



وزارة التعليم العالي والبحث العلمي  
جامعة العربي التبسي. تبسة  
كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير  
قسم العلوم الاقتصادية

مطبوعة

دروس موجهة لطلبة السنة الثانية ليسانس شعبة علوم اقتصادية

مادة:

اقتصاد نقدي وأسواق رأس المال

من إعداد الدكتور:

عبد الحميد حفيظ

السنة الجامعية 2022/2021

# فهرس المحتويات

الصفحة	عنوان الموضوع
II - I	فهرس المحتويات
أ - ب	المقدمة
28 - 1	<b>الفصل الأول: النقود</b>
3	1- تعريف النقود
4	2- وظائف النقود
5	3- الوظائف الحديثة للنقود
6	4- خصائص النقود
7	5- أنواع النقود
9	6- الكتلة النقدية ومختلف العوامل المؤثرة فيها
14	7- الأنظمة النقدية
20	8- قياس تقلبات قيمة النقود
21	9- بعض العوامل المؤثرة على قيمة النقود
22	10- تعريف التضخم وأسبابه
25	11- أنواع التضخم
26	12- قياس التضخم
49 - 29	<b>الفصل الثاني: النظريات النقدية</b>
31	1- النظرية الكلاسيكية
36	2- النظرية الكينزية
46	3- النظريات النقدية المعاصرة
73 - 50	<b>الفصل الثالث: الوساطة المالية</b>
52	1- النظام المالي ووظائفه
54	2- المؤسسات التمويلية
55	3- طرق التمويل
57	4- ماهية الوساطة المالية
59	5- أهمية الوساطة المالية

62	6- عوامل نمو الوساطة المالية
63	7- سلوك الوسطاء الماليون
64	8- أهداف الوساطة المالية
67	9- أنواع الوساطة المالية
72	10- تصنيف الوسطاء الماليين حسب علاقتهم بالنقود
117 - 74	<b>الفصل الرابع: سوق رؤوس الأموال</b>
76	1- ماهية السوق المالية
78	2- السوق النقدية
80	3- سوق رؤوس الأموال
81	4- سوق الأوراق المالية
81	5- أقسام سوق الأوراق المالية
85	6- خصائص سوق الأوراق المالية
89	7- أركان سوق الأوراق المالية
93	8- طرق التعامل في سوق الأوراق المالية
98	9- الهيئات المنظمة لسوق الأوراق المالية
102	10- قراءة أسعار البورصة
103	11- المؤشرات في الأسواق الدولية
107	12- استعراض لبعض المؤشرات العالمية
109	13- سوق الأوراق المالية الكفوة
120 - 118	<b>قائمة المراجع</b>

# المقدمة

## المقدمة

تطورت فكرة وجود النقود وأسواق مالية تاريخيا منذ أن بدأ الإنسان يفكر في دفع ثمن معاملاته واستثمار مدخراته، وتطورت أكثر مع توسع المعاملات ووصوله مرحلة تتطلب وجود مشاريع استثمارية كبيرة تحتاج إلى تمويل أكبر من طاقته الادخارية، الأمر الذي دفع به مع غيره إلى تجميع مدخراتهم للدخول بها في مشاريع استثمارية مهمة الهدف منها تحقيق أهداف تنمية كلية وجزئية على مستوى الاقتصاد.

وأهمية أسواق المالية برزت منذ الحرب العالمية الثانية كأثر الغاية منه إحداث التنمية الاقتصادية وتعويض ما خلفته الحرب من دمار، واستمرت هذه الفكرة بالتطور مع التوسع على المستوى العالمي في إنشاء شركات المساهمة التي يشترك في ملكيتها عدد كبير من المساهمين.

باتت السوق التمويلية في الوقت الحالي تحتل بمختلف أقسامها ومؤسساتها وأدواتها مكانة حيوية في النظم الاقتصادية للدول المتقدمة والنامية على حد سواء، كونها تمثل إحدى القنوات التي تعتمد عليها الدول في جذب الفائض من الأموال الغير موظفة والغير معبأة في الاقتصاد الوطني، وتحويلها من أموال عاطلة خاملة إلى أموال موظفة وفعالة تساهم في التنمية الاقتصادية، وذلك من خلال عمليات الاستثمار التي يقوم بها الأفراد والشركات في الأوراق المالية على مستوى هذه السوق.

فهي وسيلة هامة لتعبئة المدخرات وتمكين المؤسسات الاقتصادية والحكومات من الحصول على موارد تمويلية بأقل قدر من التكاليف، كما أنها أداة فعالة في تخصيص الموارد ورفع كفاءة الأنشطة الاقتصادية وتعزيز عوامل النمو والازدهار.

تزايدت أهمية السوق التمويلية وغدت تشكل أداة أساسية لتدعيم النمو الاقتصادي وتحقيق نهوض شامل ومتسارع في كل جوانب الحياة، الأمر الذي كان له أثرا مباشرا أيضا بالنسبة لسائر البلدان النامية التي تسعى لتسريع عجلة التنمية وتتطلع لبناء اقتصاد متطور ومزدهر على قاعدة نظام الحرية الاقتصادية وآليات السوق.

تنقسم السوق التمويلية إلى سوق إقراض تؤدي وظيفة التمويل غير المباشر عن طريق الوساطة المصرفية، وسوق رؤوس أموال تؤدي وظيفة التمويل المباشر من خلال سوقين: سوق النقد التي تؤمن رؤوس الأموال قصيرة الأجل، وسوق رؤوس الأموال التي توفر رؤوس الأموال طويلة الأجل. ويلاحظ

هنا أن كلا من البنوك وسوق الأوراق المالية هما قناتان هامتان في خدمة مسيرة التنمية لكونهما توفران التمويل طويل الأجل.

تعتبر سوق رؤوس الأموال وسيلة لتعبئة وتنمية المدخرات وتوفير الموارد الحقيقية اللازمة لتمويل المشاريع المترجمة لخطط التنمية الاقتصادية، كما أنها تمثل حلقة اتصال بين القطاعات المختلفة. وقد باتت تعتبر وسيلة ملحة في أي اقتصاد راغب في التطور، حيث عمدت العديد من الدول النامية خاصة منها التي تعاني من عجز متنامي في موازنتها وشحه في رؤوس الأموال إلى الاهتمام بها في برامج الإصلاحات الاقتصادية، وذلك من خلال إنشائها وتطويرها وسط مجموعة من التشريعات والتنظيمات اللازمة والقادرة على الحث والتوجيه والاستيعاب الجيد للمدخرات لأغراض الاستثمار المنتج.

# الفصل الأول: النقود



الفصل الأول:

النقود

محتويات الفصل

- أولاً: تعريف النقود؛
- ثانياً: وظائف النقود؛
- ثالثاً: الوظائف الحديثة للنقود؛
- رابعاً: خصائص النقود؛
- خامساً: أنواع النقود؛
- سادساً: الكتلة النقدية ومختلف العوامل المؤثرة فيها؛
- سابعاً: الأنظمة النقدية؛
- ثامناً: قياس تقلبات قيمة النقود؛
- تاسعاً: بعض العوامل المؤثرة على النقود؛
- عاشراً: تعريف التضخم وأسبابه؛
- حادي عشر: أنواع التضخم؛
- ثاني عشر: قياس التضخم.

## الفصل الأول: النقود

لعب تطور المجتمعات وزيادة الحاجة لوجود وحدة قياس متعارف عليها من قبل جميع الناس دورا هاما في ولادة النقد، بعد ما عانت الكثير لاستخدامها أسلوب مبادلة السلع بالسلع او ما يسمى بنظام المقايضة، حيث أصبحت المقايضة غير عملية لوجود عيوب كثيرة وعقبات عند استخدامها مثل: صعوبة تجزئة كثير من السلع وكذا تحديد قياس قيمتها، بالإضافة الى تعرض كثير من سلع المقايضة للفساد والاهتلاك السريع، وصعوبة نقل كثير من سلع المقايضة للحصول على سلع او خدمات مقابلها وتتماشى مع احتياجات الفرد.

فهذه الصعوبات التي واجهت المقايضة تعقدت أكثر فأكثر، مع تطور المجتمعات والاقتصاد وزيادة العمل المؤسسي وغيرها، لذلك كان الناس يرون ضرورة إيجاد وسيلة لمعالجة عيوب المقايضة والوصول الى أداة تعتمد في عملية التبادل واقتناء الحاجيات وتحظى بالقبول العام لدى جميع أطراف المجتمع الا وهي النقود.

### 1- تعريف النقود

تعددت تعريف النظرية الاقتصادية للنقود بتعدد الاتجاهات والتيارات الاقتصادية، فمنهم من يرى أن النقود هي "أي شيء يؤدي وظيفة النقود" ومنهم من يعرفها بأنها: "كل شيء يحظى بالقبول العام ويسهل عملية التبادل بين الناس" ومنهم أيضا من يعرفها بأنها "كل ما يطلب لغرض استخدامه لتحقيق منفعة استهلاكية أو إنتاجية وتطلب لتسهيل تبادل السلع والخدمات المختلفة." <sup>1</sup>

النقود هي أي شيء يحظى بالقبول العام من قبل المجتمعات بحكم العرف والقانون، ويكون قادر على التوسط في تبادل السلع والخدمات، وصالحا لتسوية الديون وإبراء الذمم.<sup>1</sup>

النقود هي أداة متفق عليها كوسيلة دفع واستلام السلع أو تسوية الديون وتتخذ كوسيلة للتبادل.<sup>2</sup>

النقود أداة أو وسيلة يعطى لحائزها قوة شرائية في السوق، وهي وسيلة تصفية الديون.<sup>3</sup>

<sup>1</sup> - جمال الزيدانين ، (1999): أساسيات في الجهاز المالي، دار وائل للنشر، عمان، ص: 21.

<sup>2</sup> - قاسم عبد الرضا الدجيلي وعلي عبد العاطي الفرجاني، (2001): الاقتصاد الكلي، منشورات ELGA، مالطا، ص: 111.

<sup>3</sup> - صالح مفتاح، (2005): النقود والسياسة النقدية، دار الفجر للنشر والتوزيع، القاهرة، ص: 29.

من خلال التعاريف السابقة يمكن القول أن النقود لا تطلب لذاتها وإنما تطلب لغرض استخدامها للحصول على سلع أو خدمات أو الوفاء بالتزامات معينة، لذلك فإنها تعبر على الشيء الذي يحظى بالقبول العام، ويتخذ أداة للوفاء بالتزامات والتوسط في تبادل السلع والخدمات وكذلك قياس قيمها.

كما نستطيع القول أيضا أن النقود تستقي تعريفها من الوظائف المختلفة التي تؤديها، كما أنها كل شيء يحظى بقبول عام من قبل المجتمعات، وتستخدم كوسيط للتبادل ومقياسا للقيم وهي وسيلة إبراء ذمم.

### 2- وظائف النقود

تقوم النقود بوظائف كثيرة منذ القدم بسبب الحاجة الملحة لها، فقد تدرجت أهميتها واختلافات باختلاف المجتمعات وبيئتها، إلا أن وظائف النقود التي اتفق عليها من قبل كل الاقتصاديين يمكن تلخيصها فيما يلي:

#### 2-1- النقود وسيط التبادل

لعبت العقوبات التي واجهها الناس في المقايضة سببا في استخدام النقود كأداة أو وسيط في تبادل السلع والخدمات، لذلك تعتبر وظيفة النقود كوسيلة للتبادل أقدم وظيفة، كما أن هذه الوظيفة استمدت من طبيعة النقود بصفاتها مقبولة قبولا عاما من قبل جميع الناس.

#### 2-2- النقود مقياس للقيمة

من أهم وظائف النقود أيضا هو استخدامها لقياس قيم السلع، بالإضافة لقياس قيم السلع نسبة لبعضها البعض وفي هذه الحالة تعتبر النقود معدلا للاستبدال.

كما اشتقت أيضا فكرة استخدام النقود كوحدة للحساب، فالوحدة النقدية لأي دولة هي وحدة تقاس بها قيم السلع والخدمات، فهذه الوظيفة أنهت صعوبة المقايضة التي كانت تقتضي ضرورة اتفاق مزدوج للحاجات بين الطرفين من حيث طبيعة الحاجة وقيمة السلع أو السلعة التي تقدم مقابل الحصول على تلك الحاجة.

#### 2-3- النقود كمستودع للقيمة

ليست بالضرورة أن ينفق الشخص كل ما يحصل عليه في الحال، حيث في معظم الأحيان وفي الظروف العادية يقوم الشخص بادخار جزء مما يحصل عليه ليستخدمه لاحقا، وطالما أن الفرد لا يحتفظ بالنقود لذاتها، وإنما يقصد إنفاقها لاحقا، فإن النقود في هذه الحالة تقوم بوظيفة الاحتفاظ بالقيمة خاصة وأنها تتميز بسهولة حفظها.

## 2-4- النقود وسيلة وعات الأجلة

تقوم جميع الجهات سواء حكومات أو أفراد باستخدام النقود كوسيلة لتسديد الذمم، وتظهر أهمية هذه الوظيفة من خلال التوسع في الأعمال، وتقسيم العمل، وكبر حجم المؤسسات وكذا طاقتها الإنتاجية، فالمؤسسات تسعى للإنتاج بأكبر طاقة إنتاجية بحثاً عن الربح، ومن أجل تسويق كل إنتاجها وفي ظل عدم توفر السيولة الحالية لدى المستهلكين اقتضى الأمر بيع المنتج على أساس العقود، حيث أن هذه العقود تتم حالياً على أساس ثمن أو قيم معينة والدفع يتم في وقت لاحق، وهذا وما يسمى بالائتمان، والحاجة إلى النقد مستمرة على جميع الأصعدة وفي هذه الحالة فإن الائتمان ليتم يكون بحاجة إلى النقد في المستقبل بصفته وسيلة لسداد الديون.

ملاحظة: ومتى تقوم النقود بهذه الوظيفة لابد أن تبقى محتفظة بقيمتها لفترة طويلة أو على الأقل فترة الائتمان.

## 3- الوظائف الحديثة للنقود

على خلاف ما تم التعرض له سابقاً من وظائف كلاسيكية للنقود هناك بعض من الوظائف الحديثة، يذكر منها مايلي:

### 3-1- النقود أداة لتحريك عجلة الانتاج

زيادة كمية النقود بين أيدي المستهلكين يمكن أن تؤدي إلى زيادة الطلب الكلي الفعال، وهو ما يؤدي على مستوى جزئي زيادة الانتاج من طرف المنتجين لتغطية زيادة الطلب على السلع والخدمات خاصة في حالة وجود طاقات عاطلة، وهو الشيء الذي يقود في غالب الأحيان لوصول الاقتصاد لمستوى التشغيل الكامل.

### 3-2- النقود أداة لإعادة توزيع الدخل

في غالب الأحيان ارتفاع المستوى العام للأسعار تحت تأثير زيادة حجم الكتلة النقدية في الاقتصاد، لا يحدث في جميع القطاعات الاقتصادية في آن واحد، ولا يمس كل السلع والخدمات بنفس النسبة وفي نفس الوقت، لذلك فإن أي زيادة في الدخل لن تكون بنفس النسب لجميع القطاعات، وهو ما ينتج عنه تغير الأفراد لأسلوب إنفاق دخولهم على مختلف السلع والخدمات، وهو ما يترتب عنه إعادة توزيع الدخل.

### 3-3- النقود أداة هيمنة وسيطرة

تبرز هذه الوظيفة على وجه الخصوص لدى البنوك التي تتمتع بإمكانيات هائلة في مجال التمويل ومالها من تأثيرات على توجيه مختلف الفعاليات الاقتصادية، حيث أن هذه البنوك يمكن لها دعم قطاعات أو صناعات دون الأخرى، كما يمكن لها أيضا أن تدعم مؤسسات على حساب أخرى في أوقات معينة، مما يجعل منها هيئات فاعلة توجه الأنشطة الاقتصادية وفق اتجاه مصالحها. وهو الشيء الذي يمارس من طرق مؤسسات الإقراض الدولي وكذلك نوادي الإقراض حيث تماس السيطرة والهيمنة على الدول من أجل الإقراض.

### 3-4- النقود محرك النشاط الاقتصادي

من بين الوظائف الأساسية للنقود أنها تؤمن استمرار فعاليات النشاط الاقتصادي القائم أساسا على تبادل مدخلات العملية الانتاجية ومخرجاتها مقابل النقود التي تعتبر وسيط للتبادل وتحظى بالقبول العام.

### 4- خصائص النقود

تتفق خصائص النقود من طبيعتها ووظائفها المنبثقة من نشأتها وتطورها، ومن هذه الخصائص نجد:

- تحظى النقود بقبول عام حيث سهولة التعامل بها.
- تعتبر النقود أداة مناسبة للقيام بوظائفها السالفة الذكر، من هنا حظيت بالقبول العام.
- تجانس الوحدات المختلفة لنقد معين وتساوي كل وحدة من تلك النقد مع قيمة النقود الأخرى المماثلة لهذا.
- يمكن تجزئة النقود إلى عدد وحدات أكبر ذات قيم أقل دون أن يؤدي ذلك إلى الانخفاض في قوته الشرائية.
- الثبات النسبي في القوة الشرائية للنقد يجعلها الأفضل في تأدية الوظائف الأساسية المشتقة لها.
- تعتبر النقود الأداة الأفضل للاحتفاظ بها وإدخالها دون انخفاض قيمتها.
- تتكون النقود من وحدات نقدية متجانسة ومتماثلة تماثلا تاما تحوز صفة القبول العام.
- النقود تتكون من وحدات سهلة الحمل والنقل من مكان إلى آخر مما يسهل من عملية التبادل.
- الوحدات النقدية قابلة للتجزئة إلى وحدات أصغر لتساعد على عملية التبادل في المعاملات الصغيرة التي تستوجب وجود وحدات نقدية صغيرة.
- النقود غير قابلة للتزييف وهذا ما يمكنها من أداء وظائفها على أكمل وجه.

- تتميز النقود بالثبات النسبي في القوة الشرائية مما يجعلها الأفضل في تأدية الوظائف الأساسية المشتقة لها.

## 5 - أنواع النقود

عند الرجوع إلى نشأة النقود وتطورها إلى ما هي عليه الآن، نجد بأنها أخذت أشكال وصور عيدة يمكن توضيحها في هذين النوعين الرئيسيين:

### 5-1- النقود السلعية

تعتبر النقود السلعية أقدم أنواع النقود التي عرفها الإنسان، فقد تم التعامل بها وتداولها بأشكال مختلفة ومتعددة مثل: الشاي، السكر، الأرز، الماشية... الخ (إن الوحدة النقدية في الهند-الروبية-تعني الماشية)، فهذه السلع اعتبرت إلى حد ما آنذاك نقودا تحظى بالقبول العام نسبيا، ويلاحظ في تسميتها (النقود السلعية) أنها مرتبطة بطبيعة المادة المكونة لها أو المصنوعة منها.

فإلى جانب السلع المذكورة سابقا استخدمت أيضا السلع المعدنية كالذهب والفضة والنحاس وغيرها، وسميت النقود السلعية المعدنية واتسمت بنفس الخصائص مقارنة بالسلع العادية كنقود، حيث كانت وسيطا للتبادل، فتداول هذه المعادن في بادئ الأمر كان يتم بالوزن وكان هذا الأسلوب ينطوي على مساوئ كثيرة منها ضرورة التحقق من جوهر المعدن ومعرفة درجة نقائه وكذا وزنه في كل عملية من عمليات التبادل، مما أدى بالدولة إلى سك المعادن (ضربها) وتحويلها إلى نقود معدنية المعروفة حاليا لتجنب هذه الصعوبات والمساوئ

### 5-2- النقود الائتمانية

تكتسب النقود الائتمانية أهميتها من خلال الوظائف التي تقوم بها في الاقتصاد والتي من أهمها الثقة في إمكانية تحويلها إلى حاجات ورغبات عند الأفراد حتى ذات القيمة المرتفعة كالماس، الذهب، الحجاره الكريمة وغيرها. هذا وتعتبر النقود الائتمانية التزاما على مصدرها تجاه حاملها، وحق لحاملها في الحصول على حجم من السلع والخدمات تساوي قيمتها.

### 5-2-1 - النقود المعدنية (المسكوكات الرمزية)

تتميز المسكوكات الرمزية بانقطاع الصلة بين قيمتها القانونية كنقد وقيمتها التجارية كسلعة، لكن هذا لا يمنع أن يكون لهذه المسكوكات قيمة تجارية تتجاوز بشكل واضح قيمتها النقدية الائتمانية (مما يؤدي إلى اختفاء واكتنازها من طرف الأشخاص)، فبشكل عام فإن الدولة تصدر مثل هذه النقود كأجزاء من وحدة النقد، عند ذلك تعرف بالنقود المساعدة، حيث يكون الغرض من إصدارها مساعدة فئات النقود

الكبيرة في سد حاجات التعامل، كذلك فإن حاجات التعامل هي العامل الرئيسي الذي يحدد كمية المصدر من هذه النقود.

### 5-2-2- النـقود الورقية

أدى الابتعاد التدريجي عن التعامل بالنقود المعدنية دورا هاما في ظهور النقود الورقية. فقد كان الناس يحتفظون بالنقود المعدنية لدى التجار، الصرافة وأصحاب النقود آنذاك مقابل دفع مبلغ معين للصيرفي متفق عليه كرم مقابل خدمة الحفاظ على النقود من السرقة أو الضياع، في المقابل يمنح الصيرفي التاجر إيصال أو مستند يحوي كمية النقود المودعة مع التعهد بإعادتها للمودع (حامل المستند) عند الطلب، بعد ذلك بدأ الأفراد يتداولون هذه الإيصالات في عدد التزاماتهم مثلها مثل النقود المعدنية.

وكانت أول مبادرة في تطوير هذه الإيصالات وجعلها صالحة للتداول تعود إلى بنك البندقية في عام 1587م، حيث الجا هذا البنك إلى إصدار إيصالات الإيداع هذه طبقا لنموذج موحد لا تختلف صورته إلا في مقدار المبلغ المدون عليها، وقد أطلق بعض الاقتصاديين آنذاك عليها اسم النقود التمثيل لأنها تمثل كمية من النقد المعدني.

وفي عام 1609م أقم بنك أمستردام في هولندا على مبادرة جديدة في موضوع الإيداع وإيصالاته، فقد ك ان التجار يحملون النقود المعدنية إلى بنك أمستردام ليقدم لهم مقابلها كأوراق مصرفية حيث القيمة فيها بشكل واضح، ثم يقوم التجار بدلول هذه الأوراق المصرفية بدلا من تداول النقود المعدنية.

ثم تغير بعد ذلك طبيعة ومضمون هذه الأوراق تغيرا جوهريا وأصبحت نقدا بحد ذاته نتيجة لمبادرة قام بها (بنك السويد) في عام 1656م، حيث بدأ بخصم الأوراق التجارية لكل الراغبين بأوراق مصرفية بدلا من النقود المعدنية. وعلى هذا الأساس أصبحت الأوراق المصرفية (النقود الورقية) نقودا بشكل كامل بالصفة التي نراها اليوم في التداول النقدي في كل دول العالم.

### 5-2-3- النقود المصرفية (الخطية أو الكتابية)

أطلق هذا الاسم على هذه النقود كنقود ائتمانية كونها نقود ودائع (جارية أو تحت الطلب)، حيث يقوم الأفراد أو المؤسسات بإيداع هذه الأموال لدى المصارف التجارية ويقومون بالسحب منها في أي وقت وبدون قيود في العادة، أما من خلال عمليات السحب العادية بتوجيه أمر من المودع المصرفي عن طريق أوامر السحب التي تتيحها المصارف أو عن طريق الشيكات الملزمة بدفع المبلغ المذكور في الشيك لمصلحة حامله أو لطرف آخر ضمن قيود وقوانين معينة، وتعتبر هذه الشيكات المصرفية وسيلة

لتسوية المبادلات وإبرام الذمم لذلك تقوم مقام النقود وتعتبر في معظم الأحيان في بعض القوانين المصرفية نقدا جاهزا

#### 5-2-4- النقود البلاستيكية (بطاقات الائتمان) Carte de crédit

بعد أن أصبح هناك جهاز مصرفي بالمفهوم الحديث، بدأت البنوك تطور أعمالها وتبتكر وسائل وطرق جديدة لجذب العملاء إليها، فأدخلت مفهوما جديدا للنقود وهو ما يعرف بالنقود البلاستيكية، متمثلا في كروت أو بطاقات الائتمان تحمل مجموعة من الوحدات النقدية أو مبلغ معين يتيح للفرد التقدم بها لشراء ما يحتاج إليه من سلع، وتغنيه عن حمل النقود العادية.

#### 5-2-5- النقود الإلكترونية

ظهر هذا النوع من النقود في بداية القرن الواحد والعشرين، مع التطور التكنولوجي الكبير الذي عرفته وسائل الاتصال والمتمثل خاصة في تقنية الانترنت، وهذه النقود عبارة عن نقد غير ملموس، ولكنه تأخذ صورة وحدات إلكترونية تخزن في مكان أمين جدا على الهارد ديسك الجهاز الكومبيوتر للتعامل، ويعرف بالمحفظة الإلكترونية، ويمكن للتعامل أن يستخدم هذه المحفظة في إتمام عمليات البيع والشراء وخلافه (ويكون التعامل منا بوحدات الكترونية في مكان الوحدات النقدية)

#### 6- الكتلة النقدية ومختلف العوامل المؤثرة فيها

يتم التطرق للكتلة النقدية ومختلف العوامل المؤثرة فيها وفق الآتي:

#### 6-1- الكتلة النقدية

يعتبر عرض النقد هو مجموع النقود الموجودة في المجتمع في فترة معينة، ويطلق عليها أحيانا بحجم وسائل الدفع المتاحة في المجتمع. ويلاحظ أن هذه الوسائل تتكون أساسا من صافي الأموال المتداولة خارج الجهاز المصرفي إضافة إلى النقود المصرفية (الودائع الجارية)، إلا أنه يلاحظ أيضا أن بقية أنواع الودائع لدى المصارف كالثابتة والشبه ثابتة والتي لا يمكن سحبها إلا بعد فترة زمنية معينة، فهي عبارة عن أشباه النقود، فهي تشكل إضافة إلى عرض النقود ما يعرف بالسيولة المحلية أو حجم الرصيد النقدي في دولة ما.

فالنقود يمكن تقسيمها إلى ما يلي:

$M_1$  : الودائع الجارية في المصارف مضافا إليها النقود المتداولة بين أيدي الناس (خارج

الجهاز المصرفي).

$M_2$  : حساب الادخار البسيط +  $M_1$

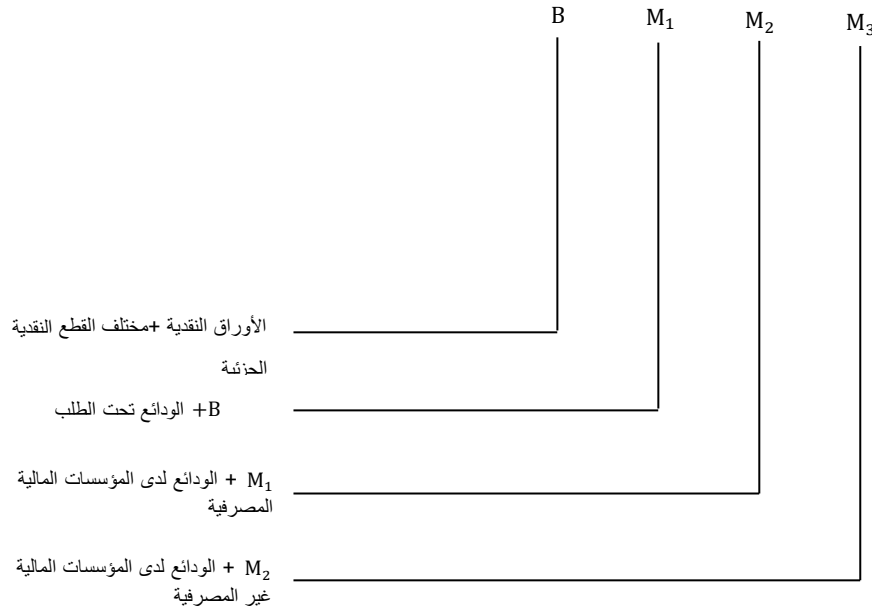


$M_3$  : حساب الاستثمارات الكبيرة +  $M_2$

$L$  : أصول مالية أخرى +  $M_3$

تعبر الكتلة النقدية عن مجموع النقود الموجودة في الاقتصاد لفترة ما، ويطلق عليها أحيانا بحجم وسائل الدفع المتاحة في المجتمع. وهي تنقسم إلى المجاميع النقدية الآتية:

### شكل 1: المجاميع النقدية المعبرة عن الكتلة النقدية



المصدر: تم إعداده بالاعتماد على محمد الشرف إلمان، (2003): محاضرات في النظرية الاقتصادية الكلية،

الجزء الثالث، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، ص: 47-63،

- المجمع النقدي B: ويقع في قمة تركيب الكتلة النقدية ويمثل النقد القانوني أو نقد البنك المركزي، ويتكون أساسا من الأوراق النقدية مضاف لها مختلف القطع النقدية الجزئية. ويتصف هذا المجمع بالسيولة الكاملة، وهو متغير خارج تصرفات الوحدات الاقتصادية.<sup>4</sup>

- المجمع النقدي  $M_1$ : ويمثل مجموع الكتلة النقدية المتاحة ويسمى مجموع وسائل الدفع، فهو يتكون من الأوراق النقدية والنقدية الجزئية بالإضافة إلى الودائع تحت الطلب أو نقد الودائع، وتتصف الودائع بسيولة عالية جدا، وتكاد تعادل سيولة النقد القانوني.<sup>5</sup>

<sup>4</sup> - المصدر نفسه، ص: 47

<sup>5</sup> - صالح مفتاح، المصدر سبق ذكره، ص: 54.

- المجمع النقدي  $M_2$ : بالإضافة إلى مجموع وسائل الدفع فإن هذا المجمع يتكون من نوع آخر من الودائع وهي الودائع لأجل، وتعرف على أنها الأموال التي يودعها الزبون في البنك مع امتناعه عن طلبها قبل انقضاء أجل معين. فمن الناحية الاقتصادية يمكن اعتبار هذه الودائع بديلاً للسلع والخدمات مما يجعل من المجمع  $M_2$  أحسن مجمع نقدي يسمح بضبط العلاقة الاحلالية المباشرة بين النقد والسلع والخدمات ومن وجهة نظر عملية فإن أوسع مجمع نقدي يمكن أن تراقبه وتتحكم فيه السلطات النقدية.<sup>6</sup>

- المجمع النقدي  $M_3$ : بالإضافة إلى  $M_2$  فإن هذا المجمع يتكون من الودائع الآجلة لدى المؤسسات المالية الغير مصرفية ليمثل بذلك السيولة الكلية للاقتصاد.

#### مثال:

بلغ مجموع الحسابات الجارية في اقتصاد إحدى البلدان النامية في المصارف 15 مليار وحدة نقدية، وحسابات الاستثمارات الكبيرة لدى المصارف 7 مليار وحدة نقدية، والأصول المالية الأخرى 4 مليار، وحساب الادخارات البسيطة لدى المصارف 5 مليار وحدة.

1- بين كل من  $M_1, M_2, M_3, L$  في اقتصاد هذه الدولة علماً أن العملة المتداولة في أيدي الناس خارج

الجهاز المصرفي تعادل 24 مليار وحدة نقدية. 2

2- بين تركيبة النقود في اقتصاد تلك الدولة وما هو انعكاس ذلك على الاقتصاد.

3- إذا كان حجم المعاملات في هذا الاقتصاد للمواد الأساسية  $x, y, z$  على التوالي تعادل 0.2 مليار

معاملة، 1.5 مليار معاملة، 0.4 مليار معاملة وكان متوسط أسعار هذه المواد على التوالي: 200

وحدة نقدية، 20 وحدة نقدية، 100 وحدة نقدية.

. أحسب معدل دوران النقود في هذا الاقتصاد.

- كمية النقود الدائرة في الاقتصاد (حجم الرصيد النقدي)

- حساب نصيب الجهاز المصرفي في هذا الاقتصاد.

<sup>6</sup> - محمد الشريف إلمان، المصدر سبق ذكره، ص ص: 55-60.

## 6-2- مقابلات النقدية

تعتبر العناصر المقابلة للكتلة النقدية عن مجموع الديون العائدة لمصدري النقد وشبه النقد التي تكون سبب أو مصدر الكتلة النقدية، وهو ما يعني أن للنقود أجزاء مقابلة لها تفسر سبب إصدارها، ويمكن حصر عناصر المقابلة للكتلة النقدية في:<sup>7</sup>

### 6-2-1- الذهب

يتكون الرصيد الذهبي في لحظة معينة من مجموع السبائك والقطع النقدية الذهبية لدى البنك المركزي، وتستعمل لتغطية إصدار النقد القانوني، وله دور في إعطاء الثقة في العملة المحلية في إطار المعاملات الدولية، كما أنه قد يستعمل أيضا في التسويات الدولية.<sup>8</sup>

### 6-2-2- العملات الأجنبية

بجانب الرصيد الذهبي يوجد رصيد العملات الأجنبية، ويتشكل من عملات الاحتياطي الدولي أو السيولة الدولية مثل الدولار أو اليورو، ويؤثر هذا الرصيد في إصدار النقد المحلي، ويتم الحصول عليه نتيجة التصدير للسلع والخدمات أو نتيجة توارد رؤوس الأموال الأجنبية إلى البلد في شكل استثمار أو قروض.

### 6-2-3- القروض المقدمة للاقتصاد

حتى يمكن ضمان سير الاقتصاد، ونمو نشاطه تقوم البنوك التجارية بتقديم القروض، على أساس المبالغ النقدية المودعة لديها إلى المنتجين والمستهلكين، ويكون منح هذه القروض لعدم كفاية وسائل الدفع السائلة الأخرى لدى الوحدات الاقتصادية المختلفة.<sup>9</sup>

### 6-2-4- القرض المقدم إلى الخزينة العمومية

يمكن أن تلجأ الخزينة العمومية إلى البنك المركزي أو البنوك التجارية أو الوحدات الاقتصادية لتتزوّد بالموارد النقدية لتمويل عجز الموازنة<sup>10</sup> وتكون هذه الموارد في الأشكال التالية:

<sup>7</sup> - نفس المرجع، ص ص: 64-70.

<sup>8</sup> - عادة ما تلجأ الدولة إلى استعماله في المدفوعات الخارجية عندما يحدث عجز في ميزان المدفوعات أو أثناء الأزمات الاقتصادية، حيث تقف الدول تقفها في العملات الوطنية.

<sup>9</sup> - هذه القروض من شأنها أن تزيد من كمية النقد المتداول.

<sup>10</sup> - يعلم أن الخزينة العمومية هي التي تسيّر مال الدولة، فهي التي تقوم بتحصيل إيرادات الدولة وتمول نفقاتها، ولكن غالبا ما لا تتوصل إلى تغطية هذه النفقات بالإجراءات العادية المتكونة من الضرائب بشتى أنواعها وخاصة مع توسع النشاط الاقتصادي.

- التسبيقات المقدمة من طرف البنك المركزي.

- السندات التي تكتتبها المؤسسات المصرفية العامة.

- السندات التي يكتتبها الجمهور.

أما القروض التي تتسبب في إصدار النقد أي زيادة الكتلة النقدية هي تسبيقات البنك المركزي والسندات المقدمة للمؤسسات المصرفية، أما السندات التي يكتتب فيها الجمهور تتسبب في خلق نقد جديد لأنها تمول عن طريق الادخار.

### 6-3- العوامل المؤثرة في الكتلة النقدية

يتدخل البنك المركزي في تغيير حجم الكتلة النقدية تبعاً للظروف الاقتصادية باستخدام أدوات السياسة النقدية غير المباشرة<sup>11</sup>، وتتمثل هذه الأدوات في:

### 6-3-1- معدل الاحتياطي القانوني

يقضي الاحتياطي القانوني بإلزام البنوك التجارية بالاحتفاظ بنسبة معينة من ودائعها في شكل سائل لدى البنك المركزي، ويستخدم كأسلوب لخلق تأثير فعال على حجم الكتلة النقدية المتداولة من خلال رفع المعدل وتخفيضه، ففي حالة الكساد يقوم البنك المركزي بتخفيض هذا المعدل، مما يزيد في قدرة البنوك التجارية على الإقراض بشكل يساهم في زيادة حجم الكتلة النقدية في السوق، أما في حالة التضخم يقوم البنك المركزي بزيادة معدل الاحتياطي القانوني، وهذا من شأنه تقليص قدرة البنوك على منح الائتمان مما يؤدي إلى تقليص حجم الكتلة النقدية.

### 6-3-2- معدل إعادة الخصم

هو عبارة عن سعر الفائدة الذي يتقاضاه البنك المركزي مقابل إعادة خصمه الأوراق التجارية التي تقدمها البنوك التجارية لخصمها، والافتراض منه باعتباره الملاذ الأخير، وتعتبر عملية إعادة الخصم شكلاً من أشكال إعادة التمويل التي يقوم بها البنك المركزي لتزويد البنوك التجارية بالكتلة النقدية - سيولة - لذلك فإن البنك المركزي يعتمد على حجم الاحتياطات النقدية في البنوك التجارية على منح الائتمان بشكل يؤثر على كمية النقود المتدفقة منها. ففي حالة الكساد يقوم البنك المركزي بخفض معدل إعادة الخصم بشكل يؤدي إلى انخفاض معدلات الفائدة في السوق وزيادة الطلب على النقود للاستثمار

♦ - تقوم أدوات السياسة النقدية الغير مباشرة على مبدأ استخدام السوق للتعديل النقدي بهدف التأثير على حجم النقود وتحقيق الأهداف الوسيطة المتعلقة بالمجمعات النقدية.

<sup>11</sup> - عبد المجيد قدي، المصدر سبق ذكره، ص ص: 84-91.

بشكل يساهم في زيادة حجم الكتلة النقدية المتداولة، أما إذا تم رفع معدل الخصم فإن معدل الفائدة يرتفع مما يؤدي إلى انخفاض الطلب على النقود وتراجع الكتلة النقدية المتداولة في الاقتصاد.

### 6-3-3- عمليات السوق المفتوحة

تعني عمليات السوق المفتوحة إمكانية لجوء البنك المركزي إلى السوق المالية أو النقدية بائعاً أو مشترياً للأوراق المالية والذهب والعملات الأجنبية وكذلك السندات العمومية وأذونات الخزينة رغبة منه في ضخ النقود أو امتصاصها، فهذه العمليات تؤدي إلى تغيير حجم النقود المتداولة، وتؤثر على قدرة البنوك التجارية على خلق الائتمان، ف شراء السندات العمومية وأذونات الخزينة والذهب والأوراق المالية يؤدي إلى زيادة كمية النقود في السوق، أما بيعها فهو يؤدي إلى امتصاص السيولة في السوق ومن ثم تخفيض حجم الكتلة النقدية المتداولة في الاقتصاد.

### 7- الأنظمة النقدية

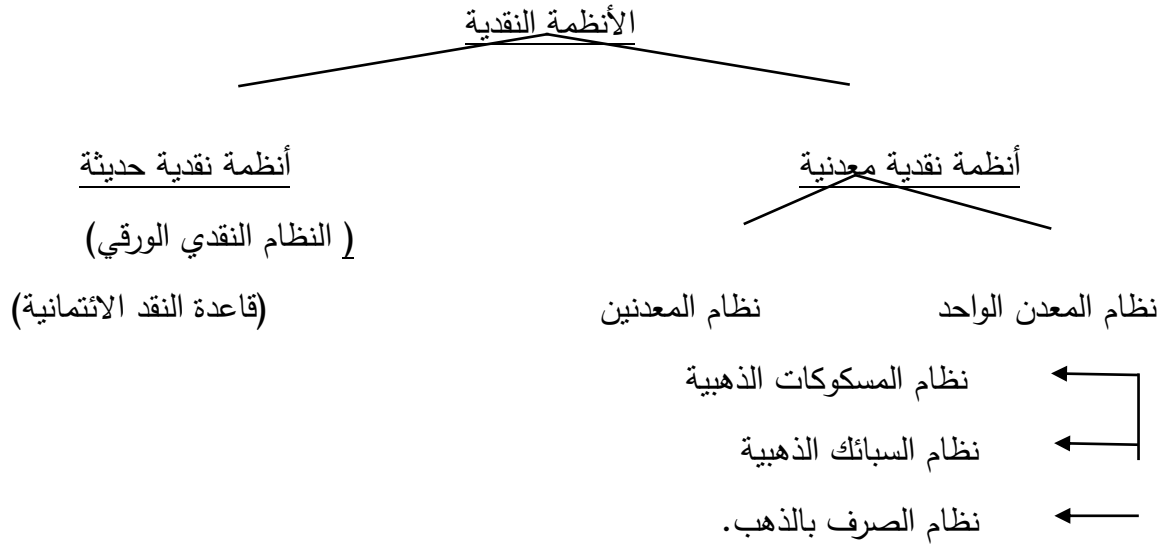
تداول النقدي وجد بشكل خاص لتسهيل والإسراع عمليات التبادل في الاقتصاد، لذلك تم إنشاء مختلف المؤسسات التي تمكن النقود من القيام بمختلف وظائفها التقليدية منها والحديثة فالنظام النقدي هو نظام اقتصاد اجتماعي، يحوي مجموعة من العلاقات المتشابكة التي تعكس الحياة الاقتصادية والاجتماعية في شكلها النقدي لمجتمع ما، خلال فترة زمنية معينة، وفي نطاق مكاني محدد.

فالوجه الاجتماعي للنظام النقدي ينبع أساساً من أن الروابط النقدية في مجتمع ما، هي انعكاساً للروابط الاجتماعية، وتلك الروابط تختلف من مجتمع إلى آخر ومن نظام إلى آخر تبعاً للمبادئ، القوانين والأعراف. بمعنى أنه إذا أردنا أن نحدد معالم النظام النقدي لمجتمع ما، ينبغي أن ننظر إليه من خلال البيئة الاجتماعية التي يوجد فيها.

أما الوجه الاقتصادي للنظام النقدي، فيبرز من خلال جملة من العناصر المشكلة للنظام النقدي ذاته، أهمها ما يعرف بالقاعدة النقدية أو قاعدة القيم والتي يقصد بها المقياس الذي يتخذه المجتمع كأساس لحساب وقياس القيم الاقتصادية ومقارنتها مع بعضها البعض سواء داخلياً أو خارجياً. وذلك بعد ما كانت هناك قاعدة الذهب حيث تحدد قيمة النقود بمحتواها الذهبي، وكان هناك ارتباط بين ظاهرة الندرة في الموارد النقدية وبين الندرة الطبيعية للمعادن الثمينة التي اتخذت قاعدة لإصدارها. ليختلف الأمر يختلف بعد ذلك لما اتخذت النقود قاعدة الورق أساساً لها، حيث أصبحت النقود مجرد أمر تنظيمي يخضع لمجموعة من القواعد والشروط التنظيمية.

التاريخ النقدي عرف عدة أنظمة نقدية يمكن تمثلها من خلال المخطط الموالي:<sup>12</sup>

**الشكل 2: الأنظمة النقدية**



المصدر: عبد الحق بوغتلروس، (2004): مدخل للاقتصاد النقدي والمصرفي، مطبعة جامعة منتوري، قسنطينة، ص: 15.

**7-1-1- الأنظمة النقدية المعدنية- قاعدة النقد السلعية-**

قاعدة النقد السلعية هي نظام نقدي تعرف فيه وحدة الحساب النقدي بالنسبة لقدر معين من سلعة واحدة أو مجموعة من السلع التي وقع عليها الاختيار مثال الذهب أو الفضة وينبتق عن هذه القاعدة نظام المعدن الواحد، ونظام المعدنين.

**7-1-1- نظام المعدن الواحد**

وفقا لهذا النظام يتم تحديد قيمة العملة الوحدة النقدية بما تحتويه من ذهب. وقد شمل هذا النظام

ما يلي:

**7-1-1-1- نظام المسكوكات الذهبية**

يمثل هذا النظام الشكل الأول لقاعدة الذهب، حيث تداولت في ظله المسكوكات الذهبية على شكل قطع نقدية متماثلة الوزن والعيار وعليها خاتم السلطات النقدية، إما بمفردها أو إلى جانبها نقود ورقية قابلة للإبدال إلى ذهب.

**7-1-1-2- نظام السبائك الذهبية**

إن النظام النقدي القائم على قاعدة الذهب في شكل سبائك ذهبية يختلف عن ذلك القائم على المسكوكات الذهبية من حيث تداول الذهب في شكل سبائك محددة الوزن والعيار بموجب قانون. حرية

<sup>12</sup> - عبد الحق بوغتلروس، (2003): المدخل للاقتصاد النقدي والمصرفي، مطبعة جامعة منتوري، قسنطينة، ص: 15.

تحويل النقود الورقية إلى ذهب حسب قيمة كل سبيكة. والهدف الأساسي من اتباع هذا النظام هو الحفاظ على الاحتياطي الذهبي وتجنب وقوع البنوك المركزية في أزمة عدم القدرة على تلبية طلبات تحويل النقود إلى ذهب عند تسوية المدفوعات الدولية. كل تلك القضايا دفعت بالسلطات إلى الحفاظ على نظام نقدي قائم على قاعدة الذهب في شكل سبائك ذات أوزان محددة يمكن بيعها لجمهور المتعاملين. وهو الشيء الذي جعل الذهب يخفي من التداول ويكثر الطلب عليه. وتم تعديل هذا النظام وأصبح يطلق عليه " نظام السبائك الذهبية المعدل " وذلك بتقييد بيع الذهب للمتعاملين المختلفين بشروط معينة تجنباً لزيادة الطلب على الذهب لغرض المضاربة أو الاكتناز.

وعلى الرغم من كل ذلك، فإن هذا النظام أتاح للسلطات النقدية تركيز الاحتياطي الذهبي على مستواها من أجل إجراء رقابة على تحركات الذهب من وإلى الدولة، ولعل من أهم نتائج هذا النظام ما يلي:<sup>13</sup>

- صيانة الذهب والحفاظ عليه من الضياع من جراء تداوله من يد إلى يد على شكل مسكوكات ذهبية.
- تحقيق نوع من الاستقرار والثبات في قيمة الوحدة النقدية الورقية.
- توفير الإمكانية للاحتفاظ بتغطية ذهبية نسبية نظراً لضعف إمكانية السحب من الاحتياطي.
- توفير الإمكانية التحكم في قيمة الوحدة النقدية الورقية و تخفيضها من قبل السلطات النقدية متى تطلب الأمر ذلك.

- مكافحة اكتناز الذهب من جراء ربط عملية ابدال النقود الورقية بالذهب بوزن معين لكل سبيكة ذهبية.  
7-1-1-3- نظام القطع الذهب:<sup>14</sup>

- وفق هذا النظام تنتج علاقة غير مباشرة بين النقد الورقي والذهب وذلك من خلال نقد أجنبي آخر قابل للتحويل بالذهب، ومن أهم شروط قيام هذا النظام ما يلي:
- تعريف الوحدة النقدية المحلية بالنسبة إلى نقد أجنبي قابل للإبدال بالذهب.
  - قابلية تحويل النقود الورقية المحلية إلى العملة الأجنبية لدى السلطة النقدية وبالسعر المحدد قانوناً.
  - احتفاظ السلطات النقدية باحتياطي من النقد الأجنبي لمواجهة طلبات الإبدال.
- وهذا النظام عرف مجموعة من العيوب يمكن إجمالها في:

<sup>13</sup> - نفس المرجع، ص: 15.

<sup>14</sup> - نفس المرجع، ص: 18.

- تضخيم الكتلة النقدية، بالنظر إلى كمية محددة من الذهب تستخدم لتغطية نقود عدة دول، وهذا ما يتقل كاهل الدولة التي اتخذ نقدها أساسا للتغطية، إذ أن على بنك الدولة التي استعملت أوراقها النقدية كأساس للإصدار أن تكون على استعداد لتلبية طلبات الإبدال لنقدها الوطني لجميع النقود التي استعملت نقدها كتغطية.

- التبعية الاقتصادية، حيث يترتب على اتباع الدولة لهذا النظام تبعية اقتصادية اتجاه الدولة التي استعمل نقدها أساسا لإصدار نقود محلية، فالدولة الأولى تفقد الكثير من الاستقلال في سياستها النقدية خاصة، كما يمكن أن تتحمل بعض المشاكل والأزمات الاقتصادية والنقدية التي تحدث في الدول صاحبة النقد المتخذ كأساس للإصدار النقدي.

- ضعف العلاقة بين الذهب والاصدار النقدي الورقي، لاعتماد هذا الأخير على الذهب بطريقة غير مباشرة مروراً بعملة قابلة للإبدال ذهباً.

#### 7-1-2- نظام المعدنين<sup>15</sup>

هذا النظام قائم أساساً على كل من معدني الذهب والفضة في تنظيم التداول النقدي وكل ذلك من خلال

تعريف وحدة النقد بوزن معين من كلا المعدنين بموجب القانون، مع اعتبار القوة الوافائية غير المحدودة لكلا المعدنين في تسوية جميع الالتزامات. بالإضافة لحرية سك العملة بالنسبة للأفراد الذين يمتلكون هذين المعدنين.

وبما أن لكل من المعدنين استعمالات أخرى غير نقدية (تجارية) فإنه ينبثق عن ذلك علاقة بين قيمتي كل من المعدنين تتغير حسب المتطلبات التي تحدث في أسعار كل منهما في السوق.

وفي ظل هذا النظام أصبحت النقود ذات قيمة تجارية أكبر من قيمتها القانونية في مجال التداول النقدي، وهو ما يفسر من خلال ما يطلق عليه بما يسمى بـ " قانون غريتشام " وهو ما يعني بأن النقود الرديئة تطرد النقود الجيدة من التداول. فالنقود الرديئة هي تلك النقود التي تكون قيمتها التجارية كسلعة أقل من قيمتها القانونية كنقد.

أما النقود الجيدة فهي تلك النقود التي تكون قيمتها التجارية كسلعة أكبر من قيمتها القانونية كنقد.

<sup>15</sup> - نفس المرجع، ص ص: 19.



وفحوى هذا القانون أنه إذا وجد في التداول نوعين من النقود ويتمتع كل منهما بقوة إبراء غير محدودة وبحرية السك، ويحدد القانون نسبة قيمة كل منهما إلى الأخر، ونتيجة ظروف معينة يصبح أحدهما رديئا مقارنة بالأخر، فإن النقود الجيدة تختفي من التداول وكأن النقود الرديئة تطردها.

إن وقائع التاريخ النقدي أثبتت صحة هذا القانون، فبمجرد أن يصبح أحد النقديين المتداولين رديئا فإن المتعاملين الاقتصاديين يستخدمونه بشكل كبير في الوفاء بالتزاماتهم، أما النقد الأخر الذي أصبح جيدا فإن المتعاملين الاقتصاديين يحتفظون به لاستخدامه في الاستعمالات غير النقدية في (الصناعة مثلا) أو لادخار قوتهم الشرائية، أو الوفاء بالديون الخارجية، أو تجارة المعادن الثمينة<sup>16</sup> نتيجة لكل ذلك. فضلا عن اختلاف الظروف الفنية والطبيعية لإنتاج كل من المعدنين في ظل عدم التجانس فيما يتعلق بالندرة النسبية لكل منهما، مما جعل النظام الذهبي هو النظام النقدي الأساسي. وعرف حين ذاك نظام المعدنين إصلاحات في الكثير من الدول خاصة منها فرنسا، إيطاليا وسويسرا وبلجيكا، وذلك عام 1865، وما تلاها من تعديلات أخرى لصالح النظام النقدي الذهبي دائما. على الرغم من بقاء التداول النقدي القائم على معدن الفضة قائما جنبا إلى جنب مع النظام الذهبي ولكن بشكل ثانوي لذلك عرف حينها هذا النظام بنظام المعدنين الأعرج والذي يفرض في التداول ثلاثة أنواع من النقود:

- نقود ذهبية ذات قوة وفائية غير محدودة وتتمتع بحرية السك.
- نقود فضية ذات قوة وفائية غير محدودة من عيار 1000/900 من فئة 5 فرنكات ولكن ليس لها حرية السك.
- نقود فضية ذات عيار خفيف، قوتها الو فائية محدودة كما أنها لا تتمتع بحرية السك، ومن تم اعتبرت نقودا مساعدة.

### 7-2- الأنظمة النقدية الحديثة

من خلال ما سبق فيما يتعلق بالأنظمة النقدية المعدنية تم التوصل إلى أن النقود المتداولة كانت عبارة عن مسكوكات نقدية معدنية (ذهبية أو فضة) أو نقود ورقية يتم تداولها إلى جانب المسكوكات النقدية المعدنية، إلا أنها قابلة للإبدال بنقود معدنية لدى جهة الإصدار. فضلا عن أن تداولها كان يتم على نطاق ضيق جدا كما كان هناك ارتباط وثيق بينها وبين الاحتياطي الذهبي الذي يمثل الأساس المعتمد عليه في إصدار تلك النقود، حيث نجد أن حجم هذه الأخيرة يتقلب بتقلب الاحتياطي الذهبي

<sup>16</sup> - مروان عطون، المصدر سبق ذكره، ص: 63-65.

بشكل خاص، مما أضفى على ذلك النظام صبغة عدم المرونة والتوافق مع التطورات التي يعرفها الإنتاج والمبادلات على وجه التحديد. حيث أن هذا النظام المرتبط بالذهب بشكل وثيق لم يتمكن من مسايرة النمو المضطرد للمبادلات ولم يتمكن من تلبية حاجات التداول النقدي نظرا لميزة معدن الذهب المتصف بالندرة ويبدو ذلك من خلال ضالة إنتاجه على المستوى العالمي، مما أدى إلى عدم قدرة النقود المعدنية على الوفاء بمتطلباتها وأداء وظائفها بما ينسجم والظروف الاقتصادية المتغيرة باستمرار، لذلك بدأت تنتشر النقود الورقية ونقود الودائع فضلا عن تطوير واكتشاف أدوات نقدية أخرى خاصة فيما يتعلق بتسوية الالتزامات وتأدية المدفوعات الداخلية منها والخارجية، ومن ثم تضاءلت الأهمية النسبية للنقود المعدنية لصالح النقود الورقية والأدوات الإلكترونية الأخرى المرتبطة بتطور الصناعة المصرفية والإلكترونية بشكل خاص. في ظل هذه الظروف المستجدة ظهرت هناك أنظمة نقدية حديثة تتسجم مع التطورات الاقتصادية التي تمكن من تحقيق نوع من التجاوب بين التداول النقدي وحاجة المبادلات الاقتصادية، هذه الأنظمة **النظام الورقي** الذي ساد جميع أنحاء العالم، وهو قائم على النقود الورقية غير القابلة للإبدال بالذهب. حيث كانت قبل ذلك النقود الورقية قابلة للإبدال بالذهب لدى مؤسسات الإصدار وقد يحدث في ظروف معينة (الحروب والأزمات الاقتصادية) أن تلجأ الحكومات إلى فرض التداول الإجباري للنقود الورقية وتمنحها قوة وفاء غير محدودة. كما ويمكن في مثل هذه الظروف أن تتقطع الصلة بين النقد الورقي والمعدن الثمين، حيث يستخدم هذا الأخير في تسوية المدفوعات الدولية وفي شراء الأسلحة وتسديد نفقات الحرب بشكل خاص. مما تضطر الحكومة إلى طلب المزيد من القروض من البنوك المركزية، وهذا ما أدى إلى خلق كميات إضافية من التداول النقدي الورقي بدون تغطية ذهبية وحدث إفراط في الإصدار النقدي مما أدى إلى إضعاف ثقة الأفراد في النقد المتداول، وقد أدركت الحكومات أن حجم الكتلة النقدية المتداولة غير مغطاة وأن الاحتياطي الذهبي المتوفر لدى البنوك المركزية غير كاف لتلبية طلبات الإبدال، مما قادها إلى فرض التداول الإجباري للنقود الورقية غير القابلة للإبدال بالذهب، وأصبحت إعادة الصلة بين النقد الورقي والذهب أمرا متعذرا رغم محاولات بعض الدول. وعليه فقد بات إصدار النقود الورقية جزءا لا يتجزأ من السياسة الاقتصادية للدولة، حيث يقوم بنك الدولة بإصدار الكتلة النقدية بما ينسجم وحاجة الاقتصاد.

## 8- قياس تقلبات قيمة النقود

يمكن قياس تقلبات قيمة النقود عن طريق متابعة التغيرات الحاصلة في المستوى العام للأسعار والذي يمثل متوسط أسعار مجموعة من السلع والخدمات، والهدف الأساسي من بحث قيمة النقود أو تقلب الأسعار هو دراسة القوة الشرائية للأفراد بوصفهم مستهلكين، فالتغير في القيمة الحقيقية للنقود يعبر عنه بالأرقام القياسية وهي أرقام تلخص التغير النسبي في أسعار مجموعة معينة من السلع والخدمات أي بالنسبة إلى مستواها السابق في تاريخ معين يتخذ أساسا للقياس. ومن ثم فالأرقام القياسية للأسعار هي عبارة عن سلسلة من الأرقام النسبية المعبرة عن حركة المستوى العام للأسعار خلال فترة معينة من الزمن أو فترات مختلفة، مقارنة بفترة سابقة تتخذ أرقامها كأساس. ويمكن حساب الأرقام القياسية للأسعار بهدف قياس التغير في قيمة النقود باتباع الخطوات التالية:<sup>17</sup>

- اختيار عينة السلع والخدمات التي نريد حساب التغير النسبي في مستوى أسعارها والتي تكون عادة أسعار كل السلع والخدمات الداخلة في الاستهلاك النهائي.
- اختيار الفترة الزمنية التي يقاس التغير بالنسبة لها، والتي يجب أن تكون متميزة بالاستقرار وهي فترة الأساس.
- حساب المستوى العام للأسعار واستخلاص الاتجاه العام لها، وذلك باستخدام المتوسطات الحسابية أو الوسط الحسابي الهندسي البسيط حسب طبيعة تطور الظاهرة، وذلك باستخدام الأرقام الحسابية العادية أو المرجحة ويفضل استخدام الأرقام القياسية المرجحة لأنها أكثر تعبيراً، على الرغم من أن جميع النتائج المتوصل إليها تبقى نسبية أو تقريبية تبعاً للعوامل الكثيرة الكمية والكيفية غير المتحكم فيها، والتي يمكن أن تؤثر على الظاهرة المدروسة.

مثال :

إذا كانت لدينا أسعار خمسة سلع ممثلة في الجدول أدناه، ونريد حساب الرقم القياسي لها باستخدام الوسط الحسابي البسيط المرجح.

<sup>17</sup> - عبد الحق بوعتروس، المصدر سبق ذكره، ص: 23.

جدول 01: الأسعار الجارية خلال سنة 2015 وسنة 2020

2020 سنة الدراسة		2015 سنة الأساس		بيان	
السعر النسبي الوزن	السعر الجاري	السعر النسبي الوزن	السعر الجاري	الأوزان	السلع
1200=6×200	40	600=6×100	20	6	أ
1500=10×150	60	1000=10×100	40	10	ب
960=8×120	12	800=8×100	10	8	ج
450=3×150	45	300=3×100	30	3	د
1500=5×300	45	500=5×100	15	5	هـ

الحل:

- مجموع الأوزان = 33 = 5 + 3 + 8 + 10 + 6

- متوسط الأسعار النسبية المرجحة لسنة الأساس:  $100\% = \frac{500+300+800+1000+600}{33}$

- متوسط الأسعار النسبية المرجحة لسنة 2020:  $\frac{1500+450+960+1500+1200}{33}$

$$\frac{5610}{33}$$

= 170%

- وهذا يدل على أن الأسعار بالنسبة لهذه السلع قد ارتفعت بنسبة % 70 سنة 2020 مقارنة بسنة 2015.

9- بعض العوامل المؤثرة على قيمة النقود

إن قيمة النقود تتقلب تبعاً للتغيرات في الأسعار ومن ثم قد ترتفع قوتها الشرائية أو تنخفض وفقاً للتغيرات كمية النقود المتداولة وكذلك كمية الإنتاج. ففي فترات التضخم ترتفع الأسعار وتنخفض معها قيمة النقود، وفي حالة الانكماش تنخفض الأسعار وترتفع معها قيمة النقود. فالمقصود بقيمة النقود هي قوتها الشرائية، أي كمية السلع والخدمات التي يمكن شراؤها بالنقود. وعليه فقد تتغير قيمة النقود بالارتباط وتغير المستوى العام للأسعار حيث أن القوة الشرائية للنقود ان ترتفع بانخفاض مستوى الأسعار والعكس صحيح. بذلك فإن تقلبات قيمة الوحدة النقدية تؤثر على درجة كفاءة النقود في أداء مختلف وظائفها. فبالنسبة لوظيفة وسيط في المبادلة وبما أن هذه الوظيفة مرتبطة بالقبول العام، ففي حالة انخفاض أو

تدهور قيمة النقد بشكل كبير فإنها تصبح غير مقبولة من طرف الأفراد في سداد مختلف الالتزامات، وهذا يحدث عند اضطراب الأحوال الاقتصادية، كذلك الحال بالنسبة لوظيفة مقياس للقيم، فلكي تقوم النقود بهذه الوظيفة ينبغي أن تتمتع بدرجة من الثبات لأن تقلبات قيمة الوحدة النقدية نحو الارتفاع أو الانخفاض تجعلها أقل كفاءة في قياس القيم. وهذا ما حدث بالنسبة للدولار الأمريكي الذي كان يتمتع بنوع من الاستقرار في قيمته، و كان حين ذاك يعتبر نقدا دوليا ويستعمل في تسوية المدفوعات على المستوى الدولي، ولكن بعدما تعرضت قيمته إلى تقلبات حادة في نهاية الستينيات و بداية السبعينيات من القرن العشرين حلت محله وحدة حسابية في تقييم المبادلات الدولية نظرا لتمتعها بنوع من الثبات النسبي في قيمتها، ألا وهي وحدة حقوق السحب الخاصة (D.T.S) وهي عبارة عن نقد دولي حسابي يستعمل في تقييم المبادلات الدولية عوضا عن الدولار الأمريكي لكون حقوق السحب الخاصة تتمتع بدرجة معقولة من الثبات. ونفس الشيء ينطبق على كل من وظيفتي تسوية المدفوعات الآجلة والاحتفاظ بالقيمة، حيث تتناسب كفاءة أداء النقود لهاتين الوظيفتين طردا مع ارتفاع قيمتها وعكسا مع انخفاض قيمة النقود خاصة بالنسبة لوظيفة اختزان القيم. ففي حالة ارتفاع المستوى العام للأسعار وتوقع الأفراد استمرار هذا الارتفاع فإنهم يتخلون عن النقود وهذا يعني تحقق الأثر السلبي على قيام النقد بوظيفة اختزان الثروة نتيجة لتقلب قيمته الحقيقية بفعل ارتفاع الأسعار.

#### 10- تعريف التضخم وأسبابه

سيتم تعريف التضخم وتوضيح مختلف أسبابه والآثار الناجمة عنه وفق الآتي:

#### 10-1- تعريف التضخم

لقد وردت عدة تعاريف للتضخم يتم تناول البعض منها فيما يلي:

يعرف التضخم على أنه الارتفاع الكبير والمستمر في المستوى العام للأسعار للسلع والخدمات في مجملها خلال فترة زمنية طويلة.<sup>18</sup>

كما يعرف أنه الارتفاع المستمر في الأسعار العامة لمختلف السلع والخدمات، وليس الأسعار النسبية لعدد محدود من السلع أو الخدمات وبقاء الأسعار الأخرى ثابتة.<sup>19</sup>

<sup>18</sup> - D. Begg, S.Fisher, R. Dornbusch, (2002): *Macro economie*, 2<sup>ème</sup> edition, Dunod, Paris, p: 233.

<sup>19</sup> - بسام الحجار وعبد الله رزق، (2010): *الاقتصاد الكلي*، دار المنهل اللبناني، لبنان، ص: 306.

كما يعرف كذلك على أنه الزيادة المستمرة والمتواصلة في المستوى العام للأسعار بشكل يؤثر على القدرة الشرائية للنقود وتنافسية الاقتصاد.<sup>20</sup>

وعرف على أنه الحالة التي تصبح فيها الزيادات في الدخل النقدي أكثر من الزيادات في كمية الإنتاج المحقق بواسطة عناصر الإنتاج<sup>21</sup>

ويمكن تعريفه على أنه تلك الظاهرة الانتفاخية التي تصيب كمية النقود والأسعار معا، فتكون فيها الأسعار عالية وكمية النقود بين أيدي الأعوان الاقتصاديين كثيرة ولكنها مجرد أرقام لا قيمة حقيقية لها تتناسب مع كثرتها.

كما يمكن القول أيضا أن التضخم ظاهرة نقدية تحدث من خلال الزيادة المفرطة في كمية النقد المتداول، تتبعها زيادة في المستوى العام للأسعار نتيجة اختلال التوازن بين العرض المتاح من السلع والخدمات والطلب الفعال.

## 10-2- أسباب التضخم

هناك عدة أسباب يمكن الأخذ بها عند محاولة تفسير التضخم، ويتم ذكر البعض منها وفق الآتي:

### 10-2-1- زيادة الطلب

تعود أسباب التضخم أحيانا إلى عدم التوازن في الأسواق نتيجة تخلف العرض من السلع والخدمات عن الزيادة الحاصلة في الطلب الكلي عندما يكون الاقتصاد قريب من مستوى التوظيف الكامل ليرتفع بذلك المستوى العام للأسعار وكذلك أسعار عناصر الإنتاج.<sup>22</sup> وهو ما تتفق حوله أغلب النظريات الاقتصادية التي اختلفت فيما بينها حول الأسباب المؤدية إلى زيادة الطلب الكلي.

ومن أهم هذه النظريات توجد:<sup>23</sup>

- النظرية الكلاسيكية: هذه النظرية ترى وجود علاقة مباشرة بين الزيادة في كمية النقود والارتفاع في المستوى العام للأسعار، ويحدث هذا في ظل سيادة ظروف التوظيف الكامل وسرعة دوران النقود وكذلك

<sup>20</sup> - إسماعيل محمد دعيس، (2012): السياسات الاقتصادية - بين النظرية والتطبيق -، الجزء الأول، دار البازوري، الأردن، ص: 62.

<sup>21</sup> - بلعزوز بن علي، (2004): محاضرات في النظريات والسياسات النقدية، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، ص: 141.

<sup>22</sup> - بسام الحجار وعبد الله رزق، المصدر سبق ذكره، ص ص: 213-215.

<sup>23</sup> - السيد محمد السريتي وعبد الوهاب نجا، المصدر سبق ذكره، ص ص: 226-237.

الطلب على النقود يكون لأغراض المعاملات فقط، مما يجعل زيادة كمية النقود يترتب عليها ارتفاع المستوى العام للأسعار وفق علاقة تناسبية.

- تعتبر النظرية الكينزية أن سبب التضخم هو حدوث زيادة في الطلب الكلي الفعال، بمعنى حدوث زيادة في الطلب الكلي لا تعادلها زيادة في الناتج أو العرض الكلي، مما يترتب على ذلك ارتفاع في المستوى العام للأسعار.

- النظرية النقدية وتعتبر أن استمرار زيادة كمية النقود تؤدي إلى ارتفاع مستمر في المستوى العام للأسعار، بينما يظل الناتج الوطني الحقيقي ثابت مما يؤدي إلى نمو الطلب الكلي بمعدلات تفوق معدلات نمو الناتج من السلع والخدمات وهو ما ينعكس في صورة ارتفاعات مستمرة في الأسعار وزيادة معدلات التضخم.

### 10-2-2- زيادة التكاليف

في حالات معينة يمكن أن يرجع التضخم إلى زيادة تكاليف الإنتاج خاصة منها زيادة الأجور بنسب أكبر من زيادة الإنتاجية، مما يؤدي إلى ارتفاع أسعار السلع ومستلزمات الإنتاج سواء المحلية أو المستوردة، بشكل يجعل الدخول الحقيقية في مستويات منخفضة، خاصة منها الأجور التي سيطلب أصحابها برفعها، وبذلك يدخل الاقتصاد في ما يعرف بحلقة الأسعار والأجور، أين الأجور ترفع الأسعار والأسعار ترفع الأجور بشكل يفاقم ظاهرة التضخم، ليظهر بذلك ما يعرف بالتضخم الركودي الذي يكون فيه ارتفاع المستوى العام للأسعار مع وجود ركود في مستوى التوظيف وفي معدل النمو الاقتصادي.<sup>24</sup>

### 10-2-3- الاختلالات الهيكلية

يرجع البعض التضخم في الدول النامية إلى الاختلالات الهيكلية في البنية الاقتصادية والاجتماعي والسياسي، ولعل أهم هذه الاختلالات:<sup>25</sup>

- اختلال الهيكل الإنتاجي حيث تعاني منه تقريبا كل الدول النامية، مما جعلها تعاني من تبعية اقتصادية للدول المتقدمة وهذا ما جعلها عرضة للتضخم الناتج عن الاستيراد.

<sup>24</sup> - فايز إبراهيم الحبيب، المصدر سبق ذكره، ص ص: 407-409.

<sup>25</sup> - السيد محمد السريتي وعبد الوهاب نجا، المصدر سبق ذكره، ص ص: 241-243.

- انخفاض مرونة عرض المنتجات الزراعية وخاصة الغذائية منها حيث إن الطلب على المنتجات الغذائية ينمو بمعدلات تفوق معدلات إنتاجها، مما يترتب عليه ارتفاع أسعار المنتجات الزراعية وزيادة حدة الضغوط التضخمية.
- طبيعة عملية التنمية التي تركز في مراحلها الأولى على مشاريع البنية الأساسية التي لا تسهم في زيادة العرض الكلي من السلع والخدمات، ويترتب عليها زيادة الدخل والإنفاق بشكل يؤدي إلى زيادة الطلب الكلي وزيادة مستويات الأسعار معه في ظل محدودية العرض.
- الاختناقات في سوق العمل ويكون السبب فيه مبالغة فئات العمال والحرفيين والمهنيين في المطالبة برفع أجورهم بمعدلات تفوق معدلات نمو إنتاجيتهم.

### 11- أنواع التضخم

يمكن التمييز بين أنواع عدة للتضخم وفق تقسيمات مختلفة:

#### 11-1- تقسيم التضخم من حيث أسبابه

ينقسم التضخم وفقاً لذلك إلى نوعين:

##### 11-1-1- التضخم بسبب الطلب

يحدث هذا النوع من التضخم بسبب الزيادة المستمرة في الطلب الكلي على السلع والخدمات، بمعدلات تفوق معدلات الزيادة في العرض الكلي نتيجة الإفراط في الإصدار النقدي مما ينعكس في صورة ارتفاع مستمر على المستوى العام للأسعار.

##### 11-1-2- التضخم بسبب العرض

يحدث هذا التضخم بسبب نقص العرض الكلي من السلع والخدمات الناتج عن زيادة تكاليف الإنتاج الذي يرجع بدوره إلى ارتفاع أسعار مستلزمات الإنتاج أو زيادة الأجور.

#### 11-2- تقسيم التضخم من حيث إمكانية الظهور

ينقسم التضخم وفقاً لذلك على نوعين:<sup>26</sup>

<sup>26</sup> - بلغوز علي، المصدر سبق ذكره، ص: 147-148.



### 11-2-1- التضخم الطليق

يحدث هذا النوع في حالة ارتفاع واضح في الأسعار دون تدخل الدولة مما يؤدي إلى تفشي الظاهرة التضخمية والتسارع في تراكمها، فترتفع المستويات العامة للأسعار بنسبة أكبر من زيادة التداول النقدي للكميات النقدية المعروضة.

### 11-2-2- التضخم المقيد

يتجلى هذا النوع من التضخم بتدخل الدولة في سير حركة الأسعار، فتحدد الدولة المستويات العليا لها سعياً منها لمنع استمرار الارتفاعات السعرية واستفحالها، إلا أن الظاهرة التضخمية تبقى موجودة.

### 11-3-1- تقسيمات التضخم من حيث سرعة ارتفاع الأسعار

نظراً لكون معدلات التضخم تتفاوت فيما بين الدول، وحتى في نفس الدولة من فترة إلى أخرى، فينقسم التضخم وفقاً لذلك إلى:

#### 11-3-1-1- التضخم الزاحف

وهو الارتفاع المتواصل للأسعار الذي يحدث على مدى فترة طويلة من الزمن نسبياً، أي أن هذا الارتفاع يكون بطيئاً وفي حدود 2% سنوياً بشكل مستمر لا يشعر بها المستهلك.<sup>27</sup>

#### 12- قياس التضخم

يتم قياس التضخم باستخدام عدة مؤشرات أهمها:<sup>28</sup>

#### 12-1- الرقم القياسي لأسعار المستهلكين

ويعكس هذا الرقم القياسي لأسعار المستهلكين التغيرات التي تطرأ على القوة الشرائية للنقود التي تستخدم في الإنفاق على المعيشة ما بين فترتين زمنييتين، ويهتم بأسعار السلع والخدمات المستهلكة من قبل العائلات وأسعار التجزئة.

ويحسب التضخم انطلاقاً من الرقم القياسي لأسعار المستهلكين وفق العلاقة الآتية:

$$INF = \frac{IDXP_t - IDXP_{t-1}}{IDXP_{t-1}} \times 100$$

<sup>27</sup> - إسماعيل محمد عيسى، المصدر سبق ذكره، ص: 65.

<sup>28</sup> - عبد المجيد قدي، (2003): المدخل إلى السياسات الاقتصادية الكلية، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، ص: 46-50.

## 12-2- معامل الاستقرار النقدي

يقوم هذا المقياس على المبدأ القائل أن الزيادة في كمية النقود التي لا تقابلها زيادة في الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي، ينتج عنها ظهور التضخم كمحصلة اختلال بين الإنفاق النقدي والتدفق الحقيقي للسلع والخدمات، ويعبر عن معامل الاستقرار النقدي بالمعادلة الآتية:

$$B = \frac{\Delta M}{M} - \frac{\Delta Y}{Y}$$

حيث:

B: معامل الاستقرار النقدي.

$\frac{\Delta M}{M}$ : نسبة التغير في الكتلة النقدية معبرا عنها في العادة بـ M2.

$\frac{\Delta Y}{Y}$ : نسبة التغير في الناتج المحلي الإجمالي.

فعندما:

$B = 0$ : نسبة التغير في الكتلة النقدية تساوي نسبة التغير في الناتج المحلي الإجمالي.

$B < 0$ : نسبة التغير في الكتلة النقدية أكبر نسبة التغير في الناتج المحلي الإجمالي. ويعني أن هناك ضغط تضخمي يدفع الأسعار للارتفاع.

$B > 0$ : نسبة التغير في الكتلة النقدية أقل نسبة التغير في الناتج المحلي الإجمالي. ويعني أن الأسعار ستتجه للانخفاض.

## 12-3- معيار فائض الطلب

ينطلق هذا المعيار من الفكرة الكينزية المتعلقة بزيادة الطلب الفعلي دون زيادة الإنتاج يؤدي إلى زيادة في المستوى العام للأسعار، ويتم قياس فائض الطلب انطلاقا من المعادلة الآتية:

$$D = (CP + CG + I + \Delta S) - Y$$

حيث إن:

D: فائض الطلب.

: الاستهلاك الخاص بالأسعار الجارية.

: الاستهلاك العام بالأسعار الجارية.

I: الاستثمار في الأصول الثابتة بالأسعار الجارية.

: الاستثمار في المخزون السلعي بالأسعار الجارية.

Y: الناتج المحلي الإجمالي بالأسعار الثابتة.

من هنا، فإن زيادة الإنفاق بالأسعار الجارية عن الناتج المحلي الإجمالي بالأسعار الثابتة يؤدي إلى فائض في الطلب بشكل يؤدي إلى ارتفاع المستوى العام للأسعار، ومن ثم زيادة التضخم.

#### 12-4- معيار الإفراط النقدي

يعبر الإفراط النقدي عن الفائض في الكتلة النقدية عن المستوى المقبول، ويتحدد وفق العلاقة

الآتية:

$$\dot{M} = \lambda Y_t - M_t$$

حيث:

$M$ : حجم الإفراط النقدي.

$\lambda$ : متوسط نصب الوحدة من الناتج المحلي الخام الحقيقي من كتلة النقود المتداولة، وتصل إليه بقسمة

$M_2$  الكتلة النقدية على الناتج المحلي الإجمالي بالأسعار الثابتة.

$M_t$ : كمية النقود المتداولة بالفعل.

# الفصل الثاني: النظريات النقدية

الفصل الثاني:  
النظريات النقدية

محتويات الفصل

- أولاً: النظرية الكلاسيكية؛
- ثانياً: النظرية الكنزوية؛
- ثالثاً: النظريات الحديثة.

## الفصل الثاني: النظريات النقدية

يقصد بالنظرية النقدية تلك النظرية التي نشأت وتطورت بفضل جهود الاقتصاديين منذ زمن طويل بدراسة وباختلاف المدارس، سواء المدرسة الكلاسيكية أو المدرسة النيوكلاسيكية، وذلك لغرض تحليل أثر التغير في كمية النقود على المستوى العام للأسعار، وهذا الاهتمام زاد خاصة بزيادة الاهتمام بكمية النقود على مستوى النشاط الاقتصادي وحجم التشغيل والإنتاج بعد الأزمة الاقتصادية الكبرى (1929-1933)، وبذلك تكون النظرية النقدية قد ظهرت أساساً نتيجة المحاولات المستمرة لتحليل ودراسة العلاقة بين النقود والنشاط الاقتصادي، مما يدل على أن النظرية النقدية ترتبط بشكل كبير بالنظرية الاقتصادية، كما أن التوازن الاقتصادي لا يحدث إلا بحدوث توازن نقدي، والنقود تعتبر من بين العوامل الأساسية التي تتغير بتغير الظروف الاقتصادية، وهو ما جاءت به النظرية الاقتصادية الحديثة.

### 1- النظرية النقدية الكلاسيكية

لدراسة وتحليل النظرية النقدية في التفكير الكلاسيكي نرى ضرورة معالجة هذا الموضوع في النقاط التالية:<sup>1</sup>

#### 1-1- أسس وافتراضات النظرية النقدية الكلاسيكية

تعتبر النظرية النقدية الكلاسيكية بمثابة خلاصة لتحليل الفكر الاقتصادي الكلاسيكي للظواهر النقدية، وهي تقوم على أسس وافتراضات يمكن سردها كآتي:

##### 1-1-1- أسس النظرية النقدية الكلاسيكية

تعتبر النظرية النقدية الكلاسيكية عن مجموعة من الآراء والأفكار المحللة للنظام الرأسمالي والذي يقوم على:

##### 1-1-1-1- الحرية الاقتصادية

والتي تحث على ضرورة ترك الأفراد أحرار في اختيار الأنشطة، ولهم الحرة في التملك والعمل بما يسمح بتحقيق منفعة خاصة وعامة.

##### 1-1-1-2- عدم تدخل الدولة

تدخل الدولة لا بد أن يكون في نطاق ضيق سواء في مجال الإنتاج أو التوزيع، فالنظام الطبيعي يقتضي الحد من تدل الدولة إلا في أمور معينة كالدفاع والقضاء، والقيام بالمشاريع ذات المنفعة العامة.

<sup>1</sup> - بلعزوز بن علي، المصدر سبق ذكره، ص ص: 7-27.

### 1-1-1-3- المكيلة الخاصة

وتقتضي أن الملكية الخاصة هي أحد الأركان الأساسية التي يقوم عليها النظام الاقتصادي الرأسمالي، كما أن إيمان الفرد بأن تحقيق منفعة خاصة سوف يؤدي لتحقيق منفعة عامة بشكل لا يجعل المصالح الخاصة تتعارض مع المصالح العامة، والتوافق بينهما يحدث تلقائياً.

### 1-1-1-4- مبدأ المنافسة المشروعة والحررة

إن المنافسة الحرة هي بمثابة القوة الاجتماعية المنظمة للحياة الاقتصادية، وهي الكفيلة بتحقيق التقدم الاقتصادي ورفع درجة الإثباع لمختلف أفراد المجتمع.

### 1-1-1-5- قانون السوق

يقوم هذا القانون على أساس أن جهاز السوق هو القوة الحقيقية الموجهة للنشاط الإنتاجي، وتحقيق التوازن، كما أن حدوث اختلال لأي سبب يزول مع الوقت بشكل تلقائي.

### 1-1-1-6- مبدأ الربح

يعتبر الكلاسيك أن الربح هو أفضل حافظ لاستمرار الإنتاج والتقدم الاقتصادي، وتعظيمه من شأنه أن يرفع من إنتاجية عوامل الإنتاج، ويزيد في إبداع المبدعين، وهو أحد أسباب التقدم والرقي الاقتصاديين.

### 1-1-1-7- مبدأ حيادية النقود

تعتبر النقود بالنسبة للكلاسيك أداة للتبادل فقط، فهي حيادية لأنه يمكن استبدالها بأدوات أخرى، فهي ليست سوى عربة لنقل القيم كما يقول المثل.

### 1-1-1-8- مبدأ مرونة جهاز سعر الفائدة

من هذا المبدأ أن سعر الفائدة هي التي تكفل التوازن بين الادخار والاستثمار، فإذا زادت المدخرات فإن القوى الاقتصادية تعمل عملها بحيث تخفض سعر الفائدة، مما يقلل من حجم الادخار.

### 1-1-2- افتراضات النظرية النقدية الكلاسيكية

يمكن تلخيص أهم الافتراضات التي تقوم عليها النظرية النقدية الكلاسيكية والتي ظهرت في القرن الثامن عشر والذي بات يسيطر خلاله قانون ساي للمنافذ، والذي يرى ضرورة أن كل عرض يخلق الطلب الخاص به:

### 1-1-2-1-1 بيان حجم المعاملات

تقوم النظرية النقدية الكلاسيكية على تحليل واقع يفترض أن حجم المعاملات ومستوى النشاط الاقتصادي يتم تحديده بعوامل موضوعية، وأن النقود ليس لها أي تأثير في تحقيق التوازن الاقتصادي، باعتبارها وسيط للمبادلة، كما أن هذا التحليل يستند على قانون العرض والطلب، وعلى ذلك فإن حجم المعاملات وفقا لهذه النظرية يعتبر بمثابة متغير خارجي. وعليه حجم المعاملات ومستوى النشاط الاقتصادي يتم تحديده بعوامل ليس لها علاقة بكمية النقود أو بالتغيرات التي تحدث فيها.

### 1-1-2-1-2 ثبات سرعة دوران النقود

ويقصد بسرعة دوران النقود معدل متوسط عدد المرات التي تنتقل فيها كل وحدة من وحدات النقود من يد إلى يد أخرى في تسوية المبادلات التجارية والاقتصادية في فترة زمنية معينة. وتقوم النظرية النقدية الكلاسيكية على أساس مفاده أن سرعة دوران النقود هي ثابتة على الأقل في المدى القصير، لأنها نحدد بعوامل بطيئة التغيير ومستقلة عن كمية النقود.

### 1-1-2-1-1 ارتباط تغير المستوى العام للأسعار بتغير كمية النقود

تقوم النظرية النقدية الكلاسيكية على افتراض أساسي مفاده أن أي تغير في كمية النقود المعروضة سيحدث تغير بنفس النسبة والاتجاه في المستوى العام للأسعار، فزيادة النقود سيؤدي إلى زيادة مماثلة في المستوى العام للأسعار والعكس صحيح، أي أن هناك علاقة طردية بين كمية النقود والمستوى العام للأسعار وذلك في ظل ثبات حجم المعاملات وسرعة دوران النقود. ومنه فإن المستوى العام للأسعار السائد في فترة زمنية معينة هو نتيجة وليس سببا لمقدار وكمية النقود، أي أن نظرية كمية النقود هي دالة وكمية النقود متغير متنقل والمستوى العام للأسعار تابع.

### 1-2-1 نظرية المبادلات

قبل الحديث عن هذه النظرية بشيء من التفصيل وتحليل المعادلة الخاصة بها، لابد من الإشارة إلى أن هذه النظرية تقوم على فلسفة قديمة قدم الفلاسفة اليونان والرومان، كما أن لنتبع آراء بعض مفكري وعلماء الاسلام مثل المقرئزي لهم أثر على صياغة هذه المعادلة. ولكن تطورها حدث بشكل كبير بعد ثورة الأسعار في القرن السادس عشر، خاصة بعد التدفق الكبير من المعادن النفيسة من أمريكا وأوروبا، مما دفع بكثير من الاقتصاديين آنذاك إلى البحث في العلاقة بين زيادة كمية النقود وارتفاع الاسعار نتيجة تدفق الذهب والفضة. كما لابد أيضا من معرفة أن جون بودان من بين الأوائل الذين أعطوا ملاحظة مفادها أن الزيادة في كمية النقود المتداولة هي السبب في ارتفاع الأسعار ومن ثمة



الانخفاض في كمية النقود. كذلك أيضا دفيد هيوم وكانتون ودافيد ريكاردوا لهم دور في توضيح فكرة أن قيمة النقود تتناسب عكسيا مع كميتها، باعتبار أن أي زيادة في المعروض النقدي ستؤدي إلى زيادة في المستوى العام للأسعار بنفس النسبة. لكن من كان له الفضل في صياغة معادلة رياضية تعبر عن العلاقة بين عرض النقود والطلب عليها هو الاقتصادي الأمريكي فيشر الذي حول تحديد مختلف العوامل التي تساهم في التأثير على مستوى الأسعار وفق مايلي:<sup>2</sup>

- التعادل بين عرض وطلب النقود:

$$D = F$$

حيث:

D: الطلب على النقود.

F: عرض النقود.

- الطلب على النقود يساوي القيمة النقدية للمبادلات، وهي بدورها تساوي حجم المعاملات الحقيقية مضروب بالمتوسط العامل للأسعار:

$$D = P \times T$$

حيث:

P: المستوى العام للأسعار.

T: حجم المعاملات الحقيقية.

- أن عرض النقود يساوي كمية النقود مضروب بسرعة تداولها:

$$F = M \times V$$

حيث:

M: كمية النقود.

V: سرعة تداول النقود.

ومنه فإن:

$$M \times V = P \times T$$

و

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

<sup>2</sup> - مروان عطون، (1989): النظريات النقدية، دار البعث، قسنطينة، ص ص: 94-96.

ما يستتبط من هذه المعادلة أن المستوى العام للأسعار متغير تابع، والتغيرات في قيمة النقود تتماشى عكسا وبنفس النسبة مع التغير في كميتها، إذا ظلت سرعة دورانها وكمية المبادلات ثابتة أثناء تغير كمية النقود، غير أن العلاقة التي تضمنتها هذه ليست بالبساطة التي تم تصورها من طرف فيشر، لأنه قد ترتفع الأسعار لأسباب لا علاقة لها بزيادة كمية النقود.

أما عن الانتقادات العديدة التي تعرضت لها هذه النظرية يمكن إيجازها في مايلي: بعزوز ص 14-15

- إفتراض دوام ثبات العوامل المحددة لقيم النقود.
- يصعب تصديق ثبات العوامل التي تحدد كمية المبادلات وسرعة دوران النقود.
- لم تأخذ بعين الاعتبار، متغيرات أخرى هامة كسعر الفائدة، حيث اعتبرت هذه الأخير ظاهرة حقيقية
- يرى فريدمان يرى فريدمان أن المعادلة السابقة، لا تكون صحيحة إلا عند ثبات سرعة دوران النقود وحجم المبادلات وهذا لا يكون إلا عند وصول الاقتصاد لحالة التشغيل الكامل.
- ليس لكمية النقد فقط تأثير على المستوى العام للأسعار بل يوجد عوامل أخرى.
- ترى هذه النظرية أن حجم الانتاج يعد مستقلا متمما عن التداول النقدي وهو غير واقعي.

### 1-3- نظرية الأرصدة النقدية

ساهم اقتصاديو مدرسة كامبردج في تطوير نظري المبادلات التي تقوم على فكرة زيادة عرض النقود على الطلب يؤدي لارتفاع متناسب في المستوى العام للأسعار، وذلك من معادلة تعرف بمعادلة كامبردج يمكن صياغتها كالآتي:

$$M = S_m \times R_m$$

حيث:

M: كمية النقود.

S<sub>m</sub>: النسبة من الدخل النقدي التي يرغب الأفراد الاحتفاظ بها على شكل أرصدة نقدية.

R<sub>m</sub>: الدخل النقدي.

كما أن:

$$S_m = \frac{M}{R_m}$$

وباعتبار:

$$V = \frac{R_m}{m}$$

حيث:

V: سرعة تداول النقود.

و:

$$S_m = \frac{1}{V}$$

فإن:

$$M = \frac{1}{V} \times R_m$$

وبما أن:

$$R_m = P \times R_r$$

حيث:

R<sub>r</sub>: الدخل الحقيقي.

P: المستوى العام للأسعار.

ومنه:

$$P = \frac{M \times V}{R_r}$$

وهي نفسها معادلة التبادل لـ فيشر تقريبا التي تعبر عن نظرية المبادلات لكن مع بعض

التغيرات:<sup>3</sup>

1- استبدال حجم التبادلات في معادلة التبادل بالدخل الحقيقي في معادلة كمبردج.

2- المستوى العام للأسعار في معادلة كمبردج يمثل متوسط أسعار المنتجات النهائية. وبذلك فإن P و R<sub>r</sub> يساوي القيمة النقدية للنتائج القومي.

ويلاحظ من هذه المعادلة أنها تعطي أهمية كبيرة للتغيرات في الأرصدة النقدية من حيث كونها المحدد الرئيسي للتغيرات في الأسعار، كما تعبر عن تأثير التغيرات في الأرصدة على سرعة تداول النقود. وهي تهتم بالتركيز على العوامل التي يتوقف عليها طلب الأشخاص على النقود.

## 2- النظرية الكينزية

يختلف تفسير الظاهرة النقدية في النظرية الكينزية عن التفسير الذي ساد في النظريات السابقة، حيث أشار كينز في نظريته العامة أن النظرية التقليدية للنقود فشلت في تشخيص أسباب الكساد، ويتركز

<sup>3</sup> - نفس المرجع، ص ص: 104-107.

تحليل كينز على بحث العوامل التي تحكم مستوى الدخل القومي النقدي، باعتبار أن تفسير التقلبات فيه يتضمن تفسيراً للتقلبات في المستوى العام للأسعار وربطه بحجم توظيف عوامل الإنتاج، كما أنه يتحدد المستوى التوازني عند تقاطع منحني الطلب الكلي مع منحني العرض الكلي.

ويميز التحليل الكينزي في تفسيره للظاهرة النقدية بين مرحلتين أساسيتين هما:

- مرحلة ما قبل بلوغ الاقتصاد مستوى التوظيف الكامل في ظل هذه الحالة لا تكون مختلف الأجهزة في الاقتصاد وصلت إلى أقصى طاقتها الإنتاجية مما يعني أن هناك طاقات معطلة في الاقتصاد، وبالتالي حدوث زيادة في الطلب لا يترتب عليها حدوث ارتفاع المستوى العام للأسعار. لأن زيادة الطلب سوف يصاحبها زيادة مماثلة في عرض السلع والخدمات.

- مرحلة التوظيف الكامل وهي المرحلة الحالة التي تكون فيها الطاقات الاقتصادية في حالة توظيف كامل، وعندها فإن أي زيادة في الطلب الكلي لن يصاحبه زيادة في العرض الحقيقي من السلع والخدمات.<sup>4</sup>

### 2-1- الفرضيات الأساسية للنظرية الكينزية

يبني كينز نظريته على الفرضيات الآتية :

- \* رفض قانون ساي للأسواق، وما ينجم عنه من رفض سيادة التوازن الدائم والمستمر عند مستوى العمالة الكاملة، ورفض تعادل الادخار والاستثمار باستمرار.
- \* تعتبر النقود سلعة كبقية السلع تطلب لذاتها.
- \* تعتبر النقود متغير خارجي تحدده السلطات النقدية.
- \* تتدخل الدولة في النشاط الاقتصادي لمعالجة الاختلالات.
- \* عدم الإيمان بالتشغيل التام، فالإقتصاد يمكن أن يعرف حالة أقل أو أكثر من التشغيل التام.
- \* يتوقف الادخار والاستثمار على الدخل وليس على معدل الفائدة.
- \* يرى أنه من الصعب الفصل بين الجانب النقدي والجانب العيني في الإقتصاد.
- \* يعتبر تحليل كينز تحليلاً كلياً.

### 2-2- مبدأ النظرية الكينزية

وينطلق كينز من المعادلة الآتية والتي تعتبر معادلة سكونية :

$$M = ( Q + R Q_1 )$$

<sup>4</sup> - محمد عزت عزلان، (2002): اقتصاد النقود والمصارف، دار النهضة العربية، لبنان، ص ص: 295-296.

M: كمية النقود .

P: الأسعار .

$Q_1$ : طلب الأموال من طرف البنوك .

R: معامل صندوق خزينة البنك .

Q: طلب الأموال من طرف الجمهور .

وتتعلق المعادلة بعرض النقود الموجهة إلى الإستهلاك، فالأفراد يستعملون نوعين من المخزونات:

المخزونات الإئتمانية والمخزونات الكتابية، والتي يجب تحديدها انطلاقا من مجموع الودائع مضروبة

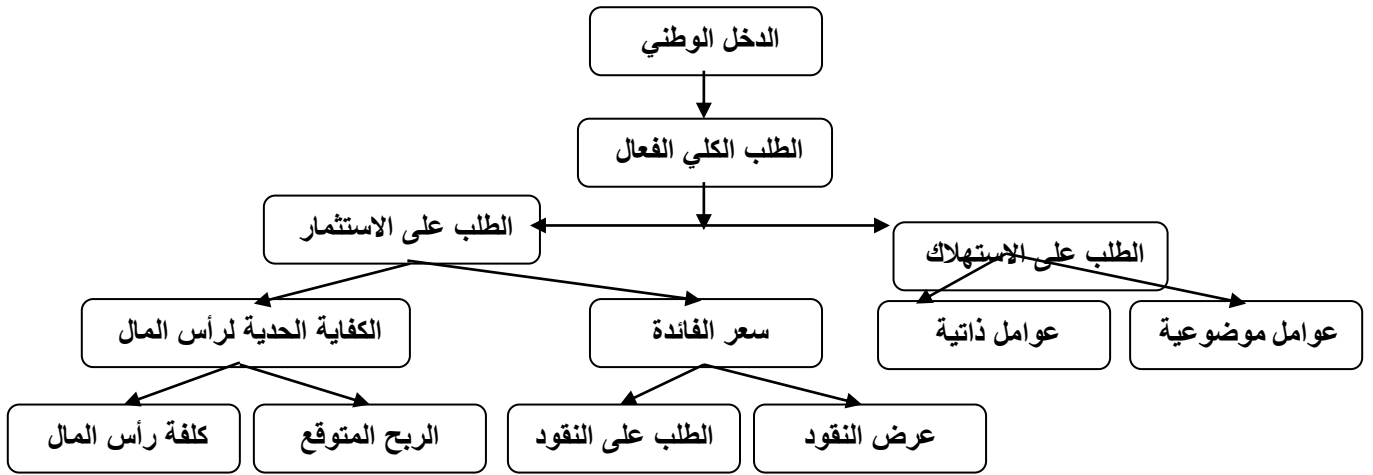
في (R) وهو معامل صندوق البنك .

فهذه المعادلة لا تغير شيئا من مضمون النظرية الكمية، و لكنها تدخل تجديدا عندما تفرق بين

المخزونات الكتابية و المخزونات الإئتمانية الشيء الذي يجعلها أداة من أدوات السياسة النقدية.

وفيما يأتي مخطط توضحي لنموذج كينز المبسط .

### الشكل 3: مخطط توضحي لنموذج كينز المبسط



المصدر : بلعزور بن علي، مرجع سبق ذكره، ص 36.

ومن منظور كينزي فإن زيادة عرض النقود تؤدي إلى إنخفاض في سعر الفائدة، مما ينتج عنه زيادة

في الإستثمار هذه الزيادة في الإستثمار تؤدي إلى تغير الوضع التوازني للدخل، أما إذا حدث و عمل البنك

المركزي على تخفيض عرض النقود فسوف يعتبر الأعوان الإقتصاديون في هذه الحالة أنهم لا يستطيعون

الحفاظ على كمية النقود التي بحوزتهم عند سعرالفائدة الجاري ( المرتفع نسبيا) و هذا يعني أنها لا تستطيع

إقراض ما ترغب فيه هذا السعر، و من ثم يحاولون تحويل جزء من السندات التي بحوزتهم إلى سيولة نقدية ،

فيزداد عرض اسندات للبيع فينخفض سعرها و بالتالي ترتفع أسعار الفائدة، هذا الإرتفاع في السعر الفائدة

سيحدث أثاره على حجم الإستثمار الذي سينخفض تبعاً لذلك و نتيجة الأثر العكس للمضاعف سيؤدي ذلك على إنخفاض مستوى الدخل الوطني نتيجة إنخفاض مستوى الإستثمار.<sup>5</sup>

### 2-3- الإنتقادات الموجهة للنظرية الكينزية

وجهت للنظرية الكينزية مجموعة من الإنتقادات أهمها :

- \* بنى كينز تحليله على الكساد الإقتصادي ولكنه في نفس الوقت لم يستطيع تفسير حالة الكساد التضخمي، أي ارتفاع الأسعار والبطالة معا أو بالأحرى لم يؤمن بوجود تلك الحالة والتي يصل إليها الإقتصاد فقط في حال عدم تأثير زيادة عرض النقد على سعر الفائدة وبالتالي ن يتغير الإستثمار ولن يعمل المضاعف .
- \* إن سعر الفائدة عند كينز يغطي فقط التفضيل الزمني للطلب بدوافع تفضيل السيولة ، والذي يتحدد بعوامل نقدية ولم يغطي العوامل الأخرى كالمخاطر ومستويات الدخل والتي تؤثر أيضا في تحديد سعر الفائدة .
- \* إقتصرت كينز في تحليله على أن الموجودات هي نقد وسندات وأهمل الموجودات الأخرى وتأثيرها وافترض أن الأفراد سيحتفظون بأحدها وليس مزيجا من الإثنين .
- \* كانت نظرة كينز للإقتصاد نظرة ساكنة وعلى المدى القصير ولم يأخذ بعين الإعتبار تغير الأنماط الإستهلاكية للأفراد وتأثره على العوامل المحددة لسعر الفائدة على المدى الطويل.

### 2-4- الطلب على النقود في النظرية النقدية الحديثة ( نظرية كينز )

يمكن تقسيم الطلب على النقود إلى الأجزاء التالية:<sup>6</sup>

#### 2-4-1- الطلب على النقود لغرض المعاملات

يقصد بالمعاملات كافة الصفقات أو المعاملات التي تتم على مستوى الإقتصاد القومي، سواء تلك التي يقوم بها المستهلكون أو المشروعات. وهذه المعاملات تتعلق بالنشاط التي تساهم في الدخل القومي.

تم الاعتماد في دراسة الطلب على النقود بالنسبة للاقتصاد لغرض المعاملات وفق النظرية الكينزية على قطاعين:

1- القطاع المنزلي: ويضم كافة الأفراد الذين يحصلون على دخولهم لقاء تقديم خدمات عناصر الإنتاج إلى المشروعات، ثم يقومون بإنفاق هذه الدخول على شراء مختلف السلع والخدمات التي تنتجها هذه المشروعات.

<sup>5</sup> -Paul – jacques Lehmann , (1999 ): Economie monétaire , théories et politique ,Editions du seuil , p : 251 .

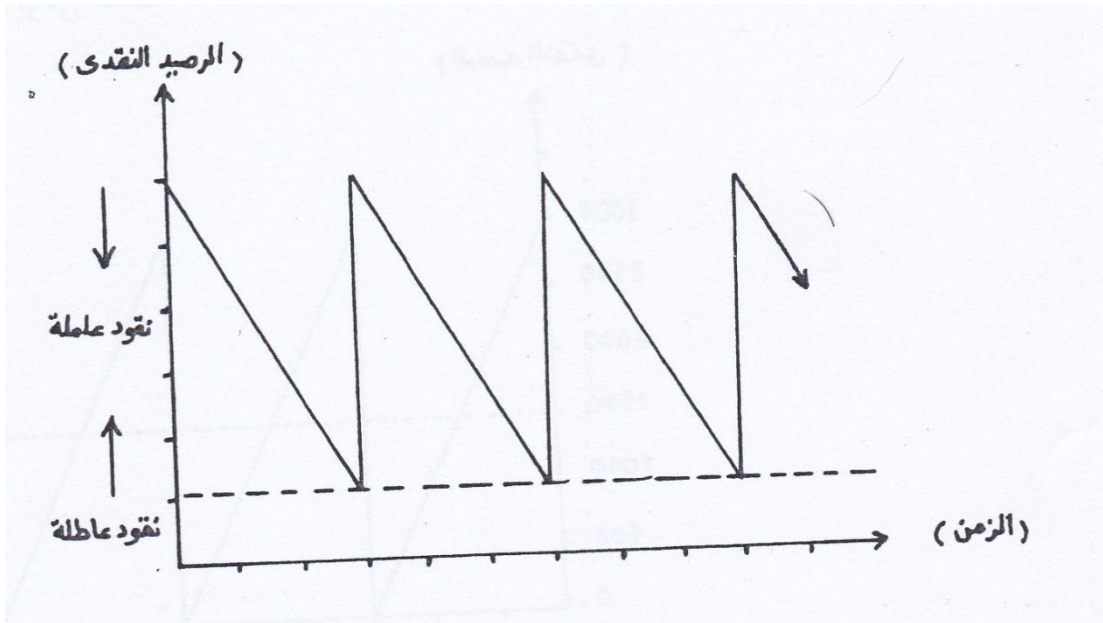
<sup>6</sup> - لاطلاع أكثر على هذا الجزء يمكن الرجوع لكتاب مروان عطون ، مرجع سبق ذكره، ص ص: 121-147.

2- قطاع الإنتاج: ويضم كافة المشروعات التي تشتري خدمات عناصر الإنتاج وتدفع مقابل ذلك للأفراد دخولا، ثم تقوم بالإنتاج وبيع منتجاتها لأصحاب هذه الدخول وتحصل لقاء ذلك على إيرادات.

النقود التي يستلزمها النشاط الاقتصادي لأغراض المعاملات تسمى: النقود العملة أو الفعالة أو النشيطة. وذلك تمييزا لها عن النقود العاطلة التي تستخدم في المعاملات التي لا تتعلق بالإنتاج أو الدخل، أو التي تستخدم لغرض المضاربة. إن التفريق بين هذين النوعين للنقود إنما هو نسبي ويعتمد على عنصر الزمن، وفي الواقع نجد أن النقود تنتقل بين هذين النوعين من الاستخدام باستمرار وتبعا لعوامل كثيرة.

والشكل 4 يوضح لنا توزيع النقود إلى عاملة وعاطلة في وقت معين، والتفريق بين هذين النوعين يقتضي إدخال عنصر الزمن في التحليل:

الشكل 4: شكل توضيحي للتفرقة بين النقود العاملة والعاطلة

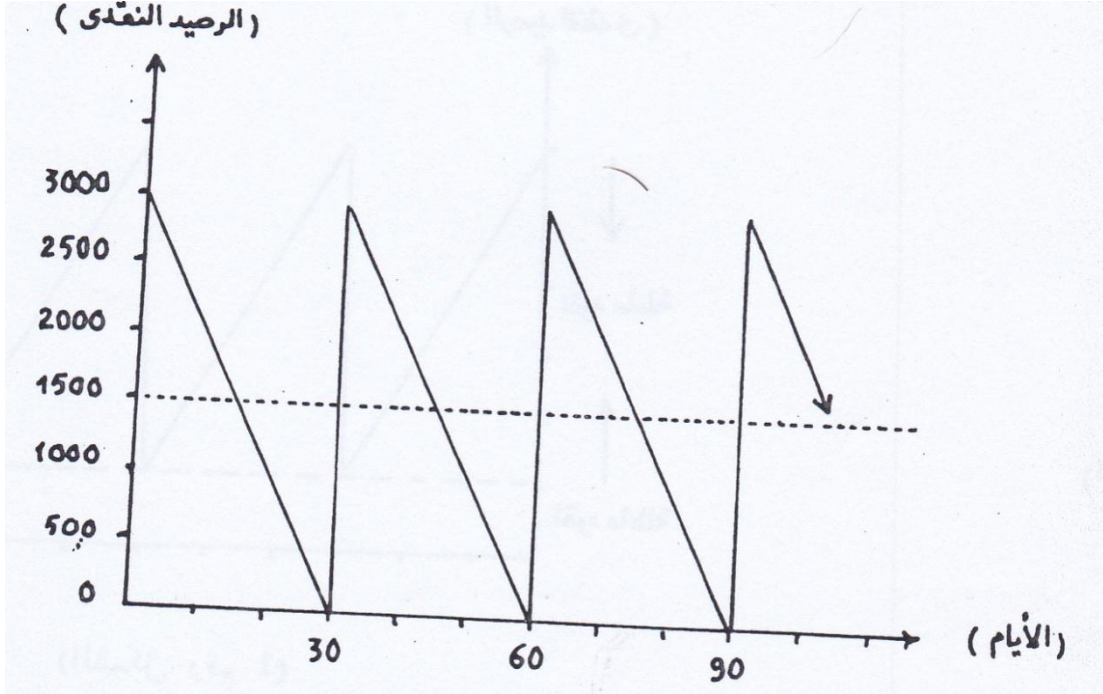


المصدر: مروان عطون، مرجع سبق ذكره، ص:122.

يتضح لنا من الشكل 4 أن الجزء العامل من النقود يتقلب صعودا وهبوطا باستمرار وضمن حدين: أدنى وأعلى. أما الجزء العاطل من النقود فنجد أنه ثابتا عند مستوى معين، حيث أن النقود العاطلة - هي ذلك الجزء من الرصيد النقدي الذي يجد الفرد أنه ليس محتاجا إلى استخدامه في معاملاته العادية. ويمكن القيام بتحليل الطلب على النقود لغرض المعاملات من خلال دراسة الرصيد النقدي لأحد الأفراد الذي يقدم خدمات لأحد المشروعات في قطاع الإنتاج مقابل حصوله على دخل نقدي مقداره

30000 دج يتسلمه بشكل منتظم مرة كل ثلاثين يوماً، كما نفترض أن الفرد ينفق دخله بمعدل يومي ثابت خلال فترة الإنفاق (الثلاثين يوماً).

شكل 5: توضيح كفية إنفاق الدخل



المصدر: نفس المرجع ، ص:122.

يبين لنا الشكل 5 تغيرات الرصيد النقدي لهذا الفرد - فهذا الرصيد يرتفع إلى أقصاه حينما يحصل الفرد على دخله البالغ 30000 دج في بداية فترة الدفع، ثم يبدأ بالانخفاض حتى يتلاشى في نهاية فترة الدفع، ثم يعود ليرتفع إلى أقصاه عند حصوله على دخله مرة أخرى.

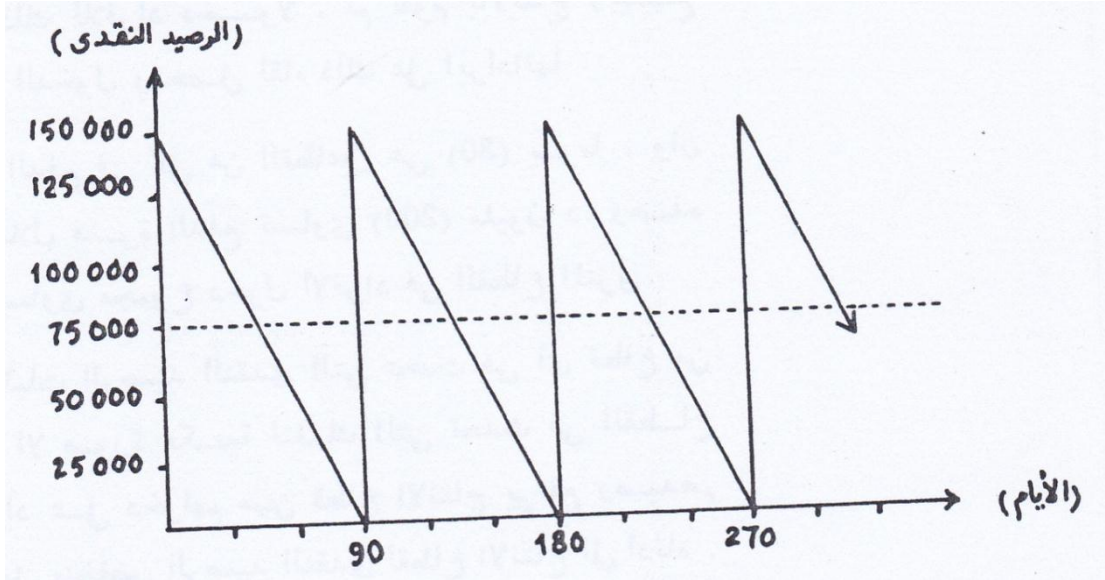
وعلى هذا الأساس يمكن القول بأن هذا الفرد يحتفظ برصيد نقدي يتراوح ما بين 30000 دج والصفير، أي أنه يحتفظ في المتوسط بمبلغ 15000 دج وهو ما يساوي نصف دخله الشهري، وبما أن هناك (12) فترة دفع في العام فإن دخل الفرد السنوي هو 360000 دج. وأن ما يحتفظ به الفرد من رصيد نقدي يعادل  $\frac{15000}{360000} = 4\%$  من دخله السنوي. النتيجة هي أن لهذا الفرد طلباً على النقود لغرض المعاملات يساوي نصف دخله في كل فترة دفع، أو (4%) من دخله السنوي.

أما بالنسبة لقطاع المشروعات فإن الرصيد النقدي للمشروع يكون في أقصاه عندما يقوم المشروع ببيع منتجاته ثم يبدأ الرصيد النقدي بالانخفاض نتيجة لإنفاق المشروع على خدمات عناصر الإنتاج ومستلزماته. والطلب على النقود لغرض المعاملات بالنسبة للمشروع في أية فترة زمنية هو عبارة عن



المتوسط الحسابي بين أقصى ما يصل إليه الرصيد النقدي (عند استلام الإيرادات) وأدنى حد يصل إليه هذا الرصيد (عندما يتلاشى الرصيد النقدي نتيجة الإنفاق على الإنتاج).

الشكل 6: الانفاق على الإنتاج



المصدر: نفس المرجع ، ص:124.

وبافتراض أن فترة الدفع (90) يوماً، وأن الحد الأقصى المتكرر لإيرادات المشروع هو 1500000 دج وإنفاق هذه الإيرادات على الإنتاج في الدورة الإنتاجية التالية يتم بمعدل يومي منتظم خلال فترة الدفع - فإن الشكل 6 يبين لنا أن هذا المشروع يحتاج في المتوسط إلى رصيد نقدي يبلغ 750000 دج لإتمام معاملاته خلال أي فترة الدفع. وحيث أن الإيرادات السنوية للمشروع تبلغ 6000.000 دج فإن طلب هذا المشروع على النقود لإتمام معاملاته يساوي  $(\frac{750000}{6000000} = 12.5\%)$  من إيراداته السنوية.

ومما سبق يمكن التوصل إلى أهم العوامل التي تساهم في تحديد الطلب على النقود لغرض المعاملات.

- فترة الدفع (سرعة التداول) حيث أن فترة الدفع لها تأثير بالغ الأهمية على حجم الطلب على النقود لغرض المعاملات.

- درجة التكامل بين المشروعات فإذا كان هناك أربع مشروعات في نشاط إنتاجي معين: يقوم المشروع الأول بإنتاج المواد الأولية وبيئها للمشروع الثاني الذي يقوم بتحويلها إلى مواد نصف مصنوعة لبيئها للمشروع الثالث والذي بدوره يجري عملية إنتاجية على هذه المواد ليقوم ببيئها للمشروع الرابع الذي يقوم

بتصنيعها كسلع تامة الصنع للاستهلاك النهائي. فالأرصدة النقدية سوف تتدفق بين هذه المشاريع بالشكل التالي: المشروع الأول سوف يتسلم قيمة مبيعاته من المشروع الثاني، والمشروع الثاني سيدفع ثمن مشترياته من المشروع الأول وبنفس الوقت سيقبض قيمة مبيعاته من المشروع الثالث، والمشروع الثالث سيسدد قيمة مشترياته من المشروع الثاني وأيضاً سيقبض قيمة مبيعاته إلى المشروع الرابع ... وهكذا.

- **حجم المعاملات (أو مستوى الدخل القومي)** إن هناك علاقة طردية ومباشرة بين حجم المعاملات أو مستوى الدخل القومي من ناحية - ومقدار الطلب على النقود لغرض المعاملات - فكلما ازداد حجم المعاملات أو الدخل القومي - ازداد الطلب على النقود لغرض المعاملات.

### 3-4-2- الطلب على النقود لغرض الاحتياط

ينشأ عن قيام النقود بوظيفة وسيلة للمدفوعات ووسيط في المبادلة نوعين من الطلب على النقود: وهما الطلب على النقود لغرض المعاملات والطلب على النقود لغرض الاحتياط. أما بالنسبة للطلب على النقود لغرض الاحتياط فهو ناتج عن احتمال زيادة الاحتياجات الفعلية إلى الأرصدة النقدية لإتمام المعاملات عن الأرصدة المتوقعة أو المرسومة، وأيضاً لمواجهة نفقات غير متوقعة أو طارئة. وبشكل عام فإن الطلب على النقود لغرض الاحتياط يتأثر بنوعين من العوامل:

**عوامل موضوعية:** وهي العوامل التي تؤثر على الطلب على النقود لغرض المعاملات والتي ذكرناها سابقاً.

**عوامل ذاتية أو شخصية:** وهذه العوامل ترتبط بعادات الأفراد وتوقعاتهم وبذلك فهي تختلف من فرد لآخر.

كما أن حجم الأرصدة التي يحتفظ بها الأفراد أو المشروعات لغرض الاحتياط يتأثر بمدى توافر المصادر التي يمكن الحصول منها على أرصدة نقدية إضافية لمواجهة النفقات الطارئة أو الغير متوقعة كالبنوك والمؤسسات الائتمانية الأخرى ... وأيضاً على مدى تطور واتساع أسواق النقد والمال في الاقتصاد وإمكانية الحصول على موارد إضافية من هذه المصادر.

### 3-4-3- الطلب على النقود لغرض المضاربة

إن الطلب على النقود لغرض المضاربة يرتبط بقيام النقود بوظيفة مستودع للقيمة أو الثروة، لا شك أن النقود ليست الأداة الوحيدة لاختزان القيم، فهناك أدوات أخرى لاختزان القيم أو للقيام بدور مستودع للقيمة أو الثروة مثل: الإيداعات لدى البنوك، اقتناء الأصول المالية (أسهم وسندات)، شراء الأصول الحقيقية .

إن قرار الفرد حول اختيار الأداة الأفضل للاحتفاظ بثروته يتوقف على عوامل كثيرة، من أهمها:

- **السيولة:** إن السيولة هي إمكانية تحويل الأصل إلى نقود في الحال ودون خسارة، وبذلك فإن النقود تعتبر السيولة بحد ذاتها - أو السيولة المطلقة. والأفراد عندما يقومون بالمفاضلة بين النقود والأشكال الأخرى من الأصول التي يمكن استخدامها لحفظ الثروة يدخلون في حسابهم هذا مسألة السيولة. أما بالنسبة للأصول الأخرى فإن درجة سيولتها تختلف من أصل لآخر.

وبذلك يمكن ترتيب الأصول من حيث درجة سيولتها على النحو التالي: النقود السائلة، المدخرات لدى البنوك، السندات، الأسهم، الأصول الحقيقية.

- **الحصول على دخل:** عند التمييز بين مختلف الأصول من هذه الناحية فإن النقود تحتل المرتبة الأخيرة لأنها لا تدرّ أي دخل.

- **تقلبات القيمة النقدية:** إن تقلبات القيمة النقدية أمر مستبعد بالنسبة للنقود والمدخرات لدى البنوك، أما الأصول المالية الأخرى فإن قيمتها عرضة للتقلبات بالزيادة أو النقصان، وإذا كان الفرد يحتفظ بأصول مالية ولا يرغب في بيعها فليس هناك أهمية عملية لتقلبات قيمتها النقدية.

- **تقلبات القيمة الحقيقية:** تتوقف القيمة الحقيقية لأي أصل من الأصول على التقلبات التي تحدث في قيمة الوحدة النقدية (قوتها الشرائية) حيث أن التغيرات في الأسعار تؤدي لإحداث تغيرات مماثلة في القوة الشرائية للنقود.

### 3-4-4- سرعة تداول النقود وفق النظرية الكينزية

سرعة تداول النقود - هي عبارة عن متوسط عدد المرات التي تنتقل فيها وحدة النقود بين الأرصدة النقدية التي يحتفظ بها الأفراد والمشروعات خلال فترة معينة من الزمن (عادة سنة). وبذلك فإن سرعة التداول تتحدد من خلال العلاقة بين مقدار الأرصدة النقدية التي يحتفظ بها الأفراد والمشروعات وقيمة المعاملات النقدية في الاقتصاد (أو الدخل النقدي). فكلما انخفض حجم هذه الأرصدة النقدية بالنسبة إلى المعاملات النقدية الكلية (أو الدخل) كلما ارتفعت سرعة التداول... وبالعكس.

ويمكن التمييز بين المفهومين التاليين بالنسبة لسرعة تداول النقود:

1- سرعة تداول النقود بالنسبة للمعاملات، وتحسب كما يلي:

المعاملات النقدية الكلية

الطلب على النقود لغرض المعاملات

2- سرعة تداول النقود بالنسبة للدخل: وتحسب كما يلي:

الدخل القومي النقدي

الطلب على النقود لغرض المعاملات

ويمكن تقسيم العوامل التي تؤثر على سرعة تداول النقود إلى:

### 3-4-4-1 عوامل تؤثر على سرعة التداول في المدى الطويل

إن هذه العوامل تميل إلى الثبات في الأجل القصير أو أن تغيرها إنما يتم خلال فترة طويلة من

الزمن نسبياً، ومن أهم هذه العوامل:

- مدى تطور النظام الائتماني.

- نظام وعادات تسوية المدفوعات في المجتمع

- مدى انتظام فترات الدفع والإنفاق.

- مدى التناسب أو التوافق بين فترات الدفع والإنفاق سواء من حيث تسلم النقود، أو من حيث مقاديرها.

- درجة كثافة السكان وسرعة النقل: كلما ازدادت سرعة نقل النقود ودرجة كثافة السكان - كلما ارتفعت سرعة التداول.

- مدى توافر إمكانيات الإقراض والاستثمار: كلما ازدادت هذه الإمكانيات كلما انخفض حجم الأرصدة النقدية التي يحتفظ بها الأفراد والمشروعات وبالتالي ارتفعت سرعة التداول.

- حجم الدخل الحقيقي: قد تميل سرعة تداول النقود إلى الانخفاض مع زيادة الدخل الحقيقي للفرد.

### 3-4-4-2 عوامل تؤثر على سرعة التداول في المدى القصير

باعتبار سرعة تداول النقود هي عبارة عن نسبة بين المعاملات النقدية الكلية (أو الدخل القومي

النقدي) والأرصدة النقدية التي يحتفظ بها الأفراد والمشروعات، والعوامل التي تؤثر على سرعة تداول

النقود في الأجل القصير هي نفسها التي تؤدي إلى تغير حجم هذه الأرصدة تبعاً لمختلف الظروف الاقتصادية.

ومما سبق يمكن التوصل إلى أهم العوامل التي تساهم في تحديد الطلب على النقود لغرض

المعاملات.

- فترة الدفع (سرعة التداول) حيث أن فترة الدفع لها تأثير بالغ الأهمية على حجم الطلب على النقود لغرض المعاملات.

- درجة التكامل بين المشروعات فإذا كان هناك أربع مشروعات في نشاط إنتاجي معين: يقوم المشروع الأول بإنتاج المواد الأولية وبيئها للمشروع الثاني الذي يقوم بتحويلها إلى مواد نصف مصنوعة لبيعها للمشروع الثالث والذي بدوره يجري عملية إنتاجية على هذه المواد ليقوم ببيعها للمشروع الرابع الذي يقوم بتصنيعها كسلع تامة الصنع للاستهلاك النهائي. فالأرصدة النقدية سوف تتدفق بين هذه المشاريع بالشكل التالي: المشروع الأول سوف يتسلم قيمة مبيعاته من المشروع الثاني، والمشروع الثاني سيدفع ثمن مشترياته من المشروع الأول وبنفس الوقت سيقبض قيمة مبيعاته من المشروع الثالث، والمشروع الثالث سيسدد قيمة مشترياته من المشروع الثاني وأيضاً سيقبض قيمة مبيعاته إلى المشروع الرابع ... وهكذا.

- حجم المعاملات (أو مستوى الدخل القومي) إن هناك علاقة طردية ومباشرة بين حجم المعاملات أو مستوى الدخل القومي من ناحية - ومقدار الطلب على النقود لغرض المعاملات - فكلما ازداد حجم المعاملات أو الدخل القومي - ازداد الطلب على النقود لغرض المعاملات

### 3- النظريات النقدية المعاصرة

يتم استعراض أهم النظريات النقدية المعاصرة من خلال:

#### 3-1- نظرية الطلب على النقود لفريدمان

جوهر هذه النظرية كما صاغها ميلتون فريدمان يتمثل في كونها نظرية للطلب على النقود تبحث في العلاقة بين التغير في نصيب الوحدة المنتجة من النقود وبين التغير في مستوى الأسعار وذلك من خلال ما يطرأ على الطلب على النقود من تغيرات، فقد اعتمد في تحليله على نموذج الطلب على النقود على تحليل سلوك نوعين من الوحدات الاقتصادية، القطاع الأسري والمشاريع الرأسمالية.

وهكذا فإن فريدمان يرى أن الطلب على النقود يخضع لثلاث مجموعات أساسية من العناصر:<sup>7</sup>

- الثروة الكلية التي مكن أن تحوزها الوحدات الاقتصادية موزعة في أشكالها المختلفة.

- الائتمان عوائد هذا الشكل من الثروة والأشكال البديلة.

- الذواق وترتيب الأفضليات بالنسبة لحائز الثروة.

وجاء النموذج المفسر للطلب على الأرصدة النقدية الحقيقية كالتالي:<sup>8</sup>

<sup>7</sup> - مصطفى رشدي شيحة، (1996): اقتصاديات النقود والمصارف والمال، دار المعرفة الجامعية، السويس، ط 6، ص: 380.

$$\frac{M}{P} = f\left(Y, W, r_m, r_b, r_e, \frac{1}{P}, \frac{dP}{dt}, U\right)$$

حيث:

$\frac{M}{P}$ : الأرصدة النقدية الحقيقية -الطلب على الاحتفاظ بالأرصدة الحقيقية-.

$Y_r$ : الناتج الوطني أو الدخل الوطني مقوم بالأسعار الثابتة.

$W$ : الثروة الكلية الحقيقية.

$r_m$ : المعدل الاسمي للعائد على الأسهم.

$r_b$ : المعدل الاسمي العائد المضحي به في صورة فائدة على السندات.

$r_e$ : الربح المضحي به في صورة عائد على الأسهم.

$\frac{1}{P}, \frac{dP}{dt}$ : التغيرات المتوقعة في مستوى الأسعار.

$U$ : عوامل أخرى مؤثرة في الطلب على النقود.

ويتضح من هذا النموذج أن الطلب على الاحتفاظ بالأرصدة الحقيقية  $\frac{M}{P}$  يميل إلى الارتفاع، وبالتالي تزيد نسبة ما يرغب الأفراد الاحتفاظ به من دخولهم في شكل نقدي، كما أنه كلما ارتفع الدخل الوطني كلما زاد الطلب على النقود، وأن نسبة عنصر الثروة البشرية إلى جملة ثروة المجتمع تربطه علاقة طردية مع حجم الأرصدة النقدية المحتفظ بها.

ويرى فريدمان أن الدخل الوطني الحقيقي هو المحور الأساسي لطلب على النقود وأن المعدل الأصل للتغير في كمية النقود، هو ذلك المعدل الذي يقابل التغير الاتجاهي في الناتج الوطني، ومن الممكن إعادة صياغة المعادلة أعلاه على الشكل الآتي:<sup>9</sup>

$$\frac{M}{P} = f(r_b, r_e, P^0, h, \check{y}, U)$$

وباعتبار أن الطلب على النقود تربطه علاقة التقلبات في المستوى العام للأسعار على المدى

الطويل، فإن:

$$\frac{M}{P} = P^P f(Y^P, Z)$$

حيث:

$P^P$ : الأسعار الثابتة.

<sup>8</sup> - باسم حجار، (2006): الاقتصاد النقدي والمصرفي، دار المنهل اللبناني، بيروت، ص: 249.

<sup>9</sup> - نفس المرجع، ص ص: 250 - 251.

$Y^P$ : الدخل الدائم.

Z: تشمل على جميع المتغيرات في المعادلة السابقة.

وبغرض التبسيط نفترض أن جميع المتغيرات التي تمثلها Z لا تمارس تأثيراً منتظماً على الطلب على النقود، فإن:

$$\frac{M}{P} = P^P f(Y^P)$$

ومن هنا يمكن القول أن المعدل الأمثل للتغير في كمية النقود هو ذلك المعدل الذي يقابل التغير الاتجاهي في كل من الناتج القومي.

### 3-2- النظرية النقدية النموذجية

قامت هذه النظرية على تحليل هيكس الذي يعتمد على نظام المعادلات الآتي:<sup>10</sup>

$$M = KI \rightarrow (1)$$

$$IX = C(i) \rightarrow (2)$$

$$IX = S(i, I) \rightarrow (3)$$

حيث:

M: الكتلة النقدية.

I: مستوى الدخل الوطني.

IX: الاستثمار.

i: معدل الفائدة.

المعادلة الأولى تعبر عن نظرية الأرصد النقدية الحاضرة -نظرية كمبردج- حيث الحاجة إلى النقود معبر عنها بذلك الجزء من الدخل الذي يرغب الأفراد الاحتفاظ به على شكل سائل.

المعادلة الثانية تظهر دالة الاستثمار مع متغير واحد وهو معدل الفائدة.

المعادلة الثالثة وهي دالة الادخار تبين ارتباط الادخار بمستوى الدخل ومعدل الفائدة، ويلاحظ أن الادخار في هذه المعادلة معبر عنه من خلال الاستثمار IX، لأن هيكس ينطلق من تساوي الادخار مع الاستثمار.

ويعتبر هيكس أن كمية النقود M معلومة وأن K هو الجزء من الدخل المحتفظ به في شكل نقود، وأن حجم الدخل يمكن تحديده من خلال:

$$M = KI$$

<sup>10</sup> - نفس المرجع، ص ص: 251 - 253.

فحسب هيكس فإن النظرية الكينزية يمكن تمثيلها بنظام آخر للمعادلات كآآتي:

$$M = L(T, i)$$

$$IX = C(i)$$

$$IX = S(I)$$

ومن هذا يلاحظ أن هيكس أدخل تعديلين على النظرية التقليدية، وهما:

- أدخل الطلب على النقود في المعادلة بصفته متغير مستقل وأضاف عليه أيضا معدل الفائدة.
- استبعد تأثير العوامل النقدية على العوامل الحقيقية عبر معدل الفائدة، وفي نفس الوقت ألغى مبدأ حدوث التوازن التلقائي بين الاستثمار والادخار عن طريق سعر الفائدة.



# الفصل الثالث: الوساطة المالية

الفصل الثالث:  
الوساطة المالية

محتويات الفصل

- أولاً: النظام المالي؛
- ثانياً: المؤسسات المالية؛
- ثالثاً: طرق التمويل؛
- رابعاً: ماهية الوساطة المالية؛
- خامساً: أهمية الوساطة المالية؛
- سادساً: عوامل نمو الوساطة المالية،
- سابعاً: سلوك الوسطاء الماليين؛
- ثامناً: أهداف الوساطة المالية؛
- تاسعاً: أنواع الوساطة المالية؛
- عاشراً: تصنيف الوسطاء الماليين حسب علاقتهم بالنقود.

## الفصل الثالث: الوساطة الماليّة

يعتبر المال إحدى الحاجيات الأساسية في الحياة اليومية مثله مثل الحاجة إلى السلع والخدمات، ذلك أنه عصب الحياة لكل المؤسسات. لذلك لا بدّ أن يتوفّر المال في الوقت المناسب وبالقدر المناسب، ولعلّ ما يساعد على ذلك هو وجود نظام مالي يتوفر على مؤسسات وساطة فعالة تتركز جهودها الأساسية لتحقيق الغاية المنشودة وهي توفير وتقديم المال اللازم للأنشطة المختلفة.

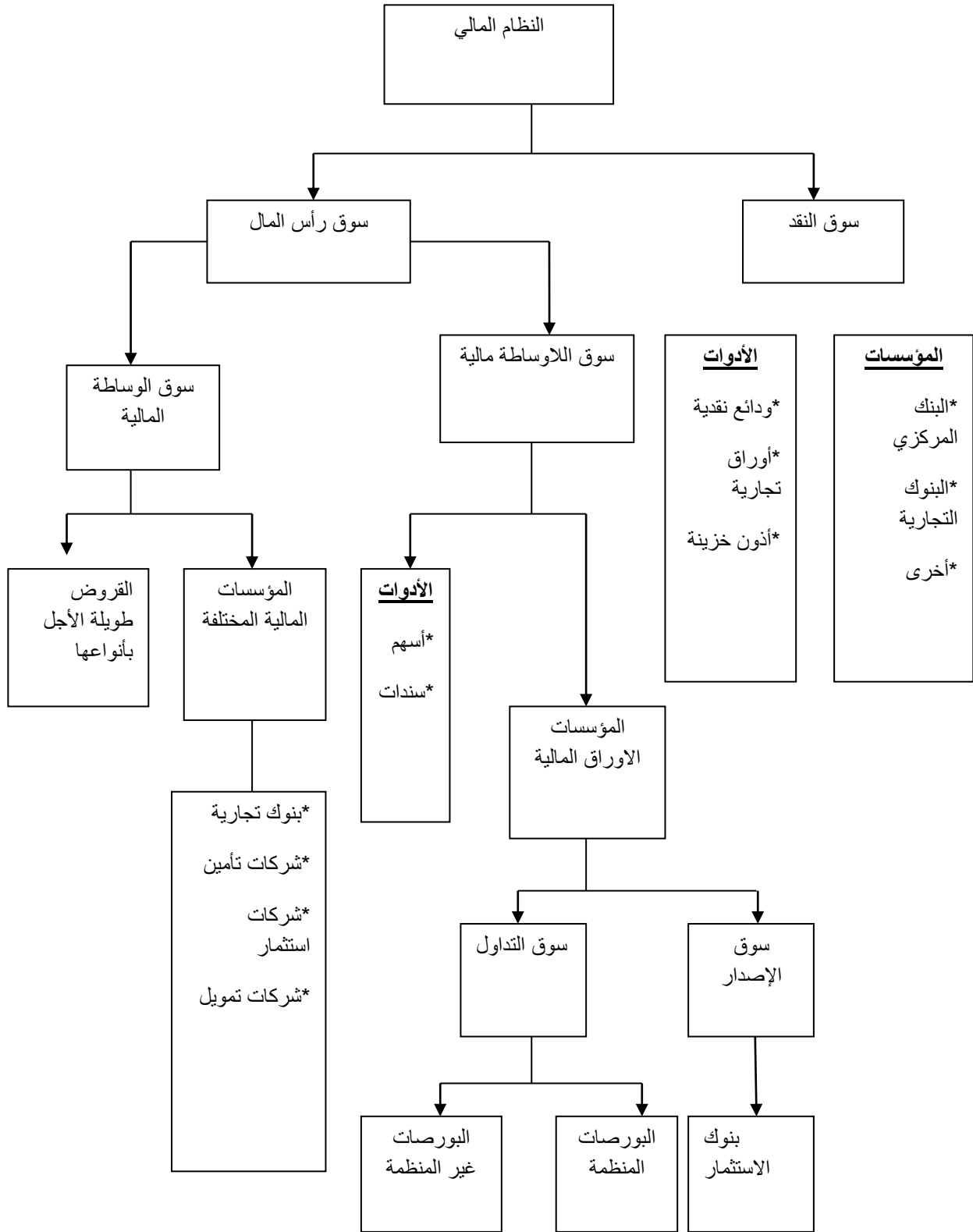
### 1- النّظام المالي ووظائفه

#### 1-1- مفهوم النّظام المالي

هو المجال الحيوي الذي يخدم المجتمع ويتكوّن من المؤسسات المالية وشبكة من العلاقات المالية التي تربط بينها وبين الوحدات الاقتصادية. هذه الأخيرة يمكن تقسيمها إلى وحدات ذات فائض مالي ووحدات ذات عجز مالي يمكن كذلك أن تقوم بينهما علاقات ماليّة ووحدات الفائض هي التي يفوق دخلها ما تنفقه على الاستهلاك والاستثمار ويأتي على رأسها العائلات، منشآت الأعمال... إلخ. أمّا وحدات العجز يزيد إنفاقها على الاستهلاك والاستثمار عمّا تحقّقه من دخل، ويأتي على رأسها منشآت الأعمال، الحكومة، العائلات... إلخ ويمكن التعبير عن النّظام المالي بما يسمى سوق المال أين تلتقي شبكة العلاقات المالية ويتكوّن من سوقين وهما سوق رأس المال تُتداول فيه رؤوس الأموال طويلة الأجل، وسوق النقد الذي تُداول فيه رؤوس الأموال قصيرة الأجل.

الشكل الموالي يوضّح مكونات النّظام المالي:

الشكل 07: هيكل النظام المالي



## 1-2- وظائف النظام المالي

الوظيفة الأساسية للنظام المالي تتمثل في تحويل موارد مالية من الوحدات ذات الفائض المالي إلى الوحدات ذات العجز المالي، من خلال المؤسسات المالية، ويكون ذلك بتشجيع الادخار عن طريق منح فوائد ومكاسب رأسمالية على المدخرين لتحفيزهم على إقراض فائض أموالهم للراغبين في الاستثمار، وذلك بإرسال إشارة للمدخرين تتمثل في ارتفاع أسعار الفائدة، وخدمات مالية أخرى، ترغبهم في الادخار والتقليل من استهلاكهم، كما يمكن أن يقدم النظام المالي خدمات أخرى للاقتصاد تتمثل في:

- تقديم الائتمان اللازم لتمويل السلع والخدمات مما يساهم في رفع معيشة الأفراد.
- تمويل المشاريع الاستثمارية مما يرفع من الإنتاجية ويزيد في التراكم الرأسمالي.
- دفع المستحقات وأداء الالتزامات عن طريق تزويد المدينين بوسائل دفع، وبخلق النقود.

وبصفة عامة فإن النظام المالي يفيد في الاستغلال الأمثل للموارد المتاحة في المجتمع وزيادة رفاهية الأفراد. وبذلك تكون السوق المالية هي ذلك المجال الذي يتم من خلاله الاتصال بين وحدات الفائض المالي ووحدات العجز المالي، ونظرا لكثرة تباين أهداف الوحدات الاقتصادية فإن المؤسسات المالية هي التي تتمكن من مقابلة وتحقيق أهداف تلك الوحدات.

## 2- المؤسسات التمويلية

### 1-2- تعريف المؤسسات المالية

المؤسسات المالية هي وحدات وسيطة بين طرفي علاقة التمويل تعمل في سوق المال من أجل ضمان الانسياب السهل للأموال من أصحاب الفائض إلى أصحاب العجز. كما أنها مؤسسات تختلف عن المؤسسات الأخرى من ناحية تكوين أصولها، إذ تتكون من أصول مالية بدلا من أصول مادية. ومن ناحية ما تقوم به من استشارات إذ تستثمر في أوراق مالية بدلا من الاستثمار في السلع والخدمات. وتكمن أهمية المؤسسات المالية بالنسبة للاقتصاد الوطني في كون أصولها مصادر أساسية للائتمان لكل الوحدات الاقتصادية في المجتمع، وفي كون خصومها وسائل أساسية للدفع والمعاملات.

## 2-2- أنواع المؤسسات المالية

وتتمثل في مؤسسات الوساطة المالية ومؤسسات مالية أخرى.

### 2-2-1- مؤسسات الوساطة المالية

وهي مؤسسات تتحمل المخاطر نيابة عن المدخرين إذ تجمع مدخراتهم لتمنحها في شكل قروض لأصحاب العجز المالي.

وهي بذلك تحقق سياسة النظام المالي المتمثلة بتشجيع الادخار وتعبئة وتخصيص الموارد. من بين مؤسسات الوساطة المالية يمكن ذكر: البنوك التجارية، شركات التأمين، شركات التمويل والإيجار، شركات الاستثمار وصناديق الادخار.

### 2-2-2- مؤسسات مالية للاوساطة المالية

ليست كل المؤسسات المالية عبارة عن مؤسسات وساطة -وسطاء ماليين-، إذ يوجد من هذه المؤسسات بنوك الاستثمار، والمتعاملون في البورصة (منظمة أو غير منظمة) وهم بيوت السمسرة، السمسرة وتجار الأوراق المالية. وتقدم هذه المؤسسات خدمات أساسية تتمثل أساسا في الجمع المباشر بين أصحاب العجز وأصحاب الفائض المالي بالإضافة ل خلق السوق الثانوي للأوراق المالية والعمل على تحسين تدفق المعلومات بين المتعاملين.

### 3- طرق التمويل

هي الأساليب التي يتم بها الاتصال بين أصحاب الفائض المالي وأصحاب العجز المالي، وهناك ثلاث طرق للتمويل:

#### 3-1- التمويل المباشر

هو عبارة عن اتصال مباشر دون مساعدة أي مؤسسة مالية من المقرض والمقترض - لاوساطة مالية، حيث يحصل هذا الأخير على مبلغ مالي مقابل إعطاء أصل مالي (سند مديونية أو حق ملكية) ويتعهد برد المبلغ مرفوقا بالعائد (الفائدة أو جزء من الأرباح) في تاريخ استحقاق معين، لكن من الصعب في هذا النوع من التمويل تعريف كلا الطرفين على الآخر وحتى وإن حدث التعارف فلا يزال هناك احتمال عدم إمكانية إبرام الصفقة. وقد يكون المقرض في حاجة إلى قدر كبير من الأموال يعجز عن تغطيته ما هو متاح لدى المدخرين الذين التقى بهم، لذلك فإن المتعاملين نادرا ما يلجئون إلى مثل هذا النوع من التمويل.

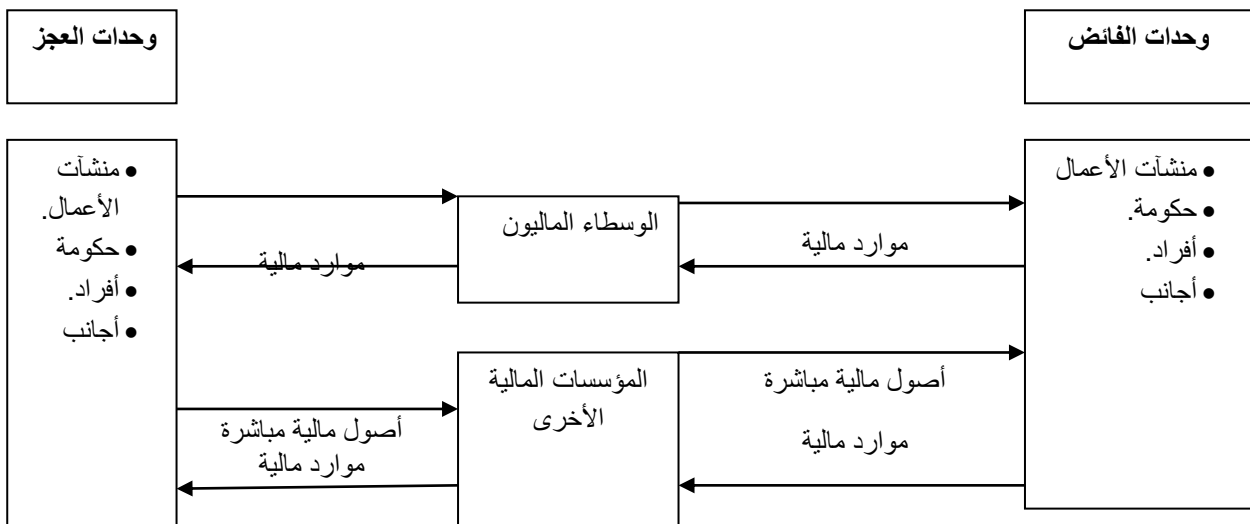
### 3-2- التمويل شبه المباشر

وهو أيضا نوع من اللوساطة مالية ويمثل اتصال بوساطة سمسرة وتجار الأوراق المالية كطرف ثالث وذلك بغية تقليل تكاليف المعاملات والاستفادة من المعلومات الإضافية لأولئك المختصين والذين بإمكانهم أيضا إنشاء سوق ثانوية للأوراق المالية التي يصدرها المقترض تسمح للمقرض التخلص منها في أي وقت شاء . ولا يخلو هذا النوع من العيوب، إذ يتميز بعدم قدرة المستثمر على تحقيق الأمان لأمواله، خاصة أن الكثير من الأصول المالية ليست مستقرة من حيث أسعارها، ضف إلى ذلك التكلفة الثابتة والمرتفعة المصاحبة لعملية الإصدار. وأخير قد لا يجد التاجر أو السمسار الطرف الآخر المناسب الذي يرغب في نفس الشروط التي يعرضها الطرف الأول.

### 3-2- التمويل غير المباشر

يتم فيه إشباع رغبات كل الوحدات الاقتصادية سواء ذات العجز أو ذات الفائض من خلال الوسطاء الماليين الذين يعملون على تجميع الفوائض المالية من أصحاب القدرة على التمويل لمقابلة الاحتياجات المالية لأصحاب الحاجة إلى التمويل. ويتميز الوسطاء الماليون عن القائمين بعملية التمويل المباشر بقدرتهم على توفير عوامل الأمان، السيولة، والملائمة للمقترضين، وتوفر الحجم المطلوب من الأموال في الوقت والمكان المناسبين للمقترضين.

#### شكل 04: المؤسسات المالية وطرق التمويل



من خلال دراسة أنواع المؤسسات المالية والطرق المختلفة للتمويل، يُستنتج إمكانية قيام علاقة مالية مباشرة بين أصحاب الفائض وأصحاب العجز، وذلك عن طريق التمويل المباشر أو شبه المباشر -وهو ما يسمى عمليات اللوساطة المالية-، غير أن وجود مثل هذه العلاقة يصادفه في

الميدان عدّة عقبات. والواقع يؤكّد قوة الانتقادات الموجهة لهذه الأساليب، ذلك أن نسبة لجوء المقرضين إليها لتغطية احتياجاتهم من الأموال ضعيفة خاصة مع وجود منافذ أخرى بديلة. وبخدمات أحسن يمكن اللجوء إليها لتخفيف المصاعب المذكورة، وأكثر البدائل الممكنة عمليا هي إقامة علاقة تمويل غير مباشر والتي تمثل الوساطة المالية خلفيتها الأساسية.

#### 4- ماهية الوساطة المالية

##### 4-1- تعريف الوساطة

الوساطة المالية تتمثل أساسا في قبول أصول مالية أولية من المقرضين (أصحاب العجز المالي) وإصدار أصول مالية ثانوية-أخرى- إلى المقرضين (أصحاب الفائض المالي). أي أنه في مقابل إيداع وحدات الفائض المالي لموارد مالية في شكل مدخرات يحصلون على أصول مالية يصدرها الوسطاء الماليون على أنفسهم وتسمى أصول مالية غير مباشرة (شهادات إيداع، شهادات استثمار، بواليص التأمين،...)، ثم يقوم الوسطاء الماليون بتحويل هذه الموارد إلى وحدات العجز المالي التي تقوم بإصدار أصول مالية مباشرة سندات إلى الوسطاء الماليين.

#### جدول 02: ميزانية مبسطة لأطراف العلاقة المالية

صاحب الفائض المالي (المقرضين)		الوسيط المالي		صاحب العجز المالي (المقرضين)	
الخصوم	الأصول	الخصوم	الأصول	الخصوم	الأصول
	أصول مالية غير مباشرة	أصول مالية غير مباشرة	أصول مالية مباشرة	أصول مالية مباشرة	حاجة التمويل
قدرة على التمويل	(شهادات إيداع، شهادات استثمار، بواليص التأمين)	(شهادات إيداع، شهادات استثمار، بواليص التأمين)	(حقوق ملكية، سندات، مديونية،...)	(حقوق ملكية، سندات، مديونية،...)	

من خلال الشكل يمكن ملاحظة أن عناصر خصوم الوسيط المالي تمثل التزامات لأصحاب القدرة على التمويل فيما تمثل عناصر أصوله حقوقا على أصحاب الحاجة إلى التمويل. ومنه يمكن القول أن الوسيط المالي يستطيع تحويل علاقة التمويل المباشر بين المقرضين والمقرضين إلى علاقة غير مباشرة، وذلك بخلق قناة جديدة تمر عبرها الأموال من أصحاب الفائض المالي إلى أصحاب العجز المالي.



#### 4-2- الأسواق التي تعمل فيها الوساطة المالية

يمكن للوساطة المالية أن تعمل في أكثر من سوق في نفس الوقت.

#### 4-2-1- في سوق النقد وسوق رأس المال

بهدف التنوع الذي يقي من المخاطر تقوم الوساطة المالية بالاستثمار الفوائض المجمع في أوراق مالية ذات تواريخ استحقاق مختلفة، فتستثمر في أوراق مالية قصيرة الأجل أي في سوق النقد، وتستثمر كذلك في أوراق طويلة الأجل أي في سوق رأس المال. تستخدم الوساطة المالية سوق النقد لاستثمار مواردها المالية الفائضة أكثر من استخدامها لسوق رأس المال، ذلك أن الاستثمار في الأوراق المالية قصيرة الأجل أكثر أماناً منه في الأوراق المالية طويلة الأجل. كما أن توسطها لطرح أدوات الدين وحقوق الملكية نيابة عن وحدات العجز يفرض عليها العمل في السوقين.

#### 4-2-2- في أسواق أدوات الدين وأسواق أدوات الملكية

تستطيع مؤسسات الوساطة المالية من خلال الأموال المجمع من أصحاب الفائض وبشكل غير مباشر، أن تمويل وحدات العجز المالي بما تحتاج إليه من أموال وتقوم هذه الأخيرة بإصدار نوعين من الأصول المالية.

#### • أدوات الدين (سندات)

حيث تتعهد بمقتضاها بدفع عوائد دورية ومبلغ القرض في تاريخ الاستحقاق لمؤسسات الوساطة المالية (حاملة السندات).

#### • أدوات ملكية (أسهم)

التي تعطى لمؤسسات الوساطة المالية الحق في توزيعات دورية من الأرباح كذلك ومن أجل الوقاية من المخاطر تقوم الوساطة المالية بتنوع محفظتها الاستثمارية، وذلك بحيازة تشكيلة مكونة من الصنفين وهما حقوق الملكية (الأسهم) وأدوات الدين (السندات).

#### 4-2-3- في السوق الأولية والسوق الثانوية

تعمل مؤسسات الوساطة المالية في السوق الثانوي بصفتها مستثمراً لمواردها المالية الفائضة وذلك بشراء الأوراق المالية المتداولة في هذه السوق لحسابها، بغية جني العائد وزيادة الأرباح. أما في السوق الأولية فتعمل مثل بنوك الاستثمار - كمتعهد لطرح الأوراق المالية التي تصدرها كل من الحكومة وقطاع الأعمال، ويحدث هذا في الدول التي تتسم سوق أوراقها المالية بالصغر.

وفيما يخص السوق الأولية كذلك فسيلجأ البعض من مصدري الأوراق المالية إلى الأسلوب المباشر، أي دون اللجوء إلى بنكير (بنك الاستثمار) لتصرف إصداراتهم من تلك الأوراق، وهو ما يعني اللجوء إلى مؤسسات الوساطة المالية للقيام بذلك.

#### 4-3-3- أشكال الوساطة المالية

تتخذ الوساطة المالية عدة أشكال، أذكر منها:

#### 4-3-1- الوساطة في حجم الأموال المتدفقة

حيث يكون التوسط بين فئتين بتجميع مدخرات صغيرة من الأولى لمنحها في شكل قروض كبيرة للثانية. تتمثل أساسا في الشركات وقطاع الحكومة.

#### 4-3-2- الوساطة في تجنب المدخر المخاطر

حيث يقوم الوسيط بإصدار أوراق مالية ثانوية تتصف بأمان النسبي والسيولة كوسيلة لجذب المودعين في مقابل شراء أوراق أولية كنوع من الإقراض للمستثمرين، وتتميز هذه الأخيرة بدرجة أكبر من المخاطرة.

#### 4-3-3- وساطة في مدة الاستحقاق

حيث تقوم الوساطة المالية بتجميع أموال في شكل ودائع قصيرة الأجل نسبيا وتمنحها في شكل قروض طويلة الأجل في الغالب، إذ أن استقرار الموارد المالية للوسيط الماليين يتيح لهم فرصة توجيه جزء منها إلى قروض متوسطة وطويلة الأجل.

#### 4-3-4- وساطة في المعلومات

تجمع الوساطة المالية معلومات وفيرة عن أسواق وفرص الاستثمار المتاحة التي لا يتيسر للمقرضين جمعها، أي أنها تنوب عن المدخرين في الحصول على المعلومات وتحليلها ثم تقديمها في شكل فرص استثمارية آمنة ومربحة.

#### 5- أهمية الوساطة المالية

تمثل المدخرات أهم الموارد الحقيقية لجمع الأموال اللازمة لأغراض التنمية، ومن هنا تبرز أهمية مؤسسات الوساطة المالية التي يتكون منها سوق المال إلى جانب مؤسسات مالية أخرى والتي ينبغي أن تقوم بدور فعال لجمع المزيد من المدخرات وما يتبعه من تمويل للأنشطة الاقتصادية المختلفة، والسعي لتحقيق عدة أهداف متضاربة، ضف إلى ذلك تساهم به في نمو الدخل القومي وزيادة الرفاهية

الاقتصادية لأفراد المجتمع. ويمكن إبراز وجود الوساطة المالية بالنسبة لكل طرف من أطراف العلاقة المالية كما يلي:

### 5-1- أهمية الوساطة المالية بالنسبة لأصحاب الفائض المالي

هناك العديد من المزايا تعود على المدخرين بفضل تدخل الوسطاء الماليين في السوق المالي، نذكر منها:

#### - الأمان

فمصادقية الوسيط المالي مضمونة من جانبين ، القوانين التنظيمية المعدة خصيصا لحماية المودعين - وهو ما يفتقد في علاقة التمويل المباشر- ومقدار السيولة التي يحتفظ بها الوسيط لمواجهة الطلبات غير المتوقعة.

#### - المخاطر

تجنب الوساطة المالية بما تقوم به من استثمارات ضخمة أصحاب الفائض من خطر هبوط العائد بفضل اقتصاديات الحجم.

#### - الاقتصاد في الجهد والوقت

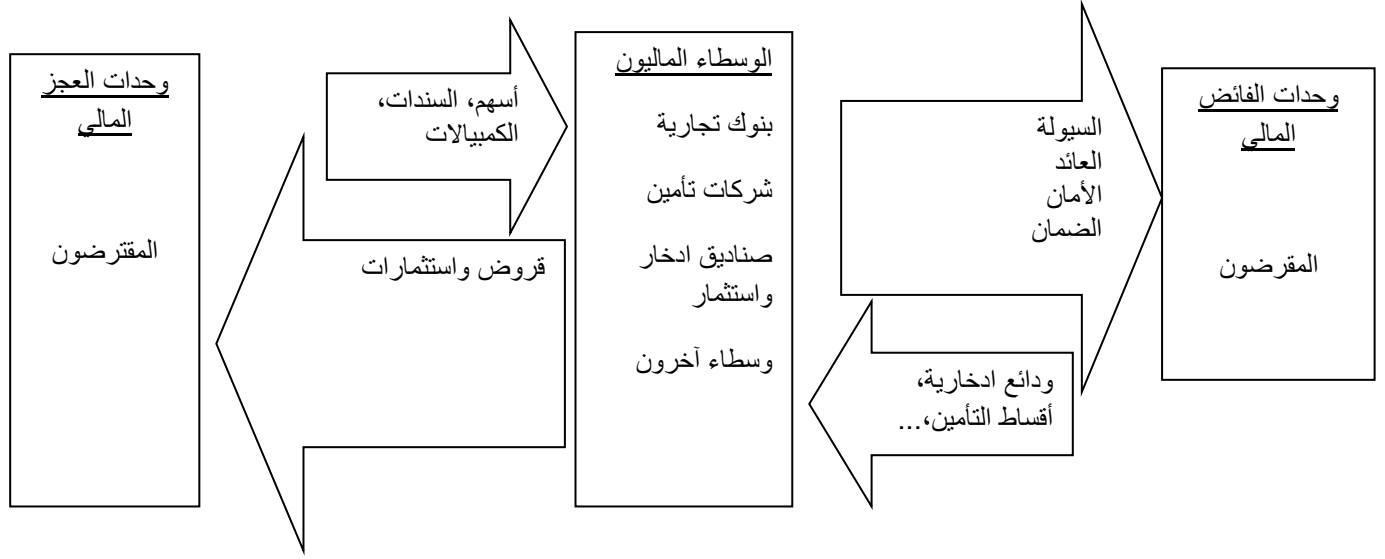
حيث تعفي المدخرين من إنفاق جهدهم ووقتهم في البحث عن المقترضين المحتملين، فيكفيهم اللجوء إليها بحكم طبيعة نشاطها.

### 5-2- أهمية الوساطة المالية بالنسبة لأصحاب العجز المالي

لكون هذه الفئة هي المبرر الأول لوجود الوساطة المالية، فإنها تؤدي لهم خدمات معتبرة في الجوانب التالي:

- توفير الأموال اللازمة في الوقت والمكان المناسبين.
- توفر عليهم مشقة جمع موارد مالية بحجم كبير من العديد من المدخرين يحوزون مبالغ صغيرة.
- توفر لهم قروض بتكلفة أقل منها في علاقة التمويل المباشر، نظرا للتقنيات العالية المستعملة، والاستفادة من اقتصاديات الحجم، وأيضا فإن توافر معلومات كافية عن أصحاب العجز تزيد من درجة التفاؤل مما ينعكس على تكلفة الاقتراض بالانخفاض.

الشكل 08: الخدمات التي تقدمها الوساطة المالية لكل من أصحاب العجز وأصحاب الفائض



3-5- أهمية الوساطة المالية بالنسبة للاقتصاد

يستفيد الاقتصاد بدوره من وجود وساطة في الجوانب التالية:

- قدرة الوساطة المالية على إلغاء التنافس أو عدم توافق الرغبات بين أصحاب العجز المالي وأصحاب الفائض المالي سواء من حيث الوقت أو المبلغ وما ينجم عنه من اختلالات في الأداء الاقتصادي.
- توفير الأموال اللازمة للتمويل بواسطة تعبئة الادخارات الصغيرة وتحويلها إلى قروض ذات مبالغ كبيرة مما يحد من الميل للاستهلاك ويزيد من الاستثمار.
- تقليص اللجوء إلى الإصدار النقدي الجديد بتعبئة السيولة المتوفرة.
- استغلال موارد مالية كانت عاطلة مما يزيد في الناتج القومي.
- تحويل الموارد المالية إلى وحدات ذات كفاءة عالية في عملية الاستثمار مما يحقق الاستغلال الأمثل لموارد المجتمع.

4-5- أهمية الوساطة لذاتها

- لا يمكن تصور قيام الوساطة المالية بتقديم خدمات للغير بدون مقابل تحصل عليه، بل تستفيد من مكاسب عديدة يذكر منها:
- تستفيد الوساطة المالية من الفائدة على القروض التي تمثل بالنسبة إليها جزءا كبيرا من دخلها، إلى جانب العمولات التي تحصل عليها مقابل الخدمات الأخرى التي تقدمها.

- تستفيد من استغلال موارد مالية غير مكلفة والمتمثلة في الودائع الجارية حيث يمنع أغلب القوانين والتشريعات منح فوائد على الودائع الجارية.
- يسمح حصول الوساطة المالية على ودائع بتوسيع قدرتها على منح القروض وذلك بإنشاء نقود الودائع، وهذا يعني أن البنوك تستطيع أن تمنح قروضا أكثر مما تحصل عليه في حقيقة الأمر من ودائع وهو ما يؤدي بطبيعة الحال إلى زيادة أرباحها.

## 6- عوامل نمو الوساطة المالية

إن التطورات التكنولوجية ونمو حجم الأسواق وكذا تغير الإجراءات التنظيمية، دفعت مؤسسات الوساطة المالية إلى التأقلم مع تلك التغيرات لتضمن لنفسها البقاء في إطار البيئة الاقتصادية الجديدة. وسيتم التطرق إلى العوامل المشجعة لنمو الوساطة المالية من خلال التغير في المحيط الخارجي ثم البيئة التنافسية التي تعمل فيها الوساطة المالية.

### 6-1- عوامل نمو الوساطة المالية في ظل تغير المحيط الخارجي

قيام الثورتين الصناعية والتكنولوجية أدى إلى ظهور أنظمة إنتاجية متطورة تحتاج إلى رؤوس أموال كبيرة سمحت مؤسسات الوساطة المالية إلى توفيرها من خلال تجميعها للمدخرات الصغيرة. زيادة حجم الطبقة ذات الدخل في المجتمع والتي تتميز بميل حدي معتدل للاستهلاك كاف لتوليد مدخرات معتبرة تشجع مؤسسات الوساطة المالية على الدخول في الصناعة المالية من أجل تعظيم الربح. تطور التنظيمات الاقتصادية وتكيف التشريعات مع النمو الاقتصادي والمالي كان في صالح مؤسسات الوساطة المالية التي ما فتئت توسع في حجمها عن طريق إنشاء فروع وتنوع في أنشطتها بتسويق خدمات متعددة.

### 6-2- عوامل نمو الوساطة المالية في ظل البيئة التنافسية<sup>1</sup>

- استغلت الوساطة المالية وفرات الحجم في تخفيض تكلفة وحدة الخدمة المقدمة وذلك باستخدام موارد مالية ضخمة ومن ثم بلوغ حجم كبير ومتنوع ن الخدمات المالية وهو ما أعطى مؤسسات الوساطة المالية ميزة تنافسية أمام المؤسسات المالية الأخرى التي تنشط في مجال الخدمات المالية.

<sup>1</sup> - رسمية قرياقص وعبد الغفار حنفي، (1997): الأسواق والمؤسسات المالية والبنوك وشركات التأمين والبورصات وصناديق الاستثمار، مركز الإسكندرية للكتاب، مصر، ص:28.

- تستطيع الوساطة المالية بفضل نظم المعلومات توفير قدر كاف من المعلومات في شكل مخلات لكل من الدائنين والمدينين على السواء، وتحليلها لهم في شكل مخرجات بأكثر جاذبية مقارنة مع المنافسين وتقديمها لهم بتكلفة أقل مما يتحملونه لو بحثوا عنها بأنفسهم.
- توفير الوساطة المالية للسيولة في شكل ودائع جارية أو سيولة احتياطية في شكل أصول يمكنها من الاحتفاظ بعملائها ذلك أنهم يستطيعون سحبها في أي وقت دون اللجوء إلى تسيل أصولهم الحقيقية.
- الخبرة الواسعة للوساطة المالية تمكنها من الحصول على الموارد المالية من أصحاب المدخرات بتكلفة أقل نسبياً وتوظيفها بمروددية مرتفعة نوعاً ما، مما يحقق لهم عائداً ثابتاً نسبياً عبر الزمن، ذلك أن أسعار الفائدة الدائنة والمدينة تتغير في نفس الاتجاه في معظم الأحيان.
- وبطبيعة الحال فإن التراكم في العائد يؤدي إلى نمو رأس مال الوسطاء الماليين، ومن ثم كبير حجم سيطرتهم وأنشطتهم.
- إمكانية تجزئة الأدوات المالية من طرف الوسطاء الماليين تسمح لهم بتطوير قدرتهم التنافسية وذلك باستغلال العيوب التي تشوب الكثير من الأدوات المالية الأخرى مثل السندات الحكومية والقروض التجارية في سوق المال والتي تحمل مبالغ كبيرة ليست في متناول الأفراد ذوي الدخل المحدودة، حيث يقوم الوسطاء الماليون بجذب ما يمكن جذب من هذه الدخل وتجميعها في حسابات ادخار ثم استثمارها في أدوات مالية من شأنها أن تحقق للمدخرين حلمهم في الاستثمار بالرغم من صغر حجم مدخراتهم.

#### 7- سلوك الوسطاء الماليين

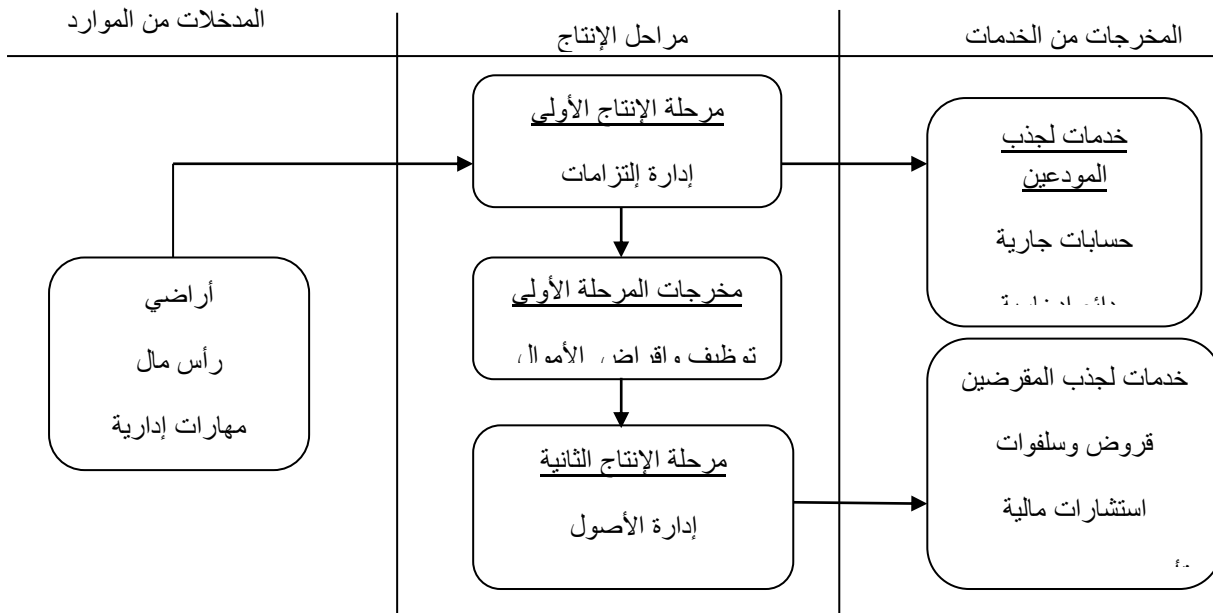
يعتبر الوسطاء الماليون بمثابة منشآت أعمال تنظم وتدار بهدف تحقيق الربح، وبذلك تتماثل من حيث الخصائص مع الشركات الأخرى خاصة منها الخدمية حيث تستخدم عوامل الإنتاج الأخرى (رأس المال، العمل، الأرض) مضاف إليها مهارات إدارية لتكون مخرجاتها في شكل خدمات مالية مختلفة. لكن العمليات الخاصة بالوساطة المالية أكثر تعقداً من العمليات التي تقوم بها الشركات الأخرى فبذلك توجد مرحلتين لإنتاج خدمات الوسطاء الماليين. في المرحلة الأولى يتم حجز جزء من الأموال في شكل احتياطي والتي يتم جذبها عن طريق الأدوات المالية المحفزة (سعر الفائدة) وذلك لإخراجها في شكل خدمات لجذب المودعين تتمثل أساساً في حسابات جارية وادخارية أما المتبقي فيذهب في شكل توظيف

مالي. مما يعني دخوله في المرحلة الثانية للإنتاج لإخراجه في شكل خدمات لجذب مستخدمي الأموال أي في شكل منح قروض أو استثمار في أوراق مالية.

وبصفة عامة يوجد نوعان من السلوك تنتهجهما الوساطة المالية في المرحلتين، ففي المرحلة الأولى تنتهج ما تراه مناسباً لجمع الأموال من المودعين بأكثر حجم وبأقل تكلفة، وفي الثانية استخدام الأموال بتشكيلة مثلى من القروض والأصول المالية لتحقيق أكبر عائد ممكن.

فما سبق يتضح أن الهدف الرئيسي من المرحلة الأولى للإنتاج هو تدنية التكلفة بينما الهدف الرئيسي للمرحلة الثانية هو تعظيم العائد، والشكل الموالي يوضح ذلك.

### الشكل 09: مرحلتي إنتاج الوساطة المالية



المصدر: رسمية قرياقص وعبد الغفار حنفي، المرجع سبق ذكره، ص: 29.

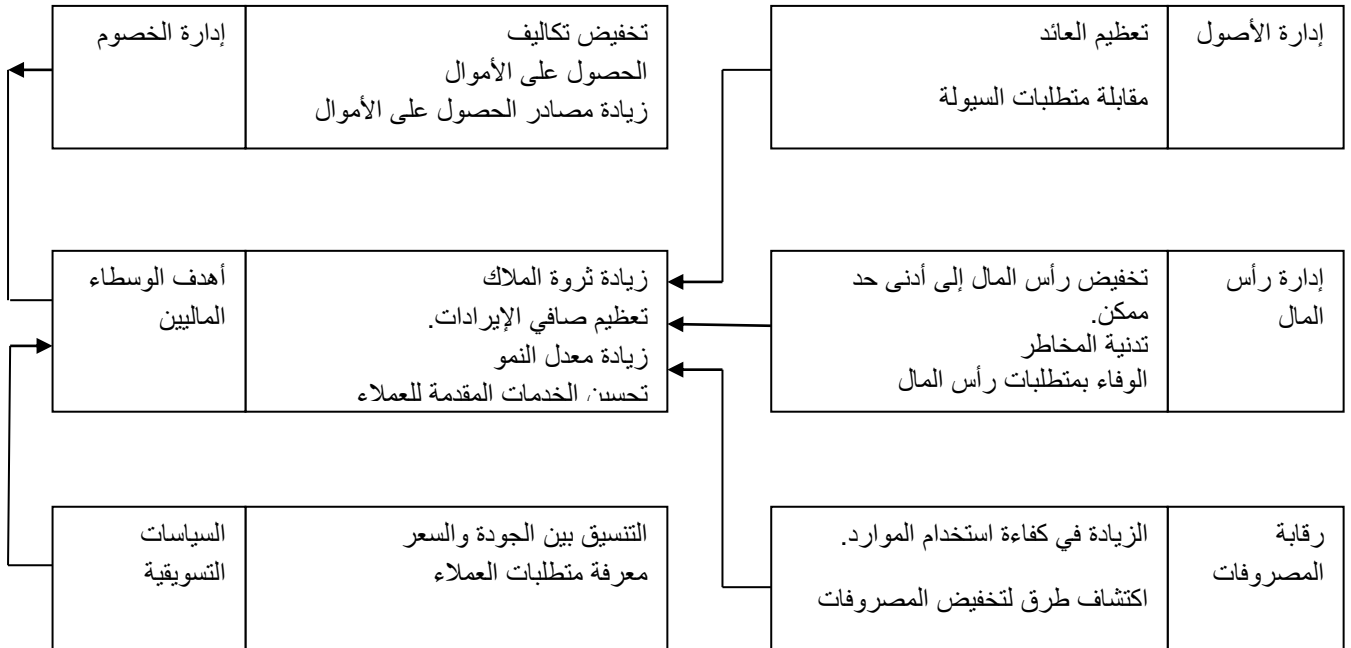
### 8- أهداف الوساطة المالية

للساطة المالية أهداف متعددة فمنها ما يسعى للحصول على أكبر حصة في السوق من مدخرات، قروض، استثمارات... إلخ، أي السعي إلى بلوغ تنظيم أكبر نسبياً مقارنة بالمنافسين، منها ما يسعى إلى تطلعات تعظيم ثروة الملاك بتعظيم الربح بينما يتبنى البعض الآخر أهدافاً أساسية تتمثل في الخدمة العامة وخدمة المجتمع. ومهما يكن من اختلاف في أهداف الوسطاء الماليين فإنهم يشتركون في مجموعتين رئيسيتين من الأهداف.

8-1- أهداف خاصة بالوسيط المالي<sup>2</sup>

تعتبر الربحية الهدف الأساسي الذي تعمل مؤسسات الوساطة المالية على تحقيقه وتعظيم ثروات الملاك مما يضع على عاتق إدارة هذه المؤسسات مسؤولية البحث عن أحدث الأدوات المالية والتطورات التكنولوجية وكذا أحسن الطرق لتعبئة المدخرات بأقل التكاليف واستخدامها بطريقة تحقق أقصى وأمثل عائد ممكن، بمعنى آخر العمل على تضخيم صافي الفائدة الذي يمثل الفرق بين متوسط العائد على الأصول ومتوسط تكلفة الودائع وحقوق الملكية. وبغية الوصول إلى هذا الهدف يتوجب الاهتمام بالعديد من المجالات المتعلقة باتخاذ القرار مثلا إدارة الأصول والخصوم، إدارة رأس المال، الرقابة على النفقات، السياسات التسويقية، هذا ما يوضحه الشكل الموالي:

الشكل 10: أهداف الوسطاء الماليين



المصدر: نفس المرجع، ص: 210.

8-1-1- إدارة الخصوم والأصول

يحاول كل وسيط مالي أن يقدم أقل عائد للمدخرين ويتحصل هو على أعلى عائد من المقترضين، قصد زيادة الفرق بين التكلفة المدفوعة للمدخرين وبين العائد المتحقق من القروض أو الاستثمارات وهو ما يسمى بصافي هامش الربح. لكن المنافسة من طرف المؤسسات الأخرى تحول دون القدرة على ذلك وبالتالي تكون مهمة الإدارة هي الحفاظ على هامش موجب بين العائد والتكلفة. وهناك

<sup>2</sup> - عبد الفتاح عبد السلام، محمد الصالح الحناوي، (1998): المؤسسات المالية البورصة والبنوك التجارية، الدار الجامعية، مصر، ص: 209.



العديد من الطرق لزيادة هذا الهامش كاستغلال التطور التكنولوجي وزيادة حجم التنظيم وتحسين كفاءة العمليات الداخلية بغية التخفيض من التكاليف.

#### 8-1-2- إدارة رأس المال

مخاطر الإفلاس تجعل هناك اهتمام متزايد في إدارة رأس المال، فيحاول ملاك المؤسسات المالية بقدر الإمكان تخفيض رأس المال إلى أدنى حد ممكن والاعتماد على أموال الغير لزيادة العائد الذي يحصلون عليه، وهو ما يسمى بالمتاجرة بالملكية أو الرفع المالي، ولكن زيادة أموال الغير تزيد من درجة الخطر نتيجة لزيادة مخاطر عدم القدرة على السداد وبالتالي على الإدارة أيضا الموازنة بين العائد المتحقق للملاك نتيجة لاستخدام أموال الغير ودرجة المخاطر المرتبطة بها.

#### 8-1-3- الرقابة على النفقات

تعتبر عملية الضبط والرقابة على النفقات هامة لزيادة الربحية في ظل المنافسة الحادة التي تفرض على مؤسسات الوساطة المالية زيادة النفقات عن طريق رفع معدلات الفائدة لجلب مدخرات يتوجب على هذه المؤسسات اكتشاف طرق لتخفيض المصروفات، ولعل أهم ما يمكن التركيز عليه بند المرتبات والأجور الذي يمثل نسبة كبيرة من المصروفات، حيث يمكن إحلال عنصر العمل برأس المال كاستخدام الحواسب الآلية والأجهزة الإلكترونية الأخرى.

#### 8-1-4- سياسات التسويق

تتجه الوساطة المالية في الوقت الراهن نحو السوق وتستخدم في ذلك بحوث التسويق وأدواته للتعرف على أساليب جذب المدخرات وطلب القروض من جهة، ومن جهة أخرى التعرف على حاجات المقترضين لتلبية مطلبهم حيث يمكن استخدام الإعلان، الترويج، التسعير، الخدمات، كما لا يجب إغفال أهمية العلاقات العامة مع المتعاملين والتسهيلات الأخرى التي تميزها عن غيرها.

#### 8-2- الهدف الاقتصادي والاجتماعي العام

إن إدارة الوسيط المالي تشعر بالمسؤولية ليس فقط إتجاه الملاك بل أيضا تجاه أطراف أخرى وفي مقدمتهم العاملين والعملاء والمجتمع، فهي تهدف إلى تحقيق ما يطمح إليه كل طرف من الأطراف، فالعاملون يرغبون في الحصول على الأجر والمكافآت، وهي لا تبخل عليهم بذلك مقابل ما بذلوه من جهودات، أما العملاء من المودعين فنتتمثل أهدافهم في تحقيق أقصى عائد ممكن على ودائعهم وكذلك الحصول على مستوى عال من الخدمات الجيدة وبالطبع المحافظة على أموالهم من الضياع، أما

المقترضون فيأملون في الحصول على ما يحتاجونه من قروض بشروط ملائمة وهو ما يقوم به فعلا الوسطاء الماليون لدفع عجلة نموه اقتصاديا.

ولعل ما يساعد هذه المؤسسات على القيام بالتزاماتها تجاه المجتمع وباقي الأطراف هي الإجراءات والتشريعات التي تنظم أنشطتها، حيث لا يجب أن تترك لها حرية التصرف كما ترى في مجال تحقيق أهدافها، فمنح القروض والاستثمار والودائع وإدارة حقوق الملكية والتوسع الإقليمي ومعدلات الفائدة المدينة والدائنة كلها أمور تنظم بواسطة الدولة لأن هذه المؤسسات ذات علاقة بالرفاهية الاقتصادية ودليل على مدى متانة الاقتصاد، فمعظم مدخرات أصحاب الفائض هي ودائع محتفظ بها لدى مؤسسات الوساطة المالية من جهة، ومن جهة أخرى أساس الائتمان ومنح القروض وهو ما يستوجب ضبط عمل هذه المؤسسات للحفاظ على أموال المودعين.

### 9- أنواع الوسائط المالية

يمكن التمييز بين العديد من أنواع الوساطة المالية، فمن سوق رأس المال إلى سوق النقد يوجد العديد من المؤسسات التي تلعب دور الوسيط المالي في حدود خصائصه التنظيمية وطبيعته الوظيفية، ومن خلال هذا المبحث سنتم دراسة الأنواع المختلفة للوسطاء الماليين وذلك من خلال تصنيفين هامين وهما حسب الأنشطة التي يمارسونها وحسب علاقتهم مع النقود.

#### 9-1- تصنيف الوسطاء الماليين حسب الصفة الغالبة على أنشطتهم

على الرغم من أن كل الوسطاء الماليين يقومون بنفس الوظيفة الأساسية وهي قبول الأوراق المالية الأولية على المقترضين وإصدار أصول مالية ثانوية إلى المدخرين، إلا أنهم ليسوا متشابهين، ويمكن تقسيمهم إلى مجموعات حسب الصفة الغالبة على أنشطتهم كالتالي: وسطاء ودائع، ووسطاء تعاقد، ووسطاء ثانويين ووسطاء استثمار.

#### 9-1-1- وسطاء ودائع<sup>3</sup>

معظم الأوراق المالية الثانوية التي تصدرها هذه الفئة هي في مقابل الودائع التي تحصل عليها من وحدات الفائض، ويدخل تحت هذه الفئة البنوك التجارية مؤسسات الادخار والإقراض، بنوك الادخار المشتركة، اتحادات الائتمان... إلخ.

<sup>3</sup> - أحمد أبو الفتوح الناقية، (1998): نظرية النقود والبنوك والأسواق المالية: مدخل حديث للنظرية النقدية والأسواق المالية، مؤسسة شباب الجامعة، مصر، ص 23.

#### أ- البنوك التجارية

وهي منشآت تقدم خدمات مصرفية للجمهور دون تمييز كما تتيح للمودعين فرصا متنوعة لاستثمار مدخراتهم، فهناك الودائع التقليدية، وشهادات الإيداع التي تعتبر فرص استثمار جيدة للمدخرين الذين يرغبون في توجيه أموالهم، وهناك أيضا السندات القابلة للتداول، وكل ذلك يعتبر التزامات مصدرها البنوك على نفسها أما عن حقوقها فتتمثل في قروض تقدمها للراغبين فيها واستثمارات في أوراق مالية.

#### ب- مؤسسات الادخار والإقراض

وتقوم بتعبئة الموارد المالية من الودائع التقليدية وتستخدمها في تقديم قروض عقارية وقروض للمستهلكين، وهذا النوع من وسطاء التعاقد يخضع إلى متطلبات الإحتياطي القانوني وهو ما يجعله يتشابه إلى حد كبير مع البنوك التجارية.

#### ج- بنوك الإيداع المشتركة

تعتمد كذلك على الودائع في الحصول على الموارد التي استخدمها في تقديم قروض عقارية وهي تشبه التعاونيات، لأن أصحاب الودائع هم ملاكها. وقد أصبح هذا النوع يقدم قروضا أخرى نظرا لما تكبده من خسائر من جراء تقديم قروض عقارية فقط.

#### د- اتحادات الائتمان

هي عبارة عن مؤسسات إقراض تعاونية صغيرة جدا ومنظمة حول مجموعات اجتماعية معينة، وأعضاء الاتحاد هم عمال مؤسسة معينة، وهي نعي الموارد من الودائع وتقدم قروضا استهلاكية وعقارية.

#### 9-1-2- وسطاء التعاقد

وهم وسطاء ماليون يجمعون مواردهم على فترات دورية وعلى أساس تعاقدية ويستطيعون بذلك التنبؤ بما سيدفعونه لصالح المنتفعين مستقبلا بدرجة نسبية من الدقة، ومن ثمة فإن هذه المؤسسات لا تنزعج كثيرا مثل وسطاء الودائع، فيما يخص التدفق الخارجي لمواردها، وكنتيجة لذلك فإن سيولة أصولها ليست على نفس الدرجة من الأهمية التي تمثلها لدى مؤسسات الإيداع<sup>4</sup>، وهي تشتمل على شركات التأمين بصفة عامة بما فيها هيئات الضمان الاجتماعي.

تقوم شركات التأمين بدور مزدوج، فبالإضافة إلى تقديم خدمة التأمين لمن يطلبها فإنها تعمل كمؤسسات مالية تقوم بتوفير الموارد المالية التي يحتاجها أصحاب العجز عن طريق ما تجمع لها من أقساط تأمين،

<sup>4</sup> - رسمية قرواقص وعبد الغفار حنفي، مرجع سبق ذكره ، ص:21.

ذلك أن فترة تفصل بين تاريخ تجميع الأقساط وتاريخ استحقاق مبلغ التأمين، ففي تلك الفترة تقوم الشركة باستثمار أموالها في شراء أوراق مالية تصدرها منشآت الأعمال والحكومة لغرض تمويل أنشطتهم، كما تقوم كذلك بإعطاء قروض للراغبين في شراء عقارات مقابل رهن تلك العقارات أو إلى زبائنها من المؤمنین بضمن وثائق تأمينهم<sup>5</sup>. تمثل الأقساط المتجمعة مدخرات تم استثمارها لتحقيق في النهاية حصيلة تعادل قيمة التعويض. وهكذا يظهر بوضوح أن شركات التأمين تعمل كوسيط يقبل الأموال التي يقدمها المؤمن لهم، لتعيد استثمارها نيابة عنهم، ليحصل المستفيد في النهاية على قيمة التأمين التي تتمثل في الأقساط المتجمعة مضاف إليها بعض العائد.

يمكن تقسيم شركات التأمين وفق الأنشطة التي تمارسها إلى:<sup>6</sup>

#### - شركات التأمين على الحياة

ونشاطها يشمل كافة الأنشطة المتعلقة بحياة أو وفاة المؤمن له أو التي تجمع بين الاثنين (مختلط).

#### - شركات التأمين العام

وتختص بالتأمين على الممتلكات والمسؤولية المدنية تجاه الغير، فالأول يغطي أخطار الحريق، السرقة، النقل بأنواعه، أما الثاني فيغطي أضرار حوادث السيارات.

#### - شركات التأمين الصحي

وتتخصص في تغطية تكاليف علاج المؤمن له.

#### - شركات التأمين الشامل

فهي تصدر كافة وثائق التأمين التي تصدرها الأنواع السابقة أي تتخصص في كل أنواع التأمين المذكورة أعلاه.

وعلى العموم فإنه يمكن تقسيم شركات التأمين إلى نوعين فقط يجمعون كافة الأنواع السابقة الذكر، وذلك على أساس الفترة التي يغطيها عقد التأمين، حيث يوجد هناك التأمين قصير الأجل الذي يغطي فترة محدودة، أي يمكن تغيير بنود العقد من فترة لآخرى (بسبب التضخم غالباً) ويتمثل هذا النوع في التأمين العام، وباقي الأنواع ما عدا التأمين على الحياة.

<sup>5</sup> - نفس المرجع، ص: 326.

<sup>6</sup> - نفس المرجع، ص: 404-405.

والتأمين طويل الأجل أين يستحيل إجراء تعديل على قيمة أقساط في وثيقة تم إصدارها سلفاً، ويمثل هذا النوع الأخير التأمين على الحياة.

### 9-1-3- وسطاء الاستثمار

ويمثل هذا النوع في شركات الاستثمار بأنواعها المختلفة، وهي شركات تتلقى الأموال من المستثمرين قليلي الخبرة والمعرفة بسوق المال، وكذا المستثمرين محدودي الدخل، لتقوم باستثمارها في تشكيلات (صناديق) من الأوراق المالية التي تناسب كل فئة، ويتحدد نصيب كل مستثمر بعدد الحصص في التشكيلة التي يستثمر فيها أمواله، وليس له الحق في أن يدعي ملكية أوراق مالية معينة داخل التشكيلة، فحقه يتمثل في حصة فقط من التشكيلة ككل، يحصل في مقابلها على أسهم أو شهادات دالة على ذلك (شهادات استثمار).

يمكن تصنيف شركات الاستثمار إلى أربع مجموعات أساسية:

#### أ- شركات شهادة القيمة الاسمية

العلاقة بين المستثمر والشركة في هذا النوع لا تخرج عن كونها علاقة دائن بمدين، إذ يشتري فيها المستثمر شهادة يحدد فيها مبلغ يُستحق له في تاريخ معين، وهذا النوع نادر جداً، لذلك سوف يتم التركيز على الأنواع الأخرى.

#### ب- شركات الاستثمار المدار

هي شركات تقوم بجمع أموال المستثمرين لتستخدمها نيابة عنهم في تكوين تشكيلة (محفظة عامة) أوراق مالية تديرها لهم من خلال إدارة محترفة، لذلك أطلق عليها هذا الاسم نظراً للدور البارز الذي تلعبه تلك الإدارة في إدارة تلك التشكيلة، وذلك تمييزاً لها على الأنواع الأخرى الآتي ذكرها.

تنقسم شركات الاستثمار المدار على أساس إمكانية زيادة الأموال التي تديرها إلى شركات استثمار ذات نهاية مفتوحة وشركات استثمار ذات نهاية مغلقة.

#### • شركات الاستثمار ذات النهاية المغلقة

وتقوم بتشكيل صناديق تدعى أيضاً الصناديق ذات النهاية المغلقة، تسمى بهذا الاسم لأن عدد الأسهم التي تصدرها ثابت لا يتغير إلا في حالات استثنائية، وهي تصدر أسهما عادية وممتازة تبيعها للجمهور دون أن تعيد شرائها منهم إذا ما رغبوا في التخلص من تلك الأسهم.

• شركات الاستثمار ذات النهاية المفتوحة

تقوم بتشكيل صناديق تدعى الصناديق المشتركة، وقد جاءت عبارة النهاية المفتوحة من أن حجم الأموال المستثمرة في الصندوق غير محدودة أي يجوز للشركة إصدار وبيع المزيد من الأسهم العادية وعلى عكس شركات الاستثمار ذات النهاية المغلقة، تتولى الشركة شراء الأسهم التي أصدرتها إذ لا يسمح للأفراد أن يتداولونها في السوق.

يوجد هناك عدة صناديق يمكن لشركة الاستثمار إنشاؤها<sup>7</sup> لا يسع المجال لذكرها، يتم الاختصار فقط على ذكر تصنيفاتها في مجموعات أساسية:

- تصنيف صناديق الاستثمار وفا لنوع الأوراق المالية المكونة المحفظة الصندوق.
- تصنيف صناديق الاستثمار وفقا لهدف الصندوق.

ج- ودائع وحدة الاستثمار

هي نوع من شركات الاستثمار أو على الأصح اتحادات الاستثمار<sup>8</sup> التي تمتلك تشكيلة من الأوراق المالية لا يطرأ عليها أي تغيير حتى تاريخ انقضاء الشركة، وتتكون تشكيلة هذه الشركة من طرف متعامل يدعى "الكفيل" وهو في الغالب بيت سمسرة، حيث يقوم بشراء الأوراق المالية (غالبا سندات) ليودعها عند متعامل آخر يدعى "الأمين" وهو في الغالب بنك تجاري، والذي يقوم بدوره بإصدار وبيع شهادات -قابلة للاسترداد- إلى الجمهور وكذا تسديد الفوائد وأصل القرض في تاريخ الاستحقاق.

د- صناديق الودائع العامة

تشبه هذه الصناديق تلك الصناديق التي تشكلها شركات الاستثمار المدار، ولكن هذه مكونة من قبل البنوك التجارية. وهي تتكون من أموال المستثمرين المقدمة إلى البنك الذي يقوم بإدارتها لصالحهم من خلال إدارة مستقلة في مقابل أتعاب محددة.

وإضافة إلى تكوين تشكيلات مختلفة من الأوراق المالية يمتد نشاط الإدارة المستقلة إلى بناء محافظ لاستثمار أموال التأمينات والمعاشات التي تقدمها منشأة معينة للبنك ليعيها لصالح العاملين لديها<sup>9</sup>.

<sup>7</sup> - وهي من النوع ذات التداول العام، مثل الأسهم، السندات وسندات الخزينة

<sup>8</sup> - منير إبراهيم هندي، (1999): إدارة الأسواق والمنشآت المالية، منشأة المعارف، الاسكندرية، ص: 325.

<sup>9</sup> - نفس المرجع، ص ص: 327، 338.

#### 9-1-4- وسطاء ثانويون

يطلق عليهم هذا الاسم لأنهم يعتمدون بدرجة كبيرة على مؤسسات مالية أخرى مثل البنوك التجارية لتمويل قروضهم<sup>10</sup>، ويتمثل هذا النوع الحديث من المؤسسات المالية في شركات التمويل وهي تعتبر منافس عنيد لوسطاء الودائع، وتتعرض بالمثل لمنافستهم الشديدة مما نجم عن تلك الضغوط التنافسية دافع قوي لشركات التمويل إلى تنويع وظائفها وأنشطتها لتغطي حاجيات عملائها وإلى اندماج الشركات الصغيرة منها مع بعضها البعض لاكتساب عناصر قوة الوحدات الكبيرة داخل سوق المال.

#### 10- تصنيف الوسطاء الماليين حسب علاقتهم بالنقود

معيار التفرقة في هذا التصنيف هو مدى قدرة مؤسسات الوساطة المالية على خل النقود، خاصة منها نقود الودائع، ولذلك سيتم التطرق في هذا المطلب إلى:  
الوساطة المالية غير النقدية.

الوساطة المالية النقدية.

#### 10-1- الوساطة المالية غير النقدية

ويطلق مصطلح الوسيط المالي غير النقدي على كل الوسطاء الماليين غير البنوك التي تجمع المدخرات وتمنح القروض، فوصف هذه المؤسسات بأنها غير نقدية لا يعني أنها تستعمل النقود، ولكن لكون طبيعة مواردها لا تسمح لها بإنشاء النقود على خلاف الوسطاء الماليين النقديين، إذ لا يستطيعون بسبب القيود التنظيمية والقوانين الحصول على ودائع جارية من المدخرين وهو السبب الرئيسي على عدم قدرتهم على إنشاء نقود الودائع، وعليه فإن الجزء الأكبر من مواردهم يتشكل بصفة أساسية من رؤوس أموالهم الخاصة، ومن الودائع الزمنية (ودائع لأجل، ودائع للتوفير)، التي تقوم عليها معظم نشاطاتهم التمويلية.

#### 10-2- الوساطة المالية النقدية

تنقسم إلى نوعين:

#### أ- البنك المركزي

هو هيئة عمومية لا تهدف أساساً إلى تحقيق الربح وإنما يسعى إلى تحقيق أهداف عامة، فهو يوفر النقد اللازم، ينسق بين البنوك ويراقبها، كما يتلقى منها الودائع ويمنحها القروض ولذلك فهو أكبر مؤسسة مالية في السوق المالي من حيث التأثير على سوق النقد وسوق رأس المال.

<sup>10</sup> - السيدة عبد الفتاح عبد السلام ومحمد صالح الحناوي، مرجع سبق ذكره، ص: 204.

ب- البنوك التجارية

يقصد بالبنوك التجارية البنوك التي ينحصر دورها بصفة أساسية في قبول الودائع أي كان شكلها (تحت الطلب، لأجل، توفير،...) ثم توظيف هذه الودائع في عمليات الإقراض (منح القروض) والاستثمار. ووصفت هذه المؤسسات بالوساطة المالية النقدية لكونها الوحيدة المؤهلة لإنشاء نوع معين من النقود يدعى نقود الودائع. وتنشئ البنوك التجارية هذا النوع من النقود عن طريق منح قروض تفوق ما لديها من نقود حقيقية وهي بالأساس قروض ائتمانية أي ناجمة عن مجرد تسجيل محاسبي لعمليات الإيداع والقرض، واستعمال الشيكات لتداول هذه النقود.



# الفصل الرابع: سوق رؤوس الأموال

الفصل الرابع:  
سوق رؤوس الأموال

محتويات الفصل

- أولاً: ماهية السوق المالية
- ثانياً: السوق النقدية؛
- ثالثاً: سوق رؤوس الأموال؛
- رابعاً: سوق الأوراق المالية؛
- خامساً: أقسام سوق الأوراق المالية؛
- سادساً: خصائص سوق الأوراق المالية ؛
- سابعاً: أركان سوق الأوراق المالية؛
- ثامناً: طرق التعامل في سوق الأوراق المالية؛
- تاسعاً: الهيئات المنظمة لسوق الأوراق المالية؛
- عاشراً: قراءة أسعار البورصة؛
- حادي عشر: المؤشرات في الأسواق الدولية؛
- ثاني عشر: استعراض لبعض المؤشرات العالمية.

## الفصل الرابع: سوق رؤوس الأموال

تعد سوق رؤوس الأموال ركنا رئيسيا من أركان السوق التمويلية، ومصدر من مصادر الأموال التي تحتاجها الشركات لتمويل أنشطتها المختلفة، مما يجعل منها أحد أهم الركائز المساعدة على تحقيق النمو الاقتصادي. فسوق رؤوس الأموال هي عبارة عن نظام يتم بموجبه الجمع بين أصحاب الفوائض وأصحاب العجز المالي، ومن خلال هذه السوق يقوم الأفراد والشركات باستثمار أموالهم بغرض الحصول على عوائد وفقا لشروط وإجراءات و طرق خاصة للتعامل. وحتى تتمكن هذه السوق من تحقيق غايتها يفترض البعض أن تتوفر فيها جملة من السمات والشروط لتضفي عليها صفة الكفاءة.

وللتعرف على سوق رؤوس الأموال والتفصيل فيها أكثر نرى ضرورة التطرق أولا إلى السوق التي انحدرت منها أولا، وذلك وفقا لما يلي:

### 1- ماهية السوق المالية

يمكن تناول السوق المالية من خلال النقاط الموالية:

#### 1-1- تعريف السوق المالية

لقد وردت العديد من التعارف للأسواق المالية، يمكن ذكر البعض منها من خلال مايلي:

#### التعريف الأول

فيرى بان السوق المالية وسيلة جمع المدخرات بكافة أشكالها وأجلها، وإعادة استثمارها سواء بشكل مباشر أو غير مباشر<sup>1</sup>.

بينما التعريف الثاني فيرى السوق المالية على أنها: سوق معتمدة لتخصيص الادخار بشكل كفاء، وتوزيعه بين المستخدمين النهائيين<sup>2</sup>.

أما تعريف آخر فيرى بأن السوق المالية: "مكان التقاء أو تنظيم يجمع بين عارضي رؤوس الأموال والطالبين لها، وذلك بغية تعبئة فوائض بعضهم وتوجيهها نحو عجز بعضهم الآخر، وفق شروط

<sup>1</sup> - زينب حسين عوض الله، (1994): اقتصاديات النقود والمال، الدار الجامعية، مصر، ص: 187.

<sup>2</sup> - J-C.Vanhorne, Principes de gestion financière, Economica, paris, 6<sup>ème</sup> édition, p: 44.

محكمة مسبقاً....والهدف الأسمى من هذه العملية هو المساهمة في تحقيق أهداف التنمية الاقتصادية والاجتماعية<sup>3</sup>.

من خلال التعاريف السابقة يمكن تعريف السوق المالية على أنها عبارة عن فضاء واسع يلتقي فيه طالبوا رؤوس الأموال - أصحاب العجز - بعرضها - أصحاب الفوائض -، في إطار ما يعرف بعملية إعادة استثمار المدخرات بشكل يساهم في صناعة رؤوس الأموال وتمويل الدورة الاقتصادية.

### 1-2- متطلبات قيام السوق المالية

هناك العديد من المتطلبات الواجب توفيرها لقيام سوق أوراق مالية تتمشى مع الدور المنوط بها، وهو جمع الادخار وتوجيهها للاستثمار، ومن هذه المتطلبات نجد:<sup>4</sup>

- ضرورة توفر فلسفة اقتصادية واضحة تؤمن بأهمية دور جميع القطاعات -بما فيها القطاع الخاص- في عملية التنمية وتنشيط الدورة الاقتصادية.

- توفر عرض كافي من المدخرات المعروضة للاستثمار، وبالمقابل توفر طلب تجاري كافي على هذه المدخرات، الذي يرتبط بمدى اتساع الطاقة الاستيعابية للاقتصاد الوطني، وقدرتها على توفير مجالات استثمارية مربحة.

- توفر مؤسسات مصرفية فعالة، وقادرة على أداء دورها في عدة مجالات من أهمها تعبئة الادخار، وتوليد الفرص الاستثمارية.

- توفير إطار تشريعي وتنظيمي مؤسسي قادر على توفير الحماية اللازمة لحقوق المتعاملين وعلى تسهيل المعاملات.

### 1-3- أقسام السوق المالية

تنقسم السوق المالية تبعاً لمعيار أجال استحقاق الأدوات المالية المتداولة فيها إلى سوقين رئيسيين هما:

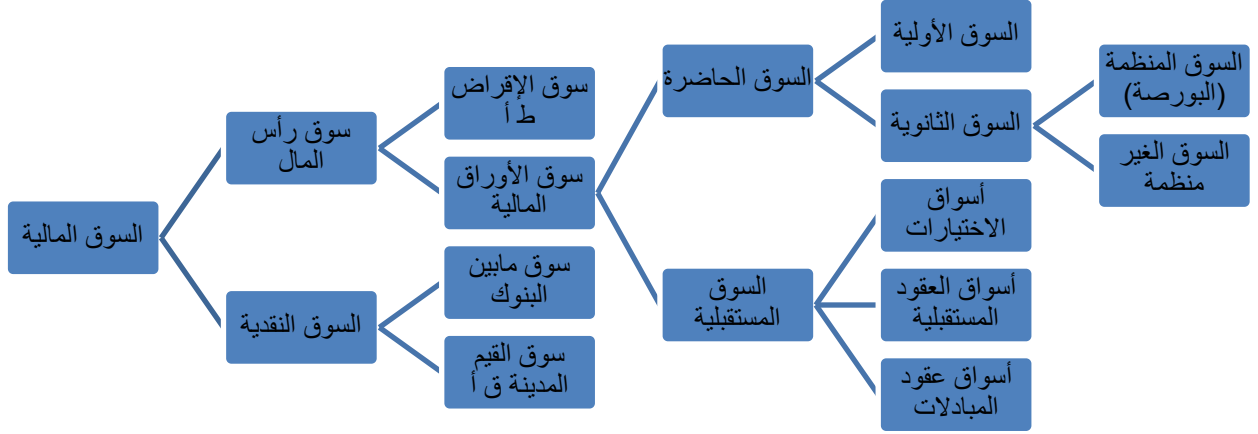
<sup>3</sup> - د. محمد براق، (1998): بورصة القيم المتداولة ودورها في تحقيق التنمية مع دراسة حالة الجزائر، الجزء الأول، رسالة مقدمة لنيل درجة

دكتوراة الدولة في العلوم الاقتصادية، معهد العلوم الاقتصادية، جامعة الجزائر، ص: 42.

<sup>4</sup> - مأمون إبراهيم السيد، "أسواق الأوراق المالية العربية: واقعها وإمكانيات تطويرها والربط فيما بينها"، (1988): سلسلة الدراسات الاستثمارية،

المؤسسة العربية لضمان الاستثمار، الكويت، ص: 9.

الشكل 11: أقسام السوق المالية



2- السوق النقدية

يمكن تناول هذه السوق من خلال ما يلي:

2-1- تعريف السوق النقدية

لقد وردت العديد من تعريف الأسواق النقدية، فهناك من يعرفها بأنها: "سوق تداول الأصول المالية القابلة للتفاوض لفترة قصيرة الأجل، وتكون هذه السوق أقل مخاطرة، والتعامل فيها يبنى وفق قاعدة السعر والمخاطرة"<sup>5</sup>.

وهناك من يعطيها تعريفاً أكثر شمولاً من خلال أنها: "الميكانيكية التي يتم بموجبها ومن خلالها إصدار وتداول رؤوس الأموال قصيرة الأجل، ففي هذه السوق يتركز عرض وطلب الأموال القابلة للاقتراض لفترة تقل عن عام، ويتولى عرض هذه الأموال من جانب كل من يرغب في توظيف مدخراته - فوائضه- عن طريق التخلي عن منافع نقوده لفترة قصيرة في مقابل حصوله على عائدها، فيما يشكل الطلب عليها من جانب جميع الراغبين في الحصول على منافع الغير لفترة قصيرة في نظير دفع فائدة ما"<sup>6</sup>.

فمن خلال التعاريف السابقة نستنتج بأن السوق النقدية هي الإطار الذي يتم فيه تداول رؤوس الأموال قصيرة الأجل التي لا يتجاوز أجلها سنة واحدة، سواء على شكل قروض قصيرة الأجل أو على

<sup>5</sup> - J-C.Vanhorne, Op-cit, p: 63.

<sup>6</sup> - عبد المنعم محمد مبارك ومحمود بونس، (1996):اقتصاديات النقود والصرافة والتجارة الدولية، الدار الجامعية، الإسكندرية، ص: 100.

شكل أوراق مالية أو تجارية قابلة للتداول، فهذه السوق غير مشروطة بوجود مكان معين مثل ما هو الحال في بعض الأسواق الأخرى.

### 2-2-2- مكونات السوق النقدية

تختلف مكونات السوق النقدية باختلاف البلدان والأنظمة الاقتصادية السائدة فيها، ففي الولايات المتحدة الأمريكية نجد هذه السوق تتكون من سوق القرض وسوق الإقراض قصير الأجل، أما في فرنسا فتتكون من سوق ما بين البنوك وسوق القيم المدينة المتداولة، لذلك سوف ننتهج التقسيم السائد في النظام الفرنسي ربما لاعتباره التقسيم الأقرب للتقسيم السائد في بلدنا.

### 2-2-2-1- سوق ما بين البنوك<sup>7</sup>

وهي سوق مخصصة لعمليات ما بين البنوك والهيئات المالية الأخرى، تسير فيها الذمم المالية القصيرة الأجل من يوم إلى آخر، أو من يوم إلى بضعة أشهر، فيتم في هذه السوق عملية الاقتراض وتسيير السلفات في ما بين البنوك -بنوك صاحبة العجز وأخرى صاحبة الفوائض- دون تدخل البنك المركزي، إلا عند حدوث اختلالات من أجل إعادة التوازن بوسائل معينة منها تعديل المعادلات وفق سياسة الأسواق المفتوحة<sup>8</sup>.

### 2-2-2-2- سوق القيم المدينة المتداولة<sup>9</sup>

وهي سوق مفتوحة لكافة الأعوان الاقتصاديين المؤهلين للتعامل وفق شروط وضمانات مطلوبة، ويتم فيها تداول شهادات الإيداع أدونات الخزينة سندات المؤسسات وكذلك سندات الخزينة العمومية.

### 2-3- أهمية الأسواق النقدية

يمكن تلخيص أهمية الأوراق النقدية من خلال النقاط الموالية:<sup>10</sup>

- تأمين السيولة النقدية وتوجيهها نحو القطاعات العجزة من مؤسسات أفراد وبنوك أو هيئات مالية أخرى... الخ.

- تخفيض درجة المخاطرة النقدية، التي تنشأ عن احتمال هبوط أسعار الأوراق المالية المتداولة فيها.

<sup>7</sup> - P. Navette, (1992) : Instruments et marchés financiers, Editions management, Paris, p: 14.

<sup>3</sup> - تتم سياسة الأسواق المفتوحة عن طريق تدخل البنك المركزي انطلاقا من قيامه بعمليات بيع وشراء الأوراق المالية المتداولة، حسب الحاجة وما تتطلبه عملية القضاء على التضخم أو القضاء على الانكماش لغرض المحافظة على الاستقرار النقدي.

<sup>9</sup> - محفوظ جبار، (2002): أسواق الأوراق المالية، دار هومة، الجزائر، ص: 69.

<sup>10</sup> - حسن علي خريوش وعبد المعطي رضا أرشيد ومحفوظ أحمد جودة، (1998): الأسواق المالية، دار زهوان، عمان، ص: 40.

- تدنية درجة مخاطر الدين ذاته، وذلك باعتبار الأوراق المالية المتداولة في سوق النقد والتي تصدرها المؤسسات تتسم بملاءمة مالية عالية وذات مراكز ائتمانية جيدة.

### 3- سوق رأس المال

يمكن تناول هذه السوق من خلال ما يلي:

#### 3-1- تعريف سوق رأس المال

يمكن تعريف سوق رأس المال بأنها: "تلك السوق التي يتعامل فيها بالأوراق المالية طويلة الأجل -مثل الأسهم والسندات- والقروض العقارية، وازدادت أهمية هذه السوق في السنوات الأخيرة لما تسهم به في عملية التنمية"<sup>11</sup>.

كما يمكن أن تعريفها أيضا بأنها: السوق التي يتم فيها تداول الأصول المالية طويلة الأجل، سواء كانت هذه الأصول تمثل سند ملكية كالأسهم أو سند مديونية كالسندات، وهذه الأصول تمثل عقود تصدر عن شركات الأعمال أو الحكومات<sup>12</sup>.

وتعرف أيضا بأنها تلك السوق التي يتم من خلالها تداول رؤوس الأموال لمدة تزيد عن سنة، سواء من خلال الاقتراض طويل الأجل أو تداول الأوراق المالية.

#### 3-2- أقسام سوق رأس المال

يمكن تقسيم سوق رأس المال إلى سوقين رئيسيتين:

#### 3-2-1- سوق الاقتراض طويلة الأجل<sup>13</sup>

سوق الاقتراض طويلة الأجل هي تلك السوق التي يتعامل فيها بكافة القروض طويلة الأجل - قروض عقارية والقروض الاستهلاكية وقروض البنوك التجارية والقروض الزراعية وقروض التنمية الأخرى-، والمؤسسات التي تعمل في هذه الأسواق هي المؤسسات الواسطة المالية وعلى رأسها البنوك التجارية.

<sup>11</sup> - أنطوان الناشف وخلييل الهندي، مرجع سبق ذكره، ص: 31.

<sup>12</sup> - أحمد بوراس، (2002): أسواق رؤوس الأموال، مطبوعات جامعة منتوري، قسنطينة، ص: 73.

<sup>13</sup> - عبد النافع الزراري وغازي فرج، مرجع سبق ذكره ص: 44.

#### 4- سوق الأوراق المالية

يمكن اعتبار سوق الأوراق المالية على أنها: "سوق تداول الأوراق المالية، وفيها تنتقل الأموال من الأفراد والشركات المدخرين إلى الشركات المستثمرة من خلال أدوات مالية طويلة الأجل أهمها الأسهم والسندات"<sup>14</sup>.

كما يمكن اعتبارها أيضا بأنها "المكان الذي يتم فيه بيع وشراء الأوراق المالية كالأسهم والسندات وغيرها من الأوراق وفقا لقواعد خاصة بكل سوق"<sup>15</sup>.

ويقصد بها أيضا: تلك السوق التي يتم فيها التعامل بالأوراق المالية مثل الأسهم والسندات وفقا لقواعد خاصة بكل سوق وبكل بلد، على الرغم من تشابه المبادئ العامة<sup>16</sup>.

فسوق الأوراق المالية هي عبارة عن السوق التي يتم فيها التعامل بالأوراق المالية بيع وشراء على نحو يشكل إحدى القنوات الرئيسية التي ينساب عن طريقها المال، من أصحاب الفائض إلى أصحاب العجز من مؤسسات وقطاعات مختلفة، بشكل يساعد على تعبئة المدخرات وتنميتها وتهيئتها للمجالات الاستثمارية التي يحتاجها الاقتصاد.

#### 5- أقسام سوق الأوراق المالية

تتكون سوق الأوراق المالية من سوقين فرعيتين متكاملتين فيما بينهما، يمكن التمييز بينها على أساس طبيعة العمل أو طبيعة العمليات، وهاذين السوقين هما:

- السوق الأولية؛

- السوق الثانوية.

#### 5-1- السوق الأولية

يمكن تناول هذه السوق من خلال ما يلي:

#### 5-1-1- تعريف السوق الأولية

يمكن تعريف السوق الأولية بأنها السوق: "التي تنشأ فيها علاقة مباشرة بين مصدر الورقة المالية وبين المكتتب الأول فيها، وبهذا فهي سوق تتجمع فيها المدخرات الخاصة لتحويلها إلى استثمارات لم تكن موجودة من قبل"<sup>17</sup>.

<sup>14</sup> - محمد عبده محمد مصطفى، (1998): تقييم الشركات والأوراق المالية لأغراض التعامل في البورصة، الدار الجامعية، مصر، ص: 2.

<sup>15</sup> - محفوظ جبار، مرجع سبق ذكره: أسواق الأوراق المالية، ص: 88.

<sup>16</sup> - أحمد بوراس، مرجع سبق ذكره، ص: 74.



وتعرف أيضا السوق الأولية بسوق الإصدار أي تلك السوق التي يتم التعامل فيها بالأوراق المالية عند إصدارها لأول مرة، فهي أداة يمكن من خلالها لكل مستثمر -سواء كان يريد أن يصبح مساهما أو مقرضا-، تحويل سيولة ذات الدرجة الأولى إلى نوع جديد من السيولة وهي السيولة ذات الدرجة الثانية أو المجمدة -أسهم وسندات-، يمكن من خلالها تحقيق عائد.

في غالب الأحيان هذه السوق تتكون من مؤسسات متخصصة بعملية عرض الإصدارات الأولية للأوراق المالية، ويطلق عليها اسم بنكير أو بنك الاستثمار مثل مارلنش Merrill Lynch وإخوان سالومون Brothers Salomon ومؤسسة بوسطن الأولى في الولايات المتحدة الأمريكية، حيث تضطلع بمهمة تصنيف أنسب الأوراق المزمع إصدارها، وكذا أنسب التوقيت للإصدار والسعر والكمية.<sup>18</sup>

### 5-1-2- العرض المقدمة في السوق الأولية

هناك ثلاث أنواع من العروض تقدمها المؤسسات النشطة على مستوى السوق الأولية للشركات المصدرة للأوراق المالية أو الطالبة للأموال، وهي:<sup>19</sup>

#### 5-1-2-1- عرض الاكتتاب الكامل

في هذا العرض تلتزم الهيئات المالية - بنك رائد أو بنوك مشاركة -، بتولي عملية عرض الإصدارات الأولية، وذلك بضمان توفير مبلغ الأوراق المالية المصدرة للشركة بالكامل، مهما كانت نتائج عملية التسويق أو درجة استجابة السوق لعرض هذه الأوراق.

#### 5-1-2-2- عرض بذل أقصى جهد

في هذا العرض تلتزم الهيئة المالية ببذل أقصى جهدها لتحقيق الاكتتاب الكامل للعملية، لكنها في النهاية لا تقدم للشركة المصدرة للأوراق المالية إلا ما توصلت إليه من اكتتابات فعلية.

#### 5-1-2-3- العروض المزدوجة

وفيها تلتزم الهيئات المالية التزاما نهائيا بتقديم مبلغ معين - أو نسبة معينة - من إجمالي قيمة العملية والباقي تبذل فيه أقصى جهد.

17 - مصطفى رشيد شبيحة، (1996): اقتصاديات النقود والمصارف المالية، دار المعارف الجامعية، مصر، ص: 510.

18 - منير إبراهيم هندي، (1999): أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية، منشأة المعارف، الاسكندرية، ص: 67-68.

19 - عبد المنعم محمد مبارك ومحمود يونس، مرجع سبق ذكره، ص: 108.

## 5-2- السوق الثانوية

وهي تلك السوق التي تتداول فيها الأوراق المالية التي سبق إصدارها في الأسواق الأولية، مما يساعد على اتساع السوق وزيادة سيولتها، ويمكن تقسيم هذه السوق إلى:<sup>20</sup>

### 5-2-1- السوق المنظمة

وهي سوق تتميز بمحدودية المكان الذي يلتقي فيه المتعاملين لبيع وشراء الأوراق المالية المسجلة بصفة دورية ومنظمة، وفقا لقوانين وقواعد تضعها الجهات الرقابية، وتعرف أيضا هذه السوق بالبورصة وتأخذ شكلين:

#### 5-2-1-1- السوق المنظمة المركزية

ويقصد بها البورصة المركزية أي تلك السوق التي يتعامل فيها بالأوراق المالية المسجلة لدى لجنة الأوراق المالية، بصرف النظر عن الموقع الجغرافي للجهة المصدرة لتلك الأوراق ومن مثيلاتها: بورصة طوكيو وبورصة لندن وبورصة نيويورك للأسهم.

#### 5-2-1-2- السوق المنظمة المحلية

ويقصد بها البورصة المحلية التي يتعامل فيها بالأوراق المالية للمنشآت الصغيرة، التي تهتم المستثمرين في النطاق الجغرافي للسوق أو المناطق القريبة منه، ويسمح فيها أيضا بالتعامل بالأوراق المالية المعروفة والمتداولة في البورصات المركزية.

### 5-2-2- السوق الغير منظمة

السوق الغير منظمة سوق تتم فيها المعاملات خارج البورصات أو الأسواق المنظمة، ويطلق عليها اسم السوق الموازية أو سوق المعاملات على المنضدة- نسبة للمنضدة المخصصة في السابق لهذا النوع من العمليات على مستوى البنوك التي كانت تتولى الدور الأساسي في عمليات التداول-، فهذه السوق في اغلب الأحيان لا تتوفر على مكان محدد لإجراء عمليات التداول، إذ تتم من خلال شبكات اتصالات قوية وسريعة.

ويتعامل في هذه السوق أساسا بالأوراق المالية الغير مقيدة في الأسواق المنظمة، بما يوحي أن التاجر أو المتعامل هو صانع سوق الورقة التي يرغب في التعامل فيها.

20 - J-C.Vanhorne, Op-cit, p: 55.

ويلاحظ أيضا على هذه السوق بأنها عالية الأوتوماتيكية، فقد قام الاتحاد الوطني لتجارة الأوراق المالية NASD في عام 1971 بوضع وتنفيذ شبكة اتصالات على المستوى القومي، تغطي جميع المعلومات والأوامر المرتبطة بالأوراق المالية المشاركة في هذا النظام، ويطلق على هذه الشبكة اسم NASDAQ.<sup>21</sup>

### 5-2-3- السوق الثالثة

هذه السوق شبيهة بالسوق الثانوية غير المنظمة من حيث العمليات التي تتم خارج البورصة، وتتم فيها عمليات تداول الأوراق المالية المسجلة في الأسواق المنظمة خارج قاعات التداول الرسمية - عادة مكاتب الوسطاء أو أماكن أخرى-، وتسبب في نشأة وانتشار هذه السوق ساعات العمل المحدودة للسوق المنظمة.

فالتعامل في هذه السوق على استعداد لشراء أو بيع الأوراق المالية بأي كمية، كما نجد من حق أعضاء بيوت السمسة غير الأعضاء في السوق المنظمة التعامل في هذه السوق بالأوراق المالية المسجلة في البورصة، في الوقت الذي لا يحق لأعضاء السوق المنظمة التعامل أو عقد صفقات خارج البورصة على الأوراق المالية المسجلة بها.<sup>22</sup>

### 5-2-4- السوق الرابعة

وتسمى أيضا بسوق الوضع الخاص أو السوق المباشرة وظهرت لأول مرة في الولايات المتحدة الأمريكية كنتيجة لتطور شبكات الاتصالات، فهي تشبه إلى حد كبير السوق الثالث من حيث الصفقات التي تتم خارج السوق المنظمة، غير أن التعامل فيها يتم عن طريق الاتصال المباشر بين المؤسسات الاستثمارية الكبيرة أو بين الأفراد الأغنياء بواسطة شبكات الاتصال المتطورة دون الحاجة إلى وسيط.<sup>23</sup>

21 - محمد الصالح الحناوي وعبد الفتاح عبد السلام، (1998): المؤسسات المالية: البورصة والبنوك التجارية، الدار الجامعية، مصر، ص: 56.

22 - رسمية قرياقص، مرجع سبق ذكره، ص: 55.

23 - نفس المرجع، ص: 56.

## 6- خصائص ودور سوق الأوراق المالية وشروط إنشائها

من خلال هذا المطلب سوف يتم تناول النقاط الموالية:

- شروط إنشاء سوق الأوراق المالية؛

- خصائص سوق الأوراق المالية؛

- دور سوق الأوراق المالية.

### 6-1- شروط إنشاء سوق الأوراق المالية

لا يمكن إنشاء سوق للأوراق المالية بمجرد الرغبة في ذلك، ولا بإصدار قرارات وتشريعات من

السلطات المختصة، ولكن يتطلب ذلك توفر مجموعة من الشروط الأساسية من بينها:<sup>24</sup>

- وضوح الفلسفة الاقتصادية التي تحدد لرأس المال دوره، وزيادة القدرة على تجمع المدخرات لاسيما الخاصة منها وتوظيفها توظيفا مربحا.

- وجود حجم كاف من المدخرات المعروضة للاستثمار من خلال أجهزة السوق، في مقابل وجود طلب كاف على المدخرات المعروضة.

- وجود طاقة استيعابية معقولة قادرة على استيعاب رأس المال المعروض، من خلال توفير مشاريع ذات جدوى اقتصادية وربح معقول.

- زيادة معدل النمو الاقتصادي للدولة واستقرار سياستها الاقتصادية والنقدية والسياسة الائتمانية المصرفية.

- وجود إطار تشريعي وتنظيمي مرن قادر على التطور باستمرار للتكيف مع التغيرات المستجدة، مع توفير الحماية اللازمة لحقوق المتعاملين.

- توفر مناخ صالح وجيد للاستثمار يتميز بالمرونة وبساطة الإجراءات، يشجع الأفراد والمؤسسات على إنشاء شركات مساهمة على المستوى المحلي أو الدولي في إطار الشراكة.

- وجود مؤسسات مالية تؤدي خدمات مصرفية تشمل على كافة الاختصاصات، لتؤدي دورها في عدة اتجاهات من أهمها تعبئة المدخرات وتوليد الفرص الاستثمارية.

- تنوع الأوراق المالية ذات المزايا المختلفة من أجل ضمان توسع السوق، وإتاحة الفرصة أمام المستثمر للمفاضلة واختيار أداة الاستثمار المناسبة.

<sup>24</sup> - حسن وفاء محمد عبد الباسط، (1996): بورصة الأوراق المالية ودورها في تحقيق أهداف تحول مشروعات قطاع الأعمال إلى الملكية الخاصة، دار النهضة العربية، مصر، ص: 15.

- وضع روابط قانونية وتنظيمية وإدارية تحد من عمليات المضاربة على الأوراق المالية المتداولة في السوق والتي تهدد الاقتصادي المالي للبلاد، وذلك حتى لا تكون سوق الأوراق المالية عامل من عوامل عدم الاستقرار الاقتصادي في الدولة.

أما بخصوص شروط نجاح سوق الأوراق المالية فيمكن تلخيصها في النقاط التالية:<sup>25</sup>

- خلق جو من الثقة بين المتعاملين في الأوراق المالية المتداولة في السوق بوضع الروابط والميكانيزمات اللازمة لضمان سلامة وحماية المستثمرين.
- توفير الخبرات والكفاءات القادرة على إنشاء وإدارة الشركات العاملة في تداول الأوراق المالية والسماحة وصانعي السوق والمختصين في التداول والتسويق.
- إعادة تقييم الأوراق المالية التي بحوزة المتعاملين في سوق الأوراق المالية، حتى تتلاءم قيمتها الاسمية مع الأسعار الحالية والتضخم، بما يساعد على انتشار مقومات الثقة في السوق.
- تحقيق التوازن بين حركة الأموال المستثمرة في الأوراق المالية المتداولة ووسائل الاستثمار المتاحة، بما يكفل تحقيق التوازن بين العائد المحقق من الأوراق المالية والفوائد على الودائع في البنوك.
- تدعيم سوق الأوراق المالية بوسائل الاتصال المتطورة، وخلق قاعدة بيانات لحفظ وتخزين البيانات والمعلومات واسترجاعها.
- ضرورة استكمال برامج الإصلاح الاقتصادي، وتوفير وتنمية حد أدنى من الاستقرار الاقتصادي والسياسي للدولة، وتخفيف القيود الرقابية على السوق المالية بما فيها القيود الجبائية.

### 6-2- خصائص سوق الأوراق المالية

لسوق الأوراق المالية بعض الخصائص تميزها عن باقي الأسواق الأخرى، وهي:<sup>26</sup>

- يعبر سوق الأوراق المالية عن حقيقة سلوك القطيع الذي يميز تصرفات جمهور المستثمرين في مكان ووضوح معين.
- سوق الأوراق المالية يتسم بكونه أكثر تنظيماً من باقي الأسواق المالية الأخرى.
- يتطلب سوق الأوراق المالية وجود سوق ثانوية يتم فيها تداول الأدوات التي تم إصدارها من قبل، بما يكفل توفير السيولة.

<sup>25</sup> - محمد عثمان إسماعيل حميد، مرجع سبق ذكره ، ص: 89.

<sup>26</sup> - جويدان الجمل، (2002): الأسواق المالية والنقدية، دار الصفاء للطباعة والنشر والتوزيع، عمان، ص: 56.

- التداول في هذه السوق يتم بتوفير المناخ الملائم، وكذا المنافسة التامة حتى يتم تحديد الأسعار العادلة على أساس العرض والطلب.
- التداول في سوق الأوراق المالية خاصة الثانوية منها يتم من خلال وسطاء ذوي خبرة في الشؤون المالية.
- سوق الأوراق المالية تتميز بالمرونة وإمكانية استفادتها من تكنولوجيا الاتصالات.
- الاستثمار في سوق الأوراق المالية يتطلب توفير المعلومات اللازمة ولاتخاذ القرارات الاستثمارية الرشيدة.

### 6-3- وظائف سوق الأوراق المالية

يمكن تلخيص أهم وظائف سوق الأوراق المالية فيما يلي:

#### 6-3-1- سوق الأوراق المالية أداة لتمويل الاقتصاد<sup>27</sup>

من خلال المحاسبة الوطنية يمكن القول بأن القدرة التمويلية للأعوان الاقتصاديين هي الرصيد الإيجابي من حساب الدخل بعد الإنفاق، وسوق الأوراق المالية تعمل على تشجيع الادخار الاستثماري بشكل عام، وبشكل خاص عند صغار المدخرين الذين لا يستطيعون في العادة إقامة المشاريع الاستثمارية لعدة أسباب، منها ما يتعلق بصغر حجم هذه المدخرات ، ومنها ما يتعلق أيضا بعدم معرفتهم بفرص الاستثمار المتاحة والمجدية، مما يجعلهم يفضلون شراء أوراق مالية على قدر ما يخزنونه من أموال، الأمر الذي يؤدي إلى زيادة رؤوس أموال الشركات والمؤسسات الاستثمارية، وبالتالي زيادة معدل النمو الاستثماري الذي ينعكس على معدل نمو الاقتصاد بالزيادة.

#### 6-3-2- سوق الأوراق المالية أداة تقييم حالة الاقتصاد

تعتبر سوق الأوراق المالية مرآة عاكسة للوضع الاقتصادي فهي أداة يمكن من خلالها قياس قوة الاقتصاد الوطني على المدى الطويل أو القصير، باعتبارها حساسة بشكل كبير إتجاه الأحداث الاقتصادية والسياسية والاجتماعية التي يمكن أن تحصل في مختلف بقاع العالم، ومن أمثلة ذلك انتشار معلومات مفادها احتمال وقوع حرب أو قطع علاقات دبلوماسية فإنه قد يؤثر على أسعار الأوراق المالية، ومن ثم على السوق ونشاطها بشكل عام.

<sup>27</sup> - F .Teulon, 1997, Op-cit, p : 42.

بالإضافة إلى أن مؤشرات سوق الأوراق المالية يمكن اعتبارها عنصرا مفسرا للاقتصاد، خاصة في الحالات التي تزول فيها أعراض التغيرات الفصلية والعشوائية المرتبطة بالأسعار، والتي غالبا ما تكون قصيرة الأجل، كما أن الانخفاض المستمر لأسعار الأوراق المتداولة يمكن تفسيره بسحب الثقة من الاقتصاد وهو الأمر الذي ينبه بوقوع أزمة في المستقبل.

### 6-3-3- سوق الأوراق المالية أداة لتمويل المؤسسات وخلق السيولة

يمكن اعتبار سوق الأوراق المالية كوسيلة تسمح بانتقال من اقتصاديات الإقراض إلى اقتصاديات أسواق الأوراق المالية، بما يكفل التحول من نظام التمويل غير المباشر إلى نظام التمويل المباشر، حيث تتمكن المؤسسات من ضمان تمويلها بطريقة مباشرة انطلاقا من عرض أوراقها المالية مباشرة للاكتتاب في السوق.

كما تعتبر أيضا أسواق الأوراق المالية وسيلة لتسهيل الأدوات المتداولة فيها، باعتبارها الفضاء الذي يتم فيه التعامل من خلال البيع والشراء مما يتيح لمستثمري مدخراتهم أو فوائضهم بصفة عامة من استعادة أموالهم عند الحاجة إليهما.<sup>28</sup>

### 6-4-4- سوق الأوراق المالية أداة تحديد السعر المناسب وتسيير المخاطر

يمكن النظر إلى وظيفة تحديد السعر المناسب للأوراق المالية بأنها وظيفة أساسية لسوق الأوراق المالية، بالاعتبار القائل أنه لا يمكن أن تقوم سوق للأوراق المالية سهلة التسويق على حساب الأسعار، مما يعني أن المستثمر في هذه السوق إلى جانب حرصه على بيع كمية كبيرة من الأوراق المالية فإنه يحرص أيضا على أن يكون السعر الذي يبيع به مناسباً. كذلك تعتبر سوق الأوراق المالية أداة تسيير مخاطر الاستثمار في الأوراق المالية من خلال كثرة أو تنوع هذه الأخيرة بما يكفل تقليص المخاطر وتخفيضها.

28 - Idem, p: 43.

## 7- أركان سوق الأوراق المالية

يتكون سوق الأوراق المالية من ثلاث أركان رئيسية، وهي:

- فئة المقرضين أو المستثمرين؛

- فئة المصدرين أو المقترضين؛

- فئة الوسطاء.

### 7-1-1 فئة المقرضين أو المستثمرين

وهم أصحاب الفوائض المالية، الذين تزيد مداخلهم عن نفقاتهم، مما يجعل منهم مصدر مهما من مصادر الأموال المستثمرة في سوق الأوراق المالية، ويمكن تصنيف أصحاب هذه الفوائض إلى:

#### 4-1-1-1 العائلات

تمثل صغار المدخرين والمستثمرين، ويعتبرون من أكبر المتعاملين في الأوراق المالية في السوق، وذلك نظرا للكم الهائل الذي يملكونه من السيولة.

فقد عرف تدخل هؤلاء المتعاملين في سوق الأوراق المالية تطورا كبيرا خلال السنوات الماضية، جراء سعي الدولة من خلال التنظيمات والتشريعات إلى زيادة الادخار المالي والتحفيز على استثماره في هذه السوق، بإعطاء المدخرين الصغار نفس حظوظ المدخرين الكبار، وكذا حمايتهم من السرقة ولتدليس، بإملاء مجموعة من الشروط على التعامل خاصة في السوق المنظمة -البورصة-، ومن بين هذه الشروط

نجد: <sup>29</sup>

- تنظيم التعاملات بين فئات السوق ومنع الاحتكار .

- تنظيم مهمة الوساطة وحمايتها من التلاعبات والغش.

- الرقابة على الأسعار ومنع التلاعب بالمعلومات.

### 7-1-2 المستثمرون التأسيسيون

يعبر المستثمرون التأسيسيون عن الهيئات المالية الملزمة انطلاق من قوانينها الأساسية بجمع

الموارد الادخارية، وتوظيف جزء هام منها في شكل قيم منقولة.<sup>30</sup>

<sup>29</sup> - محمد براق، مرجع سبق ذكره ، ص: 134.

<sup>30</sup> - نفس المرجع، ص: 134.



ويعتبر هؤلاء المستثمرون من أكبر عارضي السيولة في سوق الأوراق المالية، ولهم دور كبير في تحسين سيرها وأدائها. كما يمكن لهؤلاء المستثمرون التدخل في السوق بصفة مباشر كتجار للأوراق المالية أو تجار صالة<sup>31</sup> أو بصفة غير مباشر عن طريق الوسطاء.

فحسب النظام المعمول به في فرنسا يمكن تقسيم هؤلاء المستثمرون التأسيسيون إلى ثلاث فئات، وهي:<sup>32</sup>

### 7-1-2-1- هيئات التوظيف الجماعي للأوراق المالية

وهي عبارة عن هيئات مالية تعرف باسم شركات الاستثمار، تحصل على الأموال من عدد كبير من المستثمرين عن طريق بيعهم حصص في شكل أسهم، ويتم تجميع هذه الأموال واستثمارها من قبل إدارة محترفة، حيث يمكن لكبار وصغار المستثمرين المشاركة في صناديق هذه الهيئات، ومن بين الأهداف التي تسعى إليها مساعدة صغار المستثمرين على تنويع استثماراتهم من خلال محافظ ضخمة متنوعة تنوعا واسعا، تدار من طرف خبراء ذو كفاءة عالية في شؤون الاستثمار المالي.<sup>33</sup>

كما يمكن أيضا لهذه الهيئات تكون صناديق جماعية للتوظيف تكون ملكية أوراقها مشتركة، ويتم تسييرها من طرف هيئات مالية متخصصة.

### 7-2-2-1- هيئات التقاعد<sup>34</sup>

وهي عبارة عن هيئات تتمثل وظيفتها في اقتطاع جزء من مداخيل -أجور و رواتب- العمال قصد توظيفها في سوق الأوراق المالية، وتحقيق عوائد انطلاقا منها لتعاد لهم بمجرد انتقالهم إلى مرحلة التقاعد.

### 7-3-2-1- شركات التأمين

وهي هيئات تعمل كوسيط يقبل الأموال المتمثلة في الأقساط التي يقدمها المؤمنون مجمعة بذلك سيولة كبيرة، لتعيد استثمارها نيابة عنهم في سوق الأوراق المالية، بغية تحقيق عوائد شأنها في ذلك شأن شركات الاستثمار وهيئات التقاعد، لتعيد المبالغ المؤمن عليها للمؤمنين في حالة وقوع الخطر انطلاقا من تلك العوائد.

<sup>31</sup> - تجار الأوراق المالية أو تجار الصالة هم تجار يشترون الأوراق المالية لحسابهم الخاص.

<sup>32</sup> - P.Lamy, (1995) : Les bours des valeurs, Economica, Paris, p: 34.

<sup>33</sup> - عبد الغفار حناني ورسمية قرياقص، (2000): أسواق المال، الدار الجامعية، مصر، ص: 325.

<sup>34</sup> - محمد براق، مرجع سبق ذكره ، ص: 135.

### 7-1-3- المتعاملون الآخرون

يمكن أن نميز بين ثلاثة أنواع من المستثمرين الآخرون الذين بإمكانهم التدخل على مستوى سوق الأوراق المالية، وهم:<sup>35</sup>

- الجمعيات ذات الطابع غير ربحي، التي تسعى إلى توظيف السيولة التي تجمعها في سوق الأوراق المالية لتحقيق عوائد تساعد على توسيع أنشطتها.
- المؤسسات التجارية والصناعية والخدمية، التي تتدخل في سوق الأوراق المالية من أجل تسوية أسعار أوراقها، بالإضافة إلى توظيف السيولة الفائضة لديها بغية تحقيق عوائد ونمو.
- البنوك التي تتدخل في سوق الأوراق المالية لحسابها الخاص، أو لحساب الغير.

### 7-2- فئة المصدرين أو المقترضين

وتتضمن هذه الفئة الأفراد أو المؤسسات التي تكون بحاجة إلى أموال -أصحاب العجز المالي-، حيث تقوم هذه الفئة من أجل الحصول على الأموال المطلوبة لسد عجزها بمجموعة من الإصدارات للأوراق المالية القابلة للتداول في سوق الأوراق المالية، ويمكن تقسيم هذه الإصدارات إلى:<sup>36</sup>

### 7-2-1- إصدارات خاصة وإصدارات حكومية

ففي حالة كون الأوراق المالية صادرة عن الشركات أو المؤسسات الخاصة نسميها إصدارات خاصة، أما في حالة كون الحكومة هي التي قامت بإصدار الأوراق المالية فتسمى إصدارات حكومية.

### 7-2-2- إصدارات أولية وإصدارات موسمية

ونقصد بالإصدارات الأولية الإصدارات التي تتم عند التأسيس، أما الإصدارات التي تلي الإصدارات الأولية بغرض زيادة رأس المال أو التوسع فتسمى بالإصدارات الموسمية.

### 7-2-3- إصدارات مسجلة وإصدارات لحاملها

الإصدارات المسجلة وهي إصدارات لأوراق مالية تحمل اسم صاحبها لا يستخدمها سوى الشخص المدون اسمه عليها، أما الإصدارات لحاملها فهي إصدارات لأوراق مالية لا تحمل اسم صاحبها ولكن تحمل عبارة لحاملها، ويستطيع أي شخص يحملها استعمالها.

<sup>35</sup> - نفس المرجع، ص ص: 138-139.

<sup>36</sup> - حسن علي خريوش وعبد المعطي رضا أرشيد ومحفوظ أحمد جودة، مرجع سبق ذكره، ص ص: 26-29.

### 7-2-4- الإصدارات المحلية والإصدارات الأجنبية

إذا تم الإصدار ضمن حدود الدولة يطلق عليه إصدار محلي، أما إذا تجاوز هذا الإصدار الحدود الدولية فيطلق عليه إصدار أجنبي أو دولي.

### 7-3- فئة الوسطاء

وهي فئة تقوم بدور الوسيط بين جمهور المستثمرين-المقرضين- وفئة المصدرين للأوراق المالية-المقرضين-، وفي العادة يكون الوسيط شخص طبيعي أو معنوي يقوم بمجموعة من الوظائف، أهمها:<sup>37</sup>

- أعمال السمسرة وصناعة الأسواق.
  - التعهد بتغطية الإصدارات.
  - العمل على إطالة فترة استحقاق الدين.
  - العمل على تقليل المخاطر والتكاليف التي يتحملها المستثمر، وتوفير السيولة له.
- وتظم فئة الوسطاء في العادة ثلاث مجموعات، وهي:<sup>38</sup>

### 7-3-1- السماسرة

سماسرة الأوراق المالية هم أشخاص تتوفر فيهم شروط معينة، ويقومون بتنفيذ أوامر عملائهم، ويمكن تصنيف هؤلاء السماسرة وفقاً لتصنيف البورصات الأمريكية إلى صنفان:<sup>39</sup>

### 7-3-1-1- السمسار بالعمولة

السمسار في هذه الحالة هو وكيل ينوب عن العملاء الذين يفوضون في عمليات البيع والشراء مقابل عمولة يتقاضاها، كانت هذه العمولة تحدد في السابق بسلم رسمي ولكن بعد تعديلات Mayday<sup>40</sup> في الولايات المتحدة الأمريكية أصبح يتفاوض عليها.

### 7-3-1-2- السمسار الموكل من قبل الوكيل

<sup>37</sup> - نفس المرجع، ص: 29.

<sup>38</sup> - محمد السويلم، مرجع سبق ذكره، ص: 46.

<sup>39</sup> - محمد صبري هرون، مرجع سبق ذكره ص ص: 56-57.

<sup>40</sup> - May day: هي تعديلات بورصية صدرت في الولايات المتحدة الأمريكية في ماي 1975.

يرجع أصل هذه التسمية قبل 1919 حيث كان السمسار يفوض من قبل سمسار آخر لتنفيذ أوامر عملائه مقابل عمولة، في الحالة التي يكون فيها السمسار الأصلي لديه ضغوط عمل كبيرة، لذا يطلق على هذا النوع من السماسرة في بعض الأحيان سماسرة السماسرة.

#### 7-3-2- المندوبون الرئيسيين<sup>41</sup>

وهو مستخدم يعمل بأجر من قبل سمسار مكلف بمعاونته في تنفيذ أوامر البيع والشراء في السوق، ولا يجوز له أن يشتغل إلا باسم السمسار الذي يتبعه ويعمل لحسابه وتحت مسؤوليته.

#### 4-3-3- الوسيط

هو أداة اتصال بين العميل والسمسار، إذ يتلقى الأوامر من العميل ويبلغها للسمسار التابع له، في غالب الأحيان له حصة لا تتجاوز نصف مبلغ عمولة السمسرة.

#### 8- طرق التعامل في سوق الأوراق المالية

يتم التعامل في سوق الأوراق المالية وفق العديد من العمليات وانطلاقاً من مجموعة أوامر وأسعار، لذلك سوف يتم في هذا المطلب تناول النقاط الموالية:

- أنواع العمليات في سوق الأوراق المالية؛

- أوامر سوق الأوراق المالية؛

- أسعار سوق الأوراق المالية.

#### 8-1- أنواع العمليات في سوق الأوراق المالية

يمكن تقسيم العمليات التي تجري في سوق الأوراق المالية حسب الالتزامات الزمنية المترتبة عن الصفقات المبرمة فيها، كما يلي:

#### 8-1-1- العمليات العاجلة<sup>42</sup>

وتتعلق العمليات العاجلة بالصفقات التي تنفذ في نفس يوم انعقادها وفي مدى زمني قصير جداً، فيجري دفع الثمن واستلام الأوراق المالية موضوع الصفقة فوراً أو خلال فترة وجيزة جداً، وتتميز هذه العمليات بإمكانية التعامل من خلالها في أي كمية من الأوراق المالية. كما نجد أن التعامل وفق هذه الطريقة يتم لمجموعة من الاعتبارات أهمها:

<sup>41</sup> - شمعون شمعون، مرجع سبق ذكره، ص: 37.

<sup>42</sup> - عبد الباسط وفاء محمد حسن، مرجع سبق ذكره، ص ص: 31-32.

- ملائمة العمليات العاجلة للمشروعات الصغيرة، لاعتبار المشروعات الصغيرة لها كم صغير من الأسهم والسيولة مما يساعدها على النشاط في السوق الفورية.
- نظام الحصص المقترن بالعمليات الأخرى بما يتناسب مع صغار المدخرين - عدم توفر الأموال اللازمة-.

كما يجب أن تتضمن أوامر سوق الأوراق المالية المتعلقة بالعمليات العاجلة العناصر الموائية:<sup>43</sup>

- بيان نوع الصفقة وصفة الورقة المالية المرغوب فيها.
- كمية الأوراق المالية المطلوبة.
- تحديد السعر الذي يرغب المتعامل في السوق أن تتم العملية بمقتضاه.

#### 8-1-2- العمليات الآجلة

وتتعلق العمليات الآجلة بالصفقات التي يوجد مدى زمني بين إبرامها وتنفيذها، أي أن تسليم الأوراق ودفع الثمن لا يتمان لدى عقد الصفقة بل بعد فترة لاحقة تسمى بيوم التصفية - de jour liquidation -.

وتتخذ العمليات الآجلة أحد الشكلين الموائين:

#### 8-1-2-1- العمليات الآجلة الباتة أو القطعية

العمليات الآجلة الباتة وهي العمليات التي يلتزم فيها طرفا العقد أو الصفقة -بائع أو مشتري- بضرورة تنفيذ عقدهما حين يحل أجله، وذلك بدفع الثمن وتسليم الأوراق المالية موضوع الصفقة، ولا يمكن في أي حال من الأحوال الرجوع في تنفيذ العقد ولو تعرض المتعاملون لخسارة كبيرة.

#### 8-2-1-2- العمليات الآجلة الشرطية

وهي عبارة عن عمليات يمكن فيها لأحد طرفي العقد أو الصفقة أن يعدل من صفقته في موعد التسليم المتفق عليه مقابل أداء التزامات مالية معينة، مما يجعل التنفيذ اختياريا. يمكن تقسيم هذه العمليات الآجلة الشرطية إلى أربعة أنواع وهي:

<sup>43</sup> - شمعون شمعون، مرجع سبق ذكره، ص: 53.

8-1-2-2-1- العمليات الآجلة بشرط التعويض<sup>44</sup>

وهي العمليات التي تخول للمتعاملين في سوق الأوراق المالية تنفيذ الصفقة في تاريخ التصفية، أو الامتناع عن تنفيذها لقاء تعويض يعين مبلغه مسبقاً، ويسمى اليوم السابق لتاريخ التصفية يوم جواب الشرط.

8-1-2-2-2- العمليات الآجلة بشرط الزيادة<sup>45</sup>

وهذه الصبغة تعطي الحق لكل المتعاقدين في إتمام الصفقة حين تاريخ التصفية أو إلغاء العقد بطلب من أحد الطرفين، على أن يدفع تعويضاً للطرف الآخر حتى يتمكن من كسب حق الاختيار-بيع أو شراء-.

8-1-2-2-3- العمليات الآجلة بشرط الانتقاء<sup>46</sup>

وتتميز هذه العمليات في كون المتعاملين لهم حق الخيار بموجب هذا الشرط في الشراء بالسعر الأعلى أو البيع بالسعر الأدنى.

8-1-2-2-4- المربحة والوضعية<sup>47</sup>

كما هو معلوم فإن هناك من البائعين والمشتريين من يريدون تأجيل موعد تسوية صفقاتهم حتى موعد التصفية المقبل، لاعتبارات تكمن في عدم قدرتهم على تنفيذ الصفقة المربحة أو سعياً للاستفادة من تطور الأسعار، لذلك فإن طلب التأجيل قد يأخذ شكلين هما:

8-1-2-2-1- المربحة

وهي الحالة التي يكون فيها عدد الأوراق المالية المؤجل موعد تصفيتها من قبل المشتريين يفوق بكثير الأوراق المالية المؤجل موعد تصفيتها من قبل البائعين، وتتم العملية لقاء دفع فائدة من طرف الشاري للممون تدعى فائدة التأجيل أي المربحة.

44 - نفس المرجع، ص: 58.

45 - محمد براق، مرجع سبق ذكره، ص: 154.

46 - شمعون شمعون، مرجع سبق ذكره، ص: 60.

47 - محمد براق، مرجع سبق ذكره، ص: 155.

8-1-2-2-4-2- الوضعية

وهي الحالة التي يكون فيها عدد الأوراق المالية المؤجل في موعد تصفيتها من قبل البائعين يفوق عدد الأوراق المؤجل في موعد تصفيتها من قبل المشتريين، وتتم العملية بدفع فائدة من قبل البائع للمشتري تدعى بالوضعية.

8-2- أوامر سوق الأوراق المالية

وهي الأوامر التي يقوم بتقديمها المتعاملون للوسطاء بغرض تنفيذ العمليات المتعلقة بشراء وبيع الأوراق المالية مملوكة أو غير مملوكة سواء كانت بكميات كسرية أي جزء من وحدة التعامل -وحدة التعامل مساوية ل100 مثلا- أو غير كسرية مساوية لوحدة التعامل أو مضاعفاتها.<sup>48</sup>

كما أن هذه الأوامر يجب أن تكون واضحة منعا لأي التباس يقع فيه الوسيط من حيث:<sup>49</sup>

- نوع الأوراق المالية موضوع الصفقة.

- كمية الأوراق موضوع الصفقة.

- السعر المطلوب موضوع الصفقة.

- ذكر الفائدة وسنة الإصدار لبعض الأوراق المالية.

فالوسيط مسؤول مسؤولية تامة على تنفيذ الأمر لذلك يطلب من زبونه أو موكله ضمانات مالية لتغطية الأوامر الصادرة عنه، وتكون هذه الضمانات أوراق مالية في حالة البيع أو مبالغ في حالة الشراء.

وبصفة عامة يمكن تصنيف الأوامر التي تصدر عن المتعامل للوسيط إلى:<sup>50</sup>

8-2-1- الأمر بالسعر الأحسن

في هذا الأمر لا يحدد المتعامل السعر الذي يجب أن تتم به الصفقة بل يترك تحديد السعر المناسب إلى السمسار، وذلك انطلاقا من أقصى وأفضل سعر يمكن الحصول عليه في السوق.

8-2-2- الأمر بالسعر المحدد

وفيه يحدد المتعامل للوسيط حدا معيناً للسعر الذي يجب أن يشتري أو يبيع به، فيحدد له السعر الأعلى الذي يشتري به والسعر الأدنى الذي يبيع به.

48 - صلاح السيد جودة، مرجع سبق ذكره، ص: 41- 43.

49 - محمد صبري هرون، مرجع سبق ذكره، ص: 64.

50 - نفس المرجع، ص: 67- 72.

8-2-3- الأمر بالسعر المحدد مع التوقف

وهو عبارة عن أمر بالبيع إذا هبط السعر إلى حد معين أو دونه ويسمى أمر التوقف عن الخسارة، وكذا الشراء إذا صعد السعر إلى مستوى معين أو فوقه ويسمى أمر التوقف عن الربح.

8-2-4- الأمر الفوري

وهو أمر يجب على السمسار تنفيذه على الفور وإلا اعتبر لاغيا.

8-2-5- الأمر الحر أو المطلق

بموجب هذا الأمر تترك الحرية المطلقة للسمسار في شراء أو بيع الأوراق المالية التي يراها محققة لمصلحة المستثمر، من حيث النوع أو السعر أو الوقت المناسب.

8-2-6- الأمر المحدد بالزمن

ويكون لهذا الأمر حد معين من حيث فترات معينة، تمثل فترة سريان الأوامر الصادرة من المتعامل بسعر محدد سواء كانت بيعا أو شراء.

8-2-7- شرط الكل أو لا شيء

بموجب هذا الأمر يشترط المتعامل من الوسيط أن ينفذ كامل الأمر، وإذا تعذر ذلك فهو يفضل عدم الدخول في المبادلة.

8-2-8- الأمر بالسعر الأول

ويتم بموجبه تنفيذ الأمر بأول سعر بعد تبليغ الوسيط بالأمر.

8-3- أسعار سوق الأوراق المالية

تتحدد أسعار الأوراق المالية في السوق وفق مجموعة تقنيات، الهدف منها تعظيم الكميات المتبادلة من مختلف الأوراق المالية وتنشيط السوق، ويمكن التمييز بين أنواع عدة من تقنيات التسعير في سوق الأوراق المالية، أهمها:<sup>51</sup>

8-3-1- تسعيرة المناذاة

تصلح هذه الطريقة لتطبيق على الأوامر الآجلة وأهم الأوراق ذات الأوامر العاجلة، وتتم باجتماع ممثلي جميع العروض الطلابيات في مكان خاص بالسوق المنظمة - مقصورة البورصة-، وينادون بأعلى أصواتهم أسماء الأوراق المالية التي يطلبونها للشراء أو يعرضونها للبيع، ويرفقون مناداتهم الشفهية

<sup>51</sup> - نفس المرجع، ص ص: 73- 75.



بإشارة من اليد، وذلك بوضع الساعد أفقياً في اتجاه الجسم في حالة الشراء، وعمودياً في حالة البيع، وذلك حتى يتم التوازن المطلوب.

فإذا اتفق وسيطان على سعر همس كل منهما في أذن وسيطه الثالث لأخباره بنية كل منهما بائعاً أو مشترياً، فإذا كان أحدهما بائعاً والآخر مشترياً تمت الصفقة فيما بينهما.

### 8-3-2- تسعيرة الصندوق

وتتم عندما تكون عروض البيع وطلبات الشراء كثيرة ومتعددة، إذ يعتمد الوسطاء إلى وضع عروضهم وطلباتهم في صندوق خاص، ثم تعمد لجنة السوق إلى حساب العروض ثم الطلبات، ومن ثم تحديد أسعار الأوراق المالية.

### 8-3-3- تسعيرة المعارضة

وتقوم هذه الطريقة على تدوين في سجل خاص عروض البيع وطلبات الشراء لكل ورقة مالية، ثم حساب مجموع هذه التسجيلات لمعرفة مقدار ما يطلب بيعه أو شراؤه من الأوراق المالية، وحدود الأسعار المعروضة وبذلك يتحدد سعر التوازن.<sup>52</sup>

### 8-3-4- تسعيرة المطابقة

يتم العمل بهذه التسعيرة عندما يتلقى أحد الوسطاء أمرين متقابلين، يأمر أحدهما ببيع كمية من الأوراق المالية، ويأمر الآخر بشراء نفس الكمية من ذات الأوراق، فيشتري الوسيط من الأول لحساب الثاني هذه الأوراق. ويجب عليه أن يتأكد بواسطة أحد أعضاء نقابة السماسرة من أنه لا يوجد عرض أو طلب أكثر ملاءمة.

### 9- الهيئات المنظمة لسوق الأوراق المالية

تنظم سوق الأوراق المالية هيئات عدة تختلف من دولة إلى أخرى، وعموماً تتمثل هذه الهيئات فيما يلي:

- هيئات إدارية؛

- هيئات مهنية؛

- هيئات نقدية وبنكية.

### 9-1- هيئات إدارية

<sup>52</sup> - شمعون شمعون، مرجع سبق ذكره، ص ص: 45 - 46.

تتكون الهيئات الإدارية من:

### 9-1-1- مديرة الخزينة<sup>53</sup>

وهي عبارة عن هيئة إدارية تابعة في العادة لوزارة المالية، وتمثل الدولة في مجموع الأنشطة النقدية والمالية، تتدخل في عدة ميادين بتطبيق المبادئ الأساسية المستمدة من السلطات الواسعة الممنوحة لها. كذلك لها وظيفة العليا تتمثل في الحفاظ على التنسيق والتكامل وتبادل المعلومات ونشر الثقة بين مختلف هيئات السوق وكذلك تعيين وابتدأب الموظفين السامين.

### 9-1-2- لجنة عمليات البورصة

وهي عبارة عن هيئة إدارية تقوم بالإشراف على سير السوق ومراقبة المعلومات، وحمائتها من التسرب إلى بعض المستثمرين قبل وصولها إلى السوق ليستفيد منها كافة المتدخلين، كما تقوم أيضا بمراقبة جميع العمليات سواء ما تعلق بالإصدار أو التداول، وحماية المستثمر ومراقبة كافة الأسواق والمنتجات المالية المتعلقة بالادخار طويل الأجل. فتتظلم هذه الهيئة يختلف من دولة إلى أخرى من حيث عدد أعضاء اللجنة والمهام الموكلة لها، وذلك حسب تأثير مجموعة من العوامل، منها عدد الأسواق المالية وحجم نشاط السوق... الخ .

وعلى العموم تتكون هذه اللجنة من الرئيس ومجموعة من الأعضاء يتم اختيارهم لتمثيل الهيئات

التالية:<sup>54</sup>

- ممثل عن البنوك.
- ممثل عن الشركات المقيدة في البورصة.
- ممثل عن الجمعيات المعنية المختصة في مجال الاستثمار في البورصة.
- ممثل عن الحكومة.
- ممثل عن المحكمة العليا.
- ممثل عن مجلس المحاسبة.

وتتمتع هذه الهيئات بممارسة سلطة تأديبية على المتدخلين في أسواق الأوراق المالية إذا ما قاموا بممارسات لا أخلاقية، لأجل المحافظة على السوق من الأزمات والانهييار وعمليات المضاربة المفرطة.

<sup>53</sup> - A.Choinel & G.Rouyer , (2002) : **Le marché financier: structures et acteurs**, Edition revue banque, Paris, 8<sup>eme</sup> édition, pp: 56-57.

<sup>54</sup> - أنطوان الناشر وخبيل الهندي، مرجع سبق ذكره، ص: 109.

حيث يتعرض المتدخل إلى عقوبات ومخالفات وفقا لأحكام القوانين المتعلقة بالبورصة، وذلك بدعوى من رئيس المجلس التأديبي خلال مهلة معينة من تاريخ إحالة القضية على المجلس التأديبي وتعلق كل أعماله إلى غاية صدور قرار المجلس التأديبي الذي يكون ملزم.<sup>55</sup>

كما تمارس هذه اللجنة أيضا صلاحية دراسة طلبات الدخول إلى سوق الأوراق المالية، والتأشير عليها والخروج منها.

## 9-2- هياكل مهنية

وتشتمل الهيئات المهنية على ما يلي:

### 9-2-1- مجلس سوق الأوراق المالية<sup>56</sup>

ويعبر هذا المجلس عن هيئة تشرف على السوق مكونة من مجموعة أعضاء مهنيين، يتم تعيينهم بقرار وزاري في فترة تصل في أغلب الأحيان إلى أربعة سنوات بناء على اقتراح من الهيئة الممثلة للمؤسسات التي تقوم بالإصدار والمستثمرين والوسطاء ومؤسسات الاستثمار.

وتتمثل مهام هذه الهيئة فيما يلي:<sup>57</sup>

- تسجيل قيد وشطب القيم من القائمة الرسمية للسوق الثانوية، ويمكن للجنة عمليات البورصة معارضة قراراتها.
- تحديد قواعد سير سوق الأوراق المالية.
- الرقابة على الصفقات التي تتم على الأوراق المالية من خلال تحديد الأسعار، والإشراف على العروض العامة للشراء.
- مراقبة المتعاملين الموجودين تحت وصايتها من خلال اعتماد شركات البورصة، وتسليم ونزع البطاقات المهنية للأفراد الذين يعملون باسمها.
- مراقبة ومعاينة كافة الهيئات والمتعاملين الموجودين تحت وصايتها، إذ لم يحترموا القواعد العامة للتعامل أو عدم الوفاء بالتزاماتهم.
- تبني الأطراف المشاركة في الصفقات.
- تحديد قواعد السير الحسن لمؤدي الخدمات الاستثمارية.

<sup>55</sup> - نفس المرجع، ص: 121-122.

<sup>56</sup> - A.Choinel & G.Rouyer, Op-cit, pp: 61-62.

<sup>57</sup> - محفوظ جبار، (2002): تنظيم وإدارة البورصة، دار هومة، الجزائر، ص: 65.

- القيام بالتحقيق في ملف الترشيح للحصول على وظيفة الوساطة.  
كما يتمتع هذا المجلس بسلطة فرض عقوبات تأديبية على مؤدي الخدمات الاستثمارية في السوق.

### 9-2-2- شركة السوق -شركة البورصة -

وتعتبر هيئة نقدية لمجلس السوق، وتتكون من مجموعة أعضاء متمثلين في المؤسسات المالية المعتمدة والسماصرة، وتتولى هذه الهيئة المهام التالية:<sup>58</sup>

- تسيير نظم الإعلام الآلي للتسعير، ونشر أسعار الأوراق المالية بواسطة الإعلام الآلي.
- تنشيط الحملات الإعلامية حول القيم المتفاوض عليها، وإرساء ثقافة بورصة.
- ضمان النهاية الحسنة للعمليات عن طريق الرقابة.
- تنفيذ قرارات مجلس السوق والتكفل بتطبيق القوانين والأحكام.

### 9-3- الهيئات النقدية والبنكية

وتشتمل هذه الهيئة على اللجان التالية:<sup>59</sup>

### 9-3-1 لجنة التنظيم البنكي والمالي

تعين هذه اللجنة في العادة من طرف وزير المالية، وتتولى مهمة التدخل في مجال التنظيم المطبق على المؤسسات المالية، وسوق الأوراق المالية وذلك فيما يتعلق بقواعد المحاسبة والتسيير والرقابة.

### 9-3-2 - لجنة المؤسسات المالية ومؤسسات الاستثمار

ويتزأسها محافظ البنك المركزي وله سلطة منح الإمضاءات لمؤسسات الاستثمار بناء على اقتراح من مجلس سوق الأوراق المالية، وهذه اللجنة مسئولة عن مراقبة ما إذا كان الشكل القانوني للمرشح مطابق للقوانين السارية المفعول أم لا، وكذلك تركيبيية المساهمين وتوازنها، كما أنه في حالة أي تحيز في الهيكل المالي لأي شركة استثمار ينبغي إبلاغ اللجنة ومجلس سوق الأوراق المالية معاً.

### 9-3-3- اللجنة البنكية

تترأس من طرف محافظ البنك المركزي وتتكفل بمراقبة مجموع مؤدي الخدمات وأعضاء السوق، وكذلك العناصر الموالية:

58 - A.Choinel & G.Rouyer, Op-cit, p: 62.

59 - Idem, pp: 63-64.

- أخطار الوضع والإحلال.

- الأخطار القانونية والتجارية.

- أخطار السيولة.

### 10- قراءة أسعار البورصة

حتى يتمكن المهتم في البورصة من معرفة الأسهم المسجلة في بورصة معينة، ومختلف المعلومات الخاصة بتداول هذه الأسهم فلا بد له من الرجوع إلى جداول التسعيرة الخاصة بكل بورصة. والذي في العادة ينشر في صحف ومجلات خاصة، وكمثال عن هذه الجداول يمكن الاستعانة بجدول تسعيرة بورصة توريننتو Toronto بكندا:

الجدول رقم 03: جدول التسعيرة الخاص ببورصة توريننتو Toronto بكندا بتاريخ: 28 جويلية 1997

LES MARCHÉS FINANCIERS									
Tableau 2.4 (suite) Transactions à la Bourse de Toronto le 28 juillet 19									
Valeurs	Div.	Ventes (100)	Haut	Bas	Ferm.	Ch. Net	52 sem.		
							Haut	Bas	
America o		328	6.50	6.30	6.50		9.70	2.85	
A Bullion o		211	0.75	0.73	0.73	-0.03	3.10	0.59	
Am Eco		63	11.00	10.50	10.50	-0.50	15.50	8.25	
Am sensors		56	0.35	0.30	0.30	-0.02	4.65	0.25	
Anderson		1135	17.30	17.10	17.10	-0.10	20.25	12.70	
Andrs WA f	0.64	8	20.00	18.00	20.00	+2.00	20.00	12.50	
Andres W B	0.56	1	19.50	19.50	19.50	+0.55	19.50	13.00	
Andyne		12	7.00	6.90	6.90	-0.05	7.00	3.50	
Ang CT 44	2.25	40	39.00	39.00	39.00		39.00	33.50	
Antares o		50	1.08	1.02	1.08	+0.06	4.30	0.40	
Anvil o		363	2.73	2.65	2.71	+0.01	7.00	1.07	
Anvil un o	0.83	45	0.80	0.80	0.80	+0.05	2.50	0.50	
Apex A		615	3.75	3.75	3.75		3.95	1.10	
Applied C o		390	0.04	0.04	0.04		0.10	0.04	
Arauco o		245	1.12	1.05	1.10	+0.02	2.50	0.95	
Arbor B f	0.07	13	32.50	32.25	32.25	-0.75	35.00	19.75	
Archer Res		228	6.25	6.05	6.25	+0.10	7.75	4.60	
Architel		20	6.95	6.75	6.75	-0.20	11.00	6.35	
Ariel o		85	0.44	0.40	0.40	-0.01	1.30	0.36	
Armada o		510	0.41	0.40	0.40	-0.01	1.45	0.36	
Ambro En		114	3.10	2.95	3.07	-0.01	4.75	2.75	
Arthurs		150	7.25	7.25	7.25	+0.20	10.25	7.00	
Artisan	0.10	36	13.75	13.50	13.75	+0.15	14.25	4.25	
Ashton		194	3.78	3.65	3.65	-0.10	8.05	0.75	
Ashurst u o		505	0.55	0.45	0.55	-0.05	1.20	0.38	
Asia o		250	3.10	3.05	3.05	-0.03	11.00	3.00	
Astral A f	0.30	4	14.95	14.75	14.75	-0.25	16.00	12.50	
Atco I f	0.56	1368	29.10	29.00	29.10	+0.10	29.25	19.80	
Athabska o		280	0.30	0.28	0.30	+0.02	0.79	0.25	
Atlantis f		21	9.00	8.50	9.00	+0.50	9.95	4.80	
Atna o		228	4.35	3.90	4.00	-0.35	6.30	2.70	
Ault foods		6	33.50	33.50	33.50		34.50	14.20	
Aur Res		550	6.95	6.75	6.90	+0.10	10.15	5.95	
Aurizon o		129	1.40	1.25	1.25	-0.20	2.35	1.06	
Avcorp I		20	4.60	4.60	4.60	+0.08	5.25	4.00	
Avenor	0.48	405	28.75	28.50	28.65	+0.15	29.15	18.40	
Azcar Tec		876	3.25	3.00	3.00	-0.15	4.35	2.65	
Azco Mng o		19	1.68	1.68	1.68		2.95	1.60	
BCE Inc	1.36	15485	41.75	41.15	41.35	-0.10	44.25	26.75	
BCE IP	1.60	39	27.50	27.50	27.50	+0.10	28.15	25.90	
BCE IQ	1.72	108	28.00	27.90	27.90		28.25	25.85	
BCE IS	1.32	77	26.25	26.00	26.10		26.50	24.75	
BCE Mobl		37	49.50	48.75	48.75	-0.25	49.50	39.30	
BC Gas	1.00	383	25.75	25.40	25.50	-0.25	26.45	17.65	
Bc ga bp	1.77	2	27.50	27.50	27.50	+0.70	27.90	26.00	
BC Sugar A	0.40	133	16.40	16.40	16.40		16.45	10.20	
BC Tel 575	5.75	3	96.00	96.00	96.00	+1.00	98.00	85.00	
BC Telecom	1.36	254	34.40	34.15	34.25	+0.10	35.25	26.60	
BFC Const		60	14.50	14.35	14.35	+0.10	17.40	9.10	
BGR A		39	14.10	13.95	14.00		19.45	13.05	
Bmr Gold o		630	0.17	0.16	0.17		0.40	0.14	
BPI Fin	0.04	956	4.40	4.23	4.35	-0.04	4.45	1.45	
BYG o		390	0.94	0.92	0.92	-0.01	1.39	0.75	
Badger		415	3.95	3.80	3.95	+0.20	4.24	3.55	
Ballard		74	44.85	44.40	44.80	+0.40	50.00	25.40	
Bandore o		394	2.49	2.36	2.40	-0.10	13.85	2.10	

Source: La Presse, le 29 juillet 1997.

مختصرات الجدول:

Valeurs: اسم الشركة المقيدة.

Div: توزيعات الأرباح الموزعة من طرف الشركة.

Ventes: عدد الأسهم محل التفاوض بهذا التاريخ-جدول-.

Hautes: السعر الأعلى لتداول السهم خلال الجلسة.

Bas: السعر الأدنى لتداول السهم خلال الجلسة.

Fermetures: سعر الإغلاق.

Changements net: الفرق بين سعر السهم عند الافتتاح وعند الإغلاق.

Haut (52 sem): السعر الأعلى خلال 52 أسبوع الماضية.

Bas (52 sem): السعر الأدنى خلال 52 أسبوع الماضية.

فمن خلال الجدول السابق يمكن القول بتاريخ 97/07/28 أن 1548500 سهم لشركة Compagnie Bell Canada- BCE.Inc - تمّ التفاوض عليها في بورصة تورنتو Toronto بسعر يومي أعلى \$41.75، وسعر يومي أدنى \$41.15، وسعر إغلاق \$41.35، وبتغير سعري بين الإغلاق والافتتاح \$ 0.10، والأرباح الموزعة لهذه السهم تقدر بـ \$ 1.36.

## 11- المؤشرات في الأسواق الدولية

يمكن تناول المؤشر من خلال النقاط الموالية:

### 11-5-1- تعريف المؤشر

المؤشر هو عبارة عن مقياس للتغيرات الطارئة على قيمة الأسهم خلال فترة زمنية معينة -سنة أو شهر أو أسبوع-، وعادة ما تأخذ بعض المؤشرات مجموعة أسهم وتعتبرها عينة تمثل السوق. ليعطي بذلك دلالة حول اتجاه السوق بصفة عامة، فإذا اتجه المؤشر نحو الارتفاع دلّ ذلك على أنّ أسعار الأسهم الداخلة في تركيب المؤشر تتجه إلى الارتفاع، أمّا إذا حدث العكس فإنّ ذلك له مدلول مفاده أنّ أسعار الأسهم بصفة عامة تتجه نحو الانخفاض وهو ما حدث فعلا خلال الانهيار البورصي سنة 1987 وكذلك الأزمة الماليّة لسنة 2008، حيث لوحظ أنّ أغلب المؤشرات على المستوى العالمي عرفت تراجع حاد وذلك ما دلّ فعلا أنّ أغلب الأسهم فقدت من قيمتها. فالمؤشر يمكن أن يمثل عينة من السوق تمثل قطاع ويسمى بمؤشر قطاعي -مؤشر قطاع المحروقات-، كما يمكن أن يمثل أسهم شركات أساسية في

اقتصاد ما مثل مؤشر داو دجونز 30- كما يمكن أن يمثل كل الأسهم المسجلة في السوق مثل مؤشر كابس 30 في مصر.

#### 11-5-2- خصائص المؤشر

للمؤشر خصائص عدة نقتصر في الذكر على بعضها وفق الآتي:

- يأخذ المؤشر عينة من أسهم تمثل البورصة أو بعض الشركات المقيدة فيها بدقة.
- يأخذ المؤشر الكلي قيمة البورصة كاملة.
- يعالج المؤشر العينة بطريقة إحصائية يعتمد فيها على الوسط الحسابي أو الوسط الهندسي للتمكين من عملية المقارنة.
- يعتمد على مبدأ الأرقام القياسية للأسعار لقياس تغيرات أسعار الأسهم خلال فترة زمنية مقارنة بما كانت عليه خلال فترة زمنية معينة.

#### 11-5-3- أهداف المؤشر

باعتبار المؤشرات تمثل مقياس لدرجة حرارة الأسواق لما لها من دلالة حول ارتفاع وانخفاض الأسعار، فإنّ الهدف الأساسي لها يكمن في:

- التعرف على مستوى أسعار الأوراق المالية في السوق بصفة عامة أو بالنسبة لقطاع معين.
- يساعد المستثمرين على تحديد حجم توقعاتهم وتحديد قرارات البيع والشراء في الوقت المناسب.
- قياس كفاءة أسواق رأس المال ومن ثمّ قياس كفاءة واستقرار الحالة الاقتصادية والنشاط الاستثماري للدولة.
- مدّ المستثمرين بقاعدة عريضة من المعلومات الأساسية في السوق التي تشكل الأساس لقرارات الاستثمار.
- تقييم أداء الأوراق المالية.
- توجيه المضاربين والمستثمرين نحو الاستثمارات الأفضل.
- إمكانية المقارنة مع أسواق أخرى.

#### 11-5-4- حساب المؤشرات

يوجد نوعين من مؤشرات البورصة المعتمدة في سوق الأوراق المالية وهي المؤشرات المرجحة بالسعر مثل مؤشر XX M لبورصة Montréal ومؤشر داو دجونز Dow jones، ومؤشرات مرجحة

بعدد الأسهم المتداولة مثل مؤشر TSE300 ليورصة Montréal و S&P500. وفي الآتي نستعرض كيفية حساب كل منها:

### 11-5-4-1- المؤشرات المرجحة بالسعر

المؤشر المرجح بالسعر يقيس أداء محفظة تتشكل من أسهم شركات تدخل في تركيبة المؤشر. الأهمية التي تحظى بها الشركة في المؤشر تكون مناسبة مع سعر سهمها، وكذلك السعر السوقي الإجمالي لأسهم المؤشر المتداولة، وتعطى قيمة هذا المؤشر بالنسبة للزمن  $t$  وفق الصيغة الآتية:

$$I_t = \frac{\sum_{i=1}^n P_{it}}{\sum_{i=1}^n P_{i0}} \times B$$

حيث:

$I_t$ : قيمة المؤشر في الزمن  $t$ .

$P_{it}$ : سعر السهم في الزمن  $t$ .

$P_{i0}$ : سعر السهم في يوم الأساس.

$N$ : عدد الأسهم الداخلة في تركيب المؤشر.

$B$ : قاعدة، أساس، قيمة سابقة، قيمة مرجعية تعطى للمؤشر

مثال:

مؤشر يتشكل من الأسهم ( $A$ ,  $B$ ,  $C$ ) المعلومات الخاصة بالأسهم تعطى وفق الآتي:

31/12/19X0 jour de base –\*

عدد الأسهم المتداولة	سعر الأسهم	الأسهم
2000.000	15\$	A
3000.000	8 \$	B
2500.000	20\$	C



31/12/19X1 -\*

عدد الأسهم المتداولة	سعر الأسهم	الأسهم
2000.000	18\$	A
3000.000	10\$	B
2500.000	28\$	C

أحسب قيمة المؤشر في 31/12/19X1 مع افتراض أن أساس المؤشر هو 1000.

الحل:

$$I_{31/12/1941} = \left( \frac{18 + 10 + 28}{15 + 8 + 20} \right) \times 1000 = 1302.33$$

المؤشر ارتفع بـ 30.23 % ما بين تاريخ 31/12/19X0 و 31/12/19X1.

#### 11-5-4-2- المؤشرات المرجعية بعدد الأسهم المتداولة

وفق هذه الطريقة الحسابية، فأهمية كل شركة تدخل في تركيب المؤشر تتعلق بقيمته السوقية

لإجمالي الأسهم أي بمعنى عدد الأسهم المتداولة مضروب في قيمة السهم.

وقيمة هذا المؤشر في الزمن  $t$  تعطى وفق الصيغة الآتية:

$$I_t = \frac{\sum_{i=1}^n P_{it} \cdot n_{it}}{\sum_{i=1}^n P_{i0} \cdot n_{i0}} \times B$$

حيث:

$I_t$ : قيمة المؤشر في الزمن  $t$ .

$P_{it}$ : سعر السهم في الزمن  $t$ .

$P_{i0}$ : سعر السهم  $i$  في الزمن 0.

$n_{it}$ : عدد الأسهم المتداولة للشركة  $i$  في الزمن  $t$ .

$n_{i0}$ : عدد الأسهم المتداولة للشركة  $i$  في الزمن 0 يوم الأساس.

$B$ : الأساس المؤشر.

مثال:

نفس المثال السابق، أحسب قيمة المؤشر المرجح بعدد الأسهم.

الحل:

$$I_{31/12/1941} = \left( \frac{18(2000.000) + 10(3000.000) + 28(2500.000)}{15(2000.000) + 8(3000.000) + 20(2500.000)} \right) \times 1000 = 1307.69$$

المؤشر ارتفع بـ 30.77 % ما بين تاريخ 19X0/12/31 و 19X1/12/31.

## 12- استعراض لبعض المؤشرات العالمية

هناك العديد من المؤشرات المتعامل بها في البورصات العالمية يمكن تناول البعض منها وفق

الآتي:

### 1-12 مؤشر داو جونز Dow Jones

يعتبر مؤشر داو جونز الصناعي من أهم المؤشرات في العالم وأشهرها، ويعد الممثل الرئيسي للأسهم الأمريكية، يتم احتساب هذا المؤشر الذي انطلق عام 1897م، بجمع أسعار الثلاثين شركة التي يضمها المؤشر وقسمتها على 30 - عدد الشركات-، ولكن نظرا لتغير الشركات المكونة لمؤشر Dow على مدى السنين، حيث لم يبقى من الشركات الأصلية عدا شركة جنرال إلكتريك ( General Electric)، ونظرا لتغير أسعار هذه الشركات مع مضي الوقت بسبب تجزئة الأسهم، فإن المؤشر يحسب بقسمة مجموع الأسعار على رقم خاص يطلق عليه الرقم القاسم، والذي تساوي قيمته 0,30. وقد وجه لهذا المؤشر انتقادات عدة خاصة في طريقة حسابه، إذ أن الشركة ذات السعر المرتفع تؤثر على قيمة المؤشر بشكل أكبر من الشركات ذات السعر المتدني، ويعتبر هذا خلافا كبيرا في تصميم المؤشر. علاوة على كون عدد الشركات الداخلة في تركيبه قليل جدا مقارنة بعدد الشركات المقيدة في السوق الأمريكية. لكن بالرغم من ذلك لا يزال هذا المؤشر يتمتع بشعبية كبيرة ويعتمد عليه في تقدير وضع سوق الأسهم والاقتصاد الأمريكي بشكل عام.

### 2-12 مؤشر أس أند بي 500 (Standard and Poors) S&P5

يعتبر هذا المؤشر من المؤشرات التي تحظى باهتمام كبير من قبل المحترفين ومديري المحافظ، ذلك لكونه يمثل سوق الأسهم بشكل أشمل من مؤشر [داو جونز]، فهو يغطي 500 شركة من أكبر الشركات الأمريكية، والتي يتم اختيارها من عدد من القطاعات من قبل الشركة الراعية لهذا المؤشر. فهذا المؤشر يأخذ في حسابه سعر سهم كل شركة ويضربه بعدد الأسهم المصدرة، لذا تعد هذه الطريقة الأصح لحساب أي مؤشر، ذلك أنه من غير المعقول أن تتغير قيمة المؤشر بشكل كبير عندما يرتفع سهم شركة صغيرة. مثلما يحصل في مؤشر Dow Jones

وقد نسمع كثيرا عن مقارنة أداء المحافظ والصناديق الاستثمارية بأداء مؤشر SxP500، فإذا كان أداء محفظته خلال فترة معينة أعلى من أداء المؤشر كان ذلك دليل على قوة أداء المحفظة.

### 12-3- مؤشر [نازداك] Nasdaq

مؤشر [نازداك] من المؤشرات التي تحظى بمتابعة جيدة من قبل مستثمري شركات [نازداك] بشكل خاص لكونه يغطي جميع الشركات المسجلة لدى Nasdaq والتي يتجاوز عددها 5000 شركة، وجزء كبير منها يعتبر شركات ناشئة تختص بالتكنولوجيا والمنتجات الطبية، وهو من المؤشرات؟؟؟ التي تأخذ عدد أسهم الشركات في الحسبان، وعادة يستخدم هذا المؤشر لمعرفة توجه الشركات التقنية.

### 12-4- مؤشر ويلشاير 5000 Wilshire5000:

تحسب قيمة هذا المؤشر الذي بدء باحتسابه عام 1974م بطريقة احتساب مؤشر SxP500 نفسها، فهو يغطي تقريبا جميع الشركات الأمريكية وليس 5000 شركة كما يظهر في تسميته، لذا قد يكون المؤشر الأفضل لقياس أداء السوق الأمريكية بشكل عام.

### 12-5- مؤشر رسل 2000 Russel 2000:

مؤشر رسل 2000 يختص بمتابعة أداء الشركات الصغيرة التي قيمتها السوقية أقل من مليون دولار، ويحسب وفق طريقة حساب SxP500.

### 12-6- مؤشر CAC40:

وهو المؤشر الأكثر شهرة في بورصة باريس، حيث يتم احتسابه كل 30 ثانية من التاسعة صباحا إلى الخامسة والنصف مساء، بصفة مستمرة خاصة مع انتشار التسعيرة الإلكترونية والمعلومة المستمرة حول البورصة، فهذا المؤشر يجمع 40 نوعا من أسهم شركات تم اختبارها وفق خاصيتين، خاصية التركيز وخاصية الرسملة البورصية الكبيرة، كما أنّ هذا المؤشر يحسب وفق طريقة الترجيح بالسعر والكمية.

### 12-7- مؤشر CAC Next20:

هذا المؤشر يمثل أسهم 20 شركة ذات الرسملة الكبيرة إضافة إلى 40 شركة الداخلة في تركيب CAC40، يصبح بذلك مكوّن من 60 شركة ذات الرسملة المرتفعة والمتغيرة في السوق Euronext بباريس Paris، أمّا عن طريقة حسابه فهي نفسها مع تلك الخاصة بـ CAC40، كذلك تحديد تغييره يكون كل 30 ثانية خلال ساعات تداول البورصة، أما عن أساسه حدد بـ 3000 نقطة بتاريخ 2002/12/31.

12-8- مؤشر SBF120:

هو مؤشر يعرف في بورصة باريس PARIS يتمّ تحديد تغيره كل 30 ثانية خلال ساعات التداول يدخل في تركيبة أسهم 40 شركة المكونة لـ CAC40 بالإضافة لأسهم 80 شركة أخرى مشعرة في سوق Euronext. يتمّ مراجعة المؤشر كل ثلاثة أشهر معتمدين في ذلك على أربعة صفات.

13- سوق الأوراق المالية الكفاءة

يمكن تناول سوق الأوراق المالية الكفاءة من خلال ما يلي:

13-1- مفهوم سوق الأوراق المالية الكفاءة

يثير مفهوم سوق الأوراق المالية الكفاءة خلافا بين الاقتصاديين والمهتمين بها، وعلى الرغم من الخلاف السائد بينهم في تحديد وضبط هذا المفهوم، إلا انه استطاع الكثير منهم أن يستقر عند مفهوم واحد يمكن صياغته من خلال التعاريف الموالية:

التعريف الأول يرى أن سوق الأوراق المالية الكفاءة هي: "تلك السوق التي يعكس فيها سعر الورقة المالية جميع المعلومات المتاحة عنها، مما يؤدي إلى تساوي القيمة السوقية والقيمة الحقيقية للورقة المالية"<sup>60</sup>.

أما التعريف الثاني يرى أن سوق الأوراق المالية الكفاءة هي تلك السوق التي يعكس فيها سعر الورقة المالية التي تصدرها شركة ما كافة المعلومات المتاحة والمتوفرة عنها، مما يؤدي إلى ظهور ما يعرف السعر العادل للورقة المالية الذي يعكس قيمتها المحورية، حيث تكون هذه القيمة مساوية للقيمة السوقية"<sup>61</sup>.

كما يوجد تعريف آخر يرى أن سوق الأوراق المالية الكفاءة هي: السوق التي تستجيب أسعار الأوراق المالية في ظلها للتغيرات في نتائج تحليل المعلومات والبيانات المتدفقة للسوق مما يؤدي إلى حدوث استجابة سريعة، حيث تتساوى القيمة السوقية للورقة مع قيمتها الحقيقية أو المحورية"<sup>62</sup>.

<sup>60</sup> - شوقي السيد فوده، " نحو نموذج مقترح لتحليل العلاقة بين المعلومات المحاسبية المنشورة وسلوك أسعار الأسهم في بورصة الأوراق المالية المصرية"، أفاق جديدة، كلية التجارة جامعة المنوفية، مصر، العدد الرابع، أكتوبر 1998، ص: 175-176.

<sup>61</sup> - صلاح الدين حسن السيسى، (2003): بورصة الأوراق المالية: الأهمية، الأهداف، السبل، مقترحات النجاح، عالم الكتب، القاهرة، ص:

24.

<sup>62</sup> - رمضان الشراح، "أسواق الأوراق المالية"، (2000): المال والصناعة، بنك الكويت الصناعي، الكويت، العدد الثامن عشر، ص: 20.

من خلال التعاريف السابقة يمكن القول بأن سوق الأوراق المالية الكفأة هي تلك السوق التي تكون فيها المعلومات الضرورية متاحة لجميع المستثمرين من دون تكاليف أو بتكاليف منخفضة، مما يجعل أثر وصولها على أسعار الأوراق المالية مباشر، والفاصل الزمني بين تحليلها والحصول على نتائج بشأن قيم الأوراق المالية منعدم، وهو ما يضمن حدوث تغير فوري في السعر عاكسا ما تحمله المعلومات.

فهذا المفهوم يعبر عن الكفاءة الكاملة لسوق الأوراق المالية، أما الكفاءة الاقتصادية للسوق وتعني ضرورة مضي بعض من الوقت منذ وصول المعلومات إلى السوق حتى ظهور أثارها على أسعار الأوراق المالية، مما يجعل هناك فارق بين القيمة السوقية للورقة والقيمة الحقيقية لفترة صغيرة من الوقت دون تمكين المستثمرين من تحقيق عوائد غير عادية من وراء ذلك.

### 13-2- صيغ كفاءة سوق الأوراق المالية

هناك ثلاثة صيغ لكفاءة سوق الأوراق المالية، يمكن استعراضها من خلال مايلي:

#### 13-2-1- الصيغة الضعيفة

تشير الصيغة الضعيفة لكفاءة سوق الأوراق المالية إلى كون المعلومات التي تعكسها أسعار الأوراق المالية في السوق، هي معلومات تاريخية تتعلق بتقلب الأسعار وأحجام التداول في الفترات الماضية، وأن هذه الأسعار تسير بطريقة عشوائية من دون ارتباط، مما يعني أن حركة الأسعار في الماضي لا تشكل مرشدا لحركة الأسعار في المستقبل.<sup>63</sup>

ومنه فإن الأسعار السوقية للأوراق المالية لا تعكس المعلومات الحالية والحقيقية ولا توقعات المستقبل، ولكن تعكس الأسعار الماضية أو التاريخية فقط، وأن أي محاولة للتنبؤ بما ستكون عليه الأسعار في المستقبل من خلال دراسة التغيرات التي طرأت على أسعارها في الأيام أو الأشهر أو السنوات الماضية هي عديمة الجدوى.<sup>64</sup>

وفي ظل هذه الصيغة فإن المستثمر يمكنه تحقيق أرباح استثنائية من خلال طريقتين، هما:<sup>65</sup>

63 - شوقي السيد فوده ، مرجع سبق ذكره، ص: 177.

64 - علي حسين المقابلة وسمير فهي برهومة، "كفاءة سوق عمان المالية قطاع البنوك عند المستوى الضعيف"، الإدارة العامة، الأردن، العدد الرابع، جانفي 2002 ، ص ص: 754 - 755.

65 - نفس المرجع، ص: 754.

- إما أن يحصل المستثمر على معلومات خاصة غير منشورة ليست متاحة لغيره ضمن ظاهرة احتكار المعلومات.
- أو أن يكون بإمكانه تحليل البيانات والمعلومات المنشورة بكفاءة تفوق كفاءة غيره.
- ويتم اختبار الصيغة الضعيفة لكفاءة السوق من خلال ثلاث مداخل، وهي:
  - سلسلة الارتباط.
  - قواعد التصفية.
  - اختبار الأنماط الطارئة.

### 13-2-2- الصيغة المتوسطة

تفترض هذه الصيغة بان أسعار الأوراق المالية لا تعكس فقط المعلومات والمعطيات التاريخية الخاصة بأسعارها في الماضي، وإنما تعكس كافة المعلومات المنشورة والمتاحة للعامة سواء كانت معلومات خاصة بالمستوى الكلي للاقتصاد أو المستوى الجزئي الخاص بالشركة والقطاع الذي تنتمي إليه.<sup>66</sup>

وضمن هذه الصيغة تكون استجابة السوق للمعلومات التي وصلت إليها سريعة وأنية، وكلما زادت هذه السرعة دل ذلك على زيادة الكفاءة واستحالة على المستثمر تحقيق عوائد غير عادية من خلال دراسة وتحليل المعلومات، لأن الوقت المتاح للتحليل بهدف الوصول إلى قيمة حقيقية للأوراق المالية لا يكون كافياً، فقد تتدفق إلى سوق الأوراق المالية معلومات أخرى جديدة تحدث تغييراً ملحوظاً على أسعار الأوراق المالية وذلك قبل أن يصل المحلل إلى نتيجة المعلومات المحللة من قبل<sup>67</sup>.

### 13-2-3- الصيغة القوية

ترى هذه الصيغة أن المعلومات التي تعكسها أسعار الأوراق المالية في السوق هي جميع المعلومات العامة أو الخاصة، سواء كانت منشورة أي متاحة للجمهور عامة أو متاحة لفئة معينة من المساهمين أو المشاركين في مجلس الإدارة. وباختصار فالسوق القوية الكفاءة هي السوق التي تعكس فيها الأسعار كافة المعلومات السابقة والمعلومات المتوقعة في المستقبل القريب، مما يستحيل على أي

<sup>66</sup> - محمد صالح الحناوي، (2000): تحليل وتقييم الأسهم والسندات، الدار الجامعية، مصر، ص ص: 127-128.

<sup>67</sup> - شوقي السيد فوده، مرجع سبق ذكره، ص: 178.

مستثمر تحقيق عوائد غير عادية على حساب غيره من المستثمرين حتى ولو كان أكثر الخبراء في مجال الاستثمار والمال.<sup>68</sup>

### 13-3-3- خصائص سوق الأوراق المالية الكفاءة

لكي يحقق سوق الأوراق المالية هدفه المتمثل في التخصيص الكفاء للموارد المالية المتاحة، ينبغي أن تتوفر فيه جملة من السمات، أهمها:<sup>69</sup>

#### 13-3-1- المنافسة الكاملة في السوق

المنافسة الكاملة هنا يقصد بها عدالة السوق، حيث يجب أن يكون عدد المتعاملين في السوق كبير مما يمنع وجود قوى احتكارية على الأسعار، بحيث يصبح المشاركون متلقون للسعر بدلا من كونهم قادرين على فرضه. كما أن المنافسة الكاملة يجب أن تتيح فرصة متساوية لكل من يرغب في إبرام صفقات أو التعامل في السوق انطلاقا من تحقيق سيادة القوانين وتنظيم هيكل السوق.

#### 13-3-2- كفاءة التسعير

يطلق عليها أيضا الكفاءة الخارجية، ويقصد بها أن المعلومات الجديدة تصل إلى جميع المتعاملين في السوق دون فاصل زمني كبير ومن دون تكبد تكاليف باهظة، مما يجعل من أسعار الأوراق مرآة عاكسة لكافة المعلومات المتوفرة، وبهذا يصبح التعامل في هذه السوق بمثابة لعبة عادلة يكون في ظلها للجميع نفس فرصة تحقيق الأرباح، الشيء الذي يجعل الحصول على أرباح غير عادية على حساب الغير مستحيل.<sup>70</sup>

#### 13-3-3- كفاءة التشغيل<sup>71</sup>

ويطلق عليها أيضا الكفاءة الداخلية، ويقصد بها قدرة السوق على خلق توازن بين العرض والطلب دون أن يتكبد المتعاملون فيها تكلفة عالية للسمسة، ودون أن يتاح لصناع السوق فرصة لتحقيق هامش ربح مغالى فيه.

ولكي تعكس قيمة الورقة المالية المعلومات الواردة، ينبغي أن تكون التكاليف التي يتحملها المستثمر عند حدها الأدنى، مما يحفزها على بذل الجهد اللازمة للحصول على المعلومات الجديدة

68 - محمد صبح، (1996): التحليل المالي والإقتصادي للأوراق المالية، جامعة عين شمس، مصر، الطبعة الثانية، ص: 117.

69 - جمال جويدان الجمال، (2002): الأسواق المالية والنقدية، دار الصفاء للطباعة والنشر والتوزيع، عمان، ص: 41-42.

70 - عبد الغفار حنفي، (2000): الاستثمار في الأوراق المالية، الدار الجامعية، مصر، ص: 214-215.

71 - إيهاب الدسوقي، (2000): اقتصاديات كفاءة البورصة، دار النهضة العربية، القاهرة، ص: 34

وتحليلها مهما كان حجم التأثير الذي تحدثه على سعر الورقة المالية، حيث انه لو كانت التكاليف مرتفعة لكان العائد ضئيل ولا يكفي حتى لتغطية تلك التكاليف.

### 13-3-4- الأمن والأمان

ويقصد بالأمن والأمان توفير الحماية اللازمة من المخاطر سواء التجارية منها أو الغير تجارية التي يمكن أن يتعرض لها المستثمر وحماية السوق من كل الممارسات الغير أخلاقية التي تعدم عامل المنافسة وتؤدي إلى متهات تحول دون التخصيص الجيد للموارد.

### 13-3-5- العقلانية

يجب أن يكون المتعاملين في السوق هدفهم تحقيق الربح من خلال معالجة المعلومات واختيار البديل الاستثماري الأفضل، وقد يتم الاستعانة بمكاتب استشارة ذات خبرة في الاستثمار المالي من أجل تحقيق المنافسة الكاملة.

### 13-4-4- مرتكزات سوق الأوراق المالية الكفاءة

لا يمكن أن تتحقق كفاءة السوق على النحو الذي يسمح لها بتأدية الدور المنوط بها في المجتمع الذي أسست فيه إلا بتوافر جملة الشروط والدعائم، وهي:<sup>72</sup>

### 13-4-1- كفاءة تنظيم السوق

هناك العديد من العوامل التي تسهم في تحديد الكفاءة التنظيمية للسوق، والتي يمكن شرحها فيما يلي:

### 13-4-1-1- وجود إطار تنظيمي واضح المعالم خاص بالسوق

حيث يتم تضمين هذا الإطار التنظيمي في دليل يوضح القواعد التنظيمية المتعلقة باختصاصات السوق، وكذا صلاحيات ومسؤوليات المشرفين على أدارتها.

### 13-4-1-2- تنظيم مهنة الوساطة

يقضي تنفيذ مختلف أوامر البورصة حسب ما تم توضيحه سابقا تحديد صلاحيات ومسؤوليات الوسطاء الماليين، وإحكام عملية الرقابة الصارمة على هذه المهنة -مهنة الوساطة-، بما يوفر نشر أسعار عرض وطلب الأوراق المالية وتقديم خدمات الاستشارة بكفاءة وأمانة عاليتين.

72 - محمد براق، مرجع سبق ذكره، ص: 193.



وبهدف تحقيق التنظيم الكفاء لمهنة الوساطة ينبغي توفير عدد من الضوابط التي يمكن حصرها فيما يلي:

- وضع ميثاق أخلاقيات مهنة الوساطة.
- تحديد شروط ممارسة مهنة الوساطة.
- ضرورة وجود اتحاد للمهنة يعمل على تنظيم أدائها ومراقبة أعمالها.

### 13-4-1-3 كفاية التشريعات والتزام بتطبيقها

يتطلب التنظيم المحكم لسوق الأوراق المالية وضع تشريعات ملائمة وضرورية تستوعب هذه السوق سواء في حاضرها أو مستقبلها، حيث تمكن هذه التشريعات السوق من مسايرة توسعها الطبيعي سواء تعلق الأمر باستقطاب متعاملين جدد أو قدرتها في الرفع من حجم تداولها.

غير أن سن التشريعات وحده لا يكفي لتحقيق كفاءة سوق الأوراق المالية، وإنما يتطلب التطبيق الفعلي لهذه القوانين والتشريعات، وكذا السهر والالتزام بتطبيق كافة القرارات واللوائح التنظيمية الموضوعة من طرف الجهات الوصية على الورق قصد تطويرها وتحسين أدائها.

### 13-4-1-4 تحقيق رقابة الأجهزة المختصة

يتم تحقيق أو القيام بعملية الرقابة من طرف الجهات الوصية على السوق، وكذا اللجان التي يتم تكوينها لغرض المراقبة من قبل أصحاب المهنة.

وتعنى الأجهزة الرقابية في السوق بعدد من المسائل يمكن ذكر أهمها فيما يلي:

- التأكد من الوجود الفعلي للشركات المقيدة بالسوق.
- الإشراف على صنع أنظمة السوق المالية، والعمل على تطويرها باستمرار، ومراقبة عمليات التداول عن كتب.
- مراقبة مدى تطبيق التشريعات واللوائح التنظيمية المتعلقة بالسوق.
- مراقبة مهنة الوساطة ومدى التزام أصحابها بتنفيذ مهامهم.
- وجود شروط الإدراج للأوراق المالية للشركات على لائحة السوق الأوراق المالية.
- مراقبة مهنة محافظ الحسابات، والتحقق من مدى بذل الفعالية المهنية من قبل المختصين على النحو الذي يضمن عملية الإفصاح عن المعلومات المالية بشكل دقيق وسليم.

- يخضع تداول الأشخاص لأنظمة ومتطلبات إفصاح محددة، وأن يتم مراقبة متاجرة هؤلاء بالأوراق المالية للشركات التي يعملون فيها للتأكد من دعم استغلالهم لمعلومات متاحة لهم فقط بحكم وظائفهم لتحقيق أرباح سريعة.

#### 13-4-2- الكفاءة التقنية لسوق الأوراق المالية

تتحقق الكفاءة التقنية لسوق الأوراق المالية بتوافر جملة من العوامل المساعدة على تحقق ذلك، والتي يمكن حصرها فيما يلي:<sup>73</sup>

#### 13-4-2-1- التنوع في الأدوات المالية

وذلك عن طريق تنوع السوق بالأوراق المالية سواء كانت هذه الأوراق محلية أو دولية، مما يسمح للمستثمرين من تنوع محافظهم الاستثمارية من حيث تنوع المخاطر والعوائد.

#### 13-4-2-2- إيجاد نظام واضح خاص بالعمليات العاجلة والآجلة و آخر للمقاصة والتسويات

إن نظام التسيير في السوق الكفاء مبني على أساس آليات العرض والطلب، وهذا ما يمنح للمتعاملين صوتاً لحقوقهم من أي تعسف قد يحدث من طرف الوسيط فيما يخص تنفيذ الأوامر من جهة، ومن جهة أخرى التنظيم الجاد للعمليات الآجلة وإجبار كل الأطراف المتعاملة في السوق بتطبيق ما هو واجب عليهم من نقل للملكية وتنفيذ كلي للعمليات، من شأنه أن يساهم في جزء من الكفاءة التقنية للسوق المالية.

#### 13-4-2-3- التأكيد على استمرارية التعامل في الأوراق المتداولة

تتشرط كفاءة السوق تحقيق التعامل المستمر على الأوراق المالية وذلك بهدف توفير السيولة الكافية لعمليات التعامل، مما يفرض الانعقاد الدوري للسوق وامتيازها بالحركية الدائمة مع الأخذ بعين الاعتبار إنهاء الصفقات في ظرف زمني معقول وبتكاليف مقبولة.

إن أهم ما يساعد على تحقيق سيولة الأوراق المالية وخاصة تلك التي تتميز بمحدودية تداولها هو إيجاد صناع للسوق، الذين يقومون بتحريك السوق عند هدوء التعامل ويؤمنون سوقاً مستمرة ونشطة في الأسهم، مما يجعلهم يساهمون في ترقية الخدمات المقدمة من الوساطة المالية، وذلك من خلال تنشيط

73 - نفس المرجع، ص ص: 194-195.

عملية تداول الأوراق المالية انطلاقاً من مرحلة الإصدار عن طريق التغطية والتوزيع والتسويق الجيد للأوراق المالية.<sup>74</sup>

ويلعب صناع السوق دوراً مهماً في عمليات إصلاح السوق ومعالجة السلبيات التي يمكن أن تتولد من جراء التعامل في سوق الأوراق المالية.

### 13-4-3- الكفاءة الإعلامية للسوق<sup>75</sup>

تعتبر الكفاءة الإعلامية للسوق عن الكفاءة الخارجية، وتعتبر دعامة أساسية تسهم في المحافظة على أسعار السوق وتحقيق الكفاءة المطلوبة لها.

ففي ظل سوق كفاً فإن النظام الإعلامي للسوق ينعكس في تحرك أسعار وأحجام تداول الأوراق المالية، مما يساهم في مساعدة المستثمرين من تحسين اتخاذ قراراتهم الاستثمارية ولإلزام بجوانب الكفاءة الإعلامية.

لذلك نجد أن الإفصاح عن المعلومات المتعلقة بالأوراق المالية شريطة أن تكون هذه المعلومات سليمة ودقيقة وغير مضللة يمكن المستثمرين من اتخاذ قرارات استثمارية رشيدة وسديدة.

### 13-5- اتجاهات رفع كفاءة سوق الأوراق المالية

باعتبار أن السوق الأمريكية تحتل الصدارة العالمية بخصوص القوة والكفاءة فإن أهم الإصلاحات والإجراءات التي اتبعت لرفع الكفاءة، تتمثل في ما يلي:<sup>76</sup>

#### 13-5-1- عمولة السمسرة

كان النظام المعمول به قبل أول ماي 1975 هو نظام العمولة الثابتة وبعد إصلاحات MayDay أصبح مبلغ العمولة محلاً للتفاوض بين السمسار، وقد سمحت هذه الطريقة للمستثمرين الكبار من تحقيق وفورات كبيرة بما يؤدي إلى زيادة السيولة ومن ثم رفع كفاءة السوق.

#### 13-5-2- إدخال أدوات مستحدثة للتعامل

من هذه الأدوات يمكن الذكر على سبيل المثال نظام إلكتروني لإبلاغ الأوامر ونقلها بين السمسار والمتخصص في خلال وقت قياسي، حيث وفقاً للإحصائيات فإن حوالي 45% من الصفقات في بورصة نيويورك تتم عن طريق ذلك النظام الشيء الذي يترتب عنه رفع الكفاءة.<sup>77</sup>

<sup>74</sup> - نوزاد الهيبي، مرجع سبق ذكره، ص: 108

<sup>75</sup> - محمد براق، مرجع سبق ذكره، ص: 195-198.

<sup>76</sup> - نفس المرجع، ص: 224.

13-5-3- السوق الموحد<sup>78</sup>

في محاولة منه لرفع كفاءة سوق الأوراق المالية أدخل الكونجرس الأمريكي في عام 1975 تعديلات على قوانين الأوراق المالية والبورصة، منح بها صلاحية التصرف من أجل توحيد كافة أسواق الأوراق المالية- المنظمة وغير المنظمة- في سوق قومي واحد، وذلك من خلال ربط كافة الأسواق بشبكة اتصال إلكترونية.

وفي هذا الصدد يقوم السوق الموحدة على أربعة ركائز أساسية هي:

13-5-3-1- مركزية التقارير والمعلومات

تتطلب هذه المركزية وجود شريط موحد للحاسوب تسجل عليه كافة التقارير التي أبرمت على ورقة مالية مسجلة.

13-5-3-2- مركزية المعلومات والأسعار

وهو ما يتيح الفرصة للمتعاملين في سوق ما بالتعرف على أسعار البيع وأسعار الشراء الذي نفذت بها الصفقات لدى كل صانع سوق، مما يتيح للسماسرة أداء خدمة جيدة لعملائهم وتنفيذ الأوامر بأكبر ربح وأقل خسائر.

13-5-3-3- مركزية دفتر الأوامر المحددة

ونعني أن تسجيل كافة الأوامر المحددة لكافة صناع السوق في البورصات في دفتر واحد يحفظ في الحاسب المركزي، مما يجعل المنافسة شديدة وهو ما يعني كفاءة أعلى للسوق.

13-5-3-4- المنافسة الحرة

بمعنى أن لا يقتصر التعامل في الأوراق المالية على عدد محدود من المتخصصين يساعد على سرعة وصول المعلومات إلى المتعاملين، إضافة إلى تخفيض هامش الربح الذي يطلبه صناع السوق مما يحقق سيولة أكبر ويرفع من كفاءة السوق.

<sup>77</sup> - منير إبراهيم هندي، (1999): الأوراق المالية وأسواق رأس المال، منشأة المعارف، الاسكندرية، ص: 565.

<sup>78</sup> - نفس المرجع، ص: 567.

# المراجع

## المراجع

## 1- المراجع باللغة العربية

- 1- صالح مفتاح، (2005): النقود والسياسة النقدية، دار الفجر للنشر والتوزيع، القاهرة.
- 2- عبد المجيد قدي، (2003): المدخل إلى السياسات الاقتصادية الكلية: دراسة تحليلية تقييمية، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر.
- 3- عبد الحق بوعتروس، (2003): المدخل للاقتصاد النقدي والمصرفي، مطبعة جامعة منتوري، قسنطينة.
- 4- بسام الحجار وعبد الله رزق، (2010): الاقتصاد الكلي، دار المنهل اللبناني، لبنان.
- 5- إسماعيل محمد دعبس، (2012): السياسات الاقتصادية - بين النظرية والتطبيق -، الجزء الاول، دار اليازوري، الأردن.
- 6- بلعزوز بن علي، (2004): محاضرات في النظريات والسياسات النقدية، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر.
- 7- عبد المجيد قدي، (2003): المدخل إلى السياسات الاقتصادية الكلية، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر.
- 8- مروان عطون، (1989): النظريات النقدية، دار البعث، قسنطينة.
- 9- محمد عزت عزلان، (2002): اقتصاد النقود والمصارف، دار النهضة العربية، لبنان.
- 10- مصطفى رشدي شيحة، (1996): اقتصاديات النقود والمصارف والمال، دار المعرفة الجامعية، السويس، ط 6.
- 11- باسم حجار، (2006): الاقتصاد النقدي والمصرفي، دار المنهل اللبناني، بيروت.
- 12- رسمية قزياقص وعبد الغفار حنفي، (1997): الأسواق والمؤسسات المالية والبنوك وشركات التأمين والبورصات وصناديق الاستثمار، مركز الاسكندرية للكتاب، مصر.
- 13- عبد الفتاح عبد السلام، محمد الصالح الحناوي، (1998): المؤسسات المالية البورصة والبنوك التجارية، الدار الجامعية، مصر.
- 14- أحمد أبو الفتوح الناقية، (1998): نظرية النقود والبنوك والأسواق المالية: مدخل حديث للنظرية النقدية والأسواق المالية، مؤسسة شباب الجامعة، مصر.
- 15- منير إبراهيم هندي، (1999): إدارة الأسواق والمنشآت المالية، منشأة المعارف، الاسكندرية.
- 16- السيدة عبد الفتاح عبد السلام ومحمد صالح الحناوي، مرجع سبق ذكره.
- 17- زينب حسين عوض الله، (1994): اقتصاديات النقود والمال، الدار الجامعية، مصر.

- 18- د. محمد براق، (1998): بورصة القيم المتبادلة ودورها في تحقيق التنمية مع دراسة حالة الجزائر، الجزء الأول، رسالة مقدمة لنيل درجة دكتوراة الدولة في العلوم الاقتصادية، معهد العلوم الاقتصادية، جامعة الجزائر.
- 19- مأمون إبراهيم السيد، "أسواق الأوراق المالية العربية: واقعها وإمكانيات تطويرها والربط فيما بينها"، (1988): سلسلة الدراسات الاستثمارية، المؤسسة العربية لضمان الاستثمار، الكويت.
- 20- عبد المنعم محمد مبارك ومحمود يونس، (1996): اقتصاديات النقود والصيرفة والتجارة الدولية، الدار الجامعية، الإسكندرية.
- 21- محفوظ جبار، (2002): أسواق الأوراق المالية، دار هومة، الجزائر.
- 22- حسن علي خريوش وعبد المعطي رضا أرشيد ومحمود أحمد جودة، (1998): الأسواق المالية، دار زهوان، عمان.
- 23- أحمد بوراس، (2002): أسواق رؤوس الأموال، مطبوعات جامعة منتوري، قسنطينة.
- 24- محمد عبده محمد مصطفى، (1998): تقييم الشركات والأوراق المالية لأغراض التعامل في البورصة، الدار الجامعية، مصر.
- 25- مصطفى رشيد شيحة، (1996): اقتصاديات النقود والمصارف المالية، دار المعارف الجامعية، مصر.
- 26- منير إبراهيم هندي، (1999): أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية، منشأة المعارف، الاسكندرية.
- 27- محمد الصالح الحناوي وعبد الفتاح عبد السلام، (1998): المؤسسات المالية: البورصة والبنوك التجارية، الدار الجامعية، مصر.
- 28- حسن وفاء محمد عبد الباسط، (1996): بورصة الأوراق المالية ودورها في تحقيق أهداف تحول مشروعات قطاع الأعمال إلى الملكية الخاصة، دار النهضة العربية، مصر.
- 29- جويدان الجمل، (2002): الأسواق المالية والنقدية، دار الصفاء للطباعة والنشر والتوزيع، عمان.
- 30- عبد الغفار حنافي ورسمية قرياقص، (2000): أسواق المال، الدار الجامعية، مصر.
- 31- محفوظ جبار، (2002): تنظيم وإدارة البورصة، دار هومة، الجزائر.
- 32- شوقي السيد فوده، " نحو نموذج مقترح لتحليل العلاقة بين المعلومات المحاسبية المنشورة وسلوك أسعار الأسهم في بورصة الأوراق المالية المصرية"، أفاق جديدة، كلية التجارة جامعة المنوفية، مصر، العدد الرابع، أكتوبر 1998.
- 33- صلاح الدين حسن السيسى، (2003): بورصة الأوراق المالية: الأهمية، الأهداف، السبل، مقترحات النجاح، عالم الكتب، القاهرة.

- 34- رمضان الشراح، "أسواق الأوراق المالية"، (2000): **المال والصناعة**، بنك الكويت الصناعي، الكويت، العدد الثامن عشر.
- 35- علي حسين المقابلة وسمير فهي برهومة، "كفاءة سوق عمان المالية قطاع البنوك عند المستوى الضعيف"، **الإدارة العامة**، الأردن، العدد الرابع، جانفي 2002 .
- 36- محمد صالح الحناوي، (2000): **تحليل وتقييم الأسهم والسندات**، الدار الجامعية، مصر .
- 37- محمد صبح، (1996): **التحليل المالي والإقتصادي للأوراق المالية**، جامعة عين شمس، مصر، الطبعة الثانية.
- 38- جمال جويدان الجمال، (2002): **الأسواق المالية والنقدية**، دار الصفاء للطباعة والنشر والتوزيع، عمان.
- 39- عبد الغفار حنفي، (2000): **الاستثمار في الأوراق المالية**، الدار الجامعية، مصر .
- 40- إيهاب الدسوقي، (2000): **اقتصاديات كفاءة البورصة**، دار النهضة العربية، القاهرة.
- 41- منير إبراهيم هندي، (1999): **الأوراق المالية وأسواق رأس المال**، منشأة المعارف، الاسكندرية.
- 2- المراجع باللغة الأجنبية**

- 1- D. Begg, S.Fisher, R. Dornbusch, (2002): **Macro economie**, 2<sup>ème</sup> edition, Dunod, Paris.
- 2- Paul – jacques Lehmann , (1999 ): **Economie monétaire , théories et politique** ,Editions du seuil .
- 3- J-C.Vanhorne, **Principes de gestion financière** , Economica, paris, 6<sup>ème</sup> édition.
- 4- P. Navette,(1992) : **Instruments et marchés financiers**, Editions management, Paris, p.
- 5- P.Lamy, (1995) : **Les bours des valeurs**, Economica, Paris.
- 5- A.Choinel & G.Rouyer , (2002) : **Le marché financier: structures et acteurs**, Edition .revue banque, Paris, 8<sup>ème</sup> édition