

## المحور لثالث: السوق النقدية

### المطلب الأول: مفهوم السوق النقدية والمتدخلون فيها

#### أولاً: مفهوم السوق النقدية

لقد عرفت السوق النقدية Money Market على أنها السوق التي تتداول فيها الأوراق المالية قصيرة الأجل من خلال كل المتعاملين الاقتصاديين من سماسرة وبنوك تجارية، وكذلك من خلال الجهات الحكومية وذلك بالنسبة للأوراق المالية قصيرة الأجل التي تصدرها الحكومة، كما عرفت بأنها سوق القروض قصيرة الأجل فيما بين المؤسسات المالية، أو كما تعرف بسوق السيولات أو سوق رؤوس الأموال قصيرة الأجل. ومن هنا يمكن القول أن السوق النقدية بمعناها التقني الضيق هي تلك السوق التي يلتقي فيها العرض والطلب على القروض قصيرة الأجل، وهي غير محددة بمكان معين كما هو الشأن بالنسبة لكثير من البورصات، بل تتم المعاملات فيها عن طريق استخدام وسائل الاتصال الحديثة والمتمثلة مثلاً في الهاتف، التليكس، الفاكس وكذا نهايات أجهزة الإعلام الآلي وغيرها من وسائل الاتصال.

#### ثانياً: المتدخلون في السوق النقدية

المشاركون في السوق النقدية، بالمعنى العام لسوق الأموال قصيرة الأجل، هم أولئك الأشخاص الذين يعرضون أو يطلبون العملة سواء كانوا من الأفراد أم من المؤسسات، وتشمل التسمية أيضاً الجهاز المالي وخزينة الدولة، والمتعاملين معها.

### 1- الأفراد والمؤسسات

يشارك الأفراد مع المؤسسات في خاصيتين أساسيتين، فهم نظراً لعدم قدرتهم على خلق العملة، لا يستطيعون عرض العملة إلا إذا كان لديهم موجودات صندوقية فائضة مؤقتاً، ومن جهة أخرى، إذا اقترضوا نقوداً فمن أجل الحصول على السلع والخدمات من السوق بصورة أساسية. وكلمة فرد تدل بصورة أساسية على الشخص الطبيعي الذي يقوم بنشاط بشري، فمن جهة هناك استهلاك أو استعمال للسلع والخدمات لغايات شخصية، وهناك أيضاً التوفير الفردي، فنشاط الأفراد، حتى ولو تناول العمليات الاقتصادية الأيسر في الحياة اليومية، يشكل العنصر المحرك لدورات النقود.

أما المؤسسات فسواء ظهرت بشكل أشخاص معنوية أو بشكل مشاريع فردية، تلعب دوراً اقتصادياً أساسياً في دمج عوامل الإنتاج بقصد إنتاج السلع أو تقديم الخدمات.

### 2- الجهاز النقدي والمالي:

في نطاق الأموال ذات الأجل القصير، يضم الجهاز النقدي والمالي البنوك من جهة والوسطاء الماليين الغير مزودين بسلطة خلق العملة من جهة ثانية.

**2-1- البنوك التجارية:**

من أبرز التي جعلتها من أهم المتدخلين في السوق النقدية هي قبول الودائع وإدارتها، تمويل التجارة الخارجية، تعبئة الموارد المتاحة في المجتمع من خلال قبول الودائع، منح القروض، وشراء الأوراق المالية الحكومية، ونظرا للتطور الذي حدث على مستوى البنوك التجارية من جهة والأهمية البالغة للتجارة الخارجية، ظهرت بنوك متخصصة في تمويل التجارة الخارجية وتسيير عمليات الإستيراد والتصدير، وهي عمليات قصيرة الأجل بطبيعتها، ولقد نشأت هذه البنوك في الدول الصناعية الكبرى، التي يحتل فيها قطاع التصدير مكانة كبيرة، حيث عرفت فرنسا أولا ثم انتقلت إلى إنجلترا، أمريكا، اليابان وبقا الدول الصناعية الكبرى، أما في دول العالم الثالث فإن هذا النوع من البنوك لم يظهر بعد وإنما تمارس البنوك التجارية نفس نشاط بنوك التجارة الخارجية.

**2-2- البنك المركزي:**

إن مهمة البنك المركزي هي وضع الأوراق المصرفية تحت تصرف الأفراد والمؤسسات أو الإدارة، وعلى إثر تطور تاريخي وجهت البنوك المركزية نشاطها الأساسي نحو علاقاتها غيرها من البنوك، وبالأجهزة المالية المختلفة، ثم نحو الخزينة العامة، وهذا يعني أن البنك المركزي يضع تحت تصرف هذه المؤسسات المختلفة تنظيما يمكنها من إقامة علاقات مالية فيما بينها، وذلك عن طريق خلق سيولة من شأنها أن تؤمن التوازن العام في الموجودات الصندوقية، هذا الدور المزدوج والمتمثل في إصدار الأوراق النقدية ووضعها في التداول، إدارة وخلق السيولة من شأنه أن يؤمن للبنك المركزي سيطرة على تسيير السوق النقدية ذات الأجل القصير.

ومن هنا يمكن القول أن البنك المركزي هو تلك المؤسسة التي تقف على قمة النظام المصرفي لأي بلد، سواء من ناحية الإصدار النقدي أو من ناحية العمليات المصرفية وتحقيق الرقابة عليها، فهو سلطة الرقابة على باقي البنوك الأخرى، كما أنه يعتبر الأداة الرئيسية التي تتدخل بها الدولة لتنفيذ سياساتها الاقتصادية.

**2-3- الوطاء غير المزودين بسلطة إصدار النقود:**

إتماما لوصف النظام النقدي والمالي، تجب الإشارة إلى المؤسسات التي ليست لها صلاحية خلق العملة، كصناديق التوفير والادخار، والمؤسسات المالية التي يمتد دورها فيشمل أسواق الأموال ذات الأجل القصير، والوسطاء وبيوت الحسم الذين يتدخلون في السوق النقدية تدخلا ضيقا ومحصورا.

فبالنسبة لصناديق التوفير والادخار فإنها تتولى تقليديا مهمة إدارة التوظيفات ذات المبالغ البسيطة، وفي مجال الاستخدام تعتبر صلاحياتها محدودة، حيث يعود إلى صندوق الودائع والتأمينات أمر إدارة الأموال التي تتجمع على يد هذه الصناديق.

أما فيما يخص المؤسسات المالية فإن مواردها تتكون أساسا من رؤوس الأموال الخاصة بها، بعض من القروض المستندية، أو من المساعدات المتأتية عن البنوك بواسطة الحسم، أو بعد اللجوء إلى السوق المالية، وبالمقابل تستطيع هذه المؤسسات المالية استعمال مواردها في عمليات الإقراض والتسليف، وهي تلعب دورا مهما في تمويل المبيعات التقسيطية، هذا بالإضافة إلى أنها تقوم بوظائف أخرى خارج نطاق الأجل القصير، كالقيام بعمليات تتعلق بالقيم المنقولة، أو كالقروض لقاء رهن عقاري.

أما الفئة الثانية من المتدخلين في السوق النقدية، والمتمثلة في الوسطاء وبيوت الحسم وإعادة الحسم، فهي تعتبر من العناصر المهمة في السوق النقدية، وذلك راجع لكون أن هذه الأخيرة - السوق المالية - تعمل بواسطة شبكة من الوسطاء.

**2-4- الخزينة العامة والمتعاملون معها:**

تعتبر الخزينة العامة ذلك المرفق الذي يؤمن إدارة أموال الدولة، وهي تلعب دورا مهما ومتشعبا في مسار أسواق الأموال القصيرة الأجل، حيث تمارس هذه الخزينة العامة تأثيرا ذا وزن بسبب أهمية العمليات وكذا بسبب الشروط الإمتيازية التي تعمل من خلالها .

**المطلب الثاني: منتجات السوق النقدية**

تتعامل السوق النقدية للأوراق المالية في تلك الإصدارات قصيرة الأجل، والتي تمثل صكوك مديونية مدون عليها ما يفيد بأن لحاملها الحق في استرداد مبلغ معين سبق وأن أقرضه لطرف آخر، وعادة ما تكون هذه الأوراق المالية قابلة للتداول، ولا يتجاوز تاريخ استحقاقها عن تسعة شهور أو سنة على الأكثر، هذا وتتسم الأوراق المالية قصيرة الأجل بإمكانية التخلص منها في أي وقت ويحد أدنى من الخسائر، ونظرا لانخفاض مخاطر التوقف عن السداد، فإنه يتوقع أن يكون العائد المتولد عنها منخفض، وقد لا يتجاوز معدل التضخم.

و في بعض هذه الأوراق قد يحصل مشتري الورقة على الفوائد مقدما، و ذلك بشراء الورقة بقيمة تقل عن القيمة الاسمية التي سيحصل عليها في تاريخ الاستحقاق، ويمثل الفرق مقدار الفوائد.

وبالطبع يمكن لحامل الورقة التصرف فيها قبل تاريخ الاستحقاق، وذلك بعرضها للبيع في سوق النقد Market Money وهنا يتوقع أن تكون قيمتها السوقية أقل من قيمتها الاسمية ، كما يتوقع أن تزداد، تلك القيمة السوقية كلما اقترب تاريخ الاستحقاق، الذي عنده يحصل حاملها على مبلغ يتمثل في القيمة الاسمية المدونة عليها.

ومن أبرز هذه الأوراق نجد شهادات الإيداع، الكمبيالات المصرفية، الأوراق التجارية، اتفاقيات شراء فائض الاحتياطي الإلزامي، قرض الدولار الأوربي، واتفاقيات إعادة الشراء، يضاف إلى ذلك أدوات الخزينة وشهادات المديونية التي تصدرها الحكومة<sup>(1)</sup>.

**أولا: شهادات الإيداع القابلة للتداول:**

يقصد بشهادات الإيداع القابلة للتداول Negotiable Certificates of Deposit تلك الشهادات غير الشخصية التي تصدرها البنوك التجارية، والتي يمكن لحاملها التصرف فيها بالبيع أو التنازل، كما يمكنه الانتظار حتى تاريخ الاستحقاق المدون على الشهادة، وعادة ما تكون القيمة الاسمية ومعدل الفائدة لتلك الشهادات أكبر من مثيلهما للشهادات الشخصية الغير قابلة للتداول في السوق، مع الأخذ بعين الاعتبار أن معدل الفائدة لكلا النوعين يتناسب طرذا مع تاريخ الاستحقاق.

ونظرا لأن هذه الشهادات تعد بمثابة ودائع لأجل، فإنه لا يجوز استرداد قيمتها من البنك المصدر لها قبل تاريخ الاستحقاق، ويبقى السبيل الوحيد للتصرف فيها قبل ذلك التاريخ هو عرضها للبيع في السوق الثانوية Secondary Market الذي يتضمن بيوت السمسرة، البنوك التجارية وما شابهها من المؤسسات المالية التي تتعامل في الأوراق المالية قصيرة الأجل.

1 منير إبراهيم هندي، أدوات الاستثمار في أسواق رأس المال، مرجع سبق ذكره، ص 52-54.

**ثانيا: الكمبيالات (القبولات) المصرفية:**

تمثل الكمبيالات المصرفية Banker's Acceptances تعهد كتابي بإعادة مبلغ اقترضه شخص ما من أحد البنوك، ويمكن للبنك الاحتفاظ بالتعهد، الذي في الواقع يمثل عقد إقراض يتولد عنه فوائد، حتى تاريخ الاستحقاق، كما يمكنه بيعه لشخص آخر، والذي هو بدوره يمكنه بيعه لطرف ثالث، ورابع وهكذا، أما في تاريخ الاستحقاق فيحق لحامل التعهد استرداد قيمته من محرره، وفي حالة فشله في استرداد قيمة التعهد فحينئذ يمكنه الرجوع على البنك الذي وافق على التعهد من البداية.

**ثالثا: الأوراق التجارية**

تمثل الأوراق التجارية Commercial Papers في كمبيالات يتراوح تاريخ استحقاقها من خمسة أيام إلى تسعة شهور، وتقتصر ميزة التداول على الكمبيالات التي تصدرها منشآت الأعمال كبيرة الحجم، ذات المكانة الراسخة والمعروفة في المجتمع، وعادة ما تحصل تلك المنشآت على ائتمان مفتوح لدى بعض البنوك التجارية، تقوم بمقتضاه تلك البنوك بدفع قيمة تلك الأوراق لحاملها في تاريخ الاستحقاق، وهو ما يعد تقوية لمركز تلك الأوراق التجارية.

وفي ظل الطبيعة المتميزة لتلك الأوراق يمكن استخلاص أربع سمات أساسية لها:

- 1- أنها لا تكون مضمونة بأي أصل من أصول المنشأة، فالضامن الأساسي للمتعاملين فيها هو سمعة المنشأة ومكانتها، والتي على أساسها قبلت البنوك التجارية الالتزام بسداد قيمة تلك الأوراق في تاريخ الاستحقاق.
- 2- أن التزام البنوك بسداد قيمتها يجعل مخاطر الاستثمار في تلك الأوراق محدود، ومن ثم يصبح من المتوقع أن يكون معدل الفائدة الذي تحمله منخفضا ويعادل تقريبا معدل الفائدة على الكمبيالات المصرفية.
- 3- تساهم الطبيعة المتميزة لتلك الأوراق في خلق سوق ثان نشط لها يتمثل في بعض بيوت السمسرة والبنوك التجارية
- 4- ونظرا لأن مركز تلك الأوراق مستمد من مركز المنشأة المصدرة لها، فإنه ورغبة في حماية المستثمرين تنشر بعض المؤسسات المتخصصة مثل مؤسسة ستاندار آند بور Standard and Poor S&P في الولايات المتحدة دليلا خاصا بأسماء تلك المنشآت التي تصدر مثل هذه الأوراق.

**رابعا: قرض فائض الاحتياطي الإلزامي**

يمكن للبنوك التي يوجد لديها فائض في الاحتياطي الإلزامي Surplus Reserve Requirement أن تقرضه لبنوك أخرى تعاني من عجز فيه، ولا تعتبر تلك القروض أوراقا مالية بالمعنى الواسع، ذلك لأنها تتمثل في تعهد غير مكتوب يلتزم بموجبه البنك المقترض بسداد قيمة القرض مصحوبا بفائدة تتحدد وفقا لقانون العرض والطلب، هذا بالرغم من أن هذا التعهد يجب أن يكون مضمون من قبل البنك المركزي أو مؤسسة النقد التي تدير ذلك الاحتياطي.

وعلى الرغم كذلك من أن اقتراض تلك الأموال عادة ما يكون في حدود ليلة واحدة بهدف سد العجز في الاحتياطي الإلزامي، إلا أن الواقع قد أثبت إمكانية تمديد هذه الفترة، وذلك عندما يضطر البنك لاقتراض هذه الأموال واستخدامها في الاستثمار، وحينئذ يصبح لزاما عليه أن يطلب مد فترة القرض يوما بيوم، هذا ويلعب البنك المركزي دور الوسيط بين البنوك المقترضة والبنوك المقرضة، كما يمكن أن يكون الاتصال مباشرا بينها أو بواسطة سمسار متخصص في هذا النوع من القروض.

### خامسا: قروض الدولار الأوربي

يستخدم اصطلاح الدولار الأوربي للإشارة إلى الدولارات الأمريكية التي تحتفظ بها بنوك خارج الولايات المتحدة وعلى الأخص البنوك الأوربية، ويتكون سوق الدولار الأوربي من عدد من البنوك الكبيرة في لندن وبعض البلدان الأوربية الأخرى التي يقتصر تعاملها على الدولار، بمعنى أنه تقبل ودائع وتمنح القروض بالدولار فقط.

وتتسم القروض التي تقدمها تلك البنوك بضخامة القيمة وقصر مدة الاستحقاق، وتتكون الدولارات الأمريكية لدى تلك البنوك نتيجة قيام بعض البنوك والشركات التي لها ودائع في بنوك أمريكية بسحب جزء من تلك الودائع لإعادة إيداعها في صورة ودائع لأجل لدى البنوك الأوربية التي تتعامل بالدولار، وذلك للاستفادة من ارتفاع معدلات الفائدة مثلا.

هذا ولم يعد الأمر مقتصر اليوم على الدولار فقط، بل أصبح هنا سوق للعملة الأوربية الموحدة موازيا لسوق الدولار الأوربي يمكن أن تلجأ إليه البنوك وغيرها من المؤسسات المالية بهدف الاقتراض.

### سادسا: اتفاقيات إعادة الشراء

تمثل اتفاقيات إعادة الشراء Repurchase Agreements 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 لبضعة أيام قليلة.

وبمقتضى هذا الأسلوب يلجأ التاجر إلى أحد السماسرة المتخصصين في تلك الاتفاقيات 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 المبلغ الذي يحتاجه، كما يقوم في نفس الوقت بإبرام صفقة إعادة شراء تلك الأوراق من ذات المستثمر بسعر أعلى قليلا من السعر الذي باع له به هذه الأوراق، على أن تنفذ صفقة إعادة الشراء في الموعد الذي تنتهي فيه حاجة التاجر للمبلغ الذي سبق وأن حصل عليه من المستثمر، وهكذا تنتهي الاتفاقية بعودة الأوراق المالية إلى التاجر، وعودة الأموال إلى المستثمر، ويعتبر فرق القيمة بين عقد البيع وعقد الشراء بمثابة فائدة على الأموال المقترضة.

وهذا لا يخرج اتفاق إعادة الشراء عن كونه قرض قصير الأجل بضمانة الأوراق المالية التي يتضمنها الاتفاق، مع ملاحظة أن عقد البيع لا يترتب عليه انتقال حيازة الأوراق المعنية إلى المستثمر بل تظل في حوزة التاجر، على أن تعتبر مرهونة لصالح المستثمر.

### سابعا: أذونات الخزينة

تمثل أذونات الخزينة أوراقا مالية حكومية قصيرة الأجل لا يزيد تاريخ استحقاقها عن السنة، ولضمان استمرارية وجود تلك الأذونات تحرص الحكومات على إصدارها دوريا، وتتميز أذونات الخزينة بسهولة التصرف فيها دون أن يتعرض حاملها لخسائر رأسمالية، فهي عادة ما تباع بسعر أقل

من قيمتها الاسمية، وفي تاريخ الاستحقاق تلتزم الحكومة بدفع القيمة الاسمية المدونة على المستند، ويمثل الفرق مقدار العائد الذي يتحصل عليه المستثمر.

#### ثامنا: شهادات المديونية وكمبيالات الخزانة

حتى تتمكن وزارة الخزانة الأمريكية من جذب أكبر عدد ممكن من الراغبين في الاستثمار في الأوراق المالية الحكومية، فإنها عادة ما تصدر أوراقا مالية يطلق عليها كمبيالات الخزانة تحمل تواريخ استحقاق متباينة تتراوح بين سنة وسبع سنوات، وذلك حتى يجد كل راغب في الاستثمار بغيته، وتظهر تلك الكمبيالات في الصحف الأمريكية ويحصل حاملها على فوائد نصف سنوية، وكأي إصدار حكومي آخر، عدا سندات الادخار ، يتوافر لتلك السندات سوق ثاني نشط من خلال بيوت سمسرة متخصصة، يسهل فيه تحويلها إلى نقدية في أي وقت.

أما عن آلية سير عمل السوق النقدية، فإنها تتحكم الأوضاع السائدة في سوق الأموال قصيرة الأجل، عندما تقدم هذه السوق للاقتصاد، وسائل التمويل اللازمة، وإلى حد كبير، بالإمكانات التي من شأنها إيجاد التوازن النقدي، وبصورة أدق التي من شأنها تحقيق الهدف المزوج للسلطات العامة وهو الازدهار الاقتصادي والاستقرار النسبي للعملة، ولهذا تخضع أشكال التقاء العرض والطلب على العملة، وقواعده، لمراقبة شديدة من قبل السلطات النقدية، وبحسب الخط الموجه الذي تعتمده السلطات العامة، أو بحسب الظروف الاقتصادية والمالية، تركز السياسة المعتمدة في هذا المجال على الاحتياجات وعلى أسعار الفائدة.