



جامعة الجزائر 3

كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير

قسم: علوم التسيير

مطبوعة بعنوان:

# الإقتصاد النقدي وأسواق رأس المال

موجهة لطلبة السنة الثانية ليسانس LMD

قسم علوم التسيير والعلوم الاقتصادية والعلوم التجارية

جذع مشترك، السداسي الرابع

إعداد الأستاذة: نعيمة العربي

السنة الجامعية: 2021/2020



الفهرس:

ص	العنوان
أ	مقدمة
1	المحور الأول: مدخل للإقتصاد الحقيقي والإقتصاد النقدي
2	تمهيد
3	أولاً-مرحلة الإكتفاء الذاتي
3	ثانياً-مرحلة المقايضة
5	ثالثاً-مرحلة بداية ظهور الإقتصاد النقدي
7	خلاصة
8	المحور الثاني: إطار نظري عام حول النقود-المفهوم الأشكال الوظائف والتطورات-
9	تمهيد
10	أولاً-تعريف النقود وأهميتها
12	ثانياً-الأشكال المختلفة للنقود
18	ثالثاً- وظائف النقود
21	رابعاً- التأثير الإقتصادي للنقود
23	خلاصة
24	المحور الثالث: الأنظمة النقدية المختلفة
25	تمهيد
26	أولاً- مفهوم النظام النقدي
26	ثانياً- خصائص النظام النقدي
27	ثالثاً- الأنواع المختلفة للأنظمة النقدية
34	خلاصة
35	المحور الرابع: النظريات المفسرة للنقود
36	تمهيد
37	أولاً- النظريات الكلاسيكية
40	ثانياً-النظريات الكينزية
43	ثالثاً-النظريات الحديثة
45	خلاصة

46	<b>المحور الخامس: الكتلة النقدية ومقابلاتها</b>
47	تمهيد
48	أولاً- مفهوم الكتلة النقدية وأهم عناصرها
49	ثانياً- مقابلات الكتلة النقدية
51	ثالثاً- المجمعات النقدية
52	خلاصة
53	<b>المحور السادس: السياسة النقدية</b>
54	تمهيد
55	أولاً- مفهوم السياسة النقدية، أنواعها أهدافها وأهم أدواتها
62	ثانياً- سياسات المؤسسات البنكية
66	خلاصة
67	<b>المحور السابع: الوساطة المالية</b>
68	تمهيد
68	أولاً: ماهية الوساطة المالية
73	ثانياً- طبيعة وأنواع مؤسسات الوساطة المالية
80	خلاصة
81	<b>المحور الثامن: إطار نظري عام حول الأسواق المالية</b>
82	تمهيد
83	أولاً- المفاهيم العامة للنظام المالي والأسواق المالية
92	ثانياً- هيكل وأقسام الأسواق المالية
94	ثالثاً- كفاءة الأسواق المالية
102	خلاصة
103	<b>المحور التاسع: الأسواق النقدية</b>
104	تمهيد
105	أولاً- مفهوم الأسواق النقدية
107	ثانياً- أنواع وأقسام الأسواق النقدية
112	خلاصة
113	<b>المحور العاشر: أسواق رأس المال</b>

114	تمهيد
115	أولاً- مفهوم أسواق رأس المال
117	ثانياً- أنواع أسواق رأس المال
121	ثالثاً- أدوات التعامل في أسواق رأس المال
130	خلاصة
131	المحور الحادي عشر: الأسواق الآجلة وأسواق العملات
132	تمهيد
133	أولاً- مفهوم المشتقات المالية وأهم أنواعها
137	ثانياً- مفهوم أسواق العملات
139	خلاصة
140	المحور الثاني عشر: بورصة الأوراق المالية
141	تمهيد
142	أولاً- مفهوم بورصة الأوراق المالية
143	ثانياً- وظائف بورصة الأوراق المالية
146	ثالثاً- تنظيم بورصة الأوراق المالية
149	خلاصة
150	المحور الثالث العاشر: الأسواق المالية الدولية
151	تمهيد
152	أولاً- شروط قيام الأسواق المالية الدولية
152	ثانياً- مفاهيم عامة حول البورصات المتقدمة
159	ثالثاً- مفاهيم عامة حول البورصات الناشئة
166	خلاصة
167	خاتمة
168	المراجع

## مقدمة:

تمثل النقود الأداة الرئيسة لتسهيل عملية التبادل في أي اقتصاد كان، فهي ذات أهمية كبيرة باعتبارها الوسيلة الفعالة والمحرك الأساسي لكل نشاط الاقتصاد، فمن خلال وظائفها قوم بدور كبير في التبادل، ويعتبر مقياس الإقتصاد النقدي وأسواق رأس المال أحد الجوانب الهامة والفعالة من مجال أوسع هو مجال الأسواق المالية، وبالتالي فهو يعتبر من المقاييس المهمة التي تسمح للطالب بالإلمام بجميع الجوانب التي تفسر مختلف المفاهيم الأساسية المتعلقة بالإقتصاد النقدي من خلال توضيح مختلف مراحل ظهور النقود أهم وظائفها وأنواعها، النظريات والأنظمة النقدية التي تميزه وغيرها من المفاهيم ذات الصلة بإصدار النقود وآليات التعامل بها، هذا إلى جانب أهمية أسواق رأس المال ودورها في تحويل الأموال بين الفئات الإقتصادية المختلفة.

تناولت هذه المطبوعة ملخصات لدروس مقياس "الإقتصاد النقدي وأسواق رأس المال" المبرمج في السداسي الثالث جذع مشترك لجميع الشعب في ميدان العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير، وهي تجمع في محتواها مجموعة هامة من المعلومات المنتقاة وفق المقرر الوزاري، حيث سنقدم محتوى هذا المقياس بطريقة واضحة ودقيقة تمكّن الطالب من اكتساب المعارف الأساسية المتعلقة بالمقياس، كما تمكّنه أيضا من إسقاط هذه المعارف على الجانب الميداني مستقبلا.

ولهذا تضمنت هذه المطبوعة مجموعة المحاور التالية:

- 1- مدخل للإقتصاد الحقيقي والإقتصاد النقدي
- 2- إطار نظري عام حول النقود-المفهوم الأشكال الوظائف والتطورات-
- 3- الأنظمة النقدية المختلفة
- 4- النظريات المفسرة للنقود
- 5- الكتلة النقدية ومقابلاتها
- 6- السياسة النقدية
- 7- الوساطة المالية
- 8- إطار نظري عام حول الأسواق المالية
- 9- الأسواق النقدية
- 10- أسواق رأس المال
- 11- البورصات الآجلة وأسواق العملات
- 12- بورصة الأوراق المالية
- 13- الأسواق المالية الدولية

حيث تضمن القسم الأول من هذا المقياس مختلف المفاهيم الأساسية المرتبط بالإقتصاد النقدي، وقد إحتوى هذا الجزء على ستة محاور، حيث اهتم المحور الأول بتوضيح المفاهيم الأساسية المتعلقة بالإقتصاد الحقيقي والإقتصاد النقدي، وذلك من خلال تفسير ظروف نشأتها ومراحل تطورها، وفي المحور الثاني تم التعرف على النقود كأداة أساسية لتسهيل عمليات التبادل ومختلف العوامل والمراحل التي ساهمت في ظهورها، وقد ارتبط المحور الثالث بالأنظمة النقدية المختلفة التي تميز بها الإقتصاد النقدي، كما تناول المحور الرابع النظريات المفسرة للنقود من خلال دور ووظائف النقود حسب النظريات الكلاسيكية والكنزية والنظريات الحديثة، وقد تطرق المحور الخامس إلى الكتلة النقدية ومقابلاتها باعتبارها وأنواع ووسائل الدفع المتاحة والتي يتم تداولها على مستوى النظام النقدي، وفي المحور السادس تم عرض أهمية وأهداف السياسة النقدية ومختلف أنواعها ومختلف الأدوات التي تتعامل به.

أما الجزء الثاني من هذا المقياس فقد تعرض إلى مجموعة من المفاهيم الأساسية المرتبطة بأسواق رأس المال، حيث تضمن هذا الجزء سبعة محاور إنطلقت من توضيح أهمية الوساطة المالية ودورها في النشاط الإقتصادي وهذا في المحور السابع الذي أوضح أهمية الوساطة المالية أنواعها ومختلف الوظائف التي تقوم بها بصفتها من بين الجهات الفاعلة في الأنظمة النقدية والمالية، وجاء المحور الثامن لتقديم توضيح مكانة الأسواق المالية ضمن النظام المالي وأهميتها في تحويل الأموال، وقد إهتم المحور التاسع بـ الجوانب النظرية للأسواق النقدية وذلك من خلال المفهوم الأسواق النقدية والأنواع والأقسام الأسواق ومختلف الأدوات المتداولة على مستواها، كذلك إحتوى المحور العاشر على مفهوم أسواق رأس المال أنواعها ومختلف الأدوات التي يتم التعامل بها على مستواها التي تتميز بها نقوم أما المحور الحادي عشر فقد إهتم بتوضيح المفاهيم الأساسية المتعلقة بالبورصات الآجلة وأسواق العملات، وفي المحور الثاني عشر فقد تم توضيح المفاهيم الأساسية المتعلقة ببورصة الأوراق المالية باعتبارها تمثل جزءا مهما من السوق المالية في عملية التمويل، أما الحور الثالث عشر فقد إستعرض مجموعة من المفاهيم حول البورصات المتقدمة والبورصات الناشئة، وذلك من خلال التطرق إلى أهم الخصائص التي تميزها وموقعها في النظام المالي العالمي.

## المحور الأول: مدخل للإقتصاد الحقيقي والإقتصاد النقدي

يهدف هذا المحور إلى توضيح المفاهيم الأساسية المتعلقة بالإقتصاد الحقيقي والإقتصاد النقدي، وذلك من خلال تفسير ظروف نشأتها ومراحل تطورها، وذلك من خلال توضيح:

أولاً-مرحلة الإكتفاء الذاتي

ثانياً-مرحلة المقايضة

ثالثاً-مرحلة بداية ظهور الإقتصاد النقدي



### تمهيد:

يتعلق الإقتصاد الحقيقي بالأصول العينية التي تتمثل في كل الموارد الحقيقية التي تشبع الحاجات بطريقة مباشرة (السلع الإستهلاكية كالطعام والملبس) أو بطريقة غير مباشرة (السلع الإستثمارية كالألات)، وإذا كان الإقتصاد الحقيقي يمثل القيمة الحقيقية للإقتصاد وأساس الحياة، إلا أنه لا يكفي وحده بل لا بد أن يزود بأدوات تسهل عمليات التبادل، إذ أخذت تلك الأدوات عبر الزمن مراحل وتطورت حتى وصلت إلى أهمها وأشهرها في العصر الحديث والتي تتمثل في الأدوات المالية ولتي يعود تطورها بظهور النقود. وقد مرت النقود بمراحل عديدة عبر الزمن، إلا أنه يجب الإشارة إلى المراحل هامة قبل ظهور النقود والتي دفعت المجتمعات إلى التفكير في الأنظمة النقدية والتي شكلت مراحل تطور النشاط الإقتصادي.

## أولاً-مرحلة الإكتفاء الذاتي:

في السابق كان الإنسان يعرف نوعين من الموارد الإقتصادية هما الموارد الطبيعية مثل الأرض والموارد البشرية التي يعتبر الإنسان نفسه المصدر لها، فقد كان النشاط الإقتصادي في المجتمعات القديمة يتم بغرض الإستهلاك الذاتي حيث يتم إنتاج ما يحتاج إليه من سلع وخدمات تكفي لإشباع الحاجات دون أن يكون فائض يمكن مبادلتها، وهو ما يعني بأن التبادل لم يكن موجود آنذاك.

غير أنه مع مرور الزمن ونمو حجم السكان وتطور الفكر الإنساني، ظهر التخصص في الإنتاج (مثلاً واحد يزرع القطن والآخر القمح) والإتجاه نحو فكرة التخصص وتقسيم العمل، وبذلك ظهر فائض من السلع لدى الوحدات المنتجة وظهرت حاجات لهذه الوحدات تريد إشباعها، أي أنه ظهرت الحاجة إلى مبادلة الفائض عن الإستهلاك الذاتي بالأشياء التي ينتجها الآخرون، وكان هذا هو نشأة التبادل وأول صور التبادل هو نظام المقايضة الذي تولد عن مبادلة المنتجات بشكل مباشر والذي كان هدفه إشباع قدر ممكن من الحاجات.

وقد أرجع العديد من المؤرخين أن تاريخ التطور الإقتصادي مرتبط بظاهرة التبادل، فقد أوضح عالم الإقتصاد "أدم سميث" عندما تم بناء النظرية الإقتصادية المتعلقة بفكرة التخصص وتقسيم العمل بين الأفراد والتي ساهمت في زيادة الإنتاجية والكفاءة: بأن التخصص في الإنتاج يؤدي إلى زيادة الإستهلاك وبالتالي وجود ظاهرة التبادل.

## ثانياً-مرحلة نظام المقايضة:

يعتبر نظام المقايضة أول صور التبادل التجاري وهو يعني عملية تبديل لكمية من سلع بكمية مختلفة من سلع أخرى، بين إثنين بدون طرف ثالث وبدون وحدة حساب مشتركة. وبالتالي فإن نظام المقايضة يعبر عن مبادلة سلعة بسلعة أخرى أو بخدمة أخرى يكون الفرد بحاجة إليها، وهو ما أدى إلى إلتقاء المنتج بالمستهلك مباشرة دون وسيط.<sup>1</sup>

ومع تطور النشاط الإقتصادي وظهور الملكية الخاصة والتخصص في العمل وتقسيمه، إزداد الفائض من المنتجات وتنوعت أشكالها وزاد عددها، وهو ما أدى إلى تراجع النظام التجاري القائم على المقايضة عن دوره في تسهيل التبادل التجاري،<sup>2</sup> فواجه نظام المقايضة عدة صعوبات وهو ما فرض على البائع والمشتري ضرورة إيجاد الحلول اللازمة قبل إتمام عملية المبادلة، وتتمثل تلك الصعوبات فيما يلي:<sup>3</sup>

<sup>1</sup> - ضياء مجيد، "الإقتصاد النقدي-المؤسسات النقدية، البنوك التجارية، البنوك المركزية-"، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية، 2008، ص: 13.

<sup>2</sup> - سعيد سامي الحلاق، محمد محمود العجلوني، "النقود والبنوك والمصارف المركزية"، دار اليازوري للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2010، ص: 20.

<sup>3</sup> - ضياء مجيد، مرجع سبق ذكره، ص ص: 16-20.

1- صعوبة تحقيق التوازن الثنائي الرغبات: أي تلاقي رغبة البائع مع رغبة المشتري في نفس الوقت، أي لا يجد البائع من يرغب في السع أو الخدمات أو لا يملك في ذات الوقت سلع أو خدمات يبحث عنها عند المشتري، فالقيام بعملية المبادلة يتوجب على المبادل بذل الجهد والوقت للعثور على الطرف المكمل لهذه العملية،<sup>1</sup> وهو ما يؤدي إلى ضياع كبير في الجهد والوقت.

هذا بالإضافة إلى عدم قابلية بعض السلع للتجزئة، حيث أن الكثير من السلع تتميز بحجمها الكبير وارتفاع قيمتها وقد لا يرغب أصحابها إستبدالها بكميات كبيرة من سلعة واحدة، وبالتالي واجه نظام المقايضة صعوبة تجزئة بعض السلع، فكما يوجد عدد من أنواع السلع يمكن تجزئتها إلى كميات صغيرة دون إهلاكها، مثل القمح والفاكهة والزيوت كان هناك عدد آخر من السلع التي يصعب بل يستحيل تجزئتها مثل الحيوانات والمنازل.<sup>2</sup>

2- عدم وجود وحدة عامة مشتركة يمكن بها قياس قيم السلع والخدمات أي وحدة قياس، وبالتالي كان لا بد من تحديد معدل إستبدال يتفق عليه كل من البائع والمشتري عن كل عملية مبادلة، مثلاً إذا وجدت أربع سلع وخدمات لكان علينا أن نحدد لكل سلعة أو خدمة ثلاثة قيم: كيلو سلعة = 1 مقدار من سلعة 2 أو 02 مقدار من سلعة 3 أو 10/1 من سلعة 3 أو خدمة 4.<sup>3</sup>

3- عدم وجود شيء يحظى بالقبول العام يستخدم عند تسديد المدفوعات الآجلة: فنظام المقايضة يعجز عن تقديم وسيلة صالحة لاختزان القيم، لأنه إذا زاد انتاج الفرد سيضطر إلى تخزينه في شكل سلعة، وإذا كانت هذه السلعة قابلة للتلف فإنه لن يستطيع ذلك.<sup>4</sup>

أي في حالة تسديد قيمة الصفقة في فترة لاحقة، ففي ظل نظام المقايضة يتم التسديد المؤجل بالسلع إلا أن ذلك يثير بعض المشاكل مثل:

-الخلاف حول تحديد نوعية السلع أو الخدمات.

-المخاطر الكبيرة التي يمكن أن يتعرض لها أي من الطرفين المتعاقدين عند إرتفاع أو إنخفاض قيم السلع المنصوص عليها في العقد خلال فترة العقد أي الفترة الفاصلة بين تاريخ توقيع العقد وتاريخ إستحقاقه، وهي بذلك مثل بقية العقود التي تبرم بين البائع والمشتري إلا أنه كانت العقود تسدد بسلع أو خدمات لأن القود لم تكن موجودة.

<sup>1</sup> - "طاهر فاضل البياتي، ميرال روجي سمارة، "النقود والبنوك والمتغيرات الاقتصادية المعاصرة"، دار وائل للنشر، الأردن، 2010، ص: 06.

<sup>2</sup> - السيد محمد أحمد السريتي، محمد عزت محمد غزلان، "اقتصاديات النقود والبنوك والأسواق المالية"، مؤسسة رؤية، مصر، 2010، ص: 10.

<sup>3</sup> - بسام الحجار، "الاقتصاد النقدي والمصرفي"، دار المنهل اللبناني، بيروت، لبنان، 2006، ص: 20.

<sup>4</sup> - حسين محمد سمحان، إسماعيل يونس يامن، "اقتصاديات النقود والمصارف"، دار صفاء للنشر والتوزيع، الأردن، 2011، ص: 18.

4- عدم وجود وسيلة عامة لإختزان القيمة: ففي ظل نظام المقايضة يتم خزن السلع في صورة السلع الأصلية ذاتها مما يؤدي بمالكها إلى تحمل نفقات خزن باهضة، هذا بالإضافة إلى تعرض الشيء المخزن إلى التلف أو السرقة مثل الأغنام، حيث يجب الإنفاق على تغذيتها أو تصاب بالمرض أو قد تنخفض قيمتها- لا نتكلم عن السعر لأن النقود لم تكن موجودة وإنما قيمتها كسلعة- بسبب العرض والطلب. ومعنى ذلك أنه قد تنشأ صعوبات أخرى عن غياب النقود ، فإذا أراد شخص أن يدخر جزءاً من إنتاجه ليستهلكه أو يبادل به غيره من السلع في المستقبل فلا بد أن يحتفظ به في صورة سلعية ، ولكن كثيراً ما لا يستطيع الفرد ذلك لأن السلعة التي ينتجها قد يصعب تخزينها ، فقد تكون سلعة زراعية ربما يصيبها التخزين بالتلف أو العطب أو تنقص قيمتها، وقد يؤدي به إلى أن يندفع في استهلاكها بسرعة أو أن يقوم بمبادلتها بسلعة أخرى قد لا يكون بحاجة إليها أو قد يقبل شروطاً للمقايضة ما كان ليقبلها لو كانت سلعته قابلة للتخزين لفترة طويلة ومن هذا يتضح صعوبة تخزين بعض السلع نتيجة لصعوبة نقل هذه السلع من مكان لآخر كذلك.<sup>1</sup>

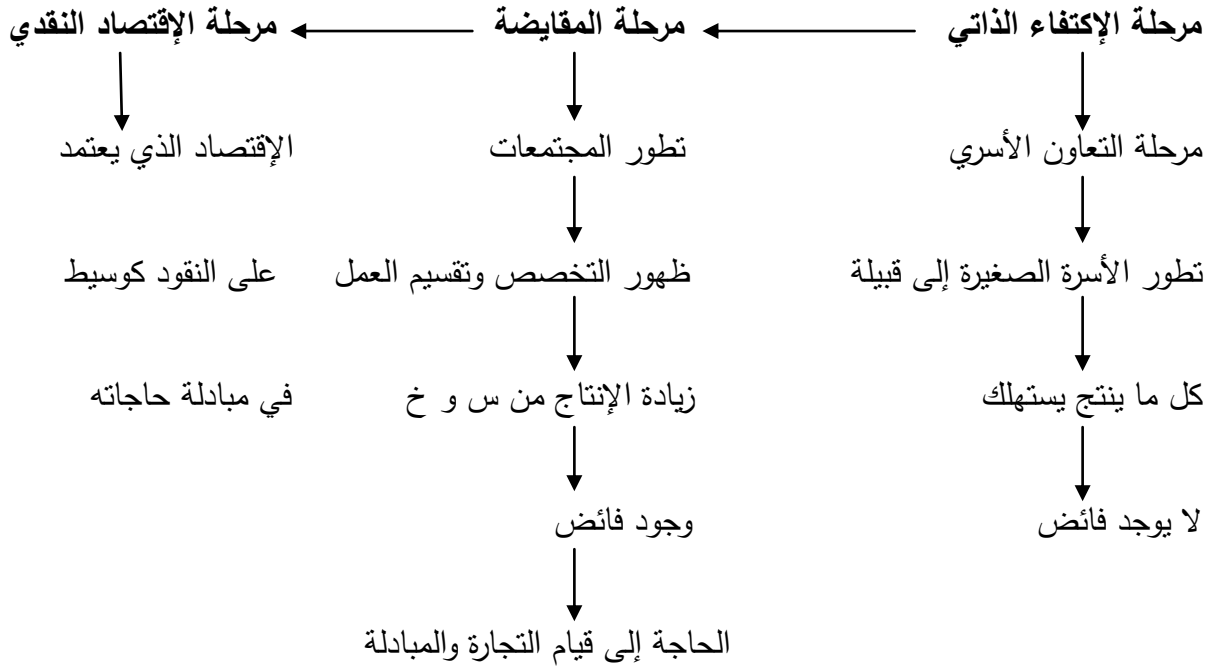
### ثالثاً - مرحلة بداية ظهور الإقتصاد النقدي:

نتيجة للصعوبات التي كان يعاني منها نظام المقايضة كأساس للمبادلة، تطلب الأمر ضرورة البحث عن الوسائل الممكنة للتغلب على معوقات المبادلة على أساس المقايضة، خاصة وأنه في المجتمعات البدائية كان نظام المقايضات ضعيف جداً وبعد ظهور التخصص وتقسيم العمل وتطور الإقتصاد وإنتاج حجم كبير جداً من السلع والخدمات المختلفة، أدرك الجميع أنه من غير الممكن الاستفادة من مزايا الإنتاج الواسع النطاق إلا من خلال نظام نقدي متطور، وهذا ما أدى إلى تبسيط عملية المقايضة كأول خطوة ومن ثم تجسيد هذه القيمة الحسابية في سلعة معينة تختار كقاعدة للمقارنة وإليها تقاس السلع الأخرى. وبمجرد إكتشاف النقود، إنتهت عملية التبادل والتي كانت تعتبر عملية مقايضة معقدة، وتم الانتقال إلى مرحلة الإقتصاد النقدي حيث تم الإتجاه إلى النقود بأشكالها المختلفة واستخدامها كوسيط في المبادلات. وبذلك قدمت النقود حلاً لهذه المشكلة حيث أصبحت النقود تمثل قوة شرائية عامة أدت إلى إدخال المستقبل في النشاط الإقتصادي، وبالتالي دعم ظهور النقود مفهوم الإستثمار كأحد المفاهيم الإقتصادية لأن الإستثمار هو نوع من التنازل عن الإستهلاك في الحاضر من أجل إستهلاك أكبر في المستقبل عن طريق زيادة الطاقة الإنتاجية.

ويمكن توضيح مختلف مراحل تطور النشاط الإقتصادي من خلال الشكل التالي:

<sup>1</sup> - أسامة محمد الفولي، "اقتصاديات النقود والتمويل"، دار الجامعة الجديدة، الإسكندرية، 2005 ، ص:8

الشكل 1: مراحل تطور النشاط الإقتصادي



## خلاصة:

لقد شهدت النقود تطورات في أشكالها واستعمالاتها إستجابة لتعدد وتنوع حاجات الإنسان ورغباته، فبدأت على شكل سلع قابلة للتداول كالحبوب والأحجار الكريمة والحيوانات، وانتهت بظهور الأوراق النقدية وما إشتق منها، وكننتيجة لعيوب المقايضة وصعوبتها برزت الحاجة إلى وجود سلعة تلقى قبولا عاما كوسيلة للمدفوعات مقابل الحصول على سلع وخدمات.

فقد أرجع العديد من المؤرخين أن تاريخ التطور الإقتصادي مرتبط بظاهرة التبادل، فقد أوضح عالم الإقتصاد "أدم سميث" عندما تم بناء النظرية الإقتصادية المتعلقة بفكرة التخصص وتقسيم العمل بين الأفراد والتي ساهمت في زيادة الإنتاجية والكفاءة: بأن التخصص في الإنتاج يؤدي إلى زيادة الإستهلاك وبالتالي وجود ظاهرة التبادل. يعتبر نظام المقايضة أول صور التبادل التجاري وهو يعني عملية تبديل لكمية من سلع بكمية مختلفة من سلع أخرى، بين إثنين بدون طرف ثالث وبدون وحدة حساب مشتركة. نظام المقايضة عدة صعوبات وهو ما فرض على البائع والمشتري ضرورة إيجاد الحلول اللازمة قبل إتمام عملية المبادلة وبمجرد إكتشاف النقود، إنتهت عملية التبادل والتي كانت تعتبر عملية مقايضة معقدة، وتم الإنتقال إلى مرحلة الإقتصاد النقدي حيث تم الإتجاه إلى النقود بأشكالها المختلفة واستخدامها كوسيط في المبادلات.

## المحور الثاني: إطار نظري عام حول النقود-المفهوم الأشكال الوظائف والتطورات-

سنحاول من خلال هذا المحور التعرف على النقود كأداة أساسية لتسهيل عمليات التبادل ومختلف العوامل والمراحل التي ساهمت في ظهورها، وذلك من خلال التطرق إلى:

أولاً-تعريف النقود وأهميتها

ثانياً-الأشكال المختلفة للنقود

ثالثاً- وظائف النقود

رابعاً- التأثير الإقتصادي للنقود

### تمهيد:

بمجرد إنتهاء نظام المبادلة المباشر القائم على نظام المقايضة، وبسبب النقائص التي كان يعاني منها والتي عرقلت مبادلات السلع والخدمات، ظهر النظام النقدي كآلية لتسهيل المبادلات، ففي البداية إستعملت بعض السلع نقودا بسبب قيمتها الإستعمالية، فكانت الصنفية المحددة للسلعة كنقود هي فائدتها المحدودة في مجال الإستهلاك كالجلود أو في مجال الإنتاج كأداة إنتاج مباشرة، وكننتيجة للتطور الإقتصادي أصبحت النقود تتمثل بتلك السلع الأقل منفعة في مجال الإستهلاك.



## أولاً-تعريف النقود وأهميتها:

تعرف النقود بشكل عام بدلالة إستخدامها، غير أنه وحتى يكون التعريف دقيقاً يجب تحديد بعض الخصائص التي تميز النقود عن غيرها من الأشياء التي يمكن أن تستخدم النقود. حيث أنه إذا عرفت النقود بأنها وسيط للمبادلة تتمتع بقبول عام بين الأفراد لإبراء الذمة فهو يشمل النقود السلعية، وتعريف النقود كأداة تقييم يشمل النقود المعدنية القديمة، وبالتالي كان لا بد من تعريف النقود بشكل يتضمن الأنواع المختلفة للنقود الحديثة كنقود إئتمان وودائع.<sup>1</sup> وبالتالي تعرف النقود على أنها:

- "كل حق ملكية من شأنه أن يحظى بالقبول العام في المبادلات يمكن أن نسميه نقدا".<sup>2</sup>
- "تعتبر النقود عن أي شيء يؤدي وظيفة النقود ويحظى بالقبول العام"،<sup>3</sup> أي أن النقود تعرف حسب وظيفتها وبوجود شرط القبول العام، أي كأداة مبادلة مقبولة.
- "النقود هي كل شيء مقبول بوجه عام في التعامل"،<sup>4</sup> بمعنى أن كل شيء يتمتع بالقبول العام يعتبر نقوداً، وأن أي شيء يكون مقبول بصفة عامة في الوفاء بالالتزامات يعتبر نقوداً، وقد عرف البعض النقود على أنها: "أداة لتسوية الديون"، وبالتالي فإن هذين التعريفين يركز على بعض وظائف النقود هذا ما أدى فيما بعد إلى إعتبار أن النقود هي كل شيء تفعله النقود.
- وبشكل عام تعرف النقود بأنها: "وسيلة قانونية موصوفة وشائعة ومقبولة للجميع قبولاً عاماً، وتمثل التزاماً على الجهة التي أصدرتها لإستخدامها كوسيط للمبادلة ومقياس للقيمة وخبزنها لإبراء الذمة وتسوية الديون والوفاء بالالتزامات العاجلة والآجلة".<sup>5</sup>
- إنطلاقاً من التعاريف السابقة، تعتبر النقود أنها أي شيء يحظى بالقبول العام في التداول وله قوة شرائية عامة، يستخدم وسيطاً في التبادل، ومقياساً للقيم، حيث يكمن المعنى من وراء أي شيء في تعريف النقود هو تعدد وتنوع الأشياء التي استخدمت نقوداً خلال المراحل المختلفة لتطور الأوضاع الاقتصادي والاجتماعية (كانت في الأول نقود سلعية ثم نقود معدنية ، نقود ورقية، نقود مصرفية)، أما مفهوم يحظى بالقبول العام في التداول يعني أن يقبل ويتفق جميع أفراد المجتمع استخدام هذا الشيء في التداول، واستعمال عبارة له قوة شرائية عامة يعني أن يتخلى الأفراد عما يمتلكون من سلع في سبيل الحصول على هذا الشيء المستخدم كنقود، أما بالنسبة لعبارة وسيط للتبادل ومقياس للقيمة فيدلان على وظائف النقود وتم الإشارة إليهم لأن أي شيء يستطيع أن يؤدي هاتين الوظيفتين فإنه يستطيع بالتالي أن يقوم بالوظائف الأخرى للنقود.

<sup>1</sup> - سعيد سامي الحلاق، محمد محمود العجلوني، مرجع سبق ذكره، ص:33.

<sup>2</sup> - محمد الشريف إلمان، "محاضرات في النظرية الاقتصادية الكلية"، ج3، ديوان المطبوعات الجامعية، ط2، 2000، ص:03.

<sup>3</sup> - ضياء مجيد، مرجع سبق ذكره، ص:23.

<sup>4</sup> - بسام الحجاز، مرجع سبق ذكره، ص:31.

<sup>5</sup> - سعيد سامي الحلاق، محمد محمود العجلوني، مرجع سبق ذكره، ص:34.

تعتبر النقود ذات أهمية بالغة وذلك بفضل الوظائف التي تقوم بها، حيث أصبحت تعد النقود في الوقت الحاضر أداة إقتصادية وإجتماعية مهمة وحيوية يصعب الإستغناء عنها في تسير شؤون الحياة والقيام بالمعاملات اليومية، خاصة بعد التطور الملحوظ الذي ظهر على الحياة الإقتصادية، حيث تعتبر النقود وسيلة أساسية في التبادل التجاري المحلي والدولي، وعامل هام في الإقتصاد الوطني والتنمية الإقتصادية.

وحتى تؤدي النقود وظيفتها كأداة مبادلة مقبولة يجب أن تتمتع بمجموعة من الخصائص أهمها:<sup>1</sup>

1-القبول العام: يتأتى من خصائص السلع نفسها أو طبقا للعرف أو وفقا للقانون، ومفاد هذه الخاصية أن الجمهور يطرح ثقته بالنقود أي أن تداولها بين أيدي الناس يعود إلى قناعة المجتمع بها، وبذلك يمكن إستبدالها بالسلع والخدمات وبذلك تصبح النقود أداة للمبادلة أي يمكن أن ينشأ هذا القبول العام باتفاق جميع الأفراد المجتمع على قبول سلعة معينة تتداول بينهم لتسديد قيم السلع والخدمات أي كأداة مبادلة، بالإضافة إلى أنه يمكن للحكومات أن تفرض ذلك من خلال القوانين التي تمنح ذلك الشيء صفة القبول العام في تسديد قيم المعاملات.

2-تجانس وحدات النقد: حيث لا بد أن تكون أي وحدة مستعملة كنقود بديلا تاما للوحدة الأخرى المماثلة لها وتمتاز بنفس الدرجة من التفضيل، مثلا : 1€=180دج.

3-القابلية للتجزئة: بمعنى تجزئة النقود إلى وحدات ملائمة من القيم القابلة للتسديد لكافة المعاملات الصغيرة أو الكبيرة، مثلا 50دج=20دج+20دج+10دج.

4-سهولة الحمل: أن تكون النقود قابلة للحمل بسهولة لضمان شراء ما يكفي من السلع والخدمات، وبذلك يشترط في النقود أن تكون ذات قيمة مرتفعة نسبيا حتى يستطيع الأفراد حمل مقدار كافى من النقود لشراء السلع والخدمات ذات قيمة مرتفعة وهو ما يفسر وجود فئات صغيرة وكبيرة من النقود في التداول.

5-صعوبة التلف: أن تكون النقود قادرة على تحمل التداول المستمر.

6-الندرة النسبية: أي لا يكون عرض النقود كبيرا مما يفقد النقود قيمتها، ويتطلب من أفراد المجتمع دفع كميات كبيرة منها عند إستبدالها بالسلع والخدمات، وفي هذه الحالة تفقد النقود السلعية صفة سهولة حملها، كذلك لا يكون عرض النقود السلعية قليلا جدا بحيث يتعذر الحصول بها على السلع الرخيصة.

7-الدوام والثبات النسبي في القيمة: وذلك حتى يتمكن النقد من ربط الحاضر بالماضي والتنبؤ بالمستقبل، وهذه الخاصية تشترطها وظيفة مخزون القيم ووظيفة الدفع اللتان ترتبطان ارتباطا وثيقا بالزمن، لأن عدم ثبات قيمة النقد يفقد ثقة الناس فيه ويخلق بالتالي اضطرابا في المعاملات.<sup>2</sup>

8- النقود أداة عامة وشاملة: أي غير محددة وليست مخصصة، وهذه الخاصية تميز النقد عن غيره من الأوراق مثل سند الشراء، أو تذكرة السفر أو بطاقة الهاتف.<sup>3</sup>

<sup>1</sup> - ضياء مجيد، مرجع سبق ذكره، ص:23.

<sup>2</sup> - محمد الشريف إلمان، مرجع سبق ذكره، ص:41.

<sup>3</sup> - ناظم محمد نوري الشملبي، "النقود والمصارف والنظرية النقدية"، ط1، دار زهران للنشر والتوزيع، عمان، 1999، ص:29.

## ثانيا - الأشكال المختلفة للنقود:

لقد تطورت النقود عبر الزمن على عدة أوجه لذلك بدأت فكرة النقود باستخدام السلع ثم تطورت إلى نقود معدنية وذلك باستخدام الحديد والفضة والذهب) وعندما ازدادت حجم المعاملات التجارية زيادة كبيرة وأصبح حمل الذهب يمثل عبأ كبيرا فبدأت النقود الورقية تظهر على أيدي رجال الصياغة فقد كان يلجأ إليهم التجار لإيداع معاملاتهم النفيسة نظرا للنقطة والسمعة الطيبة التي اكتسبوها مقابل تحرير إيصالات تدون فيها قيمة ودائعهم بدلا من استخدام المعادن وكان وكلاء يقومون بصرف هذه الإيصالات ومن ثم أصبحت قابلية للتحويل دون الرجوع إلى رجال الصياغة وبعد أن امتد نطاق التعامل بهذه الإيصالات والشهادات تدخلت الدولة لتنظيم عملية تداول الذهب وحجم النقود المتداولة وقامت بالإشراف على البنوك فزادت ثقة الناس بالبنوك وأصبحت الودائع المصرفية تمثل نقودا. وانتهى الأمر إلى أن أصبحت النقود إلى أن أصبحت النقود الورقية والودائع المصرفية هي الشكل الجديد للنقود بعد زوال النقود الذهبية.

إنطلاقا من ذلك، لقد إرتبط ظهور النقود بمجموعة من المراحل، أين عرفت النقود أشكالا وأنواعا مختلفة، حيث يرتبط الانتقال من نوع إلى آخر من النقود بمجموعة من العوامل لعل أهمها:

- مستوى النشاط الإقتصادي ونمو حجم المعاملات، مما دفع بالمجتمعات إلى البحث في تطوير أنواع من النقود التي يمكن أن ينمو المعروض منها بصورة متناسقة مع النمو في النشاط الإقتصادي وهذا ما تطلب من النقود أن تتمتع بالمرونة الكاملة.

- عجز النقود المستعملة عن أداء وظائفها الأساسية.

وبالتالي، يمكن تحديد الأشكال المختلفة للنقود بأربع أنواع رئيسية هي: النقود السلعية، النقود المعدنية، النقود الورقية ونقود اللوائح، هذا بالإضافة إلى النقود الإلكترونية الشكل الحديث للنقود.

### 1- النقود السلعية:

تعتبر النقود السلعية أقدم أنواع النقود التي عرفتھا المجتمعات، حيث تم اللجوء إليها للتخلص من مشاكل نظام المقايضة وصعوباتها المختلفة، ففي بادئ الأمر ومع إنتهاء هذا النظام بسبب الصعوبات التي نتجت عن تبادل السلع بين الأفراد أو بالأحرى نتيجة عيوب نظام المبادلة المباشر، تم اللجوء إلى إستخدام بعض السلع كنقود أو كوحدة تبادل متفق عليها وذلك لتسهيل المعاملات، من بين هذه السلع: القطيع، الأغنام، الأحصان، الخنازير، الأرز، الشاي، الملح، الرصاص، النحاس الحديد الجلود، الفضة، الذهب وغيرها من السلع الأخرى.<sup>1</sup>

<sup>1</sup> - ضياء مجيد، مرجع سبق ذكره، ص: 24.

تمتاز النقود السلعية بأن لها قيمة ذاتية تستند لها من صفاتها الذاتية أو من الرغبة في حيازتها كسلعة وليس فقط من مجرد إمكانية مقايضتها بسلع أو خدمات أخرى، وقد كان معيار إختيار السلع التي ستؤدي وظائف النقود أن تتمتع بصفة القبول العام من المتعاملين نظرا لرغبة الأغلبية منهم في حيازتها.<sup>1</sup> غير أن هذه النقود السلعية أي السلع التي إستخدمت كوساطة للتبادل إعتبرت غير ملائمة عند إستعمالها كأداة مبادلة كالأغنام مثلا، وذلك لأنه من المفروض أن تؤدي النقود الجيدة وظيفتي النقود كأداة مبادلة وكمقياس للقيمة (وحدة حساب) في آن واحد، إلا أن الأغنام ورغم كبر حجمها إعتبرت وحدة حساب جيدة حيث يمكن إحتساب الأسعار والتكاليف بدلالة أجزاء الحيوان، إلا أنها لم تؤدي وظيفتها كأداة مبادلة بالشكل المقبول، كذلك فقد واجه إستعمال الأغنام كنقود الصعوبات التالية:<sup>2</sup>

- إختلافها من حيث النوع والحجم، أي أنها غير متجانسة، ومن شروط وخصائص النقود: التجانس.
- لا تتمتع بصفة الديمومة ف عمرها محدد بعدد من السنين وربما تصبح عرضة للهلاك السريع، عكس الوحدات النقدية المعدنية (الذهب والفضة) التي تتمتع بجميع الصفات المطلوبة للنقود مما جعلها أكثر النقود السلعية قبولا.
- صعوبة التخزين.

## 2- النقود المعدنية:

- يعتبر الذهب والفضة نوع من النقود السلعية الحقيقية والتي تأخذ شكل معدني ثمين، فقد كانت المعادن الرخيصة كالنحاس والبرونز هي أولى المعادن التي إستخدمت لتؤدي وظائف النقود، غير أنه نتيجة للصعوبات التي واجهت المجتمعات في إستخدام النقود السلعية،<sup>3</sup> وكنتيجة للتطور المستمر في إستخدام الأدوات والمعدات ومع إتساع النشاط الإقتصادي حيث أصبحت المعاملات بمقدار كبير وبقيم مرتفعة، أصبحت هذه النقود الرخيصة غير قادرة على القيام بوظائف النقود لذلك جاءت محلها المعادن النفيسة لتكون أساس للنظام النقدي ويكون لها قوة الإبرام العام.<sup>4</sup>
- ويعود إستخدام المعادن النفيسة كالذهب والفضة كبديل للنقود السلعية لما لها من قدرة كبيرة على القيام بوظائف النقود ولما لها من خصائص مميزة وهي كما يلي:<sup>5</sup>
- سهولة التعرف على الذهب والفضة.
- عدم قابلية هذين المعدنين للتلف، لذا فهما يعتبران أداة لإختزان القيم.

<sup>1</sup> - بسام الحجاز، مرجع سبق ذكره، ص ص: 30-31.

<sup>2</sup> - ضياء مجيد، مرجع سبق ذكره، ص ص: 26.

<sup>3</sup> - عادل أحمد حشيش، "أساسيات الاقتصاد النقدي والمصرفي"، دار الجامعة الجديدة، مصر 2004، ص: 35.

<sup>4</sup> - سعيد سامي الحلاق، محمد محمود العجلوني، مرجع سبق ذكره، ص ص: 24.

<sup>5</sup> - نفس المرجع السابق، ص: 25.

- قابليتهما للتجزئة حيث يمكن تجزئتهما إلى وحدات صغيرة متماثلة في شكلها ومتساوية في قيمتها بصورة تتلاءم مع مختلف عمليات التبادل.
  - الندرة النسبية وهذا ما يجعل الذهب والفضة مرتفعي القيمة.
  - الثبات النسبي في القيمة (الثبات في القيمة السوقية) بالقياس إلى السلع الأخرى.
  - سهولة تحويلها إلى سبائك أو مسكوكات حسب الحاجة دون أن تفقد شيئاً من وزنها أو قيمتها.
  - الصلابة وعدم القابلية للتآكل نتيجة الاستخدام.
  - التجانس وسهولة التصنيف بالإضافة إلى سهولة الحمل والتخزين.
- وفي ذات السياق، إستخدمت هذه المعادن من قبل الأفراد على شكل كتل وسبائك يتم وزنها بدقة من قبل المتعاملين الذين يحرصون على حمل موازينهم معهم دائماً، لكن وكنتيجة للغش في الوزن ودرجة نقاوة المعدن، ومع ظهور الحكومات والدول تدخلت الدولة وصارت تسك المعادن وذلك بتحويل الكتل المعدنية النفيسة إلى قطع موحدة ذات وزن وعتيار موحد وهو ما يعرف حالياً بـ المسكوكات النقدية المعدنية، وبالتالي أصبحت عملية سك النقود من صلاحية الدولة وسلطتها لوحدها، ومع تطور الوقت تم إضافة الرسوم والأشكال وأسماء الحكام على هذه النقود كما أنه تم تحديد سعر الصرف بين العملات الأجنبية المختلفة بناء على وزنها من الذهب ودرجة نقاوتها، وقد إستمر العمل بهذا النظام حتى أوائل القرن 20.<sup>1</sup>
- لكن وقيام الحرب العالمية الأولى، أوقفت البلدان شرط التحويل وسحب الذهب من التداول لإستخدامه كغطاء للإصدار النقدي أو لشراء عتاد الحرب، وكان ذلك بداية للتحويل من النقود المعدنية إلى القود الورقية خاصة بعد التغيرات التي طرأت على ظروف الإنتاج للنقود المعدنية، حيث أن إكتشاف طريقة جديدة لإنتاج الذهب والفضة تسبب في زيادة كميتها ومن تم زيادة كمية النقود المعدنية المتداولة وإنخفاض قيمة هذه النقود يعني إنخفاض قوتها الشرائية في مواجهة السلع والخدمات وهو ما يؤدي إلى إرتفاع المستوى العام للأسعار.

### 3- النقود الورقية:

تعتبر النقود الورقية الشكل الحديث للنقود الذي تتطلبه مراحل التطور الاقتصادي والاجتماعي، ولقد بدأ استعمال هذا النوع من النقود في عهد النقود السلعية والتي كانت على شكل سندات تثبت ايداع العملات الذهبية والفضية، وتختلف النقود الورقية عن النقود السلعية في انها ليست ذات قيمة ذاتية مثل المعدن النفيس بل ان قيمتها تتحدد حسب قوة الابرء التي يحددها لها قانون الدولة التي تصدرها.<sup>2</sup>

<sup>1</sup> - سعيد سامي الحلاق، محمد محمود العجلوني، نفس المرجع السابق، ص: 25.

<sup>2</sup> - أحمد فريد مصطفى، محمد عبد المنعم عفر، "الاقتصاد النقدي والبنكي بين النظرية والتطبيق"، مؤسسة شهاب الجامعة، الاسكندرية، مصر، 2005، ص: 26.

وبالتالي، إستعملت النقود الورقية كي تتوب عن إستخدام النقود المعدنية، وقد تطور إستعمالها بالنسبة للغطاء الذي تركز عليه، فبالرغم من أن التعامل بالنقود المعدنية إمتد طويلاً، إلا أنه مع توسع التجارة وإزدياد حجمها وتراكم التروات لدى التجار، لجأ هؤلاء إلى إيداع أموالهم لدى الصاغة مقابل أوراق يوقعها الصانع لهم تمثل إيصالات تدل على قيمة الوديعة، حيث يعمد التجار بينهم إلى تبادل هذه الإيصالات بالتوقيع على ظهرها للغير بدلا من النقود المعدنية لسهولة حملها عبر المدن وخشية من السرقة، حيث يكون حاملها الأخير هو مالك قيمة النقود المقابلة لهذه الإيصالات.<sup>1</sup>

غير أنه أخذت البنوك بعد ذلك تتولى هذه المهمة وتصدر مقابل حفظها للذهب سندات من البنك سميت ب: سندات إيداع الذهب وسندات إيداع الفضة، وقد شاع إستخدام هذه الأوراق (السندات) بين الناس حيث أصبحت هذه الأوراق تثبت ملكيتهم من النقد كما أنها أصبحت بديل مقبول للنقود وظل كل من يملك سندات من هذه السندات يمكنه أن يذهب إلى البنك المصدر في أي وقت ليأخذ الذهب أو الفضة المدون كميته في السند الذي معه عند الطلب، وفي مرحلة لاحقة قامت البنوك بتطوير وتقنين هذه العملية، فأصدرت أوراق مقابل قيامها بحفظ الذهب والفضة، وقد سميت هذه الأوراق بالبنكوت التي تدل على تعهد مصرفي بدفع مبلغ معين من وحدات النقد القانونية لحامل الورقة عند الطلب.<sup>2</sup>

وقد كانت هذه الأوراق (البنكوت) في بادئ الأمر مغطاة بالمعدن النفيس أي لها ما يقابلها من الذهب أو الفضة، وكانت تصدر من طرف البنوك المركزية خاصة وأن تكلفة طبعتها كانت ضئيلة مقارنة بقيمتها وهو ما ساهم في تدبير الموارد المالية للحكومة بدلا من فرض الضرائب والإقتراض.

ولما كانت الودائع الذهبية والفضية تبقى مخزنة لفترات طويلة دون أن يطلبها أصحابها، ظهرت إمكانية تحقيق أرباح طائلة للبنوك من لا شيء وذلك من خلال قيام البنوك بإصدار كميات إضافية من نقود البنكوت دون أن يكون لها مقابل من الذهب أو الفضة مخزن لدى البنوك (زيادة إصدار السندات) ثم يقوم البنك بإقراض هذه النقود الإضافية إلى المستثمرين مقابل فوائد، وبالتالي توليد مداخيل إضافية.<sup>3</sup>

وقد ساهم ذلك في حصول المقترضين على السيولة اللازمة وفرصة للمقرضين (البنوك) بالحصول على دخل في شكل فائدة وهو ما شكل بداية ظهور النقود الورقية حيث أصبح الأفراد يتداولون كل أوراق البنكوت الإضافية والتي ليس لها مقابل من الذهب أو الفضة وذلك بفضل الثقة في البنوك التي أصدرتها ومن تم تغيير إسم النقود من البنكوت إلى نقود الثقة (الإئتمان)، وقد كانت أول محاولة لإصدار نقود ورقية عام 1656 في السويد، وهي تعتبر:<sup>4</sup> دينا لصاحبها في ذمة الجهة التي أصدرتها، وتستمد هذه النقود قيمتها بما تتمتع به من قبول عام في المعاملات ومن ثقة حاملها في قابليتها للصرف بوحدات نقد سلعية وهو ما يعبر عن تحولها إلى نقود قانونية.

<sup>1</sup> - أحمد فريد مصطفى، محمد عبد المنعم عفر، نفس المرجع السابق، ص: 26.

<sup>2</sup> - السيد متولي عبد القادر، "إقتصاديات النقود والبنوك"، ط1، دار الفكر، عمان، 2010، ص: 23.

<sup>3</sup> - نفس المرجع السابق، ص: 24.

<sup>4</sup> - بسام الحجاز، مرجع سبق ذكره، ص: 32.

- فضلا عن ذلك، تنقسم النقود الورقية إلى 3 أقسام حسب الغطاء الذي تنتمي إليه، حيث نميز بين:
- نقود ورقية تصدرها الحكومة: تقوم بعض الحكومات بإصدار نقود ائتمانية على شكل أوراق نقدية ويطلق عليها النقود القانونية وتتعهد الحكومة في بعض الأحيان بتحويلها إلى أنواع أخرى من النقود حسب الطلب.
  - نقود ورقية صادرة عن البنك المركزي: حيث تستمد وجودها من القانون ومن الميول العام للأفراد ومدى إقبالهم على تداولها.
  - نقود ورقية تصدرها البنوك الخاصة: وقد لعب هذا النوع من النقود دورا هاما في النظام النقدي في الو.م.أ فقد كانت النقود الورقية تصدرها بنوك و.م.أ والتي كان يصدرها البنك الأول.

#### 4- نقود الودائع:

- تسمى أيضا بالنقود المصرفية أو النقود الكتابية، وهي تمثل الشكل الثاني من النقود الائتمانية وأكثرها إنتشارا في العصر الحديث، وهي تتكون حسب صندوق النقد الدولي من الحسابات الجارية أي الودائع البنكية تحت الطلب والتي يتم تداولها بواسطة الشيكات.
- وهي تتمثل في الإلتزام المصرفي من قبل البنوك التجارية، ينشأ من إيداع حقيقي لكمية من النقود القانونية أو نتيجة قيام البنك بفتح حساب لعملائه على سبيل الإقراض، يدفع نقود قانونية للمودع أو لأمره وتنتقل ملكية الوديعة بين الأشخاص بواسطة الشيكات.<sup>1</sup>
- تتميز نقود الودائع بمجموعة من الخصائص، لعل أهمها ما يلي:<sup>2</sup>
- نقود الودائع أقل عرضة للضياع أو السرقة، كما أنها ليست عرضة للتآكل والتلف.
  - السهولة في نقلها بكميات كبيرة ولمسافات بعيدة.
  - لا تتطلب تكلفة عالية للسك كما هو الحال بالنسبة للنقود المعدنية.
- فضلا عما سبق، وباعتبار أن النقود المصرفية شأنها شأن النقود الورقية حيث أنها تمثل دينا لصالح مالكيها أو حاملها في ذمة البنوك التجارية التي تلتزم بها، إلا أنه يمكن أن نميز بعض الفروقات بين النقود القانونية ونقود الودائع كما يلي:<sup>3</sup>
- إصدار النقود القانونية خاضع لرقابة مباشرة من طرف البنك المركزي وتحدد كميتها طبقا للسياسة النقدية المتبعة، أما الرقابة على نقود الودائع فهي غير مباشرة عن طريق البنك المركزي وإنما تهدف البنوك التجارية من ورائها إلى تحقيق أقصى ربح ممكن.

<sup>1</sup>- بسام الحجاز ، نفس المرجع السابق، ص:36.

<sup>2</sup>- السيد متولي عبد القادر، مرجع سبق ذكره، ص:25.

<sup>3</sup>- بسام الحجاز ، مرجع سبق ذكره، ص ص:35-36.

- النقود القانونية تضفي عليها الدولة صفة القبول العام، وهي النقود الرئيسية، بينما نقود الودائع فهي إختيارية وتتوقف على ثقة العملاء بالبنوك التجارية.

وفي ذات السياق، تعتبر النقود القانونية أدوات نقدية ملموسة في حين تمثل النقود المصرفية قيود في دفاتر البنوك، وهو ما قد يفقد جزء من قيمتها عند رفضها من قبل الأفراد.<sup>1</sup>

تتضح أهمية نقود الودائع من خلال النسبة التي تشكلها نقود الودائع من إجمالي عرض النقد أو من إجمالي حجم السيولة المحلية وكمية وسائل الدفع المتاحة في المجتمع وبخاصة تزايد الأهمية النسبية لنقود الودائع في مكونات عرض النقد بالبلدان الصناعية المتقدمة التي تنتشر فيها عادة استعمال هذا النوع من النقود أكثر من استعمالها للنقود الورقية، في تسوية المبادلات والمدفوعات وإبراء الذمم، ويرجع سبب توسع المجتمعات المتقدمة بالتعامل بالنقود المصرفية إلى تقدم عاداتها المصرفية، ونطور مؤسساتها ونظمها المصرفية والنقدية على عكس الحال في البلدان النامية التي تكون فيها الأهمية النسبية للنقود الورقية من إجمالي مكونات عرض النقد أو السيولة المحلية أكبر من الأهمية النسبية للنقود المصرفية.

وبتطور العمليات البنكية ظهر نوع آخر من الودائع وهو ما يدعى بالودائع المشتقة، وهذه الودائع لا تنتج عن ايداع فعلي للنقود وإنما تنتج عن طرق منح القروض من قبل البنوك، بحيث تقوم البنوك عند منح قرض لأي شخص أو مؤسسة بإيداع مبلغ القرض في حساب ذلك الشخص أو المؤسسة، بالشكل الذي يمكن من تحويل المبلغ باستخدام الشيكات الى نقود قانونية، وهذا ما يعرف بعملية "خلق النقود" والتي يطلق عليها النقود المصرفية والتي تتمثل في الودائع الرئيسية والودائع المشتقة.<sup>2</sup>

## 5- النقود الإلكترونية:

لقد نتج عن التطور الهائل وثورة الإتصالات والعمل على إزالة القيود ظهور شكل جديد من النقود هو: النقود الإلكترونية والتي تسمى أيضا ب: النقود الرقمية، العملة الرقمية أو النقدية الإلكترونية أو البطاقات سابقة الدفع، وهي تمثل حسيلة التفاعل بين التقدم التكنولوجي وثورة المعلومات.

ومن خصائص النقود الإلكترونية أنه يتم دفع ثمنها مسبقا وشراؤها من المؤسسات المالية التي أصدرتها، لذلك تسمى ب: البطاقات سابقة الدفع، وهي تعرف على أنها: قيمة نقدية في شكل وحدات إئتمانية مخزونة بشكل إلكتروني أو على أداة إلكترونية يحوزها المستهلك، ومن بين الصور التي تأخذها النقود الإلكترونية: بطاقة الدين، بطاقة القيمة المخزونة، النقد الإلكتروني، الشيكات الإلكترونية.<sup>3</sup>

<sup>1</sup> - محمد إبراهيم عبد الرحيم، "اقتصاديات النقود والبنوك"، دار التعليم الجامعي، مصر، 2014، ص: 26.

<sup>2</sup> - عبد المنعم السيد علي، نزار سعد الدين العيسى، "النقود والمصارف والأسواق المالي"، دار الحامد للنشر والتوزيع، عمان، الاردن، 2004، ص: 38.

<sup>3</sup> - محمد صالح القرشي، "اقتصاديات النقود والبنوك والمؤسسات المالية"، إثراء للنشر والتوزيع، الأردن، 2009، ص: 23.



حيث تستخدم البطاقات مسبقة الدفع أغراض متعددة، وتسمى بطاقات مختزنة القيمة أو محفظة النقود الالكترونية وهو الشكل المعروف والأكثر انتشاراً، أما آليات الدفع مختزنة القيمة أو مسبقة الدفع فهي تمكن من إجراء مدفوعات من خلال استخدام شبكات الحاسب الآلي المفتوحة خاصة الأنترنت، ويطلق عليها نقود الشبكة أو النقود السائلة.<sup>1</sup>

وتصدر بطاقات الدفع الالكتروني عن منظمات أو بنوك ذات ثقة تضمن تعاملات العميل في شبكة التعامل بالبطاقة و بموجبها تمكنه من الشراء و الدفع و سحب الاموال و الحصول على الخدمات، وفي معظم هذه البطاقات- خاصة بطاقات سحب الأموال -يقترن اصدار البطاقة لحاملها بمنحه رقما سريا يعمل حال استخدام البطاقة في وسط الكتروني و التوقيع عليه بتوقيعه.<sup>2</sup>

### ثالثاً: وظائف النقود

تعتبر النقود قوة شرائية عامة، وهي تؤدي هذه المهمة من خلال قيامها بمجموعة من الوظائف والتي تطورت من وظيفتها كمقياس للقيمة ووسيط للتبادل واللذان تعتبران الوظيفتان الأساسيتان للنقود وعنهما تفرعت الوظائف الأخرى كمستودع لإختزان القيمة وأداة للمدفوعات الآجلة.

وتعرف الوظائف الكلاسيكية للنقود أيضاً بالوظائف التقليدية أي الوظائف التسهيلية للنقود لارتباطهما الشديد بالتحليل الاقتصادي الكلاسيكي، بل وتفسر لنا هذه النظرية، السبب الرئيسي في عدم اهتمام النظرية الاقتصادية الكلاسيكية بالدراسات النقدية مع تركيز اهتمامها على دراسات التجارة الدولية، فهذه النظرية كانت تؤمن بفكرة حياد النقود، وأن تدخل السياسة النقدية في النشاط الاقتصادي من شأنه أن يعوق حدوث التوازن التلقائي ويوقف عمل اليد الخفية الكفيلة بوصول النشاط الاقتصادي إلى مستوى التوظيف الكامل ، وهي: وظيفة التبادل ومقياس للقيمة،<sup>3</sup> ومقابل ذلك، تتميز الوظائف المشتقة للنقود بهذه الصفة كونها مشتقة من الوظائف الأساسية للنقود، ولأن تأثيرها لا يظهر بصورة مباشرة للأفراد ويختلف هذا التأثير باختلاف شكل الحياة الاقتصادية السائدة في المجتمع او باختلاف مستويات دخول الافراد وغيرها.<sup>4</sup>

<sup>1</sup> - سوزي عدلي ناشد، "مقدمة في الاقتصاد النقدي والمصرفي"، منشورات الحلبي القانونية، بيروت، لبنان، 2005، ص: 26.

<sup>2</sup> - مصطفى كمال السيد طایل، "الصناعة المصرفية في ظل العولمة"، اتحاد المصارف العربية، الأردن، 2005، ص: 84.

<sup>3</sup> - عبد المطلب عبد الحميد، "اقتصاديات النقود والبنوك: الأساسيات والمستحدثات"، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2007، ص: 56.

<sup>4</sup> - أكرم حداد، مشهور هذلول، "النقود والمصارف: مدخل تحليلي ونظري"، دار وائل للنشر والتوزيع، الأردن، 2005، ص: 06.

وتعتبران هذه الوظائف وظائف فنية وليست وظائف إقتصادية ديناميكية كونها متعلقة بطبيعة النقود ودورها في إستمرار النشاط الإقتصادي دون أن يكون من هدفها التأثير في حركة النمو الإقتصادي، وفيما يلي تفسير لأهم وظائف النقود:<sup>1</sup>

## 1- النقود كوسيط للمبادلة وكأداة دفع:

تعتبر هذه الوظيفة من أولى وأهم وظائف النقود، وهذه الوظيفة مستمدة من طبيعة النقود ذاتها والتمثلة في كونها مقبولة قبولا عاما من الجميع في المبادلات وتسوية الديون، ولذلك فإن حاملها يتمتع بقوة شرائية عامة لما يساوي قيمتها من السلع والخدمات. وتعني هذه الوظيفة أن النقود تقوم بدور الوسيط الذي يقف بين المتبادلين ومن تم تقادي مشكلة "توافق الرغبات بين طرفي المبادلة قبل إتمام المبادلة"، وتقبل النقود وتستخدم كأداة دفع لأن من يأخذها مقابل السلع والخدمات متأكد أنه يستطيع وبدون أية عوائق مبادلة النقود التي معه بسلع وخدمات وفي أي وقت. كذلك جاءت هذه الوظيفة للتغلب على مصاعب النقود السلعية في عدم قابليتها للتجزئة والقبول العام. وحتى تقوم النقود بوظيفة أداة الدفع، فيجب أن تتمتع بالقبول العام من طرف جميع أفراد المجتمع على إستخدام هذه الأداة في التسويات وإبرام الذمم، كما يجب أن تتحقق ملكية النقود بالإنقال من يد إلى أخرى وأن يكون للنقود عرض معين يمكن زيادته أو إنقاصه.

## 2- النقود كوحدة للحساب ومقياس للقيم (النقود كمقياس للقيمة):

تقوم النقود بوظيفة قياس القيم باعتبارها وحدة معيارية تقاس بها قيم السلع والخدمات في عمليات التبادل العاجلة أو الآجلة كما تقاس بها الثروات، وبذلك فإن النقود تعتبر جهاز للثمن كفيلا بتسهيل التبادل وتحقيق كفاءة أكبر في الإنتاج والإستهلاك عن طريق التخصيص وتقسيم العمل. كذلك تعتبر النقود وحدة سعرية يتم بها تسعير السلع والخدمات وذلك أن السعر هو عبارة عن تعبير نقدي عن قيم السلع والخدمات.

ولا تكمن أهمية هذه الوظيفة للنقود فقط في القبول العام لهذا المقياس، وإنما أيضا في ثباته عبر المكان والزمان في المجتمع، كذلك تظهر أهميتها في إعتبار النقود أداة محاسبية ومالية فهي تسهل قياس العمليات المالية ونتائجها، إذ أنه من دونها يصعب تصور تحديد قيم موجودات ومطلوبات منظمات الأعمال المختلفة كما يصعب تصور تمويل نشاطها الإقتصادي، وبالتالي فالنقود تعتبر وحدة محاسبية ومالية يتم من خلالها التعبير عن المراكز المالية ونتائج الأعمال والخطط المالية والموازنات التقديرية لمختلف أنواع المؤسسات.

<sup>1</sup> - سعيد سامي الحلاق، مرجع سبق ذكره، ص ص: 35-38.

### 3- النقود كمخزن للقيمة (مستودع للقيمة):

تعتبر هذه الوظيفة من الوظائف الثانوية للنقود كونها مشتقة من وظيفة النقود كوسيط للتبادل، وهي ليست وظيفة أساسية كونها لم تظهر إبتداء لمعالجة مشكلة قائمة من مشاكل المقايضة أو مشاكل النقود السلعية، وحتى لو أنها عملت على إضافة خاصية جديدة مطلوبة ومرغوبة لوسيط التبادل ألا وهي مستودع للقيمة، لأنه في ظل المقايضة يصعب تخزين السلع لعدم قابليتها للتخزين أو لصعوبة ذلك، بينما فالنقود تخزن وقت الحاجة دون التعرض للهلاك أو التلف.

كذلك تعتبر وظيفة مخزن للقيمة وظيفة ثانوية لأن النقود ليست الوسيلة الوحيدة التي يمكن أن تكون مخزنة للقيمة فهناك أصول أخرى مثل الذهب الفضة وحاليا الأصول المالية كالأسهم والسندات، لكن وبالرغم من ذلك تعتبر هذه الوظيفة ذات أهمية كبيرة لأن النقود تعتبر أصل كامل السيولة تمنح حامله إمكانية شراء السلع والخدمات في أي وقت، أي أن النقود تمثل السيولة التامة بحد ذاتها دون الحاجة لتحويل شكلها من نوع إلى آخر بهدف التصرف فيها وبالتالي فإن تخزينها لن يؤثر على درجة سيولتها، بعكس الأصول الأخرى التي تفقد سيولتها (كالأسهم أو السندات) نتيجة لتخزينها وذلك بسبب عدم القدرة على تحويلها إلى نقود في الوقت الملائم وبالسعر العادل.

فحامل النقود في واقع الأمر، إنما هو حامل لقوة شرائية عامة يستطيع أن ينفقها عبر الزمن للحصول على السلع التي يرغب في شرائها وفي الوقت المناسب، وهو يعلم أنها ستكون مقبولة في أي وقت مقابل أي سلعة أو خدمة يريدها، لذلك فالنقود تعتبر مخزن جيد للقيمة، وبواسطتها يمكن مواجهة حالات الاستعجال غير المتوقعة.<sup>1</sup>

وتكمن الأهمية الاقتصادية لهذه الوظيفة في إمكانية إدخارها ضمن النظام المصرفي وبالتالي إمكانية إستفادة الآخرين من تخزينها دون أن يؤثر ذلك على ثروة المدخر أو على كمية النقود المدخرة. من جهة أخرى تعتبر النقود كمخزن للقيمة خاصة وأنها تتميز بسهولة حفظها كما أنها تجنب الفرد تكاليف التخزين والحراسة مقارنة بالنقود السلعية.

غير أنه يشترط في النقود لكي تؤدي وظيفة مخزن للقيمة أن تحتفظ بقيمتها النسبية لفترة طويلة، ويعني ذلك الثبات النسبي لكل من العرض والطلب حتى يظل مستوى السعار ثابتا، فمثلا خلال الحرب العالمية الأولى أدى الإرتفاع الكبير للسلع والخدمات إلى إنخفاض قيمة النقود فلجأ الأفراد إلى الإحتفاظ بالقيمة على شكل أسهم أو سندات أو بعض السلع كالعقارات.

<sup>1</sup> - رشا العصار، رياض الحلبي، "النقود والبنوك"، دار صفا للنشر والتوزيع، عمان، 2000، ص25.

#### 4- النقود كمقياس للمدفوعات الآجلة:

تستمد هذه الوظيفة فعاليتها من الوظيفة الأساسية للنقود كمقياس للقيمة، فوظيفة النقود كمقياس للمدفوعات الآجلة هي وظيفة ثانوية تعمل على معالجة المبادلات التجارية الآجلة الدفع، فمن غير هذه الوظيفة لا يمكن تصور وجود إئتمان تجاري أو إلتزام مالي، فمن الممكن حدوث صفقة (إبرامها) إما بيع أو شراء في الوقت الحالي على أن يتم السداد في المستقبل، ووجود النقود مكن من أداء هذه الوظيفة حيث يمكن قياس المدفوعات الآجلة باستخدام النقود، لكن يشترط أن تؤدي النقود هذه الوظيفة أن تظل محتفظة بقيمتها لفترة طويلة نسبيا أي لا بد من توافر الثقة بين المدين والدائن بأن وحدة النقود لن تتغير قيمتها عند السداد عنها في إبرام المدفوعات، ومفاد ذلك أن العقد يتم في الوقت الحالي على أساس أسعار معينة والتسليم يتم في وقت لاحق، وبالتالي يجب تحديد معيار والذي يتمثل في النقود التي يتم على أساسها تحديد الأسعار.

ومعنى ذلك، أنه تستطيع الحكومات وكذلك الأفراد استخدام النقود وسيلة لتسديد ما بذمتهم من ديون أداة صالحة لتسوية مختلف المبادلات الآجلة أيضا، فإ كوسيلة للمدفوعات الآجلة هي استخدامها في إبراء الديون المستقبلية، وذلك أن التخصص وتقسيم العمل أدى إلى كبر حجم الوحدات الإنتاجية وبالتالي زيادة الإنتاج، وحتى لا يتعرض هذا الإنتاج للتكديس ويبقى مستمرا اقتضت الضرورة تسويق المنتجات على أساس العقود وهو الواقع الذي يقوم عليه الاقتصاد الحديث، فالعقد يتم في الوقت الحاضر على أساس أثمان معينة والتسليم يتم في وقت لاحق، لذلك كان لابد من معيار يتم على أساسه تحديد الأثمان، وقد استطاعت النقود أن تقوم بهذا الدور من خلال هذه الوظيفة.<sup>1</sup>

تكمن أهمية هذه الوظيفة بصفقتها تمثل تيسيرا على المتعاملين وبديلا عن السيولة المطلوبة لتحقيق وإنجاز المعاملات الإقتصادية، مما ساهم في تطوير الأعمال وتنمية الإقتصاد.

#### رابعا - التأثير الإقتصادي للنقود:

من خلال الوظائف الفنية التي تم تقديمها، يمكن إستخلاص مجموعة من الوظائف الإقتصادية الديناميكية التي تؤديها النقود في الإقتصاديات المعاصرة باعتبارها إقتصاديات نقدية، حيث يقصد بالوظائف الديناميكية:<sup>2</sup> تلك الوظائف التي تؤثر في إتجاهات النشاط الإقتصادي ومعدلات نموه والتي تعتمد على الكيفية التي تؤثر من خلالها كمية النقود في الإقتصاد نتيجة التأثير في مستوى الإنتاج والتوظيف وتوزيع الثروة والدين العم والتجارة الخارجية، ويمكن توضيح ذلك كما يلي:

<sup>1</sup> - رشا العصار، رياض الحلبي، نفس المرجع السابق، ص25.

<sup>2</sup> - سعيد سامي الحلاق، نفس المرجع السابق، ص ص41-42.

**1-النقود كأداة من أدوات السياسة النقدية:** تقوم النقود بتمويل الاستثمارات الشيء الذي يجعلها في مركز المبادرة بالنسبة للحياة الاقتصادية، فالتوسع إصدارها يؤدي إلى الإزهار والتطور وانخفاضها ينتج عنه الانكماش الاقتصادي، وهكذا تؤثر على الأسعار والتوازن الاقتصادي. ونود أن نشير أن هذه الوظيفة الحديثة للنقود تشاركها فيها متغيرات أخرى، مثل سعر الفائدة فهو أيضا أداة من أدوات السياسة النقدية تستخدم لاستقطاب المدخرات وتوجيهها نحو الاستثمارات، إذ أن سعر الفائدة يعتبر أداة فعالة للتأثير على حجم الادخار والاستثمار، وهذا بالتبعية يعكس أثره على مختلف الأنشطة الاقتصادية، فلذلك لا يمكن أن نحصر هذه الوظيفة على النقود لا يمكن أن تنفرد بها.<sup>1</sup>

## **2-التأثير في المستوى العام للأسعار:**

تؤثر النقود في المستوى العام للأسعار من خلال التغيير في كل أو أي من الكمية المعروضة منها وقيمة العملة نفسها مقابل العملات الأخرى، فإذا زادت كمية النقود المتداولة بالإقتصاد بينما بقيت كمية السلع والخدمات المعروضة ثابتة فإن القوة الشرائية للوحدة الواحدة من النقود ستتناقص وينعكس ذلك على أسعار السلع والخدمات إرتفاعا والعكس صحيح، كذلك فإن التقلبات في قيمة النقود مقابل عملة أخرى ستعكس على قيم السلع والخدمات المستوردة من الدول الأخرى.

## **3- التأثير في المستوى العام للإنتاج:**

ظهر تأثير النقود في الإنتاج من حيث أنها تستخدم في حسابات تكاليفه وإيراداته وبالتالي أرباحه، حيث أن المنتج يستخدم النقود في الحصول على مستلزمات الإنتاج (تكلفة الإنتاج)، وعندما يبيع المنتج من السلع والخدمات يحصلون على نقود تمثل إيرادات النشاط الاقتصادي الذي يقوم به، والفرق بين التكاليف والإيرادات هو فرق نقدي يمثل الربح أي الهدف والحافز للنشاط الاقتصادي وبالتالي يظهر دور السلطة النقدية في التحكم في كمية النقود والسيطرة عليها بما لا يؤدي إلى التضخم وفقدان القوة الشرائية لها.

<sup>1</sup> - أحمد فريد مصطفى، محمد عبد المنعم عفر، مرجع سبق ذكره، ص:67.

### خلاصة:

نشأت النقود مع تطور المجتمعات البشرية، فبعد نمو القوى الإنتاجية في المجتمعات البدائية، وزيادة إنتاجية العمل، انتقلت تلك المجتمعات من مرحلة الإنتاج الذي يكفيها إلى مرحلة جديدة أصبحت تلك المجتمعات تنتج أكثر من احتياجاتها أي أنها تحقق فائض اقتصاديا استلزم مبادلاته مع المجتمعات الأخرى ومن هنا ظهرت فكرة المقايضة وهي مبادلة سلعة بسلعة بين المجتمعات المختلفة، إلا أن هذه الأخيرة كانت لها مساوئ والتي جعلت الإنسان إلى استخدام النقود بدلا منها، ومن هذه الصعوبات اقتضى الأمر وجود وسيط لعمليات التبادل الاقتصادية وبذلك انفعال عملية المبادلة إلى عمليتي البيع والشراء ولكن هذه الأخيرة من شأنها أن تفصل بين عمليتي البيع والشراء من الناحية الزمنية، وكان ذلك بداية لظهور النقود في مختلف أشكالها ومختلف المفاهيم المرتبطة بخصائصها ووظائفها.

### المحور الثالث: الأنظمة النقدية المختلفة

تؤدي النقود مجموعة من الوظائف الهامة، فهي تعتبر أداة فعالة في النظام المالي بإعتبارها وسيلة للتبادل وحلقة إتصال بين جميع المعاملات ، بالإضافة إلى مساهمتها في تنمية وإستثمار وتوفير السيولة لمختلف المتعاملين الإقتصاديين، وقد إرتبطت النقود بمجموعة من الأنظمة النقدية المختلفة، وعليه سيعرض هذا المحور أهم تلك الأنظمة وذلك من خلال تقديم:

أولاً- مفهوم النظام النقدي

ثانياً- خصائص النظام النقدي

ثالثاً- الأنواع المختلفة للأنظمة النقدية

### تمهيد:

لقد عرف العالم في مرحلة الإقتصاد النقدي أشكالاً مختلفة من النقود، وهذا يعني أن الإنسان عرف قواعد نقدية متعددة ومن تم أنظمة نقدية مختلفة. ونظراً إلى أهمية الدور الذي تلعبه النقود في الإقتصاد، فإن عملية إصدار النقود لا تتم بطريقة عشوائية وإنما يتم إصدار النقود وزيادة كميتها أو تخفيضها وفق إطار عام يشمل على قواعد وترتيبات ومؤسسات محددة في المجتمع، وهو ما يطلق عليه النظام النقدي.



## أولاً- مفهوم النظام النقدي:

يعرف النظام النقدي على أنه: "مجموعة القواعد التي تتضمن تعيين وحدة الحسابات النقدية والتي تضبط إصدار وسحب النقود من التداول"، كما يعرف كذلك بأنه: "مجموعة من العلاقات التي تميز الحياة النقدية لمجتمع ما خلال فترة زمنية معينة وضمن نطاق زمني محدد".<sup>1</sup>

وبالتالي فإن النظام النقدي يعبر عن مجموعة القواعد التنظيمية والإجراءات التي تضبط إصدار وسحب النقود من التداول، وهو يتكون من مجموعة من العناصر المتداخلة والمتفاعلة فيما بينها والتي تتعلق ب:<sup>2</sup>

- كمية النقود المتداولة والتي تشمل على النقود القانونية والنقود الائتمانية.

- التشريعات واللوائح التي تنظم إصدار النقود والتي تتحول إلى سياسات نقدية لتحقيق هدف هذا النظام.

- مجموعة الأجهزة المالية والمصرفية مثل: البنك المركزي، البنوك التجارية، البنوك المتخصصة وغيرها من المؤسسات المالية المختلفة، والتي تتكفل بحسن أداء النقود لوظائفها في الإقتصاد المحلي.

وفي ذات السياق، تجدر الإشارة إلى ضرورة التمييز بين النظام النقدي والقاعدة النقدية التي تعتبر جزء الأساس في إصدار النقود وقبولها بين أفراد المجتمع وبالتالي فهي تعتبر جزء من النظام المالي.

كذلك، تعبر القاعدة النقدية عن المقياس الذي يتخذه المجتمع أساساً لحساب القيم الإقتصادية ومقارنة بعضها البعض، وهو ما يفسر أن النظام النقدي يقوم على أساس قاعدة نقدية تنسب إليه العملة المتداولة ووحدة النقد المعيارية.

كذلك، من شأن وجود قاعدة نقدية في إطار نقدي معين أن يقوم بوظيفتين، حيث تعتبر الوظيفة الأولى أساسية لها بعد محلي يتمثل في الهيمنة على القوة الشرائية للنقود من خلال فكرة عرض النقود، أما الوظيفة الثانية فلها بعد دولي يتمثل في ربط القوة الشرائية لمختلف دول العالم التي تتخذ القاعدة النقدية نفسها.

## ثانياً - خصائص النظام النقدي:

تخضع عملية تداول النقود في الإقتصاد إلى قوانين خاصة تستند إلى مدى تطور الإقتصاد في بنائه وطرق الإنتاج التي تسوده، ولا بد من توفر قواعد تنظيمية عامة تحكم عملية تداول النقود وكيفية إصدارها وقواعد الحساب النقدي والمؤسسات المسؤولة على تطبيق ذلك، وحتى يكتمل مفهوم النظام النقدي فهو يتضمن مجموعة من الخصائص والتي تتمثل في:<sup>3</sup>

1-خاصية التركيب: يتمتع النظام النقدي بخاصية مركبة أي أنه يتضمن خصائص أساسية والتي تتمثل في القاعدة النقدية أي قاعدة القيم والتي تهدف إلى الحفاظ على القيم الإقتصادية للنقود والمتمثلة في القوة

<sup>1</sup> - سعيد سامي الحلاق، مرجع سبق ذكره، ص:43.

<sup>2</sup> - متولي عبد القادر، "إقتصاد النقود والبنوك"، ط1، 2010، ص:31.

<sup>3</sup> - سعيد سامي الحلاق، مرجع سبق ذكره، ص:44.

- الشرائية، أما العناصر الثانوية فهي تتمثل في نقود القاعدة النقدية نفسها أي وحدات النقد الرسمية المستخدمة في الحسابات النقدية، ويشترط في هذه النقود صفتين أساسيتين هي:
- أن تكون قانونية تعبر عن قوة الإبراء المطلقة في الوفاء بالمعاملات والالتزامات، والوفاء بالديون وما يترتب على ذلك من إلزامية قبولها للجميع.
  - أنها نهائية أي عدم جواز تحويلها إلى أية نوع آخر من النقود.
- 2- خاصية إجتماعية: أي أن النظام النقدي هو نظام إجتماعي لأنه إذا أردنا تحديد معالم النقود والنظام النقدي لمجتمع معين، يجب معرفة البيئة الإقتصادية والإجتماعية الموجودة فيها، فالنظام النقدي هو إنعكاس لواقع المجتمع وظروفه المختلفة، فمثلا النظام النقدي للدول النامية يختلف عن النظام النقدي للدول المتقدمة، ويختلف عن ذلك الموجود في الدول الإشتراكية أو الرأسمالية.
- 3- خاصية تاريخية: حيث أن النظام النقدي هو نظام تاريخي يتطور ويتغير بتطور وتغير النظام الإقتصادي والإجتماعي الموجود فيه، فالتطور التاريخي قد صاحبه تطور مقابل في العلاقات النقدية، ويمكن تفسير ذلك من خلال مختلف مراحل القواعد والأنظمة النقدية التي عرفها الإقتصاد إنطلاقا من مرحلة قاعدة الذهب إلى مرحلة القاعدة الورقية ومن ثم إلى مرحلة تحرير النظام النقدي....
- بناء على ذلك، يتميز النظام النقدي بأنه نظام مركب يتضمن مجموعة من العناصر الأساسية والثانوية التي تهدف إلى الحفاظ على القيم والتي تهتم بإصدار النقود وتداولها، كما أنه نظام لا يتجزأ عن النظام الإقتصادي السائد فالروابط النقدية هي أساسا روابط إجتماعية، كما أنه نظام تاريخي لا يتصف بالثبات بل يتطور ويتغير مع تطور وتغير النظام الإقتصادي الذي ينتمي إليه.

### ثالثا - أنواع الأنظمة النقدية:

#### 1- النظام النقدي المعدني:

يقصد به النظام النقدي الذي تقيم فيه السلع والخدمات مقابل قدر معين من سلعة أو خدمة واحدة أو أكثر، وهو نظام يحدد في ظله القانون سعرا ثابتا مقاسا بوحدة التجانس النقدية للوحدة الواحدة من هذه السلعة (الذهب أو الفضة) أو من تلك السلع التي يقع عليها لإختيار قاعدة للنقد.

وفي ظل هذا النظام يكون سعر التعادل -القانوني- للنقد بوزن محدد من الذهب أو بوزن محدد من الذهب والفضة (نظام المعدنين)، وعندما تكون القاعدة النقدية النهائية لهذا النظام تتكون من معدن واحد يطلق عليه قاعدة المعدن الواحد، بينما عندما تكون القاعدة النهائية للنظام من المعدنين معا يطلق على هذا النظام بقاعدة المعدنين.

## 1-1- نظام المعدنين:

في ظل هذا النظام يتم تداول الذهب والفضة في نفس الوقت، وترتبط قيمة العملة بعلاقة ثابتة مع كلا المعدنين، وقد تم العمل بهذه القاعدة خلال القرن 18، ومن أهم شروط هذا النظام:

- يتمتع كل من معدني الذهب والفضة بقوة إبراء كاملة في الوفاء بالالتزامات والديون والقبول العام.
- توجد نسبة قانونية ثابتة بين قيمة المعدنين.
- حرية سك وصهر المعدنين للمحافظة على القيمة السوقية والقيمة القانونية.
- حرية تصدير وإستيراد المعدنين مقابل نفقات ضئيلة.

إلى جانب ما سبق، تجدر الإشارة إلى أن العامل الأساسي في استقرار تداول المعدنين في نفس الوقت هو استمرار تعادل النسبة بين قيمتها السوقية والقانونية، أما إذا اختلفت هاتان النسبتان فإن المعدن الذي ترتفع قيمته في السوق يميل إلى الإختفاء من التداول، أي أن النقد الجيد يطرد النقد الرخيص من التداول حيث تعبر النقود الجيدة عن تلك النقود التي تكون قيمتها التجارية كسلعة أكبر من قيمتها القانونية كنقد، أما النقود الرديئة فهي تلك النقود التي تكون قيمتها التجارية كسلعة أقل من قيمتها القانونية كنقد،<sup>1</sup> ويمكن توضيح ذلك من خلال أن:

زيادة الطلب على العملة (الفضة) مع ثبات الكمية المعروضة أدى إلى زيادة الأسعار وبالتالي زيادة القيمة السوقية وهو ما يتسبب في تراجع الكمية المعروضة منه ومن ثم الإختفاء من التداول، وهو ما أدى إلى تحويل نظام المعدنين إلى نظام المعدن الواحد.

## 1-2- نظام المعدن الواحد:

يرتكز هذا النظام على معدن واحد ذهباً كان أم فضة، وفي كلتا الحالتين يعمد المشرع إلى إنشاء علاقة ثابتة بين وحدة النقد ووزن معين من المعدن المتخذ أساساً للقاعدة النقدية، وأهم القواعد المعدنية هي قاعدة الذهب والتي إتبعها معظم دول العالم في فترة ما قبل الحرب العالمية الأولى، حيث عمدت السلطات النقدية إلى تقييم علاقة تحويل ثابتة بين وحدة النقود ووزن معين لعيار معلوم من الذهب بحيث تصبح كل أشكال النقود قابلة للصرف بالذهب.<sup>2</sup>

وفي ظل هذا النظام فإن القوة الشرائية للنقود سوف ترتبط بالقيمة الإقتصادية لمعدن الذهب، حيث يتم ربط قيمة وحدة النقد في الدولة بوزن معين من الذهب، ومن أهم شروط قاعدة الذهب:<sup>3</sup>

- وجود علاقة ثابتة بين وحدة النقد المعيارية وبين وزم معين من معدن الذهب.
- إستعداد السلطات النقدية لشراء كل الذهب المعروض للبيع لسكه في صورة نقدية.

<sup>1</sup> - سامر بطرس جلدة، "النقود والبنوك"، دار البداية ناشرون وموزعون، الأردن، 2009، ص: 48.

<sup>2</sup> - بسام الحجاز، مرجع سبق ذكره، ص: 39.

<sup>3</sup> - متولي عبد القادر، مرجع سبق ذكره، ص: 33.

- أن تسمح السلطات النقدية بصهر العملة للحصول على الذهب للاستخدامات النقدية .
- وفي ظل قاعدة الذهب يمكن تمييز ثلاثة أشكال كما يلي:<sup>1</sup>

#### أ- نظام المسكوكات الذهبية:

يمثل هذا النظام الشكل الأول لقاعدة الذهب، حيث كانت النقود تحت هذا النظام تسك من الذهب، أي أن وحدة النقد المتداولة كانت مصنوعة من الذهب، وأن هذه الوحدة النقدية الذهبية حسب هذا النظام تساوي ما تحتويه من الذهب، كما كان هذا النظام يتم التعامل به داخليا ودوليا.

تميز نظام المسكوكات الذهبية بارتفاع درجة الأمان وسهولة التعامل فيه داخليا وخارجيا، وقد إرتبطت به مجموعة من الشروط لعل أهمها:

- تعيين نسبة ثابتة بين وحدة النقد المستخدمة (مثل دج) وكمية معينة من الذهب.
- وجوب توافر حرية كاملة لسك الذهب وبأي كمية دون مقابل أو حتى بتكلفة طفيفة لمنع زيادة القيمة الاسمية عن القيمة الحقيقية.
- الحرية الكاملة لصهر المسكوكات الذهبية.
- الحرية الكاملة لتحويل العملات الأخرى المتداولة إلى النقود الذهبية بالسعر القانوني الثابت للذهب.
- الحرية الكاملة لإسترداد وتصدير الذهب، وذلك من أجل المحافظة على القيمة الداخلية والخارجية للذهب مما يجعل أسعار الصرف مستقرة.
- إنطلاقا من هذه الشروط، فإن الشرط الأول المتعلق بتعيين نسبة ثابتة بين وحدة النقد وكمية الذهب فقد أعطى للذهب قيمته القانونية وبالتالي بعدم توفر هذا الشرط لا يكون لنظام المسكوكات أي معنى، أما بالنسبة لبقية الشروط الأخرى فهي ضرورية لإستمرار تطبيق القاعدة النقدية.
- وقد ظل هذا النظام معمول به حتى الحرب العالمية الأولى، غير أن الدول بدأت بالتخلي عند تدريجيا نظرا لحاجتها لإستخدام الذهب كغطاء للإصدار النقدي ولشراء العتاد الحربي، هذا بالإضافة إلى محدودية الإنتاج العالمي من الذهب وإتساع التعامل الدولي ونمو حجم التجارة العالمية...

#### ب- نظام السبائك الذهبية:

تميزت الفترة التي كانت بعد الحرب العالمية الأولى بالإضطرابات، حيث إنخفضت القوة الشرائية للعديد من العملات، والتقلبات في أسعار الصرف والإختلالات الكبيرة في موازين المدفوعات حيث لم تعد إلى التوازن تلقائيا، لذلك كانت هناك ضرورة الإصلاح النقدي خاصة وأن العديد من المفكرين أرجعوا تلك الإضطرابات إلى مشاكل الحرب العالمية الأولى وأيضا بسبب عدم إحترام النظام السابق أي نظام المسكوكات الذهبية.

<sup>1</sup> - متولي عبد القادر، نفس المرجع السابق.

يعمل هذه النظام في الدول التي تتوفر على استعداد تام من طرف الحكومة والبنك المركزي لشراء وبيع كمية من الذهب عند سعر معين كما هو محدد بالقيمة الذهبية لوحدة العملة، ونشأ هذا النظام نتيجة خوف الدول من عدم توفر رصيد كاف من الذهب لحاجة المعاملات التجارية في الداخل والخارج، خاصة بعد نمو النشاط الاقتصادي الداخلي والخارجي في العصر الحديث، وقصور موارد الدول المختلفة من معدن الذهب ورغبة الحكومات المختلفة في الاحتفاظ برصيد الذهب لأغراض المعاملات الخارجية، فقد نشأت الحاجة إلى نظام يقتصد في استخدام الذهب، وبالتالي اشترطت الدول حرية تحويل البنكنوت أو أنواع العملات المختلفة إلى ما يعادلها بقيمة الذهب ولكن في حدود لا تقل عن قدر معين، وذلك حتى تمنع عامة الأفراد من الإقبال على طلبات التحويل هذه.

يمكن إيجاز ميزتين رئيسيتين يمتاز بها هذا النظام وهما:<sup>1</sup>

- اختفت العملة الذهبية وحل محلها العملة الائتمانية، والتي أصبحت قابلة للتحويل للذهب، وذلك نظراً لمنع هذا النظام استخدام الذهب كعملة في التداول الداخلي.

- يقضي هذا النظام على أن تقوم الدولة أو البنك المركزي ببيع الذهب على شكل سبائك ذهبية كبيرة لا تقل وزن عن حد معين، ولذلك لم يستخدم الذهب في التداول الداخلي.

وعن طريق التجربة اكتشفت السلطات النقدية أن نظام السبائك الذهبية عند تطبيقه في صورته السابقة، أنه كان يتيح الفرصة لتسرب الذهب لاستعماله في أغراض لا تخدم العامة كالمضاربة والاكتناز، ولهذا أدخلت تعديلات على هذا النظام الذي أصبح يطلق عليه "نظام السبائك الذهبية المعدل". وبناءً عليه تم تحديد الأغراض التي على أساسها يبيع البنك المركزي سبائك الذهب إلى الجمهور، وبذلك أصبح هناك فحص دقيق لطلبات شراء الذهب من البنوك المركزية.

وكنتيجة لنظام السبائك الذهبية يمكن القول بأن تطبيق هذا النظام كان مفيداً لأنه ساعد على تركي الاحتياطي الذهبي في أيدي البنوك المركزية والحكومات، مما أتاح فرصة إدخال نوع من الإدارة النقدية في ظل هذا النظام إلى جانب ممارسة قدر من الرقابة عن حركات الذهب.

وطبقاً لهذا النظام قامت البنوك المركزية بالاحتفاظ بالذهب في خزائنها في شكل سبائك بقيمة كبيرة، ثم تقود هذه البنوك بإصدار (طبع) مقابل هذه السبائك أوراق بنكنوت قابلة للتحويل إلى ذهب ولكن للمبالغ الكبيرة أي المعاملات التجارية الكبيرة، وقد إرتبط هذا النظام بمجموعة من الشروط أهمها:<sup>2</sup>

- تحديد قيمة ثابتة لوحدة النقد ووزن معين من الذهب.

- قابلية صرف النقود الورقية بالذهب والعكس بلا قيد أو شروط.

- الكف عن سياسة التمويل التضخمي للموازنة العامة.

<sup>1</sup> - أنس البكري، وليد صافي، "النقد والبنوك بين النظرية والتطبيق"، دار المستقبل للنشر والتوزيع، ط1، عمان، الأردن، 2009،

ص:34.

<sup>2</sup> - بسام الحجاز، مرجع سبق ذكره، ص:32.

- الحفاظ على أسعار الصرف الثابتة.
- توازن القوة الشرائية للنقود داخليا وخارجيا.
- توفير ثقة الأفراد بالعملة ن خلال ثبات قوتها الشرائية.
- إنطلاقا مما سبق، يمكن توضيح أهم الفروقات بين نظام السبائك الذهبية ونظام المسكوكات:
  - في كلا النظامين كان البنك المركزي يتدخل بائعا أو مشتريا للذهب للحفاظ على سعر التعادل بين السعر القانوني والسعر السوقي للذهب، كما أنه كانت هناك حرية تصدير وإستيراد الذهب للحفاظ على إستقرار أسعار الصرف.
  - في نظام السبائك الذهبية كانت حرية الأفراد في تحويل الأوراق النقدية إلى ذهب مقيدة إذا قلت عن وزن معين، كذلك كان الذهب مركز في أيدي الحكومات والبنوك المركزية مما يعني أنه كان هناك نوع من الرقابة على الذهب.
  - العمل بقاعدة السبائك الذهبية قيد حرية الأفراد في تحويل السبائك إلى مسكوكات فاخفت القطع الذهبية من التداول.

### ج- نظام الصرف بالذهب:

من الناحية التاريخية، كان نظام الصرف بالذهب وليدا لعلاقات التبعية السياسية والإقتصادية التي نشأت بين الدول المستعمرة والدول المستعمرة، وفي ظل هذا النظام لا ترتبط الوحدة النقدية مباشرة بالذهب، بل ترتبط بنسبة ثابتة لعملة أخرى تسير على نظام الذهب، وبذلك تتحدد قيمتها بالذهب وبنسبة ثابتة لا تتغير.

وبالتالي وطبقا لنظام الصرف بالذهب، فإن العملة الورقية المتداولة ترتبط بإحدى العملات المحلية العالمية مثل الجنيه الإسترليني أو الدولار حيث كانت هذه العملات قابلة للتحويل إلى ذهب، وعليه فإن العلاقة بين وحدة النقد والذهب تعتبر علاقة غير مباشرة تتم من خلال وسيط هو: العملة الورقية.

### 2- النظام النقدي الورقي:

يمثل النظام أو القاعدة المستعملة حاليا في كل دول العالم منذ أوائل السبعينات، حيث أن هذا النظام النقدي لا يرتبط بالمعدن النفيس الذهب أو الفضة، كما أن العملة ليست قابلة للتحويل إلى هذه المعادن. يستمد النظام النقدي الورقي قوته من أنظمة الدولة التي تصدرها والتشريعات التي تحمي العملة، وبالتالي أصبحت الأوراق النقدية نقودا ورقية إلزامية كما أن إصدارها يتوقف على السياسة النقدية أو النمو الإقتصادي، وبالتالي في ظل هذا النظام تنفصل الصلة بين قيمة وحدة النقد وقيمة أي معدن آخر، كما تتدخل الحكومات والسلطات النقدية في تحديد معدل التغير في كمية النقود والروابط بين عرض النقد ومستوى النشاط الإقتصادي.

إنطلاقاً من ذلك، فإن هذا النظام يقوم على إصدار عملات نقدية ورقية من خلال السلطة النقدية والممثلة في البنك المركزي، دون أن يكون لها صلة بالاحتياطي من الذهب لدى الدولة، وإنما يتم الإصدار النقدي بناء على مقتضيات نمو النشاط الاقتصادي، أي أنه في هذا النظام ليس للأوراق النقدية الإلزامية قيمة في حد ذاتها أي لا يوجد لها قيمة ذاتية كما كان الوضع في نظام قاعدة الذهب، وبالتالي أصبحت تلك الأوراق غير قابلة للتحويل إلى ذهب أو حتى إلى فضة، وليس لها قوة شرائية ثابتة بالنسبة إلى الذهب، ويتطلب أن تجعل الحكومة للنقد قوة إلزامية في التداول مع وجود قدر مناسب من الاحتياطات الدولية من النقد الأجنبي في شكل عملات قابلة لتسوية المعاملات ومقبولة ضمن النظام النقدي الدولي.

ويمكن الهدف من هذا النظام في تحقيق الاستقرار في مستوى الأسعار أي أن تكون الكمية المصدرة من النقود بالمستوى الذي تحقق فيه ثباتاً في مستوى الأسعار أو الحفاظ عليه، وتحقيق الاستقرار في مستوى التشغيل ومحاربة البطالة ويأتي ذلك من خلال زيادة كمية النقود أثناء الكساد وإنقاصها أثناء التضخم (التحكم في عرض النقد)، هذا بالإضافة إلى معالجة العجز المزمّن الذي يعاني منه ميزان المدفوعات للدولة والحد من خروج الذهب وذلك من خلال: اتباع سياسة اقتصادية لتشجيع الصادرات، وضع سياسة جمركية مناسبة للحد من الواردات، استخدام نظام الحصص في التجارة الدولية.<sup>1</sup>

وفي ظل هذا النظام يطلق اسم النقود الإلزامية على النقود الورقية التي تتميز بالخصائص التالية:<sup>2</sup>

- الورقة النقدية لا قيمة لها بحد ذاتها بل تستمد قيمتها من قوة القانون عكس الذهب.

- تعتبر النقود الشرائية للورقة النقدية غير ثابتة، مرتبطة بالإصدار النقدي والمقابلات أو حجم الناتج المحلي الإجمالي .

- حجم الكتلة النقدية الورقية : ويتوقف على قرار السلطات النقدية.

- قيمتها الاستعمالية تؤول إلى الصفر .

مما سبق يمكن القول بأن النقد الورقي الإلزامي لبلد ما لا يقدم معياراً للقيمة على النطاق الدولي، إلا إذا كان نقداً ارتكازياً توافرت المقومات الاقتصادية للبلد الذي يصدره لتجعله يقبل قبولاً عاماً في تسوية الالتزامات الدولية، والاحتفاظ به كعنصر أساسي من عناصر السيولة الدولية.

وبالرغم من أن هذا النظام يمنح عدة مزايا للمبادلات سواء الداخلية أو الخارجية، إلا أنه لم يخلو من الانتقادات فقد انقسم الاقتصاديون بين مؤيدين لهذا والنظام وآخرين معارضين، ولكل حججه، حيث يذهب المؤيدين إلى أنه هذا النظام يؤدي إلى هداوية التضخم التي قد تؤدي إلى انهيار هذا النظام، واتساع الفجوة بين الأفراد، وإلحاق الضرر بالطبقة الفقيرة وأصحاب الدخل الثابتة، كما أن هذا النظام لا يضمن الاستقرار في أسعار الصرف، فهو لا يقدم مقياساً دولياً، حيث أنه لا يتحقق في ظلّه جو الاستقرار اللازم في المعاملات الدولية.

<sup>1</sup> - طاهر فاضل البياتي، ميرال روجي سمارة، "النقود والبنوك والمتغيرات الاقتصادية المعاصرة"، دار وائل للنشر، 2013، ص: 49.

<sup>2</sup> - عقيل جاسم، "النقود والمصارف"، عمان، الأردن، 1999، ص: 32.

بينما يرى المعارضين أنه لا يمكن اعتبار التضخم صفة ملازمة للنظام النقدي الورقي، بل إن مسؤولية حدوث التضخم تقع على القائمين على إدارة هذا النظام.

- يتميز هذا النظام بمرونة في العرض يفتقر إليها النظام المعدني، إذ يمكن مواجهة حالة الانكماش الاقتصادي عن طريق ضخ المزيد من النقود في التداول والعكس في حالة التضخم.

كذلك، يتمتع النظام النقدي الورقي بدرجة عالية من المرونة لأنه حرر الإصدار النقدي من القيد الكمي الذي يربط الإصدار النقدي بكمية الذهب الموجود لدى البنك المركزي ومن القيد القانوني الذي يحدد الحد الأقصى للإصدار، كما يتميز هذا النظام عن الأنظمة الأخرى بما يلي:

- انفصال الصلة بين القيمة الإسمية (النقدية) وقيمتها الحقيقية كسلعة.
- النقود الورقية الإلزامية هي نقود نهائية غير قابلة للتحويل إلى ذهب أو أي نوع آخر من النقود، تتمتع بقوة الإبراء العام المستمدة من قانون الدولة التي تصدرها.
- هي نقود محلية يتم تداولها داخل الحدود السياسية للدولة التي أصدرتها، أما قيمتها الخارجية (سعر الصرف) فتتحدد في أسواق العملة حسب الكمية المطلوبة والمعروضة.

لكن وبالرغم من مختلف المزايا التي إرتبطت بالنظام النقدي الورقي، إلا أنه لم يخلو من بعض الانتقادات والتي ارتبطت بخطر الفوضى في المعاملات المالية الدولية الناجمة عن التغيرات في سعر صرف العملات بالإضافة إلى خطر التوسع في إصدار النقد وما يترتب عليه من إرتفاع للأسعار والتضخم النقدي.



### خلاصة:

يعبر النظام النقدي عن مجموعة القواعد التنظيمية والإجراءات التي تضبط إصدار وسحب النقود من التداول، وهو يتكون من مجموعة من العناصر المتداخلة والمتفاعلة فيما بينها والتي تتعلق بكمية النقود المتداولة والتي تشمل على النقود القانونية والنقود الائتمانية، ومختلف التشريعات واللوائح التي تنظم إصدار النقود والتي تتحول إلى سياسات نقدية لتحقيق هدف هذا النظام، بالإضافة إلى مجموعة الأجهزة المالية والمصرفية التي تتكفل بحسن أداء النقود لوظائفها في الإقتصاد المحلي.

تخضع عملية تداول النقود في الإقتصاد إلى قوانين خاصة تستند إلى مدى تطور الإقتصاد في بنائه وطرق الإنتاج التي تسوده، ولا بد من توفر قواعد تنظيمية عامة تحكم عملية تداول النقود وكيفية إصدارها وقواعد الحساب النقدي والمؤسسات المسؤولة على تطبيق ذلك، وحتى يكتمل مفهوم النظام النقدي فهو يتضمن مجموعة من الخصائص والتي تتمثل في خاصية التركيب، الخاصية الإجتماعية والخاصية التاريخية وقد مر النظام النقدي بمجموعة من المراحل إنطلاقاً من نظام المعدنين القائم على التعامل بالذهب والفضة في نفس الوقت، ثم نظام المعدن الواحد الذي عرف بدوره أنظمة فرعية والمتمثلة في نظام المسكوكات الذهبية نظام السبائك الذهبية ونظام الصرف بالذهب، لنصل إلى النظام النقدي الورقي أين أصبحت الأوراق النقدية نقوداً ورقية إلزامية يتوقف إصدارها على السياسة النقدية أو النمو الإقتصادي.

### المحور الرابع: النظريات المفسرة للنقود

يعرض هذا المحور مختلف النظريات المفسرة للنقود، ومختلف المبادئ التي تقوم عليها والتي تسعى من خلالها إلى توضيح دور ووظائف النقود، وذلك من خلال تقديم:

أولاً- النظريات الكلاسيكية

ثانياً- النظريات الكينزية

ثالثاً- النظريات الحديثة

### تمهيد:

تقوم النقود بمجموعة من الوظائف الهامة والحيوية، والتي لا يمكن لغيرها القيام بها، وأبرز هذه الوظائف هي وسيلة للتبادل مقياس للقيمة مخزن للقيمة وأداة للمدفوعات الآجلة، ومن أجل تحليل الدور الذي تقوم به النقود في الأنظمة النقدية ظهرت مجموعة من النظريات لتفسير وتحليل أهمية النقود ومختلف العوامل المحددة لها، وقد إرتبطت هذه النظريات بمساهمات وأفكار الكلاسيكية والكينزية ثم النظريات الحديثة.

## أولاً- النظريات الكلاسيكية:

وهي تدخل في إطار النظرية النقدية التقليدية في النظرية النقدية التي نشأت وتطورت بفضل جهود الإقتصاديين في كل من المدرستين الكلاسيكية و النيوكلاسيكية، والتي تبلورت فيما بعد وأصبحت تسمى باسم "نظرية كمية النقود". ولدراسة هذه النظرية والتعمق فيها يجب أولاً دراسة أسس ومبادئ المدرسة التقليدية التي من خلالها ظهرت النظرية النقدية.

حيث تهدف هذه النظرية في تفسيرها للنقد إلى معرفة العوامل المحددة لقيمة النقد في أي لحظة من الزمن، وقد إرتبط التحليل الكلاسيكي بمجموعة من النماذج والنظريات، لكن قبل تقديمها نتطرق أولاً إلى مختلف الفرضيات الكلاسيكية وذلك كما يلي:<sup>1</sup>

- ثبات حجم الإنتاج السلعي عند مستوى التشغيل الكامل:<sup>2</sup> أي أن ليس للنقد دوراً في تحقيق التوازن الإقتصادي لأنها تؤدي وظيفة واحدة في الإقتصاد هي وسيط للتبادل وذلك إستناداً إلى قانون المنافذ لـ: "جون باتيست ساي" والذي مفاده أن "كل عرض يخلق طلب مساوياً له" بمعنى أن الطلب الكلي يساوي دائماً العرض الكلي وزيادة أحدهما عن الآخر هي حالة مؤقتة سرعان ما تزول على أساس المنافسة التامة، حيث تؤدي قوى السوق إلى التوازن الإقتصادي في ظل مرونة الأجور والأسعار.

- إرتباط تغير المستوى العام للأسعار بتغير كمية النقود المعروضة: أي وجود علاقة سببية بين التغير في المستوى العام للأسعار كمتغير تابع والتغير في كمية النقود كمتغير مستقل،<sup>3</sup> بمعنى أن إنخفاض المعروض من النقد يجعل الأسعار تنخفض بنفس المقدار وذلك على إفتراض ثبات حجم الإنتاج عند مستوى التشغيل الكامل وثبات سرعة تداول النقود، وهو ما يفسر وجود علاقة عكسية بين قيمة النقود أي قدرتها الشرائية والمستوى العام للأسعار.

- ثبات سرعة تداول النقد: يقصد بسرعة تداول النقد عدد المرات التي فيها تداول النقود (الوحدة النقدية) وإنقالها في المعاملات المختلفة من يد إلى أخرى في تسوية المبادلات الإقتصادية.

وطبقاً لهذه الفرضية فإن سرعة تداول النقود هي ثابتة باعتبار أن العوامل المؤثرة في سرعة تداول النقود لا تتغير في المدى القصير، ومن بين هذه العوامل: مستوى نمو النظام المصرفي والأسواق المالية والمصرفية، تطور عادات المجتمع المصرفية، درجة كثافة السكان.

<sup>1</sup> - سعيد سامي الحلاق، مرجع سبق ذكره، ص: 83

<sup>2</sup> - أحمد أبو الفتوح علي الناقة، "نظرية النقود والأسواق المالية"، مكتبة الإشعاع الفنية، مصر، 2001، ص: 257.

<sup>3</sup> - عبد النعيم محمد مبارك، محمود يونس، "اقتصاديات النقود و الصيرفة والتجارة الدولية"، الدار الجامعية، مصر، 1996، ص: 20.

## 1- معادلة التبادل لفيشر:

تم صياغة هذه النظرية سنة 1917 من طرف الإحصائي الأمريكي "فيشر"، حيث تؤكد هذه النظرية على وجود علاقة طردية بين كمية النقود المعروضة وبين المستوى العام للأسعار، حيث:  $P=M.V/Q$

$P$ =المستوى العام للأسعار،  $M$ =كمية النقود المعروضة خلال فترة زمنية معينة،  $Q$ =كمية المبادلات من السلع والخدمات خلال فترة زمنية معينة،  $V$ =سرعة تداول النقود.

من خلال المعادلة نجد أن:  $M.V$  يمثل العرض على النقود و  $P.Q$  يمثل الطلب على النقود وبالتالي فإن: الطلب النقدي هو  $P.Q = D$  أما العرض النقدي هو  $M.V = S$ ، وعند التوازن فإن:  $S=D$  أي أن العرض النقدي = الطلب النقدي.

وتفترض النظرية الكلاسيكية ثبات سرعة تداول النقود  $V$  وكمية المبادلات من السلع والخدمات  $Q$  فإن تغير في كمية النقود المعروضة  $M$  يقابله تغير من المستوى العام للأسعار  $P$ .

لقد تعرضت هذه النظرية إلى انتقادات عديدة يمكن إيجازها فيما يلي:<sup>1</sup>

- افتراضها دوما ثبات العوامل المحددة لقيمة النقد ( باستثناء مستوى الأسعار)، إلا أنه إذا رجعنا إلى التجارب الواقعية نجد عدم صحة ثبات هذه الفروض.

- لم تأخذ النظرية التقليدية النقدية متغيرات أخرى هامة كسر الفائدة حيث اعتبرته ظاهرة حقيقية.

- تقوم هذه النظرية على العلاقة الآلية بين  $M$  و  $P$  إلا أن كمية النقود ليست العامل الوحيد الذي يؤثر في  $P$  (المستوى العام للأسعار) فقد ترتفع هذه الأخيرة لأسباب لا علاقة لها بزيادة النقود كما أن زيادة النقود لا تؤدي بالضرورة إلى ارتفاع الأسعار خاصة إذا كانت هناك طاقات عاطلة .

- إن العلاقة بين كمية النقود و بين المستوى العام للأسعار ليست مباشرة أو تناسبية فقد أشار (باتتكان) في خضم الانتقادات الشديدة التي تعرضت لها النظرية إلى أن العملية التي تعقب حدوث زيادة في النقود سوف تصبح أكثر تعقيدا من العلاقة البسيطة التي تصفها النظرية الكمية للنقود.

## 2- معادلة الأرصد النقدية:

تسمى كذلك بنظرية الدخل أو بمعادلة كمبرج للإقتصادي "مارشال" ومن بعده "بيجو" اللذان كانا أستاذين في جامعة كمبرج، وتؤكد هذه النظرية على العلاقة بين الأرصد النقدية التي يرغب الأفراد الاحتفاظ بها وبين الدخل النقدي للأفراد، حيث هناك نسبة نقدية من الدخل يحتفظ به للإتفاق على شراء سلع وخدمات إستهلاكية ونسبة أخرى تحتفظ على شكل أصول مالية.

وبالتالي فمعادلة الأرصد النقدية تقوم على أساس العلاقة بين الرغبة في الإحتفاظ بأرصدة نقدية وبين الدخل النقدي، وإنطلاقا من النظرية التوازنية التي ترى بأن الطلب = العرض فإن:  $D=L1+L2$

<sup>1</sup> - سامي خليل، "النظريات والسياسات النقدية والمالية"، ص: 119.

L1: يمثل الطلب النقدي لأغراض دخلية لتمويل نفقات الإستهلاك الجاري.

L2: يمثل الطلب النقدي لأغراض خاصة للحصول على أصول مالية.

وباعتبار أن K1 هو نسبة من الدخل النقدي Y أي أن K1 النسبة التي يرغب الأفراد الاحتفاظ بها بصورة نقدية وأن K2 هو نسبة من القيمة النقدية للأصول المالية التي يمتلكها الأفراد A أي أن K2 هو النسبة

المحتفظ بها للأغراض المالية :  $L1 = K.Y$   $L2 = K.A$

تصبح المعادلة كما يلي:  $D = L1 + L2 = K.Y + K.A$

وباعتبار أن عرض النقود = الطلب على النقود

$$M = K.Y + K.A$$

وإذا تم إستبعاد الأرصدة النقدية للأغراض المالية فإن:  $M = K.Y \longrightarrow K = M/Y$

أي أن الطلب على الأرصدة النقدية = الأرصدة اللازمة لشراء السلع والخدمات مضمومة في الدخل النقدي، وباعتبار أن  $K = 1/V$  أي أن K هو مقلوب سرعة دوران النقود تصبح المعادلة:

$$\longrightarrow \longrightarrow M = 1/V.Y \quad M = Y/V \quad MV = Y$$

وإذا عبرنا عن Y بـ: PY1 أي  $Y = P.Y1$  حيث أن P هو المستوى العام للأسعار، تصبح:  $MV = P.Y1$

وبذلك يرتفع الدخل النقدي بارتفاع المستوى العام للأسعار مع ثبات كمية النقود المعروضة

$$Y1 = M.V/P$$

### 3- التشابه والاختلاف بين نظرية فيشر ونظرية مارشال:

- تتفق كلا النظريتين بأن العلاقة بين الطلب على النقود والمعرض منها يحددان التوازن الإقتصادي، لأن هذه العلاقة تحدد المستوى العام للأسعار بصورة مباشرة كما يرى "فيشر" وبصورة غير مباشرة كما حددها "مارشال".

- ركزت نظرية المبادلة لـ: "فيشر" على جانب عرض النقود في حين أن نظرية كمبرج لـ: "مارشال" ركزت على جانب الطلب.

- ترى نظرية المبادلة على أن النقود هي وسيلة للتبادل فقط بينما أضافت كمبرج على أنها مخزن للقيمة أيضا.

- ركزت نظرية المبادلة وجود علاقة طردية تناسبية بين كمية النقود المعروضة وبين المستوى العام للأسعار.

#### 4-الانتقادات الموجهة للنظرية الكلاسيكية:

- إفتترضت النظرية ثبات حجم الإنتاج عند مستوى التشغيل الكامل وأن هناك علاقة تلقائية بين عرض النقود والمستوى العام للأسعار، لكن هناك عوامل أخرى تحدد مستويات الأسعار مثل المضاربة والإحتياط.

- إفتترضت النظرية بأن سرعة دوران وتداول النقود ثابتة، غير أنه يمكن تغيير سرعة تداول النقود في الأجل القصير وفي الأجل الطويل أيضا وذلك لإعتماد سرعة تداول النقود على التوقعات والتأثيرات النفسية للأفراد والمؤسسات والتطور في عادات المجتمع.

#### ثانيا - النظرية الكينزية:

تسمى كذلك بالنظرية النقدية الكينزية، وقد ظهرت هذه النظرية كرد فعل كرد فعل لأزمة 1929 التي أثبتت عدم صحة دور النقود المحايد على النشاط الإقتصادي الذي إفترضه الكلاسيك، وأنه بإمكان التغيرات في عرض النقود وما تصدره البنوك المركزية وما تخلقه المؤسسات المالية الوسيطة المصرفية وغير المصرفية من إئتمان، والتغيرات في سعر الفائدة أن تؤثر في متغيرات الجانب الحقيقي كالإستثمار والتشغيل والنواتج الكلي.

إنطلاقا من ذلك، ميز كينز ثلاثة دوافع أساسية لحيازة والطلب على النقود والإحتفاظ بالسيولة، كما قدم كينز مساهمته أيضا من خلال تعرضه للطلب الفعال كجزء مهم ضمن الطلب الكلي، بالإضافة إلى فكرة مصيدة أو فخ السيولة التي وضح فيها عدم فعالية السياسة النقدية في إعادة التوازن من جديد إلى السوق لما تبلغ أسعار الفائدة إلى أدنى مستوى لها.

#### 1- دوافع الطلب على النقود:

يرى كينز بأن النقود تطلب لثلاثة أغراض ودوافع هي: دافع المعاملات دافع الإحتياط ودافع المضاربة، وذلك إستنادا إلى أن دافعي المعاملات والإحتياط تم إشتقاقهما من وظيفة النقود في تسهيل المبادلات أي كوسيط للمبادلة بينما دافع المضاربة فيشتق من وظيفة النقود كمخزن للقيمة، وذلك كما يلي:<sup>1</sup>

##### 1-1-دافع المعاملات:

يقصد بالطلب على النقود لدافع المعاملات ب: كمية النقود المطلوبة لأداء المعاملات الجارية العادية أي الروتينية والمتوقعة، حيث تقود بهذه المعاملات مختلف الوحدات الإقتصادية مثل الأفراد والمؤسسات، وقد قسم كينز دوافع المعاملات إلى: دافع الدخل بالنسبة للأفراد المستهلكين ودافع الأعمال بالنسبة لقطاع الأعمال.

<sup>1</sup> - السيد متولي عبد القادر، مرجع سبق ذكره، ص:104.

حيث يكمن العامل الأساسي وراء دافع الدخل: هو غياب التزامن بين واقعة الحصول على الدخل وبين واقعة إنفاق هذا الدخل، وتتحدد قوة الحافز بحجم الدخل وطول الفترة الزمنية بين الحصول على الدخل وإنفاقه، أما دافع الأعمال فيعود لوجود فجوة زمنية تفصل بين توقيت دفع تكاليف الإنتاج ون قبل أصحاب الأعمال وتوقيت الحصول على قيمة المبيعات لهذا الإنتاج ببيعه في السوق، وبالتالي فإن دافع المعاملات يتلخص من خلال الفجوة بين إستلام الدخل والدخل الموالي له، أي أن المحدد الأساسي لدافع المعاملات أو المبادلات فهو الدخل الذي يتحكم في الإنفاق، فحسب كينز الإنفاق التدريجي يؤدي إلى تعديل السوق عن طريق معرفة كمية السلع والخدمات التي تتبع الطلب الجزئي. إنطلاقاً من ذلك، فإن دافع المعاملات هو دالة تابعة للدخل كما يلي:

$$D1=L1.Y$$

### 1-2- دافع الإحتياط:

حيث يحتفظ الأفراد بالنقود بغرض مواجهة الظروف والأحوال الطارئة غير المتوقعة (مثل التغير في نمط الإستهلاك أو توقع الإستفادة من صفقات مربحة) والتي تتطلب إنفاقاً نقدياً، بالإضافة لإحتفاظهم بالنقود من أجل الوفاء بالديون والإلتزامات النقدية في فترة مستقبلية.

وبالتالي فإن المحدد الأساسي الذي يتحكم في الطلب على النقود لغرض الإحتياط هو الدخل، أي أن

$$D2=L2.Y$$

أن الطلب على النقود لغرض الإحتياط هي دالة تابعة للدخل كما يلي:

وحسب هذه النظرية، فإن دافع المعاملات والإحتياط يتأثر بعاملين هما:

-وجود تكلفة للحصول على النقد والإلتزامات المترتبة على ذلك عندما تطلب النقود.

-وجود تكلفة للفرصة البدية أطلق عليها كينز: التكلفة النسبية لحيازة النقود والتي تقاس بسعر الفائدة على الأصول، غير أن كينز يرى بأن سعر الفائدة هو عامل ثانوي في التأثير على كمية النقود لدافعي المعاملات (الدخل+الأعمال) والإحتياط إلا في حالات تغير أسعار الأصول بشكل كبير.

### 1-3- دافع المضاربة:

إذا اعتبر كينز بأن معدل الفائدة هو عامل ثانوي في التأثير على الطلب على النقود لدافع المعاملات (الدخل+الأعمال) والإحتياط، إلا أنه يرى بأن معدل الفائدة هو عامل أساسي في التأثير على السند، وأن عائد السند وقيمه يرتبطان بعلاقة عكسية فيما بينهما، فزيادة سعر الفائدة على السند تعني إنخفاض قيمته السوقية والعكس.

حيث يقصد بالمضاربة بأنها عملية شراء أو بيع أوراق مالية بهدف تعظيم الأرباح من خلال الفرق بين ثمن شراء وبيع الورقة المالية، وتعتمد المضاربة على قدرة المضارب بالتنبؤ بالمستقبل أي بأسواق المال ومدى التغير الذي يصيب معدل الفائدة.



إنطلاقاً مما ذكر، يتلخص الطلب على النقد حسب التحليل الكنزي كما يلي:

- دافع المعاملات ودافع الاحتياط دالة في الدخل:  $Md = F(Y)$

- دافع المضاربة دالة في سعر الفائدة:  $Md = F(i)$

وطبقاً للتحليل الكنزي، فإن الأفراد يقارنون بين الاحتفاظ بالسيولة أو الإستثمار في السندات أو الإختيار الثاني يعني أن الأفراد يتوقعون نوعين من العوائد هما: الفائدة على السندات، والأرباح الرأسمالية أو الخسائر في بعض الأحيان حيث يكون مصدر هذه الأرباح أو الخسائر هو سعر الفائدة السائد في السوق.

ويمكن تمثيل أنواع ودوافع الطلب على النقد رياضياً كما يلي:

$$Md = d1 + d2 - d3$$

$$Md = L0Y + L1Y - L2R$$

$Md$ : مقدار الطلب على النقد.

$L1Y$ : الطلب على النقد للمعاملات والاحتياط وهو يعتمد على الدخل.

$L2r$ : الطلب على النقد لأغراض المضاربة والذي يعتمد على معدل الفائدة السائد في السوق.

من خلال معادلة الطلب، يتضح بأن الطلب الكلي يتحكم فيه الدخل ومعدلات الفائدة أي هما المتغيرات التي تنشط الطلب في سوق السلع والخدمات وكذلك تنشط الأسواق المالية، مما يفسر عملية الإستثمار من خلال الإنفاق على السلع والخدمات والإنفاق على السلع الإستثمارية.

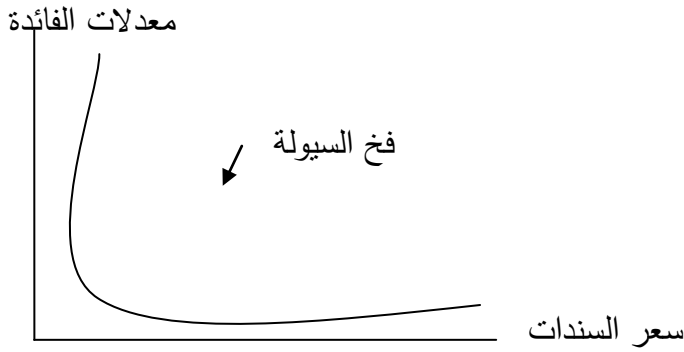
## 2- الطلب الفعال كجزء من الطلب الكلي:

يتميز التحليل الكنزي بتفسير قيمة النقد اعتماداً على مفهوم الطلب الفعال كجزء من الطلب الكلي، باعتباره المتغير الذي يحدد مستويات الدخل ومستويات العمالة، ويتضمن الطلب الفعال القيام الفعلي بعملية الشراء أي الحصول على السلع والخدمات وبالتالي فالطلب الكلي الفعال هو إنفاق جميع المؤسسات على السلع الإستهلاكية (دافع المعاملات)، السلع الإستثمارية، الإنفاق الحكومي...

## 3- مصيدة السيولة (فخ السيولة):

أشار كينز إلى أن تنشيط سوق الأوراق المالية من خلال دافع المضاربة عادة ما يؤدي إلى عدم فعالية السياسة النقدية عندما تصل معدلات الفائدة إلى أدناها، أي أن أسعار السندات تكون مرتفعة مما يؤدي إلى التخلص منها لأن المضاربين يحتفظون بأرصدتهم آملين إرتفاعها من جديد وهو ما يعبر عن مصيدة السيولة.

## شكل مصيدة السيولة:



## ثالثاً - النظريات الحديثة للنقود:

تسمى بالنظرية النقدية لفريدمان، حيث قدم النقديين بقيادة الإقتصادي الأمريكي "ميلتون فريدمان" إطاراً نظرياً لدالة الطلب على النقود عام 1956، وذلك بإعادة صياغة النظرية الكمية للنقود، رغم أنه يشير مراراً إلى "فيشر"، في تحليل مما قد يوحي بأن تحليله هو امتداد أو تطور لتحليل "فيشر"، إلا أن نظرية "فريدمان" للطلب على النقود أقرب إلى تحليل "كينز" ومدخل "كمبريدج" منه إلى تحليل لجانب الطلب على النقود بطريقة الكمية المعاصرة هي تحليل الجنب الطلب على النقود بطريقة أكثر اتساعاً من التحليل الكاتساعاً من التحليل الكلاسيكي، والتحليل الأكبر من خلال فكر النظرية فإن طبيعة النقود تختلف باختلاف استخدامها وسبب حيازتها وشروط التنازل عنها.

وقد إنطلق فريدمان في تحليله من أزمة الكساد التضخمي التي سادت العام بعد الحرب العالمية الثانية، كما أنه إنتقد التحليل الكينزي بشدة لأنه لم يتمكن من إيجاد حلول وتفسير للأزمة وظاهرة التضخم، كما حاول الجمع بين التحليل الكينزي والتحليل الكلاسيكي من أجل تفسير أوضاع الأزمة، وقد إنطلق في بناء نظريته من مجموعة من الفرضيات هي:

- إستقلال عرض النقود عن الطلب على النقود.
- إستقرار دالة الطلب على النقود.
- رفض فكرة مصيدة السيولة لـ كينز عند بناء نموذج الطلب على النقود.
- يتحدد الطلب على النقود بنفس محددات ظاهرة الطلب على السلع والخدمات.
- فحسب فريدمان، فإن الطلب على النقود يخضع لنفس العوامل التي يخضع لها الطلب على أي سلعة، والذي يتمثل في سعر هذه السلع وعوامل أخرى مثل: الدخل، أسعار السلع البديلة، الأذواق...
- أما بالنسبة للنقود فهي تعتبر أصل مثل أي أصل آخر غير نقدي أو مادي يظهر في الجانب الدائن من أي ميزانية أو قد يظهر في محفظة الأصول، وقد ميز فريدمان بين نوعين مختلفين من الوحدات الاقتصادية التي تطلب النقود هما:

- حائزي النقود النهائيين الذين يطلبون النقود باعتبارها أحد الطرق المتاحة لحيازة ثروتهم.
- مشروعات الأعمال التي تعتبر بأن دور النقود كعامل إنتاج لا يختلف عن دور العناصر الإنتاجية الأخرى.

ومن الاختلافات بين نظرية فريدمان ونظرية كينز ما يلي:<sup>1</sup>

- أدخل فريدمان كثي من الأصول في دالة الطلب على النقود كبديل للنقود مثل الأسهم والسندات والسلع الحقيقية والثروة البشرية وبسبب هذا التنوع والتعدد في الأصول التي تدخل في دالة الطلب على النقود فإن أسعار الفائدة التي تدخل في دالة الطلب على النقود تتعدد أما كينز فقد اقتصر على نحو واحد من سعر الفائدة وهو سعر الفائدة على السندات .
- لم يعط كينز اهتماما للأصول والسلع الحقيقية عند تحليله لمحددات الطلب على الأرصدة النقدية الحقيقية بينما نظر فريدمان إلى النقود والسلع كبديل أي أن الأفراد يختارون بين حيازة النقود وبين حيازة السلع الأخرى عندما يقررون كمية الأرصدة النقدية الحقيقية التي يرغبون في حيازتها وهذا ما يفسر الفرض الذي قال به فريدمان: "إن التغيرات في الإتفاق الكلي يمكن تفسيرها مباشرة بالتغيرات في كمية النقود.
- عندما حلل كينز دالة تفضيل السيولة اخذ العائد على النقود على انه ثابت دائما وهو يساوي صفر بينما شدد على أن العائد من النقود ليس ثابتا وكذلك اعتبر كينز أن تقلب سعر الفائدة يؤدي إلى سرعة دوران النقود وهو ما يفسر عدم استقرار دالة الطلب على النقود بينما فريدمان يعتبر أن التقلبات العشوائية في الطلب على النقود قليلة ويمكن التنبؤ بها.

<sup>1</sup> - أحمد أبو الفتوح ، مصدر سابق ، ص ص 250-262

### خلاصة:

تهدف النظرية النقدية باعتبارها جزء من النظريات الاقتصادية الى تحليل وتفسير مختلف الظواهر المتعلقة بالنقود، فهي تحلل مختلف العوامل المحددة لقيمة النقد في اي لحظة من الزمن، كما تحلل كذلك مختلف الاثار التي يمكن ان تحدثها تغيرات قيمة النقد على مختلف المؤشرات الاقتصادية الكلية، وقد كان تطور النظريات النقدية متزامنا مع تطور افكار مختلف المدارس الاقتصادية، ومن أهم النظريات الرئيسية المفسرة للنقود هي: النظرية الكلاسيكية، النظرية الكنزية، النظرية النقداوية.

حيث تهدف النظرية الكلاسيكية في تفسيرها للنقود إلى معرفة العوامل المحددة لقيمة النقد في أي لحظة من الزمن، وقد إرتبط التحليل الكلاسيكي بمجموعة من النماذج والنظريات، أما النظريات الكنزية فقد ظهرت كرد فعل كرد فعل لأزمة 1929 التي أثبتت عدم صحة دور النقود المحايد على النشاط الإقتصادي الذي إفترضه الكلاسيك، وأنه بإمكان التغيرات في عرض النقود وما تصدره البنوك المركزية وما تخلقه المؤسسات المالية الوسيطة المصرفية وغير المصرفية من إئتمان، والتغيرات في سعر الفائدة أن تؤثر في متغيرات الجانب الحقيقي كالإستثمار والتشغيل والناتج الكلي، أما النظرية النقداوية فقد تم من خلالها إعادة صياغة النظرية الكمية للنقود، حيث إنطلقت من خلال تحليل أزمة الكساد التضخمي التي سادت العام بعد الحرب العالمية الثانية، كما إنتقدت التحليل الكينزي بشدة لأنه لم يتمكن من إيجاد حلول وتفسير للأزمة وظاهرة التضخم، وبالتالي حاولت النظرية النقداوية الجمع بين التحليل الكينزي والتحليل الكلاسيكي من أجل تفسير أوضاع الأزمة.

### المحور الخامس: الكتلة النقدية ومقابلاتها

يهدف هذا المحور إلى تقديم مختلف أنواع ووسائل الدفع المتاحة والتي يتم تداولها على مستوى النظام النقدي، حيث تختلف هذه الأدوات وتتنوع فيما بينها فيمكن أن نميز بين الأدوات التي تتمتع بالسيولة الكاملة بالإضافة إلى الأدوات المالية الأخرى التي تكون شبيهة بالنقد وبالتالي فهي تتميز بأنها أقل سيولة، هذا بالإضافة إلى مقابلات الكتلة النقدية والمجمعات النقدية، وبشكل عام سيتم التطرق إلى:

أولاً- مفهوم الكتلة النقدية وأهم عناصرها

ثانياً- مقابلات الكتلة النقدية

ثالثاً- المجمعات النقدية

### تمهيد:

يتبع كل إقتصاد سياسة نقدية معينة تتماشى وظروفه المالية، مما يؤدي إلى إختلاف مكونات الكتلة النقدية، والتي تتبع النموذج الإقتصادي المختار. حيث ترتبط الكتلة النقدية بمجموع وسائل الدفع المتاحة في إقتصاد ما وفترة زمنية معينة، حيث تتحدد الكتلة النقدية كمجموع خصوم الودائع تحت الطلب في البنوك التجارية والتي هي عبارة عن إلتزامات مصرفية بالدفع لدى الطلب.

## أولاً- مفهوم الكتلة النقدية وأهم عناصرها:

تعتبر الكتلة النقدية عن مجموع وسائل الدفع المتاحة في الإقتصاد خلال فترة زمنية معينة، وهي نتاج لتفاعل مجموعة من العوامل التي تتدخل في تكوينها وأيضاً تنوعها إلى متحات نقدية ومتاحات شبه نقدية.

### 1-تعريف الكتلة النقدية ومحدداتها:

تعرف الكتلة النقدية بالمعنى الضيق على أنها مجموع خصوم الودائع تحت الطلب في البنوك التجارية، وحيازات العملة لدى الجمهور، إلا أن بعض الاقتصاديين أضاف الودائع لأجل في البنوك التجارية ضمن مكونات الكتلة النقدية، حيث يرى فريدمان بأن الودائع لأجل هي مخزون مؤقت للقدرة الشرائية، ويضيفها إلى الكتلة النقدية بالمفهوم الضيق لتعطي لنا الكتلة النقدية بالمفهوم الواسع، كما يدرج اقتصاديون آخرون عناصر أخرى ضمن الكتلة النقدية كالودائع ضمن شركات الادخار والإقراض وودائع بنوك الادخار المشترك والمستحقات على الوسطاء المليون الآخرين.<sup>1</sup>

تتحدد الكتلة النقدية من خلال تفاعل متشابك لشتى الفئات الإقتصادية، هذا إلى جانب السلطات النقدية التي لها دورها الهام في تديد الكتلة النقدية، فهي التي تحدد القاعدة النقدية أي العملة المتداولة خارج الجهاز المصرفي الإحتياطات المصرفية، كذلك يعتبر الجمهور القوة الإقتصادية المؤثرة على الكتلة النقدية حيث له القرار في عملية توزيع دخله بين الإحتفاظ بالعملة على شكل نقدي سائل أو إيداعها في البنوك التجارية على شكل ودائع تحت الطلب أو ودائع لأجل.

### 2-عناصر الكتلة النقدية:

تتمثل عناصر الكتلة النقدية في المتاحات النقدية المشكلة للنقد بالمعنى الضيق والمتاحات الشبه النقدية والمكونة من وسائل الدفع الأقل سيولة.

### 2-1 المتاحات النقدية:

تمثل مختلف النقود التي تتمتع بدرجة عالية من السيولة والتي تتكون من:

-**النقود القانونية:** هي تلك النقود المركزية التي يصدرها البنك المركزي وهي تتمثل في النقود الورقية والنقود المعدنية المساعدة والتي تشكل الصورة العامة للنقود، وهي تتمثل بالصفة الشرعية التي يمنحها لها القانون ولها القدرة على تسوية الديون وإبراء الذمم.

-**النقود الائتمانية:** هي نقود كتابية (خطية) أو نقود الودائع لأنها تعتمد على ودائع في التعامل، وهي تمثل الشكل الثاني للنقود والمكون للكتلة النقدية، وهي تتميز بالإئتمان بين الدائن والمدين أي وجود الثقة

<sup>1</sup> - محمود حميدات، "مدخل للتحليل النقدي"، ديوان المطبوعات الجامعية، ط3، الجزائر، ص: 04.

بينهما، وتمثل النقود الكتابية جميع الودائع التي يمتلكها الأفراد والمؤسسات والهيئات الغير مالية لدى البنوك التجارية والخزينة ومصالح الصكوك البريدية والبنك المركزي.

## 2-2- المتاحات شبه النقدية:

تمثل تلك الموجودات التي يضعها الأعوان الإقتصاديون لدى المؤسسات المالية والنقدية لفترة زمنية طويلة نوعا ما، ويمكن أن تتحول إلى متاحات نقدية سائلة بدون خسارة، وتضم المتاحات شبه النقدية: الودائع لأجل، الحسابات الدفترية، توفير من أجل السكن، سندات الصندوق التي تصدرها البنوك ويكتب فيها الجمهور، حيث يسير هذه الإدخار شبه السائل من طرف الجهاز المصرفي.

## ثانيا - مقابلات الكتلة النقدية:

يعبر مفهوم مقابلات الكتلة النقدية على أن قياس الكتلة النقدية لا يتوفر إلا من خلال الميزانية المجمعة للنظام المصرفي (قطاع المصارف التجارية و المصرف المركزي)، هذه الكتلة تشكل بدورها أحد عناصر موجودات الوكلاء الاقتصاديين غير الماليين (الأسر والمشروعات) لكن بالعودة إلى ميزانية النظام المصرفي يتضح أن الكتلة النقدية التي تظهر في المطلوبات لها ما يقابلها في الموجودات.

هذا المقابل يظهر في الأبواب التالية: الذهب والعملات الصعبة، تسليفات للخزينة العامة، قروض للاقتصاد الوطني (أسر ومشروعات غير مصرفية)، أي ما يمثل مجموع الأصول غير النقدية الموجودة بحوزة النظام المصرفي وبالتالي يمكن تعريف عناصر المقابل للكتلة النقدية بأنها مجموع التسليفات (التي تشمل ضمنا الذهب و العملات الصعبة المعتبرة كسلف على الخارج ) العائدة لمصدري النقد وشبه النقد و التي تبدو كمصدر لخلق النقود.

إنطلاقا من ذلك، تعتبر الكتلة النقدية إلزام المؤسسات النقدية (البنك المركزي، البنوك التجارية والخزينة العمومية) إتجاه الوحدات أو المؤسسات الإقتصادية، ويكون التصرف في الأرصدة النقدية من طرف تلك المؤسسات الإقتصادية بمقابل حقيقي، وبالتالي يمكن التمييز بين ثلاثة إتمادات تلزم بها المؤسسات النقدية وهو ما يعرف بـ: مقابلات الكتلة النقدية.

## 1-الإعتماد المقدم للعالم الخارجي:

يقوم المصرف المركزي من خلال صندوق تثبيت القطع برفع حجم الكتلة النقدية بالنقد الوطني عندما يقوم بتحويل السلف على الخارج (النقد الأجنبي و باقي السلف على الخارج) المحررة بالعملات الأجنبية (الناجمة مثلا عن عمليات التصدير) إلى نقد وطني أيضا يقلص المصرف المركزي حجم الكتلة النقدية عندما يقدم، بواسطة صندوق القطع على شراء العملات الأجنبية مقابل النقد الوطني (من أجل تسديد



قيمة المستوردات مثلاً) وفق حركة العمليات المذكورة في الاتجاهين ينتج المقابل "ذهب والعملات الصعبة".

وبالتالي، يتطلب التعامل في الخارج عملة صعبة تتمثل في السيولة الدولية التي تعتبر عن العملات الأجنبية التي تحظى بالقبول العام بالإضافة إلى الإحتياطات الذهبية وكذلك حقوق السحب الخاصة التي يمنحها صندوق النقد الدولي إلى الدول الأعضاء فيه في شكل قروض، وفي هذه الإطار يمكن التمييز بين:

### 1-1- الذهب:

تمثل الإحتياطات الذهبية في أي إقتصاد السبائك والقطع النقدية الذهبية لدى البنك المركزي، ومحاسبيا يعد صافي العمليات التي أجريت على الذهب خلال السنة الواحدة.

### 1-2- العملة الصعبة:

تستخدم في المعاملات الدولية أثناء التعامل مع العالم الخارجي من خلال عمليات التصدير والإستيراد، حيث يحتاج الإقتصاد إلى عملة لتسوية هذه المعاملات.

يتكون رصيد العملات الأجنبية بشكل خاص من عملات الإحتياطي الدولي، أو السيولة الدولية، خاصة الدولار الأمريكي الذي يشكل الجزء الهام من وسائل الدفع الدولية أو السيولة الدولية، بالإضافة إلى الذهب، وكما هو الشأن بالنسبة للرصيد الذهبي يؤثر رصيد العملات الأجنبية في إصدار النقد المحلي أي يؤثر في وسائل الدفع الداخلية أما مصدر هذه العملات فيكون إما:<sup>1</sup>

-نتيجة لتصدير سلع وخدمات وطنية إلى الخارج .

-إثر دخول رؤوس الأموال الأجنبية إلى البلد في شكل استثماري أو قروض.

-نتيجة قبض فوائد رؤوس الأموال الوطنية المستثمرة في الخارج، وعوائد اليد العاملة المهاجرة.

### 2- الإعتماد المقدم للإقتصاد:

تتحصل البنوك التجارية على ودائع متنوعة تسمح بمنح القروض للأعوان الإقتصاديين الذين هم بحاجة إلى تمويل الإستثمارات، فعملية التمويل مرتبطة أساسا بالودائع: المبالغ النقدية المودعة لديها.

وبالتالي هذا المقابل يتضمن سلف الأجهزة النقدية للأسر والمؤسسات، في هذا الإطار تدرج القروض الممولة عبر مصادر نقدية، أي الجزء الأكبر من القروض القصيرة الأجل وجزء من القروض المتوسطة الأجل، بشكل عام تشمل القروض على:

<sup>1</sup> - محمد شريف إلمان، "محاضرات في النظرية الاقتصادية الكلية-الدوال الاقتصادية الكلية، القطاع النقدي"، ج3، ديوان المطبوعات الجامعية، 2003، ص: 06.

-القروض للاقتصاد ذات الطابع المصرفي.

-باقي القروض للاقتصاد ذات الطابع المصرفي المتضمن لعمليات قريبة في نوعها من القروض بالمعنى الضيق للمصطلح عمليات قروض الإجارة، المعروفة أيضا بقروض إجارة البيع أو قروض البيع بالإجارة .

- من القروض الموزعة يقضي اقتطاع كافة مصادر تمويل هذه القروض المعتبرة كمصادر غير نقدية مثال على ذلك: سندات الدين الصادرة عن المؤسسات المالية المصرفية.

### 3- الإعتدالمقدم للخرزينة العمومية:

عندما يحدث عجز في ميزانية الدولة، وعندما لا تتمكن الخزينة العمومية من تمويل نفقاتها بإيراداتها المتكونة من الضرائب، تلجأ إلى البنوك المركزية أو البنوك التجارية أو المؤسسات الإقتصادية لطلب قروض لتمويل العجز، وذلك بإصدار سندات تسمى بأذونات الخزينة إعترافا منها بإنشاء دين على ذمتها، فيقوم البنك المركزي بإصدار كمية من النقود المركزية بقدر قيمة العجز.

### ثالثا - المجمععات النقدية إحصائيا:

يمكن تقديم الكتلة النقدية من الجانب المحاسبي بناء على معيار السيولة النقدية، وهو ما يعرف بـ: المجمععات النقدية، والتي تعبر عن تلك المؤشرات الكبرى التي تستخدم لقياس الكتلة النقدية وكذا الحجم الإجمالي للكتلة النقدية، وبذلك فإن الكتلة النقدية تسمح بقياس حجم وكمية النقود الموجودة في التداول. إذن، فالمجمععات النقدية تهتم بتحديد القاعدة النقدية التي تعبر عن النقود المركزية والتي تحتوي على النقود القانونية والنقود المعدنية المساعدة، فهي مجموعة من الإلتزامات البنك المركزي إتجاه الأعوان الإقتصادية غير البنكية، وتستعمل القاعدة النقدية في مراقبة عملية تداول النقود، وبالتالي يعتمد البنك المركزي على مختلف إحصائيات المجمععات النقدية من أجل تحديد معدلات الفائدة.

ومن بين المجمععات النقدية التي تدخل في حساب الكتلة النقدية ما يلي:

$$\text{النقود الورقية} + \text{النقود المعدنية} + \text{الحسابات} = M1$$

$$M1 + \text{ودائع قصيرة الأجل} + \text{الحسابات الدفترية} = M2$$

$$M2 + \text{ودائع طويلة الأجل} + \text{OPCV} = M3$$

$$M3 + \text{الأوراق الدائنة القابلة للتفاوض} = M4$$

$$M4 + M3 + M2 + M1 = M$$

حيث:- الحسابات تمثل الدائع تحت الطلب. - الودائع قصيرة الأجل تكون مدتها أقل من سنتين.

- الودائع طويلة الأجل تكون مدتها أكثر من سنتين.

- الأوراق القابلة للتفاوض TCN: تعبر عن سندات الخزينة متعلقة بالدولة، أذونات الصندوق بالنسبة للمؤسسات الإقتصادية، شهادات الإيداع بالنسبة للبنوك.

### خلاصة:

تعتبر الكتلة النقدية على مجموع وسائل الدفع المتاحة في إقتصاد معين خلال فترة زمنية معينة، وهي تتكون أساسا من المتاحات النقدية التي تتمتع بدرجة كبيرة من السيولة والمتاحات شبه النقدية والتي تتمتع بدرجة أقل من السيولة.

تتحدد الكتلة النقدية من خلال تفاعل متشابك لشتى الفئات الإقتصادية، هذا إلى جانب السلطات النقدية التي لها دورها الهام في تديد الكتلة النقدية، فهي التي تحدد القاعدة النقدية أي العملة المتداولة خارج الجهاز المصرفي الإحتياطات المصرفية، كذلك يعتبر الجمهور القوة الإقتصادية المؤثرة على الكتلة النقدية حيث له القرار في عملية توزيع دخله بين الإحتفاظ بالعملة على شكل نقدي سائل أو إيداعها في البنوك التجارية على شكل ودائع تحت الطلب أو ودائع لأجل.

هذا ومن مقابلات الكتلة النقدية نميز بين مجموعة من الإعتمادات والتي تتعلق بالإعتمادات المقدمة للعالم الخارجي، الإعتمادات المقدمة للخرينة والإعتمادات المقدمة للإقتصاد.

يمكن تقديم الكتلة النقدية من الجانب المحاسبي بناء على معيار السيولة النقدية، وهو ما يعرف بـ: المجمعات النقدية، والتي تعبر عن تلك المؤشرات الكبرى التي تستخدم لقياس الكتلة النقدية وكذا الحجم الإجمالي للكتلة النقدية، وبذلك فإن الكتلة النقدية تسمح بقياس حجم وكمية النقود الموجودة في التداول.

### المحور السادس: السياسة النقدية

يتم التعامل في النظام النقدي في إطار تنظيمي وفق قوانين تحدد المعاملات بين مختلف أطراف التعامل، وذلك من خلال سياسة نقدية تعمل وضع مجموعة من المبادئ والأدوات التي تهدف من ورائها إلى تحقيق إستقرار النظام النقدي، وبالتالي يهدف هذا المحور إلى عرض أهمية وأهداف السياسة النقدية ومختلف أنواعها ومختلف الأدوات التي تتعامل بها، وذلك من خلال التعرض إلى:

أولاً- مفهوم السياسة النقدية، أنواعها أهدافها وأهم أدواتها

ثانياً- سياسات المؤسسات البنكية

### تمهيد:

السياسة النقدية هي مجموع الإجراءات والتدابير المتخذة من قبل السلطات النقدية قصد إحداث أثر على الاقتصاد، ومن أجل ضمان استقرار أسعار الصرف، فهي تتضمن العمل الذي يستخدم لمراقبة عرض النقود من البنك المركزي كأداة لتحقيق أهداف السياسة الاقتصادية.

وفي هذا الإطار، يقوم البنك المركزي بتصميم وتنفيذ سياسة نقدية رشيدة تضمن الاستقرار النقدي واستقلالية أكبر للبنوك المركزية التي تسمح لها بالمساهمة في ترقية نمو متوازن ومنتظم للاقتصاد وتصحيح الاختلالات الاقتصادية والمساعدة في المحافظة على الاستقرار الداخلي والخارجي.

## أولاً- مفهوم السياسة النقدية:

تمثل السياسة النقدية مجموعة الاجراءات والوسائل التي تطبقها السلطان النقدية للتأثير على كمية النقود المعروضة سواء بحقق تيار جديد من النقود أو امتصاص السيولة الفائضة عن الاقتصادية وذلك بما يلائم الظروف الاقتصادية السائدة.

### 1-تعريف السياسة النقدية وأهم أنواعها:

من أهم التعاريف المرتبطة بالسياسة النقدية ما يلي:

- تمثل السياسة النقدية مجموعة الوسائل التي تتبعها الإدارة النقدية لمراقبة عرض النقد بهدف بلوغ هدف اقتصادي معين كهدف الاستخدام الكامل.
- السياسة النقدية هي جميع القرارات والإجراءات النقدية بصرف النظر عما كانت أهدافها نقدية أو غير نقدية، وكذلك جميع الإجراءات غير النقدية التي تهدف إلى التأثير في النظام النقد.<sup>1</sup>
- مجموعة الوسائل التي تتبعها الإدارة النقدية لمراقبة عرض النقود بهدف بلوغ هدف اقتصادي، كهدف الاستخدام التام.<sup>2</sup>
- السياسة النقدية يعبر عن أي عمل واع تقوم به السلطات النقدية لتغيير حجم النقد أو التأثير على كلفة الحصول عليه.
- ومن خلال المفهوم الضيق، تعرف السياسة النقدية على أنها "الإجراءات التي تستخدمها السلطات النقدية لمراقبة عرض النقد بقصد تحقيق أهداف معينة.
- أما السياسة النقدية بمفهومها الواسع، فهي تشمل جميع التنظيمات النقدية والمصرفية لما لها من دور مؤثر في مراقبة حجم النقد المتسير في النظام الاقتصادي، وهي بذلك تشمل على جميع الإجراءات التي تتخذ من قبل الحكومة والبنك المركزي والخزينة بقصد التأثير على مقدار وتوفير واستعمال النقد والائتمان. وفي إطار السياسة النقدية، يمكن أن نميز بين:
- السياسة النقدية الانكماشية: يتبع البنك المركز سياسة نقدية إنكماشية بتقييد الإنفاق وتقييد الائتمان وتقليص كمية النقود المتداولة في المجتمع ورفع معدل الفائدة، ومن ثمة محاربة ارتفاع الأسعار وبالتالي محاربة التضخم.
- السياسة النقدية التوسعية: يلجأ البنك المركزي إلى هذه الطريقة لتسريع نمو الكتلة النقدية بتشجيع الائتمان وزيادة حجم وسائل الدفع وتخفيض معدل الفائدة، فيرتفع حجم الاستثمارات مما يؤدي إلى زيادة الإنتاج و التقليل من حدة البطالة.

<sup>1</sup> - زكريا الدوري، يسري السامرائي، البنوك المركزية والسياسات النقدية، دار البازوري العلمية للنشر والتوزيع، الأردن، 2006، ص:185.

<sup>2</sup> - أكرم حداد، مشهور هذلول، مرجع سبق ذكره، ص:183.

## 2- أهداف السياسة النقدية:

تهدف السياسة النقدية هذه السياسة الى التأثير في عرض النقود عن طريق التوسع أو الانكماش في حجم القدرة الشرائية للمجتمع، فزيادة هذه الأخيرة يؤدي الى تنشيط الطلب والاستثمار وزيادة الانتاج ثم تخفيض معدلات البطالة، أما الحالة الثانية والمتمثلة في تخفيض هذه القدرة الشرائية فيحدث العكس حيث ينخفض الانتاج وتنتشر البطالة أي باستعمال السياسة الاقتصادية العامة للدولة وتساهم في تحقيق أهدافها. كما تهدف السياسة النقدية الى تحقيق الاستقرار النقدي والاقتصادي من خلال معالجة تذبذبات قيمة العملة محليا ودوليا وهذه التغيرات تكون مرتبطة بالمستوى العام للأسعار الذي تسعى دائما السلطة النقدية من خلال سياستها الى التحكم فيه، وبالتالي محاربة الضغوط التضخمية من خلال أدوات السياسة النقدية لتحقيق الإستقرار النقدي والاقتصادي.

ومن أجل الوصول إلى مختلف أهداف السياسة النقدية، يتبنى البنك المركزي إستراتيجية ابتداء باختيار أداة من أدوات السياسة النقدية ثم الهدف الأولي، فالوسيط إلى الهدف النهائي. حيث تحاول السلطات النقدية تحقيق الأهداف النهائية من خلال التأثير على متغيرات وسيطة، لعدم قدرة هذه السلطات التأثير مباشرة، مثلا على الناتج المحلي الخام ومكوناته، و لهذا تحاول التأثير على متغيرات تؤثر على الناتج المحلي الخام، حيث تعبر الأهداف الوسيطة عن تلك المتغيرات النقدية التي يمكن عن طريق مراقبتها وإدارة الوصول إلى تحقيق بعض أو كل الأهداف النهائية.<sup>1</sup> ويشترط في الأهداف الوسيطة أن تستجيب لجملة من الأهداف أهمها وجود علاقة مستقرة بينها وبين الهدف أو الأهداف النهائية، وإمكانية مراقبتها بما للسلطات النقدية من أدوات. ويمكن توضيح ما سبق ذكره، كما يلي:<sup>2</sup>

### 2-1- أهداف أولية:

تتمثل الأهداف الأولية كحلقة بداية في إستراتيجية السياسة النقدية، وهي متغيرات يحاول البنك المركزي أن يتحكم فيها للتأثير على الأهداف الوسيطة، فمثلا عندما يتقرر تغيير معدل نمو النقود الإجمالية، فإنه يجب تبني متغير احتياطات البنوك وظروف سوق النقد المتفق مع إجمالي النقود في الأجل الطويل، ولهذا فالأهداف الأولية ما هي إلا صلة تربط بين أدوات السياسة النقدية والأهداف الوسيطة. و تتمثل الأهداف الأولية في مجموعتين من المتغيرات و هي كالآتي:

- **مجمعات الاحتياطات النقدية:** تتكون القاعدة النقدية من النقود المتداولة لدى الجمهور والاحتياطات المصرفية، كما أن النقود المتداولة تضم الأوراق النقدية والنقود المساعدة ونقود الودائع، أما الاحتياطات

<sup>1</sup> - عبد المجيد قدي، "المدخل للسياسات الاقتصادية الكلية" دراسة تحليلية تقييمية"، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2003، ص: 64.

<sup>2</sup> - سنوسي علي، "محاضرات في النقود والسياسة النقدية"، كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير، جامعة محمد بوضياف المسيلة، 2014-2015، ص ص: 143-147

المصرفية فتشمل ودائع البنوك لدى البنك المركزي وتضم الاحتياطيات الإلجبارية والاحتياطيات الإضافية والنقد الحاضرة في خزائن البنوك.

أما الاحتياطيات المتوفرة للودائع الخاصة فهي تمثل الاحتياطيات الإجمالية مطروحا منها الاحتياطيات الإلجبارية على ودائع الحكومة والودائع في البنوك الأخرى، أما الاحتياطيات غير المقترضة فهي تساوي الاحتياطيات الإجمالية مطروحا منها الاحتياطيات المقترضة (كمية القروض المخصصة).

- **سوق النقد:** وتحتوي على الاحتياطيات الحرة، ومعدل الأرصدة البنكية وأسعار الفائدة الأخرى في سوق النقد التي يمارس البنك المركزي عليها رقابة قوية، ويعني بشكل عام قدرة المقترضين ومواقفهم السريعة والبطيئة في معدل نمو الائتمان ومدى ارتفاع أو انخفاض أسعار الفائدة وشروط الإقراض الأخرى، وسعر فائدة الأرصدة البنكية هو سعر الفائدة على الأرصدة المقترضة لمدة قصيرة يوم أو اثنين بين البنوك.

وتمثل الاحتياطيات الحرة الاحتياطيات الفائضة للبنوك لدى البنك المركزي مطروحا منها الاحتياطيات التي اقترضتها هذه البنوك من البنك المركزي وتسمى صافي الاقتراض، وتكون الاحتياطيات الحرة موجبة إذا كانت الاحتياطيات الفائضة أكبر من الاحتياطيات المقترضة وتكون سالبة إذا كانت الاحتياطيات المقترضة أكبر من الاحتياطيات الفائضة.

## 2-2- أهداف وسيطة:

اعتمد الكينزيون والنقديون مؤشرات وأهداف وسيطة مختلفة، والمؤشر هو المتغير الذي تسمح تحركاته باتجاه الأهداف النهائية، فهو عامل استدراك ما يمكن أن ينجم من انحرافات عن تحقيق الهدف النهائي للسياسة النقدية، فالكينزيون اعتمدوا معدل الفائدة كمؤشر وسيولة البنوك كهدف وسيط بينما اعتمد النقديون كمية النقد كمؤشر والقاعدة النقدية كهدف وسيط وهناك نموذجين أساسيين ممكنين من الأهداف الوسيطة وهي كالآتي:

أ- **معدل الفائدة كهدف وسيط:** إن معدلات الفائدة مهمة سواء على مستوى الصعيد الداخلي أو الخارجي : فعلى مستوى الصعيد الداخلي : تؤثر على مستوى استثمارات المؤسسات مثل الاستثمار في السكن، وعلى الاختيارات بين السندات والنقد .وعلى مستوى الصعيد الخارجي: تؤثر بشدة على تحركات رؤوس الأموال في الأجل القصير وفي المجموع يجب أن تكون معدلات الفائدة إيجابية - لا هي مرتفعة ولا هي منخفضة- ومستقرة قدر الإمكان في الزمن. ويوجد العديد من معدلات الفائدة في الاقتصاديات المتطورة وأبرزها هي:



- المعدلات الرئيسية: وهي معدلات النقد المركزي وهي المعدلات التي يقرض بها البنك المركزي البنوك التجارية، كما يستند إليها في تحديد معدلات الإقراض بين البنوك .
  - معدلات السوق النقدية : وهي المعدلات التي يتم على أساسها تداول الأوراق المالية القصيرة الأجل القابلة للتداول ( سندات خزينة قابلة للتداول، شهادات إيداع، أوراق خزينة ... إلخ )
  - معدلات السوق المالية أو المعدلات طويلة الأجل، وهي التي على أساسها تصدر السندات.
  - معدلات التوظيف في الأجل القصير: حسابات على الدفاتر، ادخار سكني ... إلخ
  - المعدلات المدينة وهي المطبقة على القروض الممنوحة .
- وتتأثر هذه المعدلات كلها بمعدل الفائدة الذي يفرضه البنك المركزي على قروض النقد المركزي.

**ب- معدل صرف النقد مقابل العملات الأخرى:** إن معدل صرف النقد هو مؤشر هام حول الأوضاع الاقتصادية لدولة ما، وذلك بالمحافظة على هذا المعدل حتى يكون قريبا من مستواه لتعادل القدرات الشرائية، ويمكن أن تكون السياسة النقدية مساهمة في التوازن الاقتصادي عبر تدخلها من أجل رفع معدل صرف النقد تجاه العملات الأخرى، وقد يكون محاربا للتضخم وهو ما يحقق الهدف النهائي للسياسة النقدية، وعندما يتخذ معدل الصرف كهدف وسيط فإنه يظهر العديد من العيوب، لأن أسواق الصرف ليست منتظمة فهي تتعرض لتقلبات، ومعدل الصرف يلعب دورا مهما في معرفة الإستراتيجية الاقتصادية والمالية للدول، ولذلك فإن الاختيار المدرك أو غير المدرك لعدم تقدير سعر صرف ملائم له نتائج ثقيلة منها:

- إن المحافظة على مستوى منخفض أكثر للعملة يشجع الضغوط التضخمية و يؤدي إلى إتباع سياسة سهلة في الأجل القصير تدفع بالمقابل في الأجل الطويل إلى إضعاف القدرة الصناعية للدولة والانخفاض النسبي لمستوى معيشة الأفراد.

- إن البحث عن الحفاظ على مستوى مرتفع أكثر، يفرض على الأعوان الاقتصاديين ضغطا انكماشيا وهو ما يحدث اختفاء بعض المؤسسات غير القادرة على التأقلم، وهو ما يبطئ النمو وفي الأخير يؤدي إلى سياسة متشددة يمكن أن تؤدي إلى الفشل.

ولذلك فإن الاقتصاديات الواسعة والمتنوعة والتي تتميز بانفتاح قليل على الخارج والتي ترتبط بشريك اقتصادي أساسي، لا يمكن لها أن تركز جميع الأهداف الوسيطة للسياسة النقدية على معدل الصرف، ولذلك فإن الهدف الوسيط الداخلي يبدو ضروريا في هذه الحالة، لأنه في حالة المضاربة على نقد معين، إذا لم يكن ذلك لأسباب اقتصادية موضوعية يمكن للبنك المركزي أن يستنفد احتياطياته من العملة الصعبة مقابل الخلق المفرط للنقد الوطني حتى يمكن تداوله محليا.

### 2-3- أهداف نهائية: وهي تتلخص هذه الأهداف في النقاط التالية:

- تحقيق مستوى مقبول من الاستقرار النقدي و الاقتصادي من خلال تجنب التغيرات المؤثرة على قيمة العملة الوطنية داخليا و خارجيا و التي تنشأ من التغيرات في المستوى العام للأسعار.
- المساهمة في تحقيق معدلات نمو اقتصادية مناسبة في مختلف القطاعات الاقتصادية بما يحقق زيادة في الدخل القومي و الناتج المحلي.
- المساهمة في تطوير المؤسسات المصرفية و المالية و الأسواق التي تتعامل فيها هذه المؤسسات (السوق المالي و السوق النقدي) و بما يخدم تطوير الاقتصاد الوطني.
- المساهمة في تحقيق التوازن في ميزان المدفوعات.
- تحقيق الاستخدام الشامل.

### 3- أدوات السياسة النقدية:

استعملت السلطات النقدية منذ القدم وسائل كثيرة لتحقيق أهدافها حيث اختلفت هذه الادوات والوسائل باختلاف الأوضاع الاقتصادية: منها ما يؤثر مباشرة في كمية النقود المعروضة بالزيادة أو بالنقصان وهو ما اصطلح عليه بالوسائل الكمية، ومنه ما يدخل ضمن سياسة الارشاد والمواعظ وهو ما يسمى بالوسائل الكيفية أو الحديثة:<sup>1</sup>

### 3-1 الأدوات الكمية:

#### أ- سياسة عملية السوق المفتوحة:

تعتبر هذه الأداة من أكثر الأدوات فعالية في الدول المتقدمة التي تمتلك سوق المال المتطور، وتقوم آلية عمل هذه الأداة على أساس دخول البنك المركزي في السوق المالي بائعا أو مشتريا لسندات حكومية أو مالية. فعندما يقوم البنك المركزي بشراء الأوراق المالية يؤدي هذا إلى زيادة الاحتياطيات النقدية، لدى المشتريين (عادة البنوك التجارية) الأمر الذي يعني زيادة قدرة هذه البنوك على منح القروض؛ وبالتالي زيادة العرض النقدي، وانخفاض أسعار الفائدة قصيرة الأجل، ويؤدي قيام البنك المركزي ببيع الأوراق المالية إلى عكس النتائج السابقة.

فعند وجود حالة تضخم أو فجوة تضخمية في الاقتصاد، تسعى الحكومة إلى محاربة ذلك، ولعل أقصر الطرق هي تقليل حجم النقد المتداول لكبح الطلب، وتقليل القدرة على الشراء، وعليه يتدخل البنك المركزي لبيع سندات حكومية بأسعار فائدة مغرية تجعل تكلفة الفرصة البديلة للاستهلاك عالية، مما يحفز الجمهور على شراء تلك السندات، وهنا تقل النقود في أيدي الأفراد وفي البنوك، مما يقلل من حجم النقد

<sup>1</sup> - خياطة عبد الله، "الاقتصاد المصرفي (النقود-البنوك التجارية-البنوك الإسلامية-السياسة النقدية)"، دار الجامعة الجديدة الإسكندرية، مصر، 0202 ، ص:05.

من ناحية ويحد من آلية خلق النقود عبر آلية مضاعف عرض النقد المتداولة من ناحية أخرى، كما قد ينظر إليها بأنها عملية اقتراب داخلي، أو حقن للاقتصاد بكميات نقدية.

#### ب- سياسة سعر إعادة الخصم:

سياسة سعر إعادة الخصم يعبر عن سعر الفائدة التي يمكن أن يتقاضاه البنك المركزي من البنوك التجارية عند الاقتراض منه، أو طلب إعادة خصم ما لديها من أوراق تجارية، وعادة ما يكون سعر الخصم أقل من سعر الفائدة الساري في السوق بحوالي ب 2%، حتى تستطيع البنوك التجارية تغطية مصاريفها الإدارية، وتحقيق هامش ربح معقول.

أما عن آلية استخدام هذه الأداة فيمكنها تلخيصها في إطار السياسة التوسعية والانكماشية، ففي الحالة الأخيرة يرفع البنك المركزي سعر إعادة الخصم، أي أنه سيقترض البنوك بأسعار مرتفعة، مما يقلل من قابلية ورغبة البنوك في الاقتراض، كما يؤدي إلى رفع أسعار فوائدها على القروض، الأمر الذي يقلل الطلب على النقود، ويحدث العكس في حالة إتباع السياسة التوسعية.

#### ت- سياسة الاحتياطي الإجمالي:

تنصب التشريعات الحديثة التي تنظم الائتمان على ضرورة احتفاظ البنوك التجارية بأرصدة لدى البنك المركزي تمثل نسبة معينة من الودائع لديها، وهي النسبة القانونية للاحتياطي النقدي، وتمثل الحد الأدنى لما يجب تحفظ به البنوك التجارية من أرصدة نقدية مقابل ودائعها، وبحق للبنوك التجارية استخدام الزائد من الودائع عن هذا الاحتياطي في مختلف أعمال البنك؛ كالقروض والاستثمارات وغيرها من مجالات استخدام ما لديه من موارد. يقوم البنك المركزي بتخفيض نسبة الاحتياطي القانوني في حالات الركود الاقتصادي، وذلك لدعم سيولة الجهاز المصرفي، وتعزيز قدرته على خلق النقود الائتمانية؛ وبالتالي التمكن من الزيادة في قروضها للمشروعات؛ والعكس في حالة التضخم.

#### ث- معدل الفائدة:

يعتبر معدل الفائدة من الأدوات المباشرة في السياسة النقدية، وباعتبار البنك المركزي هو المقرض الأخير للبنوك التجارية مقابل معدل فائدة معني، فإن البنك المركزي يستخدم هذه الوسيلة لمعالجة حالة التضخم في الاقتصاد وذلك بالرفع من هذا المعدل حتى تعزف البنوك التجارية على منح الائتمان، أما في حالة الانكماش فإن السلطة النقدية تخفض من هذا المعدل بهدف تشجيع المستثمرين على طلب القروض بهدف انعاش الاقتصاد.

### 3-2- الأدوات النوعية:

بالإضافة الى الوسائل المباشرة هناك صيغ أخرى تستعملها السلطات النقدية في تعزيز الوسائل السابقة وذلك ب:<sup>1</sup>

#### أ- الإقناع الأدبي:

البنك المركزي بصفته بنك البنوك والملجأ الأخير لإقراض البنوك التجارية، يستطيع البنك المركزي التأثير على البنوك التجارية بالإقناع الأدبي لكي تتصرف بالاتجاه الذي يرغبه، حيث أن الإقناع الأدبي هو مجرد قبول البنوك التجارية بتعليمات وإرشادات البنك المركزي أدبيا بخصوص تقديم الائتمان و توجيهه حسب الاستعمالات المختلفة.

#### ت- الودائع الخاصة:

تسعى هذه السياسة الى تشجيع البنوك التجارية على اقتطاع نسبة معينة من أرصدها في شكل ودائع مجمدة لدى البنك المركزي تستحق عليها فوائد وهو ما يقلص حجم الائتمان على البنوك التجارية.

#### ث- التعليمات والأوامر المباشرة:

أحيانا تضطر البنوك المركزية الى التدخل بصفة مباشرة لتقليل من حجم الائتمان وذلك بإصدار تعليمات مباشرة للبنوك التجارية، ولا يمكن لها تجاهلها والا تعرضت للعقوبة، حيث تتحدد هذه التعليمات في وضع سقف للقروض التي تمنحها البنوك التجارية، أو تحديد حجم القروض الممنوحة لقطاع اقتصادي معين أو توجيه البنوك التجارية الى الاستثمار في شراء الأوراق المالية مثلا، أما عن العقوبات التي يطبقها البنك المركزي تتمثل في منع منح القروض لها أو الامتناع عن إعادة خصم أوراقها التجارية أو رفع معدلات الفائدة على القروض الممنوحة.

#### ج- سياسة تأطير القروض:

تهدف هذه السياسة للحد من قدرة البنوك على منح الائتمان مباشرة، وهي تعتبر إجراء تنظيمي تقوم به أو بموجبه السلطات النقدية بتحديد سوق لتطور القروض الممنوحة من قبل البنوك التجارية بكيفية إدارية مباشرة وفق نسبة محددة خلال العام، كأن لا يتجاوز ارتفاع مجموع القروض الموزعة نسبة معينة، ففي حال الإخلال بهذه الإجراءات تتعرض البنوك إلى عقوبات تتباين من دولة لأخرى.

<sup>1</sup> - قصاب سعدة، دروس الإقتصاد النقدي والأسواق المالية، كلية العلوم الإقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر 3، 2017، ص: 63.

## هـ - السياسة الانتقائية للقروض:

وتعني انتهاج البنك المركزي سياسة تعجل قراراته، تتعلق فقط ببعض القطاعات التي يعتبرها أكثر مردودية للاقتصاد الوطني، فيقوم بتوجيه القروض إليها، بحيث تكون قراراته كفيلة بإعطاء كل التسهيلات في منح القروض إلى هذه القطاعات.

## ثانيا - سياسة المؤسسات البنكية:

تعامل البنوك في مجملها بتقديم خدمات عديدة لزيائنها كاستلام ودائع الأفراد لاستثمارها وتوظيفها مقابل عائد مادي يختلف نوع التوظيف، ويمكن التطرق إلى سياسات المؤسسات البنكية كما يلي:<sup>1</sup>

### 1- الودائع:

يفضل الأفراد أحيانا استخدام مدخراتهم والاحتفاظ بها لدى جهات رسمية آمنة تضمن لهم حقوقهم عن طريق تقديم أحسن الصيغ للمحافظة عليها. أي أن الوديعة هي ما يقوم به الأفراد والهيئات بوضعه في البنوك بصفة مؤقتة قصيرة أو طويلة على سبيل الحفظ أو التوظيف وعليه تصنف على أساس مدة الإيداع أو على أساس العائد من الوديعة. تختلف الودائع باختلاف القرض منها، فهناك ودائع توضع من أجل الاحتفاظ بها فقط، وهناك ودائع أخرى ينتظر أصحابها من ورائها عائدا ماديا وهي:

**1-1-ودائع جارية (تحت الطلب):** تتميز هذه الودائع بدرجة عالية من السيولة فهي موضوعة تحت تصرف أصحابها حيث يمكنهم سحبها كليا أو جزئيا عند الطلب، فلا يحق للبنك أن يتحجج أثناء السحب بوضع عراقيل، ولا يستحق عليها فائدة من وراء الإيداع، كما يحق للبنك أن يوظف هذه الأموال في منح القروض لكن مع مراعاة عمليات السحب.

**1-2-الودائع الآجلة:** هي تلك الودائع التي يضعها أصحابها في البنوك لفترة زمنية معينة، ولا يمكنهم سحبها إلا بعد انقضاء المدة المحددة بتقديم إشعار للبنك عن تاريخ السحب.

**1-3- الودائع الادخارية:** تعتبر هذه الودائع بودائع التوفير، نظرا لمدة إيداعها في البنوك والعائد المنتظر منها، فهي ودائع تبقى لمدة زمنية معينة، لا يمكن لأصحابها سحبها، مقابل معدلات فائدة معتبرة تمثل عائد توظيف حقيقي للأموال وتعكس الطبيعة الادخارية للوديعة.

<sup>1</sup> - قصاب سعاد، نفس المرجع السابق، ص:67.

**1-4- الودائع الائتمانية:** يسمى هذا النوع من الودائع الكتابية نظرا لاختلاف طبيعتها فهي تنشأ عن طريق تسجيل العمليات الحسابية بالبنوك المتمثلة في التحويلات البنكية فعند ما يقوم صاحب الوديعة الحقيقية بتحرير شيك لفائدة شخص ما دون أن يقوم هذا الشخص بالسحب الفعلي للنقد، فإن البنك يقوم بتسجيل هذه العمليات محاسبيا التحويل من حساب المسحوب عليه الى حساب المستفيد وتعتبر بالنسبة للبنك وديعة لكنها ليست فعلية وتمكن البنك متان التوسع في منح القروض، إنها ودائع كتابية أي تسجيل محاسبي لحركات رؤوس الأموال.

## 2- سياسة السيولة:

يمثل هذا المفهوم بالنسبة للبنك، قدرته على مواجهة التزاماته تلك المتعلقة بطلبات السحب الفورية كالودائع الجارية، أو الاستجابة لطلبات الزبائن المتمثلة في طلب القروض، وتمثل السيولة التامة احدى الأدوات المستعملة من طرف البنوك لتجنب الإضرار الى تصفية بعض الأصول غير السائلة لذا تعتبر السيولة عنصر الحماية والأمان بالنسبة للبنك، وتتكون السيولة من:

### 2-1- السيولة الجاهزة (الحاضرة): وهي النقود الجاهزة لدى البنك وهي تحت تصرفه والمكونة من:

- النقود بالعملة الصعبة والعملات الاجنبية الموجودة بخازن البنك.
- الودائع الموجودة لدى البنوك الاخرى ولدى البنك المركزي.
- الشيكات تحت التحصيل، يقدمها أصحابها وتضاف قيمتها الى حسابات العملاء بالبنك.

**2-2- السيولة شبه النقدية:** وهي أصول نقدية درجة سيولتها أقل من السيولة الجاهزة، لكن يمكن تحويلها الى سيولة جاهزة بعد تصفيتها أو بيعها أو رهنها، وتمثل السيولة شبه النقدية، أدوات الخزينة العمومية، الكمبيالات المخصصة، الأوراق المالية كالأسهم والسندات، حيث تتمتع بقصر آجال استحقاقها وامكانية التصرف السريع بها عن طريق البيع أو الرهن.

## 3- سياسة القروض:

تمثل هذه السياسة الدعامة التي تقوم عليها البنوك في نشاطها، حيث تهدف الى تمويل مختلف الأنشطة الاقتصادية مهما كانت طبيعتها، كقروض الاستغلال أو قروض الاستثمار.

### 3-1- قروض الاستغلال: موجهة أساسا لتمويل دورة الاستغلال التي تقوم بها المؤسسات في الفترة

القصيرة والتي لا تتجاوز السنة، حيث تتميز بالتكاليف المنخفضة وتوجه الى نشاط التخزين، الإنتاج، التوزيع... الخ،

فتمثل الجزء الأكبر من التمويل لدى البنوك، خاصة البنوك التجارية التي تتماشى وطبيعة نشاطها وتصنف الى:

- أ- **القروض العامة:** ويوجه هذا النوع من القروض لتمويل الأصول المتداولة وتسمى أيضا بالقروض عن طريق الصندوق أو قروض الخزينة هدفها مواجهة الصعوبات المالية المتوقعة فتأخذ الأشكال التالية:
  - تسهيلات الصندوق: وتمنح للتخفيف من الصعوبات للسيولة المؤقتة.
  - قرض المكشوف: وهو قرض يغطي نقص في الخزينة والناتج عن عدم كفاية رأس المال العامل.
  - القرض الموسمي: وهو قرض يمنح لأنشطة خاصة ذات طبيعة غير منتظمة أثناء دورة الاستغلال.

ب- **القروض الخاصة** وهي موجهة لتمويل أصل معني مثل:

- تسبيقات على البضائع: وهي القروض تقدم للزبائن لتمويل بضائع معينة تكون محل ضمان.
- التسبيقات على الصفقات العمومية: الصفقة العمومية بالتعريف هي اتفاق شراء أو تنفيذ أشغال لفائدة السلطات العمومية (الوزارات، البلديات) ... من طرف المقاولين لقانون الصفقات العمومية، حيث يلجأ المقاول الى البنك لتمويل هذه الأشغال.

ج- **القروض بالالتزام:** وتسمى القرض بالتوقيع، وفيه لا تعطى الأموال حقيقية للزبون من طرف البنك، وإنما يتمثل في الضمان الذي يقدمه له البنك لتمكينه من الحصول على الأموال من جهة أخرى، أي أن البنك يمنح ثقته للزبون وهو ملتزم بتسديد الذين عند عجز الزبون على ذلك.

د- **القروض المقدمة للأفراد:** قروض ذات طابع شخصي تقدم للأفراد هدفها تمويل نفقات الاستهلاك، حيث يتناسب مبلغ القرض مع الدخل الشهري للمستفيد.

### 3-2- قروض الاستثمار: يختلف نشاط الاستثمار جوهريا عن نشاط الاستغلال، فقروض الاستثمار عادة

ما تمنح من طرف البنوك المتخصصة لكن في الآونة أصبحت حتى البنوك التجارية تمول هذا النوع من القروض رغم أنه مرتبط بمخاطر عديدة ليس من السهل على البنك تحمل أعبائها. تعرف أنشطة الاستثمار بالعمليات التي تقوم بها المؤسسات لفترة طويلة تتجاوز السنتين وذلك بالتمويل أو الإنفاق الحالي والذي ينتظر من ورائه عائدا في المستقبل وتقسم الى ما يلي:

أ- **القروض الكلاسيكية:** وتتقسم بدورها الى:

- القروض المتوسطة الأجل: وهي تلك القروض الموجهة لتمويل إستثمارات لا تتعدى عمرها 9 سنوات، ك شراء الآلات، المعدات وسائل النقل ... وتعرض لمخاطر عديدة كخطر عدم التسديد مثلا، منها: القروض القابلة للتعبئة: وتتميز بأنها قروض قابلة للخصم عند مؤسسة مالية أخرى أو لدى البنك المركزي لتجنب الأخطار المحتملة دون انتظار آجال الاستحقاق.

- القروض غير القابلة للتعبئة: وفي هذه الحالة تصعب الامكانية السابقة فلا يجد البنك مجال لتغطية مخطر القرض مما يحتم عليه انتظار آجال الاستحقاق.
- القروض الطويلة الأجل: تتراوح مدة القرض الطويل الآجل بين 9 و 21 سنة، وهو موجه لتمويل الاستثمارات الكبيرة كتمويل العقارات المباني، ونظرا لخصوصية هذه العملية فإن البنوك الممولة لهذا النوع من القروض يحتاج الى تعبئة كبيرة للموارد المالية، نظرا لكبر حجمها وطول مدتها.
- ب- **القرض الإيجاري**: وهي الوظيفة الاستثمارية التي تقوم بها البنوك حيث تتكفل بشراء المواد واللوازم محل القرض ويقوم بتأجيرها للمستفيد مقابل عقد معني لمدة معينة.

### 3-3- التوظيف المالي:

- يمكن لمختلف البنوك أن توظف أموالها في الاستثمار في المحافظ المالية وذلك بتداول الأسهم والسندات في الأسواق المالية.
- أ- **الاسهم**: وهي نوع من الأوراق المالية المتداولة وتتميز بأنها حصة تثبت امتلاك حائزها على جزء من أرس مال المؤسسة، تمكن من الاستفادة من كل الحقوق وتحمل كل الاعباء التي تنتج عن امتلاك هذه الورقة، يكون عائدها متغير ومرتبطة بنشاط المؤسسة، وعند تصفية المؤسسة فالمساهم باعتباره شريك في المؤسسة فهو الآخر من يتحصل على حقوقه بعد صاحب السند.
- ب- **السندات**: تعرف السندات على أنها أوراق مالية تثبت دائنة صاحبها للمؤسسة التي أدرتها، أي هو اثبات لعملية القرض، ويتميز بأنه وثيقة قرض تثبت دائنة صاحب الورقة في حدود قيمتها الاسمية، يستفيد حامل السند من دخل ثابت معرف مسبقا، غير أن صاحب السند لا يمكنه التدخل في تسيير شؤون المؤسسة، وفي حالة التصفية تكون الأولوية لحاملي السندات.



### خلاصة:

تمثل السياسة النقدية مجموعة الوسائل التي تتبعها الإدارة النقدية لمراقبة عرض النقد بهدف بلوغ هدف اقتصادي معين كهدف الاستخدام الكامل، كذلك تهدف السياسة النقدية الى تحقيق الاستقرار النقدي والاقتصادي من خلال معالجة تذبذبات قيمة العملة محليا ودوليا وهذه التغيرات تكون مرتبطة بالمستوى العام للأسعار الذي تسعى دائما السلطة النقدية من خلال سياستها الى التحكم فيها. استعملت السلطات النقدية منذ القدم وسائل كثيرة لتحقيق أهدافها حيث اختلفت هذه الادوات والوسائل باختلاف الأوضاع الاقتصادية: منها ما يؤثر مباشرة في كمية النقود المعروضة بالزيادة أو بالنقصان وهو ما اصطلح عليه بالوسائل الكمية، ومنه ما يدخل ضمن سياسة الارشاد والمواعظ وهو ما يسمى بالوسائل الكيفية أو الحديثة تعامل البنوك في مجملها بتقديم خدمات عديدة لزيائنها كاستلام ودائع الأفراد لاستثمارها وتوظيفها مقابل عائد مادي يختلف نوع التوظيف.

### المحور السابع: الوساطة المالية

ينطوي هذا المحور على العديد من المفاهيم ذات الصلة بمختلف مؤسسات الوساطة المالية، وذلك من خلال توضيح أهميتها أنواعها ومختلف الوظائف التي تقوم بها بصفقتها من بين الجهات الفاعلة في الأنظمة النقدية والمالية، إنطلاقاً من ذلك سيتم تقديم هذا المحور من خلال العناصر التالية:

أولاً: ماهية الوساطة المالية

ثانياً - طبيعة وأنواع مؤسسات الوساطة المالية:

### تمهيد:

تعتبر الوساطة المالية جوهر النظام المالي، فهي تمثل أحد أهم القنوات المالية الرئيسية التي تساهم في تحقيق التنمية الإقتصادية، وذلك من خلال توفير رؤوس الأموال اللازمة وتسيير تبادلها. يعتبر وجود الوساطة المالية جد ضروري في الإقتصاديات الحالية، وذلك لكي تتمكن المعاملات والمبادلات المالية أن تتماشى وفق التطورات السريعة التي تشهدها جميع المجالات. كما تحتل الوساطة المالية مكانة جدّ معتبرة في النظم المالية المعاصرة، بفضل ما تقوم به من وظائف هامة، وقد بدأت فكرة ومفهوم الوساطة المالية بين المدخرين والمستثمرين عن طريق البنوك التي ينحصر دورها في قبول الودائع ومنح القروض، غير أن هذا المفهوم قد إتسع حتى أصبح الوسطاء يقدمون خدمات مالية جديدة يساهمون بها في تمويل عمليات تعود عليهم بالربح، كذلك لم تعد البنوك هي الجهة الوحيدة التي تقوم بدور الوساطة المالية في السوق المالية، إنما هناك أنواع مختلفة من المؤسسات المالية من شأنها القيام بذلك الدور.

## أولاً- ماهية الوساطة المالية:

يعتبر وجود الوساطة المالية جد ضروري في الإقتصاديات الحالية، وذلك لكي تتمكن المعاملات والمبادلات المالية أن تتماشى وفق التطورات السريعة التي تشهدها جميع المجالات، حيث أصبح من غير المتوقع أن نجد أي إقتصاد دون وساطة مالية، وذلك باعتبارها تمثل حلقة وصل بينهم بالإضافة إلى المكانة الكبيرة التي تحتلها الوساطة المالية ضمن النظام المالي بفضل ما تقدمه من خدمات وما تقوم به من أدوار تساعد على تنشيطه.

### 1- مفهوم الوساطة المالية وأهم خصائصها:

تعتبر الوساطة المالية أحد أهم القنوات المالية الرئيسية التي تساهم في تحقيق التنمية الإقتصادية، وذلك من خلال توفير رؤوس الأموال اللازمة وتسيير تبادلها.

#### 1-1- تعريف الوساطة المالية:

هناك العديد من التعاريف التي تناولت موضوع الوساطة المالية، ومن أجل دراستها بشيء من التفصيل، نتطرق إلى التعاريف التالية:

- "تشمل الوساطة المالية جميع المؤسسات المالية الأخرى غير البنوك، التي تقبل الودائع وتمنح القروض مثل: مؤسسات الإيداع والإقراض التي تقتصر على قبول ودائع التوفير، وإتحادات منح الإئتمان التي تهدف إلى تلبية الإحتياجات الإئتمانية لقطاع معين من الجمهور".<sup>1</sup>

- الوساطة المالية هي "مؤسسة إستثمارية تصل وتقرب فئة المقرضين بالمقترضين في إطار عملية مالية، تهدف من خلالها إلى تحقيق قيمة مضافة متغيرة بحسب قدراتها وإمكاناتها، فهي تهتم أساساً بفهم وتحليل العملية المالية المستهدفة وإتخاذ الخطوات الضرورية لتنفيذها بكل فعالية، ومقابل الخدمات المختلفة التي تسعى إلى تقديمها، تحصل الوساطة المالية على عمولة محددة".<sup>2</sup>

- تتمثل الوساطة المالية في أنها: "مؤسسات مالية ومصرفية تتعامل بأدوات الإئتمان المختلفة من حيث النوع والآجال في السوقين المالي والنقدي، من خلال قيامها بمهمة الوساطة بين المقرضين والمقترضين (المدخرين والمستثمرين) بهدف تحقيق الربح".<sup>3</sup>

<sup>1</sup> - سامر جلدة، "البنوك التجارية والتسويق المصرفي"، ط1، دار أسامة للنشر، عمان، الأردن، 2009، ص:17.

<sup>2</sup> - Olivier toispeau; "dictionnaire de la bourse et des termes financiers", 3<sup>eme</sup> édition, édition SEFI, Québec, canada, 1999, p:242.

<sup>3</sup> - ناظم محمد نوري الشمري، "النقود والمصارف والنظرية النقدية"، دار زهران للطباعة والنشر، عمان، 2006، ص:202.

أما فيما يتعلق بتطور الوساطة المالية، فهي ليست حديثة النشأة وإن عرفت بعض التغييرات في المهام والأدوار، وإنما كانت متواجدة منذ القدم وزاد شيوعها خاصة في القرون الوسطى، أين كان التجار وغيرهم يقومون بالإحتفاظ بالفائض من النقود المعدنية (الذهبية أو الفضية) لدى الصيارفة مقابل إيصال أو تعهد، وبذلك أصبحوا يمثلون في الطرف الأول للوساطة، وإنطلاقاً من الخبرة الكبيرة للصيارفة في مجال النقود مع تأكدهم من أن أصحابها (المودعين) لن يطلبوها بصورة جماعية، إستخدموا تلك النقود المعدنية المودعة لديهم في منح قروض مقابل حصولهم على فوائد من المقترضين، وهم بذلك يمثلون الطرف الثاني من الوساطة.<sup>1</sup>

وهكذا عرفت هذه القنوات تطوراً في جمع المدخرات ومنح القروض وأصبح من الضروري تواجدها الوساطة المالية، ويرجع ذلك إلى جملة من الأسباب أهمها: عدم مقدرة المقرض على تقدير كل الأخطار المحتملة مما يضعف من فرص التوظيف الجيد للأموال ويقلل من إمكانيات الإستعمال الأمثل للموارد، بالإضافة إلى صعوبة توافق الرغبات من حيث المبلغ، فقد يكون صاحب العجز المالي يحتاج إلى أكبر من الفائض المالي للطرف الآخر لهذه العلاقة المالية، لذلك وجدت الوساطة المالية من أجل تعبئة الإدخار المتمثل في الفوائض المالية الخاصة بمختلف الأعوان الإقتصاديين وإستخدامها في منح قروض إلى أطراف أخرى، وذلك عن طريق تحويل علاقة التمويل المباشرة بين المقرضين والمقترضين المحتملين إلى علاقة غير مباشرة، وبذلك تحتل الوساطة المالية أهمية كبيرة فبدونها يصعب القيام بالمعاملات المالية على أكمل وجه.

## 1-2- أهمية الوساطة المالية:

تؤدي الوساطة المالية دوراً هاماً في الإقتصاد، وينعكس ذلك خاصة في الوظائف والمهام التي تقوم بها في الأسواق المالية، فوجودها يساعد هذه الأسواق على القيام بعملها بكل فعالية وبدونها يصعب على تلك الأسواق القيام بالعديد من المهام، والمتعلقة بـ:<sup>2</sup> التوسط بين المدخرين والمستثمرين، منحها للإئتمان بأجله المختلفة، التأثير على كمية وسائل الدفع، وتنويع الأصول المالية والنقدية التي تتعامل بها في السوقين المالية والنقدية.

كما تكمن أهمية الوساطة المالية في الدور الذي تقوم به في إدارة وتنظيم عملية التبادل وتوفير المعلومات اللازمة، إذ تشكل حلقة وصل في توفير المعلومات عن مصادر الإقتراض والكفاءة المالية والإئتمانية للمقترضين، حيث تستطيع المؤسسة الوسيطة القيام بوظيفتها من خلال حصولها على المعلومات الدقيقة عن فرص الإستثمار، وتوجيه الأموال إلى أفضل مجالات إستخدامها أي تلك التي تعود عليها بأفضل عوائد وتتمتع بأعلى إنتاجية.

<sup>1</sup> - زياد سليم رمضان، محفوظ أحمد جودة، "إدارة البنوك"، ط2، دار الميسرة للنشر والتوزيع، عمان، ص: 11. دون سنة نشر.

<sup>2</sup> - ناظم محمد نوري الشمري، مرجع سبق ذكره، ص: 202.

وتعمل المؤسسات المالية أيضا على توفير الوقود اللازم لعمل آلة الإقتصاد،<sup>1</sup> إذ لا بد من توافق يتعلق بحجم الموارد والفترة الزمنية التي يتم التمويل بمقتضاها، لأن الفشل في تطابق الفترة الزمنية قد يتسبب في عدم إستمرارية العرض والطلب وبالتالي يؤثر سلبا على النشاط الإقتصادي.

فضلا عما سبق ذكره، يمكن توضيح أهمية الوساطة المالية على النحو التالي:<sup>2</sup>

- يتيح وجود الوساطة المالية لأصحاب الفائض المالي إمكانية الحصول على السيولة في أي وقت، فالمؤسسات المالية الوسيطة مجبرة على الاحتفاظ بجزء من الأموال في شكل سيولة لمواجهة مثل هذه الاحتمالات، كما يمكن أن يتجنب أصحاب الفائض المالي مخاطر عدم التسديد التي تكون كبيرة في حالة الإقراض المباشر.

- يساهم وجود الوساطة المالية توفير التمويل المناسب لأصحاب العجز المالي وذلك بأقل تكلفة ممكنة، خاصة فيما يتعلق بالوقت اللازم لتدبير الأموال اللازمة بشكل كافي وفي الوقت المناسب لأصحاب العجز المالي، وهي تحقق هذه العملية نظرا لما تتوفر عليه من أموال ضخمة تجمعها بطريقة مستمرة، فضلا عن ذلك يجنب وجود الوساطة المالية الجهات المقترضة مشقة البحث عن أصحاب الفوائض المالية، على إفتراض أن المصاعب الأخرى غير موجودة.

- تستفيد الوساطة المالية نتيجة وظائفها الكثير من المنافع، كالتى تتعلق بعوائد القروض التي تساهم في تعظيم إيراداتها، حيث يعتبر أهم دخل تحققه والذي يمثل الأساس الذي تقوم عليه نشاطاتها، كما أنها غالبا ما تستعمل موارد مالية غير مكلفة مثل الودائع التي لا تمنح عليها فوائد في معظم الأنظمة النقدية العالمية، من جهة أخرى يمكن لمؤسسات الوساطة المالية إمكانية إنشاء نقود الودائع، وهذا ما يعني أنها تمنح قروضا أكثر مما تحصل عليه من الودائع، وهو الشيء الذي يساهم في زيادة أرباحها.

### 1-3- خصائص الوساطة المالية:

تتمتع مؤسسات الوساطة المالية بخاصية هامة تتمثل أساسا في الثقة الكبيرة التي تمنحها إياها فئات المدخرين والمقترضين على حد سواء، فهذه الفئات تلجأ دائما إلى المؤسسات المالية من أجل تحقيق رغباتها،<sup>3</sup> لكون المؤسسات المالية تمثل حلقة الوصل بين فئات المدخرين الذين ليس لهم فرصة لإستثمار أموالهم وبين الوحدات الإقتصادية ذات العجز المالي التي تحتاج إلى أموال وليس لديهم فكرة كافية عن فئات المدخرين في النشاط الإقتصادي.

وفيما يلي نذكر أهم الخصائص العامة للوساطة المالية:

<sup>1</sup> عبد الله الطاهر، موفق علي الخليل، "النقود والبنوك والمؤسسات المالية"، ط2، مركز يزيد للنشر، الأردن، 2006، ص:205.

<sup>2</sup> الطاهر لطرش، "تقنيات البنوك"، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2001، ص ص:8-10.

<sup>3</sup> إسماعيل أحمد الشناوي وآخرون، "إقتصاديات النقود والبنوك والأسواق المالية"، دار التعليم الجامعي، الإسكندرية، 2011، ص:89.

- يمكن أن تكون الوساطة المالية عبارة عن شخص طبيعي أو اعتباري، تعمل كحلقة وصل بين الأموال الباحثة عن الإستثمار وبين الإستثمار الباحث عن الأموال.<sup>1</sup>
- تتميز مؤسسات الوساطة المالية كالبنوك بضمانات قانونية، تساعد على حماية أموال المدخرين من مخاطر عدم الدفع التي قد يتعرضون لها بتعاملهم المباشر مع المقترضين.<sup>2</sup>
- توفر مؤسسات الوساطة فرص إدخار لصغار المدخرين بأية مبالغ يشاءون إدخارها، بدون التقيد بحد أدنى للإستثمار في الأوراق المالية المطروحة من قبل المقترضين.
- تساهم الوساطة المالية في تقليص اللجوء إلى الإصدار النقدي ذو الطبيعة التضخمية، بتعبئة السيولة الموجودة، والتي ترتبط إلى حد كبير بمدى فعالية الوساطة المالية ذاتها في أداء دورها في جمع الأموال.<sup>3</sup>
- إن الأدوات المالية التي تطرح من قبل مؤسسات الوساطة المالية تتمتع بسيولة أكبر أي يمكن تحويلها إلى نقود بسرعة وبأقل خسارة محتملة للمدخرين.
- تغطي مؤسسات الوساطة المالية إحتياجات المقترضين بمبالغ كبيرة وبتكلفة أقل مقارنة بتجميع هذه المبالغ من المدخرين مباشرة، والتي قد يتطلب تجميعها التعامل مع آلاف المدخرين وإقناعهم بشراء الأوراق المالية المطروحة من قبل المستثمرين أو المقترضين.
- تقوم الوساطة المالية بدور أساسي يسمح لها بتحقيق عدة مزايا، أهمها: تحقيق مستوى كبير من المردودية عند توظيف الأموال المجتمعة بدلا من إستثمارها بشكل فردي.<sup>4</sup>
- إضافة إلى الخصائص السابقة، تعمل الوساطة المالية في التوسط بين أصحاب العجز المالي والفائض المالي بطريقة مباشرة أو غير مباشرة وذلك عن طريق:
- القضاء على الصعوبات الناجمة عن العلاقة المالية المباشرة، والتوفيق ما بين الأهداف المتعارضة وذلك من حيث السيولة والربحية والمخاطرة. وبذلك فإن الوساطة المالية تعتبر صائبة للتمويل.
- القيام بعمليات الإقتراض لفترات أطول، باستعمال أموال يمكن لأصحابها أن يطلبوها في أي لحظة.

<sup>1</sup> - حسين بني هاني، "إقتصاديات النفود والبنوك: الأسس والمبادئ"، ط1، دار الكندي للنشر والتوزيع، الأردن، 2003، ص:326.

<sup>2</sup> - عبد المنعم السيد علي، نزار سعد الدين العيسى، مرجع سبق ذكره، ص:75.

<sup>3</sup> - الطاهر لطرش، مرجع سبق ذكره، ص:10.

<sup>4</sup> - Jérémie Delecourt, "Investisseurs institutionnelles et private equity", revue d'économie financière, 2010, paris, p:36.

## 2- وظائف الوساطة المالية:

- تحتل الوساطة المالية مكانة بارزة في النظام المالي حيث أصبحت تشكل لوحدها السوق المالية، كنتيجة طبيعية للدور البالغ الأهمية الذي تقوم به وأيضا بفضل الوظائف الهامة التي تميزها والتي يصعب على الأفراد والمؤسسات القيام بها بمفردهم، وبالتالي تتضمن الوساطة المالية مجموعة الوظائف التالية:<sup>1</sup>
- تعبئة المدخرات وتحقيق مستوى مقبول من السيولة.
  - توفير المعلومات المالية اللازمة للتعامل.
  - تخفيض تكاليف التعامل في الأصول المالية.
  - تنويع الأصول المالية وتخفيض المخاطر.

## ثانيا - طبيعة وأنواع مؤسسات الوساطة المالية:

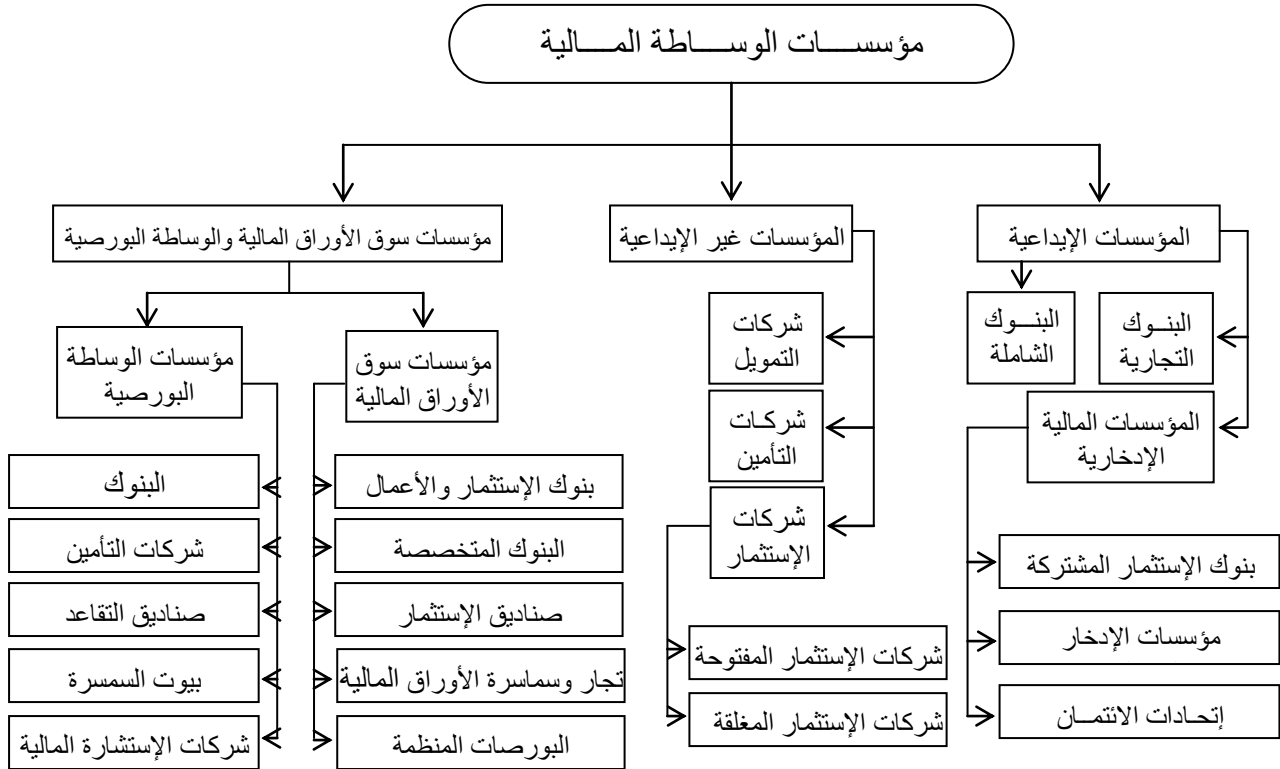
تقوم بوظيفة الوساطة المالية أنواع عديدة من المؤسسات المالية، لكنها من طبيعة مختلفة، وهذا لا يعني أنها تختلف من حيث الوظائف الأساسية التي تقوم بها والتي تتمثل أساسا في الوساطة بين الأعوان الإقتصاديين، وإنما يرجع هذا الاختلاف بصفة أساسية إلى كيفية تعبئة الموارد ومجال توظيفها كما يرجع أيضا إلى طبيعة الحقوق والخدمات التي تتيحها للدائنين والحقوق التي تحصل عليها من المدينين مقابل تقديم خدمات لهم.

فيمكن أن نعتبر بأنه هناك نوعان من الوساطة المالية: وساطة مالية مباشرة ووساطة مالية غير مباشرة، حيث تتمثل هذه الأخيرة في العلاقة غير المباشرة التي تنشأ بين المدخرين والمستثمرين، حيث لا يمكن أن يحصل المستثمر على الأموال اللازمة إلا عن طريق البنوك والمؤسسات المالية غير البنكية، والتي بدورها تقوم بتوفير التمويل اللازم من المدخرين، وبالتالي نلاحظ بأنه هناك ثلاثة أطراف للتعامل هي: المدخرون، المؤسسات المالية بأنواعها والمستثمرون، بينما تتمثل الوساطة المالية المباشرة في تلك العلاقة المباشرة التي تكون بين المدخرين والمستثمرين والتي تتم بصفة أساسية على مستوى البورصة، فهذه الأخيرة تعتبر المكان المباشر لإلتقاء أصحاب الفائض المالي مع أصحاب العجز المالي دون الحاجة إلى المرور عبر المؤسسات المالية بأنواعها، وإن كانت هذه الأخيرة تساهم بشكل كبير في نجاح العلاقة المباشرة لتحويل الأموال بين الفئات المختلفة وذلك بصفتها وسيط مالي أساسي داخل البورصة، لكن يقتصر دورها في هذه الحالة فقط في تسهيل المعاملات المالية والقيام بالتفاوض حول الأصول المالية المختلفة لأصحابها، لكنها لا تقوم بمهمة تدبير الأموال والبحث عنها كما هو الحال بالنسبة للوساطة المالية غير المباشرة.

<sup>1</sup> - أنظر: العربي نعيمة، وظيفة الوساطة المالية ودورها في تفعيل المعاملات المالية في البورصة-مع الإشارة إلى بورصة الجزائر-، رسالة ماجستير في علوم التسير، تخصص: نقود ومالية، كلية العلوم الإقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، 2008-2009، ص ص: 40-42.



وقبل تقديم عرض لمختلف أنواع الوساطة المالية، يمكن توضيحها من خلال الشكل الموالي:  
الشكل رقم(01): مختلف أنواع مؤسسات الوساطة المالية:



## 1- البنوك والمؤسسات المالية:

تقوم مؤسسات الوساطة المالية مثل البنوك والمؤسسات المالية غير المصرفية بدور كبير في تحويل الأموال بين المدخرين والمستثمرين، وذلك عن طريق التعامل بمختلف الأصول المالية، وفي هذا المجال يمكن أن نميز بين:

### 1-1-البنوك المركزية:

يعتبر البنك المركزي المسؤول الأول على إدارة النقود ولكونه المؤسسة المصرفية الوحيدة التي تتركز على إصدار النقد وتأمين الإحتياطي المالي للدولة والسيولة للمصارف، والذي يعود السبب الرئيسي لإنشائه إلى تدخل الحكومات في جميع النشاطات الإقتصادية ورغبتها في الحفاظ على الإستقرار النقدي وإدارة عمليات الإصدار وضمان قابلية تحويل العملات الوطنية.<sup>1</sup>

يعرّف البنك المركزي على أنه السلطة النقدية التي تهيمن وتشرف على الجهاز المصرفي، فهو مؤسسة مالية تنشئها الدولة لتتولى عملية الإشراف والتوجيه والرقابة على ذلك الجهاز، وهو يتميز عن غيره من المؤسسات المالية بمجموعة من الخصائص:<sup>2</sup> فهو يتعدى دور البنك العادي من بنك قادر على تحويل

<sup>1</sup> - إبراهيم النور، "النقود والبنوك والإقتصاد"، الأكاديمية العربية للعلوم المالية والمصرفية، مصر، 2004، ص:67.

<sup>2</sup> - السيد متولي عبد القادر، "إقتصاديات النقود والبنوك"، ط1، دار الفكر، عمان، 2010، ص:49.

الأصول الحقيقية إلى أصول نقدية (أو العكس) إلى كونه بنك الحكومة الذي يقع على قمة الجهاز البنكي، وبذلك يمنح له إمتياز إصدار النقود القانونية وحق التصرف في العمليات والشؤون النقدية والإئتمانية للإقتصاد ككل.

وقد برزت الحاجة إلى إنشاء البنوك المركزية إلى تنظيم النشاط المصرفي ومراقبة أعمال البنوك خاصة فيما يتعلق بإفراطها في إصدار النقود، والذي عادة ما قد يتسبب في إنبهار المصارف وبالتالي حدوث أزمات مصرفية ومالية، ويسعى البنك المركزي إلى تحقيق الإستقرار النقدي والمالي من خلال جملة الوظائف والتخصصات التالية:<sup>1</sup>

- القيام بوظيفة بنك الحكومة، وكذلك بإعتباره مستشارها المالي من خلال إحتفاظ الحكومة بحساباتها لدى البنك المركزي.

- القيام بدور بنك البنوك من خلال وظيفته كمقرض أخير، بالإضافة إلى إحتفاظ المصارف المسجلة لديه والتي تتعامل في قبول الودائع بإحتياطات نقدية، وكذا الإشراف على عمليات المقاصة بين المصارف من خلال غرفة المقاصة التابعة له.

- القيام بالرقابة والتأثير على الإئتمان المصرفي نتيجة لتزايد أهمية دور خلق النقود وما يترتب على ذلك من زيادة عمليات الإقراض والإستثمار.

- القيام بوظيفة إصدار الأوراق البنكية وتحديد فئاتها ومواصفاتها.

فضلا عن الوظائف السابقة، يسعى البنك المركزي إلى توفير السيولة اللازمة للمؤسسات المصرفية عند الضرورة خاصة للبنوك التجارية، وذلك في حالة عجزها عن مواجهة طلبات السحب المفاجئ، ويهدف البنك المركزي من خلال ذلك إلى تفادي الوقوع في أزمة السيولة التي قد تحدث كنتيجة لذلك، والتي يمكن أن تتحول بسرعة إلى باقي المؤسسات المصرفية التي تتعامل معها.

## 1-2 البنوك التجارية:

تعتبر البنوك التجارية مؤسسات مالية من نوع خاص بصفاتها الوحيدة التي بإمكانها خلق النقود،<sup>2</sup> كما أنها تعمل على تعبئة الموارد المالية من خلال إصدار إلتزامات على نفسها، تتخذ شكل الودائع البنكية، الودائع الآجلة، ودائع الإيداع، وتقدم قروضا للمستهلكين وقروضا عقارية، وتشتري أوراق مالية حكومية، وبقيام البنوك بهذه الوظائف يمكنها أن تتوجه إلى السوق المالية لطلب المال اللازم لها ولسواها من المؤسسات وذلك عن طريق طرح أسهم وسندات جديدة، وهي بذلك تلعب دورا كبيرا في الإستثمار في الأوراق المالية مثل شهادات الإيداع وسندات الخزينة، فهي تعتبر أحد مكونات سوق المال.<sup>3</sup>

<sup>1</sup> - مصطفى كمال السيد طایل، مرجع سبق ذكره، ص: 43.

<sup>2</sup> - jean-louis besson, "Monnaie et Finance en Europe", Horizon groupe, 2000, p: 41.

<sup>3</sup> - نوزاد الهييتي، "مقدمة في الأسواق المالية"، أكاديمية الدراسات العليا والبحوث الإقتصادية، طرابلس، 1998، ص: 37.

تتمتع البنوك التجارية بمجموعة من الخصائص تميزها عن باقي المؤسسات المالية، وذلك من حيث كونها مؤسسات مالية تقوم على الائتمان عن طريق قبول الودائع ومنح القروض، مقابل معدلات فائدة التي تتحدد ما بين عمليات الإقراض والإقتراض، كما أنها تتعامل بالنقد، فجميع عملياتها تقوم على أساس استخدام النقود.<sup>1</sup>

### 1-3- البنوك الشاملة:

تعتبر البنوك الشاملة تلك المؤسسات المصرفية التي تقوم بكل الوظائف التقليدية وغير التقليدية في منظومة بنكية واحدة، حيث تقوم هذه المؤسسات عادة على أساس الحجم الكبير لمؤسسات البنوك والذي يعتمد على مبدأ التنوع، كما أن أهم ما يميزها هو قوة مركزها المالي بسبب إمكانية حصولها على إيرادات متنوعة المصادر ومن فئات وقطاعات إقتصادية مختلفة، بالإضافة إلى قدرتها على تجنب مخاطر الائتمان الذي قد تتعرض له البنوك من خسائر وعدم سداد القروض وذلك لإعتمادها على مبدأ التنوع القطاعي والجغرافي، فضلا عن ذلك، تتصف البنوك الشاملة بإعتمادها على مبدأ التكامل في تقديم الخدمات التي تقدمها للعملاء ومسايرتها للتطورات الحاصلة في مجال البنوك وأسواق المال وإستخدامها للأدوات المالية الجديدة مثل الخيارات المستقبلية والمبادلات.<sup>2</sup>

### 1-4- المؤسسات المالية الإذخارية:

تعتمد هذه المؤسسات بصفة رئيسية على الودائع الإذخارية، وهي تتمثل أساسا في:

- بنوك الإذخار المشتركة: التي يقترب نشاطها من التعاونيات من حيث أن المودعين يمتلكون البنك، حيث يقوم نشاطها الأساسي على تقديم القروض العقارية إنطلاقا من الودائع الإذخارية، وإصدار ودائع شيكية وتقديم قروض أخرى غير القروض العقارية.
- مؤسسات الإذخار والإقراض: تمثل ثاني أكبر مؤسسة تعاقدية في الولايات المتحدة الأمريكية، خاصة وأنها تعمل أساسا على تعبئة الموارد المالية عن طريق قبولها لمختلف أنواع الودائع.
- إتحادات الائتمان: هي عبارة عن مؤسسات مالية تعاونية تقوم بإقراض مجموعة إجتماعية معينة، عن طريق الموارد المالية المتجمعة لديها وإستخدامها في تقديم قروض إستهلاكية.

<sup>1</sup> عبد الله الطاهر، موفق علي الخليل، مرجع سبق ذكره، ص: 209.

<sup>2</sup> نفس المرجع السابق، ص: 251.

**1-5 شركات التمويل:** تعمل شركات التمويل كوسيط مالي تقوم بتجميع كميات كبيرة من المدخرات، لتقوم بإقراضها مقابل الحصول على فوائد تستخدم في خدمة الأوراق المالية التي تصدرها، وتحصل هذه الشركات على الأموال من السوق عن طريق إصدار مختلف أنواع الأوراق المالية. تتميز هذه الشركات بسرعة إستجابتها في تقديمها للقروض وبشروط ميسرة، كما لا تلجأ هذه المؤسسات إلى الإقتراض من البنوك التجارية إلا عند حاجتها القصوى إلى الأموال لأن البنوك التجارية تقرض عادة بفوائد عالية، فضلا عن ذلك، تعتبر هذه الشركات وحدات ترويج مالي تؤجر بعض الأجهزة للمشروعات وتقدم لها خدمات كبيرة كما أنها توفر النقود التي تكلفها.<sup>1</sup>

**1-6 شركات التأمين:** هي مؤسسات مالية تعمل كوسيط مالي يقبل الأموال (الأقساط) التي يقدمها المؤمن لهم ثم تعيد استثمارها نيابة عنهم مقابل عائد معين،<sup>2</sup> وذلك عن طريق إقراض تلك الأموال لمؤسسات الأعمال الأخرى العاملة في المجتمع وقد تقوم كذلك بإقراضها للمؤمن لهم بضمان أقساط التأمين المدفوعة. فشركات التأمين ليست بحاجة إلى الإقتراض بالإضافة إلى مواردها الذاتية لمواجهة إستخداماتها كما تفعل البنوك المتخصصة، وإنما تبحث عن إستخدامات لما يتجمع لديها من موارد في صورة أقساط لحين سداد ما يترتب عليها من إلتزامات في صورة تعويضات.

**1-7 شركات الإستثمار:** هي مؤسسات مالية غير مسموح لها بقبول الودائع، ومن ثم فإن مصادر التمويل بالنسبة لها تتمثل في مواردها الذاتية وفيما تقترضه من المؤسسات المالية الأخرى، كما يمكن لها أن تحصل على الأموال من خلال ما تصدره من أسهم وسندات. وتنقسم شركات الإستثمار وفقا لرأس المال إلى نوعين هما: شركات الإستثمار المفتوحة وشركات الإستثمار المغلقة.

**1-8 بنوك الإستثمار والأعمال:** تعتبر شركة خدمات مالية تهتم بالنشاطات المالية وتقدم إرشادات من أجل مساعدة زبائنها (وكلائها) لشراء الأصول من البورصة عند بداية الإكتتاب،<sup>3</sup> وهي تعتبر مؤسسات وساطة مالية تقوم بتجميع الأموال التي تتوافر من المساهمين أو من خلال طرح السندات في السوق المالية ووضعها تحت تصرف المستثمرين،<sup>4</sup> فهي ليست بنوك بالمعنى العادي حيث لا تقوم بتلقي وإصدار الودائع ولا تقوم بالإقراض، ويكمن هدفها الأساسي في تقديم الخدمات الإستثمارية للشركات والأشخاص

<sup>1</sup> - عبد الله الطاهر، نفس المرجع السابق، ص: 290.

<sup>2</sup> - عبد الغفار حنفي، رسمية قرياقص، "البورصات والمؤسسات المالية"، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2002، ص: 355.

<sup>3</sup> - Nicolas Crespelle, "la crise en question", édition Eyrolles, Paris, 2009, p:164.

<sup>4</sup> - السيد متولي عبد القادر، مرجع سبق ذكره، ص: 69.

ذوي الملاءة المالية العالية الراغبة في الإقراض والحصول على موارد مالية، حيث تكتفي بالقيام بعمليات الشراء والبيع لصالحهم، كما يمكن لهذه البنوك أن تستثمر أصولها مباشرة في البورصة.<sup>1</sup>

**1-9- البنوك المتخصصة:** هي مؤسسات مالية ومصرفية تقوم بالعمليات المصرفية التي تخدم نوعا محددا من النشاط الإقتصادي، وفقا للقرارات الصادرة بتأسيسها والتي لا يكون قبول الودائع تحت الطلب من أنشطتها الأساسية.<sup>2</sup>

**1-10- صناديق الإستثمار:** تعتبر صناديق الإستثمار أحد أنواع المؤسسات المالية التي تقوم بتجميع الأموال من مختلف المستثمرين وإستخدامها في شراء الأوراق المالية، وقد إنتشرت هذه الصناديق وزاد تطورها خلال العقود الثلاثة الماضية وخاصة في التسعينات، إذ أصبحت تستقطب جزء كبير من أموال المستثمرين في أنحاء العالم وخاصة في الولايات المتحدة الأمريكية وأوروبا، وقد تمكنت هذه الصناديق رغم حداثتها من توفير خدمات متعددة للمستثمر في مجال الوساطة، ويرجع ذلك خاصة إلى حجم السيولة التي توفرها وكفاءتها العالية في إدارة المحافظ المالية، وبإنشاء بورصات لتداول أسهم الشركات أصبحت تمتص رؤوس أموال الكثير من المستثمرين الذين وظفوا جزءا لا بأس به من أموالهم في صناديق الإستثمار المشتركة. ومن ثم يمكن التمييز بين صناديق الإستثمار التالية: صناديق النمو، صناديق الإستثمار ذات رأس مال المخاطر، صناديق الإستثمار ذات الإيراد، صناديق الإستثمار ذات الإيراد والنمو، صناديق الإستثمارات الدولية.

#### **1-11- شركات الاستثمار في رأس المال الثابت SICAF :**

هذه الشركات هي شكل ثاني من التوظيفات الجماعية ويشبه أجهزة OPCVN حيث يدور موضوعها في تسيير رؤوس الأموال الخاصة في محفظة القيم المنقولة وذلك بهدف المساهمة في رأس مال المؤسسات القائمة فعلا أو المؤسسات بقيد الإنشاء، وتهم الشركات كل الأعوان الذين يملكون فوائض مالية، والمؤسسات التي تبحث عن التمويل ومستعدة لعرض مساهمات في رأس مالها، تتمثل أهمية هذه الشركات في التقليل من درجة المديونية للبنوك، أما بالنسبة للمدخر فإنه يستفيد من التنوع وتقليل المخاطر بالنسبة للإستثمارات.

<sup>1</sup> -Olivier Chazoul, "comment investir", édition du seuil, paris, 2000, p:145.

<sup>2</sup> -أكرم حداد، مشهور هذلول، مرجع سبق ذكره، ص:171.

## 2- الوساطة المالية البورصية:

**2-1- تعريفها:** تعرف وساطة عمليات البورصة بأنها: "أي شخص طبيعي أو معنوي يتوسط بين بائع ومشتري الأوراق المالية لإتمام صفقة بينهما، وحده له الحق في القيام بعملية الوساطة في تداول القيم المنقولة شرط الحصول على ترخيص لذلك"،<sup>1</sup> ويندرج تحت مفهوم الوساطة البورصية الفئات التالية:

- **السماسرة:** تتمثل وظيفتهم الأساسية في مواجهة البائعين مع المشتريين فهم يعملون كوكلاء لهم، وبموجب ذلك فهم يحصلون على عمولة.

- **صناع السوق:** يهتمون أساساً ببيع وشراء الأوراق المالية لصالح عملائهم أو لصالحهم، فهم يعملون من خلال وظيفتهم المتعلقة بالوساطة في البورصة على توفير السيولة اللازمة للسوق، وذلك عن طريق تفعيل آلية السوق بالتحكم في حركة العرض والطلب، كما يسعون دائماً للمحافظة على حركة إستقرار الأسعار وحجم التعامل، وذلك بممارسة حقهم في البيع والشراء حسب ما يقتضيه ذلك لمصلحة البورصة.
- **المتخصصون:** يعتبر المتخصصون مسؤولون عن توفير السوق العادلة والمنظمة، فهم يقومون أحياناً بالبيع في نفس الوقت الذي يشتري فيه الآخرون كما أنهم يشترون عندما يبيع الآخرون، وكون المتخصصون يعتبرون الفئة الوحيدة من بين المتعاملين في السوق المتخصصة في التعامل في ورقة مالية أو مجموعة من الأوراق المالية والتي لها حرية الإطلاع على دفتر الأوامر المحدودة، فهم يحصلون على معلومات قيمة للغاية حول نقاط المساندة والمقاومة لأسعار الأسهم، ومعرفة هذه المعلومات يمكن المتخصصون من تعديل المخزون الذي لديهم من الأسهم، وبالتالي تحقيق أرباح من التحركات السعرية حول هذه النقاط الحساسة. وبناءً على ذلك، فإن هذه الأرباح والعوائد الخاصة تعوّض المتخصص عما يتحمله نتيجة القيام بعمليات عكسية.<sup>2</sup>

## 2-2- أهمية وساطة عمليات البورصة:

يتطلب التعامل في البورصة تدخل فئة متخصصة من شأنها مساعدة وتوجيه المؤسسات بمجرد دخولها إلى البورصة، فهي تقدم لها المساعدة فيما يخص عملية التسجيل أو عند بداية ومزاولة نشاطها، عن طريق تنفيذ الأوامر البورصية والتفاوض حول أسعار القيم المنقولة، وتظهر الأهمية التي تحظى بها الوساطة المالية بشكل واضح من خلال الخبرة والكفاءة والتخصص في المجال المالي، تدنية حجم تكاليف المعلومات المفيدة لإتخاذ القرار الإستثماري، إقتصاد الوقت.<sup>3</sup>

<sup>1</sup> - منير بوريشة، "المسؤولية الجنائية للوسطاء الماليين في عمليات البورصة"، دار الجامعة الجديدة للنشر، الإسكندرية، 2002، ص: 11.

<sup>2</sup> - محمد صالح الحناوي، "دليل المستثمر (أساسيات الاستثمار في بورصة الأوراق المالية)"، الدار الجامعية، الإسكندرية، ص: 47، (بدون سنة نشر).

<sup>3</sup> - العربي نعيمة، مرجع سبق ذكره، ص ص: 54-55.

### خلاصة:

لقد وجدت الوساطة المالية أساسا للتوفيق بين مختلف فئات التعامل وإشباع رغباتهم، فهي كثيرا ما تعمل على تحقيق موازنة فعالة بين المدخرين والمستثمرين عن طريق توفير الأموال اللازمة وتسهيل المعاملات المالية، خاصة وأنها تتمتع بخاصية هامة تتمثل أساسا في الثقة الكبيرة التي تمنحها إياها فئات المدخرين والمقترضين على حد سواء.

ونتيجة للدور البالغ الأهمية الذي تقوم به الوساطة المالية وبفضل كفاءتها العالية، أصبحت تحتل مكانة كبيرة ضمن النظام المصرفي والمالي بفضل ما تقدمه من خدمات وما تقوم به من أدوار تساعد على تنشيطه، ولكي تؤدي الوساطة المالية هذه الوظائف بكفاءة يتوجب عليها التحلي بمجموعة من الصفات الرئيسية والملازمة لأدوارها مثل متانة المركز المالي، وتفعيل الأنشطة المعتمدة في نشر الوعي المصرفي والمالي وإستحداث أدوات مالية.

### المحور الثامن: إطار نظري عام حول الأسواق المالية

تعتبر الأسواق المالية الآلية التي يتم من خلالها تحويل الأموال بين الوحدات الإقتصادية المختلفة، وذلك من خلال تداول الأصول المالية التي تعتبر الوسيلة الفعالة التي تتفاعل من خلالها مختلف أطراف التعامل ومن أجل توضيح مكانة السوق المالية ضمن النظام المالي وأهميتها في تحويل الأموال نقوم في هذا المحور بتوضيح النقاط التالية:

أولاً- المفاهيم العامة للنظام المالي والأسواق المالية

ثانياً- هيكل وأقسام الأسواق المالية

ثالثاً- كفاءة الأسواق المالية



### تمهيد:

يعمل النظام المالي على تحويل الأموال بين الأعوان الإقتصاديين من خلال الأسواق المالية، التي تعتبر مركزا حيويا في النظم المالية والإقتصادية الحديثة، حيث وجدت هذه الأسواق في الأساس لتشبع رغبات وحاجات المتعاملين، ومن ثم أصبحت ضرورة حتمية إستلزمته المعاملات الإقتصادية بين مختلف الوحدات مهما كانت طبيعتها، فالأسواق المالية تعمل على تمويل الإقتصاد بتعبئة المدخرات وتوجيهها إلى مجالات الإستثمار المتعددة لضمان الموارد المالية للمتعاملين.

تحظى الأسواق المالية بمكانة كبيرة خاصة في ظل التطورات التي يعرفها النظام المالي العالمي، وسعيا لمواكبة هذه التطورات، تعمل معظم الدول على تكيف أسواقها مع مستجدات الساحة المالية الدولية بفضل الدور الذي تقوم به هذه الأسواق، ولقد أدى الدور المتزايد لها على ساحة الإقتصاد العالمي وعلى مستوى الإقتصاديات المحلية إلى تزايد الإهتمام به والتوجه نحو التأسيس الفكري والنظري لآليات وظروف عملها.

من هذا المنطلق، يستوجب علينا تحديد إطار عام لفهم وتحليل الأسواق المالية، وذلك من خلال عرض العديد من المفاهيم النظرية الأساسية ذات الصلة بهذا الموضوع، إذ تعتبر هذه المفاهيم كنقطة إنطلاق مهمة من أجل فهم وتحليل مختلف الأفكار والمواضيع على مستوى الواقع التطبيقي.

## أولاً- المفاهيم العامة للنظام المالي والأسواق المالية:

يعتبر النظام المالي بمثابة القلب النابض لإقتصاد أي بلد، فهو يعمل على تحريك الأموال بين الأعوان الإقتصاديين حسب الحاجة إليها، وهو يقوم بمهمته من خلال الأسواق المالية التي تمثل مركزاً حيوياً في النظم المالية والإقتصادية الحديثة، فهي تعتبر إنعكاساً لها، فالأسواق المالية تسعى من خلال وظيفتها إلى تحقيق الكفاءة الإقتصادية في إستغلال الموارد من خلال تحويل الفوائض المالية من مجرد مدخرات متراكمة إلى إستخدامات إنتاجية.

### 1- مفهوم النظام المالي، أسسه وآلياته:

يتمثل النظام المالي في شبكة من الوحدات المالية والمصرفية التي تقوم بتجميع المدخرات من الأفراد والمشروعات أو الحكومات،<sup>1</sup> وتتعامل هذه الوحدات المالية بعدة أنواع من الأصول المالية تساعد على تحويل الأموال وتبادلها.

#### 1-1- مفهوم النظام المالي:

##### 1-1-1- تعريف النظام المالي وأهم خدماته:

يعرف النظام المالي على أنه: "تجمع من الأسواق والمؤسسات والقوانين والتنظيمات والأساليب التي من خلالها تتم المتاجرة بالأسهم والسندات والأوراق المالية الأخرى، ويتم تحديد معدلات سعر الفائدة وإنتاج وإستلام الخدمات المالية محلياً ودولياً".<sup>2</sup>

كما يعرف النظام المالي على أنه: "ذلك النظام الذي يتكون من مجموعة من الترتيبات التي تستخدم لخلق وتبادل الحقوق النقدية،<sup>3</sup> وهو يعمل وفق قوانين جد صارمة يسعى من خلالها إلى تفعيل دوره وتعزيز مكانته في الإقتصاد، فمن غير الممكن أن يعمل إقتصاد أي بلد بصورة صحيحة إلا إذا كان نظامه المالي قائماً على أسس ودعائم فعالة".

يعد النظام المالي في أي إقتصاد جهازاً معقداً، فهو يتضمن بصفة أساسية أنواعاً مختلفة من المؤسسات المالية التي تعمل على توفير التمويل اللازم للوحدات الإستثمارية، ويتكون النظام المالي من مجموعة من العناصر أهمها:<sup>4</sup> فئة المتعاملين، الأسواق بأنواعها، والأصول المالية، بحيث تمثل فئة المتعاملين أحد الركائز الهامة للنظام المالي وهي تتشكل من المستثمرين (أفراد، مؤسسات، هيئات حكومية... وهم يمثلون

<sup>1</sup> - شقيري نوري موسى وآخرون، "المؤسسات المالية المحلية والدولية"، ط1، دار المسيرة للنشر والتوزيع، 2009، عمان، ص: 23.

<sup>2</sup> - محمد صالح القرشي، "إقتصاديات النقود والبنوك والمؤسسات المالية"، ط1، إثراء للنشر والتوزيع، الأردن، 2009، ص: 185.

<sup>3</sup> - توماس ماير، "النقود والبنوك والإقتصاد"، ترجمة: أ-د السيد عبد الخالق، دار المريح، السعودية، 2002، ص: 45.

<sup>4</sup> - نوزاد الهيبي، منجد الخشالي، "مقدمة في المالية الدولية"، ط1، دار المناهج، الأردن، 2007، ص: 17.

أصحاب الفائض من الأموال ويرغبون في توظيفه)، المقترضون، والمشاركون (مؤسسات الوساطة المالية مثل البنوك وشركات التأمين).

أما الأسواق فمن خلالها تنتقل الأموال من أصحاب الفائض (المقرض) إلى أصحاب العجز (المقترض) وذلك من أجل تحقيق أكبر عائد استثماري وبأقل تكلفة ممكنة. وتختلف الأسواق باختلاف مدة التعامل ونوع الأصول المالية، فتميز بين أسواق رأس المال ويكون التعامل فيها طويل الأجل، وأسواق نقدية وهي أسواق قصيرة الأجل.

وتمثل الأصول المالية كل الأدوات المالية بمختلف أنواعها التي يتم التعامل بها ضمن هذا النظام، وهي تختلف حسب نوعية السوق، ففي ظل الأسواق النقدية نجد كل من شهادات الإيداع، الأوراق التجارية... أما في أسواق رأس المال فنجد كل من الأسهم والسندات وغيرهما.

تتمثل الوظيفة الأساسية للنظام المالي في تحويل الأموال من المقرضين إلى المقترضين أو من الوحدات ذات الفائض المالي إلى الأخرى ذات العجز المالي، ويتم هذا التحويل من خلال الأسواق المالية التي تجمع بين عارضي وطالبي الأوراق المالية، وأيضاً من خلال المؤسسات التي تتوسط هذه المعاملات والتي تعرف بالوساطة المالية، وعن طريق هذه الفئات يقدم النظام المالي العديد من الخدمات مثل الإئتمان، الدفع، توفير النقود والإدخار والتي لا يستطيع الإقتصاد المعاصر العمل بدونها.<sup>1</sup>

من خلال ما سبق، يتبين لنا بأن الخدمات التي يقدمها النظام المالي تساعد على تحريك الأموال من المدخرين إلى المقترضين أو من الوحدات ذات الفائض المالي إلى الوحدات ذات العجز المالي وذلك من خلال مجموعة من الآليات، ويمكن أن يتم هذا التدفق في الأموال من خلال:<sup>2</sup>

- **الإتصال المباشر:** يتم هذا الإتصال بين المقرضين والمقترضين وذلك بدون أي مساعدة من الوسيط الماليين أو أي مؤسسة مالية، حيث يتعهد المقرض للمقترض بأن يسدد له أموالاً في المستقبل، بالإضافة إلى عائد مقابل تعرضه لمخاطر الإقراض.

- **الإتصال من خلال سمسرة الأوراق المالية:** يعتبر هذا إتصال نصف مباشر، حيث يتم الإعتماد على وساطة طرف ثالث مثل السمسار وذلك لتقليل تكاليف المعاملات والمعلومات وتحسين السيولة.

- **الإتصال غير المباشر:** يكون هذا الإتصال عن طريق الوساطة المالية باعتبارها من أهم آليات النظام المالي، والتي يتم من خلالها إشباع متطلبات كل من الوحدات الإقتصادية سواء ذات الفائض المالي أو العجز المالي. فالوساطة المالية تقوم بدور هام في الإقتصاد، حيث تشجع على الإدخار خاصة لأصحاب المدخرات المحدودة، كما تساهم في تخصيص الموارد المالية وتحويل الأموال بين المقرضين والمقترضين.

<sup>1</sup> محمد صالح الحناوي، عبد الفتاح عبد السلام، "المؤسسات المالية (البورصة والبنوك التجارية)"، الدار الجامعية، الإسكندرية، 1998، ص: 200.

<sup>2</sup> نفس المرجع السابق، ص: 201.

### 1-1-2- أهمية النظام المالي:

يعد النظام المالي من بين النظم الأكثر أهمية، وتبرز أهميته من خلال قدرته على تعبئة الإذخار مع ضمان أفضل التخصيصات للموارد،<sup>1</sup> بالإضافة إلى المكانة التي يحتلها في الإقتصاد، فهو يعمل على تعزيز أركان الإستقرار الإقتصادي وتعزيز التنافسية في الإقتصاد الوطني في ظل مظاهر الإنفتاح والعولمة التي أصبحت تسود الإقتصاد العالمي في الوقت الحالي.

كما يسعى النظام المالي إلى التقليل من حدة التقلبات الإقتصادية وتجنب حدوث أي أزمات مالية في المستقبل، من خلال التخصيص الكفئ للموارد المالية المتاحة وتحسين مستوى النمو الإقتصادي.<sup>2</sup> فضلا عن ذلك، يتمكن النظام المالي من تحقيق الإستثمار الأفضل للموارد المالية وتحقيق التوازن في توزيعها، من خلال مختلف الوظائف التي تقوم بها الأسواق المالية باعتبارها أهم آليات النظام المالي، بحيث تقوم هذه الأسواق بتوفير الوسائل اللازمة لتفاعل البائعين والمشتريين لتحديد سعر الأصول المالية ومعدل العائد المطلوب، إضافة إلى أنها تقوم بتوسيع قاعدة الملكية والمديونية لهيكل رأس مال الشركات المساهمة، كما تساهم الأسواق المالية بتخفيض تكاليف كل من المعلومات والبحث عن الصفقة، بالإضافة إلى تخفيض الضغط على النظام الإئتماني والمساهمة في إستقرار أسعار الفائدة من خلال إيجاد مصادر بديلة للتمويل.<sup>3</sup>

### 1-2- أسس وآليات النظام المالي:

يقوم النظام المالي على مجموعة من المبادئ والأسس يهدف من خلالها إلى المحافظة على إستقرار الأوضاع المالية والنقدية في أي إقتصاد، فهو يعمل على إلزام الأسواق المالية والمؤسسات المالية باعتبارها الآليات التي يؤثر من خلالها على الإقتصاد بالتمتع بالشفافية والإفصاح، ومن بين مبادئه: تحقيق الربحية وتعظيمها، توفير السيولة اللازمة في الإقتصاد لضمان سير المعاملات المالية، ويبقى على عاتقه مهمة التوفيق بين هدفي الربحية والسيولة، بالإضافة إلى الضمان: أي توفير فرص الإستثمار بأقل خطورة ممكنة وبأكثر ضمانات ممكنة.

تتمثل الوظيفة الأساسية للنظام المالي في تحويل الأموال من الوحدات ذات الفائض المالي إلى الوحدات ذات العجز المالي، ويتم هذا التحويل من خلال مجموعة من الآليات تتمثل في كل من الأسواق المالية التي تجمع بين عارضي وطالبي الأموال، وأيضا من خلال المؤسسات التي تتوسط هذه المعاملات المالية وتساهم في تفعيلها والتي تعرف بمؤسسات الوساطة المالية.

<sup>1</sup> - قدي عبد المجيد، "المدخل إلى السياسة المالية الكلية"، ط3، ديوان المطبوعات الجامعية، 2005، ص: 260.

<sup>2</sup> - شقيري نوري موسى وآخرون، مرجع سبق ذكره، ص: 18.

<sup>3</sup> - أرشد فؤاد التميمي، "الأسواق المالية إطار في التنظيم وتقييم الأدوات"، دار اليازوري للنشر، عمان، 2010، ص: 25.

تتركز فكرة الأسواق المالية على العلاقة التي تربط بين حجم السوق وحجم الإنتاج، فمع تطور حجم المشروعات إلى مشروعات كبيرة، وتنوع نشاطها وإتساع تصريف المنتجات، وظهور نظام الإنتاج الكبير في السوق، زادت حاجة المشروعات لمزيد من الأموال، الأمر الذي أدى إلى ظهور المؤسسات المالية التي تقوم بتجميع المدخرات من الأعوان الإقتصاديين مهما كانت طبيعتهم وإقراضها لهذه المشروعات لتمويل إستثماراتها، ومع زيادة الطلب على الأموال من قبل المستثمرين ظهرت الحاجة إلى هذه الأسواق المالية مع الإهتمام بأسعار الفائدة ونسبة الأرباح المحققة من خلال تعاملاتها المالية.

تؤدي الأسواق المالية وظيفة هامة في النشاط الإقتصادي في مختلف الدول، تتمثل في تحويل الموارد المالية بين مختلف الوحدات الإقتصادية بما يؤدي إلى زيادة مستوى النشاط الإقتصادي وزيادة كفاءته. وبذلك فقد بات من غير الممكن التفكير بزيادة وإتساع حجم المعاملات المالية دون المرور عن طريق الأسواق المالية، فهذه الأخيرة تمثل أداة مهمة لتوفير وتقديم المال للأنشطة المختلفة وذلك من خلال الدور الأساسي لكل مؤسساتها المالية، والتي تعمل على تعبئة فوائض القطاعات المختلفة بطرق متنوعة تسعى من خلال ذلك إلى التوفيق بين كل من فترة التخلي عن هذا الفائض وشروط التخلي عنه. وإلى جانب الأسواق المالية، يتكون النظام المالي من عدد كبير من المؤسسات المالية، باعتبارها آلية فعالة تسعى بدورها إلى زيادة المعاملات المالية في ظل هذا النظام، وهي عبارة عن مشروعات تعمل كوسيط في النظام المالي وتعتبر جزء هام منه، تقوم بإصدار حقوق على أنفسها مثل الودائع وتستخدم الأموال التي تحصل عليها لتقديم قروض للآخرين.

تحتل مؤسسات الوساطة المالية مكانة كبيرة ضمن النظام المالي، إذ أن الإقتصاد الذي لا يعرف الوساطة المالية والذي يقوم نظامه المالي أساسا على النقود والأصول المالية المباشرة فقط لابد أن يترتب على تشغيله ضياع إقتصادي كبير،<sup>1</sup> فهو سوف يعاني من إرتفاع تكاليف الحصول على المعلومات المالية المتعلقة بشؤون الأوراق المالية وتحليلها وإرتفاع تكاليف شرائها، وذلك إذا ما قام بكل هذه المهام -الضرورية- المدخرون الذين يبحثون عن توظيف فوائضهم وإستثمارها بمعرفتهم شخصا، ويزيد إرتفاع هذه التكاليف بالنسبة لصغار المدخرين بغض النظر عن إنخفاض مستوى أدائهم لهذه المهام.

إذا، فوجود الوساطة المالية في النظم المالية يترتب عليه تحقيق وفورات إقتصادية تعمل على تذنية حجم الضياع الإقتصادي الذي قد يحدث في حالة عدم وجودها، كما أنها تقلل حجم المخاطر أمام راغبي الإستثمار وتهيئ لهم الظروف الملائمة لتحقيق السيولة والربحية، وتوفير وخلق الأموال القابلة للإقراض.

<sup>1</sup> - محمد يونس، عبد النعيم مبارك، كمال أمين الوصال، "إقتصاديات النقود والبنوك والأسواق المالية"، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2004، ص: 66.

## 2- مفهوم الأسواق المالية وشروط تكوينها:

تعمل الأسواق المالية تعمل على تحويل الموارد المالية من الفئات الإقتصادية التي لا تمتلك القدرة والرغبة على الإستثمار إلى الوحدات التي تتوفر لديها الفرص الإستثمارية وتمتلك القدرة الإستثمارية.

### 2-1- مفهوم الأسواق المالية:

#### 2-1-1- نشأة وتطور الأسواق المالية:

تعتبر نشأة وتطور الأسواق المالية إنعكاسا للظروف والإحتياجات الإقتصادية المتزايدة في الإقتصاد الذي وجدت فيه، فهي ليست حديثة النشأة وإنما ظهرت منذ أن بدأ التفكير في إستغلال المدخرات، فالأسواق موجودة في المجتمعات منذ القدم، ولكنها كانت تقتصر على بيع وشراء سلع حقيقية، كما أن أساليب بيع وشراء هذه السلع كانت تتميز بالبساطة.

ويمكن إرجاع تطور الأسواق المالية إلى مجموعة من المراحل:<sup>1</sup> حيث تميزت المرحلة الأولى بوجود عدد كبير من البنوك الخاصة، وإقبال الأفراد على إستثمار مدخراتهم في مشروعات تجارية، مما أدى إلى زيادة حجم المعاملات وبالتالي كبر حجم المشروعات التي أصبحت بحاجة إلى الأموال، ومع عجز المتعاملين على تمويلها أصبح توجههم إلى البنوك من أجل الإقتراض.

وكانت المرحلة الثانية ببداية ظهور البنوك المركزية، التي قامت بتحديد قواعد وقوانين توضح فيها دور البنوك التجارية الذي يقتصر على بعض الأعمال الكلاسيكية مثل خصم الأوراق التجارية وتقديم الإئتمان.

وفي المرحلة الثالثة قام البنك المركزي بإصدار سندات الخزينة مع ظهور البنوك المتخصصة في تقديم قروض متوسطة وطويلة الأجل، بالإضافة إلى إصدار سندات من أجل سد إحتياجاتها من الأموال من أجل ضمان تمويل المشاريع المختلفة، أما في المرحلة الرابعة فتم فيها إندماج للأسواق النقدية مع الأسواق المالية وتطورهما بشكل جد ملحوظ، بحيث مع ظهور الأسواق النقدية زاد التعامل بالأوراق التجارية وشهادات الإيداع، كما أن الأسواق المالية وكنتيجة لظهور البورصات المالية وتطور وسائل الإتصال أصبحت تتعامل بالأدوات المالية الطويلة الأجل مثل الأسهم والسندات، هذا ما ساهم بدوره في إندماج الأسواق المحلية مع الأسواق العالمية، وكل هذا جاء نتيجة لمجموعة من العوامل أهمها:<sup>2</sup>

- محدودية مجالات إستخدام الموارد المالية وهو الأمر الذي إقتضى البحث عن مجالات إضافية وبديلة لإستخدام هذه الموارد المالية في الأسواق المالية الأجنبية.

- زيادة حجم المشاريع والتي يرافقها إستخدام واسع للتكنولوجيا المتطورة ذات الكفاءة الرأسمالية العالية.

- زيادة تنوع وحجم المؤسسات المالية التي تتوسط المعاملات بين المدخرين والمستثمرين، وما يتوفر لديها من موارد مالية ضخمة ساهمت في توسيع عمل الأسواق المالية.

<sup>1</sup> - حسني علي خريوش وآخرون، "الأسواق المالية- مفاهيم وتطبيقات-"، دار زهران للنشر، عمان، 2010، ص ص: 14-15.

<sup>2</sup> فليح حسن خلف، "الأسواق المالية النقدية"، عالم الكتب الحديث، عمان، 2006، ص ص: 14-15.

من خلال ما تم تقديمه عن نشأة وتطور الأسواق المالية، يمكننا أن نتوصل إلى أن الأسواق المالية تتعامل بالأوراق المالية المتوسطة والطويلة الأجل، فهي تجمع بين مصدري وطالبي هذه الأوراق وذلك بتوفر قنوات فعالة تساهم بشكل كبير في تسهيل الإتصال بين المتعاملين، وذلك بغض النظر عن الوسيلة والمكان الذي يتم فيه التعامل.

## 2-1-2- تعريف الأسواق المالية:

تمثل الأسواق المالية الإطار الذي يتم من خلاله تدفق الأموال من وحدات الفائض المالي إلى وحدات العجز المالي، ومن بين التعاريف المقدمة في هذا المجال:

- "السوق المالية هي مجموعة المؤسسات أو القنوات التي ينساب عبرها المال الفائض من الأفراد والمؤسسات في المجتمع، وفقا لسياسة معينة إلى من هم في حاجة إلى هذه الأموال لفترة من الوقت عن طريق الوسطاء الماليين، بحيث تتفرع الأسواق المالية إلى سوقين الأولى تهتم بالمعاملات قصيرة الأجل والأخرى تهتم بالمعاملات طويلة الأجل".<sup>1</sup>
  - "السوق المالية هي الآلية والميكانيكية التي تستخدم في الجمع بين بائعي ومشتري الأصول المالية بغرض تسيير عملية التداول،<sup>2</sup> ويتم من خلالها تحويل الموارد المالية من الوحدات الإقتصادية المدخرة، والتي يتوافر لديها فوائض مالية وتمثل عرض الأموال، إلى الوحدات الإقتصادية التي تعاني من عجز الموارد المالية وتعكس الطلب على الموارد المالية، وبذلك فإن السوق التمويلية تحول الموارد المالية من الوحدات التي لا تملك القدرة والرغبة على الإستثمار إلى الوحدات التي تتوافر لديها الفرص الإستثمارية، وتمتلك القدرة على الإستثمار".<sup>3</sup>
  - من جانب آخر، تعرف الأسواق المالية على أنها: "الآلية التي تمكن وتيسر للأفراد والمؤسسات بكافة أنواعها القيام بإصدار وتداول أدوات الإستثمار قصيرة وطويلة الأجل بتكلفة معاملات منخفضة وأسعار تعكس فرضية السوق الكفئ".<sup>4</sup>
- بناء على ما تقدم، يمكن أن نستخلص بأن السوق المالية هي عبارة عن شبكة للتمويل مبنية على الإصدار والتداول لأدوات مالية من أسهم وسندات، وهي تسمح من خلال ذلك بتعبئة إيداع مختلف الأعوان الإقتصاديين مهما كانت طبيعتهم، ولا يشترط توفر مكان محدد لإلتقاء هؤلاء الأعوان، كما أن إنتقال وتداول الأموال في السوق المالية يتم من خلال مؤسسات وسيطة نظرا لتعذر إنتقالها المباشر بين

<sup>1</sup> - صلاح الدين حسن السيسي، "بورصات الأوراق المالية"، ط1، عالم الكتب للنشر والطباعة، القاهرة، 2003، ص:05.

<sup>2</sup> - Rose Anne Dana, Monique Jean Blanc Picquér, "marché financier en temps continu : valorisation et équilibre", 2<sup>ème</sup> édition, Edition: Economica, Paris, 1998. P:46 .

<sup>3</sup> - عاطف و ليم أندراوس، "السياسة المالية وأسواق الأوراق المالية"، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية، 2005، ص:03.

<sup>4</sup> - السيد متولي عبد القادر، "الأسواق المالية والنقدية في عالم متغير"، ط1، دار الفكر، عمان، 2010، ص:67.

أطراف التعامل المختلفة وذلك نتيجة لمجموعة من المتغيرات منها ما يتعلق بقلّة المعلومات الخاصة بالمتعاملين وعدم وجود الثقة بينهم، أو الاختلاف الذي قد يكون حول سعر الأصول وتاريخ إستحقاقها.<sup>1</sup>

## 2-2 شروط تكوين الأسواق المالية:

تعتبر الأسواق المالية ذلك المجال الذي تتداول فيه أصول الشركات مها كانت أنشطتها، ومن أجل تكوين وقيام سوق مالية يتطلب توفر مجموعة من الشروط الملزمة والضرورية، بحيث يكون الهدف من ورائها هو تجميع المدخرات وتوجيهها نحو الإستثمار الفعال، يمكن تلخيص أهم هذه الشروط فيما يلي:

- وجود عدد من المؤسسات المالية الكفأة: يتطلب قيام سوق مالية في أي إقتصاد، وجود عدد كاف من المؤسسات المالية، فهي تعتبر بمثابة أوعية إدارية تقوم بعملية الإقراض إلى الأفراد والمستثمرين، وتعمل هذه المؤسسات على تحسين ورفع مستوى الخدمات المصرفية وبذلك فهي تعمل على تحسين عمل الجهاز المصرفي، كما أنها تعمل جاهدة على رفع أسعار الفائدة كمحفز قوي على زيادة حجم الإيدار.<sup>2</sup>

- القدرة على تحويل المدخرات إلى إستثمارات: تعتبر الأسواق المالية من أهم القنوات التي يتم من خلالها تحويل المدخرات إلى إستثمارات، حيث يتطلب نجاح هذه الأسواق ضرورة ضمان حماية الإيدار وسلامة إستثماره من أجل خلق الثقة بين المتعاملين، ويتم تحويل الإيدار عن طريق وسائل مختلفة مثل إنشاء نوادي الإستثمار: وهي عبارة عن جمعيات يخصص كل عضو من أفرادها مبلغاً من المال، وتقوم الجمعية باستثماره لحساب أعضائها في شراء أوراق مالية.<sup>3</sup>

- تمكين المستثمر من الحصول على عائد معقول من إستثماراته المالية، وذلك عن طريق رفع سعر الفائدة على السندات المطروحة للإكتتاب أو إعفاء العائد من الضرائب.

5- تشجيع القطاع الخاص: حتى يتم تكوين سوق مالية، يجب أن يكون المتدخل الأساسي في السوق هو القطاع الخاص مع ضرورة تشجيعه، ويتم ذلك من خلال:<sup>4</sup>

- تبني سياسة إقتصادية ليبرالية قائمة على إقتصاد السوق، مع توفر الأطر التشريعية والقانونية المناسبة التي تحفز هذا الدور.

- منح القطاع الخاص بعض المزايا لتدعيم دوره في التنمية الإقتصادية، كتوفير نظام ضريبي مرن.  
- إنشاء بورصات للأوراق المالية: حيث تعتبر البورصات من أجهزة الإيدار والإستثمار الهامة في الدول، فهي تعمل على تحويل الأموال المدخرة إلى أموال مستثمرة، كما أنها تعمل على تحويل الإستثمارات طويلة الأجل إلى أصول سائلة عند الحاجة إليها.

<sup>1</sup> محمد أحمد عبد النبي، "السياسات النقدية والمالية وأداء سوق الأوراق المالية"، دار صفاء للنشر، عمان، 2010، ص: 69.

<sup>2</sup> حسن علي خربوش وآخرون، مرجع سبق ذكره، ص: 18.

<sup>3</sup> نفس المرجع السابق، ص: 19.

<sup>4</sup> السيد متولي عبد القادر، مرجع سبق ذكره، ص: 97.



### 3- أهمية وخصائص الأسواق المالية:

تظهر أهمية الأسواق المالية خاصة من خلال الدور الذي تقوم به، وكذلك من خلال الخصائص والمميزات التي تميزها عن غيرها من الأسواق.

#### 3-1- أهمية الأسواق المالية:

تحتل الأسواق المالية أهمية ومكانة كبيرة وذلك بارتباطها بكافة النشاطات والفعاليات الإقتصادية، عن طريق توفير التمويل اللازم إنطلاقاً من الإستثمار ثم التبادل والتوزيع لتنتهي بعملية الإستهلاك.

وتستمد الأسواق المالية أهميتها من وجودها ومن الدور المتعدد الأوجه الذي تقوم به، فهي أداة فعالة في النظام المالي، وتبرز أهميتها بشكل واضح من خلال ما يلي:

- تحتل الأسواق المالية مركزاً حيوياً في النظم الإقتصادية الحديثة، وهي تعتبر إنعكاساً للنظم المالية والإقتصادية للدولة، ويمكن أن تؤثر على التنمية الإقتصادية تأثيراً إيجابياً من خلال تعبئة المدخرات الكافية والتوزيع الكفء لها، هذا ما يدفع إلى وجود سياسة قومية هدفها تشجيع الإدخار والإستثمار ومحاولة تجنيد رأس المال للمشاركة في عملية التنمية.<sup>1</sup>

- تعد الأسواق المالية مرجعاً هاماً لبيان مدى كفاءة السياسات الإستثمارية في الإقتصاد، بالإضافة إلى أنها الوسيلة التي بفضلها يتم تجنب الآثار التضخمية لحد كبير.

- تعمل الأسواق المالية على تعبئة الموارد المالية وتحفيز المدخرين (مهما كانت طبيعتهم) عن طريق رفع عوائد المدخرات من خلال الإكتتاب في الأسهم والسندات، فمن خلال إدارتها ومكانتها المتخصصة وخبرائها تقدم النصيحة للجهة المصدرة للأدوات المالية المتداولة،<sup>2</sup> وذلك من خلال تحليل عوامل العرض والطلب لهذه الأدوات وبيان إحتياجات المدخرين وتحديد أفضل الأدوات وأحسن الظروف لتمويل هذه الإحتياجات، وكلما كانت الظروف الإقتصادية والسياسية والإجتماعية المحيطة بهذه الأسواق ملائمة فإن الدور التحفيزي لهذه الأسواق بالنسبة للمدخرات يكون أكبر، خاصة عندما يكتشف المدخرون بأن العوائد المتحققة من مدخراتهم أكبر من تلك الممكن تحقيقها من خلال التوظيف في الأجهزة المصرفية.

- تساهم الأسواق المالية في تمويل خطط التنمية الإقتصادية، حيث تحتاج هذه الأخيرة إلى رؤوس أموال كبيرة قد لا تتوفر لدى الدولة، فبواسطة هذه الأسواق تتمكن من تمويل خططها التنموية وذلك عن طرق إشراك القطاع الخاص في تمويل هذه المشاريع عن طريق طرح أسهم المشاريع في الأسواق المالية للإكتتاب فيها.<sup>3</sup>

<sup>1</sup> صلاح الدين حسن السبسي، مرجع سبق ذكره، ص: 10.

<sup>2</sup> - هوشيار معروف، "الإستثمارات والأسواق المالية"، دار الصفاء للنشر، عمان، 2003، ص: 84-85.

<sup>3</sup> - حسني علي خريوش وآخرون، مرجع سبق ذكره، ص: 16.

- ترتبط أهمية الأسواق المالية بالدور الفعال للشركات المساهمة الكبيرة والتي تتمتع بمرونة عالية إتجاه حركة الأسعار والتغيرات التي تحدث في الإقتصاد المحلي والدولي، ويرجع ذلك إلى السيولة العالية لأدوات الإستثمار التي يتم التعامل بها في هذه الأسواق، إذ يتميز الإستثمار فيها بالسرعة الكبيرة مقارنة بالأسواق الأخرى (كأسواق السلع مثلا) التي تتطلب وقت أطول لتحويل السلع إلى سيولة.<sup>1</sup>
- تقوم الأسواق المالية بدور كبير ورئيسي في تخطيط السياسة النقدية، كما باستطاعتها أن تؤثر في دور البنك المركزي في تغيير أسعار الفائدة.
- تتصف الأسواق المالية بمرونة كبيرة هذا ما يساعد على زيادة عمقها وتأثيرها، فهي بذلك تحتل مكانة البنوك في تمويل الإقتصاد الوطني خاصة في الدول النامية.
- تساعد الأسواق المالية على توفير التمويل في الدول النامية بشروط وتكاليف مناسبة مقارنة بالإقتراض من البنوك الدولية والجهات التمويلية الخارجية الأخرى.
- يمكن أن توفر الأسواق المالية لصغار المدخرين والمستثمرين وهم الفئات الأكثر والأوسع عددا، إمكانية إستغلال مدخراتهم الصغيرة وإستثمارها بالشكل الذي يمكنهم من إختيار نوع الإستثمار ومجالاته، تبعا لما يتوقعون الحصول عليه من عوائد وبالشكل الذي يتناسب مع طبيعة وحجم مدخراتهم، وتماشيا مع درجة المخاطرة التي يكونون على إستعداد لتحملها من أجل ذلك.<sup>2</sup>

### 3-2- خصائص ومميزات الأسواق المالية:

- تتميز الأسواق المالية بمجموعة من الخصائص تستطيع من خلالها التأثير في كافة جوانب الإقتصاد الوطني لأي دولة، هذا ما يساعد على تطورها وإتساعها مما يجعلها سريعة التأثير بالعوامل والمميزات التي ترتبط بها. فالأسواق المالية تتصف بالعالمية، وفي طريقها للتكامل مع بعضها تتطلب إجراء المعاملات المالية بكفاءة وجود أجهزة وساطة مالية-مهما كانت طبيعتها-، وتعود ميزة هذه الأسواق إلى تنوع الأدوات والخدمات المالية والمجال المحلي أو الدولي الذي تعمل فيه، ومن الخصائص والمميزات مايلي:
- تتميز السوق المالية بطبيعة خاصة تتمثل في أن التداول على مستواها يتم بين النقود والأدوات المالية الأخرى، فالمشتري يدفع الأموال مقابل الأصول التي تتمثل في الأسهم والأوراق المالية الأخرى، إلا أنه لا يستلم أصول حقيقية، ويقوم الأعوان بشراء الأدوات المالية من أجل العائد المنتظر حصوله أثناء الإحتفاظ بها وكذلك من أجل الإرتفاع المنتظر في قيمتها، أي القيمة المضافة.
  - تعتبر السوق المالية بمثابة الإطار الذي يجمع بين بائعي الأوراق المالية بمشتريها وذلك بغض النظر عن وسيلة ومكان الجمع، إلا أن أهم ما يميز آلية هذا الجمع وتحويل الموارد هو ضرورة توفر الأسواق

<sup>1</sup> -Berrand Jacquillat, Bruno Solnik, " Marchés financiers et gestion de portefeuille et des risques", Edition Dunod, paris, 1991, p:38.

المالية على قنوات إتصال فعالة فيما بين المتعاملين في السوق، بحيث تجعل الأثمان السائدة في أية لحظة زمنية معينة واحدة بالنسبة لأي ورقة مالية متداولة في ظلها.<sup>1</sup>

- تعتبر الأسواق المالية أسواق منظمة، ففي معظم البلدان هناك شروط وقيود قانونية لتداول الأوراق المالية في هذه السوق، بالإضافة إلى وجود هيئات مستقلة ذات صلاحيات تدبير العمليات في الأسواق المالية وتوفر للمتعاملين المعلومات الضرورية التي يحتاجونها.

- تتميز الأسواق المالية بتطورها المستمر، فبفضل وسائل الإتصال الحديثة والمتطورة ترتفع مجالات التعامل بالنسبة للمستثمرين في الأسواق العالمية، ويحدث ذلك عن طريق الإستفادة من تدنية حجم التكاليف وتوفير المعلومات اللازمة عن أسعار الأوراق المالية، وكيفية تداولها في أسواق أخرى سواء كانت محلية أو لدول أخرى، ويكون الهدف من وراء ذلك هو تحقيق الأرباح في أقل وقت ممكن.<sup>2</sup>

- تعمل الأسواق المالية على تحقيق الكفاءة الإقتصادية في إستغلال الموارد، من خلال تحويل الفوائض المالية من مجرد مدخرات متراكمة إلى إستخدامات إنتاجية، تؤدي إلى توسيع القاعدة الإنتاجية ومن ثم إلى زيادة فرص العمالة وزيادة الدخل القومي، هذا ما يؤدي بدوره إلى إرتفاع مستويات الرفاهية الإقتصادية.<sup>3</sup>

## ثانيا - هيكل وأقسام الأسواق المالية:

تنقسم الأسواق المالية إلى عدة أسواق فرعية وذلك إنطلاقا من عدة معايير مختلفة، حيث يتعلق كل معيار بجانب محدد من تلك الأسواق، فهناك ما يرتبط بطبيعة الأدوات المتداولة على مستوى الأسواق المالية، أو غرض وأساليب التمويل فيها، بالإضافة إلى نوع الحقوق والإلتزامات التي يمكن أن تترتب عن التعامل في ظل الأسواق المالية.

ف نجد مثلا، أن السوق المالية تنقسم إلى سوق أولية وسوق ثانوية من حيث طبيعة الأدوات والأصول المالية المتداولة فيها، وقد تنقسم إلى سوق نقدية وسوق رؤوس الأموال من حيث الغرض من التمويل، كما تنقسم أيضا إلى أسواق دين وأسواق ملكية إذا ما أردنا معرفة الحقوق والإلتزامات المترتبة عنها، وأخيرا نجد أن السوق المالية تتفرع من خلال أسلوب التمويل إلى أسواق قروض وأسواق أوراق مالية.

سوف نخص في دراستنا هذه بدارسة والتركيز على معيار الغرض من التمويل، وبذلك نصنف الأسواق المالية إلى سوق النقد أين تتم المعاملات المالية قصيرة الأجل والتي تستعمل في ظلها الأدوات المالية قريبة الإستحقاق، وسوق رؤوس الأموال أين تتم المعاملات المالية طويلة الأجل والتي يتم التعامل في

<sup>1</sup> ظاهر حيدر جردان، "مبادئ الإستثمار"، دار المستقبل، للنشر والتوزيع، عمان، 1997، ص: 29.

<sup>2</sup> نفس المرجع السابق، ص: 35.

<sup>3</sup> عاطف وليم أندرواس، مرجع سبق ذكره، ص: 03.

ظلمها بالأدوات المالية بعيدة الإستحقاق، ومن خلال دراسة كل سوق على حدى، يتم التطرق إلى مختلف المعايير الأخرى باعتبارها جزء لا يمكن تجاوزه.

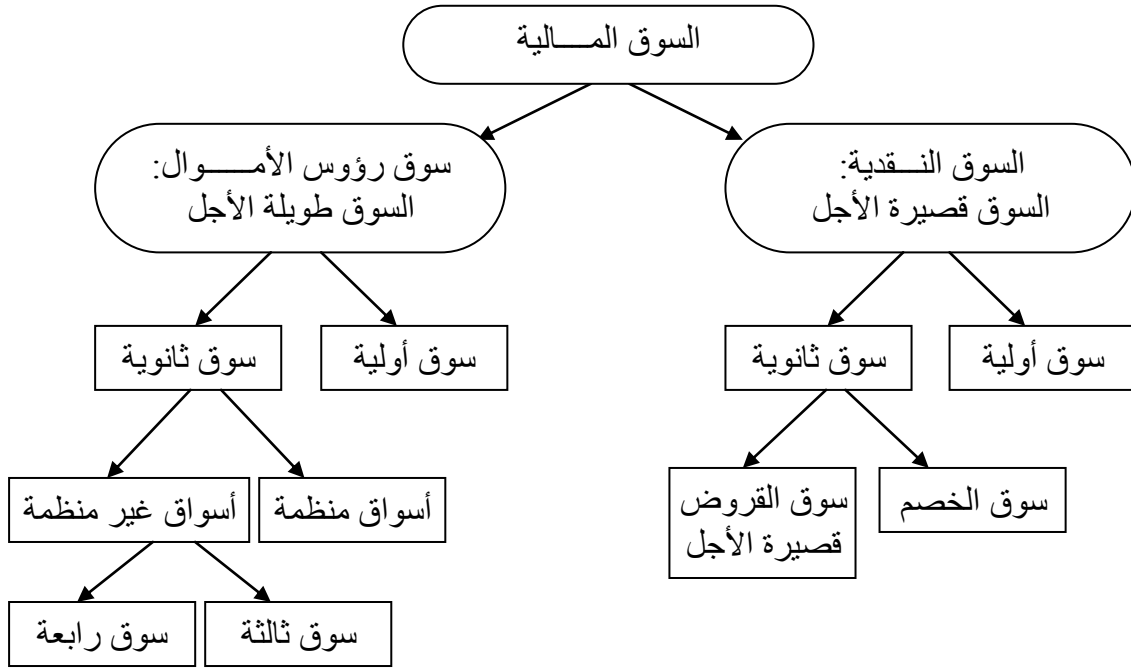
وبالرغم من تعدد المعايير التي تصنف وفقا لها الأسواق المالية، غير أنه تجمعها مجموعة من المقومات التي من شأنها أن تساهم في تكوينها وإنشائها، بحيث توجد مقومات أساسية لكونها تمثل بيئة هذه الأسواق وأعمدة إنشائها، وأخرى مقومات سائدة بحيث أن توفرها يساعد على تطور ونضوج السوق المالية وزيادة فعاليتها وكفاءتها، تتمثل هذه المقومات فيما يلي:<sup>1</sup>

- **المقومات الأساسية:** يندرج تحت مفهومها ضرورة توفر جملة من العوامل أهمها:
- مناخ ملائم للإستثمار قائم على أساس الثقة بالنظم الإقتصادية والسياسية القائمة، والتنظيم الذي يعكس مدى تقدم السياسات المالية والنقدية، وقوانين تنظيم وتشجيع الإستثمار والتشريعات الخاصة بالإصدار النقدي والتحويل الخارجي.
- أدوات إستثمار متنوعة تساهم في توسيع قاعدة الخيارات أمام المستثمرين، وبشكل يزيد من عمق وإتساع السوق المالية.
- مؤسسات مالية ومصرفية متنوعة ومتطورة، قادرة على أداء دور الوساطة المالية وتجميع الإدخارات وتوزيع المخاطر وتقليلها.

- **المقومات السائدة:** وتتمثل في جملة العوامل التي بتوفرها تساهم في زيادة فعالية وكفاءة الأسواق المالية، من بينها:
- هيكل مؤسسي منظم، تحكمه نظم إدارية وتشريعية متكاملة تشرف عليه لجنة تتكون من أعضاء السوق، يتصفون بالحياد والخبرة في شؤون المال والإستثمار.
- تشريعات واضحة لآلية التداول والمتاجرة في السوق، بالشكل الذي يزيد من درجة المنافسة ومنع الإحتكار، وضمان أرضية فعالة لآليات السوق والمتمثلة في العرض والطلب.
- تشريعات قانونية وأحكام تحمي حقوق المتعاملين في السوق من الغش والتلاعب، وبالشكل الذي يعزز من ثقة المستثمرين بنظام السوق وهيئاتها.
- أنظمة كفئة للإفصاح المالي والمعلوماتي وذات تكنولوجيا قادرة على معالجة المعلومات بالسرعة والدقة، لضمان الشفافية عن واقع السوق وظروف الشركات المدرجة بها.
- وبشكل عام، يمكن توضيح مختلف الأنواع التي تنفرع إليها الأسواق المالية من خلال الشكل الموالي:

<sup>1</sup> - أرشد فؤاد التميمي، مرجع سبق ذكره، ص ص: 26-27.

### هيكل الأسواق المالية وأهم أقسامها



### ثالثاً - كفاءة الأسواق المالية:

تختلف الأسواق المالية فيما بينها من حيث مستوى الكفاءة والفعالية، ويرجع ذلك للاختلافات في الإمكانيات المتوفرة للاستخدام من طرف المتعاملين مع مثل هذه الأسواق، فالسوق المالية الكفاءة تعكس أسعار الأوراق المالية التي تصدرها مختلف الشركات عن كافة المعلومات المتاحة عنها، فهي تعتمد على مقدار الثقة التي يضعها المستثمرون بتلك المعلومات والتي تشمل خاصة حركة الأسهم ونشاط الشركات، وذلك من أجل تقييمها واتخاذ القرار المناسب من خلال معرفة تحركات السوق واتجاهها. وعليه فإن كفاءة السوق ترتبط بمفهومين هما: المعلومات المالية وكذلك مؤشرات السوق المختلفة، فمن خلال المعلومات يمكن معرفة وقياس مختلف التغيرات التي تحدث على مستوى البورصة.

### 1- مؤشرات الأسواق المالية:

تعتبر المؤشرات المالية أداة ضرورية لقياس درجة تطور وتنمية البورصة والتي من خلالها يمكن معرفة وتطور السوق المالية بصفة عامة، حيث تسمح المؤشرات بإعطاء حكم تقريبي للمستثمر فيما يتعلق بالإتجاهات المحتملة لأسعار الأوراق المالية.

## 1-1- تعريف مؤشرات الأسواق المالية:

يعتبر المؤشر مستوى مرجعي للمستثمر عن حالة أداء الأسواق المالية، فهو يعكس تحركات تلك الأسواق وإتجاهاتها، ويعرف بأنه: "أداة لقياس مستوى الأسعار في السوق بالإعتماد على عينية من أسهم الشركات التي يتم تداولها في أسواق رأس المال المنتظمة وغير المنتظمة أو كلاهما، وغالبا ما يتم إختيار العينية بطريقة تتيح للمؤشر أن يعكس حالة سوق رأس المال المراد قياسها".<sup>1</sup>

يمثل المؤشر أهمية كبيرة بالنسبة لمستخدميه، فمن خلاله تتمكن الشركات مثلا من معرفة حجم ودرجة المعاملات المالية في السوق، بالإضافة إلى أنه يستخدم لتحقيق مجموعة من الأهداف أهمها:<sup>2</sup>

- تقييم كفاءة السوق من خلال احتساب العوائد الإجمالية، وتحديد كفاءة المحفظة الإستثمارية من خلال المقارنة مع معدلات عوائد السوق.

- إستخدام المؤشر كقواعد معلومات لتحليل حركة الأسعار في الأسواق المالية وربطها بالتغيرات السائدة في أسواق السلع والخدمات، فمن خلال تحليل مفصل للمؤشرات التي تقيس حالة السوق من شأنه أن يكشف عن وجود بعض التغيرات التي تطرأ عليه، هذا ما يساعد المحللين على التنبؤ بالتطورات المستقبلية في إتجاه حركة الأسعار في السوق.

- يمكن الإعتماد على المؤشرات لمعرفة درجة الارتباط الموجودة بين الأسواق المالية المختلفة.
- تقدير درجة حساسية الأسواق المالية للتغيرات التي تحدث في الأنظمة الإقتصادية المختلفة، أو إتجاه بعض الأزمات الإقليمية المتولدة لأسباب مختلفة، مع توضيح الارتباطات بين التقلبات المختلفة مثل تأثير أسعار النفط وانعكاساتها على الأسواق المالية وعلاقتها بالتغيرات التي تحدث في أسعار الصرف الدولية.
- تساعد المؤشرات في قيام السوق بإعادة تنظيم نفسها وعملياتها مرة أخرى، حيث يمكن للمرجحين في السوق تحديد مشاكل السوق المؤدية لإنحراف الأسعار، وتصويب إتجاه السوق ليعكس أسعار الأوراق المالية بشكل دقيق.<sup>3</sup>

## 1-2- الإستخدامات الأساسية للمؤشرات المالية وأساليب بنائها:

تعتبر المؤشرات المالية ذات أهمية كبيرة بالنسبة لكل الأطراف التي تتعامل في الأسواق المالية، فمن خلالها يمكن التنبؤ بوضعية إقتصاد أي بلد وذلك بالتعرف خاصة على مستوى أداء وتقديم السوق المالية فيه، لأنها تعكس مختلف التغيرات الإقتصادية باعتبارها مرآة عاكسة للنشاط الإقتصادي.

وحتى تعكس المؤشرات المالية حقيقة الوضع الإقتصادي، هناك مجموعة من الشروط الواجب توفرها قبل بناء هذه المؤشرات، والتي تتمثل فيما يلي: حجم العينة، التمثيل، الترجيح، الوحدات الملائمة، المصدر.

<sup>1</sup> - حسان خضر، "تحليل الأسواق المالية"، سلسلة دورية تهتم بقضايا التنمية في الأقطار العربية، العدد 27، مارس 2004، ص: 07.

<sup>2</sup> - هوشيار معروف، مرجع سبق ذكره، ص: 49.

<sup>3</sup> - جلال إبراهيم العبد، "تحليل وتقييم الأوراق المالية"، ط1، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2003، ص: 215.

تتمثل أهم إستخدامات المؤشرات المالية فيما يلي:<sup>1</sup>

- إعطاء فكرة سريعة عن أداء المحافظ وتقدير حجم مخاطرها: يتمكن المستثمر في سوق الأوراق المالية من خلال دراسة وتحليل المؤشرات المالية من تكوين فكرة سريعة عن مستقبل عائد محفظة الأوراق المالية، كما يمكن إستخدام المؤشرات لقياس المخاطر المنتظمة للأوراق المالية.
- الحكم على أداء المديرين لمحافظ الأوراق المالية: إن تحديد معدل عائد السوق الذي يعكس المؤشر، يعد بمثابة مقياس لحسن أداء المدراء المتخصصين، عندما يتمكنون من تحقيق معدل عائد أكبر من معدل عائد السوق والعكس صحيح.
- التنبؤ بالوضع التي ستكون عليها السوق: وهذا عن طريقة معرفة طبيعة العلاقة الموجودة بين المتغيرات الإقتصادية، وبين التغيرات التي تطرأ على المؤشرات ومحاولة معرفة حركة أسعار السوق مسبقاً، مما يؤدي إلى إتخاذ القرارات الإستثمارية السليمة في الوقت الملائم.
- إلى جانب ماسبق، يتطلب بناء مؤشرات الأسواق المالية مجموعة من الأساليب لعل أهمها:<sup>2</sup>
- **المؤشرات المبنية على أساس القيمة:** حيث ينطلق في بناء مؤشرات السوق في تحديد الوزن النسبي للسهم وذلك بإعطاء القيمة السوقية الكلية لكافة الأسهم العادية للمؤسسة الممثلة داخل المؤشر.
- **المؤشرات المبنية على أساس السعر:** حيث يتحدد وزن السهم بصفة تلقائية، وذلك على أساس نسبة سعر هذا السهم إلى مجموع أسعار الأسهم الفردية المكونة للمؤشر، ويدعى هذا المجموع بالقيمة المطلقة للمؤشر، وغالباً ما تميل هذه المؤشرات للأسهم ذات الأسعار المرتفعة.
- **المؤشرات المبنية على أساس الأسعار النسبية:** حيث يتم تحديد السعر النسبي لكل سهم الذي يتكون منه المؤشر، وذلك بحساب السعر النسبي بقسمة سعر سهم اليوم على سعر سهم أمس، ثم يتم حساب الوسط الهندسي للأسعار، وبعد ذلك يتم تحديد قيمة المؤشر بضرب الوسط الهندسي للأسعار في أساس المؤشر.
- **المؤشرات المبنية على أساس الأوزان المتساوية:** يفترض في هذا النوع من المؤشرات أنه يجب إستثمار مبالغ متساوية في الأسهم التي يتكون منها المؤشر عند بداية تكوينه، وبالتالي يعزل هذا المؤشر فكرة التحيز للأسعار، ومن ثم فإن التغيرات اللاحقة في قيمة المؤشر تعكس إتجاهها حقيقياً للتغيرات الحادثة في أسعار مجموعة الأسهم التي يتكون منها السوق.

<sup>1</sup> - منير إبراهيم هندي، "الأوراق المالية وأسواق المال"، منشأة المعارف، الإسكندرية، 2006، ص: 247.

<sup>2</sup> - الجودي صاطوري، "أثر كفاءة سوق رأس المال على الاستثمار في الأوراق المالية مع دراسة حالة الجزائر"، رسالة مقدمة لنيل درجة الدكتوراه في علوم التسيير، فرع: مالية، المدرسة العليا للتجارة، 2005-2006، ص: 83-85.

- أنظر أيضاً: محمد براق، مرجع سبق ذكره، ص: 174، و: السيد متولي عبد القادر، مرجع سبق ذكره، ص: 196-197.

## 2- المعلومات المالية ودورها في تحقيق كفاءة السوق المالية:

تعتبر المعلومات المحور الرئيسي لتحديد أسعار الأوراق المالية، حيث يتطلب التعامل في الأسواق المالية توفر مختلف المعلومات المتعلقة بتوظيف الموارد بصورة ناجعة، واللازمة لضرورة المتابعة المستمرة لتقلبات الأسعار وإتجاهات الأسواق من أجل معرفة مستوى ودرجة كفاءتها.

### 2-1- تعريف المعلومات ومصادر الحصول عليها:

تعرف المعلومة على أنها مورد من موارد المؤسسة، وهي عبارة عن بيانات قد تمت معالجتها بحيث تكون ذات معنى وقيمة وأكثر نفعا بالنسبة لمتخذ القرار.

يمكن أن تختلف المعلومات المراد الحصول عليها باختلاف الهدف الذي تسعى إلى تحقيقه ونوعية التوظيف المختار، إذ نجد:<sup>1</sup> معلومات تاريخية: وهي المعلومات التي تخص فترات سابقة، وتكون متاحة للجميع مثل أسعار الأسهم وأرباحها ونشاط الشركات مصدرة هذه الأسهم، ومعلومات جديدة حالية: وهي تلك التي يتم الإفصاح عنها في الوقت الحالي وهي تتعلق أيضاً بأسعار الأرباح وما إلى ذلك، وهذه المعلومات تكون متاحة للجميع من خلال ما يتم نشره من تقارير وميزانيات وقوائم مالية، بالإضافة إلى المعلومات الخاصة: وهذه المعلومات قد لا تكون متاحة للجميع ولكنها مقتصرة على البعض دون الآخر، وهم الذين لهم إتصالات خاصة بصانعي القرار في المؤسسات.

يتم الحصول على مختلف المعلومات إستناداً إلى مصادر مختلفة، إذ تعتبر السوق أحد أهم مصادر المعلومات عن الإستثمارات المتداولة فيها خاصة الأسعار والأحجام وحركة التعامل في الأوراق المالية. وبصفة عامة يمكن تصنيف مصادر المعلومات إلى مصادر داخلية والتي تتمثل في المعلومات المتواجدة لدى الوسطاء الماليين والخاصة بالسنوات الماضية، إذ يلتزم الوسطاء بالمتابعة المستمرة للأسعار، الكميات المتبادلة، الرسملة البورصية، ومعظم المعلومات الخاصة ببورصة الأوراق المالية.

ومصادر خارجية حيث تعتبر الصحافة بأنواعها العامة والمتخصصة أهم مرجع للحصول على المعلومات بأقل تكلفة، إذ تأخذ هذه المعلومات شكل أخبار منشورة وتقارير صحف جديدة، وتختلف درجة إستعمال الصحف والمجلات المتخصصة من بلد لآخر، هذا بالإضافة إلى تصريحات الشركات المقيدة التي تقدم غالباً من الشركة بمناسبة إصدارها لأوراق مالية جديدة والتي تحتوي على كافة المعلومات والإيضاحات التي تمكن المستثمر من إتخاذ قرار الإستثمار في الأوراق المالية أو الإحجام عنها.

وحتى يتمكن المستثمر من إتخاذ القرارات الإستثمارية، فلا بد أن يكون على علم بما يجري من أحداث، سواء على مستوى القطاع الإقتصادي الذي ينتمي إليه أو الوسائل الإستثمارية المختلفة التي يتعامل بها، لذلك فهو بحاجة إلى معلومات قيمة، وحتى تقبل هذه الأخيرة وتكون دعامة أساسية في عملية التقييم، لا بد أن تتوفر فيها مجموعة من الشروط أهمها: الدقة، الملاءمة، التوقيت، الشمول، العدالة، الوفرة.

<sup>1</sup> - سعيد عيد توفيق، "الإستثمار في الأوراق المالية"، مكتبة عين شمس، القاهرة، مصر، 1998، ص: 117.



## 2-2- تأثير المعلومات على كفاءة السوق:

تعتبر نوعية وكمية المعلومات التي يوفرها الوسطاء الماليون أساس حركة التداول، فهي تلعب دورا كبيرا في زيادة كفاءة ومن ثم فعالية الأسواق المالية، فالمعلومة تترجم فورا إلى قرار يجلب الربح إذا كانت صحيحة، ويضيع معها رأس المال إذا كانت خاطئة، فيكفي فقط نشر خبر خاطئ يتم تسريبه فترتفع أسعار ورقة مالية معينة إرتفاعا كبيرا يدفع بالمستفيد إلى البيع فورا، كما قد يحدث تسريب شائعة أخرى تدفع بالورقة المالية إلى أدنى مستوياتها فيشتري المستفيد، كذلك إخفاء المعلومات يعد تلاعبا غير مشروع<sup>1</sup>، حيث أن أسعار بعض الأوراق المالية ترتفع دون مبرر ثم يكتشف بعد فترة وجود صفقة بيع أو تحقيق أرباح عالية للشركات صاحبة هذه الأوراق دون أن يكون قد تم الإعلان عن هذه المعلومات حيث يتم الإكتفاء بإبلاغ نسبة معينة من المتعاملين، وهؤلاء فقط الذين يتمكنون من تحقيق أرباح سريعة. كذلك، يمكن أن تتسبب المعلومات السرية وغير المعلنة في عدم تحقيق كفاءة وفعالية أداء الأسواق المالية، فهي تمثل عائق أمام تطورها وزيادة كفاءتها، فقد تتسبب تلك المعلومات في حدوث تداول غير عادي لأسهم شركة ما مما يجعلها في وضع إستثماري خاطئ وبالتالي إتخاذ قرار غير سليم، وهو ما قد يتسبب في إتمام عمليات شراء غير سليمة مما يؤثر سلبا على أداء بقية المتعاملين.

## 3- كفاءة الأسواق المالية:

ترتبط كفاءة السوق المالية بمجموعة من العوامل أهمها: حجم وسيولة السوق، حيث يقصد بسيولة السوق: <sup>2</sup>سهولة تسويق الأوراق المالية، أي إمكانية شرائها وبيعها بسرعة، وبسعر قريب جدا من السعر الذي أبرمت به آخر صفقة على تلك الأوراق، وهذا على إفتراض عدم ورود معلومات جديدة، ومع بقاء العوامل الأخرى على حالها، فإنه من المتوقع أن يزداد الإقبال عل شراء الورقة المالية وبسعر مرتفع كلما إرتفعت درجة سيولتها، في حين أنه من المتوقع أن لا يقبل المتعاملون على شراء ورقة مالية منخفضة السيولة إلا عند سعر منخفض يضمن لهم تحقيق عائد يعوضهم عن التكاليف التي يتحملونها عند محاولة التخلص منها في الوقت الذي يرغبونه.

<sup>1</sup> جمال الدين سحنون، "شروط بروز أسواق الأوراق المالية-دراسة مقارنة لدول: مصر، تونس، الجزائر"- أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه العلوم في العلوم الإقتصادية، فرع: النقود والمالية، كلية العلوم الإقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، 2008-2009، ص112.

<sup>2</sup> عاطف وليم أندراوس، السياسات المالية وأسواق الأوراق المالية، مرجع سبق ذكره، ص:13.

### 3-1- مفهوم كفاءة السوق المالية:

تعرف السوق المالية الكفاءة على أنها "تمثل سرعة إستجابة الأسعار وبطريقة غير متحيزة للمعلومات المتاحة للمتعاملين، كما تصبح أسعار الأوراق المالية المتداولة على مستواها دالة للمعلومات المتاحة، كما يتوفر المتعاملون على معلومات مختلفة من شأنها أن تؤدي إلى تقلب هذه الأسعار".<sup>1</sup>

تمثل السوق الكفاءة أهمية كبيرة فهي توفر حالة التوازن، فجميع المتعاملين يحصلون على المعلومات التي من خلالها يضعون توقعاتهم بشأن إستثماراتهم المستقبلية، كذلك لأن هذه السوق تدل على أن أسعار الأوراق المالية المطروحة تمثل قيمتها العادلة كما أنها توجه المتعاملين في السوق لتحديد إستراتيجيتهم الإستثمارية وضمان التخصيص الكفؤ للموارد.

أما بالنسبة للخصائص التي تتميز بها فهي تتعلق بعدم وجود قيود على حجم التعاملات وأيضا تتعلق ب:<sup>2</sup>

- تحقيق المنافسة الكاملة في السوق: وذلك عندما يكون عدد المتعاملين في السوق كبيرا وبالتالي عدم وجود قوة إحتكارية على الأسعار، بحيث يصبح المشاركون متلقون للسعر بدلا من كونهم قادرين على فرض الأسعار للسوق، وهي بذلك توفر العدالة في إبرام الصفقات بحيث توفر لهم فرصا متساوية.
- توفر السوق المالية الكفاءة كافة الآليات التي تمكن من إصلاح أي خلل في التسعير مع تدنية تكاليف المعاملات، وهذا ما يدل على وجود كفاءة تشغيلية في السوق، وأيضا بناء أسعار الأوراق المالية على أساس معلوماتي وليس على أساس الإشاعات والذي يدل بدوره على وجود كفاءة تسعيرية في السوق.
- توفير الحماية ضد المخاطر التي قد يتعرض لها المستثمرون وذلك عن طريق متابعة الصفقات غير الأخلاقية أو الوهمية.

### 3-2- أنواع كفاءة السوق المالية: يمكن التمييز بين نوعين أساسيين في مجال كفاءة السوق المالية:

- **الكفاءة الكاملة:** يطلق مفهوم الكفاءة الكاملة عندما تكون القيمة السوقية للورقة المالية مساوية إلى قيمتها الحقيقية، نظرا لعدم وجود فاصل زمني بين ورود معلومات جديدة حول حالة السوق وإنعكاسها على أسعار الورقة المالية، وهو ما يعني التأثير المباشر لسعر السهم بناء على المعلومات الواردة للسوق. وتتحقق الكفاءة الكاملة عندما تتحقق مجموعة من الشروط أهمها:<sup>3</sup>

- تمتع المستثمرون بحرية تامة داخل السوق نظرا لانعدام وجود أي قيود على التعامل داخل السوق، فلا تكاليف ولا ضرائب على المعاملات، كما يمكن للمستثمرين التعامل بأي كمية شاءوا بيعا وشراء، كما لا توجد قيود تشريعية على حرية دخول وخروج المتعاملين من وإلى السوق.

<sup>1</sup> - وليد أحمد الصافي، أنس البكري، مرجع سبق ذكره، ص: 21.

<sup>2</sup> - حسني علي خريوش، مرجع سبق ذكره، ص: 155.

<sup>3</sup> - عماد صالح سلام، "إدارة الأزمات في بورصات الأسواق المالية العربية والتنمية المتواصلة"، أبوظبي، 2002، ص: 236.

- أنظر أيضا، عاطف وليم أندرواس، "السياسات المالية وأسواق الأوراق المالية"، مرجع سبق ذكره، ص: 57.

- توفر المعلومات الكاملة الخاصة بالأوراق المالية الموجودة في السوق لجميع المستثمرين وبدون تكاليف إضافية، هذا ما قد يسمح بأن تكون توقعاتهم متماثلة.

- توفر الرشد عند المستثمرين، أي أنهم يسعون إلى تعظيم المنفعة التي يحصلون عليها من وراء إستغلال ثرواتهم.

**2-2-الكفاءة الإقتصادية:** تستند إلى فرضية السعي المستمر للمستثمر في تعظيم منفعته الخاصة، وبالتالي يظل في سباق مع المتعاملين الآخرين في الحصول على البيانات والمعلومات التي تساعده على تحقيق هذا الهدف، ويكون من المتوقع وجود فترة تباطؤ بين المعلومات الجديدة التي تصل إلى السوق وبين انعكاس أثرها على أسعار الورقة المالية، مما يجعل القيمة السوقية للورقة المالية أعلى أو أقل من قيمتها الحقيقية لفترة من الوقت على الأقل.<sup>1</sup>

وعليه، حتى تحقق السوق المالية الكفاءة الإقتصادية والتي ترتبط خاصة بالتخصيص الكفاء للموارد المالية المتاحة، يجب أن تتوافر على خاصيتين أساسيتين هما: كفاءة التسعير وكفاءة التشغيل، حيث:

- كفاءة التسعير: تسمى أيضا بالكفاءة الخارجية، وتكون بإنخفاض تكلفة التبادل في السوق المالية أي تكاليف المعاملات المالية وذلك عندما تعكس الأسعار كافة المعلومات المتاحة، فالمعلومات تصل إلى المتعاملين في السوق دون فاصل زمني كبير وبتكلفة منخفضة، مما يجعل أسعار الأسهم مرآة تعكس كافة المعلومات المتاحة،<sup>2</sup> حيث يكون أمام كل المتعاملين في السوق الفرصة لتحليل المعلومات وتحقيق الأرباح وبالتالي يصعب تحقيق أرباح غير عادية.

- كفاءة التشغيل: تسمى بالكفاءة الداخلية، وتعني قدرة السوق على إحداث التوازن بين الطلب والعرض وذلك في حالة إنخفاض تكاليف المعاملات، هذا ما يساعد على زيادة وسرعة عملية التداول من خلال سرعة التكيف وإستجابة الأسعار السائدة في السوق للمعلومات الجديدة التي تتوفر للمتعاملين. فضلا عن ذلك، تتوقف كفاءة الأسواق المالية على طبيعة المعلومات المستخدمة وكيفية تحليلها، فحالة السوق الكفاءة فرضية نسبية وليست مطلقة، ويعود ذلك إلى وجود بعض العوامل التي تجعل من الصعب تحقيق الكفاءة السوقية، من بينها:<sup>3</sup>

- ملائمة المعلومات: يشكل مدى ملائمة المعلومات مشكلة حقيقية يصعب تشخيصها، فهي مسألة نسبية وليست مطلقة لأنها تتعلق بقدرات ومهارات التحليل، وبمدى وضوح وموضوعية المعلومة.

- إستغلال البيانات: ويعود ذلك إلى وجود فئات من غير متخذي القرارات تقوم بالحصول على المعلومات، يكون الغرض منها تحقيق ميزة على حساب المستثمرين الآخرين والإستفادة منها من أجل

<sup>1</sup> - ضياء مجيد الموسوي، مرجع سبق ذكره، ص: 10.

<sup>2</sup> - نفس المرجع السابق، ص: 11.

<sup>3</sup> أرشد فؤاد التميمي، مرجع سبق ذكره، ص: 40.

تحقيق عوائد إضافية وهذا ما يعطي مؤشرا غير دقيقا عن كفاءة السوق. لذلك ظهرت الكفاءة الإقتصادية التي تربط كفاءة السوق بطبيعة إستجابة المستثمرين للمعلومات الجديدة.

كذلك ترتبط الكفاءة السوقية بمدى وطبيعة العلاقة بين القيمة السوقية للسهم من ناحية، وبين المعلومات والبيانات التي تحدد قرار المستثمر في هذه الأسهم من ناحية أخرى، وعليه يمكن تقسيم مستويات الكفاءة على النحو التالي:

- **كفاءة السوق بالشكل الضعيف:** في هذه الحالة لا يتمكن أي مستثمر من تحقيق أرباح غير عادية على حساب الآخرين نتيجة لعدم وجود معلومات تاريخية سابقة.
- **كفاءة السوق بالشكل شبه القوي:** وذلك عندما تعكس القيمة السوقية للأسهم المعلومات والبيانات العامة والمتاحة للجميع، كالتي تتعلق مثلا بنتائج أعمال الشركات المصدرة.
- **كفاءة السوق بالشكل القوي:** حيث تعكس الأسعار السوقية للورقة المالية جميع المعلومات المتاحة - سواء كان مصدرها بيانات منشورة أو تاريخية- للجميع وبشكل علني.

## خلاصة:

تمثل الأسواق المالية ذلك الإطار الذي يتم من خلاله تدفق الأموال من وحدات الفائض المالي إلى وحدات العجز المالي، فهي تؤدي دوراً حيوياً في تطوير ونمو الإقتصاد من خلال توفير الموارد المالية وتسهيل إنتقالها إلى الوحدات الإقتصادية حسب الحاجة إليها، وتظهر أهمية الأسواق المالية خاصة من خلال الدور الذي تقوم به، وكذلك من خلال الخصائص التي تميزها، فهي تتميز بتطورها المستمر كما أنها تعمل على تحقيق الكفاءة الإقتصادية في إستغلال الموارد، وذلك بالإستفادة من تدنية حجم التكاليف وتوفير المعلومات اللازمة.

تتنوع الأسواق المالية إلى عدة أسواق فرعية وذلك إنطلاقاً من عدة معايير مختلفة، حيث يتعلق كل معيار بجانب محدد من تلك الأسواق، وإنطلاقاً من ذلك تتفرع الأسواق المالية إلى أسواق نقدية التي تمثل المجال الذي يتم فيه تداول مختلف الأصول المالية قصيرة الأجل، وإلى أسواق رؤوس الأموال والتي تمثل الآلية التي يتم من خلالها تعبئة الموارد المالية الطويلة الأجل وإستغلالها إستغلالاً أمثل، وتمثل بورصة الأوراق المالية جزء مهم من السوق المالية في عملية التمويل، وهي تقوم بدور الوساطة المالية من خلال تشجيع الإدخار وتنمية الوعي الإستثماري بين الأفراد، كذلك تعتبر مؤشر مرجعي للمستثمر عن حالة أداء الأسواق المالية، لأنها تعكس تحركات تلك الأسواق وإتجاهاتها من خلال مجموعة من المؤشرات المالية التي يحتاجها المتعاملون، ومختلف الأطراف التي تتعامل في ظل هذه السوق لأنها ذات أهمية كبيرة، فهي تعكس مختلف التغيرات الإقتصادية بإعتبارها مرآة عاكسة للنشاط الإقتصادي.

كذلك، يحتاج المتعاملون في الأسواق المالية إلى معلومات مختلفة وبصفة مستمرة حتى يتمكنوا من تقييم فرص الإستثمار المتاحة وإتخاذ القرارات المتعلقة بتوظيف الموارد بصورة ناجعة، كما يحتاجون إلى المتابعة المستمرة لتقلبات الأسعار وإتجاهات الأسواق لمعرفة مستوى ودرجة كفاءتها، لأن السوق الكفأة هي التي تعكس فيها أسعار الأوراق المالية بالكامل كل المعلومات المتاحة بسرعة وبدقة.

تختلف الأسواق المالية فيما بينها من حيث مستوى الكفاءة والفعالية، ويرجع التمييز بين هذه الأسواق إلى طبيعة المعاملات المالية التي تتم على مستواها وكذلك إلى طبيعة مؤسسات الوساطة المالية التي تتعامل في كل منها، وهذا ما سيتم تناوله في الفصل الثاني من هذه الدراسة من خلال تقديم الوساطة المالية.

### المحور التاسع: الأسواق النقدية

تعتبر الأسواق النقدية السوق المالية قصيرة الأجل، وهي الآلية التي يتم من خلالها إنتقال الأموال من أصحاب الفائض المالي إلى أصحاب العجز المالي وذلك من خلال التعامل بأدوات مالية قصيرة الأجل. سنقوم من خلال هذا المحور بالتطرق إلى مختلف الجوانب النظرية للأسواق النقدية وذلك من خلال:

أولاً- مفهوم الأسواق النقدية

ثانياً- أنواع وأقسام الأسواق النقدية

ثالثاً- الأدوات المتداولة في الأسواق النقدية

### تمهيد:

تعد الأسواق النقدية من أقدم الأسواق المالية، وهي تعمل على تحويل النقود من المقرضين إلى المقترضين، فهي أسواق مالية يتم التعامل من خلالها بأدوات مالية قصيرة الأجل، وقد سميت بهذا الاسم -الأسواق النقدية- لكونها تتعامل بصفة أساسية بأدوات مالية هي بديلة للنقود تدعى شبه النقود.

## أولاً- مفهوم الأسواق النقدية:

تتمثل الأسواق النقدية في ذلك المجال الذي يتم فيه تداول مختلف الأصول المالية قصيرة الأجل، حيث تتمثل الوظيفة الأساسية لهذه الأسواق في تسهيل إجراء المعاملات والصفقات المالية بين وحدات العجز المالي (طالبي الأموال) ووحدات الفائض المالي (عارضى الأموال)، وذلك من خلال تبادل وتداول أدوات الإستثمار قصيرة الأجل.

### 1-تعريف الأسواق النقدية:

تعرف الأسواق النقدية على أنها:

- "سوق القروض قصيرة الأجل، تضمن تحقيق التوازن اليومي بين آجال العمليات الدائنة والمدينة للمؤسسات الائتمانية، حيث تقوم البنوك بإستثمار فوائضها لدى هذه السوق كما تحصل على القروض اللازمة إستناداً إلى وضعية إحتياطاتها لدى البنك المركزي".<sup>1</sup>

- "هي عبارة عن الأسواق التي تتم من خلالها عمليات الإقراض أو الإقتراض فيما بين المؤسسات المالية المحلية أو المحلية والأجنبية، أو فيما بين المؤسسات المالية المحلية والمؤسسات المحلية الأخرى، عادة ما تتأثر هذه السوق بنوعية السياسة النقدية المطبقة، وترتكز على عامل أساسي مهم هو سعر الفائدة".<sup>2</sup>

- كما تعرف بأنها: "سوق مفتوحة تنافسية، تتعامل بالأدوات المالية قصيرة الأجل والتي لا تتجاوز فترات إستثمارها سنة واحدة، وبالتالي فإن تسمية السوق المعنية بهذه الأدوات جاءت بسبب سرعة وسهولة تحولها إلى سيولة".<sup>3</sup>

من خلال التعاريف السابقة، نستخلص أن السوق النقدية هي تلك السوق التي تضم مجموعة المؤسسات التي تقوم بتبادل الأموال قصيرة الأجل، وليس لهذه السوق مكان محدد يتم التعامل فيه ولكن يتم التعامل من خلال الإلتقاء المباشر أو بإحدى وسائل الإتصال الإلكترونية المختلفة كالهاتف والانترنت.

### 2-أهمية الأسواق النقدية:

ترجع أهمية الأسواق النقدية إلى كونها تعتبر مصدراً للتمويل قصير الأجل، حيث تساعد على توفير الأموال اللازمة للتمويل بواسطة تجنيد المدخرات الصغيرة وتحويلها إلى قروض ذات مبالغ كبيرة، فباستثمار

<sup>1</sup> مروان عطوان، "الأسواق النقدية والمالية (أدوات وآليات نشاط البورصات في الإقتصاد الحديث)"، ج1، ط3، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2005، ص:16.

<sup>2</sup> - حسن علي خربوش وآخرون، مرجع سبق ذكره، ص:36.

<sup>3</sup> - هوشيار معروف، مرجع سبق ذكره، ص:69.



البنك المركزي أحد المتدخلين الرئيسيين في هذه السوق ومن خلال السياسة النقدية التي يديرها، يستطيع مواجهة الزيادات الطارئة في النفقات العامة عن الإيرادات العامة للدولة، وذلك عن طريق إصداره لأحد أهم أدوات السوق النقدية والتمثلة في أدوات الخزنة، بالإضافة إلى إدارته لإصدار الكتلة النقدية من أجل تأمين السيولة النقدية ووسائل الدفع المختلفة، وعليه يتمكن البنك المركزي من مراقبة سيولة النظام المصرفي كما يتمكن من الرقابة على المعروض النقدي والسيولة الإجمالية.

وتكمن أهمية الأسواق النقدية بصفة خاصة من خلال توفيرها لأدوات يمكن من خلالها أن تعدل مراكز المؤسسات في مستوى سيولتهم، فالمؤسسات التي لديها مدفوعات في المستقبل القريب، يمكنها من خلال السوق النقدية استثمار أموالها في أدواتها قصيرة الأجل مقابل عائد على أن يتم بيع تلك الأدوات حينما يأتي أجل مدفوعاتها المستقبلية، كما تلجأ البنوك والمؤسسات المالية لشراء أدوات السوق النقدية مقابل عائد قبل إعادة بيعها لمواجهة سحب الودائع أو عقد قروض جديدة،<sup>1</sup> كما أن توفر سوق جيدة للنقد يسمح بتمويل البنوك التي هي بحاجة إلى سيولة من خلال ما يعرف بالسوق ما بين البنوك.

### 3- خصائص الأسواق النقدية:

تعتبر الأسواق النقدية سوقا كغيرها من الأسواق فهي تعمل على إلتقاء فئتين مختلفتين هما فئة الطلب وفئة العرض، إلا أنها تتمتع بجملة من الخصائص تميزها عن الأسواق الأخرى يمكن تلخيصها كما يلي:

- يتم التعامل على مستوى الأسواق النقدية بدرجة عالية من الثقة بين المتعاملين، هذا ما يزيد من درجة كفاءة هذه الأسواق، إذ يتمكن المستثمرون من تحويل مبالغ بكميات كبيرة بسرعة فائقة وبتكاليف قليلة للعملية الواحدة.<sup>2</sup>

- تصنف الأسواق النقدية على أنها سوق جملة لأن التعامل على مستواها يتم عادة بين تجار، فقد يتم عقد الصفقات بملايين الدولارات للصفقة الواحدة، كما أن المتعاملين في هذه الأسواق-خاصة المؤسسات النقدية والمالية- ذوي حجم كبير ويعملون لحساب مؤسسات كبيرة ويتمتعون بخبرات ومهارات عالية.<sup>3</sup>
- تتميز هذه الأسواق بعدم وجود مكان رسمي ليتم فيه تحويل الأموال بين المتعاملين، كما أنه ليس لها هيكل مؤسسي وتنظيمي محدد لأن المشاركين فيها هم أطراف متعددة في طبيعتها وخصائصها، وتشكل مجموعة المؤسسات المالية والمصرفية هيكل هذه الأسواق.

- تتصف الأسواق النقدية بميزة المرونة العالية، ويرجع ذلك بصفة أساسية إلى طبيعة الأدوات التي يتم التعامل بها، فهي تتميز بنسبة سيولة عالية أي إمكانية تحويلها إلى نقود قانونية خلال مدة قصيرة وبأقل تكلفة ممكنة، وبالتالي فهي تتصف بدرجة ضمان عالية فغالبا ما تستخدم كضمان للقروض، كما تتميز

<sup>1</sup> عاطف وليم أندرواس، "أسواق الأوراق المالية بين ضرورة التحول الإقتصادي والتحرير المالي ومتطلبات تطویرها"، دار الفكر الجامعي للنشر، الإسكندرية، 2007، ص: 17.

<sup>2</sup> - شقيري نوري موسى وآخرون، مرجع سبق ذكره، ص: 28.

<sup>3</sup> - السيد متولي عبد القادر، مرجع سبق ذكره، ص: 121.

تلك الأدوات بمخاطر منخفضة جدا وقد تكون خالية في بعض كأدونات الخزنة مثلا، وذلك كنتيجة لأحد العاملين التاليين:<sup>1</sup>

\*إنخفاض درجة المخاطرة النقدية: وهي المخاطرة التي قد تنشأ في حالة إنخفاض أسعار الأوراق المتداولة في هذه الأسواق والتي تتصف بالآجال القصيرة، فأي تغيير في أسعار الفائدة السائدة في السوق سوف يكون تأثيره محدودا على الأسعار السوقية لهذه الأوراق مما يجعل قيمتها الاسمية عند تاريخ إستحقاقها شبه مستقرة، هذا ما يجنب حامل تلك الأوراق التعرض لخسائر كبيرة إذا أراد خصمها قبل إستحقاقها.

\*تدني مخاطرة الدين ذاته: وهي تلك المخاطر التي يمكن أن تنشأ في حالة عدم قدرة المدين على سداد دينه في تاريخ إستحقاقه، فالأوراق المالية المتداولة على مستوى الأسواق النقدية والتي تصدر عن مؤسسات تتسم بملاءة مالية عالية وذات مراكز إئتمانية متينة كالبنك المركزي والمؤسسات الحكومية مثلا يكون إحتمال عدم سداد دينها منخفضا جدا.

## ثانيا - أنواع وأقسام الأسواق النقدية:

يرجع التمييز بين الأسواق النقدية وأسواق رأس المال إلى طبيعة المعاملات المالية التي تتم على مستواهما وكذلك إلى طبيعة مؤسسات الوساطة المالية التي تتعامل في كل منهما، غير أنه تلتقي تلك الأسواق في خاصية واحدة وهي أن لكل سوق جانبيين هما: سوق أولى أين يتم فيها الحصول على الأموال المراد توظيفها ولآجال معينة، وسوق ثانوية وهي تمثل المكان الذي يجري فيه تداول الإصدارات بأسعار تتحدد حسب آليات السوق والمتمثلة في العرض والطلب.

تتفرع الأسواق النقدية إلى سوقين هما:

**1-السوق الأولية:** يتم فيها تبادل أدوات الدين التي تصدر لأول مرة، فهي تمثل مكان الإصدارات الجديدة بمعنى البيع الأول للأوراق المالية، بحيث يتم فيها الحصول على الأموال المراد توظيفها لآجال قصيرة وبأسعار فائدة تتحدد بناء على المركز المالي للمدين الذي يصدر الأوراق وسمعته المالية.

**2- السوق الثانوية:** والتي يتم على مستواها تداول الإصدارات النقدية قصيرة الأجل بين مشتريها الأول ومشتريين آخرين، وتحمل هذه السوق أهمية أكبر من السوق الأولية حيث تتجمع فيها كل ما يتراكم من أوراق مالية قصيرة الأجل التي سبق إصدارها مما يعني ضخامة الأدوات المالية التي يتم تبادلها،<sup>2</sup> ولذلك عادة ما يقصد بالسوق النقدية السوق الثانوية للنقد، وتتفرع بدورها إلى سوق الخصم وسوق القروض قصيرة الأجل وذلك حسب نوع العمليات التي تتم على مستوى كل منهما، وذلك كما يلي:<sup>3</sup>

<sup>1</sup> - حسن علي خربوش، مرجع سبق ذكره، ص:39.

<sup>2</sup> - عبد الله الطاهر، موفق علي خليل، "النقد والبنوك والمؤسسات المالية"، ط2، مركز يزيد للنشر، الأردن، 2006، ص:367.

<sup>3</sup> - السيد متولي عبد القادر، مرجع سبق ذكره، ص: 122.

- **سوق الخصم:** يتم فيها خصم أدوات الائتمان قصيرة الأجل والمتمثلة في الأوراق التجارية العادية كالكمبيالات، القبولات المصرفية، أذونات الخزنة وغيرها.
- **سوق القروض قصيرة الأجل:** تشمل جميع أنواع القروض التي تعقد لآجال قصيرة تتراوح بين أسبوع واحد وسنة كاملة، وتجدر الإشارة إلى أنه كلما زاد حجم التعامل في سوق الخصم كلما تضاعف الحد الأدنى لفترة الإقراض القصير الأجل، وهذا ما يجعل سوق النقد أكثر حساسية لتغيرات أسعار الفائدة.
- \*ومن جهة أخرى يمكن تقسيم الأسواق النقدية إلى سوقين أساسيين هما:
- **السوق ما بين البنوك:** وهي تنظيم يجمع فيه المهنيين ويتم إلتقاء عرض وطلب السيولة البنكية، ولا يتدخل البنك المركزي في هذه السوق إلا عند ظهور إختلالات كبيرة في إحداث التوازن، ويبقى دوره هو تنظيم هذه السوق ومراقبتها.
- يتم التعامل في هذه السوق كل يوم عن طريق الهاتف مع التأكيد الكتابي، حيث تتم العمليات عن طريق حسابات لدى البنك المركزي، وبما أن هذه السوق مخصصة للمؤسسات المالية، فإنه لا يسمح التدخل إلا للمؤسسات المتمثلة في: البنك المركزي، المؤسسات المالية البنكية وشبه بنكية والخزينة العامة.
- **السوق المفتوحة:** وهي عبارة عن سوق نقدية فرعية مفتوحة للأعوان الإقتصادييين الذين لديهم سيولة يقدمونها للأعوان الآخرين الذين هم بحاجة إليها، كما أنها تمكن البنوك على الخصوص من تسوية سيولتها، ويتم التفاوض في هذه السوق على أذونات الخزينة وسندات الخزينة العمومية المتداولة وكذا سندات المؤسسات والهيئات المالية، إضافة إلى شهادات الإيداع.

### ثالثا - الأدوات المتداولة في الأسواق النقدية:

قبل أن نعرض أهم الأدوات التي يتم تداولها على مستوى الأسواق النقدية، نتطرق إلى أهم المتدخلين والمشاركين في هذه الأسواق باعتبارهم شرط من شروط قيامها إلى جانب الأدوات المالية التي ينصب عليها التعامل، بحيث يرمي المقرضون من خلالها توظيف فوائضهم المالية إلى كسب الأرباح وهو ما يدفع هذه الفئة إلى توظيف أموالها بوساطة المؤسسات المصرفية.

#### 1- المتعاملون في الأسواق النقدية:

يتدخل في أعمال الأسواق النقدية أطراف مختلفة، ويمكن تصنيفهم إلى ثلاث مجموعات، حيث تضم المجموعة الأولى فئة عارضي الأموال أي المقرضين من أصحاب الفائض النقدي والذين يرغبون في استثمار أموالهم، من خلال شراء مختلف الأصول القصيرة الأجل والتي تتميز بسرعة تحويلها إلى نقد بكل سهولة وبأقل تكلفة ممكنة، أما المجموعة الثانية فهي تضم فئة طالبي الأموال أي المقترضين، والتي تحتاج إلى السيولة النقدية من أجل مواصلة نشاطها، وتمثل المجموعة الثالثة البنك المركزي الذي يسهر على التحكم في السياسة النقدية عن طريق إستخدام الأدوات المختلفة مثل نسبة الإحتياطي الإجباري.

وفيما يلي عرض وجيز لأهم المتعاملين في الأسواق النقدية لأنه سوف يتم التطرق لهم بشكل مفصل في الفصل الثاني من خلال دراسة جانب الوساطة المالية.

- **البنك المركزي:** يقع البنك المركزي على رأس سوق النقد، فهو المهيمن والمسؤول على إستقرارها بما يؤديه من وظائف هامة، حيث يتدخل في السوق النقدية لأغراض السياسة النقدية مثل التحكم في كمية ونوعية الإئتمان من خلال قيامه بأعمال المراقبة والتوجيه للبنوك التجارية، كما يستطيع التأثير على هذه السوق من خلال عاملين هما:<sup>1</sup>

- إعادة الخصم: حيث يقوم البنك المركزي بخصم ما يتوفر لدى البنوك التجارية من كمبيالات وأذون خزانة مقابل معدل فائدة معين.

- عمليات السوق المفتوحة: في حالة بيع البنك المركزي للأوراق المالية الحكومية أو شرائه للأوراق المالية المتداولة في الأسواق النقدية أو أسواق رأس المال، حسب الحاجة ووفقا لما تتطلبه عمليات التضخم والإنكماش للمحافظة على الإستقرار النقدي والإقتصادي للدولة، وذلك كونه المسؤول عن السياسة النقدية.

- **البنوك التجارية:** هي عبارة عن مؤسسات مالية مصرفية، طبيعة عملها هو التعامل في الإئتمان قصير الأجل وتوفير القروض الضرورية، وذلك من خلال إستقبال الودائع القابلة للسحب عند الطلب أو بعد أجل محدد، وتوظف هذه الودائع بصفة أساسية في منح القروض (بضمانات عينية أو شخصية)، كما تقوم هذه البنوك بعمليات الخصم.

تعتبر هذه البنوك كمتدخل أساسي في الأسواق النقدية وهي تهدف إلى المحافظة على درجة عالية من السيولة والحصول على أكبر عائد ممكن، فهي تمثل جانب طالبي الأموال في هذه السوق ويتم ذلك إما من خلال الإقتراض المباشر أو عن طريق إصدار أوراق مالية قصيرة الأجل مثل الأوراق التجارية.

- **الخزينة العامة:** هي مؤسسة عامة تابعة لوزارة المالية، تهتم بإصدار سندات تسمى: أذونات الخزينة العامة عندما تقتض من البنك المركزي، فهي تقوم بدور البنك وذلك للحصول على ودائع المدخرين، عن طريق إصدار أذونات الخزينة التي يتم تسويقها بواسطة البنك المركزي،<sup>2</sup> بحيث يوفر الإستثمار في هذه السندات من طرف المشاركين في أسواق النقد سيولة عالية ومردود جيد.

- **المؤسسات المالية الأخرى:** مثل شركات التأمين وشركات التقاعد وغيرها، فهي تشارك في الأسواق النقدية من خلال الإستثمار في أدوات مختلفة كأذونات الخزينة والسندات قصيرة الأجل التي تتمتع بدرجة عالية من السيولة.

- **الأفراد:** وهم أصحاب الودائع، حيث يحتفظون بودائعهم لدى البنوك من خلال أدوات الإستثمار قصيرة الأجل المتداولة في الأسواق النقدية والتي توفر لهم عوائد هامة.

<sup>1</sup> - حسن علي خربوش وآخرون، مرجع سبق ذكره، ص:40.

<sup>2</sup> - شقيري نوري موسى وآخرون، مرجع سبق ذكره، ص:30.

## 2- أدوات السوق النقدية:

تتميز أدوات السوق النقدية بآجالها القصيرة فهي عادة ما تستحق في مدة تقل عن السنة، كما أنها تتمتع بدرجة كبيرة من الضمان نتيجة لدرجة السيولة العالية إضافة إلى أسعارها الثابتة نسبياً، هذا ما يجعل هذه الأدوات قليلة المخاطر بالنسبة للمستثمرين. وتتمثل أهم تلك الأدوات فيما يلي:

### 2-1-أذونات الخزنة:

تعد أذونات الخزنة من أهم أدوات الدين التي يتم إصدارها، فهي سندات تصدرها الحكومات لتمويل عجز مؤقت وتكون لآجال لا تتعدى 90 يوماً، فهي تتميز بسهولة التصرف دون أن يتعرض حاملها لخسائر رأسمالية،<sup>1</sup> وبالرغم من أنها مضمونة من طرف الحكومة التي أصدرتها فإنها تعتبر ذات عائد منخفض لكن هذا لا يمنع من إقبال البنوك التجارية على شرائها بفضل ما تتميز به من خصائص أهمها:<sup>2</sup>

- خلوها من المخاطر حيث تتمتع بالثقة والأمان لكونها صادرة عن الحكومة.
- درجة سيولة عالية وعادة ما يكون العائد عليها معفى من الضريبة.
- تصدر بفئات قليلة مما يجعلها أكثر جاذبية من غيرها للإستثمار خاصة بالنسبة لصغار المستثمرين.
- تنوع المستثمرون فيها كالأفراد ومختلف المؤسسات المالية والمصرفية وحتى المستثمرون الأجانب.

### 2-2-القبولات المصرفية:

تعتبر القبولات المصرفية من أقدم أدوات الأسواق النقدية إستخداماً، وهي تستعمل أيضاً في مجال التجارة الخارجية خاصة إذا تعلق الأمر بعمليات الإستيراد. وهي عبارة عن أوراق تجارية تحمل وعد بدفع مبلغ من المال في تاريخ لاحق، وتكون هذه الأوراق مضمونة الدفع من قبل البنك الذي ختم عليها بكلمة "قبلت" "Accepted" ويحصل البنك مقابل ذلك على عمولة معينة،<sup>3</sup> ويكون الهدف من وراء هذا التعهد هو توفير أداة مالية قابلة للتداول في السوق النقدية الثانوية بحيث تكتسب الورقة سيولة عالية.

### 2-3- الأوراق التجارية:

هي أدوات دين قصيرة الأجل يتم إصدارها عن طريق البنوك الكبيرة والشركات المساهمة المعروفة، وفي حالة تعرض الشركة إلى نقص الأموال فإنها تقوم ببيع الأوراق التجارية لبعض الوسطاء الماليين أو للمؤسسات بدلاً من الإقتراض من البنوك،<sup>4</sup> ولا يشترط في هذه الأوراق أن تكون مضمونة بأي أصل من أصول الشركة، لأن الضمان في هذه الحالة هو سمعة الشركة ومكانتها.<sup>5</sup>

<sup>1</sup> - وليد أحمد الصافي، أنس البكري، "الأسواق المالية الدولية"، ط1، دار المستقبل للنشر والتوزيع، عمان، ص:104.

<sup>2</sup> - شقيري نوري موسى وآخرون، مرجع سبق ذكره، ص:32.

<sup>3</sup> - عبد الله الطاهر، موفق علي الخليل، مرجع سبق ذكره، ص: 365.

<sup>4</sup> - غالب عوض الرفاعي، عبد الحفيظ بلعربي، "اقتصاديات النقود والبنوك"، ط1، دار وائل للنشر، الأردن، 2002، ص:43.

<sup>5</sup> - وليد أحمد الصافي، أنس البكري، مرجع سبق ذكره، ص:106.

## 2-4- شهادات الإيداع المصرفية:

هي عبارة عن إيصال بالمبلغ المودع لدى الجهة المصدرة، لحاملها الحق في الحصول على الفائدة وأصل المبلغ عند تاريخ الإستحقاق، فهي عبارة عن ودائع تصدر من طرف البنوك التجارية وهي تحمل معدلات فائدة غير أنها لا تباع بخصم عن القيمة الإسمية. تكمن أهمية إصدار هذه الشهادات في كونها تمثل أداة ذات عائد مستقر يتمثل في الفائدة، كما أنها توفر وسيلة لتعبئة الإدخارات وزيادة الوعي المصرفي وذلك بسبب تقلص فرص الإستثمار المحلي والأزمات التي تحصل في أسواق المال. تتميز هذه الشهادات بمرونة عالية من حيث الإستحقاق ومعدلات الفائدة، بالإضافة إلى قابليتها العالية للتداول في السوق الثانوية حيث يمكن تسيلها قبل تاريخ إستحقاقها كما أنها عالية الضمان.<sup>1</sup>

<sup>1</sup> - أرشد فؤاد التميمي، مرجع سبق ذكره، ص: 65.

### خلاصة:

تضم الأسواق النقدية مجموعة المؤسسات التي تقوم بتبادل الأموال قصيرة الأجل، وليس لهذه السوق مكان محدد يتم التعامل فيه ولكن يتم التعامل من خلال الالتقاء المباشر أو بإحدى وسائل الإتصال الإلكترونية المختلفة، وتكمن أهمية الأسواق النقدية بصفة خاصة من خلال توفيرها لأدوات يمكن من خلالها أن تعدل مراكز المؤسسات في مستوى سيولتهم.

تتميز أدوات السوق النقدية بآجالها القصيرة فهي عادة ما تستحق في مدة تقل عن السنة، كما أنها تتمتع بدرجة كبيرة من الضمان نتيجة لدرجة السيولة العالية إضافة إلى أسعارها الثابتة نسبياً، هذا ما يجعل هذه الأدوات قليلة المخاطر بالنسبة للمستثمرين.

تنفرع الأسواق النقدية إلى سوقين هما سوق أولى أين يتم فيها الحصول على الأموال المراد توظيفها ولآجال معينة، وسوق ثانوية وهي تمثل المكان الذي يجري فيه تداول الإصدارات بأسعار تتحدد حسب آليات السوق والمتمثلة في العرض والطلب.

### المحور العاشر: أسواق رأس المال

تعتبر أسواق رأس المال السوق المالية الطويلة الأجل، والتي مثل آلية وميكانيكية لتحويل الأموال بين أصحاب الفائض المالي وأصحاب العجز المالي من خلال تداول الأصول المالية الطويلة كالأسهم والسندات والمشتقات المالية وغيرها، ومن أجل التعرف على مفهوم أسواق رأس المال أنواعها ومختلف الأدوات التي يتم التعامل بها على مستواها التي تتميز بها نقوم بالتعرض إلى المفاهيم التالية:

أولاً- مفهوم أسواق رأس المال

ثانياً- أنواع أسواق رأس المال

ثالثاً- أدوات التعامل في أسواق رأس المال



### مقدمة:

تتفرع السوق المالية تتفرع إلى سوقين هامين، إحداهما تتعلق بالمعاملات المالية قصيرة الأجل وتسمى بالسوق النقدية، والأخرى تهتم بالمعاملات المالية متوسطة وطويلة الأجل والتي تتمثل في أسواق رأس المال، فهذه الأخيرة تمثل الآلية التي يتم من خلالها تعبئة الموارد المالية وإستغلالها إستغلالاً أمثل، وذلك عن طريق تحويل تلك الموارد من الوحدات الإقتصادية ذات الفوائض المالية إلى الوحدات الإقتصادية التي تعاني عجزاً في الموارد المالية.

## أولاً - مفهوم أسواق رأس المال:

تؤدي سوق رأس المال دوراً حيوياً في النظام المالي كونها تمثل الإطار الذي من خلاله تتدفق الأموال طويلة الأجل من وحدات الفائض إلى وحدات العجز، فهي بذلك ذات أهمية كبيرة تتضح خاصة من خلال الخصائص التي تميزها عن غيرها من الأسواق. سنتعرض فيما يلي إلى مختلف المفاهيم المتعلقة بسوق رأس المال، من خلال تعريفها أهميتها وخصائصها المختلفة.

### 1-تعريف أسواق رأس المال:

تعرف أسواق رأس المال على أنها:

- "أسواق يتم التعامل فيها بالأوراق المالية طويلة الأجل مثل الأسهم العادية والأسهم الممتازة والسندات وهي الأدوات التي تزيد مدة إستحقاقها عن السنة مثل السندات أو التي لا إستحقاق لها مثل الأسهم".<sup>1</sup>
  - "ذلك الإطار أو التنظيم الذي من خلاله تلتقي الوحدات الإستثمارية مع وحدات الإدخار وذوي الفوائض المالية من أجل عقد الصفقات طويلة الأجل، سواء من خلال الإكتتاب الأولي للأدوات المالية كالأسهم والسندات أو من خلال المتاجرة بأدوات السوق المختلفة مثل المشتقات المالية".<sup>2</sup>
  - "فضاء أو مجال إنتقاء عارضي وطالبي رؤوس الأموال، حيث أن الطالبين للأموال يمثلون إحتياجات المؤسسات لتمويل إستثماراتها، وكذا الدولة والجماعات المحلية وغيرهم لتغطية عجزهم المالي، أما العارضين فيمثلون المدخرين المستثمرين".<sup>3</sup>
- وفقاً لذلك، يتبين لنا بأن سوق رأس المال تمثل الشق الثاني للسوق المالية، فهي تمثل الآلية التي يتم من خلالها تداول الأسهم والسندات باعتبارهما الأصول المالية الأكثر شيوعاً، تحكمها (السوق) قواعد تنظيمية لتسهيل عمليات تبادل وتداول الأوراق المالية بيعاً وشراءً من خلال وجود وسطاء متخصصين ومتعاملين ماليين باختلاف طبيعتهم.

### 2-أهمية أسواق رأس المال:

تتضح أهمية أسواق رأس المال من خلال الدور بالغ الأهمية الذي تقوم به على مستوى النظام المالي، فهذه الأسواق لا يقتصر دورها فقط في كونها حلقة وصل بين المدخرين والمستثمرين، وإنما في كونها

<sup>1</sup> - جمال جويدان الجمل، "الأسواق المالية والنقدية"، ط1 دار الصفاء للنشر، عمان، الأردن، 2002، ص:254.

<sup>2</sup> - أرشد فؤاد التميمي، مرجع سبق ذكره، ص:92.

<sup>3</sup> - Bernard Jacquillat, Bruno Solnik, opcit, p :43.

وسيلة فعالة ومنبع رئيسي لتمويل النشاط الإقتصادي بحيث تضمن نموه وتطوره،<sup>1</sup> فهي تقدم التيسير اللازم لإلتقاء أصحاب المدخرات الذين يرغبون في إستثمار مدخراتهم في أصول مالية كالأسهم والسندات، وأصحاب المشاريع الإستثمارية المنتجة الذين هم بحاجة إلى هذه المدخرات لإستثمارها في أصول عينية. كما أن التعامل في هذه السوق وبالتحديد في السوق الثانوية يكون عن طريق فئة متخصصة تدعى الوساطة المالية، تتفاوض على الأدوات المالية، وتقدم النصح والمعلومات.

كما تعتبر أسواق رأس المال أداة مهمة لجذب رؤوس الأموال الأجنبية، من خلال توفرها على شبكة مصرفية مالية واسعة تعمل كوسيط مالي تساهم في تحويل الأموال وتسهر على ضمان سلامة إستثمارها، بحيث تكون على دراية بكافة المتغيرات المالية، وهذا ما يساعد بشكل كبير في تقوية تلك الأسواق وزيادة كفاءتها. فضلا عن ذلك، تعتبر أسواق رأس المال معيارا أساسيا لوضع الإقتصاد الوطني، وذلك من خلال أسواقها المنظمة المتمثلة في بورصة القيم المالية التي تعكس حجم المعاملات المالية والمستوى النسبي للأسعار الذي يعد مؤشرا لقوة الإقتصاد.

إضافة إلى ما سبق، تبرز كذلك أهمية أسواق رأس المال من خلال ما يلي:<sup>2</sup>

- إن وجود سوق رأس المال يساهم في الحد من الآثار التضخمية، إذ يمكن تمويل المشاريع الإقتصادية دون الإفراط في خلق النقود ومنح الإئتمان المصرفي.
- من شأن وجود سوق رأس المال في أي إقتصاد منح فرص بتكلفة مناسبة إذا ما قورن ذلك بالإقتراض من الخارج، لأن الإفراط في هذا الأخير قد يفقد الدولة مكانتها وإستقلاليتها الإقتصادية.
- إن السماح لسوق رأس المال بمباشرة نشاطها بالعملات القابلة للتحويل، قد يؤدي إلى تحول هذه الأسواق من سوق محلية إلى سوق دولية، هذا ما يؤدي بدوره إلى تطور نمو الإقتصادي للبلد.

### 3- خصائص أسواق رأس المال:

تتميز أسواق رأس المال بمجموعة من الخصائص والصفات التي تميزها عن بقية الأسواق الأخرى، فهي تعمل على تحقيق قدر كبير من الفعالية في تعبئة وتخصيص الموارد المالية القابلة للإستثمار، فأهم ما يميزها: مرونتها وإمكانية إستفادتها من تكنولوجيا الإتصالات، هذا ما يعطي بدوره خاصية للأسواق

<sup>1</sup> -Ouvrage collectif sous la direction de M.Moutoussés, "100 fiches pour comprendre la bourse et les marchés financiers", édition IFC, saint germain, France, 2001, p30.

<sup>2</sup> نظير رياض محمد، "الإدارة المالية والعولمة"، المكتبة العصرية للنشر، مصر، 2001، ص:54.

المالية بكونها تتميز عن غيرها على غرار أسواق السلع بأنها أسواق واسعة، تتم فيها صفقات كبيرة وممتدة قد يتسع نطاقها ليشمل أجزاء أخرى من الأسواق المالية الدولية في نفس الوقت.<sup>1</sup>

وتتميز أسواق رأس المال أيضا بالمخاطرة العالية كون أدواتها ذات مدة إستحقاق أكثر من سنة، وعليه فإن المستثمر يعطي الأولوية لعملية المبادلة بين العائد والمخاطرة، إذ غالبا ما يطلب هذا المستثمر عائدا أكبر على الأدوات المالية ذات المخاطرة الأعلى وهذا مقارنة بسوق النقد،<sup>2</sup> وعلى خلاف هذه الأخيرة نجد أن أسواق رأس المال أكثر تنظيما لكي تتمكن من تسيير حجم الصفقات الكبير المنفذة فيها.

كذلك، يرتبط مفهوم سوق رأس المال بالأوراق المالية طويلة الأجل التي لها دور فعال في تمويل المشاريع الإنتاجية طويلة الأجل، ويعود ذلك إلى مستوى كفاءة هذه الأسواق بفضل تواجد السوق الثانوية التي تضمن تداول أدوات الإستثمار المختلفة.<sup>3</sup>

## ثانيا - أنواع أسواق رأس المال:

لا يقتصر التعامل في سوق رأس المال على مستوى واحد من السوق ولا بأصل مالي معين، وإنما يتعداه إلى أكثر من ذلك، فأسواق رأس المال تنفرع إلى أكثر من سوق نوعية تختلف باختلاف طبيعة التعامل وكذلك نوع الأدوات المالية التي يتم إستعمالها.

يمكن تصنيف أسواق رأس المال إلى أسواق حاضرة (فورية) وأسواق مستقبلية، فالأسواق الحاضرة تتعامل بالأوراق المالية طويلة الأجل مثل الأسهم والسندات بأنواعها المختلفة، وهي تنقسم بدورها إلى أسواق أولية والتي يتم فيها تداول الأوراق المالية من خلال البنوك الإستثمارية وغيرها من المؤسسات المالية، كما تنشأ في ظل هذه السوق علاقة مباشرة بين المقرض والمقترض، وإلى أسواق ثانوية والتي تعتبر من أهم الأسواق الرأسمالية لأنها تشكل الجزء الأكبر من العملية الإستثمارية، وكذلك غالبا ما تعمل على تمويل خطط التنمية الإقتصادية التي تحتاج إلى رؤوس أموال كبيرة، كما نجد أيضا من بين الأسواق الحاضرة الأسواق الإحتكارية التي تتعامل في الأوراق المالية التي تصدرها الحكومة عن طريق البنك المركزي مثل السندات الإذخارية التي تحتكرها وزارة الخزانة.

<sup>1</sup> - جمال جويدان الجمل، مرجع سبق ذكره، ص: 56.

<sup>2</sup> - أرشد فؤاد النميمي، مرجع سبق ذكره، ص: 92.

<sup>3</sup> - وليد أحمد الصافي، أنس البكري، مرجع سبق ذكره، ص: 32.

أما الأسواق المستقبلية (الأجلة) فهي تتعامل بنوع مختلف من الأصول المالية من غير الأسهم والسندات والتي تتمثل في عقود الخيارات وعقود المستقبلات وعقود المبادلات. سنركز فيما يلي على دراسة نوعين من الأسواق السابقة الذكر والتي تتمثل في الأسواق الأولية والأسواق الثانوية.

## 1- الأسواق الأولية:

هي سوق الإصدارات الجديدة حيث يتم فيها شراء الأصول المالية للمرة الأولى من مختلف الجهات مهما اختلفت طبيعتها من مستثمرين أو مضاربين، فالمستثمر مثلاً يقبل على شراء الأوراق المالية التي طرحت للإكتتاب فيها من أجل الحصول إما على دخل متغير يتمثل في الأرباح الموزعة بالنسبة للأسهم أو على الفائدة الثابتة بالنسبة للسند أو على كليهما في نفس الوقت، أما المضارب فيشتري الأوراق المالية بصفة مؤقتة للاستفادة من الإرتفاع و/أو الإنخفاض المستقبلي في أسعارها.

كما تعتبر السوق الأولية سوقاً مالية تنشأ مؤسسات مالية مختصة في الوساطة المالية، تعرض فيها للمستثمرين أوراقاً مالية تخص المؤسسات أو الحكومة التي تصدرها لأول مرة حيث تقوم هذه الأخيرة مثلاً بطرح السندات أو أذن الخزنة لتمويل الإنفاق العام، بينما تطرح الشركات والمؤسسات الأسهم والسندات لتمويل خططها الإستثمارية، وقد يكون الوسيط الذي يلتزم بالإصدار بنكا تجاريا أو بنكا إستثماريا أو وسيطا ماليا يتعامل في الأوراق المالية، وقد يكتب في الورقة المالية ليعيد بيعها في سوق التداول بكميات صغيرة وعلى فترات ليحقق عدة عوائد، ويسهر الوسطاء الماليين على:<sup>1</sup>

- توجيه النصح بشأن حجم الإصدارات والتوقيت المناسب لها ووسائل التمويل البديلة والأكثر ملاءمة.
- القيام بكافة الإجراءات التنفيذية للإصدار الفعلي للورقة المالية والتي تطلبها تعليمات هيئة الأوراق المالية، بعد التحقق الشامل من كافة بيانات التسجيل الذي يقدم إلى الهيئة.
- التعهد بتصريف الإصدارات بالكامل أو بذل أفضل الجهود في عملية التسويق.
- الإتصال بالجمهور من محللين ومستثمرين ووسطاء لتكوين فكرة أولية ومؤشرا مبدئيا عن حجم الطلب.
- ولعل أهم ما يميز السوق الأولية أنها غير معروفة على نحو جيد للجمهور، والسبب في ذلك يرجع إلى أن بيع الأوراق المالية على مستواها غالبا ما يحصل خلف أبواب مغلقة، ويتم ذلك من طرف بنوك الإستثمار التي تضمن من خلال بيع تلك الأوراق تحديد سعرا لها للشركة وبعد ذلك يبيعها إلى الجمهور.<sup>2</sup>
- من خلال ما سبق، نجد بأن تصريف الإصدارات من الأوراق المالية يكون بأسلوبين: إما بأسلوب مباشر أو بأسلوب غير مباشر، فمن خلال الأسلوب المباشر للإصدار تقوم الشركات المصدرة ببيع أوراقها المالية

<sup>1</sup> - أرشد فؤاد التميمي، مرجع بق ذكره، ص ص: 94- 95.

<sup>2</sup> - محمد صالح القريشي، "إقتصاد النقود والبنوك والمؤسسات المالية"، ط1، إثناء للنشر والتوزيع، الأردن، 2009، ص: 190.

بنفسها وبشكل مباشر إلى الأفراد أو للمؤسسات المالية كشرركات التأمين وغيرها، ومن خلال هذه الطريقة لا تكون الشركة ملزمة بتسجيل الأوراق المالية في البورصة، وعليه فهي توفر رسوم التسجيل وكذلك الوقت، أما فيما يتعلق بالأسلوب غير المباشر للإصدار تتولى بيع الأوراق المالية التي أصدرتها الشركة مؤسسة غيرها وغالبا ما يكون عن طريق بنوك الإستثمار، ويرجع السبب في ذلك إلى كون الشركات ليس لها خبرات في عملية بيع وتسويق الأوراق المالية كما أنه غالبا ما لا يتم إصدار تلك الأوراق بشكل دوري ولكن على فترات طويلة.

كما تجدر الإشارة أيضا إلى وجود أسلوب آخر للإصدار يتمثل في أسلوب المزاد، والذي عادة ما يستخدم في تصريف إصدارات السندات الحكومية وأذون الخزانة، فمن خلال هذا الأسلوب يتم دعوة المستثمرين لتقديم العروض التي تتضمن الكميات المراد شرائها مع تحديد السعر، ويتم قبول العروض ذات السعر الأعلى ثم العروض ذات السعر الأقل إلى أن يتم التصريف الكامل للإصدار.<sup>1</sup>

## 2- الأسواق الثانوية:

تتمثل السوق الثانوية في ذلك المجال الذي يتم فيه إعادة بيع الأدوات المالية التي سبق إصدارها وتم الإكتتاب فيها في السوق الأولية، وتعرف هذه الأسواق بأسواق التداول. تؤدي الأسواق الثانوية دورا مهما في الأسواق المالية بصفة عامة وفي أسواق رأس المال بصفة خاصة، فبدونها قد لا تنشأ أصلا السوق الأولية، فعلى مستوى السوق الثانوية يتم تسهيل الأوراق المالية عن طريق تحويلها بكل سهولة إلى أموال عن طريق عمليات البيع، كما أن غياب تلك الأسواق يعني صعوبة تصريف الإصدارات الجديدة من الأصول المالية، لأنه في حالة شرائها يتعين الإحتفاظ بها إلى غاية تاريخ إستحقاقها،<sup>2</sup> إضافة إلى ذلك تعتبر الأسواق الثانوية مجالا من خلاله يتم إتمام المعاملات بأقل تكلفة ممكنة وبالسعر المناسب وهي بذلك تساهم في تحقيق الكفاءة والفعالية للسوق الأولية،<sup>3</sup> وتقوم بذلك من خلال مساهمتها في تسهيل وتسريع بيع الأدوات المالية من أجل جمع السيولة، كما أنه على مستواها ينقرر سعر الورقة المالية.<sup>4</sup>

<sup>1</sup> - عاطف وليم أندرواس، مرجع سبق ذكره، ص: 08.

<sup>2</sup> - نفس المرجع السابق، ص: 08.

<sup>3</sup> - وليد أحمد الصافي، أنس البكري، مرجع سبق ذكره، ص: 33.

<sup>4</sup> - محمد صالح القریش، مرجع سبق ذكره، ص: 191.

تتقسم الأسواق الثانوية إلى أسواق منظمة يتم فيها تداول أسهم وسندات الشركات المسجلة في السوق، وأسواق غير منظمة يتم فيها تداول الأوراق المالية لمؤسسات غير مسجلة في السوق وذلك كما يلي:

**2-1- الأسواق المنظمة:** تسمى هذه الأسواق ببورصة الأوراق المالية، تعتبر من أهم الأسواق الثانوية، بحيث تكون هذه الأوراق مسجلة ومستوفاة لشروط التداول، كما يتم الالتقاء بين أطراف التعامل أو ممثليهم في مكان محدد ومنظم، ويتم التعامل في هذه السوق من طرف سماسرة ووسطاء متخصصين وفق نظم ولوائح تحددها البورصة.

**2-2- الأسواق غير المنظمة:** هي سوق للتداول لكنها تعتبر من الأسواق العرفية فهي ليس لها نظام رسمي،<sup>1</sup> بل يتم التعامل في هذه السوق على الأوراق المالية غير المسجلة في السوق الرسمية فليس هناك مكان محدد لإجراء التعامل. كذلك تعتبر الأسواق غير المنظمة أسواق حرّة أو أسواق موازية، والتي تضم الكثير من المؤسسات التي لا تستجيب لشروط وقواعد الأسواق المالية المنظمة.<sup>2</sup>

تتميز هذه السوق بسهولة التعامل فيها لكونها خالية من الشروط والقيود التي يفرضها التعامل في السوق المنظمة، غير أن الأوراق المالية التي يتم تبادلها تكون إما عالية الجودة كالسندات الحكومية أو منخفضة الجودة كأسهم بعض الشركات وذلك لأنها لا تستوفي جميع متطلبات التعامل، وتحدث عملية تبادل تلك الأوراق من خلال مكاتب المتعاملين وسماسرة السوق حيث تتوفر لديهم البيانات الكاملة عن الأوراق المالية،<sup>3</sup> كما يتم الإتصال بين المتعاملين في هذه السوق من خلال شبكة إتصالات قوية، ومن خلال هذه الشبكة يمكن للمستثمر أن يختار أفضل الأسعار، كما أن تحديد الورقة المالية يتم بالتفاوض.

غير أنه تفتقر هذه الأسواق إلى المعلومات التامة والفورية -المتوفرة في الأسواق المنظمة- عن المركز المالي للشركات المصدرة للأوراق المالية، هذا ما قد يعرض المتعاملين إلى درجة عالية من المخاطرة.<sup>4</sup> ويتفرع عن السوق غير المنظمة عدة أسواق، خاصة في أكبر الأسواق المالية ولعل أهمها:

**2-2-1- السوق الثالثة:** يتم من خلالها تداول الأوراق المالية المسجلة في البورصة، وسبب تداولها خارج البورصة يرجع إلى حجم التعامل الكبير وتنوعه،<sup>5</sup> فترغب بعض المؤسسات في بيع أوراقها خارج السوق الرسمية من أجل الإسراع في إنجاز المعاملات.

<sup>1</sup> منير ابراهيم هنيدي، "الأوراق المالية وأسواق رأس المال"، منشأة المعارف، الإسكندرية، 2005، ص: 106.

<sup>2</sup> -L.Bernet-Rolland, "Principes de technique bancaire", 21<sup>ème</sup> édition, Dunod, Paris, 2001, p: 361.

<sup>3</sup> عاطف وليم أندرواس، مرجع سبق ذكره، ص: 09.

<sup>4</sup> عبد الله الطاهر، موفق علي الخليل، مرجع سبق ذكره، ص: 377.

<sup>5</sup> نفس المرجع السابق، ص: 378.

تتكون هذه السوق من بيوت السمسرة من غير أعضاء الأسواق المنظمة، وتكون تلك البيوت على استعداد لشراء أو بيع تلك الأوراق وهي تعمل على منافسة المتخصصين من أعضاء السوق المنظمة.

**2-2-2- السوق الرابعة:** تتميز بحجمها الكبير، أحيانا ما يتم التعامل على مستواها بشكل مباشر بين المؤسسات الكبرى، كما قد يتم الالتقاء بين البائعين والمشتريين من خلال وسطاء يعملون على إتمام الصفقات بالإضافة إلى شبكة اتصالات قوية،<sup>1</sup> لذلك يتم إبرام الصفقات فيها بسرعة وبأقل تكلفة.<sup>2</sup>

والملاحظ، أن هذه الأسواق قد تداخلت بصورة كبيرة وملحوظة في ظل التوجه نحو العولمة، كما أصبح أمر الحصول على الأموال اللازمة متسع المجال سواء عن طريق الأسواق المنظمة أو غير المنظمة.

### ثالثا- أدوات التعامل في أسواق رأس المال:

يتم التعامل في أسواق رأس المال بين فئتين إقتصاديتين لكل منها هدفها الخاص، فالفئة الأولى تقوم بطلب الأدوات المالية سواء كانت أسهم وسندات أو غيرهما مقابل عرضها للأموال التي طالما إدخرتها، بينما الفئة الثانية فتكون بحاجة إلى الأموال ومن أجل الحصول عليها تطرح أدوات مالية من أجل الإكتتاب فيها، فهذه الأدوات تسمح بتحويل الأموال بين الفئات السابقة.

تعتبر الأدوات المالية أدوات استثمار فهي عبارة عن قيم مالية تعبر عن الجهة التي تتعامل بها، تتميز الأدوات المالية ببعض الخصائص أهمها:<sup>3</sup>

-**السيولة:** يقصد بها سهولة تسويق الأصل المالي أي إمكانية شرائه وبيعه بسرعة وبسعر يساوي تقريبا السعر الذي أبرمت به آخر صفقة على ذلك الأصل، وذلك بإفتراض عدم وصول معلومات جديدة إلى السوق، وكلما إرتفعت درجة سيولة الأصل المالي زاد إقبال المستثمرين على شرائه، هذا ما يعكس درجة إتساع السوق إذ هناك علاقة طردية بين درجة سيولة الأصل ودرجة إتساع سوقه، فكلما إتسعت السوق إنخفضت تكاليف التعامل وبالتالي يزيد الطلب على الأصل المالي.

-**أجل الإستحقاق:** وهو يتمثل في مدة الفترة الزمنية إلى غاية التاريخ المقرر لسداد المدفوعات النهائية، ويختلف أجل الإستحقاق باختلاف نوع الأصل المالي، فقد نميز بين أصول تكون محددة الأجل والتي يتم تسويقها قبل إنتهاء أجلها المقرر ويرجع ذلك مثلا لإعادة تنظيم المؤسسة المصدرة أو تمتع الأصل

<sup>1</sup> - السيد متولي عبد القادر، مرجع سبق ذكره، ص: 138.

<sup>2</sup> - عصام حسين، "أسواق الأوراق المالية (البورصة)"، ط1، دار أسامة للنشر والتوزيع، عمان، 2008، ص: 21.

<sup>3</sup> - عاطف وليم أندرواس، ص ص: 11-15.



بخاصية الإستدعاء والتي تمنح للمدين حق سداد قيمتها بعد مدة معينة، كما نجد أصول أخرى كالأسهم التي تتميز بعدم وجود تواريخ إستحقاق لها ويرتبط وجودها بوجود جهتها المصدرة.

-**العائد:** يتمثل في القيمة التي يحصل عليها المستثمر من وراء تداول الأصل المالي، وتتغير قيمة العائد حسب نوع الأصل المالي فنجد مثلاً عائد خاص بالسندات وأدوات الدخل الثابت والذي يتمثل في معدل الفائدة، وعائد الأسهم والذي يعرف بالعائد الدوري والمتمثل في الأرباح، كما يوجد العائد الكلي: وهو مجموع كل من العائد الدوري والأرباح أو الخسائر الرأسمالية التي قد تتحقق خلال الفترة، كما يمكن التمييز بين العائد الإسمي والعائد الحقيقي بحيث يمثل هذا الأخير معدل العائد الإسمي بعد تعديله بمعدل التضخم.

-**الخطر وعدم التأكد:**<sup>1</sup> تعتبر هذه الخاصية محدد أساسي لقيمة الأصل المالي، وهي تتمثل في مدى معرفة المستثمر متخذ القرار بإحتمالات تحقيق العوائد المالية من وراء شرائه أو بيعه للأصل المالي، وتختلف درجة تغير العوائد بشكل كبير بين الأصول المالية، ويرجع ذلك لإختلاف التدفقات المالية وسعر الفائدة المستخدم. وقد تختلف درجة خطر الأصل المالي بإختلاف نوعه كالأسهم والسندات وغيرهما، كما قد نجد أصولاً مالية خالية من المخاطر وكاملة التأكد مثل الأوراق المالية الحكومية.

بناء على ما تقدم، نرى بأن الخصائص التي تتميز بها الأدوات المالية مثل درجة سيولتها أو تحديد حجم العائد والمخاطرة بإمكانها التأثير على عمل سوق رأس المال ودرجة نموها، فهذه الأدوات تساهم بشكل كبير في إقبال أو عزوف المستثمرين على التعامل في تلك الأسواق بصفة عامة، لذلك لا بد على المتعاملين أن يختاروا ويحددوا بدقة نوع الأدوات (الأصول) المالية التي يرغبون في إمتلاكها والتي تحقق لهم أعلى عائد مع أقل تكلفة ممكنة.

فضلاً عما سبق، يمكن أن نميز بين ثلاثة أنواع من الأدوات المالية وهي: أدوات الملكية كالأسهم بأنواعها المختلفة، أدوات مديونية كالسندات، والمشتقات المالية كالخيارات وغيرها، ولكل منها هدف معين من وراء إصدارها فمثلاً يتم إصدار الأسهم والسندات بأنواعها من أجل تجميع الأموال بينما يتم إصدار المشتقات المالية من أجل تحسين إدارة رأس المال بدلاً من تجميع المزيد منه،<sup>2</sup> لكن ورغم إختلاف طبيعة هذه الأدوات إلا أنها تلتقي كلها في جانب واحد وهو أنها أدوات إستثمار طويلة الأجل وذات درجة كبيرة من المخاطرة. وفيما يلي أهم أدوات أسواق رأس المال:

<sup>1</sup>-أنظر أيضاً: منير إبراهيم هندي: "أساسيات الإستثمار في الأوراق المالية"، منشأة المعارف، الإسكندرية، 1999، ص:251.

<sup>2</sup>- برايان كويل، "نظرة عامة على الأسواق المالية"، ط1، دار الفاروق للنشر، مصر، 2006، ص:21.

## 1- الأسهم:

تعتبر الأسهم وسيلة من الوسائل الرئيسية للتمويل طويل الأجل، حيث تعتمد عليها الشركات بشكل كبير وخاصة في بداية نشاطها، كما يعتبر الإستثمار في الأسهم من أكثر الإستثمارات شيوعا نظرا لما توفره من حق في ملكية الشركة بالإضافة إلى العوائد الإستثمارية.

يمثل السهم حق المساهم في شركة أموال، يثبت الحق القابل للتداول ويتصف بالدوام أي ليس له تاريخ محدد طالما أن الشركة قائمة ومستمرة،<sup>1</sup> فهو عبارة عن ورقة مالية تثبت إمتلاك حائزها في جزء من رأس مال المؤسسة التي أصدرته مع الإستفادة من كل الحقوق وتحصل كل الأعباء التي تنتج عن إمتلاكها.<sup>2</sup> تعتبر الأسهم من الأصول المالية طويلة الأجل وأكثرها شيوعا حيث تتوسع الشركات في إصدارها لعدة عوامل أهمها:<sup>3</sup> زيادة الملاك بالشركات والرغبة لديهم في تحديد مسؤوليتهم بقدر المساهمة فقط، بالإضافة إلى التغيرات في اللوائح والقوانين المنظمة لأسواق المال والتي أدت إلى سهولة التعامل وتحقيق مزايا لكل من الشركات والملاك.

نميز نوعين من الأسهم هما: الأسهم العادية والأسهم الممتازة.

### 1-1 - الأسهم العادية:

تمثل الأسهم العادية حصة في شركة تعطي لمالكها نصيبا في ملكية الشركة، وهي تعتبر من الأصول المالية طويلة الأجل أي ليس لها تاريخ إستحقاق محدد طالما أن الشركة قائمة ومستمرة، ويحصل حاملي هذه الأسهم على جملة من الحقوق أهمها:<sup>4</sup>

- الحصول على نصيبهم من الأرباح عند توزيعها.
- الحصول على نصيبهم من موجودات الشركة عند تصفيتها.
- الأولوية في الإكتتاب عند طرح الشركة لأسهم جديدة.
- الحضور في إجتماعات الهيئة العامة للمساهمين وفي التصويت في القضايا المطروحة على هذه الهيئة، إلى جانب الحق في إنتخاب مجلس الإدارة ومساءلتهم، وإمكانية الترشح لعضوية مجلس الإدارة، إذا كان يملك الحد الأدنى المطلوب من الأسهم.

<sup>1</sup> عبد الغفار حنفي، "أساسيات الاستثمار في بورصات الأوراق المالية"، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2005، ص:41.

<sup>2</sup> السيد متولي عبد القادر، مرجع سبق ذكره، ص:147.

<sup>3</sup> عاطف وليم أندرواس، مرجع سبق ذكره، ص:18.

<sup>4</sup> السيد متولي عبد القادر، مرجع سبق ذكره، ص:147.

- أنظر أيضا: برايان كويل، مرجع سبق ذكره، ص:22.

فضلا عن ذلك، تتمتع الأسهم بخاصيتين هما:<sup>1</sup>

- المسؤولية المحدودة: لا يسأل حملة الأسهم عن ديون الشركة إلا في حدود حصتهم في رأس المال.
  - حق المطالبة المتبقي: يعتبر حملة الأسهم آخر المتعاملين في إستيفاء حقوقهم من أرباح وأصول الشركة، ففي حالة تصفية الشركة مثلا يكون لحملة الأسهم العادية المطالبة فقط بالمبالغ المتبقية من أصول الشركة بعد إستيفاء حقوق الأطراف الأخرى كالعمال والمصالح الضريبية والدائنين وغيرهم.
- تتضمن الأسهم العادية عدة أنواع من حيث الشكل، حيث نجد: الأسهم الإسمية وهي تلك الأسهم التي تحمل إسم صاحبها (يكون مسجل على صك السهم) تدون فيها البيانات المقيدة في السجل، وعندما تنتقل ملكية هذه الأسهم إلى شخص آخر يسجل إسم المالك الجديد في جدول خاص موجود على ظهر السهم ويسمى جدول التنازلات، حيث يصادق إثتان من أعضاء مجلس إدارة الشركة على ذلك، ثم تسجل هذه العملية في دفاتر الشركة المصدرة، أما الأسهم لحاملها: فهي تلك الأسهم التي لا يذكر فيها إسم المساهم ويعتبر مالكا لها بالحيازة المادية، ويحصل التنازل عن هذه الأسهم (إنتقال ملكيتها) بتسليمها من يد إلى أخرى ولو كان ذلك بالسرقة.

إضافة إلى ما سبق، تأخذ الأسهم العادية ثلاثة قيم كما يلي:

- **القيمة الإسمية:** وهي القيمة المسجلة على السهم والمدفوعة بإقتناؤه في السوق الأولية، وهي تمثل القيمة التي يتم بها الإصدار والتي تكون مدونة في عقد التأسيس، وتساوي هذه القيمة:

مجموع رأس مال المؤسسة / عدد الأسهم الإجمالية

- **القيمة الدفترية:** سميت دفترية نسبة إلى دفاتر المؤسسة، وهي القيمة التي يكتسبها السهم خلال السنة وتستمد من دفاتر المؤسسة، تزداد هذه القيمة كلما زاد تقدم ونجاح الشركة لأن إحتياجاتها وأرباحها المحجوزة تكون مرتفعة، فنجاح الشركة ينعكس بصورة إيجابية على القيمة الدفترية للسهم.<sup>2</sup> وتساوي هذه القيمة: حقوق الملكية (رأس المال المدفوع + الإحتياجات + الأرباح المحتجزة) / عدد الأسهم.

- **القيمة السوقية:** تعتبر هذه القيمة أكثر أهمية من القيمتين السابقتين لأنها تعبر عن قيمة ثروة المساهم، وهي القيمة التي يتحصل عليها السهم عند بيعه في السوق أي قيمة السعر المتداول، وتحدد هذه القيمة وفقا لعدة عوامل أهمها: ظروف الطلب والعرض بالسوق المالية، الظروف الإقتصادية المتعلقة بالتضخم

<sup>1</sup> عاطف وليم أندرواس، "السياسات المالية وأسواق الأوراق المالية"، مرجع سبق ذكره، ص: 17.

<sup>2</sup> حسني علي خربوش، مرجع سبق ذكره، ص: 66.

والإنكماش، توقعات المحللين الماليين لمستقبل أوضاع الشركة، المركز المالي للشركة والقدرة على تحقيق الأرباح في المستقبل.<sup>1</sup>

-**القيمة التصفوية:** هي القيمة التي يتوقع المساهم أن يحصل عليها في حالة تصفية الشركة وسداد الإلتزامات التي عليها وكذلك حقوق حملة الأسهم الممتازة.

بناء على ما سبق، نلاحظ بأن الأسهم العادية تتمتع بمجموعة من المزايا سواء لحامليها أو للشركة المصدرة، فمن شأن هذه المزايا أن تدفع بالشركة إلى إصدار الأسهم مقارنة بالسندات وذلك لأن إصدار الأسهم والتي تمثل أداة ملكية وليس لها تاريخ إستحقاق محدد يزيد الثقة في الشركة كما يخلق لها الإستقرار والإستثمار في آن واحد، كما أن الشركة مصدرة الأسهم العادية لا تتحمل أي أعباء ثابتة فهي غير ملتزمة قانوناً بتوزيع الأرباح، لأن توزيع الأرباح يتوقف على تحقيقها وكذلك رغبة المؤسسة في توزيعها أو إعادة إستثمارها، أما بالنسبة لحاملي الأسهم وباعتبارهم شركاء ومساهمين في الشركة بمقدار الحصة التي قدموها لإقتناء الأسهم، فلهم الحق في التصويت على قرارات الجمعية العامة والمشاركة في إدارة الشركة.

لكن هذا لا يعني بأن الأسهم العادية لا تخلو من بعض العيوب والنقائص، فمثلاً نجد بأن إصدار الأسهم العادية يكون فقط من طرف الشركات المساهمة ويشكل أكثر تكلفة مقارنة بإصدار الأسهم الممتازة والسندات، وفي حالة تصفية الشركة لا تدفع حقوق حملة الأسهم إلا بعد تسديد حقوق حاملي السندات.

### 1-2- الأسهم الممتازة:

هي أسهم غير عادية يطلق عليها اسم الأوراق المالية الهجينة، فهي مزيج من أنواع الأوراق المالية المختلفة لها صفة الأسهم وكذلك صفة السندات، فهي تشبه السندات بحصولها على مبالغ محددة في تواريخ محددة مقدماً، كما أنها تعطي حاملها حقوقاً مشابهة - إلى حد معين - فيما يتعلق بشؤون الشركة، وقد سميت أسهما ممتازة لأنها تختلف عن الأسهم العادية في بعض الحالات أهمها:<sup>2</sup>

- الأسهم الممتازة لها حق الأولوية على الأسهم العادية في الحصول على حقوقها.
- غالباً لا يكون حق التصويت الدائم لحملة الأسهم الممتازة.
- لا يحصل حاملي الأسهم الممتازة على الأرباح المحتجزة للشركة، وإنما هناك حد أقصى لمقدار العائد الذي يحصلون عليه، ويحدد بنسبة مئوية معينة من القيمة الإسمية.

<sup>1</sup> - حسني علي خريوش، نفس المرجع السابق، ص: 67.

<sup>2</sup> - السيد متولي عبد القادر، مرجع سبق ذكره، ص: 148.

تقوم الشركات بإصدار الأسهم الممتازة في حالات معينة مثل: وجود مستثمرين لا يرغبون في درجة مخاطرة عالية نسبيا مقارنة مع الأسهم العادية، أو رغبة الجهة المصدرة في الحصول على عائد أكبر من الأرباح التي ستوزع على حامليها، ولا يقتصر إصدار الأسهم الممتازة على نوع واحد فقط منها، وإنما هناك أنواع متباينة هي:<sup>1</sup>

- **أسهم ممتازة متراكمة الأرباح:** وهي تمثل تراكم الأرباح التي لم توزعها الشركة لحملة الأسهم الممتازة وذلك في حالات إستثنائية، لكن بمجرد حصول الشركة على أرباح كافية تقوم بتسديد أرباح الأسهم الممتازة قبل أن يحق لحاملي الأسهم العادية إستلام أرباحهم.

- **أسهم ممتازة غير متراكمة الأرباح:** في هذه الحالة لا يتراكم أي ربح غير مدفوع وهو يسقط إن لم تتمكن الشركة من دفعه من الأرباح المتوفرة لديها.

- **أسهم ممتازة مشتركة الربح:** يحصل حاملو هذه الأسهم على ربح أساسي بالإضافة إلى منحهم بعض الحق في مشاركة حاملي الأسهم العادية في الأرباح الزائدة.

- **أسهم ممتازة قابلة للإسترداد:** يحق للشركة إسترداد أسهمها في وقت لاحق قد يكون محدد التاريخ، حيث يستدعي حامل السهم الممتاز في أي وقت، لكونه قد إستفاد من إمتياز من قبل، لكن من حق الشركة إستدعائه لشراء السهم في حالة إرتفاع قيمته في السوق.

- **أسهم ممتازة قابلة للتحويل:** حيث يمكن تحويل هذه الأسهم إلى عدد محدد من الأسهم العادية في الشركة ويكون ذلك تبعا لرغبة حامل السهم.

من خلال ما تقدم، نستخلص بأن إصدار الأسهم الممتازة لا يؤثر على مستوى ودرجة الرقابة على أعمال الشركة، كما أن هذه الأسهم تحقق عائدا ثابتا نسبيا ولها الأولوية مقارنة بالأسهم العادية في الحصول على الأرباح وكذلك في حالة تصفية الشركة، غير أن أسعارها غالبا ما تتعرض للتقلبات بصورة أكبر من التقلبات في أسعار الأسهم العادية.

## 2- السندات:

هي أدوات مالية طويلة الأجل تثبت ديننا على الجهة التي أصدرته سواء كانت شركة لها ترخيص للإدخار العام، أو حكومة أو جماعات محلية مقابل أن يحصل صاحب السند (حامله) على معدل فائدة ثابت سنوي أو نصف سنوي، فالأصل في السندات أن تكون ذات عائد ثابت وعادة ما يتم سداد قيمتها

<sup>1</sup> - برايان كويل، مرجع سبق ذكره، ص: 26.

عند تواريخ محددة.<sup>1</sup> هذا يعني بأن إصدار السندات لا يقتصر فقط على شركات المساهمة، وإنما يمكن إصدارها من قبل الدولة أو مؤسساتها العامة عندما تدعو الحاجة إلى الاقتراض، ويكون ذلك بنفس أسلوب شركات المساهمة من حيث الشروط والحقوق.

وللسندات قيم مختلفة أهمها: قيمة إسمية وهي القيمة التي يصدر بها السند، أي تكون مدونة على السند عند إصداره وهي تبقى ثابتة لا تتغير منذ تاريخ الإصدار حتى تاريخ الإستحقاق أو السداد، قيمة سوقية تتحدد وفق ظروف السوق كمعدل الفائدة والطلب والعرض، أما بالنسبة للقيمة الدفترية فهي لا توجد لأن عائد السند ثابت ومحدد مسبقاً، كذلك الأمر بالنسبة للقيمة التصفوية فهي غير موجودة لأنه عند تصفية الشركة يعتبر حاملي السندات من بين الأوائل لأخذ أموالهم والفوائد المترتبة عليها، فضلاً عن ذلك يمكن تقسيم السندات إلى عدة أنواع، فقد تقسم حسب الضمان إلى:<sup>2</sup>

#### -السندات المضمونة:

هي سندات تصدر مرتبطة ببعض أصول الشركة، بحيث تصبح تلك الأصول مرهونة بشكل قانوني لدى حملة السندات، فإذا حدث وعجزت الشركة عن دفع فوائد السندات أو الوفاء بها عند آجالها يحق لحملة السندات بيعها لإستقاء حقوقهم، وترد الزيادة في سعر الأصل للشركة المصدرة، أما في حالة إنخفاض قيمة الأصل عن حقوق حملة السندات يحق لهم مشاركة بقية الدائنين فيما تبقى لهم من أصل. ويمكن للشركة التي أصدرت هذه السندات أن تشتريها من الأسواق كما يمكنها أن تلغيها والتخلص من التزاماتها.

#### -السندات غير المضمونة:

هذه السندات تكون غير مضمونة بأصل معين، وفي حالة إصدارها يكون للشركة في تقديم هذه الأصول كضمان في حالة التعامل مع البنوك التي تشترط تقديم ضمانات للقروض المقدمة للعملاء، أما في حالة إصدار السندات بضمان الأصول تتحفظ البنوك في منح القروض.

كذلك، نجد أنواعاً أخرى للسندات أهمها:

#### -السندات القابلة للتحويل إلى أسهم:

وهي سندات عادية قابلة للتحويل إلى أسهم، حيث يحق لحاملها تحويلها إلى أسهم في فترة لاحقة -لكنهم غير ملزمون بذلك-، ولهذا النوع من السندات مزايا عديدة: فهي تسمح للمستثمر المتمتع بمزايا أمان السند

<sup>1</sup> -Paul Jaque, "bourse et marché financier", 2<sup>ème</sup> édition, édition dunod, Paris, 2003, p:23.

<sup>2</sup> - نظير رياض محمد، مرجع سبق ذكره، ص:231.

والمزايا السعيرية للسهم العادي فغالبا ما تكون أسعار هذه السندات أعلى من أسعار السندات العادية، كما أنها تتيح للوسطاء الماليين فرصة القيام بقدر كبير من التعامل والمتاجرة في البورصة.<sup>1</sup>

#### -سندات الدخل:

هي نوع من السندات لا تدفع الشركة المصدرة لها فوائد عليها إلا في حالة تحقيق الشركة للأرباح، ويتضمن هذا النوع من السندات شروطا أهمها:<sup>2</sup> تجميع الفوائد، إنشاء صندوق للإطفاء، القابلية للتحويل إلى أسهم عادية، حق التصويت في حالة دفع الفوائد لعدد من السنوات.

#### -السندات بمعدل فائدة متغير:

تقوم الشركة في بعض الأحيان بإصدار سندات بمعدل فائدة متغير سائد في السوق، من أجل التقليل من الخسائر التي قد تلحق بها.

#### -السندات ذات المخاطر الإستثمارية العالية:

تصنف هذه السندات شركات تصنيف الإستثمار، وهي تتميز بعائد مرتفع نتيجة المخاطرة العالية، ومن بين المستثمرين فيها: صناديق التقاعد والإدخار، صناديق الإستثمار المشتركة في هذا النوع من السندات.<sup>3</sup> من خلال ما قدم حول الأسهم بنوعيتها والسندات، نجد بأنهما أوراق مالية من طبيعة مختلفة، فهناك فروق جوهرية بينهما، أهمها أن الأسهم تشكل جزء من رأس المال الشركة وبالتالي يعتبر حامل السهم شريكا فيها بقدر مساهماته، بينما تعتبر السندات دين على الشركة ويعتبر حامل السند دائن بقيمة السند، كما يمكن التمييز بين السهمين من خلال ما يلي:<sup>4</sup>

- يتغير ربح السهم حسب نشاط الشركة كما قد لا تحقق أرباح وتسجل خسارة، بينما عائد السند ثابت محدد مسبقا وبذلك فهو لا يتأثر بالخسارة.

- يمكن لحامل السهم الرقابة وإدارة الشركة عن طريق الجمعية العامة، كما له الحق في التصويت، بينما ليس لحامل السند الحق في الإدارة إلا في بعض الحالات كتغيير الشكل القانوني، أو إدماج الشركة.

- حامل السهم لا يسترد ماله إلا بالبيع في البورصة أو عند التصفية، بينما حامل السند يسترد رأسماله بالكامل في الموعد المحدد مسبقا.

<sup>1</sup> - حسني علي خريوش، مرجع سبق ذكره، ص: 92.

<sup>2</sup> - شقيري نوري موسى وآخرون، مرجع سبق ذكره، ص: 46.

<sup>3</sup> - شقيري نوري موسى وآخرون، نفس المرجع السابق، نفس الصفحة.

<sup>4</sup> - ضياء مجيد الموسوي، "البورصات أسواق رأس المال وأدواتها الأسهم والسندات"، 1998، ديوان المطبوعات الجامعية، ص: 45.

- يحق للمساهمين الإطلاع والحصول على معلومات خاصة بما يتعلق بسيرورة العمل في الشركة، بينما حامل السند ليس له حق الإطلاع وحضور إجتماعات الجمعية العامة والحصول على التقارير والبيانات.
- عائد السهم يعتبر توزيعاً للأرباح يخضع للضريبة، بينما الفوائد على السندات تعتبر من النفقات وهي بذلك لا تخضع للضريبة.

### 3- المشتقات المالية:

تعد المشتقات المالية أحد أهم ملامح التطور في أسواق المال، وقد بدأ التعامل بها مع أوائل السبعينات مع التقلبات الحادة التي شهدتها العديد من الأسواق المالية في كل من أسعار الفائدة، أسعار الصرف وأسعار الأصول المالية، حيث تستخدم هذه الأدوات لحماية المستثمر من مخاطر محفظة الأوراق المالية أو المضاربة والسعي إلى الحصول على عوائد مرتفعة من استثمار صغير نسبياً.

وقد ساهمت ظاهرة العولمة المالية بصفة كبيرة في زيادة التعامل بالمشتقات المالية على مستوى الأسواق المالية، حيث أصبحت المؤسسات المالية، تتنافس فيما بينها وتتسابق لإبتكار أحدث الأدوات المالية وطرحها في الأسواق لجذب المستثمرين للتعامل بها.



### خلاصة:

تعتبر أسواق رأس المال وسيلة فعالة ومنبع رئيسي لتمويل النشاط الإقتصادي بحيث تضمن نموه وتطوره، كذلك تعتبر معيارا أساسيا لوضع الإقتصاد الوطني، وذلك من خلال أسواقها المنظمة التي تعكس حجم المعاملات المالية والمستوى النسبي للأسعار الذي يعد مؤشرا لقوة الإقتصاد، إلى جانب ذلك، من شأن وجود سوق رأس المال في أي إقتصاد منح فرص بتكلفة مناسبة إذا ما قورن ذلك بالإقتراض من الخارج، لأن الإفراط في هذا الأخير قد يفقد الدولة مكانتها وإستقلاليته الإقتصادية.

تعمل أسواق رأس المال على تحقيق قدر كبير من الفعالية في تعبئة وتخصيص الموارد المالية القابلة للإستثمار، فأهم ما يميزها مرونتها وإمكانية إستفادتها من تكنولوجيا الإتصالات، هذا ما يعطي بدوره خاصية للأسواق المالية بكونها تتميز عن غيرها على غرار أسواق السلع بأنها أسواق واسعة، تتم فيها صفقات كبيرة وممتدة قد يتسع نطاقها ليشمل أجزاء أخرى من الأسواق المالية الدولية في نفس الوقت.

### المحور الحادي عشر: الأسواق الآجلة وأسواق العملات

يهدف هذا المحور إلى توضيح المفاهيم الأساسية المتعلقة بالبورصات الآجلة وأسواق العملات، وذلك من خلال تقديم مختلف المصطلحات التي تتطوي على مفهوم المشتقات المالية باعتبارها أدوات لتبادل المخاطر والتي تأخذ شكل عقد بين طرفين يتم تسويقه في تاريخ مستقبلي، بالإضافة إلى المفاهيم ذات الصلة بالبورصة التي يتم فيها التفاوض حول أسعار صرف العملات الأجنبية، ومن أجل ذلك سوف يتم تقديم هذا المحور من خلال مناقشة:

أولاً- مفهوم المشتقات المالية وأهم أنواعها

ثانياً- مفهوم أسواق العملات

### مقدمة:

إلى جانب الأسواق المالية، يتضمن النظام المالي أسواق المشتقات المالية وأسواق العملات باعتبارها آليات يتم على مستواها تحويل الأموال من خلال تداول مجموعة من العقود المتميزة، حيث تعبر أسواق العملات عن مجموعة من الترتيبات التي يتم من خلالها بيع وشراء العملات الأجنبية، بحيث تعتبر البنوك المركزية من أهم الجهات التي تتعامل في هذه السوق بغرض دعم العملة والمحافظة على مستوى سعر صرفها.

أما التعامل في أسواق المشتقات فهو يتميز بإنخفاض تكلفة المعاملات إلى مستوى يستحيل على الأسواق الحاضرة أن تتافسه، كذلك تتميز هذه الأسواق بسرعة تنفيذ الإستراتيجيات الإستثمارية نظرا لمرونتها إضافة إلى سيولتها المتميزة.

## أولاً- مفهوم المشتقات المالية:

تعتبر المشتقات المالية أدوات ترتب لحاملها إلزاماً أو اختياراً لشراء أو بيع أصل مالي، وتشتق تلك الأدوات قيمها من أسعار الأوراق المالية الأصلية سواء كانت أسهماً أو سندات أو مجموعة من الأسهم والسندات.

### 1-تعريف المشتقات المالية وأهم خصائصها:

وتعرف على أنها: "عقود تعطي لأحد الطرفين الحق في أصل معين في تاريخ محدد، وتلزم الطرف الآخر باحترام إلزام مماثل، وقد يتعلق العقد بأصل مالي أو بعملة معينة، كما قد يربط العقد الطرفين بطريقة ملزمة أو قد يعطي لواحد منهما إمكانية تنفيذ العقد أو عدم تنفيذه، ويعتمد السعر السوقي للمشتقات على سعر الأصل المتعاقد عليه منذ نشأة العقد".<sup>1</sup>

يتم تداول عقود المشتقات في أسواق تسمى أسواق المشتقات، هذه الأخيرة إما أن تكون أسواق منظمة أو غير منظمة، حيث تعرف الأسواق المنظمة بالأسواق الآجلة للبورصة، وتتسم بتوحيد شروط التعامل في عقود المشتقات كذلك المتعلقة بالتسليم والتسوية والحد الأقصى لعدد عقود المضاربة الذي يمكن أن يحوزه العميل الواحد بالنسبة لكل أصل، أما الأسواق غير المنظمة فتحكمها عمليات غير منظمة، والتي تتم على مقصورة الأسواق غير المنظمة، وهي الأكثر تغييراً للنظام المالي الدولي بالنظر لكونها لا تخضع لأي رقابة ولأي هامش ضمان ولا تملك غرفة مقاصة، وتتداول أيضاً في مقصورتها العقود المستقبلية والعقود الآجلة ومنتجات أخرى أكثر تعقيداً مثل الخيارات والمبادلات.<sup>2</sup>

من خلال ما سبق، يتبين لنا بأن المشتقات المالية هي عبارة عن أدوات لتبادل المخاطر، تأخذ شكل عقد بين طرفين يتم تسويقه في تاريخ مستقبلي، ويتضمن هذا العقد: تحديد سعر معين للتنفيذ في المستقبل، تحديد الكمية التي يطبق عليها السعر، تحديد الزمن الذي يسري فيه العقد، تحديد الشيء محل العقد والذي قد يكون: سعر فائدة محدد، سعر ورقة مالية أو سعر صرف أجنبي.

تستعمل المشتقات المالية من طرف مختلف المتعاملين في الأسواق المالية خاصة المضاربين والمؤسسات المالية المختلفة، فهي وسيلة لإدارة المخاطر، وكذلك بفضل ما تقدمه من فوائد كبيرة أهمها:<sup>3</sup>

- أن التعامل بها يكون أقل تكلفة من التعامل بالموجودات الأساسية كالأسهم والسندات.
- يمكن للمؤسسات المالية والمصرفية والمستثمرين عموماً التحوط من المخاطر المحتملة وذلك بإستخدام أموال أقل مما لو اشترت موجودات تظهر في الميزانية.

<sup>1</sup> - Gérard Marie Henry, "les marchés financiers", Armand colin, Paris, 1999, p65

<sup>2</sup> - قايدى خميسي، بن خزناجي أمينة، "دور المشتقات المالية في إدارة مخاطر السوق - دراسة تحليلية للفترة 2009-2013" - مؤتمر حول منتجات وتطبيقات الابتكار والهندسة المالية بين الصناعة المالية التقليدية والصناعة المالية الإسلامية، جامعة فرحات عباس، سطيف، 5-6 ماي 2014، ص: 08.

<sup>3</sup> - هاشم فوزي دباس العبادي، "الهندسة المالية و أدواتها"، مؤسسة الوراق للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2008، ص: 110.

- تقليل التكاليف للمصدرين والمستثمرين وترفع من العوائد، وتوسع مجموعة بدائل التمويل والاستثمار وتقلل مخاطر الخسارة إذا ما أحسنت إدارة مخاطرها.
- تدعيم الخدمات التي تقدمها المؤسسات المالية لزيائنها وتساهم في بناء محافظ مالية أكثر تنوعا.

## 2- أهداف التعامل بالمشتقات المالية:

- من جهة أخرى، يسمح التعامل بالمشتقات المالية للمؤسسات المالية التمتع بمزايا متنوعة وتحقيق أهداف تسمح لها بالوصول إلى مستوى أعلى كفاءة، ومن بين أهم الأهداف ما يلي:<sup>1</sup>
- التحوط ضد مخاطر التغير المتوقع في أسعار الأصول محل التعاقد كالتغير في معدلات العائد وأسعار الأسهم أسعار الصرف وكذا أسعار السلع بما في ذلك الذهب.
- استخدام المشتقات في إدارة الموجودات والمطلوبات كمخاطر سعر الفائدة لدى البنوك واستخدامها لزيادة السيولة حيث أنها تتوب عن الأوراق الأصلية.
- استخدام المشتقات بهدف المضاربة والإستفادة من تقلبات أسعار السوق لهذه المشتقات، وكذا استخدامها بهدف الإستثمار طويل الأجل المتمثل في الإحتفاظ بهذه المشتقات لفترة زمنية طويلة أو حتى تاريخ إستحقاق العقد.
- تعتبر عنصر لجذب رؤوس الأموال الأجنبية من خلال تشجيع الحكومات المحلية لأسواق المشتقات.

## 3- أنواع المشتقات المالية:

تختلف أنواع المشتقات المالية حسب نوع التعامل ورغبة المستثمر في إدارة مخاطره والحماية من التقلبات السعرية، فيمكن أن نميز بين: العقود الآجلة، العقود المستقبلية، عقود الخيارات (الإختيار) وعقود المبادلة، وذلك كما يلي:

### 3-1- عقود الخيارات:

تعتبر الخيارات أحد الأدوات التي يستخدمها المستثمرون للحماية من مخاطر تغير الأسعار وتقلباتها، كما يستخدمها المضاربون لتحقيق الأرباح، وهي عبارة عن إتفاق بين طرفين، يمنح بموجبه مصدر الخيار حامل الخيار (حامل العقد) الحق دون الإلتزام لشراء أو بيع أصل مالي بسعر متفق عليه وقت تحرير العقد خلال مدة زمنية أو في تاريخ محدد، ويمنح المشتري هذا الحق مقابل مبلغ من المال يمثل علاوة الخيار تدفع لمصدر الخيار. تتوفر عقود الخيارات إلى عدة أنواع، وذلك حسب الأداة (أو السلعة) موضوع العقد أو حسب أطراف التعامل، وذلك كما يلي:<sup>2</sup>

<sup>1</sup> - قابدي خميسي، بن خزناني أمينة، مرجع سبق ذكره، ص: 09.

<sup>2</sup> - ملياني حكيم، شوقي طارق، "المشتقات المالية من أدوات التحوط والتغطية ضد المخاطر إلى مسببات للأزمات المالية"، مؤتمر حول منتجات وتطبيقات الابتكار والهندسة المالية بين الصناعة المالية التقليدية والصناعة المالية الإسلامية، جامعة فرحات عباس، سطيف، 5-6 ماي 2014، ص ص: 06-07.

\* الخيارات حسب الأداة موضوع العقد:

- عقود خيارات أسعار الفائدة: وهي عقود يلتزم بمقتضاها أحد طرفي العقد (بائع الحق) بضمان حد أقصى لمعدلات الفائدة لا يتم الزيادة عنه (في حالة قيام مشتري العقد بالإقتراض) أو حد أدنى لمعدل الفائدة في حالة قيام مشتري الحق بالإستثمار أو بالجمع بين النظامين، وذلك مقابل مكافأة أو عمولة.

- عقود خيارات أسعار الصرف: هي عقود تعطي الحق لمشتريها في إتمام عملية شراء أو بيع كمية معينة من عملة أجنبية في تاريخ محدد في المستقبل، فقد يتفق مشتري العقد (الحق) مع محرر العقد على شراء أو بيع كمية معينة من عملة أجنبية مقابل علاوة الدفع، وهنا يحتفظ مشتري العقد بحق تنفيذ العملية أو عدم التنفيذ.

- عقود خيارات المؤشرات: هي عقود الخيار التي يكون موضوعها مؤشر للسوق المالية يمثل تشكيلة مكونة من الأوراق المالية المتداولة في السوق، ولا يختلف هذا العقد عن عقود خيار البيع أو الشراء للأوراق المالية، إلا أنه في هذا العقد لا يتم تسليم الأوراق المالية موضوع المؤشر بالبيع أو الشراء.

\* الخيارات من ناحية أطراف العقد:

- عقد خيار الشراء (call option): وهو عبارة عن عقد قابل للتداول يعطي للمشتري الحق في شراء عدد معين من الأسهم أو السندات لفترة معينة وبسعر محدد، فهو مستخدم من أولئك الذين يتوقعون إرتفاع أسعار الأسهم في السوق وهو ما يعبر عنه بإستخدام حقوق الشراء في المتاجرة أو المضاربة.

- عقد خيار البيع (option put): هو عقد قابل للتداول يعطي لمشتريه الحق بأن يبيع لمحرر العقد وهو بائع حق الخيار أسهما بسعر معين وفي تاريخ محدد، ويتم إستخدامه من أولئك الذين يتوقعون إنخفاض أسعار الأوراق المالية محل التعاقد من خلال عمليات المضاربة.

- عقد خيار مزدوج (double option): وهو عقد يجمع بين خيار الشراء والبيع معا، وبمقتضاه يكون لحامل العقد الحق في أن يكون شاريا للأوراق المالية أو بائعا لها، وذلك حسب مصلحة المشتري حيثما كانت، فإذا إرتفعت أسعار السوق كان مشتريا وإذا إنخفضت كان بائعا.

وتجدر الإشارة إلى أن أسعار الخيارات تتأثر بمجموعة من العوامل، من بينها:<sup>1</sup> سعر الأصل الأساسي سواء كان أسهم أو سندات أو غيرها، درجة تغير سعر الأصل الأساسي، سعر تنفيذ حق الخيار والوقت المتبقي حتى إستحقاق الخيار، بالإضافة إلى كل من سعر الفائدة الجاري ونسبة توزيع الأرباح إذا كان الأصل الأساسي سهما.

<sup>1</sup> - ماهر كنج شكري، مروان عوض، "المالية الدولية (العملات الأجنبية والمشتقات المالية بين النظرية والتطبيق)"، ط1، معهد الدراسات المصرفية، عمان، الأردن، 2014، ص: 337.

### 3-2- العقود الآجلة:

تعطي العقود الآجلة لمشتريها الحق في شراء أو بيع قدر معين من أصل مالي أو عيني بسعر محدد مسبقاً، بحيث يتم التسليم في تاريخ لاحق، فهي لا تختلف عن المستقبلات باستثناء معيار التداول حيث يتم تداول المستقبلات في الأسواق المالية، بينما لا يتم تداول العقود الآجلة ولا يوجد بها سوقاً ثانوية، وتبعاً لذلك فإن العقود الآجلة لا توفر الحماية لطرفي العقد ضد مخاطر عدم قدرة الطرف الآخر على الوفاء بالتزامات العقد، حيث لا يمكن التخلص منها بيعاً في الأسواق المالية كما هو الحال بالنسبة للمستقبلات.<sup>1</sup>

### 3-3- العقود المستقبلية:

هي أفضل العقود الآجلة، وهي تعطي لمشتريها الحق في شراء أو بيع قدر معين من أصل مالي بسعر محدد مسبقاً، على أن يتم التسليم في تاريخ لاحق في المستقبل،<sup>2</sup> وتلزم كل من الطرفين (البائع والمشتري) بإيداع نسبة من قيمة العقد لدى الوسيط الذي يتعامل معه وذلك إما في صورة نقدية أو في صورة أوراق مالية، وذلك تجنباً للمشاكل التي قد تترتب على عدم مقدرة أحد الطرفين على الوفاء بالتزاماته.<sup>3</sup> وإنطلاقاً من ذلك، تختلف عقود المستقبلات عن الخيارات في أنه يكون لمشتري الخيارات الحق في تنفيذ العقد أو عدم تنفيذه، بينما تكون العقود المستقبلية واجبة التنفيذ كما أنه لا يجوز إسترداد قيمة العلاوة المدفوعة في حالة الخيارات، بينما يتعين على طرفي عقود المستقبلات إيداع هامش مبدئي يمثل نسبة من قيمة العقد لدى الوسيط المالي يمكن إسترداده في حالة تنفيذ العقد.

### 3-4- المبادلات:

تسمى أيضاً بالمقايضات وهي إلزام تعاقدية يتضمن مبادلة نوع معين من التدفق النقدي أو موجود معين مقابل تدفق نقدي أو موجود آخر، بموجب شروط تنفيذ معينة يتفق عليها عند التعاقد،<sup>4</sup> وعقود المبادلات بإعتبارها سلسلة من العقود لاحقة التنفيذ يتم تسويتها على فترات دورية (شهرية، ربع سنوية، نصف سنوية) وتكون ملزمة لطرفي العقد عكس عقود الخيار. تمكن هذه التقنية المدين من تغيير العملة التي منح بها الدين أو طريقة سداد مدفوعات خدمة هذا الدين أو طريقة حساب معدل الفائدة عليه.<sup>5</sup>

<sup>1</sup> عاطف وليم أندرواس، مرجع سبق ذكره، ص: 24.

<sup>2</sup> نصر علي طاحون، "شركة إدارة محافظ الأوراق المالية"، دار النهضة العربية، القاهرة، مصر، 2003، ص: 209.

<sup>3</sup> السيد متولي عبد القادر، مرجع سبق ذكره، ص: 249.

<sup>4</sup> هاشم فوزي دباس العبادي، مرجع سبق ذكره، ص: 86.

<sup>5</sup> صالح مفتاح، "العولمة المالية"، مجلة العلوم الإنسانية، العدد الثاني، جامعة محمد خيضر، بسكرة، 2002، ص: 220.

ومن أشهر عمليات المبادلات نجد عمليات: مقايضة العملات ومقايضة معدلات العائد، كما يلي:<sup>1</sup>

- عقود مبادلات أسعار الصرف: هي عملية مبادلة بين عملتين معينتين في شراء إحداها وبيع الأخرى حسب السعر الفوري، وفي نفس الوقت إعادة بيع الأولى وشراء الثانية بموجب سعر المبادلة (السعر الآجل) الذي يتم تحديده وفق الفرق القائم بين أسعار الفائدة السائدة على الإيداع والإقراض لكل من العملتين.
- عقود مبادلات أسعار الفائدة: هي عقود يدفع فيها كل طرف مدفوعات الفائدة على قرض، ونميز بين نوعان لعقود مبادلة أسعار الفائدة، إما عقود مبادلة معدل الفائدة الثابتة بمعدل الفائدة المتغيرة: وفيها يهدف مشتري عقد المبادلة (المقترض) إلى التحوط ضد مخاطر إرتفاع أسعار الفائدة، ويحصل على الفرق بين السعرين إذا كان معدل الفائدة المتغير أعلى، أو عقود مبادلة معدل الفائدة المتغيرة بمعدل الفائدة الثابتة: يهدف من خلالها مشتري العقد (المستثمر) إلى التحوط ضد مخاطر إنخفاض أسعار الفائدة.

## ثانيا - مفهوم أسواق العملات:

يتم التفاوض في هذه البورصة حول أسعار صرف العملات الأجنبية، وهي تخضع لرقابة الغرفة النقابية والبنك المركزي، ويخصص الدخول إلى هذه البورصة فقط إلى الوسطاء المتخصصين كالبنوك والمؤسسات المالية المعتمدة من طرف البنك المركزي.

تتم عملية التسعير في هذه البورصة بطريقتي المناذاة والمقابلة، ويتحدد السعر هنا أيضا طبقا لقانون العرض والطلب، حيث تنتشر على إثرها أسعار الصرف الجارية على كشف التسعيرة الرسمية التي تبين سعر التوازن الذي يكون أدنى وأعلى أسعار اليوم وكذا آخر سعر للجلسة السابقة وهذا بالنسبة لكل عملة محل التفاوض.

وفي إطار أسواق العملات نميز بين سوق الصرف الجاري وسوق الصرف الآجل، وفيهما يتحدد سعر الصرف بنوعيه سعر الصرف الجاري والآجل.

### - سعر الصرف الجاري:

وهو سعر الصرف المعمول به آنيا في سوق الصرف، فمنذ أن حل سعر الصرف العائم أو المرن محل سعر الصرف الثابت، أصبح سعر الصرف يتحدد أساسا حسب قوى العرض والطلب على العملة. لذلك فهو قابل للتغير باستمرار، وفي حالة الظروف الاقتصادية السيئة للتقلبات الواسعة.

مصطلح "جاري **comptant**" فيه شيء من التخليط لأن حتى العمليات التي توصف بكونها آلية تتطلب وقت؛ عادة ما يتطلب تنفيذ أوامر الدفع بالعملات وإتمام المقاصة من الجهاز المالي الدولي فترة زمنية قد تمتد إلى يومين كاملين.

<sup>1</sup> - ملياني حكيم، شوقي طارق، مرجع سبق ذكره، ص: 09.



- سعر الصرف الآجل:

يتم الاتفاق في اليوم،  $J$  ، على سعر صرف معين وعلى مبلغ مالي محدد، يتم تنفيذه في تاريخ معين هو  $(J + N)$ ، حيث  $N$  أكبر من 2، أي أكثر من 48 ساعة. يمكن أن يتراوح الأجل ما بين 3 و 7 أيام، أو ما بين شهر واحد وثمانية عشر شهرا. وأقصى حد يمكن أن يبلغه هو خمس سنوات. هذا الأجل الأخير، وهو الأطول، لا يخص سوى عملات قليلة جدا، ومشهورة بكونها قوية ومستقرة نسبيا مقارنة بغيرها من العملات، وهي: الدولار، والمارك، والفرنك السويسري والجنيه الإسترليني.

### خلاصة:

تستعمل الأسواق الآجلة المشتقات المالية وذلك من طرف مختلف المتعاملين في الأسواق المالية خاصة المضاربين والمؤسسات المالية المختلفة، فهي وسيلة لإدارة المخاطر، وكذلك بفضل ما تقدمه من فوائد كبيرة أهمها:

- أن التعامل بها يكون أقل تكلفة من التعامل بالموجودات الأساسية كالأسهم والسندات.
- تقليل التكاليف للمصدرين والمستثمرين وترفع من العوائد، وتوسع مجموعة بدائل التمويل والاستثمار وتقلل مخاطر الخسارة إذا ما أحسنت إدارة مخاطرها.
- تدعيم الخدمات التي تقدمها المؤسسات المالية لزيائنها وتساهم في بناء محافظ مالية أكثر تنوعا.
- من جهة أخرى، يسمح التعامل بالمشتقات المالية للمؤسسات المالية التمتع بمزايا متنوعة وتحقيق أهداف تسمح لها بالوصول إلى مستوى أعلى كفاءة.
- أماسواق العملات، فيتم التفاوض في إطارها حول أسعار صرف العملات الأجنبية، وهي تخضع لرقابة الغرفة النقابية والبنك المركزي، ويخصص الدخول إلى هذه البورصة فقط إلى الوسطاء المتخصصين كالبنوك والمؤسسات المالية المعتمدة من طرف البنك المركزي.

## المحور الثاني عشر: بورصة الأوراق المالية

يهدف هذا المحور إلى توضيح المفاهيم الأساسية المتعلقة ببورصة الأوراق المالية، فهي تؤدي دورا كبيرا في تمويل الإقتصاد، باعتبارها تمثل جزءا مهما من السوق المالية في عملية التمويل، وهي تقوم بذلك من خلال تشجيع الإدخار وتنمية الوعي الإستثماري بين الأفراد، والتعامل مع وحدات العجز والفائض عبر آليات السوق المختلفة، ومن أجل توضيح مفهوم البورصة أهميتها ومختلف المزايا التي تتمتع بها، نقوم بتقديم العناصر التالية:

أولا- مفهوم بورصة الأوراق المالية

ثانيا- وظائف بورصة الأوراق المالية

ثالثا- تنظيم بورصة الأوراق المالية

### مقدمة:

تعتبر البورصة السوق الثانوية المنظمة التي يتم على مستواها تداول الأوراق المالية بشكل خاص، وهي تشكل حلقة الوصل بين الأوعية الإدخارية والاستثمارية، تتميز بأنها سوق منظمة مستمرة ثابتة المكان، تقام في مراكز المال في مواعيد محددة، حيث يتم فيها تداول الأوراق المالية وفقا للقوانين والأنظمة والتعليمات التي تحكمها ومن خلال الوسطاء، ويكون ذلك بصورة علنية، يخضع المتعاملين على مستواها لرقابة السلطات المختصة.

## أولاً- مفهوم بورصة الأوراق المالية:

تمثل بورصة الأوراق المالية ذلك المكان الذي يتم على مستواه مختلف أنواع المعاملات المالية، والتي تتعلق أساساً بتداول أدوات وأصول مالية تم إصدارها في مرحلة سابقة أي السوق الأولية، كما يجتمع فيها المتعاملون بالأوراق المالية في أوقات محددة.

### 1- تعريف بورصة الأوراق المالية:

لقد تعددت التعاريف المتعلقة بمفهوم البورصة، ولعل أبرزها:

- "البورصة هي السوق التي تتداول فيها عادة الأوراق المالية المسجلة، والتي تتحدد أسعارها من خلال قانون العرض والطلب، وهي تخضع للقوانين والقواعد التي تضعها الجهات الرقابية، ويجري التعامل في مكان مادي محدد، يتم تسجيل الأوراق المالية في هذه السوق وفق شروط تختلف من دولة إلى أخرى، منها ما يتعلق بأرباح الشركة وحجم أصولها وغيرها من الشروط الأخرى".<sup>1</sup>

- "البورصة عبارة عن سوق مستمرة ثابتة المكان، تقام في مراكز المال في مواعيد محددة يغلب أن تكون يومية، تتميز بأنها سوق منظمة حيث يتم فيها تداول الأوراق المالية وفقاً للقوانين والأنظمة والتعليمات التي تحكمها ومن خلال الوسطاء، ويكون ذلك بصورة علنية، ويخضع المتعامل المالي على مستواها لرقابة السلطات المختصة".<sup>2</sup>

### 2- أهمية بورصة الأوراق المالية:

تكتسي بورصة الأوراق المالية أهمية كبيرة فهي تحقق فوائد كبيرة من خلال التوفيق بين رغبات المتعاملين وتسهيل تبادل الأدوات المالية وتوفير السيولة اللازمة، فهي أداة مساهمة في تحقيق كفاءة عالية في توجيه الموارد إلى المجالات الأكثر ربحية، وهو ما يصاحبه نمو وإزدهار إقتصادي، وتظهر أهمية البورصة أكثر من خلال تجنبها للآثار التضخمية إلى حد بعيد، والتي تلحق بالبنوك عند قيامها بعملية التمويل أي أنها تمنح القروض بدرجة مفرطة، ولعل هذا هو أحد الأسباب الذي أدى إلى ضرورة ظهور البورصة في القرون السابقة.

كذلك تعتبر البورصة سوق مستمرة تساعد على سرعة إتمام عمليات البيع والشراء للأوراق المالية المختلفة، كما أنها تساهم في تحديد الاتجاهات العامة في عملية التنبؤ وإتخاذ قرار الإستثمار المناسب، من خلال إستعمال الوسطاء الماليين لمختلف المعلومات المالية المتوفرة على مستواها، حيث يكون هؤلاء الوسطاء مسؤولون عن التفاوض على مختلف الأوراق المالية، وتحديد سعر عادل لها في إطار

<sup>1</sup> جمال جويدان الجمل، مرجع سبق ذكره، ص: 56.

<sup>2</sup> عبد الباسط كريم مولود، "تداول الأوراق المالية (دراسات قانونية مقارنة)"، ط1، منشورات الحلبي الحقوقية، سوريا، 2009، ص: 25.

قواعد البورصة وتحت إشراف لجنة عمليات البورصة، وبالتالي هذا ما يساهم بدوره في تحقيق الكفاءة والفعالية في البورصة وزيادة حيويتها.

فضلا عن ذلك، تعتبر البورصة أداة ومؤشر للحالة الاقتصادية، حيث أصبح قياس المستوى الاقتصادي لدولة ما يرتبط بصفة أساسية بمستوى تطور نشاط بورصة الأوراق المالية،<sup>1</sup> فهي تعتبر المركز الذي يتم فيه تجميع التذبذبات التي تحدث في الاقتصاد وتسجيلها.

## ثانيا - وظائف بورصة الأوراق المالية:

تؤدي بورصة الأوراق المالية مجموعة من الوظائف الهامة على مستوى النظام المالي، كونها الهيئة الرسمية التي تتولى التعامل بالأوراق المالية، فهي تعمل على تنمية وإستثمار وتوفير السيولة لتلك الأوراق، ولا تقتصر البورصة في وظيفتها على مستوى النظام المالي فقط وإنما تتعداه لتشمل كل الإقتصاد، ويظهر ذلك جليا من خلال:<sup>2</sup>

- تمكين جمهور المتعاملين من شراء أو بيع الأوراق المالية، طلبا للعوائد المتولدة منها أو تغيير لنوع الإستثمار ليتناسب مع رغبات المدخر، هذا ما يسمح للمتعاملين بتسييل أصولهم المالية أو جزء منها بسرعة وسهولة، وبأفضل سعر ممكن وبأدنى تكلفة ممكنة.

- إعطاء مؤشر يومي عن اتجاهات الأسعار وظروف الإستثمار ومعدلات الإذخار، حيث يتم تسجيل حركة الأسعار لجميع الصفقات وعروض البيع وطلبات الشراء في سوق المزايدة، حيث تتحدد فيها الأسعار من خلال قوى العرض والطلب، ويتم نشرها من قبل إدارة السوق، ويعتمد عليها الأفراد والمشروعات عند إتخاذ قراراتهم الإستثمارية.

- توجيه مدخرات الأفراد وإستثماراتهم إلى الشركات والحكومات، حيث تعمل هذه الإستثمارات على تجميع التمويل اللازم لتمكين مشاريع الأعمال أو الحكومة من إنتاج السلع والخدمات التي يحتاجها الأفراد، كما تمول البورصة الشركات بالخدمات التي تساعد على التوسع عندما تريد ذلك.

- تقويم الأداء الإقتصادي للشركات والمشروعات، وإيجاد حلقة إتصال بين جميع فعاليات شبكة الإقتصاد الكلي مثل المصارف وشركات التمويل والمؤسسات الإستثمارية، والمساهمة في تنشيط أعمالها.

- الحكم على كفاءة السياسات النقدية والمالية للدولة، وتمهيد الطريق أمام السلطات الحكومية المختصة للمزج بين السياستين المالية والنقدية، ليكملا بعضهما بهدف التأثير في حجم الطلب الكلي ومسايرة الظروف الإقتصادية المتغيرة.

- جذب رؤوس أموال خارجية للمشاركة في شركات محلية وفقا لقوانين الإستثمار والإجراءات الإدارية المنظمة للنشاط الاقتصادي.

<sup>1</sup> J.Pilverdier, tereyt, "Le marché boursier", Economica, paris, 1998, p: 10.

<sup>2</sup> جمال الدين سحنون، مرجع سبق ذكره، ص ص: 47-48.

- التقليل من مخاطر التضخم والإنكماش المالي، حيث تعتبر البورصة آلية لتحقيق الإستقرار النقدي عن طريق بيع وشراء الأوراق المالية لتغيير كمية النقود لمعالجة التضخم والإنكماش. فضلا عن ذلك، تقوم بورصة الأوراق المالية بوظائف هامة والتي من شأنها تحقيق كفاءة عالية في الأسواق المالية، ويمكن إدراج أهم تلك الوظائف فيما يلي:

### 1- مراعاة تحديد الأسعار المناسبة للأوراق المالية:

تقوم البورصة بدور كبير في تحقيق عدالة الأسعار وتحقيق السعر المناسب، وذلك عن طريق إلزام الشركات المقيدة بها بضرورة مدها بالمعلومات الكافية عن أعمالها، والتي قد تؤثر مباشرة على قيمة الأسهم، وبذلك يتمكن المتعاملون من تقييم القيم المتداولة على أسس معلومة والتصرف على أساس مدى الإقبال على الأنواع المختلفة من هذه القيم، هذا ما يساعد على خفض أعمال المضاربة التي لا علاقة لها بأي أساس إقتصادي سليم.

### 2- أداة تحويل الخطر وتحويل الإنتظار:

تتمثل هذه الوظيفة من خلال محدودية المخاطر المرتبطة بمساهمة الشركات، بحيث لا تمتد تلك المخاطر إلى باقي ممتلكات المستثمر في تلك الشركة من خلال قيمة الأوراق المالية التي بحوزته،<sup>1</sup> كذلك تضمن البورصة حرية تداول الأوراق المالية، فتزيد رغبة المستثمرين بالإحتفاظ بتلك الأوراق لمدة طويلة طالما أنه يستطيع التخلص منها في الوقت الذي يراه مناسباً، أو عند احتياجه للسيولة دون الإنتظار إلى حين موعد الاستحقاق.<sup>2</sup>

### 3- البورصة مؤشر للحالة الاقتصادية:

تساعد البورصة على تحديد الإتجاهات العامة في عملية التنبؤ، فهي المركز الذي يتم فيه تجميع التنبذبات التي تحدث في الكيان الإقتصادي وتسجيلها، كما أن الأسعار التي يتم التعامل بها تنبئ عن السعر العام لعائد المبالغ المستثمرة، فهي تعكس كل ما يحدث على مستوى النشاط الإقتصادي، وذلك بمنحها صورة أنية حقيقية لأداء الإقتصاد، بالإضافة إلى أنها رابط متصل بالمستثمرين.<sup>3</sup>

<sup>1</sup> - أحمد عبد اللطيف، "بورصة الأوراق المالية"، مركز جامعة القاهرة، مصر، 1998، ص:25.

<sup>2</sup> - نفس المرجع السابق، ص:26.

<sup>3</sup> - Didier Vitrac, "Marchés financiers: investir en bourse avec succès", 3<sup>ème</sup> édition, gualino éditeur, 2004 p:42.

#### 4- البورصة أداة هامة لتقييم الشركات والمشروعات:

حيث تساعد في زيادة وعي المستثمرين وتبصيرهم بواقع الشركات والمشروعات، وبالتالي يتم الحكم عليها بالنجاح أو الفشل، فإنخفاض أسعار أسهم الشركات مثلا هو دليل على عدم نجاحها أو ضعف مركزها المالي، وهو ما قد يؤدي إلى إجراء بعض التعديلات في سياستها أملا في تحسينها.<sup>1</sup>

#### 5- تعبئة المدخرات وزيادة الثروة:

وذلك من خلال توفيرها لمختلف الأدوات المالية للمتعاملين التي تتسم بتحقيق الأرباح عند الإستثمار فيها، الأمر الذي يعمل على زيادة المدخرات، كما أن إنخفاض المخاطر يجعل المدخرين يتجهون إلى مجالات الإستثمار المختلفة، ومن ثم زيادة نمو الإستثمارات في الإقتصاد،<sup>2</sup> كما توفر البورصة آلية لتخفيض تكاليف المعاملات خاصة ما يتعلق بتوفير المعلومات التي يحتاجها المتعاملون، فتعمل البورصة إذا على توفيرها بتكلفة منخفضة نسبيا مما يجنب المتعاملين عبء تكاليف المعلومات.

#### 6- توفير السيولة:

تعمل البورصة على تزويد السوق المالية بالسيولة بشكل مستمر، من خلال جذب وتعبئة رؤوس الأموال المحلية أو الخارجية لشراء الأسهم والسندات والأدوات المالية الأخرى،<sup>3</sup> كما أنها توفر للمدخر مكانا لإستثمار مدخراته، ومكانا أيضا لتسييلها عند الحاجة.

وعليه، من خلال هذه الوظائف يمكن أن نستنتج النقاط التالية:

- تتميز بورصة الأوراق المالية عن بقية البورصات الأخرى في الكيفية التي تجرى وفقها المعاملات المالية، فعلى مستوى بورصة الأوراق المالية يتم التفاوض على سلع غير موجودة أو ملموسة تتمثل أساسا في الأصول المالية، كما تتواجد فئة متخصصة في التفاوض على تلك الأصول تتمثل في مؤسسات الوساطة المالية بكل أنواعها، بينما على مستوى البورصات الأخرى يتم التفاوض على كمية وأسعار السلع (التي تتميز بأنها سلع موجودة) بين البائعين والمشتريين لوحدهم دون وجود وساطة.<sup>4</sup>

- تساعد البورصة على تحويل الفئات التي لديها عجز وهي فئة المقترضين إلى الفئات التي لديها فائض والمتمثلة في المقرضين.

- تعتبر البورصة مركزا لتجميع وتركيز رأس المال ثم تحويلها إلى إستثمارات طويلة الأجل.

<sup>1</sup> - أحمد محمد لطفي أحمد، "معاملات البورصة بين النظم الوضعية والأحكام الشرعية"، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، 2006، ص:33.

<sup>2</sup> - Gérard Marie Henry, opcit, p :14.

<sup>3</sup> - الزرري عبد النافع، "الأسواق المالية"، ط1، دار وائل للنشر، عمان، 2001، ص:33.

<sup>4</sup> - Max Weber, "la bourse", édition transition, Paris, 1999, p:32.



- يمكن للبورصة أن تكون بديلا للبنوك، وذلك عند إرتفاع سعر فائدة السندات والذي عادة ما يؤدي إلى جذب الأعوان للاستثمار فيها.
- وجود البورصة يمنع وجوب إنتظار المستثمرين حتى تاريخ إستحقاق الأوراق المالية التي يملكونها من أجل إسترجاع أموالهم.

### ثالثا - تنظيم بورصة الأوراق المالية:

يتم التعامل في بورصة الأوراق المالية من طرف مجموعة من المتعاملين كل له هدفه الخاص من وراء ذلك، فالإستثمار في البورصة لا يتم بطريقة تلقائية وإنما بشكل منتظم من أجل ضمان تحقيق الشفافية وكذلك المنافسة السليمة بين المتعاملين، فمن أجل التسجيل في البورصة تخضع الشركات -باعتبارها أهم المتعاملين في البورصة- الراغبة في ذلك إلى جملة من الشروط والإجراءات القانونية والمالية، والتي يتم وضعها من طرف: لجنة تنظيم البورصة وهي: "هيئة تقوم بمراقبة البورصة وتسهر على حماية فعالية عملها وعلى حماية مدخرات المستثمرين، كما تقوم بمراقبة المعلومات المقدمة من أجل ضمان الشفافية والنزاهة والتأكد من عدم وجود معاملات غير قانونية، وهي التي تقرر قبول أو عدم قبول أسهم جديدة للتسعييرة الرسمية، كما تتمتع هذه الهيئة بسلطة المراقبة، سلطة الإتصال وسلطة تقديم الإعتماد".<sup>1</sup> ومن جملة هذه الشروط ما يلي:<sup>2</sup>

- ينبغي أن يكون الشكل القانوني للمؤسسة شركة بالأسهم أو شركة التوصية بالأسهم.
- فتح رأس المال الإجتماعي للمساهمين المحتملين بنسبة معينة يتم طرحها من الرأس المال في السوق المالية، وذلك بإصدار ما يقابلها من أسهم.
- أن تكون مدة إنشاء المؤسسة أكثر من ثلاث سنوات.
- تحقيق ربح خلال السنتين الأخيرتين مع توزيع الأرباح خلالها.
- تقديم حسابات النتيجة والميزانية مؤثر عليها من طرف محافظ الحسابات.
- وعلى المؤسسة الراغبة في التسجيل في البورصة، أن تقدم رسالة للتعريف بنفسها بالإضافة إلى تكوين ملف الدخول والواجب إيداعه لدى الهيئات المختصة، ويتضمن هذا الملف ما يلي:<sup>3</sup>
  - المعلومات العامة عن المؤسسة: بما فيها رقم (قيد)السجل التجاري، عنوان الشركة، التسمية الإجتماعية، الرقم الجبائي، الرقم الإجتماعي ورقم الحساب البنكي، مجال نشاط الشركة.
  - المعلومات القانونية مثل: القانون الأساسي للمؤسسة، عقد تأسيس المؤسسة، قائمة بأسماء أعضاء مجلس الإدارة من الرئيس إلى آخر عضو، إدراج كل العقود المبرمة سابقا والتي هي في طور الإبرام،

<sup>1</sup> -Josette Peyard, " la bourse", 5<sup>ème</sup> édition, édition: Vuibert, paris, 1998, p:46.

<sup>2</sup> - P. Monnier, Les marchés boursiers, 3<sup>ème</sup> édition, édition: Vuibert, paris, 1997, p :28.

<sup>3</sup> -Kamel chehrit, " Guides techniques et pratiques bancaires financières et boursières", 2<sup>ème</sup> édition, édition G.A.L(ex:M.L.P), Alger, Algérie, 2003, p:65.

وكذلك كل النزاعات القضائية المفصول فيها وغير المفصول فيها، كما تدرج كل شهادات براءات الاختراع، المبالغ المدفوعة كحصاص مشاركة...

-المعلومات الإقتصادية والمتمثلة في: ميزانيات 3 أو 5 سنوات سابقة وجدول حسابات النتائج لنفس السنوات، ميزانيات تقديرية للسنوات الثلاثة اللاحقة، تركيبة الأسعار بالنسبة لمنتجات الشركة.

ويشترط التعامل في البورصة وتداول الأوراق المالية المسجلة، وجود وسطاء مرخص لهم بالعمل فيها وذلك حسب عقد التفويض المكتوب بين المستثمر والسمسار وبين العميل وأمين الحفظ،<sup>1</sup> ويقوموا هؤلاء الوسطاء بتنفيذ أوامر عملائهم في بيع أو شراء الأوراق المالية بالبورصة، ويمنع هؤلاء الوسطاء من القيام بالشراء أو البيع لحسابهم الخاص، فالوسطاء يعتبرون من بين الفاعلين الرئيسيين في البورصة، فهم المحرك الرئيسي للنشاط للأوراق المالية بذاتها، وبدونهم لا يتم التعامل في البورصة.

وفيما يلي نتطرق إلى أهم المتعاملين (الأطراف) في بورصة الأوراق المالية، والذين يمكن تصنيفهم إلى:

**1- حسب الهدف من التعامل بالأوراق المالية** بيعا وشراء والذي يعتبر الموجه الرئيسي للمتعاملين في التخطيط لعمليات البيع والشراء، وفي هذا الإطار نجد أربع أطراف هي:<sup>2</sup>

**1-1- المضاربون المحترفون:** تهدف هذه المجموعة إلى الإستفادة من فروق الأسعار، لذلك يهتم المضاربون المحترفون بمتابعة تحركات الأسعار بالسوق بصفة دائمة، هذا بالإضافة إلى التنبؤ باتجاهات السوق لتخطيط عملياته. ويستخدم المضارب المحترف أدوات التحليل الإحصائي والإقتصادي التي تمكنه من تفسير العوامل الخارجية المؤثرة على السوق، هذا بالإضافة إلى معرفته بالعمليات الفنية التي تدور داخل السوق.

**1-2- المضاربون الهواة:** يهدفون كذلك إلى الإستفادة من فروق الأسعار، إلا أنهم لا يهتمون بدراسة العوامل المؤثرة على السوق ولا يقومون بدراسة اتجاهات السوق، والتي تتطلب إتباع سياسات مرنة تتفق مع الدورات الهبوطية والصعودية لأسعار الأسهم وعادة ما يختفي هؤلاء من السوق نتيجة تحقيق خسائر.

**1-3- المتآمرون:** يهدف المتآمرون إلى التحكم في الأسعار وتوجيه السوق صعودا أو هبوطا بوسائل مصطنعة، بهدف أن يصبح السعر السائد للورقة المالية بالسوق أعلى أو أدنى من السعر العادل الناتج عن قوى العرض والطلب العادية. يتميز المتآمرون بتوافر الموارد المالية الضخمة لديهم التي تمكنهم من تحقيق أهدافهم.

**1-4- المستثمرون:** هناك نوعان من المستثمرين: المستثمر الداخلي الذي يهدف إلى السيطرة على الشركة وإدارتها من خلال تملك عدد كاف من الأسهم ويكون هدف الربح في المرتبة الثانية، والمستثمر العادي الذي يهدف إلى تحقيق الربح في الأجل الطويل بالإضافة إلى العائد الجاري.

<sup>1</sup> - السيد متولي عبد القادر، مرجع سبق ذكره، ص:169.

<sup>2</sup> - أحمد عبد اللطيف، مرجع سبق ذكره، ص ص:22-23.

2- ومن جهة أخرى يصنف المتعاملون في البورصة إلى:

**2-1- طالبو رأس المال (عارضو الأوراق المالية):** يعرف طالبو رأس المال على أنهم أولئك الأعوان

الإقتصاديون الذين لهم عجز في تمويل عملياتهم الإستثمارية، وبالتالي فهم يقومون بإصدار أوراق مالية للحصول على الأموال المطلوبة، وهذا بمساعدة إحدى المؤسسات المختصة في الإصدار مثل:

المؤسسات الإستثمارية أو المؤسسات المالية، وتشمل هذه الفئة خاصة الأعوان التالية:

- الدولة: تأتي في المرتبة الأولى في سوق البورصة من حيث الطلب على الأموال، حيث تلجأ إلى

الإقتراض لتمويل العجز في الميزانية عن طريق إصدار الإلتزامات (السندات الحكومية). وفي حالة وجود فائض في الميزانية، يمكن لها إستغلال جزء منه في البورصة من خلال الإكتتاب في أسهم المؤسسات.

- الشركات: وتتمثل عادة في الشركات الصناعية والشركات التجارية والشركات القابضة التي تقوم بإصدار أسهم وسندات لتمويل احتياجاتها.

- المؤسسات: هي جميع المؤسسات العمومية والخاصة ذات الطابع الإقتصادي، تلجأ إلى البورصة لرفع وزيادة رأسمالها من خلال إصدار الأسهم، وهي تساهم في تنشيط البورصة.

**2-2- عارضو رأس المال (طالبو الأوراق المالية):** يعرف عارضو رأس المال على أنهم أولئك الأعوان

الإقتصاديين الذين يملكون فائضا ماليا ويرغبون في توظيفه في السوق المالية عن طريق إستثماره من خلال شراء أوراق مالية، وتتضمن هذه الفئة ما يلي:

- المؤسسات: تتدخل هذه المؤسسات في البورصة بغرض إستثمار أموالها والتوسع في نشاطها، وذلك بعرض أموالها الفائضة مقابل الإكتتاب في الأسهم والسندات.

- العائلات: تكون توظيفات العائلات مسيرة أساسا من قبل البنوك التجارية، فصغار المدخرين الذين لم يستوفوا شروط الدخول إلى البورصة، فعوض إيداع أموالهم في البنوك، تتولى هذه الأخيرة مهمة إستثمار أموالهم عن طريق أجهزة مختصة مثل: أجهزة التوظيف الجماعي للقيم المنقولة.

ج- البنوك: تتدخل في البورصة بصفقتها عارضة للأموال من أجل الإستثمار لصالحها أو لصالح الأفراد.

**2-3- الوسطاء الماليون:** إن نقص المعرفة وقلة المعلومات شكّل عائقا أمام تبادل الأوراق المالية

ويعود ذلك إلى نقص الخبرة عند المتعاملين برأس المال أو بالتوظيف الأمثل من حيث العوائد والمخاطر المالية، لذا من الضروري تواجد وساطة مالية تتمتع بخبرة كبيرة، وتحاول أن توفق بين رغبات العارضين والطالبيين وتنفيذ الأوامر.

### خلاصة:

تحتل بورصة الأوراق المالية باهتمام بالغ لدى المهتمين بمجال الأسواق المالية، وذلك بفضل المكانة التي تحتلها البورصة ضمن النظام المالي بشكل عام وعلى مستوى الأسواق المالية بشكل خاص، حيث شهدت البورصة تطورا ملحوظا من خلال نوعية وحجم المعاملات التي تتم على مستواها وكذلك من خلال توفرها على إمكانيات معتبرة في المجال المالي، كما أصبحت تساهم في تطويره وتؤدي دورا بارزا في زيادة كفاءة الأسواق المالية وفعاليتها.

وتعتبر البورصة النظام الذي يتم بموجبه الجمع بين الطالبين والعارضين لنوع معين من الأوراق المالية أو لأصل مالي معين، فهي تسعى إلى القيام بدورها على أكمل وجه، لذلك تقوم الهيئات المنظمة للبورصة على تحسين ظروف التعامل من خلال وضع شروط خاصة بالتداول التي تلزم التقيد بها، والمتعلقة بشروط إدراج المؤسسات في البورصة وكيفية تداول أوراقها المالية.

فضلا عن ذلك، تسعى البورصة إلى تحقيق الكفاءة على مستواها، وذلك من خلال توفيرها للحماية ضد المخاطر التي قد يتعرض لها المستثمرون وتقليل القيود على عمليات التداول، بالإضافة إلى تسهيل وتعظيم وتفعيل المعاملات المالية وتعظيم الكمية المتبادلة من مختلف الأوراق المالية

### المحور الثالث العاشر: الأسواق المالية الدولية

سنحاول من خلال هذا المحور تقديم مجموعة من المفاهيم حول البورصات المتقدمة والبورصات الناشئة، وذلك من خلال التطرق إلى أهم الخصائص التي تميزها وموقعها في النظام المالي العالمي، وبالتالي سيتم عرض النقاط التالية:

أولاً- شروط قيام الأسواق المالية الدولية

ثانياً- مفاهيم عامة حول البورصات المتقدمة

ثالثاً- مفاهيم عامة حول البورصات الناشئة

### تمهيد:

تعتبر الأسواق الأوروبية والأمريكية وغيرها من الأسواق البريطانية واليابانية من بين أهم وأكبر البورصات في الإقتصاد العالمي، كما أنها تعتبر النموذج لمعظم البورصات الأخرى، فقد أدى التقدم الاقتصادي والتجاري مع التقدم التقني في المعلومات والاتصالات في هذه الدول والتي تأخذ ميزة الدول المتقدمة والتي أخذت الطابع العالمي إلى تنشيط التداول في بورصاتها، إلى جانب ذلك ظهرت البورصات الناشئة (الصاعدة) والتي لا تقل أهمية عن البورصات الأخرى خلال العشرينتين الماضيتين، كأحد الأقطاب المهمة في الإقتصاد العالمي والمؤثرة على هيكل تدفقات رؤوس الأموال دولياً، خاصة وأنها تمكنت إلى حد بعيد في عملية تعبئة المدخرات وإجتذاب المستثمرين الدوليين.

## أولاً-شروط قيام الأسواق المالية الدولية:

لقد ساعد التوسع في الشركات المتعددة الجنسيات وارتفاع معدلات الادخار وأيضا بفضل قنوات التمويل الفعالة التي توفرها الدول، وتوفرها على شبكة مصرفية واسعة وشركات تأمين ومقدرة عالية على تحويل الأموال القصيرة الأجل إلى قروض طويلة الأجل، في ظهور ما يعرف بالأسواق المالية الدولية، حيث تركز هذه الأخيرة على مجموعة من المقومات الضرورية في قيامها ولعل أهمها ما يلي:<sup>1</sup>

### 1- تنوع الأسواق:

يقصد بتنوع الأسواق هو توفرها وشمولها على بعض العناصر الأساسية منها مؤسسات مالية ومصارف تجارية، وتوفر بيبوت للخصم ومصارف محلية للدولة ومصارف أجنبية، كذلك توافر بعض شركات التأمين وأسواق المواد الأولية وتوفر أسواق خاصة لعمليات النقل البحري والجوي.

### 2- توفر أسواق نقدية ذات حجم كبير:

يكن الهدف من توفر السوق النقدية في القدرة على إستقطاب الأموال المحلية والأجنبية وبعض العملات المختلفة، وبالتالي كلما توفرت أجهزة مصرفية عالية وقوية وكلما تعددت المؤسسات المالية بمختلف أشكالها ساعد ذلك على قيام سوق نقدية كبيرة تعمل على تقوية وتغذية الأسواق المالية.

### 3- إمكانية إعادة التوزيع:

يقصد بذلك إمكانية السوق المالية على إعادة توزيع الأموال قصيرة الأجل التي تم جمعها من خلال الأسواق النقدية على المشروعات المتوسطة وطويلة الأجل.

### 4- المنافسة مع الآخرين:

الأسواق التي تنمو وتتطور هي تلك الأسواق التي تكون قادرة على أن تكون الأولى بين الأسواق على حساب غيرها من الأسواق التي تستطيع إستقطاب أكبر قدر ممكن من رؤوس الأموال من الأسواق والبلدان القريبة والبعيدة، وتكبر هذه الأسواق عندما تتمكن من منافسة غيرها في تمويل المشروعات الداخلية والخارجية.

## ثانياً - مفاهيم عامة حول البورصات المتقدمة:

تساهم الأسواق المالية في الدول المتقدمة بنسب كبيرة في نمو الإقتصاد، وذلك بفضل ما تتميز به هذه الدول من أسواق مالية متكاملة وعالمية التداول، وبالأدوات البورصية ومحافظ الإستثمار المتجددة، هذا فضلا عن سماحها ببيع الأوراق المالية للأجانب والسماح للشركات الأجنبية بالعمل في تداول الأوراق

<sup>1</sup> - وليد أحمد الصافي، أنس البكري، مرجع سبق ذكره، ص: 56-57.

المالية المحلية،<sup>2</sup> هذا بالإضافة إلى توفر المعلومات والاتصالات بين جانبي العرض والطلب على الأوراق المالية، والمحافظة على مناخ البورصة وأسواق المال لمحاربة الإشاعات وتقليل المخاطر.

## 1- خصائص الأسواق المالية المتقدمة:

لقد أفرزت العولمة سمات جديدة للأسواق المالية الدولية، نتناول أهمها في النقاط التالية:<sup>3</sup>

### 1-1 تجديد الأسواق:

إذا كان الإقتصاد العالمي اتجه نحو آليات جديدة مترابطة ومتناسقة من خلال صندوق النقد والبنك الدوليين والمنظمة العالمية للتجارة، قامت أيضا الأسواق المالية المتقدمة بخلق آليات وأدوات عمل جديدة من خلال تكنولوجيا المعلومات ومنظومة الاتصالات. وتتأثر الأسواق المالية بالضغط والقوى العالمية، حيث أنه توجد اتجاهات عالمية نحو توحيد القوانين التي تنظمها ومن خلال أيضا إلغاء أو التخفيف من القيود التنظيمية والإجراءات المعقدة، وإزالة الحواجز الفاصلة بين مختلف الأسواق... ولقد شملت أغلب عمليات تجديد أسواق المال في الدول المتقدمة جوانب عديدة ولعل أهمها:<sup>4</sup>

تطوير صناعة الأوراق المالية وتوحيد المعايير النمطية في مختلف البورصات، التنسيق في السياسات النقدية والمالية هذا بالإضافة إلى تطوير وسائل الاتصالات وبناء شبكات المعلومات المالية.

وكنتيجة لزيادة حجم المنافسة وحجم الضغوطات المالية اتجهت معظم الأسواق المالية المتقدمة إلى عمليات متواصلة ومستمرة من عمليات تحسين وتطوير أسواقها، وذلك من خلال خلق العديد من الابتكارات المالية والتنويع في الهيئات والمؤسسات المتدخلة فيها، وقد جاءت عمليات التجديد وغيرها من الإصلاحات في الأسواق المالية المتقدمة لتعزيز المنافسة بين مختلف الأسواق، وبالإعتماد على ابتكارات وأدوات جديدة تقوم على أربع محاور هي:<sup>2</sup> أدوات جديدة لتمويل المخاطر، منتجات ذات سيولة أعلى، منتجات ائتمانية جديدة، منتجات جديدة من صكوك رأس المال.

ولقد بدأ هذا الاتجاه في الولايات المتحدة الأمريكية خاصة بعد الأزمة العالمية الكبرى في 1929 وما صاحب ذلك من إدخال العديد من التعديلات والقوانين الجديدة، كانت فيها للأسواق المالية نصيب وافر، أما بالنسبة للتعامل في المشتقات كأحد أهم مظاهر التجديد فبدأ في السبعينيات بإقحام عمليات الأوراق المالية في عقود مجلس شيكاغو للتجارة ثم انتشرت موجة التجديد هذه إلى باقي الدول.

<sup>2</sup> - فريد النجار، "البورصات والهندسة المالية"، الدار الجامعية، الإسكندرية، 1998، ص: 110.

<sup>3</sup> - بن ثابت علال، الأسواق المالية في ظل العولمة، رسالة ماجستير في علوم التسيير، تخصص: مالية، المدرسة العليا للتجارة،

2003-2004، ص: 1549-159. (بالتصرف)

<sup>4</sup> - فريد النجار، مرجع سبق ذكره، ص: 112.



## 1-2 ترابط الأسواق المالية وعالمية البورصات:

حققت شبكات المعلومات العالمية تقدماً كبيراً في تكنولوجيا ربط البورصات والأسواق المالية في الدول المتقدمة، وأصبحت هذه الأخيرة تتميز بقاعدة واسعة لمعاملاتها ومحفظة مالية متنوعة، وأدى ذلك إلى تدويل البورصات فيها وربطها مع بعضها البعض وبروز منافسة قوية على جميع الأصعدة، وهو ما ساهم في تجديد الأدوات وآليات التعامل وزيادة حجم التعامل وارتفاع عدد شركات الوساطة المالية، وقد ساهم المستثمرون التأسيسيون بشكل كبير في زيادة الربط الدولي لتلك الأسواق، ويظهر ذلك بشكل أساسي من خلال:<sup>5</sup> التوسع في فروع الشركات متعددة الجنسيات والتي تساهم بأكثر من 75 % من الإستثمار الدولي، والتوسع في البنك الدولي وصندوق النقد الدولي وأيضاً التوسع في أسواق السندات الدولية وتحرير تجارة الخدمات المالية والتأمينية والمصرفية وتجارة الأوراق المالية.

وبهذا سارعت معظم البورصات المتقدمة إلى إنشاء أنظمة للمعلومات متطورة تسمح بالربط المستمر والواسع، فعلى غرار نظام "NASDAQ" في الولايات المتحدة الأمريكية قامت بورصة لندن بإنشاء نظام للتسعير الآلي واسع الانتشار "SEAQ" Stock Exchange Automated Quotation System حيث يوفر هذا النظام شبكة قوية من الاتصالات بين المستثمرين محلياً ودولياً، كما يوفر كذلك كامل المعلومات المتعلقة بمختلف الأسواق الأخرى.

وبهذا فإن السمة البارزة للدول المتقدمة في مجال العمليات المالية هي عالمية أسواق المال والتي تأخذ ثلاث نماذج: نموذج عالمية البورصات، نموذج عالمية محفظة الأوراق المالية ونموذج تدويل المؤسسات المالية. وقد شهد العالم تغيراً كبيراً في أنماط الإستثمار من خلال بروز عدة أسواق كان أهمها أسواق الأورو-دولار وأصبح هناك عدد من الأسهم الدولية يتم تداولها عبر بورصات العالم، أما عالمية المحفظة تتم نتيجة ربط البورصات العالمية من خلال ما يقوم به المستثمرون التأسيسيون من بناء مجموعة من المحافظ بعمليات مختلفة بغرض تكريس فكرة التنويع الدولي، ولقد كانت لإتفاقية تحرير الخدمات المصرفية وتجارة الأوراق المالية بالبورصات دوراً كبيراً في عالمية وربط الأسواق المالية، والتي أدت إلى الإتجاه نحو المزيد من عولمة البورصات، الإتجاه نحو عالمية الأوراق المالية، الإتجاه نحو عالمية الوسطاء والشركات المالية، التوسع في تطبيق معايير نمطية موحدة في تسجيل الأوراق المالية والتداول، حتمية الإفصاح المالي والاتصالات الدولية.

<sup>5</sup> - فريد النجار، نفس المرجع السابق، ص: 160.

## 2- أهم البورصات المتقدمة:

لقد أخذت البورصات المتقدمة الطابع العالمي بفضل زيادة حجم المعاملات التي تتم على مستواها وتأثيرها بشكل كبير على النظام العالمي، خاصة في ظل تزايد وتيرة العولمة وانفتاح الأسواق التجارية العالمية، ومن خلال ما يلي نقدم أهم تلك البورصات:<sup>6</sup>

### 2-1 البورصات الأمريكية:

تمثل بورصات الولايات المتحدة الأمريكية المراكز الأولى في العالم نتيجة لضخامة وحجم عمليات التداول بها ولما لها من تأثير على بقية الأسواق المالية الدولية، حيث يصل حجم إستثماراتها إلى 900 مليار دولار،<sup>7</sup> فقد برزت السوق المالية الأمريكية كأحد أقوى الأسواق حجما وعمقا وكفاءة وذلك لتمييزها بمجموعة من الخصائص ولعل أهمها هي الكفاءة المرتفعة ونظم المعلومات المتقدمة والمتطورة مع القدرة على إيصال جميع البيانات والمعلومات إلى كافة الأسواق المالية العالمية الأخرى، وأيضا ضمان وتأمين عمليات البيع والشراء مع التطور المستمر والحديث لكل المتطلبات التي ترى هيئة السوق توفرها، هذا إلى جانب توفر بورصة نيويورك على نظام آلي بمثابة صمام أمان لإحتواء الإنهيارات المرتقبة. ومن خلال ما يلي نقدم أهم البورصات الأمريكية:

#### - بورصة نيويورك للأسهم New Yorck exchange :

كانت بورصة نيويورك عبارة جمعية تضم 13 عضو تقريبا لتتحول سنة 1971 إلى شركة مساهمة، فبعد أزمة 1929 أصبحت لبورصة نيويورك لجنة تتمتع بسلطات تنظيمية ورقابية واسعة، كما أصبح مجلس الحكام الذي يتألف من 30 عضوا منتخبين هو الجهاز الأهم في البورصة، أما بالنسبة لأعضائها فكانوا عبارة عن شخصيات مرموقة في السوق يعملون بصفة فردية أو متحدين فيما بينهم ضمن جمعيات أو شركات مساهمة وكانوا يمثلون في السماسرة الذين يعملون لحساب زبائنهم، تجار الأوراق المالية الذين يعملون لحسابهم الخاص والمتخصصون الذين يعملون كسماسرة وينفذون الأوامر لحساب سماسرة آخرين، أو كتجار مثل دور الـ "jobbers"<sup>8</sup> في لندن الذين يكونون دائما على إستعداد لكي يكونوا طرفا مقابلا ويقومون بضبط السوق.

#### - البورصة الأمريكية:

تفرض البورصة الأمريكية شروطا أقل تعقيدا من تلك التي تفرضها بورصة نيويورك فيما يخص إدخال ورقة مالية إلى التسعير، حيث أن كلفة التسجيل بقيت متدنية بالمقارنة مع ما هو سائد في بورصة نيويورك، لذلك فإن العديد من الشركات تكتفي بالتسعير في البورصة الأمريكية وهذا ما يعتبر بالنسبة إلى

<sup>6</sup> عزوز عائشة، "دور الأسواق المالية الناشئة بالبلاد النامية"، أطروحة دكتوراه في علوم التسيير، تخصص نقود ومالية، كلية العلوم الإقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر 3، 2012-2013، ص: 161-163. (بالتصرف).

<sup>7</sup> وليد أحمد الصافي، أنس البكري، مرجع سبق ذكره، ص: 62.

<sup>8</sup> أنظر أيضا: وسام ملاك، "البورصات والأسواق المالية العالمية"، ص: 28.

تلك الشركات نوع من التدرج قبل إنتقالها إلى بورصة نيويورك، من جهة أخرى يمكن لبعض القيم غير المسعرة أن تتداول على مستوى البورصة الأمريكية بينما في بورصة نيويورك فإن أوامر البورصة تصدر فقط عن أشخاص طبيعيين.

## 2-2 البورصات الأوروبية:

ساهم تخفيض قيود التعامل وتوحيد أنماط التداول بين الدول الأوروبية في توحيد الأسواق المالية والبورصات الأوروبية، ومن أهم هذه البورصات نجد:

### - البورصات الألمانية:

تتضمن السوق المالية الألمانية 08 بورصات للأوراق المالية تقع في فرانكفورت، ميونيخ، أسيلدوف، اشتوتجارت، هامبورج، هانوفر، بريمان، وست بربلين، وتتميز البورصات الألمانية بكفاءتها العالية والذي يرجع بصفة رئيسية إلى إستقرار العملة الألمانية وسهولة إستخدامها عبر الأسواق الأوروبية والعالمية وتوحد الألمانييتين، لكن من جهة أخرى لازلت البورصات الألمانية محدودة النشاط بالمقارنة مع بورصة لندن وبورصة نيويورك وبورصة طوكيو لكون الأنظمة والقوانين الخاصة بها وخاصة فيما يتعلق بنظامها المصرفي ليست عالمية، فقد كان الإتجاه منذ الحرب العالمية الأولى نحو النمو الإقتصادي الداخلي الذي حقق نجاح كبير داخليا لأنه قام بالعمل على تحويل الموارد قصيرة الأجل إلى قروض طويلة الأجل، كذلك تتميز السياسة المصرفية بألمانيا أنها هي الأساس للتطوير والنمو الإقتصادي الألماني، غير أن تعدد الأسواق الفرعية المجزأة في الأسواق الألمانية يعطيها صفة الكثرة ولكنها صغيرة الحجم والقوة مقارنة بالإقتصاد الألماني وإحتياجات المؤسسات.<sup>9</sup>

ويلاحظ على الأسواق المالية من خلال طبيعة البورصة أنها لا تعتمد على الأساليب العلمية وخاصة في توفر وسطاء أو عملاء لأن المصارف وحدها هي التي تقوم بهذه الوظيفة من خلال تلقيها الطلبات من الزبائن وقيامها بعمليات التبادل،<sup>10</sup> وبالرغم من ذلك تتميز البورصات الألمانية بمجموعة من الخصائص أهمها:

- يتداول تداول الأوراق المالية في ألمانيا في 4 بورصات فقط من 8.
- تسجيل السندات الحكومية وسندات الشركات عن طريق الوسطاء الرسميون في البورصات الألمانية.
- تتم المعاملات في السوق الثانوية عن طريق الإتصالات الهاتفية وفق القوانين التجارية والمالية خارج البورصة شريطة الإفصاح المالي والتسجيل.
- تعتبر أسواق رأس المال في ألمانيا محدودة نسبيا بالمقارنة مع حجم الإقتصاد الألماني، كذلك تعتبر سوق الأوراق المالية الخاصة بالشركات صغيرة الحجم سوقا غير رسمية في ألمانيا.

<sup>9</sup> - وليد أحمد الصافي، أنس البكري، نفس المرجع السابق، ص: 58.

<sup>10</sup> - وليد أحمد الصافي، أنس البكري، نفس المرجع السابق.

- توجد ثلاث بورصات في ألمانيا: البورصة الرسمية، البورصة الخاصة، البورصة شبه الخاصة، ويتم التعامل في الأوراق المالية الأجنبية من خلال عملية المقاصة التي تقوم بها إتحادات ومكاتب خاصة.
- يعتبر الرسم على الأسهم الألمانية مرتفعا عن بقية البورصات الأوروبية ولكن يقابل ذلك كفاءة عالية تحقق عائدا مناسباً للمتعاملين.

#### - البورصات البريطانية:

أنشئت بورصة لندن رسميا في عام 1802 وبقيت على إمتداد القرن 19م البورصة الأهم لكنها عادت لاحقا وخسرت موقعها الطبيعي لصالح بورصة نيويورك، وتعتبر البورصات البريطانية من بين الأسواق التي تتمتع بكفاءة عالية، فهي تحتل مكانة بارزة في الأسواق المالية الدولية بفضل دعك القوانين البريطانية الجديدة لها وذلك من خلال مختلف التسهيلات المقدمة للمتعاملين الماليين الدوليين وأيضا بفضل الخبرة الواسعة والمشهود للوسطاء الماليين البريطانيين في إدارة المعاملات النقدية والمالية الدولية. تعتبر سوق الأوراق المالية البريطانية سوقا مستقلة تماما عن السلطات الرسمية، حيث تعتبر سوق خاصة ومقفل فـالجمهور لا يقبل فيها وإنما ينحصر الدخول إليها لأعضاء البورصة فقط، وتدار البورصة البريطانية بواسطة مجلس يقوم بتسجيل القيم بغية تسعيرها وتحديد آلية العمليات، كما أنه يعمل على فصل النزاعات التي لا يتم رفعها أمام محكمة عادية، كما يهتم هذا المجلس بتعيين بعض أعضاء البورصة والذين يمثلون في الوكلاء الذين يشترون ويبيعون لحساب الزبائن وأيضا ما يعرف بالـ الذين يبيعون ويشتررون لحسابهم الخاص ويعتبرون مضاربين بالأوراق المالية حيث تنشأ أرباحهم عن الفارق الحاصل بالأسعار، أما عن السوق الموازية فقد بدأ نشاطها سنة 1980، حيث بدا من الضروري السماح للمشروعات الصغيرة والمتوسطة الحجم بالحصول على رؤوس الأموال اللازمة من أجل تدعيم هيكلتها المالية وتحقيق تطورها على أن يترافق ذلك مع التخفيف من الشروط التي تخضع لها الشركات المسجلة في السوق التسعير التقليدية.

وتجدر الإشارة إلى أن بورصة لندن تعتبر من البورصات الرائدة في فرنسا، وذلك بفضل زيادة حجم التداول بها وزيادة الثقة على مستواها، وكذلك إلى إنخفاض معدل الضرائب على أرباح الأوراق المالية فيها وإلى الدور الفعال الذي يقوم به في تنشيط الإستثمار، هذا بالإضافة إلى الخبرة الطويلة في المعاملات المالية ووجود سوق مستمرة للعمليات الأجنبية.<sup>11</sup>

#### - بورصة الأوراق المالية في فرنسا:

تعتبر بورصة باريس من أهم البورصات في فرنسا، وهي تخضع لنظام تداول واحد خاضع لنفس السلطات والقواعد في نشر البيانات ويتم التداول من خلال نظام إلكتروني مركزي يسمى CAC، وتنقسم السوق المالية في فرنسا إلى ثلاثة أقسام هي **السوق الرسمية** وهي السوق الأكثر شهرة وهي تجمع المشروعات الكبرى الوطنية والأجنبية، كما تعتبر هذه السوق سوق التسعير الرسمي وتعتبر السوق

<sup>11</sup> - فريد النجار، "البورصات والهندسة المالية"، مرجع سبق ذكره، ص: 122.

الأساسية في البورصة فهي تسجل أكبر عدد من العمليات يوميا وأيضا لأنها توفر شهرة أوسع للمشروعات، أما القسم الثاني فهو يتمثل في **السوق الموازية** والتي عرفت نجاحا هاما بفضل إستجابتها لحاجة المشروعات التي ترغب بأن تسعر في البورصة غير أنه كانت ترفض التوجه إلى السوق المالية الرسمية بسبب العوائق التي تفرضها، فشرط التسجيل في السوق الموازية تعتبر أكثر مرونة من تلك التي تفرضها السوق الرسمية، لكن وبالرغم من ذلك تبقى السوق الموازية غير متجانسة فهي تستقبل مشروعات مختلفة الحجم كما أن هذه السوق تعتبر مرتفعة المخاطر.

أما القسم الثالث من السوق المالية الفرنسية فهي تتمثل في السوق خارج التسعير، فهي لا تفرض أية شروط شكلية خاصة بخصوص التسعير ولا تخضع المشروعات لأي إلتزام فيما يتعلق بنشر المعلومات، لكن نتيجة لعدم وجود المعلومات الإلزامية ولغياب الرقابة البورصة، بقيت شهرة هذه السوق غير كافية لإستقطاب المتدخلين في البورصة فقد بقيت هذه السوق ضعيفة النشاط إلى حد بعيد ولم يكن بالإمكان تثبيت العديد من الأسعار نتيجة لغياب الأوامر المطلوبة.

إلى جانب ذلك، أخذت إدارة الإقتصاد الفرنسي مجموعة من التدابير اللازمة لتدويل أسواق المال الفرنسية وذلك من خلال تبسيط إجراءات تداول الأوراق المالية، وزيادة ثقة المستثمرين في البورصة وجذب الإستثمارات الدولية، هذا بالإضافة إلى زيادة ساعات التداول في البورصة وتخفيض الرسوم والضرائب على الأوراق المالية وأيضا إعطاء حريات للوسطاء الماليين للعمل مثل نموذج بورصة نيويورك.<sup>12</sup> وتجدر الإشارة إلى فرنسا قد طورت في أسواقها المالية في غضون العقد الأخير من القرن العشرين لتجعلها مواكبة للتطورات العالمية الحديثة في مسألة الوساطة المالية ومن نتاج هذا التحديث إنشاء أسواق مالية جديدة كالأسواق المالية المستقبلية، وأسواق عقود الخيارات ومن مظاهر التحديث أيضا طريقة التداول الآلي واحتكار شركات البورصة لعمليات التداول، ولم يحدث أي تغيير بعد ذلك حتى الآن.

## 2-3 البورصة اليابانية:

تعتبر البورصة اليابانية بورصة رائدة على مستوى الأسواق المالية الدولية، وذلك بفضل الخصائص التي تتصف بها والتي تميزها عن غيرها من البورصات، حيث تغطي الأسواق المالية في اليابان أسواق الأسهم أسواق السندات التأمين وأسواق الإستثمار ورأس المال، وتتميز البورصات اليابانية بمجموعة من الخصائص ولعل من أهمها هو إنخفاض المخاطر وتنوع الأوراق المالية المتداولة في البورصات هذا بالإضافة إلى الإتجاه المتزايد نحو تسجيل وتداول الأوراق المالية الأجنبية والإتصالات الفعالة بين البورصات اليابانية والبورصات الأجنبية، فضلا عن ذلك تتميز البورصات اليابانية بإستقرار التداول فيها وإنتشار الوعي الإستثماري مع إتساع قاعدة الوعي الإيداري لدى اليابانيين وتجديد وتطور أدوات البورصات اليابانية ولعل هذا ما زاد من عدد الشركات المسجلة فيها خاصة وأن هذه البورصات اليابانية تضع شروطا ميسرة للتسجيل فيها كما أنها تعمل جاهدة على بناء شبكة معلومات لتداول الأوراق المالية

<sup>12</sup> - فريد النجار، "البورصات والهمدسة المالية"، ص: 122.

كما أنها تسعى إلى تطوير أدوات السوق الأولية والسوق الثانوية هذا إلى جانب تطوير أسواق السندات والإهتمام بأسواق العملات الأجنبية.<sup>13</sup>

## ثانياً - البورصات الناشئة:

تتمثل الأسواق الناشئة في تلك الأسواق الموجودة في دول منخفضة ومتوسطة النمو، وبدأت عمليات التغير والنمو في الحجم والتعدد وتتمتع بقدرات متعددة لمواصلة النمو والتقدم، كذلك غالباً ما تعرف الدول الناشئة على أنها ذلك البلد الذي يقل فيه نصيب الفرد من الناتج الداخلي الخام عن 10000 دولار، وبالتالي فإن مصطلح الأسواق المالية الناشئة لا يرتبط بحدثة نشأة السوق فمثلاً الهند تعتبر بورصة مالية ناشئة وقد تم إنشاؤها منذ 1875، وإنما ترتبط الأسواق المالية الناشئة بمعيارين أساسيين هما: أن تتواجد هذه الأسواق في الإقتصاديات النامية وأن تكون هذه الأسواق في مرحلة إنتقالية شرط أن تتميز بنمو في حجمها ومستوى نشاطها، ورغم توفر بورصة الجزائر على المعيار الأول والمتعلق بوجودها في دولة نامية إلا أنها لا تعتبر سوق مالية ناشئة بسبب ضعف وصغر حجمها وانخفاض سيولتها.

## 1- تعريف البورصات الناشئة ومراحل تطورها:

### 1-1 تعريف البورصات الناشئة:

تعرف الأسواق المالية الناشئة على أنها الأسواق التي توجد خارج الدول تقدماً، وتنتمي إلى دول نامية في مرحلة التحول إلى اقتصاد السوق، وأهم ما تتميز به هذه الأسواق هو الزيادة الكبيرة في القيمة السوقية للأسهم، بالإضافة إلى تزايد حجم الإصدارات الجديدة.<sup>14</sup> تقسم الأسواق المالية الناشئة إلى أربعة مجموعات وفقاً لمراحل تطورها: حيث تتمثل المجموعة الأولى في تلك الأسواق التي لازالت في المراحل الأولى للتطور، مثل بورصات كينيا، زيمبابوي، المجر وبولندا، ومن أهم سماتها قلة عدد الشركات المسجلة فيها وانخفاض عدد الأسهم وضآلة القيمة السوقية للأسهم مع تركيز ملكية هذه الأسهم في نوعيات محددة، هذا بالإضافة إلى انخفاض سيولة الأوراق المالية والتقلبات الشديدة في الأسعار.

أما المجموعة الثانية فتتمثل في كل من بورصات البرازيل والصين وكولومبيا والهند والمغرب والفلبين حيث تتميز الأوراق المالية المتداولة على مستواها بدرجة سيولة كبيرة وبتنوع على نحو يوفر للمستثمرين الفرصة لجني الأرباح من تكوين محافظ متنوعة للأوراق المالية كما أن المصدر الرئيسي للتمويل فيها هو إصدار الأسهم.

<sup>13</sup> - فريد النجار، البورصات والهندسة المالية، مرجع سبق ذكره، ص: 126.

<sup>14</sup> - وليد أحمد صافي، مرجع سبق ذكره، ص: 91.

بينما المجموعة الثالثة فهي تمثل كل من بورصات الأرجنتين وإندونيسيا وتايوان وتركيا والتي تتميز باستقرار نسبي أكبر في أسعار الأوراق المالية وزيادة حجم الإصدارات الجديدة وخاصة من الأسهم وإرتفاع القيمة السوقية للأسهم المدرجة. وتتميز المجموعة الرابعة مثل بورصات هونغ كونغ والمكسيك وكوريا وسنغافورة وتايوان بمعدلات سيولة مرتفعة بالنسبة للأوراق المالية، كبر حجم التعاملات واتساع نطاق السوق المالية.

## 2- خصائص البورصات الناشئة:

تتميز البورصات الناشئة بمجموعة من الخصائص المختلفة، فقد نجد خصائص تميز بورصة المكسيك أو بورصة الأرجنتين لكن لا نجدها في البورصات الأخرى، ولعل ذلك راجع إلى الاختلاف الموجود في عدد الشركات المسجلة في البورصة وعدد الشركات الجديدة، والقيمة السوقية للأسهم، والقدرة على تجميع رأس المال من خلال إصدار الأوراق المالية في السوق الأولية، هذا إلى جانب الاختلاف الموجود في مقومات البيئة الإقتصادية والتمويلية - المالية - في الدول النامية مثل دور وحجم القطاع الخاص، قدرة المستثمرين الأجانب على الوصول للسوق، الوضع المؤسسي والإشرافي، الإطار التشريعي والتنظيمي الذي يحكم الاستثمار المحلي والأجنبي بالإضافة إلى تدفق المعلومات، ومتطلبات الإفصاح ومعايير المحاسبة والمراجعة، وجود مؤسسات لتقدير الجدارة الائتمانية.

فضلا عن ذلك، تتميز البورصات الناشئة بأهم الخصائص التالية:<sup>15</sup>

- الخطر والعائد: يقاس الخطر عادة بالانحراف المعياري للعائد بناء على فترة محددة أو بما يسمى بتقلبات الأسعار، وتتميز هذه الأخيرة بمستويات مرتفعة في البورصات الناشئة.
- السيولة وعمق السوق: يقصد بعمق السوق أنه يمكن الحصول بسهولة ويسر على أوامر شراء وبيع الأوراق المالية بسعر أعلى وأدنى من الأسعار السائدة في السوق، أما ضيق السوق فيعني أن هناك عدد قليل من أوامر البيع والشراء، ويمكن دراسة سيولة السوق وعمقها من خلال حجم التداول وقيمة التعامل والرسلة البورصية ونصيب العشر أو العشرين مؤسسة الأكبر في السوق من رسملتها.
- المنتجات المتداولة: وهنا نميز بين المنتجات التي تصدر وتفيد في الأسواق المحلية وتلك التي تفيد في الأسواق الأجنبية، فإلى جانب الأسهم والسندات التي يتم تداولها في الأسواق المحلية الناشئة، بدأ التعامل بالمنتجات المشتقة ولقت رواج ملحوظا، فمثلا بورصة سامباولو للعقود المستقبلية في البرازيل " *Bolsa Mercadorias e Futuros de Sao Paulo* " احتلت المركز الخامس عشرة من ضمن البورصات الأكثر نشاطا في سنة 1990، ومن أجل جلب عدد أكبر من المستثمرين الأجانب، قامت مؤسسات عديدة في الأسواق الناشئة بإصدار أسهم في بعض الأسواق المتقدمة، وإصدار أورو-سندات بما يقارب

<sup>15</sup> - بن ثابت علل، مرجع سبق ذكره، ص ص: 162-165.

37 مليار دولار من طرف الدول الناشئة، إلى جانب اللجوء إلى منتجات مشتقة تستثمر في الأسواق المتقدمة.

- إدارة المؤسسات: تتميز القوانين التي تنظم شركات المساهمة بعدم الشفافية وعدم الصرامة في مختلف الأسواق الناشئة، فمثلا لا يمكن لحملة الأسهم بكامل صلاحياتهم بالمساهمة في قرارات مجلس الإدارة، هذا إلى جانب أن المستثمرين التأسيسيين لا يساهمون دائما في قرارات التسيير وهذا ما يفسر إلى حد ما تقلبات رؤوس الأموال.

- درجة انفتاح السوق: يمكن أن نقيم درجة انفتاح السوق بالنظر إلى عدد الشركات الأجنبية المقيدة في الأسواق الناشئة وتحرير تنقل رأس المال، فنلاحظ أن الأسواق الناشئة هي أقل تدويلا من مثيلاتها المتطورة، وأكثر قليلا من عدد الشركات المقيدة فيها، فمثلا كان نصيب المستثمرين الأجانب ما نسبته 25 % من حجم التعامل في إندونيسيا و 20 % في المكسيك، ولكن وبالرغم من تزايد عمليات التحرر من التنظيمات والقوانين التي تعرقل الإستثمار الأجنبي، وكذلك السعي لتدويل أسواق المال، إلا أن درجة الانفتاح لا زالت غير تامة.

- مستوى الإدخار الوطني: تتميز أغلب الدول الناشئة بمستوى ادخار وطني غير كافى لتلبية احتياجات تمويل اقتصادياتها، باستثناء بعض الدول الآسيوية التي لها معدلات ادخار من بين ضمن المعدلات الأعلى في العالم، فعلى هذا الأساس يجب تحقيق معدلات ادخار وطنية مرتفعة حتى يتسنى المحافظة على الاستقرار المالي وتخفيض تقلبات عوائد أسواقها وجلب استثمارات أجنبية.

- التشريع الضريبي: يتميز التشريع الضريبي في الدول الناشئة بمرونة أكثر منه في الدول المتقدمة، خاصة في الضرائب المتعلقة بفوائض القيم وبالأرباح.

### 3- الآثار الإيجابية والسلبية للأسواق المالية الناشئة:

سنتطرق من خلال ما يلي إلى توضيح أهم الآثار الإيجابية والسلبية المرتبطة بالأسواق المالية الناشئة وذلك على النحو التالي:<sup>16</sup>

#### 3-1 الآثار الإيجابية:

لقد نتج عن تدفقات رؤوس الأموال للدول النامية من خلال الإستثمار في الأسواق الناشئة عدد من الآثار الإيجابية على كل من الإستثمار والتنمية الإقتصادية لهذه الدول، كما ساعد نمو هذه الأسواق على تحقيق مكاسب صافية على مستوى العالم وذلك كما يلي:

- **إنخفاض تكلفة تمويل التنمية:** لقد إعتمدت الدول النامية على الإقتراض في تمويل التنمية بها لفترات طويلة، وكانت القروض تتم في غالب الأحيان بأسعار الفائدة العالمية وبالتالي يؤدي إرتفاع أسعار الفائدة العالمية إلى زيادة تكلفة الديون وخدماتها على الدول المقترضة، أما نشأة الأسواق الناشئة بالدول النامية

<sup>16</sup> - عزوز عائشة، مرجع سبق ذكره، ص ص: 195-198.



وإجذابها لتدفقات مالية هائلة في صور استثمار مالي في الأدوات المالية المختلفة المطروحة في هذه الأسواق ساعد هذه الدول على الحصول على الأموال اللازمة لها وبتكلفة تقل عن تكلفة القروض التي كانت تلجأ لها من قبل.

- **زيادة الاستثمار في دول الأسواق الناشئة:** والذي يرجع إلى زيادة نمو الأسواق الناشئة، حيث أنها مكنت الشركات من الحصول على الأموال اللازمة لها بتكلفة منخفضة مما أدى إلى زيادة الإستثمارات في هذه الدول وكذلك زادت نسبتها إلى الناتج المحلي الإجمالي، مما يعكس تأثير نمو أسواق الأوراق المالية الناشئة وزيادة الاستثمار بها، ويمكن تفسير هذا النمو بأن نشاط الأسواق المالية الناشئة وزيادة الاستثمار المالي بها أدى إلى زيادة في الاستثمار الحقيقي بدول الأسواق الناشئة وهذا ما سيؤدي إلى زيادة أكبر في الدخل القومي، وبالتالي فإن نشاط الأسواق الناشئة ونموها له تأثير إيجابي على معدل النمو الإقتصادي لدول الأسواق الناشئة.

- **تحسين قيمة العملة في دول الأسواق الناشئة:**

لقد ساعد نمو الأسواق الناشئة على تدفق حجم كبير من تدفقات المحفظة إلى داخل هذه الدول بشكل قد يؤدي إلى تحسن عملة الدولة المتلقية لهذه التدفقات، ففي حالة الكثير من الدول الناشئة التي تتبع نظام تعويم العملات فإن أي تدفق لرأس المال داخل هذه الدول بما يفوق القدر اللازم لتمويل عجز الحساب الجاري يؤدي إلى زيادة الطلب على العملة المحلية وينعكس ذلك على تحسن سعر الصرف الإسمي للعملة مما ينتهي إلى تحسن في سعر الصرف الحقيقي.

- **تخفيف حدة التقلبات الإقتصادية:** لقد ساعد نمو الأسواق الناشئة على التخفيف من حدة التقلبات الإقتصادية، حيث يتمتع المستثمرون عن بيع أية أصول لديهم إذا كانت أسعار هذه الأصول في حدها الأدنى (حالة كساد) وأيضاً يمتنعون عن شراء أية أصول مالية إذا كان سعرها في حدها الأقصى (حالة رواج) رغبة منهم في تحقيق أرباح رأسمالية من خلال عمليات بيع هذه الأصول أو شرائها.

- **التقليل من هروب رؤوس الأموال نحو الخارج والمساهمة في إسترداد رؤوس الأموال الهاربة:** يقلل وجود الأسواق المالية الناشئة من فرص هروب رؤوس الأموال للخارج وخاصة التي تخرج نظراً لعدم وجود أسواق مالية محلية تعطي بدائل إستثمارية متعددة، ومن ثم فإن توافر مثل هذه البدائل في الأسواق الناشئة مع إرتفاع العائد بها لا يترتب عليه فقط عودة جزء من الأموال الهاربة إلى الأسواق الناشئة مرة أخرى بل تقليل فرصة هروب رؤوس الأموال جديدة إلى الخارج.

من جانب آخر، تعتبر البورصات الناشئة أحد عوامل الجذب لإسترداد الأموال الهاربة وخاصة تلك التي تبحث عن عائد أعلى وهو ما يتوافر في تلك البورصات، وعادة ما يعود جزء من هذه الأموال الهاربة إلى الأسواق الناشئة حتى قبل أن يكتشف المستثمر الأجنبي الفرص الإستثمارية في الأسواق الناشئة، نظراً لقرب المستثمر المحلي في الدول ذات الأسواق المالية الناشئة من مصادر المعلومات الخاصة بالتطورات الإقتصادية والأحداث المتوقعة عن المستثمر الأجنبي.

### 3-2 الآثار السلبية:

على الرغم من الآثار الإيجابية التي تحققها الأسواق المالية الناشئة، إلا أنه هناك مجموعة من المشاكل والآثار السلبية التي تترتب على النمو في هذه الأسواق والتي من شأنها أن تضعف النظام المالي لدول الأسواق الناشئة، وذلك بسبب عدم تجانس المعلومات والذي يترتب عليه إختلاف الأسعار عن القيمة الحقيقية وانتقال العدوى بفعل فقدان الثقة في بنية النظام المالي، وفيما يلي نذكر أهم المشاكل التي تؤثر من خلالها الأسواق المالية الناشئة بصورة سلبية والتي تعلق بـ:

- **المشاكل المتعلقة بالتقلبات والمضاربة:** حيث كثيرا ما كانت الأسواق المالية الناشئة مصدر للتقلبات المفرطة في الإقتصاد والتي من بين أهم أسبابها هو أن الدول النامية معرضة بدرجة أكبر للآزمات الداخلية والخارجية التي يمكنها أن تهدد إستقرار أي ترتيب يمكن تصوره لعمليات الإصلاح، كما تعتبر مسألة عدم ثبات شروط التجارة الدولية التي تنشأ في الإقتصاديات التي تتسم بالإعتماد على منتج بعينه أحد المصادر الرئيسية لعدم الإستقرار المالي.

ومع التطور في تنظيم أسواق الإستثمار تزيد مخاطر المضاربة والمشاكل المرتبطة بالدرجة العالية من السيولة المتاحة في الأسواق العميقة، حيث تسمح هذه السيولة للمضاربين بتغيير محافظهم بسرعة بتكلفة قليلة إستجابة للتغيرات في الشائعات أو الحالة النفسية وليس نتيجة أي تغير في الأساسيات الإقتصادية، وقد يسفر ذلك عن حدوث تقلبات مفرطة في العائدات، كما يمكن أن تنشأ الضغوط المضاربة من المؤسسات غير المالية التي تدخل البورصة لإقتناص العائدات الأعلى المتاحة عن طريق المضاربة، وبذلك توجه الموارد بعيدا عن الأنشطة الإنتاجية وتوجه إلى بورصة الأوراق المالية وهو ما قد يشكل عائق على الإستثمار وبالتالي يعرقل النمو بينما يحدث ضغطا تصاعديا على أسعار الفائدة الحقيقية بسبب إزدياد المخاطر.

- **المشاكل المرتبطة بالإستثمار بالمحفظة:** يمكن أن يتعرض الإقتصاد الكلي لعدم الإستقرار بسبب التدفقات الخاصة بالإستثمار أو أن تكون هذه التدفقات لفترة مؤقتة، كما يمكن أن تتسبب التدفقات غير المستمرة إلى زعزعة الإقتصاد المحلي عند وصولها وكذلك عند خروجها، وقد بدا في أوائل التسعينات أن هناك مشكلة تتعلق بالحصول على قدر من رؤوس الأموال أكثر من اللازم وقد نشأ هذا القلق من زيادة رؤوس الأموال على البلدان النامية بسبب تأثيره في الإقتصاد الكلي وأثاره الأخرى في البلد المتلقي، بالإضافة إلى أن تدفقات رؤوس الأموال يمكن أن تمثل مشكلة إذا كانت قصيرة الأجل وشديدة التقلب.

فإذا عجز البنك المركزي عن إتخاذ الخطوات الضرورية لتلاشي تلك الآثار نظرا لإنخفاض مستوى الإحتياطيات الأجنبية، فقد يترتب على ذلك إختلال ميزان المدفوعات كما قد يترتب على الصدمة السالبة التي تتمثل في إنخفاض أسعار السلع التصديرية أو زيادة أسعار أهم السلع المستوردة، أو إنخفاض تدفقات رأس المال للداخل، تحويل المستثمرين الأجانب لأموالهم خارج البلاد، وذلك لأنهم يرغبون في الإحتفاظ بإستثماراتهم في المناطق التي تقدم العائد المرتفع، ويتمثل ذلك بقيام المستثمرين الأجانب ببيع ما

في حوزتهم من أسهم محلية وشراء العملات الأجنبية، مما يترتب عليه إنخفاض في الرقم القياسي لأسعار الأسهم، ويتوقف ذلك على نظام الصرف ومدى الزيادة في معدلات الفائدة المحلية أو الإنخفاض في أسعار الصرف أو في كليهما.

#### 4- أمثلة عن بعض البورصات الناشئة:

##### 4-1 بورصات أمريكا اللاتينية :

ظهرت على مستوى قارة أمريكا اللاتينية بعض الأسواق المالية الناشئة، ومن بينها يمكن ذكر مايلي:

- **بورصة جامايكا:** أنشئت هذه السوق عام 1968، وتعد تجربة جامايكا من التجارب المفيدة في آثارها الديناميكية على البورصة، كما أنها تعتبر مثالا واضحا لتطور سوق رأس المال خلال عقد الثمانينيات، ويرجع ذلك إلى السياسات الإصلاحية التي تتبناها حكومة جامايكا، وتنفيذ برامج التخصيص مع بداية الثمانينات والجدية والفاعلية في التنفيذ مع نهاية هذا العقد.

- **بورصة البرازيل:** تتميز باستمرار إرتفاع مؤشر بورصتها ضمانا للمستثمرين وتحقيقا لعوائد مجزية.
- **بورصة شيلي:** تتمتع هذه السوق بمناخ سياسي مستقر، وتستفيد من إقبال مستثمري الولايات المتحدة عليها خاصة بعدما نجحت في السيطرة على التضخم.

##### 4-2 البورصات الآسيوية:

لقد ظهرت في القارة الآسيوية العديد من البورصات الناشئة، من أهمها:

- **بورصة كوريا الجنوبية:** أنشئت عام 1956 وكانت أساسا في البداية سوقا للسندات الحكومية لا لأسهم الشركات، ولم تظهر سندات الشركات إلا في 1972، وبفعل التدابير السياسية فقد اتسعت سوق الأوراق المالية كثيرا في المدة ما بين 1971 و 1978، حيث زاد عدد الشركات المسجلة سبع مرات وزاد مؤشر أسعار الأوراق المالية المركب نحو ست مرات، وزاد إجمالي القيمة السوقية للأوراق المسجلة في البورصة الكورية من 3% من إجمالي الناتج الوطني في 1971 إلى 12 % في 1978، وقد شهدت سوق الأوراق المالية الكورية إزدهارا كبيرا ما بين 1984 و 1988.

- **بورصة أندونيسيا:** بدأت أولى محاولات الحكومة الأندونيسية لإحياء سوق الأوراق المالية عام 1972، وذلك بمساعدة كل من هولندا ومنظمة التمويل الدولية، ومنذ بداية تسعينيات القرن الماضي كان نمو السوق محسوسا من جميع النواحي كعدد الشركات المسجلة، وقيمة رأس مال السوق، وحجم التعامل، وعدد شركات الأوراق المالية.

- **بورصة هونغ كونغ:** تتمتع هذه البورصة بالديناميكية، وفيما يتعلق بشكلها القانوني فهي ترتبط بشكل كبير بالعلاقات الصينية البريطانية.

- **بورصة ماليزيا:** هي سوق متطورة وواسعة لرأس المال بصفة عامة وسوق للأسهم بصفة خاصة، وقد بدأ الإتجاه نحو إنشاء بورصة منظمة للأوراق المالية في ماليزيا منذ عام 1930 حينما تم إنشاء إتحاد لحائزي الأوراق المالية، غير أن تشكيل بورصة الأوراق بالمفهوم المتعارف عليه تأخر حتى عام 1960، ويعتبر كثير من المستثمرين هذه السوق واحدة من أكثر الأسواق العالمية الناشئة حركة في العالم، بالرغم من أنها ظلت غير ظاهرة مقارنة بجيرانها هونغ كونغ، تايلندا، سنغافورة.
- **بورصة الهند:** تمثل بورصة الهند سوقا ذات إحتتمالات نمو واسعة وقد تم إنشاء أول شركة إستثمار أجنبية للعمل في سوق الأسهم الهندية، ومن بين النقائص التي تعاني منها هذه البورصة أنها مصممة لصغار المستثمرين وليس للصناديق الكبيرة، ومع ذلك فإن الهند تمثل إحتمالا إستثماريا مربحا.

## خلاصة:

كنتيجة للتغيرات التي شهدتها الساحة المالية العالمية، أصبحت الأسواق المالية تتأثر بمجموعة من الضغوط والقوى العالمية، لذلك إتجهت العديد من الدول نحو توحيد القوانين التي تنظم أسواقها والتخفيف من القيود التنظيمية والإجراءات المعقدة لنشاطها وإزالة الحواجز الفاصلة بينها، وتعتبر كل من البورصات الأمريكية والأوروبية والبورصات اليابانية من بين أهم البورصات الرائدة على مستوى الأسواق المالية الدولية، وليس بعيدا عن هذه الأسواق ظهرت البورصات الناشئة كأحد الأقطاب المهمة في الإقتصاد العالمي، وذلك بفضل الخصائص التي تتميز بها مثل إرتفاع نسبة المخاطرة والعائد، سهولة وعمق أسواقها وتنوع المنتجات المالية المتداولة على مستواها، وعليه، تتضح أهم المفاهيم التي يمكن إستخلاصها من هذا المحور فيما يلي:

- تركز الأسواق المالية الدولية في قيامها على مجموعة من المقومات الضرورية فهي تتنوع على عدد كبير من البنوك والمؤسسات المالية وكذا إستقطابها لأكبر قدر ممكن من رؤوس الأموال.
- أخذت البورصات المتقدمة الطابع العالمي بفضل زيادة حجم المعاملات التي تتم على مستواها وتأثيرها بشكل كبير على النظام العالمي، هذا بالإضافة إلى قدرتها على خلق آليات وأدوات عمل جديدة من خلال تكنولوجيا المعلومات ومنظومة الإتصالات مع إتجاهها العالمي نحو توحيد القوانين التي تنظمها ومن خلال أيضا إلغاء أو التخفيف من القيود التنظيمية والإجراءات المعقدة.
- يشمل مفهوم الأسواق المالية الناشئة تواجد الأسواق في الإقتصاديات النامية وتميزها بنمو في حجمها ومستوى نشاطها، وبالرغم من المزايا التي تتمتع بها مثل بإنخفاض تكلفة التمويل فيها وزيادة الإستثمار على مستواها إلا أنها تعاني من بعض المشاكل والتي من شأنها أن تضعف النظام المالي لهذه الأسواق.

## خاتمة:

يرتبط الإقتصاد النقدي أساسا بالإتجاه إلى النقود بأشكالها المختلفة واستخدامها كوسيط في المبادلات، وبذلك قدمت النقود حلا لمختلف المشاكل التي كانت قائمة حيث أصبحت النقود تمثل قوة شرائية عامة أدت إلى إدخال المستقبل في النشاط الإقتصادي، وبالتالي دعم ظهور النقود مفهوم الإستثمار كأحد المفاهيم الإقتصادية.

كذلك، يعتبر تواجد أسواق رأس المال ضرورة حتمية تتطلبها المعاملات الاقتصادية بين الأفراد والمؤسسات والشركات وذلك من أجل تلبية رغباتهم لما لها من أهمية بالغة، فهي تشكل أداة فعالة في النظام المالي بإعتبارها مؤشر لتقويم الأداء الإقتصادي للشركات والمشروعات وحلقة إتصال بين جميع فعاليات شبكات الإقتصاد الكلي، وقد نشأت على مستوى النظام المالي علاقة وطيدة وقوية بين كل من البورصات المؤسسات المالية ومختلف الأسواق المالية الأخرى وذلك بغض النظر عن طبيعة المعاملات المالية التي تتم على مستوى كل سوق، وتتضح هذه العلاقة بشكل كبير من خلال آلية تحويل الأموال على مستوى هذا النظام والتي تتم وفق قوانين جد صارمة.

وعليه، سعت دراسة الإقتصاد النقدي وأسواق رأس المال في الإلمام بالمبادئ والأسس العامة لأهمية النقود وآليات التعامل بها بالإضافة إلى توضيح مكانة وأهمية أسواق رأس المال في تحقيق الكفاءة في تخصيص الأموال وتوجيه الموارد إلى المجالات الأكثر ربحية.

## المراجع:

### -الكتب:

- 1- إبراهيم النصور، "النقود والبنوك والإقتصاد"، الأكاديمية العربية للعلوم المالية والمصرفية، مصر، 2004.
- 2- أحمد عبد اللطيف، "بورصة الأوراق المالية"، مركز جامعة القاهرة، مصر، 1998.
- 3- أسامة محمد الفولي، اقتصاديات النقود والتمويل، دار الجامعة الجديدة، الإسكندرية، 2005.
- 4- السيد محمد أحمد السريتي، محمد عزت محمد غزلان، اقتصاديات النقود والبنوك والأسواق المالية، مؤسسة رؤية، مصر، 2010.
- 5- عاطف وليم أندرواس، "أسواق الأوراق المالية بين ضرورة التحول الإقتصادي والتحرير المالي ومتطلبات تطويرها"، دار الفكر الجامعي للنشر، الإسكندرية، 2007.
- 6- أحمد أبو الفتوح علي الناقة، "نظرية النقود والأسواق المالية"، مكتبة الإشعاع الفنية، مصر، 2001.
- 7- أحمد فريد مصطفى، محمد عبد المنعم عفر، "الاقتصاد النقدي والبنكي بين النظرية والتطبيق"، مؤسسة شهاب الجامعة، الاسكندرية، مصر، 2005.
- 8- أحمد محمد لطف أحمد، "معاملات البورصة بين النظم الوضعية والأحكام الشرعية"، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، 2006.
- 9- أرشد فؤاد التميمي، "الأسواق المالية إطار في التنظيم وتقييم الأدوات"، دار اليازوري للنشر، عمان، 2010.
- 10- إسماعيل أحمد الشناوي وآخرون، "إقتصاديات النقود والبنوك والأسواق المالية"، دار التعليم الجامعي، الإسكندرية، 2011.
- 11- أكرم حداد، مشهور هذلول، "النقود والمصارف: مدخل تحليلي ونظري"، دار وائل للنشر والتوزيع، الأردن، 2005.
- 12- الزرري عبد النافع، "الأسواق المالية"، ط1، دار وائل للنشر، عمان، 2001.
- 13- السيد متولي عبد القادر، "إقتصاديات النقود والبنوك"، ط1، دار الفكر، عمان، 2010.
- 14- السيد متولي عبد القادر، "الأسواق المالية والنقدية في عالم متغير"، ط1، دار الفكر، عمان، 2010.
- 15- الطاهر لطرش، "تقنيات البنوك"، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2001.
- 16- أنس البكري، وليد صافي، "النقود والبنوك بين النظرية والتطبيق"، دار المستقبل للنشر والتوزيع، ط1، عمان، الأردن، 2009.
- 17- بريان كويل، "نظرة عامة على الأسواق المالية"، ط1، دار الفاروق للنشر، مصر، 2006.
- 18- بسام الحجار، الاقتصاد النقدي والمصرفي، دار المنهل اللبناني، بيروت، لبنان، 2006.

- 19-توماس ماير، "النقود والبنوك والإقتصاد"، ترجمة: أ-د السيد عبد الخالق، دار المريخ، السعودية، 2002.
- 20-جلال إبراهيم العبد، "تحليل وتقييم الأوراق المالية"، ط1، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2003.
- 21-جمال جويدان الجمل، "الأسواق المالية والنقدية"، ط1 دار الصفاء للنشر، عمان، الأردن، 2002.
- 22-حسني علي خريوش وآخرون، "الأسواق المالية-مفاهيم وتطبيقات-"، دار زهران للنشر، عمان، 2010.
- 23-حسين بني هاني، "اقتصاديات النقود والبنوك: الأسس والمبادئ"، ط1، دار الكندي للنشر والتوزيع، الأردن، 2003.
- 24-حسين محمد سمحان، إسماعيل يونس يامن، اقتصاديات النقود والمصارف، دار صفاء للنشر والتوزيع، الأردن 2011.
- 25-خبابة عبد الله، "الاقتصاد المصرفي (النقود-البنوك التجارية-البنوك الإسلامية-السياسة النقدية)"، دار الجامعة الجديدة الإسكندرية، مصر، 2010.
- 26-رشا العصار، رياض الحلبي، "النقود والبنوك"، دار صفا للنشر والتوزيع، عمان، 2000.
- 27-زكريا الدوري، يسري السامرائي، البنوك المركزية والسياسات النقدية، دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع، الأردن، 2006.
- 28-زياد سليم رمضان، محفوظ أحمد جودة، "إدارة البنوك"، ط2، دار الميسرة للنشر والتوزيع ، عمان.
- 29-سامر بطرس جلدة، "النقود والبنوك"، دار البداية ناشرون وموزعون، الأردن، 2009.
- 30-سامر جلدة، "البنوك التجارية والتسويق المصرفي"، ط1، دار أسامة للنشر، عمان، الأردن، 2009.
- 31-سعيد سامي الحلاق، محمد محمود العجلوني، "النقود والبنوك والمصارف المركزية"، دار اليازوري للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2010.
- 32-سعيد عيد توفيق، "الإستثمار في الأوراق المالية"، مكتبة عين شمس، القاهرة، مصر، 1998..
- 33-سوزي عدلي ناشد، "مقدمة في الاقتصاد النقدي والمصرفي"، منشورات الحلبي القانونية، بيروت، لبنان، 2005.
- 34-شقيري نوري موسى وآخرون، "المؤسسات المالية المحلية والدولية"، ط1، دار المسيرة للنشر والتوزيع، عمان، 2009.
- 35-صالح مفتاح، "العولمة المالية"، مجلة العلوم الإنسانية، العدد الثاني، جامعة محمد خيضر، بسكرة، 2002.
- 36-صلاح الدين حسن السيسي، "بورصات الأوراق المالية"، ط1، عالم الكتب للنشر والطباعة، القاهرة، 2003.
- 37-ضياء مجيد الموسوي، "البورصات أسواق رأس المال وأدواتها الأسهم والسندات"، 1998، ديوان المطبوعات الجامعية.



- 38- ضياء مجيد، "الاقتصاد النقدي-المؤسسات النقدية، البنوك التجارية، البنوك المركزية-"، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية، 2008.
- 39- طاهر فاضل البياتي، ميرال روي سمارة، "النقد والبنوك والمتغيرات الاقتصادية المعاصرة"، دار وائل للنشر، 2013.
- 40- طاهر فاضل البياتي، ميرال روي سمارة، النقد والبنوك والمتغيرات الاقتصادية المعاصرة، دار وائل للنشر، الأردن، 2010.
- 41- ظاهر حيدر حردان، "مبادئ الإستثمار"، دار المستقبل، للنشر والتوزيع، عمان، 1997.
- 42- عادل أحمد حشيش، "أساسيات الاقتصاد النقدي والمصرفي"، دار الجامعة الجديدة، مصر 2004.
- 43- عاطف و ليم أندراوس، "السياسة المالية وأسواق الأوراق المالية"، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية، 2005.
- 44- عبد الباسط كريم مولود، "تداول الأوراق المالية(دراسات قانونية مقارنة)"، ط1، منشورات الحلبي الحقوقية، سوريا، 2009.
- 45- عبد الغفار حنفي، "أساسيات الاستثمار في بورصات الأوراق المالية"، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2005.
- 46- عبد الغفار حنفي، رسمية قرياقص، "البورصات والمؤسسات المالية"، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2002.
- 47- عبد الله الطاهر، موفق علي الخليل، "النقد والبنوك والمؤسسات المالية"، ط2، مركز يزيد للنشر، الأردن، 2006.
- 48- عبد المجيد قدي، "المدخل للسياسات الاقتصادية الكلية " دراسة تحليلية تقييمية"، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2003 .
- 49- عبد المطلب عبد الحميد، "اقتصاديات النقد والبنوك :الأساسيات والمستحدثات"، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2007.
- 50- عبد المنعم السيد علي، نزار سعد الدين العيسي، "النقد والمصارف والأسواق المالي"، دار الحامد للنشر والتوزيع، عمان، الاردن، 2004 .
- 51- عبد النعيم محمد مبارك، محمود يونس، "اقتصاديات النقد و الصيرفة والتجارة الدولية"، الدار الجامعية، مصر، 1996، ص:20.
- 52- عصام حسين، "أسواق الأوراق المالية(البورصة)"، ط1، دار أسامة للنشر والتوزيع، عمان، 2008.
- 53- عقيل جاسم، "النقد والمصارف"، عمان، الأردن، 1999 .
- 54- عماد صالح سلام، "إدارة الأزمات في بورصات الأسواق المالية العربية والتنمية المتواصلة"، أبوظبي، 2002.

- 55- غالب عوض الرفاعي، عبد الحفيظ بلعربي، "اقتصاديات النقود والبنوك"، ط1، دار وائل للنشر، الأردن، 2002.
- 56- فريد النجار، "البورصات والهندسة المالية"، الدار الجامعية، الإسكندرية، 1998.
- 57- فليح حسن خلف، "الأسواق المالية النقدية"، عالم الكتب الحديث، عمان، 2006.
- 58- قدي عبد المجيد، "المدخل إلى السياسة المالية الكلية"، ط3، ديوان المطبوعات الجامعية، 2005.
- 59- ماهر كنج شكري، مروان عوض، "المالية الدولية (العملات الأجنبية والمشتقات المالية بين النظرية والتطبيق)"، ط1، معهد الدراسات المصرفية، عمان، الأردن، 2014.
- 60- متولي عبد القادر، "اقتصاد النقود والبنوك"، ط1، 2010.
- 61- محمد إبراهيم عبد الرحيم، "اقتصاديات النقود والبنوك"، دار التعليم الجامعي، مصر، 2014.
- 62- محمد أحمد عبد النبي، "السياسات النقدية والمالية وأداء سوق الأوراق المالية"، دار صفاء للنشر، عمان، 2010.
- 63- محمد الشريف إلمان، "محاضرات في النظرية الاقتصادية الكلية"، ج3، ديوان المطبوعات الجامعية، ط2، 2000.
- 64- محمد شريف إلمان، "محاضرات في النظرية الاقتصادية الكلية-الدوال الاقتصادية الكلية، القطاع النقدي-"، ج3، ديوان المطبوعات الجامعية، 2003.
- 65- محمد صالح الحناوي، "دليل المستثمر (أساسيات الاستثمار في بورصة الأوراق المالية)"، الدار الجامعية، الإسكندرية.
- 66- محمد صالح الحناوي، عبد الفتاح عبد السلام، "المؤسسات المالية (البورصة والبنوك التجارية)"، الدار الجامعية، الإسكندرية، 1998.
- 67- محمد صالح القرشي، "اقتصاديات النقود والبنوك والمؤسسات المالية"، إثراء للنشر والتوزيع، الأردن، 2009.
- 68- محمد صالح القرشي، "اقتصاديات النقود والبنوك والمؤسسات المالية"، ط1، إثراء للنشر والتوزيع، الأردن، 2009.
- 69- محمد يونس، عبد النعيم مبارك، كمال أمين الوصال، "اقتصاديات النقود والبنوك والأسواق المالية"، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2004.
- 70- محمود حميدات، "مدخل للتحليل النقدي"، ديوان المطبوعات الجامعية، ط3، الجزائر.
- 71- مروان عطوان، "الأسواق النقدية والمالية (أدوات وآليات نشاط البورصات في الاقتصاد الحديث)"، ج1، ط3، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2005.
- 72- مصطفى كمال السيد طایل، "الصناعة المصرفية في ظل العولمة"، اتحاد المصارف العربية، الأردن، 2005.
- 73- منير إبراهيم هنيدي، "الأوراق المالية وأسواق المال"، منشأة المعارف، الإسكندرية، 2006.

- 74- منير ابراهيم هنيدي، "الأوراق المالية وأسواق رأس المال"، منشأة المعارف، الإسكندرية، 2005.
- 75- منير بوريشة، "المسؤولية الجنائية للوسطاء الماليين في عمليات البورصة"، دار الجامعة الجديدة للنشر، الإسكندرية، 2002.
- 76- ناظم محمد نوري الشمري، "النقود والمصارف والنظرية النقدية"، دار زهران للطباعة والنشر، عمان، 2006.
- 77- نصر علي طاحون، "شركة إدارة محافظ الأوراق المالية"، دار النهضة العربية، القاهرة، مصر، 2003.
- 78- نظير رياض محمد، "الإدارة المالية والعولمة"، المكتبة العصرية للنشر، مصر، 2001.
- 79- نوزاد الهيتي، "مقدمة في الأسواق المالية"، أكاديمية الدراسات العليا والبحوث الاقتصادية، طرابلس، 1998.
- 80- نوزاد الهيتي، منجد الخشالي، "مقدمة في المالية الدولية"، ط1، دار المناهج، الأردن، 2007.
- 81- هاشم فوزي دباس العبادي، "الهندسة المالية و أدواتها"، مؤسسة الوراق للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2008.
- 82- هوشيار معروف، "الاستثمارات والأسواق المالية"، دار الصفاء للنشر، عمان، 2003.
- 83- وليد أحمد الصافي، أنس البكري، "الأسواق المالية الدولية"، ط1، دار المستقبل للنشر والتوزيع، عمان.
- الرسائل والمذكرات:**
- 1- عزوز عائشة، "دور الأسواق المالية الناشئة بالبلاد النامية"، أطروحة دكتوراه في علوم التسيير، تخصص نقود ومالية، كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر 3، 2012-2013.
- 2- الجودي صاطوري، "أثر كفاءة سوق رأس المال على الاستثمار في الأوراق المالية مع دراسة حالة الجزائر"، رسالة مقدمة لنيل درجة الدكتوراه في علوم التسيير، فرع: مالية، المدرسة العليا للتجارة، 2005-2006.
- 3- العربي نعيمة، وظيفة الوساطة المالية ودورها في تفعيل المعاملات المالية في البورصة-مع الإشارة إلى بورصة الجزائر -، رسالة ماجستير في علوم التسيير، تخصص: نقود ومالية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، 2008-2009.
- الملتقيات:**
- 1- فايدي خميسي، بن خزناسي أمينة، "دور المشتقات المالية في إدارة مخاطر السوق - دراسة تحليلية للفترة 2009-2013"- مؤتمر حول منتجات وتطبيقات الابتكار والهندسة المالية بين الصناعة المالية التقليدية والصناعة المالية الإسلامية، جامعة فرحات عباس، سطيف، 5-6 ماي 2014.

2-ملياني حكيم، شوقي طارق، "المشتقات المالية من أدوات التحوط والتغطية ضد المخاطر إلى مسببات للأزمات المالية"، مؤتمر حول منتجات وتطبيقات الابتكار والهندسة المالية بين الصناعة المالية التقليدية والصناعة المالية الإسلامية، جامعة فرحات عباس، سطيف، 5-6 ماي 2014.

#### -المطبوعات:

- 1- سنوسي علي، "محاضرات في النقود والسياسة النقدية"، كلية العلوم الإقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير، جامعة محمد بوضياف المسيلة، 2014-2015.
- 2- قصاب سعدية، دروس الإقتصاد النقدي والأسواق المالية، كلية العلوم الإقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر 3، 2017، ص:63.

#### -Ouvrages:

- 1-Berrand Jacquillat, Bruno Solnik, " Marchés financiers et gestion de portefeuille et des risques", Edition Dunod, paris, 1991.
- 2-Didier Vitrac, " Marchés financiers: investir en bourse avec succès", 3<sup>ème</sup> édition, gualino éditeur, 2004.
- 3-J.Pilverdier, tereyt, "Le marché boursier", Economica, paris, 1998.
- 4-jean-louis besson, "Monnaie et Finance en Europe", Horizon groupe, 2000.
- 5-Josette Peyard, " la bourse", 5<sup>ème</sup> édition, édition: Vuibert, paris, 1998.
- 6-Gérard Marie Henry, " les marchés financiers", Armand colin, Paris, 1999.
- 7-Kamel chehrit, " Guides techniques et pratiques bancaires financières et boursières", 2<sup>ème</sup> édition, édition G.A.L(ex:M.L.P), Alger, Algérie, 2003.
- 8-L.Bernet-Rolland, "Principes de technique bancaire", 21<sup>ème</sup> édition, Dunod, Paris, 2001.
- 9-Max Weber, " la bourse", édition transition, Paris, 1999.
- 10-Nicolas Crespelle, "la crise en question", édition Eyrolles, Paris, 2009.
- 11-Olivier Chazoul, "comment investir", édition du seuil, paris, 2000.
- 12-Olivier toispeau; "dictionnaire de la bourse et des termes financiers", 3<sup>ème</sup> édition, édition SEFI, Québec, canada, 1999, p:242.
- 13-Ouvrage collectif sous la direction de M.Moutoussés, "100 fiches pour comprendre la bourse et les marchés financiers", édition IFC, saint germain, France, 2001.
- 14-P. Monnier, Les marchés boursiers, 3<sup>ème</sup> édition, édition: Vuibert, paris, 1997 .
- 15-Paul Jaque, "bourse et marché financier", 2<sup>ème</sup> édition, édition dunod, Paris, 2003.
- 16-Rose Anne Dana, Monique Jean Blanc Picquèr, "marché financier en temps continu :valorisation et équilibre", 2<sup>ème</sup> édition, Edition: Economica, Paris, 1998.

