالها بمكون جديد، أي بشركة جديدة، تكون قد وصلت إلى الدرجة المطلوبة.

4- مؤشر نيكاي (Nikkei225): مؤشر نيكاي 225، هو مؤشر رئيسي لسوق الأسهم اليابانية في بورصة طوكيو لتداول الأسهم، التي تعتبر الثانية من حيث رأس المال بعد بورصة نيويورك. وسمي المؤشر بهذا الاسم نسبة إلى صحيفة نيكاي، التي بدأت في حسابه عام 1950.

ولا ينحصر قياس المؤشر بقطاع معين، بل يعتمد على حركة السوق بشكل عام. وتصدر قيمة هذا المؤشر يوميا حيث تتبنى صحيفة نيهون كيزاي شيمبون احتسابه يوميا. ومن أبرز الشركات المدرجة في مؤشر نيكاي

¹ - <https://www.avatrade.sa.com/cfd-trading/indices/ftse-100>

(Nikkei225)، شركة "تويوتا للعربات TOYOTA وشركة "بريدجستون لقطع الغيار BRIDGESTONE" وشركة كيكومان للمواد الغذائية KIKKOMAN وشركة "بانا سونيك Panasonic" ¹.

5- مؤشر داكس 30 (DAX 30): مؤشر داكس 30 هو المؤشر الرئيسي لبورصة فرانكفورت الألمانية، والمعروف باسم Deutscher Aktienindex، أو مؤشر الأسهم الألماني، حيث يعكس الأداء العام للأسهم الألمانية والوضع العام للاقتصاد الألماني. حيث يقيس أداء 30 أكبر شركة ربحية متداولة للعموم في ألمانيا، والتي تمثل ثمانون بالمائة 80 % من إجمالي القيمة السوقية في سوق الأوراق المالية الألمانية.

ويتداول مؤشر داكس 30 الذي تأسس عام 1987، في بورصة فرانكفورت التابعة لمجموعة دوتشيه البورصة الألمانية، المصنفة في المركز العاشر كأكبر بورصة في العالم، وكثالث بورصة من حيث إجمالي رؤوس الأموال المطروحة في التداول.

ويشترط في الشركة التي تريد أن تدرج في مؤشر داكس 30 DAX 30، أن يكون عشرة بالمائة 10 % من أسهمها ملكا للقطاع العام، فضلا عن ضرورة استجابة الشركة لمعايير أخرى كحجم أعمالها وقيمة أرباحها وعدد مناصب العمل التي توفرها، حتى تتمكن من أن تكون جزء من المؤشر. ويقوم مجلس إدارة البورصة الألمانية بتغيير هذه المعايير كل ثلاثة أشهر. حيث تستبعد من المؤشر كل شركة يتراجع مركزها إلى الخمسة وأربعين 45 أو أقل. ويتحدد هذا المعيار بحسب القيمة السوقية للشركة المتداولة. ²

6- مؤشر كاك 40 (CAC 40): مؤشر كاك 40، هو أحد أهم مؤشرات بورصة باريس، حيث يقيس أداء أسهم أربعين 40 من أكبر الشركات الفرنسية المدرجة في بورصة يورونكست باريس.

وقد تأسس المؤشر حين بدأت "شركات وكلاء الصرف Compagnie des Agents de Change" العمل في بورصة باريس عام 1801. ومع تطبيق قانون إصلاح الأوراق المالية عام 1988، ألغيت شركات وكلاء الصرف وتأسست "شركة البورصات الفرنسية Société des Bourses Francaise" كشركة محدودة. إلا أن اسم المؤشر لم يتغير وبقي مؤشر كاك CAC هو المتداول.

¹ - <https://www.arabicader.com/ar/news/details/46517/225>

² - <https://www.avatrade.sa.com/cfd-trading/indices/dax-30>

يضم المؤشر مجموعة من أكثر الشركات الفرنسية ربحية، والتي تقدر قيمتها السوقية بنحو ألف ومائة مليار يورو (1.1 ترليون يورو). أبرزها، "شركة لوريال لمستحضرات التجميل والجمال L'OREAL " و"شركة بي أن بي باريبا بنك BNB PARIBAS" و"شركة أكسا للتأمينات AXA " و"شركة دانون للصناعات الغذائية DANONE" و"شركة أورانج للهاتف المحمول والأنترن orange" و"شركة سانوفي للأدوية SANOFI" و"شركة توتال النفطية TOTAL" و"شركة مجموعة إيرباص لصناعة الطائرات AIRBUS" و"شركة فيشي لصناعة مستحضرات التجميل VICHY".¹

أما بخصوص الانضمام إلى المؤشر، فهناك معايير تحددها بورصة يورونكست باريس، يجب توفرها في الشركة حتى تكون ضمن قائمة مؤشرات كاك 40. بالإضافة إلى وجوب أن يكون مقر الشركة بفرنسا.

¹ - <https://www.avatrade.sa.com/cfd-trading/indices/cac-40>

بعض البورصات العالمية

توجد الكثير من البورصات عبر العالم، بحيث يكاد يكون لكل دولة بورستها، لكن ولأنّ البورصة سوقا مثلها مثل باقي الأسواق الأخرى، فقد استوجب ذلك بالنتيجة أن تكون أهمية أية بورصة وحجمها مرتبطان بشكل كبير بأهمية وبمجم اقتصاد الدولة المعنية وعاكسة له.¹

وبذلك، فإنّ أهم البورصات عبر العالم، هي بورصات الدول ذات الاقتصاديات الكبيرة، كبورصة نيويورك وبورصة لندن وبورصة طوكيو وبورصة هونغ كونغ وبورصة فرنكفورت وغيرها من البورصات الأخرى، التي تتدرج في أهميتها بنفس مستوى تدرج اقتصاد الدولة التي تنتمي إليها في مجموع الاقتصاد العالمي.

وعليه، فسنتقصر هنا على ذكر عينة من البورصات المصنفة الأكبر والأكثر أهمية في العالم، والمتمثلة في: بورصة نيويورك، بورصة لندن، بورصة طوكيو، بورصة هونغ كونغ وبورصة فرنكفورت.

أولا: بورصة نيويورك

تعتبر نيويورك المركز الرئيسي في السوق المالي العالمي، وذلك بسبب الإمكانيات الاقتصادية الكبيرة للولايات المتحدة الأمريكية، وبسبب ضخامة الاقتصاد الأمريكي، الذي قدرت قيمته عام 2019 بـ 20.4 ألف مليار دولار أمريكي، وما لذلك بالنتيجة من وزن هائل في العلاقات الاقتصادية الدولية.

ورغم أنّ بورصة نيويورك تعتبر قديمة النشأة، حيث تأسست شهر مارس من عام 1817، إلّا أنّها لم تظهر كمركز مالي دولي إلّا بعد الحرب العالمية الثانية، وتحديدًا عام 1954، حيث تم إصدار قرضين بمبلغ خمسة وخمسون 55 مليون دولار أمريكي. وعند منتصف ستينيات القرن العشرين، تم إصدار ما قيمته 5.7 مليار دولار أمريكي من السندات الأجنبية، اشترت معظمها من قبل بنوك أوروبية. ثم ارتفعت الاستثمارات طويلة الأجل في الأسهم والسندات الأوروبية تدريجياً. وقد كان حوالي نصف هذه السندات محرراً بالدولار الأمريكي، والباقي بالعملة الأخرى.

¹ - جاءت الاقتصاديات الأكبر في العالم وفقاً لحجم إجمالي الناتج المحلي لكل دولة بحسب إحصائيات صندوق النقد الدولي لعام 2019، كما يلي: جاءت الولايات المتحدة الأمريكية في المرتبة الأولى بناتج محلي إجمالي قدره 20.4 ألف مليار دولار، ثم تلتها الصين في المرتبة الثانية بناتج محلي إجمالي قدره 14 ألف مليار دولار، ثم في المرتبة الثالثة اليابان بـ 5.1 ألف مليار دولار، ثم ألمانيا في المرتبة الرابعة بـ 4.2 ألف مليار دولار، ثم المملكة المتحدة في المرتبة الخامسة بـ 2.94 ألف مليار دولار، ثم فرنسا في المرتبة السادسة بـ 2.93 ألف مليار دولار، ثم الهند في المرتبة السابعة بـ 2.85 ألف مليار دولار، ثم إيطاليا في المرتبة الثامنة بـ 2.18 ألف مليار دولار، ثم البرازيل في المرتبة التاسعة بـ 2.14 ألف مليار دولار، ثم كندا في المرتبة العاشرة بـ 1.8 ألف مليار دولار.

ومن ذلك تأتي بورصة نيويورك (New York Stock Exchange) NYSE، كأهم سوق مالي في العالم. وتقع NYSE بشارع وول ستريت، الذي تعود تسميته إلى القرن السابع عشر، حين كانت نيويورك مستوطنة هولندية، حيث شيد الهولنديون عندما تعرضت نيويورك للاحتلال البريطاني جدارا عاليا لصد الهجوم، وبعدها تمكن البريطانيون من احتلال نيويورك، هدموا الجدار عام 1699، وعرف المكان باسم وول ستريت، أي شارع الجدار.

وقد بلغت القيمة السوقية لبورصة نيويورك للأوراق المالية، شهر جانفي من عام 2018، أكثر من ثلاثون 30 تريليون دولار أمريكي. وهي الآن موطن لأكثر من 2300 شركة متداولة في البورصة والسوق الأمريكية، تعطي مجموعة واسعة من قطاعات السوق الأمريكية، كالطاقة والتمويل والنقل وغيرها.

ويتم التداول في بورصة نيويورك على أساس العلاقات بين الوكلاء بدون وساطة، ويستطيع الوكيل القيام بالبيع والشراء نيابة عن عدد من العملاء في البورصة. حيث يتمثل المتدخلون في بورصة نيويورك في شخصيات بارزة لها مكانتها، يعملون ضمن جمعيات المساهمة أو ضمن شركات مساهمة منذ عام 1953. ويتمثل هؤلاء المتدخلون في:¹

- السماسرة ويعملون لحساب زبائنهم، مقابل عمولة؛
- الوكلاء، ويعملون لحسابهم الخاص؛
- المتخصصين، ويعملون إما كوسطاء وإما كوكلاء.

ويشترط للتسجيل في بورصة نيويورك، توفر خمسة شروط أساسية هي:²

- أن لا يقل صافي الربح قبل الضريبة الذي حققته الشركة في العام الماضي عن 2.5 مليون دولار؛
- وأن لا يقل عن 02 مليون دولار في السنتين السابقتين لتلك السنة؛
- أن لا تقل قيمة الأصول المادية عن ثمانية عشرة 18 مليون دولار؛
- أن لا تقل القيمة السوقية للأسهم عن ثمانية عشرة 18 مليون دولار؛
- أن يملك الجمهور حصة من رأس المال لا تقل قيمتها عن 1.1 مليون دولار؛

¹ - وسيم ملاك، البورصات والسوق المالية العالمية، الجزء الثاني، قضايا نقدية ومالية، الطبعة الأولى 2003، دار المنهل اللبناني، مكتبة راس النبع للطباعة والنشر، بيروت، ص28

² - منير إبراهيم هندي، الأوراق المالية وأسواق المال، طبعة 2006، مركز دلتا للطباعة، الإسكندرية، ص97

- أن يوجد ألفين 2000 مساهم، يملك كل واحد منهم مائة 100 سهم على الأقل؛
- أن تكون للشركة مكانتها في السوق؛
- أن تكون للشركة مكانتها في الصناعة التي تنتمي إليها؛
- أن تنتمي الشركة إلى صناعة لها فرصة في التوسع والنمو.

ثانيا: بورصة لندن

تعد لندن أهم مركز مالي أوروبي، وهذا منذ مدة طويلة جدا، حيث بدأت لندن تكتسب أهميتها في هذا الجانب منذ بداية القرن التاسع عشر، ثم أخذت شهرتها تنتشر مع مطلع القرن العشرين، حينما وصلت الاستثمارات البريطانية في الخارج إلى حدودها القصوى، إضافة إلى المكانة المحورية التي كانت تتمتع بها عملة الجنيه الاسترليني بين العملات الرئيسية على المستوى الدولي آنذاك.

غير أن لندن فقدت أهميتها كمركز مالي دولي بعد الحرب العالمية الأولى، بسبب منافسة الولايات المتحدة الأمريكية لها، إضافة إلى الانعكاسات السلبية التي خلفتها الأزمة الاقتصادية العالمية لمطلع القرن العشرين على لندن وعلى أهميتها المالية عالميا.

ثم عادت لندن مع نهاية الستينيات لتستعيد مكانتها السابقة وأهميتها كمركز مالي دولي شيئا فشيئا. وقد ارتبط ذلك بتطور سوق الأورو- دولار، حيث تمكنت لندن بحكم خبرتها الواسعة وعلاقاتها الوثيقة بمختلف المراكز والأسواق المالية الدولية، من الحصول على مزايا كثيرة من خلال تقديمها للقروض بالأورو- دولار.

ونظرا لتوافر أكبر سوق للعملات في لندن، مع الخبرة الكبيرة التي تتمتع بها في إجراء العمليات بالذهب، تمكنت لندن من أن تدير بشكل جيد عمليات انتقال رؤوس الأموال بين مختلف الدول، لتصبح المؤسسة المالية في لندن الوسيط الأول بين مالكي الدولارات والراغبين في اقتراضها.¹

أما بورصة لندن (LSE) فتعد من أقدم البورصات العالمية ظهورا، حيث بدأت كنشرة صحفية لأسعار السوق عام 1698، وفي عام 1801 بدأت في تسهيل شراء وبيع الأوراق المالية.² وضلت حتى نهاية الحرب

¹ - مروان عطون، مرجع سبق ذكره، ص 321

² - مرت في ظهورها بثلاثة محطات بارزة، محط 1698، ثم محطة 1773، ثم المحطة الرسمية عام 1801

العالمية الأولى، أكبر بورصة في العالم مثلما سبقت الإشارة، لتنتزع بورصة نيويورك الريادة منها وتحتل المركز الأول كأهم بورصة في العالم.

يقع المقر الرئيسي لبورصة لندن في ميدان paternoster بلندن. ويزيد عدد الشركات المسجلة بها عن ثلاثة آلاف 3000 شركة، من أكثر من سبعين 70 دولة، ما يجعلها أكبر بورصة في أوروبا وسادس أكبر بورصة في سوق المال العالمية، وبورصة الأسهم ذات أكبر عدد من الشركات الدولية.

وفي أوائل عام 2018، بلغت قيمتها السوقية نحو خمسة 05 تريليون دولار أمريكي. وهي، أي بورصة لندن، موطن مؤشر FTSE 100، الذي يحتوي على مائة 100 أفضل شركة مدرجة في بورصة لندن للأوراق المالية.¹

ثالثاً: بورصة طوكيو

تأسست بورصة طوكيو Tokyo Stock Exchange، أو بورصة كابوتوشو Kabuto-cho، كما تسمى، نسبة إلى الشارع المتواجدة به، شهر ماي من عام 1878، وهي ثاني أكبر سوق أوراق مالية في العالم. بلغ عدد الشركات المسجلة بها 2414 شركة. قدرت قيمتها السوقية بما قيمته 4.3 تريليون دولار أمريكي.

ويتم تنفيذ جميع عمليات التداول في بورصة طوكيو إلكترونياً. حيث تم مطلع عام 2010، وضع نظام إلكتروني جديد لزيادة سرعة العمليات، التي انتقل عددها من سبعة 07 مليون إلى ستة وأربعين 46 مليون عملية في اليوم الواحد.²

ومن بين الشروط الأساسية للقبول في تسعير بورصة طوكيو، ما يلي:³

- وجوب أن تبلغ قيمة رأس المال خمسة مائة 500 مليون ين على الأقل، وألف 1000 مليون ين خارج طوكيو، على الأقل، وأن يكون موزعاً على أكثر من عشرة 10 ملايين سهم، وعشرون 20 مليون سهم خارج طوكيو؛

- وجوب أن يبلغ عدد المساهمين المتقلب، ألفين 2000 مساهم على الأقل؛

¹ - www.Admiralmarkets.com/ar/education/articles/schares/boursat-alaswaq-alalamia

² - www.Infinance.fr/articles/bourse/place-boursiere/article-la-bourse-de-tokyo

³ - وسيم مأك، مرجع سبق ذكره، ص78

- وجوب أن تكون الأصول الصافية الملموسة مساوية لمائة 100 ين على الأقل مقابل كل سهم (القيمة الإجمالية الدنيا 1.5 مليار ين). وأن تساوي الأرباح العائدة على السهم الواحد على الأقل خمسة عشرة 15 ين خلال السنوات الثلاثة الأخيرة. كما يجب أن تساوي الأرباح الموزعة العائدة على السهم الواحد خمسة 05 ين على الأقل خلال السنوات الثلاثة الأخيرة؛
- يجب أن تكون الشركة قد أسست مند ما لا يقل عن خمسة 05 سنوات، وأن تستجيب للعديد من الشروط التفصيلية الأخرى.

رابعاً: بورصة هونغ كونغ

تم تأسيس أول سوق رسمي للبورصة العالمية في هونغ كونغ عام 1891 تحت اسم جمعية متداولو الأسهم والأوراق المالية بهونغ كونغ. وفي عام 1914 تم تغيير اسمها ليصبح بورصة هونغ كونغ. في حين أنشأت بورصة الأوراق المالية بورصة أخرى عام 1921، اندمجت الاثنتان عام 1947 لتشكيل بورصة هونغ كونغ للأوراق المالية، والتي أعادت تأسيس سوق الأسهم في البلاد بعد الحرب العالمية الثانية. وتعد بورصة هونغ كونغ واحدة من أكبر البورصات العالمية. حيث بلغ عدد الشركات المدرجة بها 2100 شركة عام 2017، وكلها شركات مقرها الرئيسي هونغ كونغ. كما تجاوزت قيمتها السوقية عام 2018، أربعة 04 تريليون دولار أمريكي.

ويعد مؤشر هانغ سانغ Hang Seng المؤشر الرئيسي لبورصة هونغ كونغ. وتتمثل الشركات المدرجة في المؤشر بشكل أساسي من البنوك وشركات التأمين، ومع ذلك فإن شركة الأنترنت الصينية Tencent Holdings تحتل المرتبة الأولى في المؤشر. وتشكل الأسهم الكبرى المدرجة في بورصة هونغ كونغ الجزء الأكبر من القيمة السوقية للبورصة.¹

خامساً: بورصة فرنكفورت

تعد بورصة فرنكفورت Xetra/Bourse Frankfurt Stock Exchange، أكبر بورصات ألمانية السبعة، المملوكة لمجموعة Deutsche Bourse AG، تأسست عام 1820، وتعد واحدة من أكبر وأكفأ أسواق الأوراق المالية على مستوى العالم. يتم التداول فيها باعتماد نظام التداول الإلكتروني الكامل.

¹ - www.Admiralmarkets.com/ar/education/articles/schares/boursat-alaswaq-alalamia

وتدير مجموعة Deutsche Bourse AG منذ استحوادها على الملكية عام 1993، موقعين للتداول في بورصة فرانكفورت Xetra و Bourse Frankfurt. حيث تعد Xetra سوقا لتداول الأسهم الألمانية، كما أنها موطن مؤشر DAX 30، الذي هو مؤشر لأكبر ثلاثون 30 شركة مدرجة في Xetra في بورصة فرانكفورت للأوراق المالية. وتعد Bourse Frankfurt مكانا تجاريا للمستثمرين في القطاع الخاص في أكثر من مليون من الأوراق المالية للأسهم الألمانية. كما أنها المكان الذي يدير منه المتخصصون في مجال التداول، تداولات الأوراق المالية.¹

وقد بلغت القيمة السوقية لبورصة فرانكفورت عام 2018، أكبر من 02 تريليون دولار أمريكي، ما يجعلها تصنف كواحدة من أكبر البورصات على مستوى العالم. ومن بين الشركات المدرجة في بورصة فرانكفورت، "شركة أديداس adidas للألبسة الرياضية، و"شركة BMW لإنتاج السيارات والعربات والدراجات النارية عالية الجودة" و"شركة فولكسفاغن Volkswagen لإنتاج السيارات والعربات".

¹ - [www. Admiralmarkets.com/ar/education/articles/schares/boursat-alaswaq-alalamia](http://www.Admiralmarkets.com/ar/education/articles/schares/boursat-alaswaq-alalamia)

بورصة الجزائر

اضطرت الجزائر أواخر ثمانينيات القرن العشرين، لإجراء إصلاحات اقتصادية عميقة وشاملة، استهدفت في مداها القصير والمتوسط تجاوز حالة اللآ توازن التي خلفتها أزمة النفط العالمية 1986-1989 على الاقتصاد الوطني واستعادة توازناته الاقتصادية الكبرى، استعدادا للانطلاق باتجاه تحقيق الأهداف الاستراتيجية المتمثلة في التحول عن التنظيم الاقتصادي المخطط مركزيا والانتقال إلى التنظيم الاقتصادي الحر، أي إلى اقتصاد السوق.

حيث شرعت في اتخاذ خطوات التحول الأولى بداية من سنة 1988، معتمدة في ذلك على جملة من الإجراءات والتدابير، تمثلت أساسا فيما يلي:

- إصدار القانون رقم 88-01 المؤرخ في 12 جانفي 1988، المتضمن القانون التوجيهي للمؤسسات العمومية الاقتصادية؛

- إصدار القانون رقم 88-03 المؤرخ في 12 يناير سنة 1988، يتعلق بصناديق المساهمة؛

- إصدار القانون رقم 90-10 المؤرخ في 15 أفريل سنة 1990، يتعلق بالنقد والقرض؛

- إصدار المرسوم التشريعي رقم 93-12 المؤرخ في 5 أكتوبر سنة 1993، يتعلق بترقية الاستثمار؛

- إصدار الأمر رقم 95-22 المؤرخ في 26 غشت (أوت) سنة 1995، يتعلق بخصوصية المؤسسات

العمومية؛

- إصدار الأمر رقم 95-25 المؤرخ في 25 سبتمبر سنة 1995، يتعلق بتسيير رؤوس الأموال

التجارية التابعة للدولة.

في سياق هذه الإصلاحات التحولية، وبخلفية تعزيز القدرات التمويلية للاقتصاد الوطني، تم التشريع لإنشاء

سوقا للتمويل المباشر بإصدار المرسوم التشريعي رقم 93-10 المؤرخ في 23 ماي 1993، يتعلق ببورصة القيم

المنقولة، كأول خطوة لإقامة سوق لرؤوس الأموال (بورصة) بالجزائر.

أولاً: تقديم عام لبورصة الجزائر

تقرر إنشاء بورصة الجزائر، في سياق إصلاحات التحول الاقتصادي التي باشرتها الجزائر أواخر ثمانينات القرن العشرين، كخطوة داعمة لتجسيد الإصلاحات من خلال استحداث جهازا تمويليا يساعد على تعبئة الادخار وسد حاجة الاقتصاد الوطني الملحة للتمويل ولو نسبيا، من جهة. وكخطوة ترسم بعض ملامح ما سيكون عليه النظام الاقتصادي الجزائري في مرحلة ما بعد الإصلاحات.

حيث كانت الخطوة الأولى بإصدار المرسوم التشريعي رقم 93-10 المؤرخ في 23 ماي 1993 سنة، يتعلق ببورصة القيم المنقولة، الذي أقر إنشاء بورصة للقيم المنقولة، تكون إطارا لتنظيم وسير العمليات فيما يخص القيم المنقولة التي تصدرها الدولة والأشخاص الآخرون من القانون العام والشركات ذات الأسهم، تشمل لجنة لتنظيم ومراقبة عمليات البورصة وشركة لتسيير بورصة القيم.¹ وقد اعتبرت هذه الأخيرة بمثابة الهيئة الدالة على البورصة، أو المعبرة عنها.²

1- تأسيس شركة تسيير بورصة القيم: تأسست شركة تسيير بورصة القيم، بموجب المرسوم 93-10، مثلما سبقت الإشارة، ولم يتحقق إنجازها إلا في 25 ماي 1997. وهي شركة ذات أسهم برأس مال قدره 475200000.00 دج. حيث شرعت في تنصيب الأجهزة التنفيذية والتقنية اللازمة للمعاملات على القيم المنقولة المقبولة في البورصة. ويقع مقرها في 27 شارع العقيد عميروش، الجزائر العاصمة.

ويتمثل الأطراف المؤسسون لشركة تسيير بورصة القيم المنقولة، في بنوك عمومية وخاصة وشركات تأمين وطنية. حيث تتمثل البنوك العمومية في: بنك التنمية المحلية BDL، البنك الجزائري الخارجي BEA، بنك الفلاحة والتنمية الريفية BADR، القرض الشعبي الجزائري CPA، البنك الوطني الجزائري BNA والصندوق الوطني للتوفير والاحتياط CNEP Banque. وبنك خاص هو يونيون بنك UB. أما شركات التأمين فهي: الشركة الجزائرية للتأمين وإعادة التأمين CAAR، والشركة المركزية لإعادة التأمين CCR، والشركة الجزائرية للتأمين SAA، والشركة الجزائرية للتأمينات CAAT، والصندوق الوطني للتعاضدية الفلاحية CNMA.

¹ - المواد: 1، 2 و3 من المرسوم التشريعي رقم 93-10 المؤرخ في 23 ماي سنة 1993، يتعلق بورصة القيم المنقولة

² - يُشار لبورصة الجزائر من خلال شركة تسيير بورصة القيم

وتتمثل مهام شركة تسيير بورصة القيم المنقولة، في:

- التنظيم الفعلي لعملية الإدراج في بورصة القيم المنقولة؛
 - التنظيم المادي لحصص التداول في البورصة وإدارة نظام التداول والتسعير؛
 - نشر المعلومات المتعلقة بالمعاملات في البورصة وإصدار النشرة الرسمية للتسعيرة.
- ويتم تنفيذ مهام الشركة تحت إشراف لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها(COSOB).¹

2- مجلس الإدارة: يتكون مجلس إدارة شركة تسيير بورصة القيم المنقولة، إضافة إلى المدير العام، من البنوك

الستة المساهمين الوسيطاء في عمليات البورصة، وهم:

- البنك الوطني الجزائري BNA، بممثل قائم بالإدارة بصفة رئيس؛
- بنك الجزائر الخارجي BEA، بممثل قائم بالإدارة بصفة عضو؛
- القرض الشعبي الجزائري CPA، بممثل قائم بالإدارة بصفة عضو؛
- الصندوق الوطني للتوفير والاحتياط CNEP Banque، بممثل قائم بالإدارة بصفة عضو؛
- بنك الفلاحة والتنمية الريفية BADR، بممثل قائم بالإدارة بصفة عضو؛
- بنك التنمية المحلية BDL، بممثل قائم بالإدارة بصفة عضو.

3- لجنة التداول: تم تنصيب لجنة التداول المنصوص عليها في المادة 15 من قرار شركة تسيير بورصة القيم

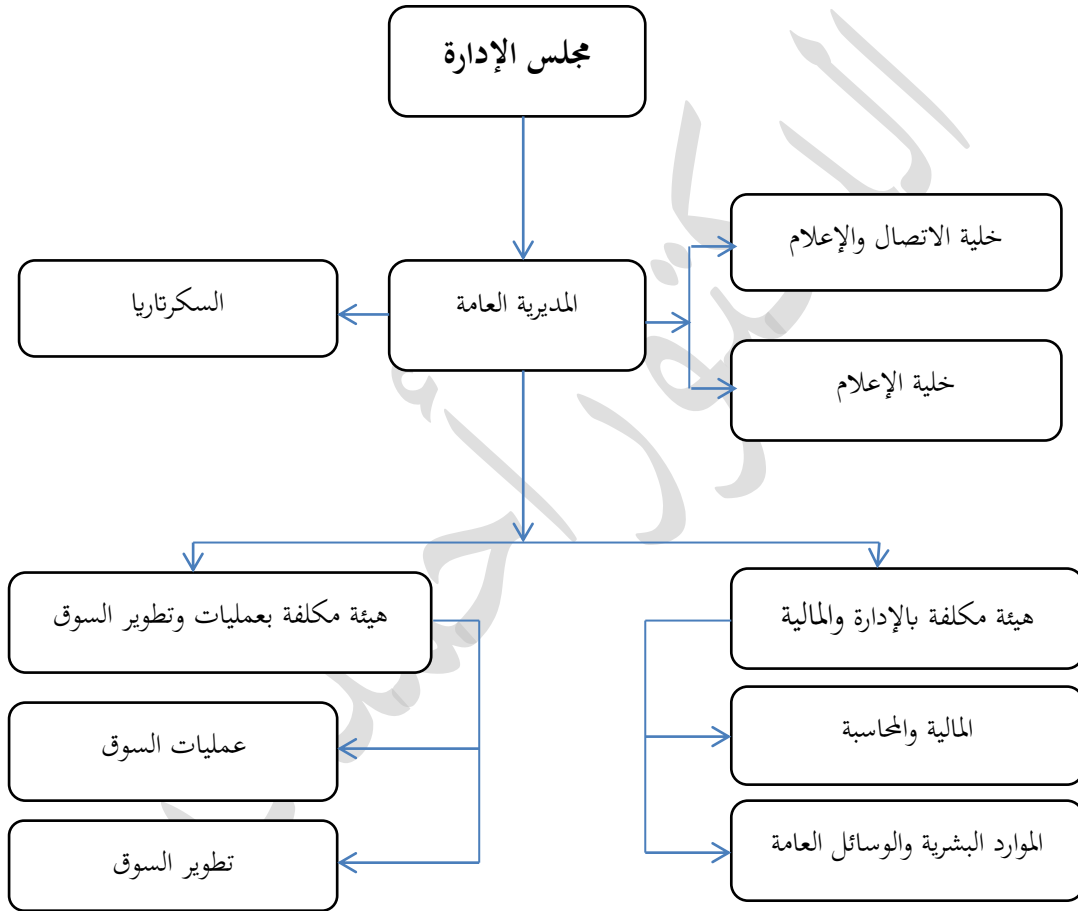
المنقولة رقم SGBV/02/98 المتضمن قواعد تسيير حصص التداول، ابتداء من حصة التداول المنعقدة يوم 16 أفريل 2001. وشكلت لجنة التداول وفقا للقرار رقم(1) لمجلس إدارة شركة تسيير بورصة القيم المنقولة المنعقد بتاريخ 19 مارس 2001.

وتتضمن هذه اللجنة ثلاثة أعضاء على الأقل أو عدد فردي من الأعضاء يعينهم مجلس إدارة شركة تسيير بورصة القيم المنقولة. ويتم اختيارهم من بين الوسيطاء في عمليات البورصة وأعضاء من الشركة وكذا العاملين فيها، وهم يحملون صفة "مسؤولي قاعة التداول". ويجوز تعيين ممثلين اثنين في اللجنة من نفس البنك الوسيط في عمليات البورصة، غير أن هذا لا يعطي لهذا البنك أكثر من صوت واحد. ويمكن للمشرف التابع للجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها، بناء على طلبه، أن يشارك بصفة مراقب في اجتماعات اللجنة.

¹ - بورصة الجزائر www.sgbv.dz

وتسير لجنة التفاوض، بالتعاون مع مسؤولي قاعة التداول لشركة تسير بورصة القيم المنقولة، حصص التداول في البورصة وسلوك الوسطاء في عمليات البورصة القائمين بالتداول في البورصة، وكل الأشخاص الآخرين المرتبطين بهم كموظفين أو من خلال عقد.

4- الهيكل التنظيمي لشركة تسير بورصة القيم المنقولة



المصدر: بورصة الجزائر www.sgbv.dz

ثانيا: سير عمل بورصة الجزائر

1- أسواق بورصة الجزائر: تتضمن التسعيرة الرسمية لبورصة القيم المنقولة سوقا لسندات رأس المال وسوقا لسندات الدين.

1-1 سوق سندات رأس المال: تتكون هذه السوق من:

1-1-1- السوق الرئيسية: هي سوق موجهة للشركات الكبرى. ويوجد حاليا خمسة 05 شركات مدرجة في تسعيرة السوق الرئيسية، هي:

- مجمع صيدال؛ الناشط في القطاع الصيدلاني؛
- مؤسسة التسيير الفندقية الأوراسي؛ الناشطة في القطاع السياحي؛
- أليانس للتأمينات؛ الناشطة في قطاع التأمينات؛
- أن- سي ا- روية؛ الناشطة في قطاع الصناعات الغذائية؛
- مؤسسة بيوفارم؛ الناشطة في القطاع الصيدلاني.

1-1-2- سوق المؤسسات الصغيرة والمتوسطة: هي سوق مخصصة للشركات الصغيرة والمتوسطة. وقد تم إنشاء هذه السوق سنة 2012 بموجب نظام لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها رقم 12- 01 المؤرخ في 12 جانفي 2012، المعدل والمتمم للنظام رقم 97- 03 المؤرخ في 18 نوفمبر 1997 المتعلق بالنظام العام لبورصة القيم المنقولة.

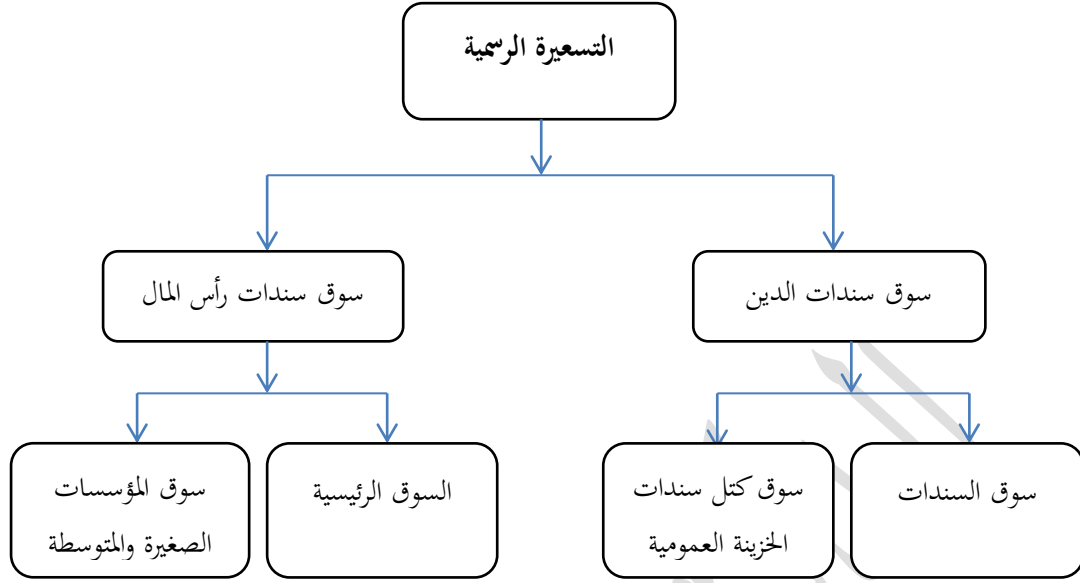
ويمكن لهذه السوق أن توفر للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة عند انطلاقها مصدرا بديلا للحصول على رؤوس أموال، ما يتيح فرصة ممتازة للنمو بالنسبة للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة من خلال توفير سوق محكمة التنظيم للمستثمرين من أجل توظيف استثماراتهم. وتعد شركة AOM Invest الشركة الوحيدة المدرجة في هذه السوق.

1-2-2- سوق سندات الدين: تتكون هذه السوق من:

1-2-1- سوق سندات الدين التي تصدرها الشركات ذات الأسهم.

1-2-2- سوق كتل سندات الخزينة العمومية (OAT) المخصصة للسندات التي تصدرها الخزينة العمومية الجزائرية. تأسست هذه السوق سنة 2008، وهي تحصى حاليا أكثر من 25 سند للخزينة العمومية مدرجة في التسعيرة بإجمالي يقارب 400 مليار دج.

ويتم التداول على سندات الخزينة التي تتراوح فترات استحقاقها بين 7 و 10 و 15 عاما، من خلال الوسطاء في عمليات البورصة وشركات التأمين التي تحوز صفة "المتخصصين في قيم الخزينة" بمعدل خمسة حصص في الأسبوع. والشكل التالي يوضح التسعيرة الرسمية لبورصة القيم:



المصدر: بورصة الجزائر www.sgbv.dz

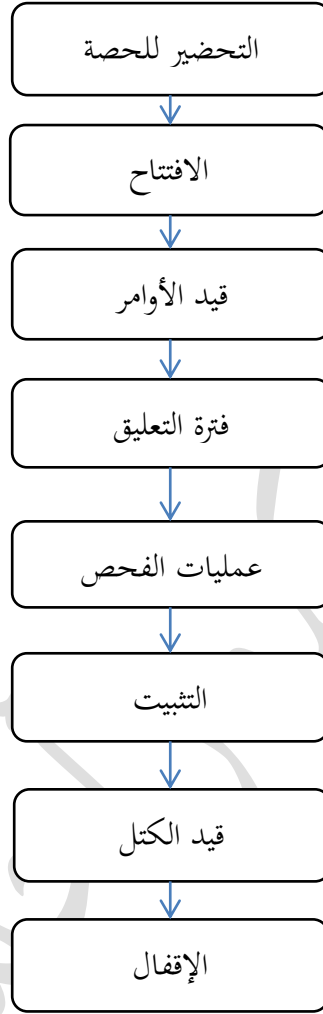
2- مواقيت وطريقة التسعير: تقام حصص البورصة في مقصورة التداول بالبورصة بمعدل ثلاثة أيام في الأسبوع من الساعة التاسعة والنصف صباحا 9.30 إلى الساعة الحادية عشر 11.00 بالنسبة للأسهم وسندات الشركات، ومن الأحد إلى الخميس بالنسبة لسندات الخزينة العمومية.

حيث بمجرد استلام الأمر من قبل الوسيط في عمليات البورصة، يتم تقديمه إلى البورصة من أجل تنفيذه. وتتم عمليات التبادل بشكل أوتوماتيكي من خلال نظام آلي إلكتروني للتسعيرة بطريقة التسعير الثابت.

ويتمثل نظام التسعير الثابت في تطبيق سعر واحد على جميع المعاملات التي تجرى بالنسبة لكل سند خلال حصة التداول. ويتيح هذا النوع من التسعير:

- تضخيم حجم السندات المتبادلة؛
- تقليص اختلال التوازن من جهة المشتري أو البائع؛
- تقليص تقلبات الأسعار مقارنة مع سعر الإغلاق في آخر حصة للبورصة.

ويتم في ختام الحصة إجراء عمليات الكتل التي تمثل أوامر البيع والشراء على كل عدد كبير من الأسهم و/أو السندات. وينبغي أن تتم هذه المعاملات وفقا للسعر المحدد في السوق. ويمكن تلخيص مسار حصة التداول كما يلي:



المصدر: بورصة الجزائر www.sgbv.dz

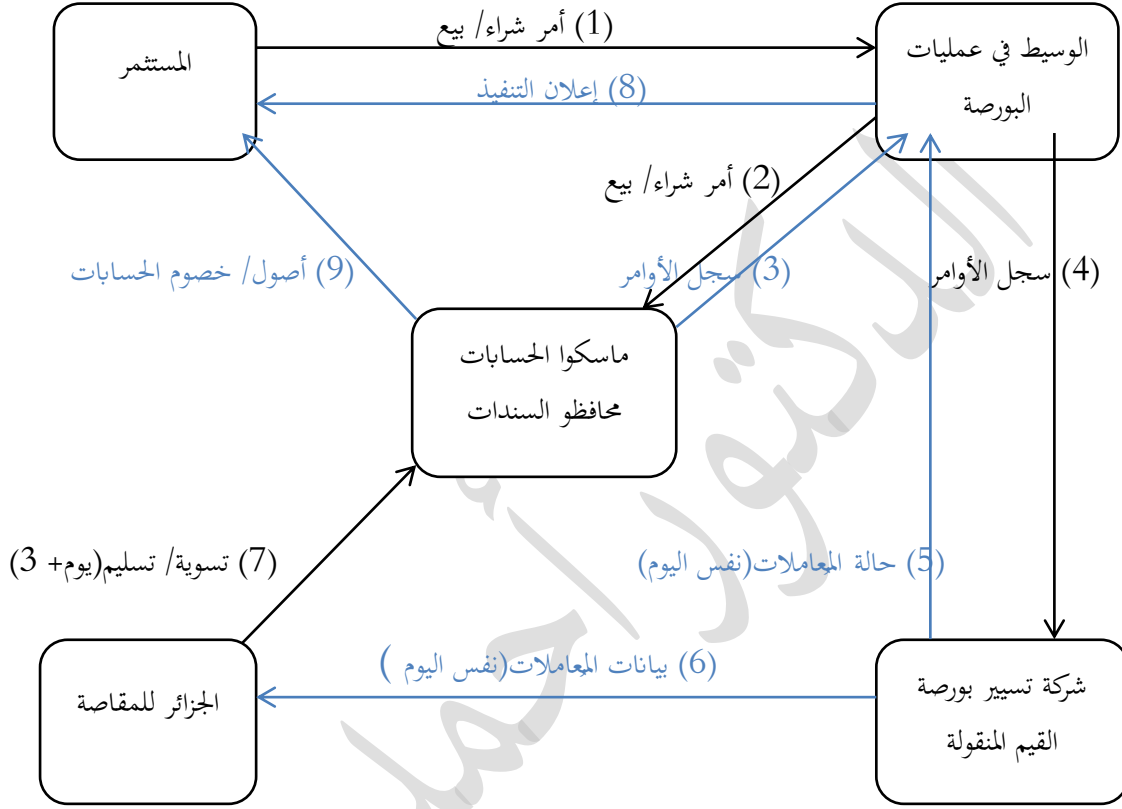
3- نظام التسوية والتسليم: بعد إقفال الحصة، تقوم شركة تسيير البورصة بنشر نتائج الحصة في مقصورة التداول وعلى شاشات التلفزيون وعلى موقعها على الأنترنت من أجل إطلاع الجمهور عليها.

وبعد تنفيذ الأمر، يتم نقل ملكية السندات المباعة وتسوية السندات المشتراة. ويتم إجراء العمليتين بشكل متزامن عبر نظام الجزائرية للتسوية بعد ثلاثة أيام (يوم+3) بالنسبة للقيم المنقولة، ويوم واحد (يوم+1) بالنسبة لسندات الخزينة العمومية.

تجدر الإشارة إلى أنّ الوسطاء في عملية البورصة ملزمون بالتأكد من أنّ أصحاب الأوامر يملكون السندات أو الأموال اللازمة لتغطية العملية التي يرغبون في إجرائها. وفي حالة عدم تسليم السندات خلال

الآجال المحددة، يعلن الوسيط في عمليات البورصة متخلفا عن التسليم. ويمكن لشركة تسيير البورصة في هذه الحالة، أن تقوم بإعادة شراء السندات التي تم تسليمها في السوق.

ويمكن توضيح مسار سير وتسوية عمليات البورصة من خلال المخطط التالي:



المصدر: بورصة الجزائر www.sgbv.dz

ثالثًا: الإدراج في بورصة الجزائر

تكتسي عملية الإدراج في البورصة مزايا عديدة للشركة المدرجة، منها على سبيل الذكر، ما يلي:

- رفع رأس مال الشركة وتعزيز قيمة الأموال الخاصة. وذلك على اعتبار أن البورصة تعتبر مصدر تمويل مباشر، مستمر، بشروط اقتراض أحسن مقارنة بشروط الاقتراض غير المباشر؛
- تنويع مصادر التمويل؛ حيث يصبح بإمكان الشركة الاقتراض عن طرق إصدار أسهم جديدة أو عن طريق إصدار سندات، إضافة إلى خيار الاقتراض غير المباشر المتاح لها منذ البداية، أي قبل الإدراج؛
- توسيع نطاق المساهمين؛ وذلك من خلال إصدار أسهم جديدة وعدم الاكتفاء بالمساهمين المؤسسين فقط؛

- تعزيز شهرة وسمعة المؤسسة؛ وذلك من باب أن الشركات المدرجة في البورصة تكون لها مصداقية أكبر، لأنها تلتزم وتحتكم بشكل دقيق ومستمر لشروط الحكامة. وذلك لأن الإدراج في البورصة يفرض حدا أدنى من الموثوقية والشفافية في حسابات الشركة؛
- تحقيق استدامة الشركة؛ وذلك لأن الإدراج في البورصة يحمي الشركة من الحل والاضمحلال في حالة وفاة أحد المساهمين الكبار، وخاصة في حالة المؤسسات العائلية.

وتتم عملية الإدراج عبر خطوات محددة، وبعد استجابة الشركة لجملة الشروط المطلوبة لذلك.

1- شروط القبول (الإدراج) في بورصة الجزائر: تتمثل شروط القبول في بورصة الجزائر فيما يلي:¹

1-1- شروط القبول في السوق الرسمية: تتمثل شروط القبول في هذه السوق فيما يلي:

- وجوب أن تكون الشركة منظمة قانونا في شكل شركة ذات أسهم (spa)؛
- وجوب أن يكون للشركة رأس مال مدفوع بقيمة دنيا تساوي خمسة 05 ملايين دج؛
- وجوب أن تكون الشركة قد نشرت الكشوف المالية المعتمدة للسنوات المالية الثلاثة السابقة للسنة التي تم فيها تقديم طلب القبول؛
- وجوب أن تقدم الشركة تقريرا تقييميا لأصولها، يعده عضو في الهيئة الوطنية للخبراء المحاسبين، بشرط أن لا يكون محافظ حسابات الشركة، أو أي خبير آخر، على أن تعترف اللجنة بتقريره التقييمي، بشرط أن لا يكون عضوا في هذه الأخيرة؛
- وجوب أن تكون الشركة قد حققت أرباحا خلال السنة السابقة لسنة تقديم طلب القبول، ما لم تعفها اللجنة من هذا الشرط؛
- وجوب إحاطة اللجنة بكل عمليات التحويل أو البيع التي طرأت على عناصر من الأصول قبل عملية الإدراج؛
- وجوب إثبات وجود هيئة داخلية لمراجعة الحسابات، تكون محل تقدير من قبل محافظ الحسابات في تقريره عن الرقابة الداخلية للشركة. وفي حالة عدم توفر ذلك، وجب على الشركة الشروع في تنصيب مثل هذه الهيئة خلال السنة المالية التالية لقبول سندات في البورصة؛
- وجوب ضمان التكفل بعمليات تحويل السندات؛

¹ - بورصة الجزائر www.sgbv.dz

- وجوب تسوية النزاعات الكبرى بين المساهمين والشركة؛
- وجوب الامتثال لشروط الكشف عن المعلومات؛
- وجوب طرح سندات للاكتتاب العام، بما يمثل 20 % على الأقل من رأس مال الشركة، في موعد لا يتجاوز يوم الإدراج؛
- وجوب أن توزع سندات رأس المال المطروحة للاكتتاب العام على مائة وخمسين 150 مساهماً كحد أدنى، في موعد لا يتجاوز تاريخ الإدراج.

1-2- شروط القبول في سوق السندات: يشترط للقبول في هذه السوق، توفر ما يلي:

تعتبر سندات الاستحقاق والسندات القابلة للتحويل إلى سندات رأسمال والسندات المساهمة أو أي وصل آخر يخول الحق في سندات رأس المال كسندات دين.

باستثناء سندات الخزينة التي تقبل بقوة القانون، يجب أن يكون سعر سندات الدين التي طلب بشأنها القبول بالتداول في البورصة مساوياً على الأقل لخمسة مائة 500 مليون دج، وذلك يوم الإدراج.

1-3- شروط القبول بالنسبة للشركات الصغيرة والمتوسطة: تتمثل شروط القبول الخاصة بالشركات الصغيرة والمتوسطة، فيما يلي:

- وجوب أن تكون على شكل شركة ذات أسهم. كما عليها أن تعين لمدة خمسة 05 سنوات، مستشاراً مرافقاً يسمى "مراقب البورصة"؛
- وجوب أن تفتح رأسمالها بنسبة 10 % كحد أدنى يوم الإدراج في البورصة؛
- وجوب أن تطرح سندات رأس المال التابعة لها للاكتتاب العام، بحيث توزع على ما لا يقل عن خمسين 50 مساهماً أو ثلاثة 03 مستثمرين من المؤسسات يوم الإدراج؛
- وجوب أن تنشر كشوفها المالية المصدقة للعامين الماضيين، ما لم تعفها لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها من هذا الشرط.

2: خطوات الإدراج في بورصة الجزائر: تمر عملية الإدراج في البورصة عبر ثلاثة مراحل، هي: مرحلة ما قبل الإدراج، مرحلة الإدراج ومرحلة ما بعد الإدراج.¹

2-1-1- مرحلة ما قبل الإدراج: تتضمن هذه الخطوة التي على المصدر الالتزام بها مهما كان شكله، المراحل التالية:

2-1-1-1- القرار بإجراء العملية: تعتبر الجمعية العامة الاستثنائية للشركة الجهة الوحيدة المخولة بإصدار قرار القيام بإحدى عمليات اللجوء العلني للدخار، ولا يمكنها أن تفوض لمجلس الإدارة أو مجلس الإدارة الجماعية إلا الصلاحيات التي تمكنها من تفعيل هذه العملية.

2-1-1-2- الإعداد القانوني للشركة والأسهم: يقتضي إدراج أي شركة في البورصة فحصها الدقيق على المستوى القانوني، وذلك لأن الشركة كثيرا ما تلزم بإجراء تغييرات في النظام الأساسي والشكل القانوني وهيكل رأس المال لتلبية متطلبات القبول في التسعيرة.

2-1-1-3- تقييم الشركة: يجب على الشركة أن تسعى لتقييم أصولها من خلال عضو في الهيئة الوطنية للخبراء المحاسبين، من غير محافظ حسابات الشركة، أو أي خبير آخر تعترف اللجنة بتقييمه، على أن لا يكون عضوا في هذه الأخيرة.

2-1-1-4- اختيار الوسيط المرافق بالنسبة للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة: ينبغي على الشركة أن تختار وسيطا في عمليات البورصة قائدا للفريق، ليساعدها ويرافقها ويقدم لها المشورة خلال مختلف مراحل الإدراج.

ويتعاون الوسيط في عمليات البورصة قائد الفريق مع الوسطاء في عمليات البورصة الآخرين من أجل تحسين فرص توظيف السندات، فيشكلون معا نقابة التوظيف تتيح انتشارا أوسع للسندات من خلال استغلال شبكة من الوكالات البنكية.

أما المؤسسات الصغيرة والمتوسطة فينبغي عليها أن تعين مستشارا مرافقا يدعى مرقى البورصة، وذلك لمدة خمسة 05 سنوات، يكلف بمساعدتها في إصدار سندات والإعداد لعملية القبول وضمان إيفائها الدائم بالتزاماتها القانونية والتنظيمية فيما يخص الإفصاح عن المعلومات.

¹ - بورصة الجزائر، www.Sgbv.dz

2-1-5- إعداد مشروع المذكرة الإعلامية: يجب على الشركة تقديم "مشروع مذكرة إعلامية" لدى لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها COSOB، تتضمن كافة التفاصيل ذات الصلة بأنشطة الشركة ووضعها المالي واستراتيجيتها وخصائص السندات المصدرة (العدد، السعر، الشكل القانوني...)

2-1-6- إيداع ملف طلب القبول: يجب أن يحتوي ملف طلب القبول على ما يلي:

- طلب القبول؛
- محضر الجهة المخولة التي قررت أو صرحت بالإصدار؛
- مشروع المذكرة الإعلامية؛
- مشروع الدليل؛
- معلومات عامة عن الجهة المصدرة؛
- معلومات عن التمويل؛
- معلومات اقتصادية ومالية؛
- الوثائق القانونية؛
- تقرير تقييمي لعملية إصدار الأسهم؛
- تأشيرة لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها¹؛
- الانضمام إلى المؤمن المركزي من أجل أن تسجل الشركة رأسمالها بأكمله في حالة إصدار أسهم، أو مبلغ القرض في حالة إصدار سندات؛
- حملة التسويق: حيث تقوم الجهة المصدرة، سعياً إلى إنجاح عملية توظيف السندات، بحملة تسويقية من خلال وسائل الإعلام المختلفة، مع توزيع الدلائل والمذكرات الإعلامية عبر كامل شبكة نقابة التوظيف؛
- بيع السندات: يتم البيع عموماً من خلال الشبكة المصرفية. حيث يقوم المستثمرون بتقديم أوامر الشراء الخاصة بهم مباشرة لدى البنوك الأعضاء في نقابة التوظيف، من خلال إيداع مبلغ يمثل مقابل قيمة عدد الأسهم المطلوبة؛

¹ - للجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها مدة شهرين 02 تمنح أو ترفض خلالها منح التأشيرة

- كشف النتائج: في حالة استيفاء شروط الإدراج في التسعيرة، يتم الإعلان بأن العرض إيجابي وتنشر نتائج العملية للجمهور، وإذا حدث العكس، فيتم رفض إدراج السند في التسعيرة؛
- تسوية العملية: يقوم المؤتمن المركزي على السند بتسوية العملية، وذلك في غضون ثلاثة 03 أيام من أيام العمل ابتداء من تاريخ كشف النتائج.

2-2- مرحلة الإدراج: في هذه المرحلة يبدأ قيد السند في التسعيرة، وذلك بعد أن تحصل الشركة على إذن من لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها للقيام بدخولها الفعلي للبورصة. حيث تنشر شركة تسيير البورصة إعلانا في النشرة الرسمية للتسعيرة يوضح تاريخ حصة التسعيرة الأولى للسند وسعر إدخال السند. كما تنشر شركة تسيير البورصة نتائج حصة التسعير الأولى للجمهور في النشرة الرسمية للتسعيرة.

2-3- مرحلة ما بعد الإدراج: يتم خلال هذه الخطوة التي تأتي مباشرة بعد حصة التسعيرة الأولى للسند في البورصة وتغييراته في السوق، إجراء.

- عقد السيولة: حيث يسمح للشركة من أجل ضبط أسعار الأسهم، شراء أسهمها بموجب عقد السيولة. ويتم توقيع العقد بين الشركة والوسيط في عمليات البورصة. والغرض منه هو تحديد الشروط التي يتصرف بموجبها الوسيط نيابة عن الجهة المصدرة في السوق في سبيل تعزيز سيولة السندات وانتظام تسعيرتها؛

- نشر المعلومات: ما إن يتم تسعيرة السند في البورصة، حتى تصبح الجهة المصدرة ملزمة باطلاع الجمهور بأي تغيير أو أي حدث هام من شأنه التأثير بشكل كبير على أسعار السندات. كما يتعين عليها أيضا إطلاع الجمهور بتقارير التسيير والكشوف المالية السنوية والفصلية، وإيداعها لدى لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها، ولدى شركة تسيير البورصة ولدى المؤتمن المركزي على السندات.

رابعا: المتدخلون في السوق ببورصة الجزائر

يتدخل في السوق، ثلاثة أطراف، هم: لجنة المراقبة، المؤتمن المركزي ووسطاء عمليات البورصة.¹

1- لجنة المراقبة: تسمى لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها COSOB، وتمثل مهامها في تنظيم

¹ - بورصة الجزائر، www. Sgbv.dz

ومراقبة سوق القيم المنقولة، من خلال الحرص على حماية المستثمرين في القيم المنقولة وضمان السير الحسن وشفافية سوق القيم المنقولة. وهو ما تحققه من خلال السلطات التي يخولها إياها القانون، والمتمثلة في: السلطة التنظيمية، سلطة الإشراف والمراقبة وسلطة التأديب والتحكيم.

1-1- السلطة التنظيمية: تمارس لجنة المراقبة، سلطاتها التنظيمية من خلال إصدارها للوائح التنظيمية المتعلقة، خاصة ب:¹

- التزامات الإفصاح عن المعلومات من جانب الجهات المصدرة عند إصدار القيم المنقولة من أجل اللجوء العلني للدخار، وعند القبول في البورصة أو العروض العلنية؛
- اعتماد الوسطاء في عمليات البورصة فضلا عن القواعد المهنية التي تنطبق عليها؛
- شروط التداول والمقاصة للقيم المنقولة المسجلة في البورصة؛
- القواعد المتعلقة بمسك حساب الحفاظ على السند؛
- القواعد المتعلقة بتسيير نظام التسوية/ تسليم السندات؛
- تسيير محفظة القيم المنقولة.

2-1- سلطة المراقبة والإشراف: تستطيع لجنة المراقبة بموجب هذه السلطة، أن تضمن ما يلي:

- التزام المشاركين في السوق بالقوانين والأنظمة المعمول بها؛
- لجوء الشركات العلني للدخار بما يتوافق مع التزامات الإفصاح عن المعلومات التي تخضع لها؛
- التسيير الحسن للسوق.

3-1- سلطة التأديب والتحكيم: تمارس اللجنة سلطاتها فيما يخص التأديب، بالتحقيق في أي خرق لالتزامات المهنية والأخلاقية يرتكبه الوسطاء في عمليات البورصة، وكل انتهاك للأحكام التشريعية والتنظيمية المطبقة عليهم.

أما فيما يخص سلطاتها بالنسبة للتحكيم، فتختص اللجنة بالتحقيق في النزاعات التقنية الناشئة عن تفسير القوانين واللوائح التنظيمية التي تحكم نشاط سوق البورصة، الناشئة بين:

- الوسطاء في عمليات البورصة؛

¹ - تخضع اللوائح التنظيمية الصادرة عن اللجنة لتصديق وزير المالية ونشر في الجريدة الرسمية

- الوسيط في عمليات البورصة وشركة تسيير بورصة القيم المنقولة؛
- الوسيط في عمليات البورصة وزبائنها؛
- الوسيط في عمليات البورصة والجهات المصدرة.

2- المؤمن المركزي: تتمثل مهام المؤمن المركزي، في:

- فتح وإدارة الحسابات الجارية للسندات المفتوحة باسم ماسكي الحسابات حافضي السندات (TCC) المتدخلين؛
- مركز حفظ السندات مما يسهل انتقالها بين الوسطاء الماليين؛
- إنجاز المعاملات على السندات لفائدة الشركات المصدرة (توزيع الأرباح، زيادة رأس المال..)؛
- نشر المعلومات المتعلقة بالسوق.

3- الوسيط في عمليات البورصة: تقوم لجنة تنظيم البورصة ومراقبتها بتنظيم ومتابعة ومراقبة نشاط الوسيط في عمليات البورصة، كما أنّها هي من تمنحهم الاعتماد. ويمارس نشاط الوسيط في عمليات البورصة من قبل الأفراد أو الشركات ذات الأسهم، الحاصلين على اعتماد اللجنة.

ويقوم الوسيط في عمليات البورصة بتوفير الخدمات الاستثمارية المالية التالية:

- توظيف القيم المنقولة والمنتجات المالية للجهة المصدرة؛
- التداول في السوق لحساب زبائنهم؛
- تسيير حافظة السندات بموجب تفويض؛
- نشاط البيع والشراء كطرف مقابل؛
- عمليات الترويج المتصلة بأحد الأنشطة المذكورة أعلاه؛
- ضمان الأداء الجيد للمعاملات المالية وإرشاد المستثمرين.

خامسا: الشركات المدرجة في بورصة الجزائر

أشرنا سابقا إلى أن بورصة الجزائر تبقى من أصغر البورصات في العالم، وهذا بالنظر إلى العدد القليل جدا للشركات المدرجة، التي لم يتعدى عددها ستة 06 شركات، هي: شركة م. ت. ف. الأوراسي، شركة أوم انفس، شركة أليانس للتأمينات، شركة أن سي أ روية، شركة بيوفارم وشركة صيدال.

1- شركة "م. ت. ف. الأوراسي": تم افتتاح مؤسسة الأوراسي المصنفة خمسة 05 نجوم بتاريخ 02 ماي 1975، وكانت تعمل تحت وصاية وزارة السياحة والثقافة. حيث قامت الوزارة بتسيير المؤسسة من خلال الشركة الوطنية للسياحة والفندقة (SONATOUR) حتى عام 1977، ثم من خلال الشركة الجزائرية للسياحة والفندقة (ALTOUR) حتى عام 1979، ثم من خلال الديوان الوطني للندوات والمؤتمرات (NCCB) حتى عام 1983، حيث تم في إطار إعادة الهيكلة، توصيف الفندق كمؤسسة اشتراكية، وانشئت مؤسسة التسيير الفندقية (EGH) بموجب المرسوم رقم 83-226 المؤرخ في 02 أفريل 1983.

وبتاريخ 12 فيفري من عام 1991، عدل الفندق وضعه القانوني، وأصبح مؤسسة اقتصادية عامة في شكل شركة ذات أسهم برأس مال قدره أربعون 40 مليون دج، وأصبح اسمه الاجتماعي "مؤسسة التسيير الفندقية" الأوراسي.

وفي عام 1995 وُضع الفندق تحت وصاية المؤسسة القابضة العامة للخدمات بموجب القانون 95-25 المتعلق بتسيير الأموال التجارية التابعة للدولة، وأصبحت المساهم الوحيد فيه.

إلا أنه وتمشيا مع توجهات السلطات العمومية نحو فك الارتباط الكلي للمؤسسات الاقتصادية بالدولة في إطار عملية الخصخصة، اختيرت مؤسسة الأوراسي بقرار من المجلس الوطني لمساهمات الدولة شهر فيفري من عام 1998 لإدراجها في البورصة وطرح ما لا يزيد عن 20 % من رأس مالها للاكتتاب العام.

وفي شهر جوان من عام 1999، فتحت مؤسسة التسيير الفندقية الأوراسي رأس مالها عن طريق العرض العلني للبيع، ومثل مبلغ العرض أربعة مائة وثمانون 480 مليون دج، ما يعادل 20 % من رأس المال الاجتماعي.

وبتاريخ 14 فيفري من عام 2000، وبعد استيفائه شروط القبول المنصوص عليها في القواعد التنظيمية للبورصة، تم إدراج سند رأس المال لمؤسسة التسيير الفندقية الأوراسي في جدول التسعيرة الرسمية، بمبلغ إدراج قدره أربعة مائة 400 دج. خلال فترة العرض التي امتدت من 15 جوان 1999 إلى 15 جويلية 1999. وبلغ عدد الأسهم المعروضة مليون ومائتا ألف 1200000 سهم، مثلت 20 % من رأس المال الاجتماعي المقدّر بـ 1.500.000.000 دج.

وكان الوسيط في عمليات البورصة المرافق هو الراشد المالي. أما الوسطاء في عمليات البورصة المكلفون بجمع أوامر الشراء، فكانوا؛ الراشد المالي، المؤسسة المالية العامة Sogefi، المؤسسة المالية للإرشاد والتوظيف Soficop وشركة توظيف القيم المنقولة SPDM.

2- شركة "أوم انفرست": أنشئت شركة أوم انفرست عام 2011، وهي شركة مساهمة متخصصة في دراسة وتطوير واستغلال المشاريع السياحية في محطات المياه المعدنية، كما تشارك مع المراكز الدولية الأخرى للتنمية وتميز الوجهات في تطوير الدراسات لبناء الوجهات السياحية بامتياز ولتطوير قطاع السياحة في الجزائر.

وفي عام 2013، قامت الشركة بفتح رأس مالها في صناديق ولاية معسكر، التي يديرها البنك الوطني الجزائري لتنفيذ أول مشروع لها من سلسلة فنادق المجموعة من منتجع بو حنيفية الصحي بولاية معسكر، تحت اسم فندق ثيرمال أكوا سيرينس". وقد وتم إدراج سهم الشركة بسعر مرجعي قدره 297 دج، في سوق الشركات الصغيرة والمتوسطة، بمرافقة مرقى البورصة "RMG Consulting Algeria".

وفي عام 2016 قامت الشركة "أوم انفرست spa" بتطوير واعتماد خطة التنمية الاستراتيجية متوسطة وطويلة المدى لتلبية احتياجات وتوقعات الخطة الرئيسية للتنمية السياحية بحلول عام 2030.

3- شركة "أليانس للتأمينات": أليانس للتأمينات، هي شركة ذات أسهم برأس مال مبدئي قدره خمسة مائة 500 مليون دج، أنشئت شهر جويلية عام 2005 من قبل مجموعة من المستثمرين الوطنيين. وفي عام 2009 تم رفع رأس مالها إلى ثمانمائة 800 مليون دج، ثم إلى 2.2 مليار دج في عام 2010 بالنسبة لنشاط التأمين على الأضرار.

وفي شهر نوفمبر من عام 2010، شرعت "أليانس للتأمينات" في زيادة رأس مالها عن طريق العرض للاكتتاب. حيث اقتصر مبلغ العرض على 31 % من رأس المال الاجتماعي، أي ما نسبته 1.44 مليار دج، مقسم إلى 1804511 سهم.

وفي شهر مارس من عام 2011، تم إدراج سند رأس المال لشركة أليانس للتأمينات في جدول التسعيرة الرسمية، بعدما استوفي شروط القبول، حيث قدر سعر الإدراج بـ 830 دج. وكان عدد الأسهم المعروضة 1804511 سهم.

وكان الوسيط في عملية البورصة المرافق، هو "القرض الشعبي الجزائري". أما الوسطاء في عمليات البورصة المكلفين بجمع أوامر الشراء، فكانوا؛ البنك الوطني الجزائري، بنك الجزائر الخارجي، بنك الفلاحة والتنمية الريفية، بنك التنمية المحلية، صندوق التوفير والاحتياط، القرض الشعبي الجزائري، بي إن بي باريبا الجزائر وسوسيتي جنرال الجزائر.

4- شركة "أن سي أ روية": شركة "أن سي أ روية" هي شركة ذات أسهم خاصة، ذات رأس مال قدره 849195000 دج. يتمثل نشاطها الرئيسي في إنتاج وتوزيع المشروبات وعصائر الفاكهة. تأسست عام 1966 في شكل شركة ذات مسؤولية محدودة تحت اسم "الشركة الجديدة للمصبرات الجزائرية"، وكانت متخصصة في إنتاج معجون الطماطم والهريسة والمربيات، تحت علامة "روية".

في عام 2003 غيرت الشركة شكلها القانوني وأصبحت شركة ذات أسهم. وفي عام 2006 ارتفع رأس مال الشركة من 109472000 دج إلى 152044000 دج، مخصص لمؤسسة مساهمة أجنبية، هي شركة رأس المال الاستثماري غير المقيمة "افريسيفست المحدودة".

وفي عام 2008 تم تغيير الاسم السابق للشركة من "الشركة الجديدة للمصبرات الجزائرية" إلى "أن سي أ روية ش.ذ.أ".

وفي عام 2011، قرر مجلس إدارة الشركة إدراج الشركة في البورصة، وتمت المصادقة على القرار من طرف الجمعية العمومية للمساهمين بتاريخ 31 جانفي 2012.

وفي شهر أفريل من عام 2013، شرعت شركة "أن سي أ روية" في بيع أسهمها من خلال العرض العلني للبيع. حيث اقتصر مبلغ العرض على 25 % من رأس المال، أي ما يعادل 849195200 دج، موزعة على 8491950 سهم. وفي شهر جوان من نفس السنة، وبعد استيفائه الشروط المطلوبة، تم إدراج سند رأس المال لشركة "أن سي أ روية" في جدول التسعيرة الرسمية. وقد قدر مبلغ الإدراج بـ 400 دج. وكان عدد الأسهم المعروضة 2122988 سهم، مثلت 25 % من رأس المال.

وكان الوسيط في عمليات البورصة المرافق هو "بي إن بي باريبا الجزائر". أما الوسطاء المكلفون بجمع أوامر الشراء، فكانوا؛ البنك الوطني الجزائري، بنك الجزائر الخارجي، بنك الفلاحة والتنمية الريفية، بنك التنمية

المحلية، الصندوق الوطني للتوفير والاحتياط، القرض الشعبي الجزائري، بي إن بي باريبا الجزائر، سوسيتي جنرال الجزائر"

5- شركة صيدال: تأسست الصيدلية المركزية الجزائرية عام 1969، بموجب مرسوم رئاسي، أسندت لها مهمة ضمان احتكار الدولة لاستيراد وتصنيع وتسويق المواد الصيدلانية ذات الاستخدام البشري. وفي إطار مهامها الإنتاجية أنشأت الصيدلية عام 1971 وحدة الحراش للإنتاج، واشترت على مرحلتين (في عام 1971 ثم في عام 1975) وحدتي "بيوتيك (BIOTIC)" و "فارمال PHARMAL".

وفي أعقاب إعادة هيكلة الصيدلة المركزية الجزائرية، أصبح فرعها للإنتاج يسمى "الشركة الوطنية للإنتاج الصيدلاني"، بموجب المرسوم 82-161 الصادر في شهر أفريل من عام 1982. حيث كانت مهمتها هي ضمان احتكار إنتاج وتوزيع الأدوية والمواد الشبيهة والتفاعلية، وتزويد السوق الجزائرية على نحو كاف ومنتظم.

وفي عام 1985 غيرت الشركة اسمها لتصبح "صيدال". وفي أعقاب الإصلاحات الاقتصادية لعام 1989 أصبحت صيدال مؤسسة اقتصادية عامة تتمتع باستقلالية الإدارة، واختيرت لتكون من بين الشركات الوطنية الأولى التي تحصل على طابع الشركة ذات الأسهم.

وفي عام 1993 تم إجراء تغييرات على النظام الأساسي للشركة، ما مكنها من المشاركة في كل العمليات الصناعية أو التجارية ذات الصلة بأغراض الشركات من خلال إنشاء شركات جديدة أو فروع تابعة. وفي شهر فيفري من عام 1999 قام مجمع صيدال بفتح رأس ماله عن طريق العرض العلني للبيع. واقتصر مبلغ العرض على 20 % من رأس مال المجمع، أي ما يعادل خمسمائة 500 مليون دج، موزعة على 02 مليون سهم.

وفي في شهر سبتمبر من عام 1999، وبعد استيفاءه لشروط القبول، تم إدراج سند رأس المال لمجمع صيدال في جدول التسعيرة الرسمية. حيث قدر مبلغ الإدراج بـ 800 دج.

ويقدر رأس المال الاجتماعي لمجمع صيدال بـ 2.500.000.000 دج. ما يعادل عشرة ملايين 10000000 سهم، بقيمة اسمية قدرها 250 دج.

وكان الوسيط في عمليات البورصة المرافق، هو "المؤسسة المالية العامة Sogefi". أما الوسطاء في عمليات البورصة المكلفون بجمع أوامر الشراء، فكانوا؛ المؤسسة المالية العامة Sogefi، الراشد المالي، المؤسسة المالية للإرشاد والتوظيف Soficop وشركة توظيف القيم المنقولة SPDM.

6- شركة بيوفارم الجزائر ش. ذ. أ: هي شركة مختصة في مجال الرعاية الصحية. أنشئت عام 1991.

الخلاصة

تمثل هذه المطبوعة مرجعا مختصرا وميسرا، لمحاور مقرر الاقتصاد النقدي والأسواق المالية، الموجه لطلبة العلوم الاقتصادية، مقدمة بأسلوب بسيط لأجل تقريب الفكرة من الطالب، وبالتالي تسهيل الفهم.

بحيث يمكن للطلبة أن يستعينوا بها في ترسيخ وتعميق الفهم والمفاهيم التي يتلقونها في مدرجات المحاضرات وقاعات الدروس. كما بإمكانهم الاستعانة بها في بناء هياكل بحوثهم العلمية، وذلك لمنهجيتها الأكاديمية الدقيقة المحكمة.

ولأنّ مهمة الطالب الجامعي هي البحث بالدرجة الأولى، فواجبه هو التوسع في البحث قدر الإمكان وعدم الاكتفاء بالقدر القليل من المراجع، لأن ذلك يعني القبول بالقدر القليل من المعرفة والفهم.

قائمة المراجع

1- الكتب

- السيد متولي عبد القادر، الأسواق المالية والنقدية في عالم متغير، الطبعة الأولى 2010، دار الفكر، عمان، الأردن؛
- الطاهر لطرش، الاقتصاد النقدي والبنكي، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر 2013، بن عكنون، الجزائر؛
- الطاهر لطرش، تقنيات البنوك، ديوان المطبوعات الجامعية، الطبعة السابعة، 2010، بن عكنون، الجزائر؛
- أمين عبد العزيز، الأسواق المالية، دار قُباء الحديثة للطباعة والنشر والتوزيع، القاهرة، 2007؛
- حسن علي خربوش ومحفوظ أحمد جودة وعبد المعطي رضا أرشيد، الأسواق المالية مفاهيم وتطبيقات، الطبعة الأولى 2011، دار زهران للنشر والتوزيع، الأردن؛
- سليمان خنجري، الأسواق المالية وأحكامها الفقهية، الطبعة الأولى، 2010، منشورات وزارة الأوقاف والشؤون الإسلامية، المملكة المغربية؛
- سمير عبد الحميد رضوان، أسواق الأوراق المالية ودورها في تمويل التنمية الاقتصادية، الطبعة الأولى، 1996، المعهد العالمي للفكر الإسلامي، القاهرة؛
- شاعر القزويني، محاضرات في اقتصاد البنوك، الطبعة الخامسة، 2011، ديوان المطبوعات الجامعية، بن عكنون، الجزائر؛
- عبد النافع عبد الله الزرري وغازي توفيق فرح، الأسواق المالية، الطبعة الأولى 2001، دار وائل للنشر، عمان، الأردن؛
- عصام حسين، أسواق الأوراق المالية، الطبعة الأولى 2008، دار أسامة للنشر والتوزيع، عمان الأردن؛
- علي كنعان، النقود والصيرفة والسياسة النقدية؛
- عمر صخري، التحليل الاقتصادي الكلي، الطبعة السابعة 2008، ديوان المطبوعات الجامعية، بن عكنون، الجزائر؛
- مبارك بن سلمان آل فواز، الأسواق المالية من منظور إسلامي الطبعة الأولى، 2010، مركز النشر العلمي، جامعة الملك عبد العزيز، جدة، السعودية؛

- مروان عطون، أسعار صرف العملات، أزمات العملات في العلاقات النقدية الدولية، دار الهدى، عين مليلة، الجزائر؛
- مروان عطون، الأسواق النقدية والمالية (البورصات ومُشكلاتها في عالم النقد والمال)، الجزء الثاني، مُشكلات البورصات وانعكاساتها على البلدان النامية، ديوان المطبوعات الجامعية، بن عكنون، الجزائر؛
- مقدمة ابن خلدون، دار الهدى، عين مليلة، الجزائر، 2009؛
- منير ابراهيم هنيدي، الأوراق المالية وأسواق المال، طبعة 2006، مركز الدلتا للطباعة، الإسكندرية؛
- ناظم مُحمَّد الشمري، النقود والمصارف والنظرية النقدية، دار زاهر للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2008؛
- وسيم مَلّاك، البورصات والأسواق المالية العالمية، الجزء الثاني، قضايا نقدية ومالية، الطبعة الأولى 2003، دار المنهل اللبناني، مكتبة راس النبع للطباعة والنشر، بيروت.

2- القوانين والأوامر والأنظمة

- القانون 86-12 مؤرخ في 12 أوت 1986، يتعلق بنظام البنوك والقرض؛
- القانون 88-06 مؤرخ في 12 جانفي، يُعَدِّل ويُتِمِّم القانون 86-12 المؤرخ في 19 أوت 1986 المتعلق بنظام البنوك والقرض؛
- القانون 90-10 مؤرخ في 14 أفريل سنة 1990 يتعلق بالنقد والقرض
- الأمر رقم 01-01 مؤرخ في 27 فيفري سنة 2001، يُعَدِّل ويُتِمِّم القانون رقم 90-10 المؤرخ في 14 أفريل سنة 1990، يتعلق بالنقد والقرض
- الأمر 10-04 مؤرخ في 26 أوت 2010، يُعَدِّل ويُتِمِّم الأمر 03-11 المؤرخ في 26 أوت 2003، يتعلق بالنقد والقرض
- النظام رقم 91-08 مؤرخ في 14 أوت سنة 1991، المتضمن تنظيم السوق النقدية

3- مواقع الانترنت

- أحمد شوقي سليمان، مخاطر المشتقات المالية (عقود SWAPS، وموقف الفكر الاسلامي منها، <http://kenanaonline.com/users/ahmed0shawky/posts/913977> وعمليات المبادلات.
- بورصة الجزائر www.sgbv.dz

COMMISSIONS(IOSCO), Objectives and Principles of Securities Regulation , MAY2017.

www.fra.gov.eg/content/efsa_ar/cma_pages/iosco_page1.htm

– Abozaid, Abdulazeem, Shariah and Maqasid analysis of financial derivatives, 2014, p2, <https://mpira.ub.uni-muenchen.de/93382/>

– <https://almerja.com/reading.php?idm=99175>

–<https://www.netotrade.ae/learn/trading-academy/advanced-trading-strategies/what-is-the-sp-500-index>

– <https://www.avatrade.sa.com/cfd-trading/indices/ftse-100>

– <https://www.arabicader.com/ar/news/details/46517/225>

– <https://www.avatrade.sa.com/cfd-trading/indices/dax-30>

–<https://www.avatrade.sa.com/cfd-trading/indices/cac-40>

– www. Admiralmarkets.com/ar/education/articles/schares/boursat-alaswaq-alalamia

– www. Infinance.fr/ articles/bourse/place-boursiere/article-la-bourse-de-tokyo