



جامعة الجزائر 3

كلية العلوم الإقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير

قسم: علوم التسيير

مطبوعة بعنوان:

# الإقتصاد النقدي وأسواق رأس المال

موجهة لطلبة السنة الثانية ليسانس LMD

قسم علوم التسيير والعلوم الإقتصادية والعلوم التجارية

جذع مشترك، السادس الرابع

إعداد الأستاذة: نعيمة العربي

السنة الجامعية: 2021/2020



**الفهرس:**

ص	العنوان
أ	مقدمة
1	<b>المحور الأول: مدخل للإقتصاد الحقيقي والإقتصاد النكي</b>
2	تمهيد
3	أولاً-مرحلة الإكتفاء الذاتي
3	ثانياً-مرحلة المقايسة
5	ثالثاً-مرحلة بداية ظهور الإقتصاد النكي
7	خلاصة
8	<b>المحور الثاني: إطار نظري عام حول النقود-المفهوم الأشكال الوظائف والتطورات -</b>
9	تمهيد
10	أولاً-تعريف النقود وأهميتها
12	ثانياً-الأشكال المختلفة للنقود
18	ثالثاً- وظائف النقود
21	رابعاً- التأثير الإقتصادي للنقود
23	خلاصة
24	<b>المحور الثالث: الأنظمة النقدية المختلفة</b>
25	تمهيد
26	أولاً- مفهوم النظام النقدي
26	ثانياً- خصائص النظام النقدي
27	ثالثاً- الأنواع المختلفة لأنظمة النقدية
34	خلاصة
35	<b>المحور الرابع: النظريات المفسرة للنقود</b>
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- المجموعات 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	<b>المحور الحادي عشر: الأسواق الآجلة وأسواق العملات</b>
132	تمهيد
133	أولاً- مفهوم المشتقات المالية وأهم أنواعها
137	ثانياً-مفهوم أسواق العملات
139	خلاصة
140	<b>المحور الثاني عشر: بورصة الأوراق المالية</b>
141	تمهيد
142	أولاً- مفهوم بورصة الأوراق المالية
143	ثانياً- وظائف بورصة الأوراق المالية
146	ثالثاً- تنظيم بورصة الأوراق المالية
149	خلاصة
150	<b>المحور الثالث عشر: الأسواق المالية الدولية</b>
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 الاقتصاد 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 السادس 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 المعرفة الأساسية المتعلقة بالمقياس، كما تمكّنه أيضاً من إسقاط هذه المعرفة على الجانب الميداني مستقبلاً.

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 المرتبطة 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 الكثافة 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 الاقتصادي وهذا في المحور السابع الذي أوضح أهمية الوساطة المالية أنواعها ومختلف الوظائف التي تقود 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 وأنواع والأقسام الأسواق ومختلف الأدوات المتداولة على مستواها، كذلك احتوى المحور العاشر على مفهوم أسواق رأس المال أنواعها ومختلف الأدوات التي يتم التعامل بها على مستوىها التي تميز 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 جزءاً مهماً من السوق المالية في عملية التمويل، أما المحور 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 المقايسة**

**ثالثاً-مرحلة بداية ظهور الإقتصاد النقدي**

### تمهيد:

يتعلق الإقتصاد الحقيقي بالأصول العينية التي تمثل في كل الموارد الحقيقية التي تشبع الحاجات بطريقة مباشرة (السلع الإستهلاكية كالطعام والملابس) أو بطريقة غير مباشرة (السلع الإستثمارية كالألات)، وإذا كان الإقتصاد الحقيقي يمثل القيمة الحقيقة 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 تمثل في الأدوات المالية ولتي يعود تطورها بظهور النقد. وقد مررت النقد بمراحل عديدة عبر الزمن، إلا أنه يجب الإشارة إلى المراحل هامة قبل ظهور النقد والتي دفعت المجتمعات إلى التفكير في الأنظمة النقدية والتي شكلت مراحل تطور النشاط الاقتصادي.

### 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 مبادلته، وهو ما يعني بأن التبادل لم يكن موجوداً أبداً.

غير أنه مع مرور الزمن ونمو حجم السكان وتطور الفكر الإنساني، ظهر التخصص في الإنتاج (مثلاً واحد يزرع القطن والأخر 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 المقايسة الذي تولد عن مبادلة المنتجات بشكل مباشر والذي كان هدفه إشباع قدر ممكن من الحاجات.

وقد أرجع العديد من المؤرخين أن تاريخ التطور الإقتصادي مرتب 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 والكافأة: بأن التخصص في الإنتاج يؤدي إلى زيادة الإستهلاك وبالتالي وجود ظاهرة التبادل.

### ثانياً-مرحلة نظام المقايسة:

يعتبر نظام المقايسة 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 المقايسة يعبر عن مبادلة سلعة بسلعة أخرى أو بخدمة أخرى يكون الفرد بحاجة إليها، وهو ما أدى إلى إلقاء المنتج بالمستهلك مباشرة دون وسيط.<sup>1</sup>

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

<sup>1</sup>- ضياء مجید، "الإقتصاد الناري-المؤسسات النقدية، البنوك التجارية، البوک المركبة-", 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 مجید، 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 والفاكهه 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 يتقن عليه كل من البائع والمشتري عن كل عملية مبادلة، مثلاً إذا وجدت أربع سلع وخدمات لكن علينا أن نحدد لكل سلعة أو خدمة ثلاثة قيم: كيلو سلعة = 10 مقدار من سلعة 2 أو 02 مقدار من سلعة 3 أو 1/10 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 لاحتزان 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 تسدّد بسلع أو خدمات لأن القود لم تكن موجودة.

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

<sup>2</sup> - السيد محمد أحمد السريتي، محمد عزت محمد غزلان، "اقتصاديات النقد 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 النقد والمصارف"، دار صفاء للنشر والتوزيع، الأردن 2011، ص:18

4- عدم وجود وسيلة عامة لإختزان القيمة: ففي ظل نظام المقايسة 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 تكون 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 يبادله بغيره من السلع في المستقبل فلا بد أن يحتفظ به في صورة سلعية ، ولكن كثيراً ما لا يستطيع الفرد ذلك لأن السلعة التي ينتجهما قد يصعب تخزينها ، فقد تكون سلعة زراعية ربما يصيّبها التخزين بالتلف أو العطب أو تقصّر 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 للمقايسة ما كان ليقبلها لو كانت سلعته قابلة للتخزين لفترة طويلة ومن هذا يتضح صعوبة تخزين بعض السلع نتيجة لصعوبة نقل هذه السلع من مكان آخر كذلك.<sup>1</sup>

### ثالثاً - مرحلة بداية ظهور الإقتصاد الناري:

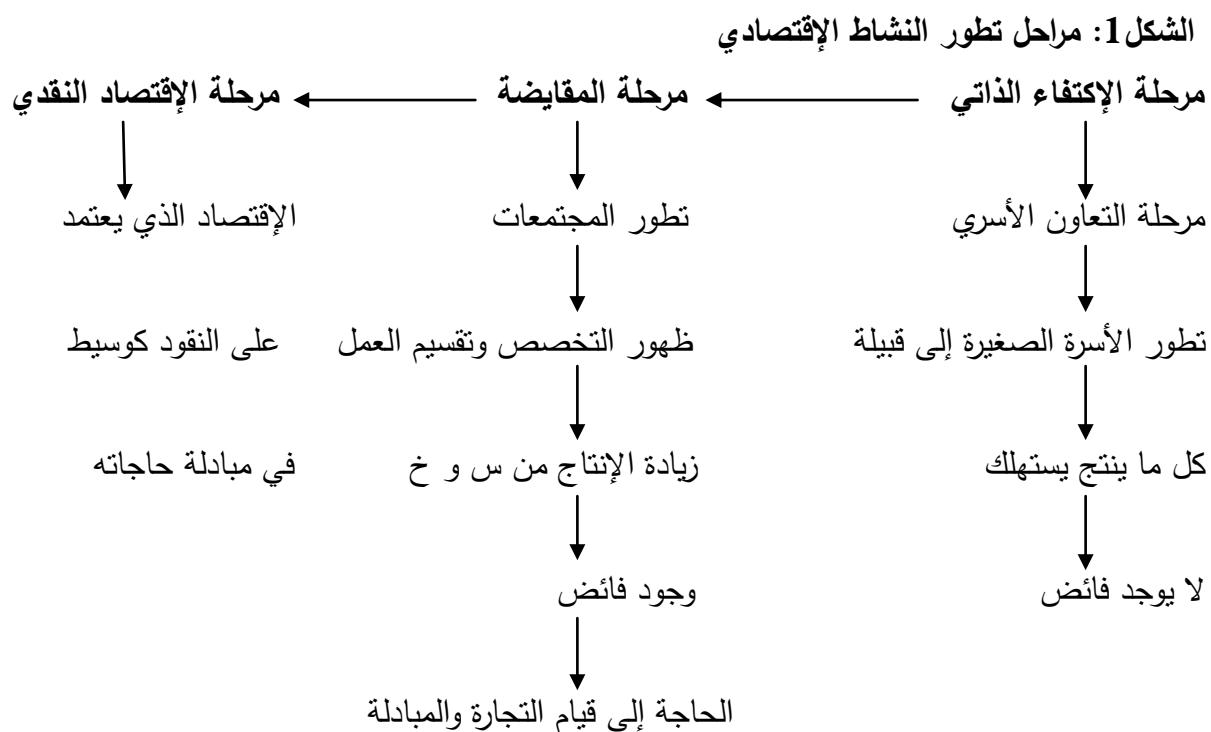
نتيجة للصعوبات التي كان يعني منها نظام المقايسة كأساس للمبادلة، تطلب الأمر ضرورة البحث عن الوسائل الممكنة للتغلب على معوقات المبادلة على أساس المقايسة، خاصة وأنه في المجتمعات البدائية كان نظام المقايسات ضعيف جداً وبعد ظهور التخصص وتقسيم العمل وتطور الإقتصاد وإنتاج حجم كبير جداً من السلع والخدمات المختلفة، أدرك الجميع أنه من غير الممكن الإستفادة من مزايا الإنتاج الواسع النطاق إلا من خلال نظام ناري متطور، وهذا ما أدى إلى تبسيط عملية المقايسة كأول خطوة ومن ثم تجسيد هذه القيمة الحسابية في سلعة معينة تختار كقاعدة للمقارنة وإليها تقاس السلع الأخرى.

وب مجرد إكتشاف النقود، إنتهت عملية التبادل والتي كانت تعتبر عملية مقايضة معقدة، وتم الإنقال إلى مرحلة الإقتصاد الناري حيث تم الإتجاه إلى النقود بأشكالها المختلفة واستخدامها ك وسيط في المبادلات.

وبذلك قدمت النقود حلولاً لهذه المشكلة حيث أصبحت النقود تمثل قوة شرائية عامة أدت إلى إدخال المستقبل في النشاط الإقتصادي، وبالتالي دعم ظهور النقود مفهوم الاستثمار كأحد المفاهيم الإقتصادية لأن الاستثمار 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



## خلاصة:

لقد شهدت النقود تطورات في أشكالها واستعمالاتها لتناسب احتياجات الإنسان ورغباته، فبدأت على شكل سلع قابلة للتداول كالحبوب والأحجار الكريمة والحيوانات، وإنتهت بظهور الأوراق النقدية وما إشتق منها، و كنتيجة لعيوب المقايسة وصعوبتها برزت الحاجة إلى وجود سلعة تلقى قبولاً عاماً كوسيلة للمدفوعات مقابل الحصول على سلع وخدمات.

فقد أرجع العديد من المؤرخين أن تاريخ التطور الاقتصادي مرتبط بظاهرة التبادل، فقد أوضح عالم الاقتصاد "أدم سميث" عندما تم بناء النظرية الاقتصادية المتعلقة بفكرة التخصص وتقسيم العمل بين الأفراد والتي ساهمت في زيادة الإنتاجية والكفاءة: بأن التخصص في الإنتاج يؤدي إلى زيادة الاستهلاك وبالتالي وجود ظاهرة التبادل. يعتبر نظام المقايسة 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 لنظام المقايسة عدة صعوبات وهو ما فرض على البائع والمشتري ضرورة إيجاد الحلول اللازمة قبل إتمام عملية المبادلة وب مجرد إكتشاف النقود، إننتهت عملية التبادل والتي كانت تعتبر عملية مقايضة معقدة، وتم الانتقال إلى مرحلة الاقتصاد النقدي حيث تم الإتجاه إلى النقود بأشكالها المختلفة واستخدامها ك وسيط 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 الاقتصادي 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 نقوداً بسبب قيمتها الإستعمالية، وكانت الصفة المحددة للسلعة كنقد هي فائدتها المحدودة في مجال الإستهلاك كالجلود أو في مجال الإنتاج كأداة إنتاج مباشرة، و كنتيجة للتطور الاقتصادي أصبحت النقود تتمثل بتلك السلع الأقل منفعة في مجال الإستهلاك.

## أولاً-تعريف النقد وأهميتها:

تعرف النقد بشكل عام بدلالة إستخدامها، غير أنه حتى يكون التعريف دقيقاً يجب تحديد بعض الخصائص التي تميز النقد عن غيرها من الأشياء التي يمكن أن تستخدم النقد.

حيث أنه إذا عرفت النقد بأنها وسيط للمبادلة تتمتع بقبول عام بين الأفراد لإبراء الذمة فهو يشمل النقد السلعية، وتعريف النقد كأداة تقييم يشمل النقد المعدنية القديمة، وبالتالي كان لا بد من تعريف النقد بشكل يتضمن الأنواع المختلفة للنقد الحديثة كنقد إئتمان وودائع.<sup>1</sup>

وبالتالي تعرف النقد على أنها:

- كل حق ملكية من شأنه أن يحظى بالقبول العام في المبادلات يمكن أن نسميه نقداً.<sup>2</sup>

- "تعبر النقد عن أي شيء يؤدي وظيفة النقد ويحظى بالقبول العام"<sup>3</sup>، أي أن النقد تعرف حسب وظيفتها ويوجد شرط القبول العام، أي كأداة مبادلة مقبولة.

- "النقد 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 بالإلتزامات يعتبر نقوداً، وقد عرف البعض النقد على أنها: "أداة لتسوية الديون"، وبالتالي فإن هذين التعريفين يركز على بعض وظائف النقد هذا ما أدى فيما بعد إلى اعتبار أن النقد هي كل شيء تفعله النقد.

وبشكل عام تعرف انقود بأنها: "وسيلة قانونية موصوفة وشائعة ومقبولة للجميع قبولاً عاماً، وتمثل إلتزاماً على الجهة التي أصدرتها لاستخدامها كوسيط للمبادلة ومقاييس للقيمة وخزنها لإبراء الذمة وتسوية الديون والوفاء بالإلتزامات العاجلة والأجلة".<sup>5</sup>

إنطلاقاً من التعريف السابقة، تعتبر النقد أنها أي شيء يحظى بالقبول العام في التداول وله قوة شرائية عامة، يستخدم وسيطاً في التبادل، ومقاييساً للفي، حيث يمكن المعنى من وراء أي شيء في تعريف النقد 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 مصرفيه)، أما مفهوم يحظى بالقبول العام في التداول يعني أن يقبل ويتحقق جميع أفراد المجتمع استخدام هذا الشيء في التداول، واستعمال عبارة له قوة شرائية عامة يعني أن يتخلّى الأفراد عما يمتلكون من سلع في سبيل الحصول على هذا الشيء المستخدم كنقود، أما بالنسبة لعبارة وسيط للتبادل ومقاييس للقيمة فيدلان على وظائف النقد وتم الإشارة إليهم لأن أي شيء يستطيع أن يؤدي هاتين الوظيفتين فإنه يستطيع وبالتالي أن يقوم بالوظائف الأخرى للنقد.

<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 مجید، مرجع سبق ذكره، ص:23.

<sup>4</sup> - بسام الحجاز، مرجع سبق ذكرهن 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 تسخير 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 الاقتصاد 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 طبقاً للعرف أو وفقاً 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 قيمة 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 قيمة المعاملات.

2-تجانس وحدات النقد: حيث لا بد أن تكون أي وحدة مستعملة كنقد بديل تماماً للوحدة الأخرى المماثلة لها وتمتاز بنفس الدرجة من التفضيل، مثلاً:  $1\text{€} = 180\text{ دج}$ .

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

4-سهولة الحمل: أن تكون النقود قابلة للحمل بسهولة لضمان شراء ما يكفي من السلع والخدمات، وبذلك يتشرط في النقود أن تكون ذات قيمة مرتفعة نسبياً حتى يستطيع الأفراد حمل مقدار كافي 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 كبيراً مما يفقد النقود قيمتها، ويطلب 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 قليلاً جداً بحيث يتذرع الحصول بها على السلع الرخيصة.

7- الدوام والثبات النسبي في القيمة: وذلك حتى يتمكن النقد من ربط الحاضر بالماضي والتباير بالمستقبل، وهذه الخاصية تشرطها وظيفة مخزون القيم ووظيفة الدفع اللتان ترتبطان ارتباطاً وثيقاً بالزمن، لأن عدم ثبات قيمة النقد يفقد ثقة الناس فيه ويخلق وبالتالي اضطراب 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 مجید، مرجع سبق ذكره، ص: 23.

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

<sup>3</sup> - ناظم محمد نوري الشمالي، "النقود والمصارف والنظرية النقدية"، ط١، دار زهران للنشر والتوزيع، عمان، 1999، ص: 29.

## ثانياً - الأشكال المختلفة للنقد:

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

إنطلاقاً من ذلك، لقد يرتبط ظهور النقد بمجموعة من المراحل، أين عرفت النقد أشكالاً وأنواعاً مختلفة، حيث يرتبط الإنقال من نوع إلى آخر من النقد بمجموعة من العوامل لعل أهمها:

- مستوى النشاط الاقتصادي ونمو حجم المعاملات، مما دفع بالمجتمعات إلى البحث في تطوير أنواع من النقد التي يمكن أن ينمو المعرض منها بصورة متناسبة مع النمو في النشاط الاقتصادي وهذا ما تطلب من النقد أن تتمتع بالمرنة الكاملة.
- عجز النقد المستعملة عن أداء وظائفها الأساسية.

وبالتالي، يمكن تحديد الأشكال المختلفة للنقد بأربع أنواع رئيسية هي: النقد السلعية، النقد المعدنية، النقد الورقية ونقود الواقع، هذا بالإضافة إلى النقد الإلكترونية الشكل الحديث للنقد.

### 1 - النقد السلعية:

تعتبر النقد السلعية أقدم أنواع النقد التي عرفتها 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 استخدام بعض السلع كنقود أو كوحدة تبادل متقد عليها وذلك لتسهيل المعاملات، من بين هذه السلع: القطيع، الأغنام، الأحسان، الخنازير، الأرز، الشاي، الملح، الرصاص، النحاس الحديد الجلد، الفضة، الذهب وغيرها من السلع الأخرى.<sup>1</sup>

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

تمتاز النقود السلعية بأن لها قيمة ذاتية تستند إليها من صفاتها الذاتية أو من الرغبة في حيازتها كسلعة وليس فقط من مجرد إمكانية مقايضتها بسلع أو خدمات أخرى، وقد كان معيار اختيار السلع التي ستؤدي وظائف النقود أن تتمتع بصفة القبول العام من المتعاملين نظراً لرغبة الأغلبية منهم في حيازتها.<sup>1</sup>

غير أن هذه النقود السلعية أي السلع التي استخدمت كوساطة للتبادل اعتبرت غير ملائمة عند إستعمالها كأداة مبادلة كالأغنام مثلاً، وذلك لأنه من المفترض أن تؤدي النقود الجيدة وظيفتي النقود كأداة مبادلة وكمقياس للقيمة (وحدة حساب) في آن واحد، إلا أن الأغنام ورغم كبر حجمها اعتبرت وحدة حساب جيدة حيث يمكن إحتساب الأسعار والتكاليف بدالة أجزاء الحيوان، إلا أنها لم تؤدي وظيفتها كأداة مبادلة بالشكل المقبول، كذلك فقد واجه إستعمال الأغنام كنقود الصعوبات التالية:<sup>2</sup>

- اختلافها من حيث النوع والحجم، أي أنها غير متجانسة، ومن شروط خصائص النقود: التجانس.
- لا تتمتع بصفة الديمومة فعمرها محدود بعدد من السنين وربما تصبح عرضة للهلاك السريع، عكس الوحدات النقدية المعدنية (الذهب والفضة) التي تمتلك جميع الصفات المطلوبة للنقود مما جعلها أكثر النقود السلعية قبولاً.
- صعوبة التخزين.

## 2- النقود المعدنية:

- يعتبر الذهب والفضة نوع من النقود السلعية الحقيقة والتي تأخذ شكل معدني ثمين، فقد كانت المعادن الرخيصة كالنحاس والبرونز هي أولى المعادن التي استخدمت لتؤدي وظائف النقود، غير أنه نتيجة للصعوبات التي واجهت المجتمعات في استخدام النقود السلعية،<sup>3</sup> و كنتيجة للتطور المستمر في استخدام الأدوات والمعدات ومع اتساع النشاط الاقتصادي حيث أصبحت المعاملات بمقدار كبير وبقيم مرتفعة، أصبحت هذه النقود الرخيصة غير قادرة على القيام بوظائف النقود لذلك جاءت محلها المعادن النفيسة لتكون أساساً للنظام النقدي ويكون لها قوة الإبرام العام.<sup>4</sup>

ويعود استخدام 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 لإنقاذ القيم.

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

<sup>2</sup>- ضياء مجید، 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.

- قابليتها للتجزئة حيث يمكن تجزئتها 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 مسکوكات حسب الحاجة دون أن تفقد شيئاً من وزنها أو قيمتها.
- الصلابة وعدم القابلية للتآكل نتيجة الإستخدام.
- 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 يحرضون على حمل موازينهم معهم دائماً، لكن و كنتيجة للغش في الوزن ودرجة نقاوة المعدن، ومع ظهور الحكومات والدول تدخلت الدولة وصارت تسّك المعادن وذلك بتحويل الكتل المعدنية النفيسة إلى قطع موحدة ذات وزن وعيار موحد وهو ما يعرف حالياً بـ المسکوكات 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 وبقيام الحرب العالمية الأولى، أوقفت البلدان شرط التحويل وسحب الذهب من التداول لإستخدامه كقطعان للإصدار النقدي أو لشراء عتاد الحرب، وكان ذلك بداية للتحول من النقود المعدنية إلى القواد الورقية خاصة بعد التغيرات التي طرأت على ظروف الإنتاج للنقد المعدنية، حيث أن إكتشاف طريقة جديدة لإنتاج الذهب والفضة تسبب في زيادة كميتهما ومن ثم زيادة كمية النقود المعدنية المتداولة وإنخفاض قيمة هذه النقود يعني إنخفاض قوتها الشرائية في مواجهة السلع والخدمات وهو ما يؤدي إلى ارتفاع المستوى العام للأسعار.

### 3 - النقود الورقية:

تعتبر النقود الورقية الشكل الحديث للنقد الذي تتطلبه مراحل التطور الاقتصادي والاجتماعي، ولقد بدأ استعمال هذا النوع من النقود في عهد النقود السلعية والتي كانت على شكل سندات تثبت إيداع العملات الذهبية والفضية، وتختلف النقود الورقية عن النقود السلعية في أنها ليست ذات قيمة ذاتية مثل المعدن النفيس بل ان قيمتها تتحدد حسب قوة الإبراء 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، الإسكندرية، مصر، 2005 ص:26.

وبالتالي، إستعملت النقود الورقية كي تتواء عن إستخدام النقود المعدنية، وقد تطور إستعمالها بالنسبة للغطاء الذي ترتكز عليه، فبالرغم من أن التعامل بالنقود المعدنية إمتد طويلا، إلا أنه مع توسيع التجارة وإزدياد حجمها وترامك التروات لدى التجار، لجأ هؤلاء إلى إيداع أموالهم لدى الصاغة مقابل أوراق يوقيها الصاغ لهم تمثل إيسالات تدل على قيمة الوديعة، حيث يعمد التجار بينهم إلى تبادل هذه الإيسالات 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 الإيسالات.<sup>1</sup>

غير أنه أخذت البنوك بعد ذلك تتولى هذه المهمة وتتصدر مقابل حفظها للذهب سندات من البنك سميت بـ: 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 للنقد 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 قيمتها بحفظ الذهب والفضة، وقد سميت هذه الأوراق بالبنكوت التي تدل على تعهد مصري 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 البنك المركزي خاصة وأن تكلفة طبعها كانت ضئيلة مقارنة بقيمتها وهو ما ساهم في تدبير الموارد المالية للحكومة بدلا من فرض الضرائب والإفتراض.

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 البنك بإصدار كميات إضافية من نقود البنكوت دون أن يكون لها مقابل من الذهب أو الفضة مخزن لدى البنك (زيادة إصدار السندات) ثم يقوم البنك بإقران هذه النقود الإضافية إلى المستثمرين مقابل فوائد، وبالتالي توليد مداخيل إضافية.<sup>3</sup>

وقد ساهم ذلك في حصول المقترضين على السيولة الالزمة 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 البنك 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 لصاحبيها في ذمة الجهة التي أصدرتها، وتنتمد 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، "إconomics of the money and the banknotes" ، 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.

- فضلاً عن ذلك، تقسم النقود الورقية إلى 3 أقسام حسب الغطاء الذي تنتهي إليه، حيث تميز بين:
- نقود ورقية تصدرها الحكومة: تقوم بعض الحكومات بإصدار نقود ائتمانية على شكل أوراق نقدية ويطلق عليها النقود القانونية وتعهد 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 دوراً هاماً في النظام النقدي في الــM.A. فقد كانت النقود الورقية تصدرها بنوك وــM.A. والتي كان يصدرها البنك الأول.

#### 4- نقود الودائع:

تسمى أيضاً بالنقود المصرفية أو النقود الكتابية، وهي تمثل الشكل الثاني من النقود الإئتمانية وأكثرها انتشاراً في العصر الحديث، وهي تكون حسب صندوق النقد الدولي من الحسابات الجارية أي الودائع البنكية تحت الطلب والتي يتم تداولها بواسطة الشيكات.

وهي تمثل في الالتزام 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.

فضلاً عما سبق، وباعتبار أن النقود المصرفية شأنها شأن النقود الورقية حيث أنها تمثل ديناً لصالح مالكها أو حاملها في ذمة البنوك التجارية التي تلتزم بها، إلا أنه يمكن أن تميز بعض الفروقات بين النقود القانونية ونقود الودائع كما يلي:<sup>3</sup>

- إصدار النقود القانونية خاضع لرقابة مباشرة من طرف البنك المركزي وتحدد كميتها طبقاً لسياسة النقية 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: 35-36.

- النقود القانونية تضفي عليها الدولة صفة القبول العام، وهي النقد الرئيسي، بينما نقود الودائع فهي اختيارية 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>

تتضخ 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 المبادرات والمدفوعات وإبراء الذم، ويرجع سبب توسيع المجتمعات المتقدمة بالتعامل بالنقود المصرفية إلى تقدم عاداتها المصرفية، وتطور مؤسساتها ونظمها المصرفية والتقدية 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 **بـالودائع 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 بایداع مبلغ القرض في حساب ذلك الشخص أو المؤسسة، بالشكل الذي يمكن من تحويل المبلغ باستخدام الشيكات إلى نقود قانونية، وهذا ما يعرف بعملية "خلق النقد" 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 النقد هو: النقود الإلكترونية والتي تسمى أيضاً: النقود الرقمية، العملة الرقمية أو النقية الإلكترونية أو البطاقات سابقة الدفع، وهي تمثل حصيلة التفاعل بين التكنولوجيا وثورة المعلومات.

ومن خصائص النقود الإلكترونية أنه يتم دفع ثمنها مسبقاً وشراؤها من المؤسسات المالية التي أصدرتها، لذلك تسمى بـ: البطاقات سابقة الدفع، وهي تعرف على أنها: قيمة نقية 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 النقد والبنوك"، دار التعليم الجامعي، مصر، 2014 ، ص:26.

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

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

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

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

### ثالثاً: وظائف النقد

تعتبر النقد قوة شرائية عامة، وهي تؤدي هذه المهمة من خلال قيامها بجموعة من الوظائف والتي تطورت من وظيفتها كمقاييس للقيمة ووسط للتبادل وللتان تعتبران الوظيفتان الأساسيةان للنقد وعنهما تفرعت الوظائف الأخرى كمستودع لإختزان القيمة وأداة للمدفوعات الآجلة.

وتعرف الوظائف الكلاسيكية للنقد أيضاً بـ الوظائف التقليدية أي الوظائف التسهيلية للنقد 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، وهذه النظرية كانت تؤمن بفكرة حياد النقد، وأن تدخل السياسة النقدية في النشاط الاقتصادي من شأنه أن يعيق حدوث التوازن التلقائي ويوقف عمل اليد الخفية الكفيلة بوصول النشاط الاقتصادي إلى مستوى التوظيف الكامل ، وهي: وظيفة التبادل ومقاييس للقيمة،<sup>3</sup> ومقابل ذلك، تتميز الوظائف المشتقة للنقد بهذه الصفة كونها مشتقة من الوظائف الأساسية للنقد، وأن 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 طايل، "الصناعة المصرفية في ظل العولمة" ، اتحاد المصارف العربية، الأردن، 2005، ص: 84.

<sup>3</sup> - عبد المطلب عبد الحميد، "اقتصاديات النقد والبنوك :الأسس و المستحدثات" ، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر ، 2007، ص.56.

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

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

## 1- النقد كوسيل للمبادلة وكأداة دفع:

تعتبر هذه الوظيفة من أولى وأهم وظائف النقد، وهذه الوظيفة مستمدّة من طبيعة النقد ذاتها والمتمثلة في كونها مقبولة قبولاً عاماً من الجميع في المبادلات وتسوية الديون، ولذلك فإن حاملها يتمتع بقوة شرائية عامة لما يساوي قيمتها من السلع والخدمات.

وتعني هذه الوظيفة أن النقد تقوم بدور الوسيط الذي يقف بين المتبادلين ومن تم تفادى مشكلة "توافق الرغبات بين طرف المبادلة قبل إتمام المبادلة"، وتقبل النقد وتستخدم كأداة دفع لأن من يأخذها مقابل السلع والخدمات متتأكد أنه يستطيع وبدون أية عوائق مبادلة النقد التي معه بسلع وخدمات وفي أي وقت. كذلك جاءت هذه الوظيفة للتغلب على مصاعب النقد السلعية في عدم قابليتها للتجزئة والقبول العام. وحتى تقوم النقد بوظيفة أداة الدفع، فيجب أن تتمتع بالقبول العام من طرف جميع أفراد المجتمع على استخدام هذه الأداة في التسويات وإبرام الديم، كما يجب أن تتحقق ملكية النقد بالإنتقال من يد إلى أخرى وأن يكون للنقد عرض معين يمكن زيادته أو إنقاذه.

## 2- النقد كوحدة للحساب ومعيار للقيم (النقد كمقاييس للقيمة):

تقوم النقد بوظيفة قياس القيم باعتبارها وحدة معيارية تقاس بها قيم السلع والخدمات في عمليات التبادل العاجلة أو الآجلة كما تقاس بها الثروات، وبذلك فإن النقد تعتبر جهاز للثمن كفيلاً بتسهيل التبادل وتحقيق كفاءة أكبر في الإنتاج والإستهلاك عن طريق التخصص وتقسيم العمل.

كذلك تعتبر النقد وحدة سعرية يتم بها تسuir السلع والخدمات وذلك أن السعر هو عبارة عن تعبير نقدى عن قيم السلع والخدمات.

ولا تكمن أهمية هذه الوظيفة للنقد فقط في القبول العام لهذا المقاييس، وإنما أيضاً في ثباته عبر المكان والزمان في المجتمع، كذلك تظهر أهميتها في اعتبار النقد 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 فالنقد 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- النقد كمخزن للقيمة (مستودع للقيمة):

تعتبر هذه الوظيفة من الوظائف الثانوية للنقد كونها مشتقة من وظيفة النقد ك وسيط للتبدل، وهي ليست وظيفة أساسية كونها لم تظهر إبتداء لمعالجة مشكلة قائمة من مشاكل المقايسة أو مشاكل النقد السلعية، حتى لو أنها عملت على إضافة خاصية جديدة مطلوبة ومرغوبة لوسيط التبدل ألا وهي مستودع للقيمة، لأنه في ظل المقايسة يصعب تخزين السلع لعدم قابليتها للتخزين أو لصعوبة ذلك، بينما فالنقد تخزن وقت الحاجة دون التعرض للهلاك أو التلف.

كذاك تعتبر وظيفة مخزن للقيمة وظيفة ثانوية لأن النقد ليست الوسيلة الوحيدة التي يمكن أن تكون مخزنة للقيمة فهناك أصول أخرى مثل الذهب الفضة حالياً الأصول المالية كالأسهم والسنادات، لكن وبالرغم من ذلك تعتبر هذه الوظيفة ذات أهمية كبيرة لأن النقد تعتبر أصل كامل السيولة تمنح حامله إمكانية شراء السلع والخدمات في أي وقت، أي أن النقد 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 السنادات) نتيجة لتخزينها وذلك بسبب عدم القدرة على تحويلها إلى نقود في الوقت الملائم وبالسعر العادل.

فحامل النقد 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 فالنقد تعتبر مخزن جيد للقيمة، وب بواسطتها 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 النقد المدخرة. من جهة أخرى تعتبر النقد كمخزن للقيمة خاصة وأنها تتميز بسهولة حفظها كما أنها تجنب الفرد تكاليف التخزين والحراسة مقارنة بالنقود السلعية.

غير أنه يتشرط في النقد لكي تؤدي وظيفة مخزن للقيمة أن تتحفظ بقيمتها النسبية لفترة طويلة، ويعني ذلك الثبات النسبي لكل من العرض والطلب حتى يظل مستوى السعار ثابتاً، فمثلاً خلال الحرب العالمية الأولى أدى الإرتفاع الكبير للسلع والخدمات إلى إنخفاض قيمة النقد فلجاً الأفراد إلى الإحتفاظ بالقيمة على شكل أسهم أو سنادات أو بعض السلع كالعقارات.

<sup>1</sup> - رشا العصار، رياض الحلبي، "النقد والبنوك"، دار صفا للنشر والتوزيع، عمان، 2000، ص 25.

#### 4- النقد كمقياس للمدفوعات الآجلة:

تستمد هذه الوظيفة فعاليتها من الوظيفة الأساسية للنقد كمقياس للقيمة، فوظيفة النقد كمعيار 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 صفة (إبرامها) إما بيع أو شراء في الوقت الحالي على أن يتم السداد في المستقبل، ووجود النقد مكن من أداء هذه الوظيفة حيث يمكن قياس المدفوعات الآجلة باستخدام النقد، لكن يشترط أن تؤدي النقد هذه الوظيفة أن تظل محفظة بقيمتها لفترة طويلة نسبياً أي لا بد من توافر الثقة بين المدين والدائن بأن وحدة النقد 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 النقد التي يتم على أساسها تحديد الأسعار.

ومعنى ذلك، أنه تستطيع الحكومات وكذلك الأفراد استخدام النقد وسيلة لتسديد ما بذلتهم من ديون أداة صالحة لتسويه مختلف المبادلات الآجلة أيضاً، فإن كوسيلة للمدفوعات الآجلة هي استخدامها في إبراء الديون المستقبلية، وذلك أن التخصص وتقسيم العمل أدى إلى كبر حجم الوحدات الإنتاجية وبالتالي زيادة الإنتاج، حتى لا يتعرض هذا الإنتاج للتكدس ويبقى مستمراً 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 النقد أن تقوم بهذا الدور من خلال هذه الوظيفة.<sup>1</sup>

تكمن أهمية هذه الوظيفة بصفتها تمثل تيسيراً على المتعاملين وبديلاً عن السيولة المطلوبة لتحقيق وإنجاز المعاملات الاقتصادية، مما ساهم في تطوير الأعمال وتنمية الاقتصاد.

#### رابعاً - التأثير الاقتصادي للنقد:

من خلال الوظائف الفنية التي تم تقديمها، يمكن إستخلاص مجموعة من الوظائف الاقتصادية الديناميكية التي تؤديها النقد في الاقتصاديات المعاصرة باعتبارها إقتصاديات نقدية، حيث يقصد بالوظائف الديناميكية:<sup>2</sup> تلك الوظائف التي تؤثر في إتجاهات النشاط الاقتصادي ومعدلات نموه والتي تعتمد على الكيفية التي تؤثر من خلالها كمية النقد في الاقتصاد 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 ص، 41-42.

**1- النقد كأداة من أدوات السياسة النقدية:** تقوم النقد بتمويل الاستثمارات الشيء الذي يجعلها في مركز المبادرة بالنسبة للحياة الاقتصادية، فاتساع إصدارها يؤدي إلى الإزهار والتطور وانخفاضها ينتج عنه الانكماش الاقتصادي، وهكذا تؤثر على الأسعار والتوازن الاقتصادي.

ونود أن نشير أن هذه الوظيفة الحديثة للنقد تشاركها فيها متغيرات أخرى، مثل سعر الفائدة فهو أيضاً 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 النقد لا يمكن أن تتفوت 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 النقد المتداولة بالإقتصاد بينما بقيت كمية السلع والخدمات المعروضة ثابتة فإن القوة الشرائية للوحدة الواحدة من النقود ستختفي وينعكس ذلك على أسعار السلع والخدمات إرتفاعاً والعكس صحيح، كذلك فإن التقلبات في قيمة النقد مقابل عملة أخرى ستتعكس على قيم السلع والخدمات المستوردة من الدول الأخرى.

## 3- التأثير في المستوى العام للإنتاج:

ظهر تأثير النقد في الإنتاج من حيث أنها تستخدم في حسابات تكاليفه وإيراداته وبالتالي أرباحه، حيث أن المنتج يستخدم النقد 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 والحاصل للنشاط الاقتصادي وبالتالي يظهر دور السلطة النقدية في التحكم في كمية النقود والسيطرة عليها بما لا يؤدي إلى التضخم فقدان 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 مبادلته مع المجتمعات الأخرى ومن هنا ظهرت فكرة المقايسة وهي مبادلة سلعة بسلعة بين المجتمعات المختلفة، إلا أن هذه الأخيرة كانت لها مساوى والتي جعلت الإنسان إلى استخدام النقود بدلا منها، ومن هذه الصعوبات اقتضى الأمر وجود وسيط لعمليات التبادل الاقتصادية وبذلك انفعال عملية المبادلة إلى عمليي البيع والشراء ولكن هذه الأخيرة من شأنها أن تقصد بين عمليي 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 للتداول 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 لأنظمة النقدية

**تمهيد:**

لقد عرف العالم في مرحلة الاقتصاد النقي 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 الاقتصاد، 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 تعريف 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 المترادفة والمترادفة فيما بينها والتي تتعلق بـ:<sup>2</sup>

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

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

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

وفي ذات السياق، تجدر الإشارة إلى ضرورة التمييز بين النظام النقدي والقاعدة النقدية التي تعتبر جزءاً أساسياً في إصدار النقود وقبولها بين أفراد المجتمع وبالتالي فهي تعتبر جزءاً من النظام المالي. كذلك، تعبّر القاعدة النقدية عن المقياس الذي يتخذ المجتمع أساساً لحساب القيم الاقتصادية ومقارنتها بعضها البعض، وهو ما يفسّر أن النظام النقدي يقوم على أساس قاعدة نقدية تُنسب إليه العملة المتداولة ووحدة النقد المعيارية.

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

### ثانياً- خصائص النظام النقدي:

تُخضع عملية تداول النقود في الاقتصاد إلى قوانين خاصة تستند إلى مدى تطور الاقتصاد 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، حتى 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 الاقتصادية للنقد والمتمثلة في القوة

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

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

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

الشرعائية، أما العناصر الثانوية فهي تمثل في نقود القاعدة النقدية نفسها أي وحدات النقد الرسمية المستخدمة في الحسابات النقدية، ويشترط في هذه النقود صفتين أساسيتين هي:

- أن تكون قانونية تعبّر عن قوّة الإبراء المطلقة في الوفاء بالمعاملات والإلتزامات، والوفاء بالديون وما يترتب على ذلك من إلزامية قبولها للجميع.

- أنها نهائية أي عدم جواز تحويلها إلى آية نوع آخر من النقود.

2- خاصية إجتماعية: أي أن النظام النقدي هو نظام إجتماعي لأنّه إذا أردنا تحديد معلم النقود والنظام النقدي لمجتمع معين، يجب معرفة البيئة الاقتصادية والإجتماعية الموجودة فيها، فالنظام النقدي هو إنعكاس لواقع المجتمع وظروفه المختلفة، فمثلاً النظام النقدي للدول النامية يختلف عن النظام النقدي للدول المتقدمة، ويختلف عن ذلك الموجود في الدول الإشتراكية أو الرأسمالية.

3- خاصية تاريخية: حيث أنّ النظام النقدي هو نظام تاريخي يتتطور ويتغير بتطور وتغيير النظام الاقتصادي والإجتماعي الموجود فيه، فالتطور التاريخي قد صاحبه تطور مقابل في العلاقات النقدية، ويمكن تفسير ذلك من خلال مختلف مراحل القواعد والأنظمة النقدية التي عرفها الاقتصاد إنطلاقاً من مرحلة قاعدة الذهب إلى مرحلة القاعدة الورقية ومن ثم إلى مرحلة تحرير النظام النقدي....

بناءً على ذلك، يتميز النظام النقدي بأنه نظام مركب يتضمن مجموعة من العناصر الأساسية والثانوية التي تهدف إلى الحفاظ على القيم والتي تهتم بإصدار النقود وتدالوها، كما أنه نظام لا يتجزأ عن النظام الاقتصادي السائد فالروابط النقدية هي أساساً روابط إجتماعية، كما أنه نظام تاريخي لا يتصف بالثبات بل يتتطور ويتغير مع تطور وتغيير النظام الاقتصادي الذي ينتمي إليه.

### ثالثاً - أنواع الأنظمة النقدية:

#### 1- النظام النقدي المعدني:

يقصد به النظام النقدي الذي تقيّم فيه السلع والخدمات مقابل قدر معين من سلعة أو خدمة واحدة أو أكثر، وهو نظام يحدد في ظله القانون سعراً ثابتاً مقاساً 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 معاً يطلق على هذا النظام بقاعدة المعدنين.

## ١-١- نظام المعدن:

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 بالإلتزامات 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 إستمرار 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 الرئيسية 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 المعن الوارد.

## ١-٢-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 للاقاعدة النقدية، وأهم القواعد المعدنية هي قاعدة الذهب والتي إنبعثها معظم دول العالم في فترة ما قبل الحرب العالمية الأولى، حيث عمدت السلطات النقدية إلى تقييم علاقة تحويل ثابتة بين وحدة النقد ووزن معين لعيار معلوم من الذهب بحيث تصبح كل أشكال النقود قابلة للصرف بالذهب.<sup>2</sup>

وفي ظل هذا النظام فإن القوة الشرائية للنقد سوف ترتبط بالقيمة الاقتصادية 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 وزن معين من معدن الذهب.
- إستعداد السلطات النقدية لشراء كل الذهب المعروض للبيع لسكه في صورة نقدية.

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

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

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

## أ- نظام المسكونات الذهبية:

يمثل هذا النظام الشكل الأول لقاعدة الذهب، حيث كانت النقود تحت هذا النظام تسمى 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 داخلياً ودولياً.

تميز نظام المسوκات الذهبية بارتفاع درجة الأمان وسهولة التعامل فيه داخلياً وخارجياً، وقد ارتبطت به مجموعة من الشروط لعل أهمها:

- تعين نسبة ثابية 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 الإسمية عن القيمة الحقيقية.
  - الحرية الكاملة لصهر المسکوکات الذهبية.
  - الحرية الكاملة لتحويل العملات الأخرى المتداولة إلى النقود الذهبية بالسعر القانوني الثابت للذهب.
  - الحرية الكاملة لإستراد وتصدير الذهب، وذلك من أجل المحافظة على القيمة الداخلية والخارجية للذهب مما يجعل أسعار الصرف مستقرة.

إنطلاقاً 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 لاستمرار تطبيق القاعدة النقدية.

وقد ظل هذا النظام معمول به حتى الحرب العالمية الأولى، غير أن الدول بدأت بالتخلي عن تدريجياً نظراً لاحتياجها لاستخدام الذهب كغطاء للإصدار النقدي ولشراء العتاد الحربي، هذا بالإضافة إلى محدودية الإنتاج العالمي من الذهب واتساع التعامل الدولي ونمو حجم التجارة العالمية...

## **بـ - نظام السيائـك الذهـبية:**

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

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

يعلم 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 يقتضي استخدام الذهب، وبالتالي اشترطت الدول حرية تحويل البنوك 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 يتتيح الفرصة لتسرب الذهب لاستعماله في أغراض لا تخدم العامة كالمضاربة والإكتتاز، ولهذا أدخلت تعديلات على هذا النظام الذي أصبح يطلق عليه "نظام السبائك الذهبية المعدل". وبناء 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.

وكلتيجة لنظام السبائك الذهبية يمكن القول بان 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 بالإحتفاظ بالذهب في خزائنه في شكل سبائك بقيمة كبيرة، ثم تقود هذه البنوك بإصدار (طبع) مقابل هذه السبائك أوراق بنكوت 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 شرط.

- الكف عن سياسة التمويل التضخمي للموازنة العامة.

<sup>1</sup> - أنس البكري، وليد صافي، "النقود والبنوك بين النظرية والتطبيق"، دار المستقبل للنشر والتوزيع، ط1، عمان، الأردن، 2009 ، ص:34.

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

- الحفاظ على أسعار الصرف الثابتة.
  - توازن القوة الشرائية للنقد داخلياً وخارجياً.
  - توفير ثقة الأفراد بالعملة من خلال ثبات قوتها الشرائية.
- إنطلاقاً مما سبق، يمكن توضيح أهم الفروقات بين نظام السبائك الذهبية ونظام المسكوكات:
- في كلا النظامين كان البنك المركزي يتدخل بائعاً أو مشترياً للذهب للحفاظ على سعر التعادل بين السعر القانوني والسعر السوقى للذهب، كما أنه كانت هناك حرية تصدير وإستراد الذهب للحفاظ على استقرار 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 مسوكات فاختفت القطع الذهبية من التداول.

### ج- نظام الصرف بالذهب:

من الناحية التاريخية، كان نظام الصرف بالذهب ولديها علاقات 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 وطبقاً 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 حالياً في كل دول العالم منذ أوائل السبعينيات، 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 نقوداً ورقية إزامية كما أن إصدارها يتوقف على السياسة النقدية أو النمو الاقتصادي، وبالتالي في ظل هذا النظام تتفصل الصلة بين قيمة وحدة النقد وقيمة أي معدن آخر، كما تتدخل الحكومات والسلطات النقدية في تحديد معدل التغيير في كمية النقود والروابط بين عرض النقد ومستوى النشاط الاقتصادي.

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 بناءً 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، ويُتطلب أن يجعل الحكومة للنقود 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.

ويكمن 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 المزمن الذي يعني 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 تميز 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 ارتکازياً 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 للمبادرات سواء الداخلية أو الخارجية، إلا أنه لم يخلو من الانتقادات فقد انقسم الاقتصاديون بين مؤيدن لهذا والنظام وآخرين معارضين، ولكن حجمه، حيث يذهب المؤيدن إلى أنه هذا النظام يؤدي إلى هاوية التضخم التي قد تؤدي إلى انهيار هذا النظام، واتساع الفجوة بين الأفراد، وإلحاق الضرر بالطبقة الفقيرة وأصحاب الدخول الثابتة، كما أن هذا النظام لا يضمن الاستقرار في أسعار الصرف، فهو لا يقدم مقاييساً دولياً، حيث أنه لا يتحقق في ظله جو الاستقرار اللازم في المعاملات الدولية.

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

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

بينما يرى المعارضين أنه لا يمكن اعتبار التضخم صفة ملزمة 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 النظمة الأخرى بما يلي:

- إنفصال الصلة بين القيمة الإسمية (النقدية) وقيمتها الحقيقية كسلعة.

- النقود الورقية الإلزامية هي نقود نهائية غير قابلة للتحول إلى ذهب أو أي نوع آخر من النقود، تتمتع بقوة الإبراء العام المستمدّة 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 ارتبطت بالنظام النقدي الورقي، إلا أنه لم يخلو من بعض الإنقادات والتي ارتبطت بخطر الفوضى في المعاملات المالية الدولية الناجمة عن التغيرات في سعر صرف العملة بالإضافة إلى خطر التوسيع في إصدار النقد وما يتربّط عليه من ارتفاع 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 المترادلة والمترادلة فيما بينها والتي تتعلق بكمية النقود المتداولة والتي تشمل على النقود القانونية والنقود الإئتمانية، ومختلف التشريعات واللوائح التي تنظم إصدار النقود والتي تحول إلى سياسات نقدية لتحقيق هدف هذا النظام، بالإضافة إلى مجموعة الأجهزة المالية والمصرفية التي تتکفل بحسن أداء النقود لوظائفها في الاقتصاد المحلي.

تُخضع عملية تداول النقود في الاقتصاد إلى قوانين خاصة تستند إلى مدى تطور الاقتصاد 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، حتى يكتمل مفهوم النظام النقدي فهو يتضمن مجموعة من الشخصيات والتي تمثل في خاصية التركيب، الخاصية الاجتماعية والخاصية التاريخية وقد مر النظام النقدي بمجموعة من المراحل إنطلاقاً من نظام المعدين 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 الاقتصادي.

## المحور الرابع: النظريات المفسرة للنقد

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

أولاً- النظريات الكلاسيكية

ثانياً- النظريات الكنزية

ثالثاً- النظريات الحديثة

### تمهيد:

تقوم النقد 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 تقود به النقد في الأنظمة النقدية ظهرت مجموعة من النظريات لتفسير وتحليل أهمية النقد 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 الاقتصاديين في كل من المدرستين الكلاسيكية والنيوكلاسيكية، والتي تبلورت فيما بعد وأصبحت تسمى باسم "نظيرية كمية النقد". ولدراسة هذه النظرية والتعمق فيها يجب أولاً دراسة اسس ومبادئ المدرسة التقليدية التي من خلالها ظهرت النظرية النقدية.

حيث تهدف هذه النظرية في تقسيرها للنقد إلى معرفة العوامل المحددة لقيمة النقد في أي لحظة من الزمن، وقد يرتبط 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 الاقتصادي لأنها تؤدي وظيفة واحدة في الاقتصاد 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 الاقتصادي في ظل مرونة الأجور والأسعار.

- إرتباط تغير المستوى العام للأسعار بتغير كمية النقد المعروضة: أي وجود علاقة سببية بين التغير في المستوى العام للأسعار كمتغير تابع والتغير في كمية النقد 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 النقد، وهو ما يفسر وجود علاقة عكسية بين قيمة النقد أي قدرتها الشرائية والمستوى العام للأسعار.

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

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

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

<sup>2</sup> - أحمد أبو الفتوح علي الناقة، "نظيرية النقد والأأسواق المالية"، مكتبة الإشعاع الفنية، مصر، 2001 ، ص:257.

<sup>3</sup> - عبد النعيم محمد مبارك، محمود يونس، "اقتصاديات النقد 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 النقد المعروضة وبين المستوى العام للأسعار، حيث:  $P=M \cdot V/Q$  المستوي العام للأسعار،  $M$ =كمية النقود المعروضة خلال فترة زمنية معينة،  $Q$ =كمية المبادرات من السلع والخدمات خلال فترة زمنية معينة،  $V$ =سرعة تداول النقود.

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

ونفترض النظرية الكلاسيكية ثبات سرعة تداول النقود  $V$  وكمية المبادرات من السلع والخدمات  $Q$  فإن تغير في كمية النقود المعروضة  $M$  يقابلها يغير 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 الفرض.

- لم تأخذ النظرية التقليدية النقدية متغيرات أخرى هامة كسعر الفائدة حيث اعتبرته ظاهرة حقيقة.

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

- إن العلاقة بين كمية النقد وبين المستوى العام للأسعار ليست مباشرة أو تتناسبية فقد أشار (باتنكان) في خضم الانتقادات الشديدة التي تعرضت لها النظرية إلى أن العملية التي تعقب حدوث زيادة في النقد سوف تصبح أكثر تعقيدا من العلاقة البسيطة التي تصفها النظرية الكمية للنقد.

## 2- معادلة الأرصدة النقدية:

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

وبالتالي فمعادلة الأرصدة النقدية تقوم على أساس العلاقة بين الرغبة في الإحتفاظ بأرصدة نقدية وبين الدخل النقدي، وإنطلاقا من النظرية التوازنية التي ترى بأن الطلب = العرض فإن:  $D = L_1 + L_2$

<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  $K_1$  هو نسبة من الدخل النقدي  $Y$  أي أن  $K_1$  النسبة التي يرغب الأفراد الإحتفاظ بها بصورة نقدية وأن  $K_2$  هو نسبة من القيمة النقدية للأصول المالية التي يمتلكها الأفراد  $A$  أي أن  $K_2$  هو النسبة المحتفظ بها للأغراض المالية :

$$L_2 = K \cdot A$$

$$D = L_1 + L_2 = K \cdot Y + K \cdot A$$

وباعتبار أن عرض النقود = الطلب على النقود

$$M = K \cdot Y + K \cdot A$$

$$M = K \cdot Y \longrightarrow K = M/Y$$

إذا تم إستبعاد الأرصدة النقدية للأغراض المالية فإن:

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

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

إذا عربنا عن  $Y$  بـ:  $PY_1$  أي  $Y = P \cdot Y_1$  حيث أن  $P$  هو المستوى العام للأسعار، تصبح:

$$Y_1 = M \cdot V/P$$

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

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

- تتفق كلا النظريتين بأن العلاقة بين الطلب على النقود والمعروض منها يحددان التوازن الاقتصادي، لأن هذه العلاقة تحدد المستوى العام للأسعار بصورة مباشرة كما يرى "فيشر" وبصورة غير مباشرة كما حدها "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 للتداير فقط بينما أضافت كمبرج على أنها مخزن للقيمة أيضا.

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

#### 4-الإنقادات الموجهة للنظرية الكلاسيكية:

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

#### ثانياً- النظرية الكنزية:

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

إنطلاقاً من ذلك، ميز كينز ثلاثة دوافع أساسية لحيازة والطلب على النقود والإحتفاظ بالسيولة، كما قدم كينز مساهمته أيضاً 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 إستناداً إلى أن دافعي المعاملات والإحتياط تم إستقاهمما من وظيفة النقود في تسهيل المبادرات أي ك وسيط 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 بـ: كمية النقود المطلوبة لآداء المعاملات الجارية العادية أي الروتينية المتوقعة، حيث تقود بهذه المعاملات مختلف الوحدات الاقتصادية مثل الأفراد والمشروعات، 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، وتتعدد 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 الموالى 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.

**D1=L1.Y** إنطلاقاً من ذلك، فإن دافع المعاملات هو دالة تابعة للدخل كما يلي:

### 1-2- دافع الاحتياط:

حيث يحتفظ الأفراد بالنقد بغرض مواجهة الظروف والأحوال الطارئة غير المتوقعة (مثل التغير في نمط الاستهلاك أو توقع الإستفادة من صفات مريحة) والتي تتطلب إنفاقاً نقدياً، بالإضافة لاحتفاظهم بالنقد من أجل الوفاء بالديون والإلتزامات النقدية في فترة مستقبلية.

وبالتالي فإن المحدد الأساسي الذي يتحكم في الطلب على النقد لغرض الاحتياط هو الدخل، أي أن

**D2=L2.Y** أن الطلب على النقد لغرض الاحتياط هي دالة تابعة للدخل كما يلي:

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

-وجود تكلفة للحصول على النقد والإلتزامات المرتبطة على ذلك عندما تطلب النقد.

-وجود تكلفة للفرصة البدية أطلق عليها كينز: التكلفة النسبية لحيازة النقد والتي تقاس بسعر الفائدة على الأصول، غير أن كينز يرى بأن سعر الفائدة هو عامل ثانوي في التأثير على كمية النقد لداعي 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 النقد لدافع المعاملات (الدخل+الأعمال) والإحتياط، إلا أنه يرى بأن معدل الفائدة هو عامل أساسي في التأثير على السند، وأن عائد السند وقيمة 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: ( $M_d = F(Y)$ )

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

وطبقاً للتحليل الكنزي، فإن الأفراد يقارنون بين الإحتفاظ بالسيولة أو الاستثمار 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.

$$M_d = d_1 + d_2 - d_3$$

ويمكن تمثل أنواع دوافع الطلب على النقد رياضياً كما يلي:

$$M_d = L_0 Y + L_1 Y - L_2 R$$

$M_d$ : مقدار الطلب على النقد.

$L_1 Y$ : الطلب على النقد للمعاملات والإحتياط وهو يعتمد على الدخل.

$L_2 R$ : الطلب على النقد لأغراض المضاربة والذي يعتمد على معدل الفائدة السائد في السوق.

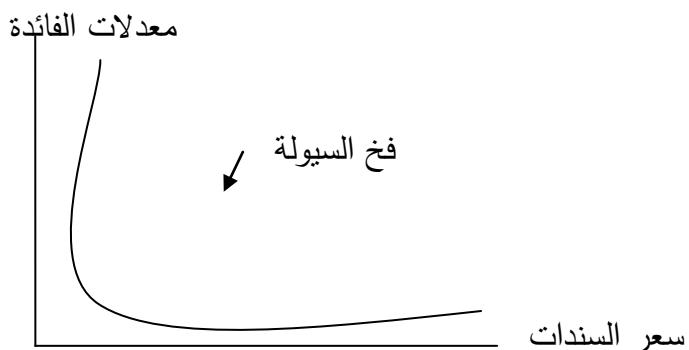
من خلال معادلة الطلب، يتضح بأن الطلب الكلي يتحكم فيه الدخل ومعدلات الفائدة أي هما المتغيرات التي تنشط الطلب في سوق السلع والخدمات وكذلك تنشط الأسواق المالية، مما يفسر عملية الاستثمار من خلال الإنفاق على السلع والخدمات والإنفاق على السلع الاستثمارية.

## 2- الطلب الفعال كجزء من الطلب الكلي:

يتميز التحليل الكنزي بتقسيم قيمة النقد إعتماداً 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 الاستثمارية، 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 أدنها، أي أن أسعار السندات تكون مرتفعة مما يؤدي إلى التخلص منها لأن المضاربون يحتفظون بأرصدتهم آملين إرتفاعها من جديد وهو ما يعبر عن مصيدة السيولة.

**شكل مصيدة السيولة:****ثالثاً - النظريات الحديثة للنقد:**

تسمى بالنظرية النقدية لفريدمان، حيث قدم النطقيون بقيادة الاقتصادي الأمريكي "ميльтون فريدمان" إطاراً نظرياً لدالة الطلب على النقود عام 1956، وذلك بإعادة صياغة النظرية الكمية للنقد، رغم أنه يشير مارا 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 الجانب الطلب على النقود بطريقة أكثر اتساعاً من التحليل الكاسحاً من التحليل الكلاسيكي، والتحليل الأكبرن فمن 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 الكنزي بشدة لأنّه لم يتمكن من إيجاد حلول وتفسير للأزمة وظاهرة التضخم، كما حاول الجمع بين التحليل الكنزي 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 للنقد فهي تعتبر أصل أي أصل آخر غير نقد 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 تتطلب النقود هما:

- حائزى النقد النهائين الذين يطلبون النقد باعتبارها أحد الطرق المتاحة لحيازة ثروتهم.
- مشروعات الأعمال التي تعتبر بأن دور النقد 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 النقد كبدائل للنقد مثل الأسهم والسنادات والسلع الحقيقة والثروة البشرية وبسبب هذا التنوع والتعدد في الأصول التي تدخل في دالة الطلب على النقد فإن أسعار الفائدة التي تدخل في دالة الطلب على النقد تتعدد أما كينز فقد اقتصر على نحو واحد من سعر الفائدة وهو سعر الفائدة على السنادات .

- لم يعط كينز اهتماما للأصول والسلع الحقيقة عند تحليله لمحددات الطلب على الأرصدة النقدية الحقيقة بينما نظر فريدمان إلى النقد والسلع كبدائل أي أن الأفراد يختارون بين حيازة النقد وبين حيازة السلع الأخرى عندما يقررون كمية الأرصدة النقدية الحقيقة التي يرغبون في حيازتها وهذا ما يفسر الفرض الذي قال به فريدمان : " إن التغيرات في الإنفاق الكلي يمكن تفسيرها مباشرة بالتغييرات في كمية النقد ."

- عندما حل كينز دالة تفضيل السيولة أخذ العائد على النقد على انه ثابت دائما وهو يساوي صفر بينما شدد على أن العائد من النقد ليس ثابتا وكذلك اعتبر كينز أن تقلب سعر الفائدة يؤدي إلى سرعة دوران النقد وهو ما يفسر عدم استقرار دالة الطلب على النقد بينما فريدمان يعتبر أن التقلبات العشوائية في الطلب على النقد 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 وتقسيم مختلف الظواهر المتعلقة بالنقد، 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 للنقد هي: النظرية الكلاسيكية، النظرية الكنزية، النظرية القداوية.

حيث تهدف النظرية الكلاسيكية في تفسيرها للنقد إلى معرفة العوامل المحددة لقيمة النقد في أي لحظة من الزمن، وقد يرتبط التحليل الكلاسيكي بمجموعة من النماذج والنظريات، أما النظريات الكنزية فقد ظهرت كرد فعل لأزمة 1929 التي أثبتت عدم صحة دور النقد المحايد على النشاط الاقتصادي الذي افترضه الكلاسيك، وأنه بإمكان التغيرات في عرض النقد وما تصدره البنوك المركزية وما تخلفه المؤسسات المالية الوسيطة المصرفية وغير المصرفية من إيمان، والتغيرات في سعر الفائدة أن تؤثر في متغيرات الجانب الحقيقي كالاستثمار والتشغيل والناتج الكلي، أما النظرية القداوية فقد تم خاللها إعادة صياغة النظرية الكمومية للنقد، حيث إنطلقت من خلال تحليل أزمة الكساد التضخمي التي سادت العام بعد الحرب العالمية الثانية، كما إنعقدت التحليل الكنزوي بشدة لأنه لم يتمكن من إيجاد حلول وتقسيم للأزمة وظاهرة التضخم، وبالتالي حاولت النظرية القداوية الجمع بين التحليل الكنزى والتحليل الكلاسيكى من أجل تقسيم أوضاع الأزمة.

## **المحور الخامس: الكتلة النقدية ومقابلاتها**

يهدف هذا المحور إلى تقديم مختلف وأنواع 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 شبّهة بالنقد وبالناء وبالتالي فهي تتميز بأنها أقل سيولة، هذا بالإضافة إلى مقابلات الكتلة النقدية والمجموعات النقدية، وبشكل عام سيتم التطرق إلى:

- أولاً- مفهوم الكتلة النقدية وأهم عناصرها
- ثانياً- مقابلات الكتلة النقدية
- ثالثاً- المجموعات النقدية

### تمهيد:

يتبع كل إقتصاد سياسة نقدية معينة تتماشى وظروفه المالية، مما يؤدي إلى اختلاف مكونات الكتلة النقدية، والتي تتبع النموذج الاقتصادي 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 التجاريةن والتي هي عبارة عن إلتزامات مصرافية بالدفع لدى الطلب.

## أولاً- مفهوم الكتلة النقدية وأهم عناصرها:

تعتبر الكتلة النقدية عن مجموع وسائل الدفع الماتحة في الإقتصاد خلال فترة زمنية معينة، وهي نتاج لتفاعل مجموعة من العوامل التي تتدخل في تكوينها وأيضاً تتنوعها 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، وحيزات 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 المليين الآخرين.<sup>1</sup>

تتعدد الكتلة النقدية من خلال تفاعل مشابك لشتى الفئات الإقتصادية، هذا إلى جانب السلطات النقدية التي لها دورها الهام في تدبير الكتلة النقدية، فهي التي تحدد القاعدة النقدية أي العملة المتداولة خارج الجهاز المصرفي الاحتياطات المصرفية، كذلك يعتبر الجمهور القوة الإقتصادية المؤثرة على الكتلة النقدية حيث له القرار في عملية توزيع دخله بين الإحتفاظ بالعملة على شكل نقدi 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 تمثل في النقود الورقية والنقود المعدنية المساعدة والتي تشكل الصورة العامة للنقد، وهي تمثل بالصفة الشرعية التي يمنحها لها القانون ولها القدرة على تسوية الديون وإبراء الذم.

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

<sup>1</sup> - محمود حميدات، "مدخل للتحليل النقيدي"، 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- 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.

## ثانياً - مقابلات الكتلة النقدية:

يعبر مفهوم مقابلات الكتلة النقدية على أن قياس الكتلة النقدية لا يتوفّر إلا من خلال الميزانية المجمعة للنظام المالي (قطاع المصارف التجارية و المصرف المركزي)، هذه الكتلة تشكّل بدورها أحد عناصر موجودات الوكالء الاقتصاديين غير الماليين (الأسر والمشروعات) لكن بالعودة إلى ميزانية النظام المالي يتبّع 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 مصرافية)، أي ما يمثل مجموع الأصول غير النقدية الموجودة بحوزة النظام المالي وبالتالي يمكن تعريف عناصر المقابل للكتلة النقدية بأنها مجموع التسليفات (التي تشمل ضمناً الذهب و العملات الصعبة المعترضة كسلف على الخارج ) العائدة لمصدري النقد وشبه النقد التي تبدو كمصدر لخلق النقود.

إنطلاقاً من ذلك، تعتبر الكتلة النقدية إلتزام المؤسسات النقدية (البنك المركزي، البنوك التجارية والخزينة العمومية) إتجاه الوحدات أو المؤسسات الإقتصادية، ويكون التصرف في الأرصدة النقدية من طرف تلك المؤسسات الإقتصادية بم مقابل حقيقي، وبالتالي يمكن التمييز بين ثلاثة إعتمادات تلتزم بها المؤسسات النقدية وهو ما يعرف بـ: مقابلات الكتلة النقدية.

## 1- الإعتماد المقدم للعالم الخارجي:

يقوم المصرف المركزي من خلال صندوق ثبيت القطع برفع حجم الكتلة النقدية بالنقد الوطني عندما يقوم بتحويل السلف على الخارج (النقد الأجنبي و باقي السلف على الخارج) المحررة بالعملات الأجنبية (الناتجة مثلاً عن عمليات التصدير) إلى نقد وطني أيضاً 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 عملية صعبة تمثل في السيولة الدولية التي تعتبر عن العملات الأجنبية التي تحظى بالقبول العام بالإضافة إلى الاحتياطات 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 الاحتياطات الذهبية في أي إقتصاد السبائك والقطع النقدية الذهبية لدى البنك المركزي، ومحاسبياً 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 والإستراد، حيث يحتاج الإقتصاد إلى عملة لتسوية هذه المعاملات.

يتكون رصيد العملات الأجنبية بشكل خاص من عمليات الاحتياطي 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 و خدمات 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:

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

وبالتالي هذا المقابل يتضمن سلف الأجهزة النقدية للأسر والمشروعات، في هذا الإطار تدرج القروض المملوكة 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-الدول الاقتصادية الكلية، القطاع النفي-", ج3، ديوان المطبوعات الجامعية، 2003، ص: 06.

- القروض للاقتصاد ذات الطابع المصرفية.
- باقي القروض للاقتصاد ذات الطابع المصرفي المتضمن لعمليات قريبة في نوعها من القروض بالمعنى الضيق للمصطلح عمليات قروض الإجارة، المعروفة أيضاً بقروض إجارة البيع أو قروض البيع بالإيجار.
- من القروض الموزعة يقضي اقتطاع كافة مصادر تمويل هذه القروض المعتبرة كمصادر غير نقدية مثل على ذلك: سندات الدين الصادرة عن المؤسسات المالية المصرفية.

### 3 - الإعتماد المقدم للخزينة العمومية:

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

### ثالثاً - المجمعات النقدية إحصائيات:

يمكن تقديم الكتلة النقدية من الجانب المحاسبي بناء على معيار السيولة النقدية، وهو ما يعرف بـ: المجمعات النقدية، والتي تعبّر 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، فالمجمعات النقدية تهتم بتحديد القاعدة النقدية التي تعبّر عن النقود المركزية والتي تحتوي على النقود القانونية والنقود المعدنية المساعدة، فهي مجموعة من التزامات البنك المركزي إتجاه الأعوان الإقتصادية غير البنكية، وتستعمل القاعدة النقدية في مراقبة عملية تداول النقود، وبالتالي يعتمد البنك المركزي على مختلف إحصائيات المجمعات النقدية من أجل تحديد معدلات الفائدة.

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

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

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

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

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

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

- حيث:- الحسابات تمثل الدائع تحت الطلب. - الوادئ قصيرة الأجل تكون مدتها أقل من سنتين.
- الودائع طويلة الأجل تكون مدتها أكثر من سنتين.
- الأوراق الدائنة القابلة للتفاوض  $TCN$ : تعبّر عن سندات الخزينة متعلقة بالدولة، أذونات الصندوق بالنسبة للمؤسسات الإقتصادية، شهادات الإيداع بالنسبة للبنوك.

### خلاصة:

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

تحدد الكتلة النقدية من خلال تفاعل مشابك لشتي 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 نقدى 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 للخزينة 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 وأهدافها وأهم أدواتها
- ثانياً- سياسات المؤسسات البنكية

**تمهيد:**

السياسة النقدية هي مجموع الإجراءات والتّدابير 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 نمواً متوازنً ومنتظمً 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 بحقن تيار جديد من النقود أو امتصاص السيولة الفائضة عن الاقتصادية وذلك بما يلائم الظروف الاقتصادية السائدة.

### 1-تعريف السياسة النقدية وأهم أنواعها:

من أهم التعريفات المرتبطة بالسياسة النقدية ما يلي:

- تمثل السياسة النقدية مجموعة الوسائل التي تتبعها الإدارة النقدية لمراقبة عرض النقود 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 النقدي.<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 النقود أو التأثير على كلفة الحصول عليه.

ومن خلال المفهوم الضيق، تعرف السياسة النقدية على أنها "الإجراءات التي تستخدمها السلطات النقدية لمراقبة عرض النقود بهدف تحقيق أهداف معينة".

أما السياسة النقدية بمفهومها الواسع، فهي تشمل جميع التنظيمات النقدية والمصرفية لما لها من دور مؤثر في مراقبة حجم النقود المتسير في النظام الاقتصادي، وهي بذلك تشمل على جميع الإجراءات التي تتخذ من قبل الحكومة والبنك المركزي والخزينة بهدف التأثير على مقدار وتوفير واستعمال النقود والائتمان. وفي إطار السياسة النقدية، يمكن أن نميز بين:

- السياسة النقدية الانكمashية: يتبع البنك المركزي سياسة نقدية انكمashية بتقييد الإنفاق وتقييد الائتمان وتقليل 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 وتخفيف معدل الفائدة، فيرتفع حجم الاستثمارات مما يؤدي إلى زيادة الإنفاق والتقليل من حدة البطالة.

<sup>1</sup> - زكريا الدوري، يسري السامرائي، البنوك المركزية والسياسات النقدية، دار اليازوري 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 إلى التأثير في عرض النقود عن طريق التوسيع أو الانكماش في حجم القدرة الشرائية للمجتمع، فزيادة هذه الأخيرة يؤدي إلى 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 إلى تحقيق الاستقرار النقدي والاقتصادي من خلال معالجة تذبذبات قيمة العملة محلياً ودولياً وهذه التغيرات تكون مرتبطة بالمستوى العام للأسعار الذي تسعى دائماً السلطة النقدية من خلال سياستها إلى 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 ابتداءً باختيار أداة من أدوات السياسة النقدية ثم الهدف الأولي، فال وسيط إلى الهدف النهائي. حيث تحاول السلطات النقدية تحقيق الأهداف النهائية من خلال التأثير على متغيرات وسيطة، لعدم قدرة هذه السلطات التأثير مباشرةً، مثلاً على الناتج المحلي الخام ومكوناته، ولهذا تحاول التأثير على متغيرات تؤثر على الناتج المحلي الخام، حيث تعبّر 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، فمثلاً عندما يتقرر تغيير معدل نمو النقود الإجمالية، فإنه يجب تبني متغير الاحتياطات البنوكية وظروف سوق النقد المنفقة مع إجمالي النقود في الأجل الطويل، ولهذا فالآهداف الأولية ما هي إلا صلة تربط بين أدوات السياسة النقدية والأهداف الوسيطة. و تتمثل الأهداف الأولية في مجموعتين من المتغيرات و هي كالتالي:

- **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 قدّي، "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 التسويق، جامعة محمد بوضياف المسيلة، 2014-2015، ص ص: 143-147

المصرفية فتشمل ودائع البنوك لدى البنك المركزي وتضم الاحتياطات الإجبارية والاحتياطات الإضافية والنقود الحاضرة في خزائن البنوك.

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

- **سوق النقد:** وتحتوي على الاحتياطات الحرة، ومعدل الأرصدة البنكية وأسعار الفائدة الأخرى في سوق النقد التي يمارس البنك المركزي عليها رقابة قوية، ويعني بشكل عام قدرة المقترضين وموافقتهم 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 أواثنين بين البنوك.

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

## 2-2-أهداف وسيطية:

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 أساسين ممكدين من الأهداف الوسيطة وهي كالتالي:

- **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 المتطرفة 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 المنوحة .
- وتتأثر هذه المعدلات كلها بمعدلفائدة 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 مستوى 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 لقلبات، ومعدل الصرف يلعب دورا مهما في معرفة الإستراتيجية الاقتصادية والمالية للدول، ولذلك فإن الاختيار المدرك أو غير المدرك لعدم تغیر 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 اقتصاديأساسي، 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 يستفاد احتياطاته من العملة الصعبة مقابل الخلق المفترض 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 داخلياً و خارجياً 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 الأدوات 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 المنتظرون، وتقوم آلية عمل هذه الأداة على أساس دخول البنك المركزي في السوق المالي بائعاً أو مشترياً لسندات حكومية أو مالية. فعندما يقوم البنك المركزي بشراء الأوراق المالية يؤدي هذا إلى زيادة الاحتياطات النقدية، لدى المشترين (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.

فعد 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 مغربية تجعل تكلفة الفرصة البديلة للاستهلاك عالية، مما يحفز الجمهور على شراء تلك السندات، وهذا نقل النقود في أيدي الأفراد وفي البنوك، مما يقلل من حجم النقد

<sup>1</sup> - خبابة عبد الله، "الاقتصاد المصري (النقد-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 بـ 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 سيفرض البنوك بأسعار مرتفعة، مما يقلل من قابلية ورغبة البنوك في الاقتراض، كما يؤدي إلى رفع أسعار فوائدتها على القروض، الأمر الذي يقلل الطلب على النقود، ويحدث العكس في حالة إتباع السياسة التوسعية.

#### **ت-سياسة الاحتياطي الإجباري:**

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، ويحق 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 مقدراته 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 معنى، 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 إلى الوسائل المباشرة هناك صيغ أخرى تستعملها السلطات النقدية في تعزيز الوسائل السابقة وذلك بـ<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 تتصرّف بالاتجاه الذي يرغبه، حيث أن الإقناع الأدبي هو مجرد قبول البنوك التجارية بتعليمات وإرشادات البنك المركزي أدبياً بخصوص تقديم الائتمان و توجيهه حسب الاستعمالات المختلفة.

#### ت- الودائع الخاصة:

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

#### ث- التعليمات والأوامر المباشرة:

أحياناً تضطر البنوك المركزية إلى 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 البنك التجارية إلى الاستثمار في شراء الأوراق المالية مثلاً، 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 تأثير القروض:

تهدف هذه السياسة للحد من قدرة البنك 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، لأن لا يتجاوز ارتفاع مجموع القروض الموزعة نسبة معينة، ففي حال الإخلال بهذه الإجراءات تتعرض البنك إلى عقوبات تتباين من دولة لأخرى.

<sup>1</sup> - قصاب سعدية، دروس الاقتصاد الناري والأسواق المالية، كلية العلوم الاقتصادية 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.

#### ثانياً - سياسة المؤسسات البنكية:

تعامل البنوك في مجملها بتقديم خدمات عديدة لزبائنها 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 أحياناً 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 البنك بصفة مؤقتة قصيرة أو طويلة على سبيل الحفظ أو التوظيف وعليه تصنف على أساس مدة الإيداع أو على أساس العائد من الوديعة.

تحتفل الودائع باختلاف القرض منها، وهناك ودائع تتوضع من أجل الاحتفاظ بها فقط، وهناك ودائع أخرى ينتظر أصحابها من ورائها عائد مادي وهي:

**1-1- ودائع جارية (تحت الطلب):** تتميز هذه الودائع بدرجة عالية من السيولة فهي موضوعة تحت تصرف أصحابها حيث يمكنهم سحبها كلياً أو جزئياً عند الطلب، فلا يحق للبنك أن يتوجب 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 البنك لفترة زمنية معينة، ولا يمكنهم سحبها إلا بعد انتهاء المدة المحددة بتقديم إشعار للبنك عن تاريخ السحب.

**1-3- الودائع الادخارية:** تعتبر هذه الودائع بودائع التوفير، نظراً لعدم إيداعها في البنك 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 سعدية، نفس المرجع السابق، ص: 67.

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

## ٢- سياسة السيولة:

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

- ١- السيولة الجاهزة (الحاضرة):** وهي النقود الجاهزة لدى البنك وهي تحت تصرفه والمتكونة من:
  - النقود بالعملة الصعبة والعملات الأجنبية الموجودة بخازين البنك.
  - الودائع الموجودة لدى البنوك الأخرى ولدى البنك المركزي.
  - الشيكات تحت التحصيل، يقدمها أصحابها وتضاف قيمتها إلى حسابات العملاء بالبنك.

**٢- السيولة شبه النقدية:** وهي أصول نقدية درجة سيرولتها أقل من السيولة الجاهزة، لكن يمكن تحويلها إلى سيولة جاهزة بعد تصفيتها أو بيعها أو رهنها، وتمثل السيولة شبه النقدية، أدونات الخزينة العمومية، الكمياليات المخصوصة، الأوراق المالية كالأسهم والسنادات، حيث تتمتع بقصر آجال استحقاقها وامكانية التصرف السريع بها عن طريق البيع أو الرهن.

## ٣- سياسة القروض:

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

**٤- قروض الاستغلال:** موجهة أساساً لتمويل دورة الاستغلال التي تقوم بها المؤسسات في الفترة القصيرة والتي لا تتجاوز السنة، حيث تتميز بذلك ارر وتوجه إلى نشاط التخزين، الإنتاج، التوزيع...الخ،

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

- أ- القروض العامة: ويوجه هذا النوع من القروض لتمويل الأصول المتداولة وتسمى أيضاً بالقروض عن طريق الصندوق أو قروض الخزينة هدفها مواجهة الصعوبات المالية المتوقعة فتأخذ الأشكال التالية:
  - تسهيلات الصندوق: وتندرج تحت التخفيف 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 معنوي مثل:**

- تسبيقات على البضائع: وهي القروض تقدم للزيائين 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 إلى البنك لتمويل هذه الأشغال.

ج- القروض بالإلتزام: وتسمى القرض بالتوقيع، وفيه لا تعطى الأموال حقيقة للزيتون من طرف البنك، وإنما يتمثل في الضمان الذي يقدمه له البنك لتمكينه من الحصول على الأموال من جهة أخرى، أي أن البنك يمنح ثقته للزيتون وهو ملتم بتسديد الدين عند عجز الزيتون على ذلك.

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

**3- قروض الاستثمار:** يختلف نشاط الاستثمار جوهرياً عن نشاط الاستغلال، فقروض الاستثمار عادة ما تمنح من طرف البنك المتخصص 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 السنين وذلك بالتمويل أو الإنفاق الحالي والذي ينتظر من ورائه عائداً في المستقبل وتقسم إلى ما يلي:

- أ- **القروض الكلاسيكية:** وتقسم بدورها إلى:
  - القروض المتوسطة الأجل: وهي تلك القروض الموجهة لتمويل إستثمارات لا تتعدي عمرها 9 سنوات، كشراء الآلات، المعدات وسائل النقل ...وتعرض لمخاطر عديدة كخطر عدم التسديد مثلاً، منها: القروض القابلة للتبديلة: وتتميز بأنها قروض قابلة للخصم عند مؤسسة مالية أخرى أو لدى البنك المركزي لتجنب الأخطار المحتملة دون انتظار آجال الاستحقاق.

- القروض غير القابلة للتعبيء: 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، ونظراً لخصوصية هذه العملية فإن البنوك المملوكة لهذا النوع من القروض يحتاج إلى تعبيئة كبيرة للموارد المالية، نظراً لكبر حجمها وطول مدتها.
- ب- القرض الإيجاري: وهي الوظيفة الاستثمارية التي تقوم بها البنوك حيث تتckفل بشراء المواد واللازم 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 والسنادات في الأسواق المالية.

- أ- الاسهم: وهي نوع من الأوراق المالية المتداولة وتتميز بأنها حصة ثبت 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 ومرتبط بنشاط المؤسسة، عند تصفية المؤسسة فالمساهم باعتباره شريك في المؤسسة فهو الآخر من يتحصل على حقوقه بعد صاحب السند.
- ب- السنادات: تعرف السنادات على أنها أوراق مالية ثبت دائنها صاحبها للمؤسسة التي أدرتها، أي هو اثبات لعملية القرض، ويتميز بأنه وثيقة قرض ثبت دائنها صاحب الورقة في حدود قيمتها الاسمية، يستفيد حامل السند من دخل ثابت معرف مسبقاً، غير أن صاحب السند لا يمكنه التدخل في تسيير شؤون المؤسسة، وفي حالة التصفية تكون الأولوية لحاملي السنادات.

### 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 إلى تحقيق الاستقرار النقدي والاقتصادي من خلال معالجة تذبذبات قيمة العملة محلياً ودولياً وهذه التغيرات تكون مرتبطة بالمستوى العام للأسعار الذي تسعى دائماً السلطة النقدية من خلال سياستها إلى التحكم فيها.

استعملت السلطات النقدية منذ القدم وسائل كثيرة لتحقيق أهدافها حيث اختلفت هذه الأدوات والوسائل باختلاف الأوضاع الاقتصادية: منها ما يؤثر مباشرة في كمية النقود المعروضة بالزيادة أو بالنقصان وهو ما اصطلاح عليه بالوسائل الكمية، ومنه ما يدخل ضمن سياسة الارشاد والمواعظ وهو ما يسمى بالوسائل الكيفية أو الحديثة تعامل البنوك في مجملها بتقديم خدمات عديدة لزبائنها كاستلام ودائع الأفراد لاستثمارها وتوظيفها مقابل عائد مادي يختلف نوع التوظيف.

## المحور السابع: الوساطة المالية

ينطوي هذا المحور على العديد من المفاهيم ذات الصلة ب مختلف مؤسسات الوساطة المالية، وذلك من خلال توضيح أهميتها أنواعها ومختلف الوظائف التي تقود بها بصفتها 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 وتسخير تبادلها.

يعتبر وجود الوساطة المالية جد ضروري في الإقتصادات الحالية، وذلك لكي تتمكن المعاملات والمبادلات المالية أن تتماشى وفق التطورات السريعة التي تشهدها جميع المجالات.

كما تحتل الوساطة المالية مكانة جد 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 يتسع 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 تنسيطه.

### 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 وتسهيل تبادلها.

#### 1-1-تعريف الوساطة المالية:

هناك العديد من التعريفات التي تناولت موضوع الوساطة المالية، ومن أجل دراستها بشيء من التفصيل، ننطرق إلى التعريف التالية:

-تشمل الوساطة المالية جميع المؤسسات المالية الأخرى غير البنوك، التي تقبل الودائع وتنمنح القروض مثل: مؤسسات الإدخار والإقراض التي تقتصر على قبول ودائع التوفير، وإتحادات منح الإنتمان التي تهدف إلى تلبية الاحتياجات الإنتمانية لقطاع معين من الجمهور.<sup>1</sup>

-الوساطة المالية هي "مؤسسة إنثمارية 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>

-تمثل الوساطة المالية في أنها: "مؤسسات مالية ومصرفية تتعامل بأدوات الإنتمان المختلفة من حيث النوع والأجال في السوقين المالي والنقدية، 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 الصيارة مقابل إيصال أو تعهد، وبذلك أصبحوا يتمثلون في الطرف الأول للوساطة، وإنطلاقاً من الخبرة الكبيرة للصيارة في مجال النقود مع تأكدهم من أن أصحابها (المودعين) لن يطلبوها بصورة جماعية، يستخدموا تلك النقود المعدنية المودعة لديهم في منح قروض مقابل حصولهم على فوائد من المقترضين، وهم بذلك يتمثلون الطرف الثاني من الوساطة.<sup>1</sup>

وهكذا عرفت هذه الفنوات تطويراً في جمع المدخرات ومنح القروض وأصبح من الضروري تواجد 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، وال المتعلقة بـ<sup>2</sup> التوسط بين المدخرين والمستثمرين، منحها للإثتمان بأجاله المختلفة، التأثير على كمية وسائل الدفع، وتتوسيع 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 الإقراض والكفاءة المالية والإثتمانية للمقترضين، حيث تستطيع المؤسسة الوسيطة القيام بوظيفتها من خلال حصولها على المعلومات الدقيقة عن فرص الاستثمار، وتوجيه الأموال إلى أفضل مجالات إستخدامها أي تلك التي تعود عليها بأفضل عوائد وتحتاج إلى إنتاجية.

<sup>1</sup>- زياد سليم رمضان، محفوظ أحمد حودة، "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 أيضاً على توفير الوقود اللازم لعمل آلة الإقتصاد<sup>1</sup>، إذ لا بد من توافق يتعلق بحجم الموارد والفترة الزمنية التي يتم التمويل بمقتضاهما، لأن الفشل في تطابق الفترة الزمنية قد يتسبب في عدم إستمرارية العرض والطلب وبالتالي يؤثر سلباً على النشاط الاقتصادي.

فضلاً 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 الإحتفاظ بجزء من الأموال في شكل سيولة لمواجهة مثل هذه الإحتمالات، كما يمكن أن يتتجنب 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 تتحقق هذه العملية نظراً لما تتوفر عليه من أموال ضخمة تجمعها بطريقة مستمرة، فضلاً 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 الكثيرة من المنافع، كالتي تتعلق بعوائد القروض التي تساهم في تعظيم إيراداتها، حيث يعتبر أهم دخل تحققه والذي يمثل الأساس الذي تقوم عليه نشاطاتها، كما أنها غالباً ما تستعمل موارد مالية غير مكلفة مثل الودائع التي لا تمنحك عليها فوائد في معظم الأنظمة النقدية العالمية، من جهة أخرى يمكن لمؤسسات الوساطة المالية إمكانية إنشاء نقود الودائع، وهذا ما يعني أنها تمنح قروضاً أكثر مما تحصل عليه من الودائع، وهو الشيء الذي يساهم في زيادة أرباحها.

### 1-3- خصائص الوساطة المالية:

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

وفيمما يلي ذكر أهم الخصائص العامة للوساطة المالية:

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

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

<sup>3</sup>- إسماعيل أحمد الشناوي وأخرون، "اقتصاديات النقد والبنوك والأسوق المالية"، دار التعليم الجامعي، الإسكندرية، 2011، ص:89.

- يمكن أن تكون الوساطة المالية عبارة عن شخص طبيعي أو إعتباري، 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 يشاؤن إدخارها، بدون التقييد بحد أدنى للإستثمار في الأوراق المالية المطروحة من قبل المقترضين.
- تساهم الوساطة المالية في تقليص اللجوء إلى الإصدار النقدي ذو الطبيعة التضخمية، بتباعية 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 احتياجات المقترضين بمبالغ كبيرة وتكلفة أقل مقارنة بتجميع هذه المبالغ من المدخرين مباشرة، والتي قد يتطلب تجميعها التعامل معآلاف 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 بدلاً 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 والمخاطر. وبذلك فإن الوساطة المالية تعتبر صائبة للتمويل.
- القيام بعمليات الإقراض لفترات أطول، باستعمال أموال يمكن لأصحابها أن يطلبواها في أي لحظة.

<sup>1</sup> - حسين بنى هاني، "إconomics of the banking system: the theory and practice"، ط1، دار الكندي للنشر والتوزيع، الأردن، 2003، ص:326.

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

<sup>3</sup> - الطاهر لطرش، مرجع سابق 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 الازمة للتعامل.
- تخفيض تكاليف التعامل في الأصول المالية.
- توسيع الأصول المالية وتخفيض المخاطر.

## ثانياً - طبيعة وأنواع مؤسسات الوساطة المالية:

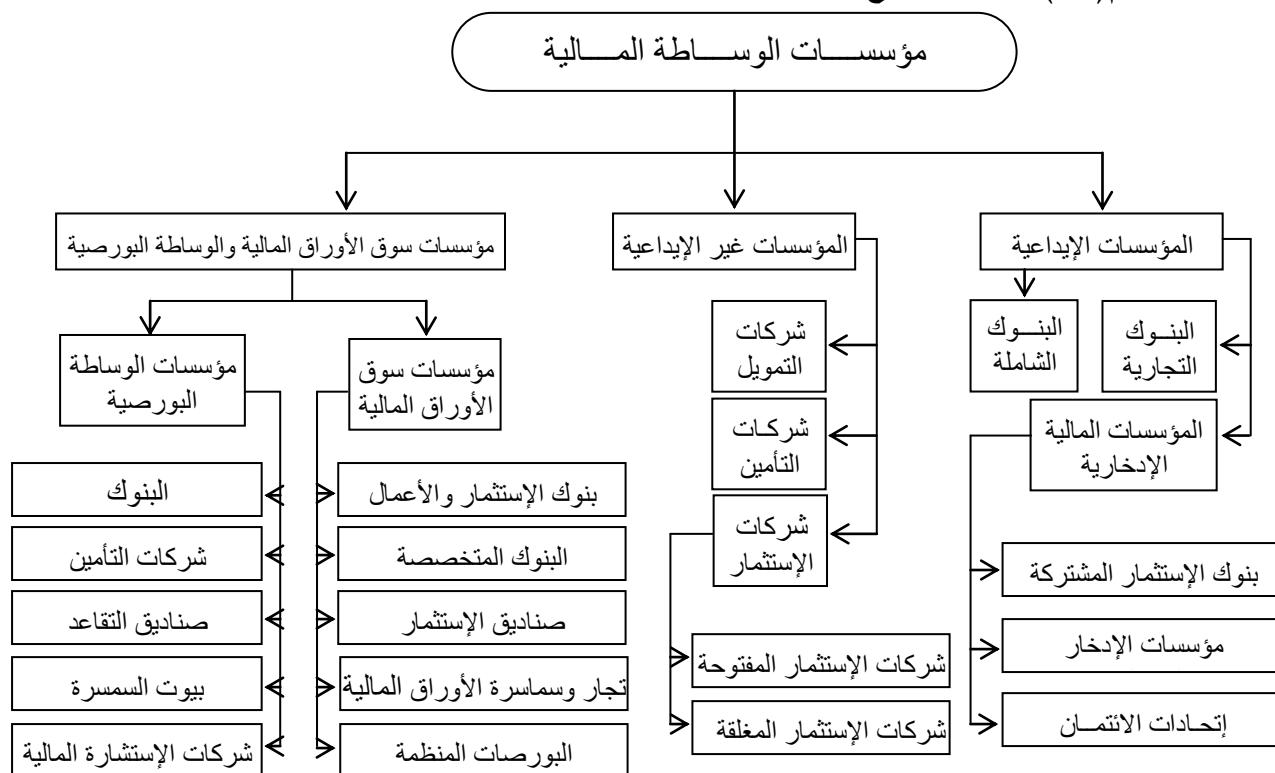
تقوم بوظيفة الوساطة المالية أنواع عديدة من المؤسسات المالية، لكنها من طبيعة مختلفة، وهذا لا يعني أنها تختلف من حيث الوظائف الأساسية التي تقوم بها والتي تمثل أساسا في الوساطة بين الأعوان الإقتصاديين، وإنما يرجع هذا الإختلاف بصفة أساسية إلى كيفية تعبئة الموارد ومجال توظيفها كما يرجع أيضا إلى طبيعة الحقوق 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 تمثل هذه الأخيرة في العلاقة غير المباشرة التي تنشأ بين المدخرات 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 المدخرات، وبالتالي نلاحظ بأنه هناك ثلاثة أطراف للتعامل هي: المدخرون، المؤسسات المالية بأنواعها والمستثمرون، بينما تمثل الوساطة المالية المباشرة في تلك العلاقة المباشرة التي تكون بين المدخرات والمستثمرين والتي تتم بصفة أساسية على مستوى البورصة، فهذه الأخيرة تعتبر المكان المباشر للقاء 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 أساسيا 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 التسويق، تخصص: نقود ومالية، كلية العلوم الإقتصادية وعلوم التسويق، جامعة الجزائر، 2008-2009، ص ص: 40-42.

و قبل تقديم عرض لمختلف أنواع الوساطة المالية، يمكن توضيحها من خلال الشكل المولاي:

**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 الاحتياطي المالي للدولة والسيطرة للمصارف، والذي يعود السبب الرئيسي لإنشائه إلى تدخل الحكومات في جميع النشاطات الاقتصادية ورغبتها في الحفاظ على الاستقرار النقدي وإدارة عمليات الإصدار وضمان قابلية تحويل العملات الوطنية.<sup>1</sup>

يعرف البنك المركزي على أنه السلطة النقدية التي تهيمن وتشرف على الجهاز المالي، فهو مؤسسة مالية تنشأها 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 النسور، "النقد والبنوك والإقتصاد"، الأكاديمية العربية للعلوم المالية والمصرفية، مصر، 2004، ص:67.

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

الأصول الحقيقة 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 انهيار المصارف وبالتالي حدوث أزمات مصرافية ومالية، ويسعى البنك المركزي إلى تحقيق الاستقرار 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 المقاصلة بين المصارف من خلال غرفة المقاصلة التابعة له.

- القيام بالرقابة والتأثير على الإئتمان المصرفى نتيجة لتزايد أهمية دور خلق النقود وما يتربى على ذلك من زيادة عمليات الأراضى 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 الواقع 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 بصفتها الوحيدة التي بإمكانها خلق النقود،<sup>2</sup> كما أنها تعمل على تعبئة الموارد المالية من خلال إصدار التزامات على نفسها، تتخذ شكل الودائع البنكية، الودائع الآجلة، ودائع الإدخار، وتقدم قروضاً للمستهلكين وقروضاً عقارية، وتشتري أوراق مالية حكومية، وبقيام البنوك بهذه الوظائف يمكنها أن تتجه إلى السوق المالية لطلب المال اللازم لها ولسوافها من المؤسسات وذلك عن طريق طرح أسهم وسندات جديدة، وهي بذلك تلعب دوراً كبيراً في الإستثمار في الأوراق المالية مثل شهادات الإيداع سندات الخزينة، فهي تعتبر أحد مكونات سوق المال.<sup>3</sup>

<sup>1</sup> - مصطفى كمال السيد طايل، 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 الهيتي، "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 الإئتمان عن طريق قبول الودائع ومنح القروض، مقابل معدلات فائدة التي تتحدد ما بين عمليات الإقراض والإقتراض، كما أنها تتعامل بالنقود، فجميع عملياتها تقوم على أساس إستخدام النقود.<sup>1</sup>

### ١-٣- 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 التنويع، كما أن أهم ما يميزها هو قوتها مركزها المالي بسبب إمكانية حصولها على إيرادات متنوعة المصادر ومن فئات وقطاعات اقتصادية مختلفة، بالإضافة إلى قدرتها على تجنب مخاطر الإئتمان الذي قد تتعرض له البنوك من خسائر وعدم سداد القروض وذلك لإعتمادها على مبدأ التنويع القطاعي والجغرافي، فضلاً 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 المستقبليات والمبادلات.<sup>2</sup>

### ١-٤- المؤسسات المالية الإدخارية:

تعتمد هذه المؤسسات بصفة رئيسية على الودائع الإدخارية، وهي تتمثل أساساً في:

- **بنوك الإدخار المشتركة:** التي يقترب نشاطها من التعاونيات من حيث أن المودعين يمتلكون البنك، حيث يقوم نشاطها الأساسي على تقديم القروض العقارية إنطلاقاً من الودائع الإدخارية، وإصدار ودائع شيكية وتقديم قروض أخرى غير القروض العقارية.
- **مؤسسات الإدخار والإقراض:** تتمثل ثاني أكبر مؤسسة تعاقدية في الولايات المتحدة الأمريكية، خاصة وأنها تعمل أساساً على تعبئة الموارد المالية عن طريق قبولها لمختلف أنواع الودائع.
- **إتحادات الإئتمان:** هي عبارة عن مؤسسات مالية تعاونية تقوم بإقراض مجموعة إجتماعية معينة، عن طريق الموارد المالية المجتمعة 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.

**١-5 شركات التمويل:** تعمل شركات التمويل ك وسيط 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 للفروض وبشروط ميسرة، كما لا تلجأ هذه المؤسسات إلى الإقراض من البنوك التجارية إلا عند حاجتها القصوى إلى الأموال لأن البنوك التجارية تفرض عادة بفوائد عالية، فضلاً عن ذلك، تعتبر هذه الشركات وحدات ترويج مالي تؤجر بعض الأجهزة للمشروعات وتقديم لها خدمات كبيرة كما أنها توفر النقود التي تكلفها.<sup>١</sup>

**١-6 شركات التأمين:** هي مؤسسات مالية تعمل ك وسيط مالي يقبل الأموال (الأقساط) التي يقدمها المؤمن لهم ثم تعيد استثمارها نيابة عنهم مقابل عائد معين،<sup>٢</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 الإقراض 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 التزامات في صورة تعويضات.

**١-7 شركات الاستثمار:** هي مؤسسات مالية غير مسموح لها بقبول الودائع، ومن ثم فإن مصادر التمويل بالنسبة لها تمثل في مواردها الذاتية وفيما تفترضه من المؤسسات المالية الأخرى، كما يمكن لها أن تحصل على الأموال من خلال ما تصدره من أسهم وسندات. وتتقسم شركات الاستثمار وفقاً لرأس المال إلى نوعين هما: شركات الاستثمار المفتوحة وشركات الاستثمار المغلقة.

**١-8 بنوك الاستثمار والأعمال:** تعتبر شركة خدمات مالية تهتم بالنشاطات المالية وتقدم إرشادات من أجل مساعدة زبائنها (وكلائها) لشراء الأصول من البورصة عند بداية الإكتتاب،<sup>٣</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>٤</sup> فهي ليست بنوك بالمعنى العادي حيث لا تقوم بتلقي وإصدار الودائع ولا تقوم بإقراض، ويكون هدفها الأساسي في تقديم الخدمات الاستثمارية للشركات والأشخاص

<sup>١</sup>- عبد الله الطاهر، نفس المرج السابق، ص:290.

<sup>٢</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 الملاعة 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>

**١-٩- البنوك المتخصصة:** هي مؤسسات مالية ومصرفية تقوم بالعمليات المصرفية التي تخدم نوعاً محدداً من النشاط الاقتصادي، وفقاً للقرارات الصادرة بتأسيسها والتي لا يكون قبول الودائع تحت الطلب من أنشطتها الأساسية.<sup>2</sup>

**١-١٠- صناديق الاستثمار:** تعتبر صناديق الاستثمار أحد أنواع المؤسسات المالية التي تقوم بتجميع الأموال من مختلف المستثمرين وإستخدامها في شراء الأوراق المالية، وقد انتشرت هذه الصناديق وزاد تطورها خلال العقود الثلاثة الماضية وخاصة في التسعينيات، 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 تمتلك رؤوس أموال الكثير من المستثمرين الذين وظفوا جزءاً لا يأس به من أموالهم في صناديق الاستثمار المشتركة. ومن ثم يمكن التمييز بين صناديق الاستثمار التالية: صناديق النمو، صناديق الاستثمار ذات رأس مال المخاطر، صناديق الاستثمار ذات الإيراد، صناديق الاستثمار ذات الإيراد والنمو، صناديق استثمارات الدولية.

### **١-١١- شركات الاستثمار في رأس المال الثابت : SICAF :**

هذه الشركات هي شكل ثانٍ من التوظيفات الجماعية ويشبه أجهزة OPCVN حيث يدور موضوعها في تسخير رؤوس الأموال الخاصة في محفظة القيم المنقولة وذلك بهدف المساهمة في رأس مال المؤسسات القائمة فعلاً أو المؤسسات بقيد الإنشاء، وتهتم 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 للمدخل فإنه يستفيد من التنوع وتقليل المخاطر بالنسبة للاستثمارات.

<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 بعمليات 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 المشترين 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 تعديل 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 تعوض 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 و CZ مزاولة 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 لاتخاذ القرار الاستثماري، 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 أساساً للتوفيق بين مختلف فئات التعامل وإشباع رغباتهم، فهي كثيراً ما تعمل على تحقيق موازنة فعالة بين المدخرين والمستثمرين عن طريق توفير الأموال اللازمة وتسهيل المعاملات المالية، خاصة وأنها تتمتع بخاصية هامة تمثل أساساً في الثقة الكبيرة التي تمنحها إليها فئات المدخرين والمقرضين على حد سواء.

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

## المحور الثامن: إطار نظري عام حول الأسواق المالية

تعتبر الأسواق المالية الآلية التي يتم من خلالها تحويل الأموال بين الوحدات الاقتصادية 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:

يعلم 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 إستلزمتها المعاملات الإقتصادية بين مختلف الوحدات مهما كانت طبيعتها، فالأسواق المالية تعمل على تمويل الإقتصاد بتبعة المدخرات وتوجيهها إلى مجالات الاستثمار المتعددة لضمان الموارد المالية للمتعاملين.

تحظى الأسواق المالية بمكانة كبيرة خاصة في ظل التطورات التي يعرفها النظام المالي العالمي، وسعياً 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 الإقتصادات المحلية إلى تزايد الإهتمام به والتوجه نحو التأصيل 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 للاقتصاد أي بلد، فهو يعمل على تحريك الأموال بين الأعوان الإقتصاديين حسب الحاجة إليها، وهو يقوم ب مهمته 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 استغلال الموارد من خلال تحويل الفوائض المالية من مجرد مدخلات متراكمة إلى إستخدامات إنتاجية.

### 1- مفهوم النظام المالي، أسلسه وألياته:

يتمثل النظام المالي في شبكة من الوحدات المالية والمصرفية التي تقوم بتجميع المدخلات من الأفراد والمشروعات أو الحكومات،<sup>1</sup> وتعامل 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 والسنادات والأوراق المالية الأخرى، ويتم تحديد معدلات سعر الفائدة وإنتاج وإسلام 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 الممكن أن يعمل إقتصاد أي بلد بصورة صحيحة إلا إذا كان نظامه المالي قائماً على أسس ودعائم فعالة.

يعد النظام المالي في أي إقتصاد جهاز معقد، فهو يتضمن بصفة أساسية أنواعاً مختلفة من المؤسسات المالية التي تعمل على توفير التمويل اللازم للوحدات الإستثمارية، ويكون 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... وهن يمثلون

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

<sup>2</sup>- محمد صالح القرishi، "إconomicsيات التقادم 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 المريخ، السعودية، 2002، ص:45.

<sup>4</sup>- نوزاد الهيتي، منجد الحشالي، "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 إستثماري وبأقل تكلفة ممكنة. وتخالف الأسواق بخلاف مدة التعامل ونوع الأصول المالية، فنميز 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 والسنداط وغيرها.

تتمثل الوظيفة الأساسية للنظام المالي في تحويل الأموال من المقترضين 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 الاقتصاد المعاصر العمل بدونها.<sup>1</sup>

من خلال ما سبق، يتبيّن لنا بأن الخدمات التي يقدمها النظام المالي تساعده 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 المقترضين والمقترضين وذلك بدون أي مساعدة من الوسطاء الماليين أو أي مؤسسة مالية، حيث يتعهد المقرض للمقترض بأن يسدّد له أموالاً في المستقبل، بالإضافة إلى عائد مقابل تعرّضه لمخاطر الإقراض.

- **الإتصال من خلال سماشرة 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 الاقتصادية سواء ذات الفائض المالي أو العجز المالي. فالوساطة المالية تقوم بدور هام في الاقتصاد، حيث تشجع على الإدخار خاصة لأصحاب المدخرات المحدودة، كما تساهم في تخصيص الموارد المالية وتحويل الأموال بين المقترضين 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 الإدخار مع ضمان أفضل التخصيصات للموارد،<sup>1</sup> بالإضافة إلى المكانة التي يحتلها في الاقتصاد، فهو يعمل على تعزيز أركان الإستقرار الاقتصادي وتعزيز التنافسية في الاقتصاد الوطني في ظل مظاهر الإنفتاح والعلمة التي أصبحت تسود الاقتصاد العالمي في الوقت الحالي.

كما يسعى النظام المالي إلى التقليل من حدة التقلبات الاقتصادية وتجنب حدوث أي أزمات مالية في المستقبل، من خلال التخصيص الكفء للموارد المالية المتاحة وتحسين مستوى النمو الاقتصادي.<sup>2</sup> فضلاً عن ذلك، يمكن للنظام المالي من تحقيق الاستثمار 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 الالزمة لتفاعل البائعين والمشترين لتحديد سعر الأصول المالية ومعدل العائد المطلوب، إضافة إلى أنها تقوم بتوسيع قاعدة الملكية والمديونية لهيكل رأس مال الشركات المساهمة، كما تسهم الأسواق المالية بتخفيض تكاليف كل من المعلومات والبحث عن الصفقة، بالإضافة إلى تخفيض الضغط على النظام الإنتماني 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 اقتصاد، فهو يعمل على إلزام الأسواق المالية والمؤسسات المالية باعتبارهما الآليات التي يؤثر من خلالهما على الاقتصاد بالتعاون بالشفافية والإفصاح، ومن بين مبادئه: تحقيق الربحية وتعظيمها، توفير السيولة الالزمة في الاقتصاد لضمان سير المعاملات المالية، ويبقى على عاتقه مهمة التوفيق بين هدفي الربحية والسيولة، بالإضافة إلى الضمان: أي توفير فرص الاستثمار 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، وأيضاً من خلال المؤسسات التي تتوسط هذه المعاملات المالية وتساهم في تفعيلها والتي تعرف بمؤسسات الوساطة المالية.

<sup>1</sup>- قدی عبد المجید، "المدخل إلى السياسة المالية الكلية"، ط3، دیوان المطبوعات الجامعية، 2005، ص:260.

<sup>2</sup>- شقيري نوري موسى وأخرون، 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، وتتنوع 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 لأنشطة المختلفة وذلك من خلال الدور الأساسي لكل مؤسساتها المالية، والتي تعمل على تعبئة فوائض القطاعات المختلفة بطرق متعددة تسعى من خلال ذلك إلى التوفيق بين كل من فترة التخلّي عن هذا الفائض وشروط التخلّي عنه.

إلى 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 ك وسيط في النظام المالي وتعتبر جزءاً هاماً منه، تقوم بإصدار حقوق على أنفسها مثل الودائع وتسخدم الأموال التي تحصل عليها لتقديم فروض لآخرين.

تحتل مؤسسات الوساطة المالية مكانة كبيرة ضمن النظام المالي، إذ أن الإقتصاد الذي لا يعرف الوساطة المالية والذي يقوم نظامه المالي أساساً 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 شخصياً، 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 تدنية 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، "إconomics of money and banking and financial markets" ، 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 الاستثمار إلى الوحدات التي توفر لديها الفرص الاستثمارية وتحلّق القدرة الاستثمارية.

### 2-1- مفهوم الأسواق المالية:

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

تعتبر نشأة وتطور الأسواق المالية إنعكاساً 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 حقيقة، 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 الإقراض.

وكانت المرحلة الثانية ببداية ظهور البنك المركزي، التي قامت بتحديد قواعد وقوانين توضح فيها دور البنوك التجارية الذي يقتصر على بعض الأعمال الكلاسيكية مثل خصم الأوراق التجارية وتقديم الإنتمان. وفي المرحلة الثالثة قام البنك المركزي بإصدار سندات الخزينة مع ظهور البنك المتخصص 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 تعامل 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 استخدام الموارد المالية وهو الأمر الذي إقتضى البحث عن مجالات إضافية وبديلة لاستخدام هذه الموارد المالية في الأسواق المالية الأجنبية.

- زيادة حجم المشاريع والتي يرافقها استخدام واسع للتكنولوجيا المتطرفة ذات الكفاءة الرأسمالية العالية.

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

<sup>1</sup> - حسني علي خريوش وأخرون، "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 تقديمها عن نشأة وتطور الأسواق المالية، يمكننا أن نتوصل إلى أن الأسواق المالية تتعامل بالأوراق المالية المتوسطة والطويلة الأجل، فهي تجمع بين مصدرى وطالبى هذه الأوراق وذلك بتوفر قنوات فعالة تسهم 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 التعريفات المقدمة في هذا المجال:

- "السوق المالية هي مجموعة المؤسسات أو القنوات التي ينساب عبرها المال الفائض من الأفراد والمؤسسات في المجتمع، وفقاً 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 باياعي 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 الاستثمار إلى الوحدات التي تتوافر لديها فرص الاستثمارية، وتمتلك القدرة على الاستثمار".<sup>3</sup>

- من جانب آخر، تعرف الأسواق المالية على أنها: "الآلية التي تمكن وتبادر للأفراد والمؤسسات بكافة أنواعها القيام بإصدار وتداول أدوات الاستثمار قصيرة وطويلة الأجل بتكلفة معاملات منخفضة وأسعار تعكس فرضية السوق الكفء".<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 بتبسيئة إدخار مختلف الأعون الإقتصاديين مهما كانت طبيعتهم، ولا يشترط توفر مكان محدد للتقاء هؤلاء الأعون، كما أن إنتقال وتداول الأموال في السوق المالية يتم من خلال مؤسسات وسيطة نظراً لعدم إمكانها 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 Picquèr, "marché financier en temps continu : valorisation et équilibre", 2<sup>ème</sup> édition, Edition: Economica, Paris, 1998. P:46 .

<sup>3</sup>- عاطف و لمي أندراوس، "السياسة المالية وأسواق الأوراق المالية" ، مؤسسة شباب الجامعية، 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 بقلة المعلومات الخاصة بالمعاملين وعدم وجود الثقة بينهم، أو الإختلاف الذي قد يكون حول سعر الأصول وتاريخ إستحقاقها.<sup>1</sup>

## 2- شروط تكوين الأسواق المالية:

تعتبر الأسواق المالية ذلك المجال الذي تتداول فيه أصول الشركات منها كانت أنشطتها، ومن أجل تكوين وقيام سوق مالية يتطلب توفر مجموعة من الشروط الملائمة والضرورية، بحيث يكون الهدف من ورائها هو تجميع المدخرات وتوجيهها نحو الاستثمار 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 إدخارية تقوم بعملية الإقراض إلى الأفراد والمستثمرين، وتعمل هذه المؤسسات على تحسين ورفع مستوى الخدمات المصرفية وبذلك فهي تعمل على تحسين عمل الجهاز المصرفى، كما أنها تعمل جاهدة على رفع أسعار الفائدة كمحفز قوي على زيادة حجم الإدخار.<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 الإدخار وسلامة إستثماره من أجل خلق الثقة بين المعاملين، ويتم تحويل الإدخار عن طريق وسائل مختلفة مثل إنشاء نوادي الاستثمار: وهي عبارة عن جماعات 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 لتدعم دوره في التنمية الإقتصادية، كتوفير نظام ضريبي من.
- إنشاء بورصات للأوراق المالية: حيث تعتبر البورصات من أجهزة الإدخار 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 خريوش وأخرون، 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 الاستثمار ثم التبادل والتوزيع لتنتهي بعملية الاستهلاك. 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 المدخرات (مهما كانت طبيعتهم) عن طريق رفع عوائد المدخرات من خلال الإكتتاب في الأسهم والسنادات، فمن خلال إدارتها ومكانتها المتخصصة وخبرائها تقدم النصائح للجهة المصدرة للأدوات المالية المتداولة<sup>2</sup>، وذلك من خلال تحليل عوامل العرض والطلب لهذه الأدوات وبيان احتياجات المدخرات وتحديد أفضل الأدوات وأحسن الظروف لتمويل هذه الاحتياجات، 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 طريق 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 السيسى، مرجع سبق ذكره، ص:10.

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

<sup>3</sup> حسني علي خريوش وأخرون، 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 الاقتصاد المحلي والدولي، ويرجع ذلك إلى السيولة العالمية للأدوات الاستثمار التي يتم التعامل بها في هذه الأسواق، إذ يتميز الاستثمار فيها بالسرعة الكبيرة مقارنة بالأسواق الأخرى (أسواق السلع مثلا) التي تتطلب وقت أطول لتحويل السلع إلى سيولة.<sup>1</sup>
- تقوم الأسواق المالية بدور كبير ورئيسي في تحفيظ 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 الاقتصاد الوطني خاصة في الدول النامية.
- تساعد الأسواق المالية على توفير التمويل في الدول النامية بشروط وتكليف مناسبة مقارنة بالإقراض من البنوك الدولية والجهات التمويلية الخارجية الأخرى.
- يمكن أن توفر الأسواق المالية لصغار المدخرين والمستثمرين وهم الفئات الأكثر والأوسع عددا، إمكانية إستغلال مدخلاتهم الصغيرة وإستثمارها بالشكل الذي يمكنهم من اختيار نوع الاستثمار و مجالاته، تبعا لما يتوقعون الحصول عليه من عوائد وبالشكل الذي يتاسب مع طبيعة وحجم مدخلاتهم، وتماشيا مع درجة المخاطرة التي يكونون على استعداد 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 الاقتصاد الوطني لأي دولة، هذا ما يساعد على تطورها وإتساعها مما يجعلها سريعة التأثير بالعامل 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-، وتعد ميزة هذه الأسواق إلى تنويع الأدوات والخدمات المالية والمجال المحلي أو الدولي الذي تعمل فيه، ومن الخصائص والمميزات مايلي:
- تتميز السوق المالية بطبيعة خاصة تمثل في أن التداول على مستواها يتم بين النقود والأدوات المالية الأخرى، فالمشتري يدفع الأموال مقابل الأصول التي تمثل في الأسهم والأوراق المالية الأخرى، إلا أنه لا يستلم أصول حقيقة، ويقوم الأعون بشراء الأدوات المالية من أجل العائد المنتظر حصوله أثناء الإحتفاظ بها وكذلك من أجل الارتفاع 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 تدير العمليات في الأسواق المالية وتتوفر للمتعاملين المعلومات الضرورية التي يحتاجونها.

- تتميز الأسواق المالية بتطورها المستمر، وبفضل وسائل الإتصال الحديثة والمتقدمة ترتفع مجالات التعامل بالنسبة للمستثمرين في الأسواق العالمية، ويحدث ذلك عن طريق الإستفادة من تدني حجم التكاليف وتوفير المعلومات الازمة 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 مدخلات 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>

### ثانياً - هيكل وأقسام الأسواق المالية:

تتقسم الأسواق المالية إلى عدة أسواق فرعية وذلك إنطلاقاً من عدة معايير مختلفة، حيث يتعلّق 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.

فنجد مثلاً، أن السوق المالية تقسّم إلى سوق أولية وسوق ثانوية من حيث طبيعة الأدوات والأصول المالية المتداولة فيها، وقد تتقسم إلى سوق نقدية وسوق رؤوس الأموال من حيث الغرض من التمويل، كما تتقسم أيضاً إلى أسواق دين وأسواق ملكية إذا ما أردنا معرفة الحقوق والإلتزامات المرتبة عنها، وأخيراً نجد أن السوق المالية تتفرّع من خلال أسلوب التمويل إلى أسواق قروض وأسواق أوراق مالية.

سوف نخوض في دراستنا هذه بدراسة 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 حربان، "مبادئ الاستثمار"، دار المستقبل، للنشر والتوزيع، عمان، 1997، ص: 29.

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

<sup>3</sup> عاطف وليم أندرؤاس، مرجع سابق ذكره، ص: 03.

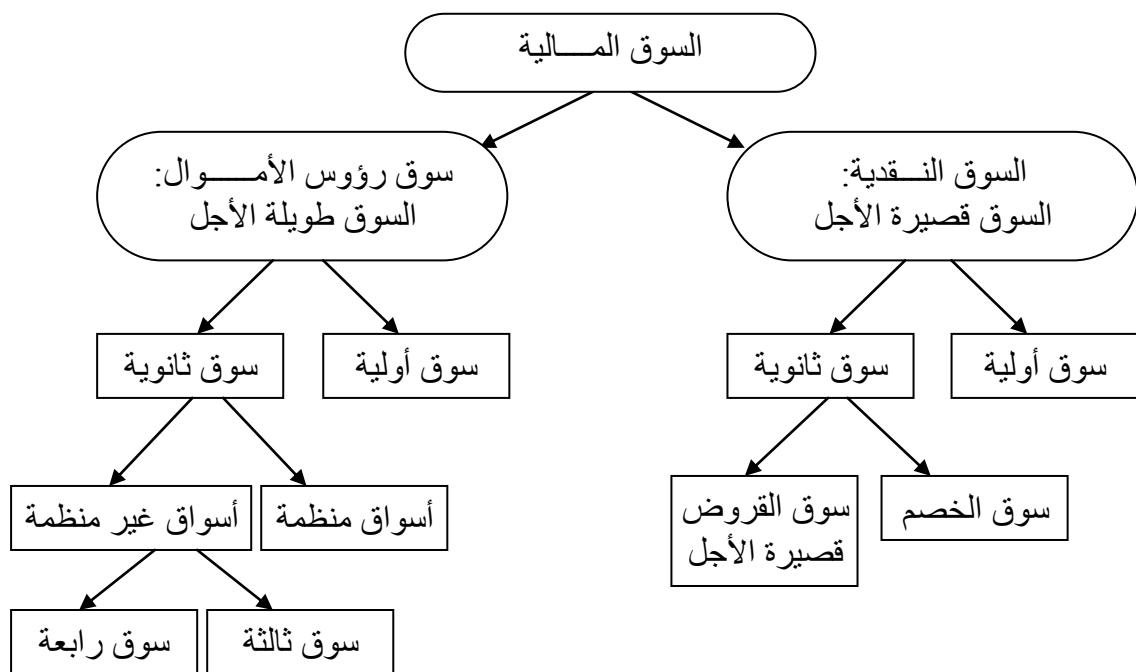
ظلها بالأدوات المالية بعيدة الإستحقاق، ومن خلال دراسة كل سوق على حدى، يتم التطرق إلى مختلف المعايير الأخرى باعتبارها جزء لا يمكن تجاوزه.

وبالرغم من تعدد المعايير التي تصنف وفقاً 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 للاستثمار قائم على أساس الثقة بالنظم الاقتصادية والسياسية القائمة، والتنظيم الذي يعكس مدى تقدم السياسات المالية والنقدية، وقوانين تنظيم وتشجيع الاستثمار والتشريعات الخاصة بالإصدار النقدي والتحويل الخارجي.
  - أدوات استثمار متعددة تساهم في توسيع قاعدة الخيارات أمام المستثمرين، وبشكل يزيد من عمق وإتساع السوق المالية.
  - مؤسسات مالية ومصرفية متعددة ومتطرفة، قادرة على أداء دور الوساطة المالية وتجميل 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 والاستثمار.
    - تشريعات واضحة لآلية التداول والتجارة 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 كفالة 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 تتفرع إليها الأسواق المالية من خلال الشكل المولى:

<sup>1</sup> - أرشد فؤاد التميمي، مرجع سابق 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 للإختلافات 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 وإتخاذ القرار المناسب من خلال معرفة تحركات السوق وإتجاهها.

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.

## ١-١-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، وغالباً ما يتم اختيار العينية بطريقة تتيح للمؤشر أن يعكس حالة سوق رأس المال المراد قياسها".<sup>١</sup>

يمثل المؤشر أهمية كبيرة بالنسبة لمستخدميه، فمن خلاله تتمكن الشركات مثلاً من معرفة حجم ودرجة المعاملات المالية في السوق، بالإضافة إلى أنه يستخدم لتحقيق مجموعة من الأهداف أهمها:<sup>٢</sup>

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

- استخدام المؤشر كقواعد معلومات لتحليل حركة الأسعار في الأسواق المالية وربطها بالتغييرات 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 الاقتصادية المختلفة، أو إتجاه بعض الأزمات الإقليمية المتولدة لأسباب مختلفة، مع توضيح الإرتباطات بين التقلبات المختلفة مثل تأثير أسعار النفط وإنعكاساتها 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>

## ١-٢-الاستخدامات الأساسية للمؤشرات المالية وأساليب بنائها:

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

وحتى تعكس المؤشرات المالية حقيقة الوضع الاقتصادي، 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"، ط١، 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 استخدام 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 بالوضعية التي ستكون عليها السوق: وهذا عن طريق معرفة طبيعة العلاقة الموجدة بين المتغيرات الاقتصادية، وبين التغيرات التي تطرأ على المؤشرات ومحاولة معرفة حركة أسعار السوق مسبقاً، مما يؤدي إلى إتخاذ القرارات الاستثمارية السليمة في الوقت الملائم.
- إلى جانب ما precedes، 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 العادي 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، غالباً ما تمثل 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 صاطورى، "أثر كفاءة سوق رأس المال على الاستثمار في الأوراق المالية مع دراسة حالة الجزائر"، رسالة مقدمة لنيل درجة الدكتوراه في علوم التسويق، فرع: مالية، المدرسة العليا للتجارة، 2005-2006، ص ص: 83-85.

- أنظر أيضاً: محمد براق، مرجع سبق ذكره، ص: 174، و: السيد متولي عبد القادر، مرجع سبق ذكره، ص 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، واللزمه لضرورة المتابعة المستمرة لتقلبات الأسعار وإتجاهات الأسواق من أجل معرفة مستوى ودرجة كفافتها.

### 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 نفعاً بالنسبة لمتخذ القرار.

يمكن أن تختلف المعلومات المراد الحصول عليها بإختلاف 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 بصناعي 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 الاقتصادي 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، لابد أن تتوفر فيها مجموعة من الشروط أهمها: الدقة، الملاعنة، التوثيق، 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 دوراً كبيراً في زيادة كفاءة ومن ثم فعالية الأسواق المالية، فالمعلومة تترجم فوراً إلى قرار يجلب الربح إذا كانت صحيحة، ويضيّع معها رأس المال إذا كانت خاطئة، فيكفي فقط نشر خبر خاطئ يتم تسريبه فترتفع أسعار ورقة مالية معينة إرتفاعاً كبيراً يدفع بالمستفيد إلى البيع فوراً، كما قد يحدث تسريب شائعة أخرى تدفع بالورقة المالية إلى أدنى مستوياتها فيشتري المستفيد، كذلك فإنّباء المعلومات يعد تلاعاً غير مشروع<sup>1</sup>، حيث أنّ أسعار بعض الأوراق المالية ترتفع دون مبرر ثم يكتشف بعد فترة وجود صفة 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، وهو لاءً 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 إنتمام عمليات شراء غير سلية مما يؤثر سلباً على أداء بقية المتعاملين.

## 3 - كفاءة الأسواق المالية:

ترتبط كفاءة السوق المالية بمجموعة من العوامل أهمها: حجم وسائل السوق، حيث يقصد بسائلة السوق<sup>2</sup> سهولة تسويق الأوراق المالية، أي إمكانية شرائها وبيعها بسرعة، وبسعر قريب جداً 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 على شراء الورقة المالية وبسعر مرتفع كلما ارتفعت 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 يغوصهم 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 الاقتصادية، فرع: التقويد والمالية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، 2008-2009، ص 112.

<sup>2</sup>- عاطف وليم أندراؤس، 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 متحيزه للمعلومات المتاحة للمتعاملين، كما تصبح أسعار الأوراق المالية المتداولة على مستوىها 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 وأيضاً تتعلق بـ:<sup>2</sup>

- تحقيق المنافسة الكاملة في السوق: وذلك عندما يكون عدد المتعاملين في السوق كبيراً وبالتالي عدم وجود قوة إحتكارية على الأسعار، بحيث يصبح المشاركون متلقون للسعر بدلاً من كونهم قادرين على فرض الأسعار للسوق، وهي بذلك توفر العدالة في إبرام الصفقات بحيث توفر لهم فرصاً 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، وأيضاً 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.

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

**الكافأة الكاملة:** يطلق مفهوم الكفاءة الكاملة عندما تكون القيمة السوقية للورقة المالية مساوية إلى قيمتها الحقيقة، نظراً 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. وتحقق الكفاءة الكاملة عندما تتحقق مجموعة من الشروط أهمها:<sup>3</sup>

- تمتز المستثمرون بحرية تامة داخل السوق نظراً لانعدام وجود أي قيود على التعامل داخل السوق، فلا تكاليف ولا ضرائب على المعاملات، كما يمكن للمستثمرين التعامل بأي كمية شاءوا بيعاً 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 أيضاً، عاطف وليم أندرؤاس، "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 استغلال ثرواتهم.

**2- الكفاءة الاقتصادية:** تستند إلى فرضية السعي المستمر للمستثمر في تعظيم منفعته الخاصة، وبالتالي يظل في سباق مع المتعاملين الآخرين في الحصول على البيانات والمعلومات التي تساعد 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 الاقتصادية والتي ترتبط خاصة بالتصنيص الكفاءة للموارد المالية المتاحة، يجب أن تتوافر على خاصيتين أساسيتين هما: كفاءة التسعير وكفاءة التشغيل، حيث:

- كفاءة التسعير: تسمى أيضاً 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 عادلة.

- 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 تتتوفر للمتعاملين. فضلاً عن ذلك، تتوقف كفاءة الأسواق المالية على طبيعة المعلومات المستخدمة وكيفية تحليلها، فحالة السوق الكفاءة فرضية نسبية وليس مطلقة، ويعود ذلك إلى وجود بعض العوامل التي تجعل من الصعب تحقيق الكفاءة السوقية، من بينها:<sup>3</sup>

- ملامسة المعلومات: يشكل مدى ملامسة المعلومات مشكلة حقيقة يصعب تشخيصها، فهي مسألة نسبية وليس مطلقة لأنها تتعلق بقدرات ومهارات التحليل، وبمدى وضوح وموضوعية المعلومة.

- استغلال 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 مجید 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 مؤشراً غير دقيقاً 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 يمكن أي مستثمر من تحقيق أرباح غير عادلة على حساب الآخرين نتيجة لعدم وجود معلومات تاريخية سابقة.
- **كفاءة السوق بالشكل شبه القوي:** وذلك عندما تعكس القيمة السوقية للأسهم المعلومات والبيانات العامة والممتدة للجميع، كالتي تتعلق مثلاً بنتائج أعمال الشركات المصدرة.
- **كفاءة السوق بالشكل القوي:** حيث تعكس الأسعار السوقية للورقة المالية جميع المعلومات الممتدة - 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 الاقتصاد من خلال توفير الموارد المالية وتسهيل إنتقالها إلى الوحدات الاقتصادية 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 الاقتصادية في استغلال الموارد، وذلك بالإستفادة من تدنية حجم التكاليف وتوفير المعلومات الازمة.

تتنوع الأسواق المالية إلى عدة أسواق فرعية وذلك إنطلاقاً من عدة معايير مختلفة، حيث يتعقد 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 إستغلاً أمثل، وتمثل بورصة الأوراق المالية جزء مهم من السوق المالية في عملية التمويل، وهي تقوم بدور الوساطة المالية من خلال تشجيع الإدخار وتنمية الوعي الاستثماري 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 الاقتصادية بإعتبارها مرآة عاكسة للنشاط الاقتصادي.

كذلك، يحتاج المتعاملون في الأسواق المالية إلى معلومات مختلفة وبصفة مستمرة حتى يتمكنوا من تقييم فرص الاستثمار المتاحة وإتخاذ القرارات المتعلقة بتوظيف الموارد بصورة ناجعة، كما يحتاجون إلى المتابعة المستمرة لنقلبات الأسعار وإتجاهات الأسواق لمعرفة مستوى ودرجة كفاعتها، لأن السوق الكفالة 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 الآية 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 بالطرق 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 الإسم –الأسواق النقدية– لكونها تتعامل بصفة أساسية بأدوات مالية هي بديلة للنقد تدعى شبه النقد.

## 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 (طالبى الأموال) ووحدات الفائض المالي (عارضي الأموال)، وذلك من خلال تبادل وتداول أدوات الاستثمار 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 الإئتمانية، 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 الإقرض 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، وتنزك 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 التعريف 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 الالقاء المباشر أو بإحدى وسائل الإتصال الإلكترونية المختلفة كالهاتف والأنترنت.

### 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، فباعتبار

<sup>1</sup> - مروان عطوان، "الأسواق النقدية والمالية (أدوات وأليات نشاط البورصات في الاقتصاد الحديث)"، ج 1، ط 3، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2005، ص:16.

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

<sup>3</sup> - هوشيار معروف، مرجع سبق ذكر، 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 والمتمثلة في أذونات الخزانة، بالإضافة إلى إدارته لإصدار الكتلة النقدية من أجل تأمين السيولة النقدية ووسائل الدفع المختلفة، وعليه يمكن البنك المركزي من مراقبة سيولة النظام المصرفي كما يتمكن من الرقابة على المعروض النقدي والسيولة الإجمالية.

وتكون 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 إستثمار أموالها في أدواتها قصيرة الأجل مقابل عائد على أن يتم بيع تلك الأدوات حينما يأتي أجل مدفوعاتها المستقبلية، كما تتجه 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 سوقاً كغيرها من الأسواق فهي تعمل على إلقاء 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 وبتكليف 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 المشاركون 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 فغالباً ما تستخدم كضمان للفروض، كما تتميز

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

<sup>2</sup> شقيري نوري موسى وأخرون، 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 منها كأذونات الخزانة 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 بالأجال القصيرة، فأي تغيير في أسعار الفائدة السائدة في السوق سوف يكون تأثيره محدودا على الأسعار السوقية لهذه الأوراق مما يجعل قيمتها الإسمية 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، فالاوراق المالية المتداولة على مستوى الأسواق النقدية والتي تصدر عن مؤسسات تتسم بملاءة مالية عالية وذات مراكز إجتماعية متينة كالبنك المركزي والمؤسسات الحكومية مثلاً 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 تلقي تلك الأسواق في خاصية واحدة وهي أن لكل سوق جانبين هما: سوق أولى أين يتم فيها الحصول على الأموال المراد توظيفها ولأجال معينة، وسوق ثانية وهي تمثل المكان الذي يجري فيه تداول الإصدارات بأسعار تتحدد حسب آليات السوق والمتمثلة في العرض والطلب.

تنقسم 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 مستوىها تداول الإصدارات النقدية قصيرة الأجل بين مشتريها الأول ومشترين آخرين، وتحتل هذه السوق أهمية أكبر من السوق الأولية حيث تجمع 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 للنقود، وتتفق دورها 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 خريوش، 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 الإنتمان قصيرة الأجل والمتمثلة في الأوراق التجارية العادية كالكمبيالات، القبولات المصرفية، أذونات الخزانة وغيرها.

- **سوق القروض قصيرة الأجل:** تشمل جميع أنواع القروض التي تعقد لآجال قصيرة تتراوح بين أسبوع واحد وسنة كاملة، وتتجدر 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 للتغيرات أسعار الفائدة.

\* ومن جهة أخرى يمكن تقسيم الأسواق النقدية إلى سوقين أساسيين هما:

- **السوق ما بين البنوك:** وهي تنظيم يجمع فيه المهنيين ويتم إلقاء عرض وطلب السيولة البنكية، ولا يتدخل البنك المركزي في هذه السوق إلا عند ظهور اختلالات 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 الإقتصاديين 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.

### ثالثاً - الأدوات المتداولة في الأسواق النقدية:

قبل أن نعرض أهم الأدوات التي يتم تداولها على مستوى الأسواق النقدية، نتطرق إلى أهم المتتدخلين 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 ثلاثة مجموعات، حيث تضم المجموعة الأولى فئة عارضي الأموال أي المقرضين من أصحاب الفائض النقدي والذين يرغبون في إستثمار أموالهم، من خلال شراء مختلف الأصول القصيرة الأجل والتي تتميز بسرعة تحويلها إلى نقود بكل سهولة وبأقل تكلفة ممكنة، أما المجموعة الثانية فهي تضم فئة طالبي الأموال أي المقرضين، والتي تحتاج إلى السيولة النقدية من أجل مواصلة نشاطها، وتمثل المجموعة الثالثة البنك المركزي الذي يسهل على التحكم في السياسة النقدية عن طريق استخدام الأدوات المختلفة مثل نسبة الاحتياطي الإجباري.

وفيما يلي عرض وجيزة 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 يتتوفر 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 ووفقاً لما تتطلبه عمليات التضخم والإنكماش للمحافظة على الإستقرار النقدي والإقتصادي للدولة، وذلك كونه المسؤول عن السياسة النقدية.

- **البنوك التجارية:** هي عبارة عن مؤسسات مالية مصرافية، 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 (بضمانت 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 الإقراض 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 الخزانة العامة عندما تقرض من البنك المركزي، فهي تقوم بدور البنك وذلك للحصول على ودائع المدخرين، عن طريق إصدار أذونات الخزانة التي يتم تسويقها بواسطة البنك المركزي،<sup>2</sup> بحيث يوفر الاستثمار في هذه السندات من طرف المشاركين في أسواق النقد سيولة عالية ومربود جيد.

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

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

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

<sup>2</sup> - شقيري نوري موسى وأخرون، 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. وتمثل أهم تلك الأدوات فيما يلي:

### 1- أدوات الخزانة:

تعد أدوات الخزانة من أهم أدوات الدين التي يتم إصدارها، فهي سندات تصدرها الحكومات لتمويل عجز مؤقت وتكون لآجال لا تتعدي 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 بفاتات قليلة مما يجعلها أكثر جاذبية من غيرها للإستثمار خاصة بالنسبة لصغر المستثمرين.
- تنوّع المستثمرون فيها كالأفراد ومختلف المؤسسات المالية والمصرفية وحتى المستثمرون الأجانب.

### 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.

### 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 الإقراض 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 وأخرون، 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.

#### ٤-٢ شهادات الإيداع المصرفية:

هي عبارة عن إيصال بالمبلغ المودع لدى الجهة المصدرة، لحامليها 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 المصرفية وذلك بسبب نقص فرص الاستثمار 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 تسبيلها 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 الإلقاء المباشر أو بإحدى وسائل الإتصال الإلكترونية المختلفة، وتكون 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.

تقسم الأسواق النقدية إلى سوقين هما سوق أولى أين يتم فيها الحصول على الأموال المراد توظيفها ولاجل 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 والسنديات والمشتقات المالية وغيرها، ومن أجل التعرف على مفهوم أسواق رأس المال أنواعها ومختلف الأدوات التي يتم التعامل بها على مستواها التي تتميز بها نقوم بالتعرف إلى المفاهيم التالية:

- أولاً- مفهوم أسواق رأس المال
- ثانياً- أنواع أسواق رأس المال
- ثالثاً- أدوات التعامل في أسواق رأس المال

مقدمة:

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

## أولاً- مفهوم أسواق رأس المال:

تؤدي سوق رأس المال دورا حيويا 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 العادي والأسهم الممتازة والسنادات وهي الأدوات التي تزيد مدة إستحقاقها عن السنة مثل السنادات أو التي لا تستحق لها مثل الأسهم".<sup>1</sup>
  - "ذلك الإطار أو التنظيم الذي من خلاله تلقى الوحدات الاستثمارية مع وحدات الإدخار وذوي الفوائض المالية من أجل عقد الصفقات طويلة الأجل، سواء من خلال الإكتتاب الأولي للأدوات المالية كالأسهم والسنادات أو من خلال المتاجرة بأدوات السوق المختلفة مثل المشتقات المالية".<sup>2</sup>
  - "فضاء أو مجال للقاء عارضي وطابقي رؤوس الأموال، حيث أن الطالبين للأموال يمثلون إحتياجات المؤسسات لتمويل إستثماراتها، وكذا الدولة والجماعات المحلية وغيرهم لتعطية عجزهم المالي، أما العارضين فيمثلون المدخرين المستثمرين".<sup>3</sup>
- وفقاً لذلك، يتبيّن لنا بأن سوق رأس المال تمثل الشق الثاني للسوق المالية، فهي تمثل الآلية التي يتم من خلالها تداول الأسهم والسنادات باعتبارهما الأصول المالية الأكثر شيوعا، تحكمها (السوق) قواعد تنظيمية لتسهيل عمليات تبادل وتداول الأوراق المالية بيعا وشراء من خلال وجود وسطاء متخصصين ومتعاملين ماليين باختلاف طبيعتهم.

### 2-أهمية أسواق رأس المال:

تتضّح 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 الاقتصادي بحيث تضمن نموه وتطوره،<sup>1</sup> فهي تقدم التيسير اللازم للقاء أصحاب المدخرات الذين يرغبون في إستثمار مدخراتهم في أصول مالية كالأسهم والسنداط، وأصحاب المشاريع الإستثمارية المنتجة الذين هم بحاجة إلى هذه المدخرات لاستثمارها في أصول عينية. كما أن التعامل في هذه السوق وبالتحديد في السوق الثانوية يكون عن طريق فئة متخصصة تدعى الوساطة المالية، تقاوся على الأدوات المالية، وتقدم النصح والمعلومات.

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

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 الإنتمان المصرفية.
- 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 واستقلاليتها الإقتصادية.
- إن السماح لسوق رأس المال ب مباشرة 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 وتخفيض الموارد المالية القابلة للاستثمار، فأهم ما يميزها: مرونتها وإمكانية استفادتها من تكنولوجيا الإتصالات، هذا ما يعطي بدوره خاصية لأسواق

<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 والعلمة"، 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>

وتنتمي أسواق رأس المال أيضاً بالمخاطر العالية كون أدواتها ذات مدة إستحقاق أكثر من سنة، وعليه فإن المستثمر يعطي الأولوية لعملية المبادلة بين العائد والمخاطرة، إذ غالباً ما يطلب هذا المستثمر عائداً أكبر على الأدوات المالية ذات المخاطرة الأعلى وهذا مقارنة بسوق النقد<sup>2</sup> وعلى خلاف هذه الأخيرة نجد أن أسواق رأس المال أكثر تنظيماً لكي تتمكن من تسخير 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 الاستثمار المختلفة.<sup>3</sup>

### ثانياً - 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 تتفرع إلى أكثر من سوق نوعية تختلف بإختلاف 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 والسنادات بأنواعهما المختلفة، وهي تقسم بدورها إلى أسواق أولية والتي يتم فيها تداول الأوراق المالية من خلال البنوك الاستثمارية 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 الاستثمارية، وكذلك غالباً ما تعمل على تمويل خطط التنمية الاقتصادية التي تحتاج إلى رؤوس أموال كبيرة، كما نجد أيضاً من بين الأسواق الحاضرة الأسواق الإحتكارية التي تتعامل في الأوراق المالية التي تصدرها الحكومة عن طريق البنك المركزي مثل السنادات الإيدارية التي تحكرها وزارة الخزينة.

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

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

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

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

## 1- الأسواق الأولية:

هي سوق الإصدارات الجديدة حيث يتم فيها شراء الأصول المالية للمرة الأولى من مختلف الجهات مما إختلفت طبيعتها من مستثمرين أو مضاربين، فالمستثمر مثلاً يُقبل على شراء الأوراق المالية التي طرحت للاكتتاب 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 الارتفاع و/أو الإنخفاض المستقبلي في أسعارها.

كما تعتبر السوق الأولية سوقاً مالية تتبعها 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 السنادات أو أذون الخزانة لتمويل الإنفاق العام، بينما تطرح الشركات والمؤسسات الأسهم والسنادات لتمويل خططها الاستثمارية، وقد يكون الوسيط الذي يتلزم بالإصدار بنكاً تجارياً أو بنكاً إستثمارياً أو وسيطاً مالياً يتعامل في الأوراق المالية، وقد يكتتب في الورقة المالية ليبيع بيعها في سوق التداول بكميات صغيرة وعلى فترات ليحقق عدة عوائد، ويُسهر الوسطاء الماليين على<sup>1</sup>:

- توجيه النصائح بشأن حجم الإصدارات والتوفيق 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 ومؤشرًا مبدئيًّا 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 غالباً ما يحصل خلف أبواب مغلقة، ويتم ذلك من طرف بنوك الاستثمار التي تضمن من خلال بيع تلك الأوراق تحديد سعرًا لها للشركة وبعد ذلك بيعها 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 القرشي، "اقتصاد النقود والبنوك والمؤسسات المالية"، ط١، إثراء للنشر والتوزيع، الأردن، 2009، ص: 190.

بنفسها وبشكل مباشر إلى الأفراد أو للمؤسسات المالية كشركات 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 غالباً ما يكون عن طريق بنوك الاستثمار، ويرجع السبب في ذلك إلى كون الشركات ليس لها خبرات في عملية بيع وتسويق الأوراق المالية كما أنه غالباً ما لا يتم إصدار تلك الأوراق بشكل دوري ولكن على فترات طويلة.

كما تجدر الإشارة أيضاً إلى وجود أسلوب آخر للإصدار يتمثل في أسلوب المزاد، والذي عادة ما يستخدم في تصرف إصدارات السندات الحكومية وأنذون 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 التصرف الكامل للإصدار.<sup>1</sup>

## 2 - الأسواق الثانوية:

تمثل 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 دوراً مهماً في الأسواق المالية بصفة عامة وفي أسواق رأس المال بصفة خاصة، فبدونها قد لا تنشأ أصلاً السوق الأولية، فعلى مستوى السوق الثانوية يتم تسليم الأوراق المالية عن طريق تحويلها بكل سهولة إلى أموال عن طريق عمليات البيع، كما أن غياب تلك الأسواق يعني صعوبة تصرف الإصدارات الجديدة من الأصول المالية، لأنه في حالة شرائها يتعمّن الإحتفاظ بها إلى غاية تاريخ إستحقاقها<sup>2</sup>، إضافة إلى ذلك تعتبر الأسواق الثانوية مجالاً 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 يتحقق سعر الورقة المالية.<sup>4</sup>

<sup>1</sup> عاطف وليم أندرואس، 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 القرishi، مرجع سبق ذكره، ص:191.

تنقسم 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 الإلتقاء بين أطراف التعامل أو ممثليهم في مكان محدد ومنظم، ويتم التعامل في هذه السوق من طرف سمسارة 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 حرة 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 تقترن 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> ويقتصر عن السوق غير المنظمة عدة أسواق، خاصة في أكبر الأسواق المالية ولعل أهمها:

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

<sup>1</sup>- منير ابراهيم هندي، "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 أندرؤاس، 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.

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

**2-2-2- السوق الرابعة:** تتميز بحجمها الكبير، أحياناً ما يتم التعامل على مستوىها بشكل مباشر بين المؤسسات الكبرى، كما قد يتم الإلقاء بين البائعين والمشترين من خلال وسطاء يعملون على إتمام الصفقات بالإضافة إلى شبكة إتصالات 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 الازمة متسع المجال سواء عن طريق الأسواق المنظمة أو غير المنظمة.

### ثالثاً - 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 سواءً كانت أسهم وسندات أو غيرهما مقابل عرضها للأموال التي طالما إدخلتها، 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 إستثمار 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 تقريباً السعر الذي أبرمت به آخر صفقة على ذلك الأصل، وذلك بإفتراض عدم وصول معلومات جديدة إلى السوق، وكلما ارتفعت 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 اتسعت 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 بإختلاف نوع الأصل المالي، فقد نميز بين أصول تكون محددة الآجال والتي يتم تسويقها قبل إنتهاء أجلها المقرر ويرجع ذلك مثلاً لإعادة تنظيم المؤسسة المصدرة أو تتمتع الأصل

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

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

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

بخاصية الإستدعاء والتي تمنح للمدين حق سداد قيمتها بعد مدة معينة، كما نجد أصول أخرى كالأسهم التي تتميز بعدم وجود تاريخ 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 الإسمى والعائد الحقيقي بحيث يمثل هذا الأخير معدل العائد الإسمى بعد تعديله بمعدل التضخم.

- الخطر وعدم التأكيد:<sup>1</sup> تعتبر هذه الخاصية محدد أساسى لقيمة الأصل المالي، وهي تمثل في مدى معرفة المستثمر متى القرار بإحتمالات تحقيق العوائد المالية من وراء شرائه أو بيته للأصل المالي، وتختلف درجة تغير العوائد بشكل كبير بين الأصول المالية، ويرجع ذلك لاختلاف 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 التأكيد مثل الأوراق المالية الحكومية.

بناء على ما تقدم، نرى بأن الخصائص التي تتميز بها الأدوات المالية مثل درجة سيولتها أو تحديد حجم العائد والمخاطر 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 ويحددوها 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 مدینية كالسندات، والمشتقات المالية كالخيارات وغيرها، وكل منها هدف معين من وراء إصدارها فمثلاً يتم إصدار الأسهم والسندات بأنواعهما 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>- انظر أيضاً: منير إبراهيم هندي: "أسسيات الإستثمار في الأوراق المالية"، منشأة المعارف، الإسكندرية، 1999، ص: 251.

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

## 1- الأسهم:

تعتبر الأسهم وسيلة من الوسائل الرئيسية للتمويل طويلاً الأجل، حيث تعتمد عليها الشركات بشكل كبير وخاصة في بداية نشاطها، كما يعتبر الاستثمار في الأسهم من أكثر الإستثمارات شيوعاً نظراً لما تتوفره من حق في ملكية الشركة بالإضافة إلى العوائد الاستثمارية.

يمثل السهم حق المساهم في شركة أموال، يثبت الحق القابل للتداول ويتصف بالدوم 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 الاستفادة من كل الحقوق وتحصل كل الأعباء التي تنتج عن إمتلاكها.<sup>2</sup>

تعتبر الأسهم من الأصول المالية طويلة الأجل وأكثرها شيوعاً حيث توسيع الشركات في إصدارها لعدة عوامل أهمها:<sup>3</sup> زيادة الملك 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 والملك.

نميز نوعين من الأسهم بما: الأسهم العادية والأسهم الممتازة.

### 1-1-1- الأسهم العادية:

تمثل الأسهم العادية حصة في شركة تعطي لمالكيها نصيباً 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 انتخاب مجلس الإدارة ومساعلتهم، 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 سابق ذكره، ص:147.

<sup>3</sup> عاطف وليم أندرؤس، مرجع سابق ذكره، ص:18.

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

- انظر أيضاً: بريان كويل، مرجع سابق ذكره، ص:22.

فضلاً عن ذلك، تتمتع الأسهم بخصائصين هما:<sup>1</sup>

- المسؤولية المحدودة: لا يسأل حملة الأسهم عن ديون الشركة إلا في حدود حصتهم في رأس المال.
  - حق المطالبة المتبقى: يعتبر حملة الأسهم آخر المتعاملين في إستيفاء حقوقهم من أرباح وأصول الشركة، ففي حالة تصفية الشركة مثلاً يكون لحملة الأسهم العادلة المطالبة فقط بالمبالغ المتبقية من أصول الشركة بعد إستيفاء حقوق الأطراف الأخرى كالعمال والمصالح الضريبية والدائنين وغيرهم.
- تتضمن الأسهم العادلة 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 وباسمي جدول التنازلات، حيث يصادق إثنان من أعضاء مجلس إدارة الشركة على ذلك، ثم تسجل هذه العملية في دفاتر الشركة المصدرة، أما الأسهم لحامليها: فهي تلك الأسهم التي لا يذكر فيها إسم المساهم ويعتبر مالكا لها بالحيازة المادية، ويحصل التنازل عن هذه الأسهم (الانتقال ملكيتها) بتسلمهها من يد إلى أخرى ولو كان ذلك بالسرقة.

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

- القيمة الإسمية:** وهي القيمة المسجلة على السهم والمدفوعة باقتائه في السوق الأولية، وهي تمثل القيمة التي يتم بها الإصدار والتي تكون مدونة في عقد التأسيس، وتساوي هذه القيمة:
- $$\text{مجموع رأس مال المؤسسة} / \text{عدد الأسهم الإجمالية}$$

-**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 إحتياطاتها وأرباحها المحجوزة تكون مرتفعة، فنجاح الشركة ينعكس بصورة إيجابية على القيمة الدفترية للسهم.<sup>2</sup> وتساوي هذه القيمة: حقوق الملكية ( $(\text{رأس المال المدفوع} + \text{الإحتياطات} + \text{الأرباح المحتجزة}) / \text{عدد الأسهم}$ ).

-**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، وتتحدد هذه القيمة وفقاً لعدة عوامل أهمها: ظروف الطلب والعرض بالسوق المالية، الظروف الاقتصادية المتعلقة بالتضخم

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

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

والإنكمash، 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 بمقابل الحصة التي قدموها لاقتناة الأسهم، فلهم الحق في التصويت على قرارات الجمعية العامة والمشاركة في إدارة الشركة.

لكن هذا لا يعني بأن الأسهم العادية لا تخلي من بعض العيوب والنواقص، 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-الأسهم الممتازة:

هي أسهم غير عادية يطلق عليها إسم 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 حامليها حقوقاً مشابهة - إلى حد معين - فيما يتعلق بشؤون الشركة، وقد سميت أسهماً 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 نسبياً 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 إسلام 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 استفاد 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 تبعاً 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 عائداً ثابتاً نسبياً ولها الأولوية مقارنة بالأسهم العادية في الحصول على الأرباح وكذلك في حالة تصفية الشركة، غير أن أسعارها غالباً ما تتعرض للتقلبات بصورة أكبر من التقلبات في أسعار الأسهم العادية.

## 2 - السندات:

هي أدوات مالية طويلة الأجل تثبت ديناً 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، فالأسفل في السندات أن تكون ذات عائد ثابت وعادة ما يتم سداد قيمتها

<sup>1</sup> - بريان 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 الإقراض، 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 التصفوفية فهي غير موجودة لأنه عند تصفيه الشركة يعتبر حاملي السندات من بين الأوائل لأخذ أموالهم والفوائد المتراكمة 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 لاستقاء حقوقهم، وتعد 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 تشتيتها 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 للفروض 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 لحامليها تحويلها إلى أسهم في فترة لاحقة -لكنهم غير ملزمون بذلك-، ولهذا النوع من السندات مزايا عديدة: فهي تسمح للمستثمر التمتع 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.

والمزایا السعرية للسهم العادي فغالباً 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 شروطاً 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 الاستثمارية العالية:

تصنف هذه السندات شركات تصنيف الاستثمار، وهي تتميز بعائد مرتفع نتيجة المخاطرة العالية، ومن بين المستثمرين فيها: صناديق القاعدة والإدخار، صناديق الاستثمار المشتركة في هذا النوع من السندات.<sup>3</sup>

من خلال ما قدم حول الأسهم بنوعيها 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 شريكاً فيها بقدر مساهماته، بينما تعتبر السندات دين على الشركة ويعتبر حامل السند دائناً بقيمة السند، كما يمكن التمييز بين السهمين من خلال ما يلي:<sup>4</sup>

- يتغير ربح السهم حسب نشاط الشركة كما قد لا تتحقق أرباح وتسجل خسارة، بينما عائد السند ثابت محدد مسبقاً 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 رأسمه بالكامل في الموعد المحدد مسبقاً.

<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 مجید 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 توزيعا 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 السبعينيات 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 والسعى إلى الحصول على عوائد مرتفعة من إستثمار صغير نسبيا.

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 الاقتصادي بحيث تضمن نموه وتطوره، كذلك تعتبر معياراً أساسياً لوضع الاقتصاد الوطني، وذلك من خلال أسواقها المنظمة التي تعكس حجم المعاملات المالية والمستوى النسبي للأسعار الذي يعد مؤشراً لقوة الاقتصاد، إلى جانب ذلك، من شأن وجود سوق رأس المال في أي اقتصاد منح فرص بتكلفة مناسبة إذا ما قورن ذلك بالإقتراض من الخارج، لأن الإفراط في هذا الأخير قد يفقد الدولة مكانتها واستقلاليتها الاقتصادية.

تعمل أسواق رأس المال على تحقيق قدر كبير من الفعالية في تعبئة وتحصيص الموارد المالية القابلة للاستثمار، فأهم ما يميزها مرونتها وإمكانية إستفادتها من تكنولوجيا الإتصالات، هذا ما يعطي بدوره خاصية للأسوق 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 تتضمن 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 مستوىها 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 بعرض دعم العملة والمحافظة على مستوى سعر صرفها.

أما التعامل في أسواق المشتقات فهو يتميز بإنخفاض تكفة المعاملات إلى مستوى يستحيل على الأسواق الحاضرة أن تتنافسه، كذلك تتميز هذه الأسواق بسرعة تنفيذ الإستراتيجيات الاستثمارية نظراً لمرونتها إضافة إلى سيولتها المتميزة.

## أولاً - مفهوم المشتقات المالية:

تعتبر المشتقات المالية أدوات ترب لحامها إلتزاماً أو إختياراً لشراء أو بيع أصل مالي، وتشق 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 بإحترام إلتزام مماثل، وقد يتعلّق العقد بأصل مالي أو بعملة معينة، كما قد يربط العقد الطرفين بطريقة ملزمة أو قد يعطي لواحد منها 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 كتلك 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، يتبيّن 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 تكالفة من التعامل بال موجودات الأساسية كالأسهم والسندات.
- يمكن للمؤسسات المالية والمصرفية والمستثمرين عموماً التحوط من المخاطر المحتملة وذلك بإستخدام أموال أقل مما لو اشتريت موجودات تظهر في الميزانية.

<sup>1</sup> - Gérard Marie Henry, " les marchés financiers" ,Armand colin, Paris,1999, p65

<sup>2</sup> - قايدى خميسى، بن خزناجي أمينة، دور المشتقات المالية في إدارة مخاطر السوق - دراسة تحليلية للفترة 2009-2013- مؤتمر حول منتجات وتطبيقات الإبتكار والهندسة المالية بين الصناعة المالية التقليدية والصناعة المالية الإسلامية، جامعة فرحة عباس، سطيف، 5-6 ماي 2014، ص:08.

<sup>3</sup> - هاشم فوزي دباس العبادى ، "الهندسة المالية و أدواتها" ،مؤسسة الوراق للنشر والتوزيع، عمان،الأردن، 2008، ص:110.

- تقليل التكاليف للمصدرين والمستثمرين وترفع من العائد، وتوسيع مجموعة بدائل التمويل والإستثمار وتنقل مخاطر الخسارة إذا ما أحسنت إدارة مخاطرها.
- تدعيم الخدمات التي تقدمها المؤسسات المالية لزيانها وتساهم في بناء محافظ مالية أكثر تنوعاً.

## 2-أهداف التعامل بالمشتقات المالية:

- من جهة أخرى، يسمح التعامل بالمشتقات المالية للمؤسسات المالية التمتع بمزايا متعددة 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 وأسعار الصرف وكذا أسعار السلع بما في ذلك الذهب.
  - إستخدام المشتقات في إدارة الموجودات والمطلوبات كمخاطر سعر الفائدة لدى البنوك واستخدامها لزيادة السيولة حيث أنها تتوب عن الأوراق الأصلية.
  - إستخدام المشتقات بهدف المضاربة والإستفادة من تقلبات أسعار السوق لهذه المشتقات، وكذا استخدامها بهدف الإستثمار طويلاً 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 اتفاق 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. تتفرع 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> - قايدى خميسى، بن خزناجي 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 الإبتكار والهندسة المالية بين الصناعة المالية التقليدية والصناعة المالية الإسلامية،جامعة فرات 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 يتلقى 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 (put option):** هو عقد قابل للتداول يعطي لمشتريه الحق بأن يبيع لمحرر العقد وهو بائع حق الخيار أسمها 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 معاً، وبمقتضاه يكون لحامل العقد الحق في أن يكون شارياً للأوراق المالية أو بائعاً لها، وذلك حسب مصلحة المشتري حيثما كانت، فإذا إرتفعت أسعار السوق كان مشترياً وإذا إنخفضت كان بائعاً.

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 المتبقى حتى إستحقاق الخيار، بالإضافة إلى كل من سعر الفائدة الجاري ونسبة توزيع الأرباح إذا كان الأصل الأساسي سهماً.

<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 المستقبليات باستثناء معيار التداول حيث يتم تداول المستقبليات في الأسواق المالية، بينما لا يتم تداول العقود الآجلة ولا يوجد بها سوقاً ثانوية، وتبعاً لذلك فإن العقود الآجلة لا توفر الحماية لطيفي العقد ضد مخاطر عدم قدرة الطرف الآخر على الوفاء بالتزامات العقد، حيث لا يمكن التخلص منها بيعاً في الأسواق المالية كما هو الحال بالنسبة للمستقبليات.

<sup>1</sup> للمستقبليات.

### 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 المستقبليات 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 يتغير على طيفي عقود المستقبليات إيداع هامش مبدئي يمثل نسبة من قيمة العقد لدى الوسيط المالي يمكن إسترداده في حالة تنفيذ العقد.

### 4-المبادلات:

تسمى أيضاً بالمقاييس وهي إلتزام تعاقدي 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 أندرؤاس، 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، "العلوم المالية"، مجلة العلوم الإنسانية، العدد الثاني، جامعة محمد خضر، 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 إداتها 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.

### ثانياً - مفهوم أسواق العملات:

يتم التفاوض في هذه البورصة حول أسعار صرف العملات الأجنبية، وهي تخضع لرقابة الغرفة النقابية والبنك المركزي، وبخصوص الدخول إلى هذه البورصة فقط إلى الوسطاء المتخصصين كالبنوك والمؤسسات المالية المعتمدة من طرف البنك المركزي.

تم عملية التسعير في هذه البورصة بطريقتي المناولة والمقابلة، ويتحدد السعر هنا أيضاً طبقاً لقانون العرض والطلب، حيث تنشر 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 والأجال.

#### - سعر الصرف الجاري:

وهو سعر الصرف المعهود به آنياً في سوق الصرف، فمنذ أن حل سعر الصرف العائم أو المرن محل سعر الصرف الثابت، أصبح سعر الصرف يتحدد أساساً حسب قوى العرض والطلب على العملة. لذلك فهو قابل للتغير باستمرار، وفي حالة الظروف الاقتصادية السيئة للتقلبات الواسعة.

مصطلح "جاري **comptant**" فيه شيء من التغليط لأن حتى العمليات التي توصف بكونها آلية تتطلب وقت؛ عادة ما يتطلب تنفيذ أوامر الدفع بالعملات وإتمام المقاصلة 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، L ، على سعر صرف معين وعلى مبلغ مالي محدد، يتم تنفيذه في تاريخ معين هو (N + J)، 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 شهراً. وأقصى حد يمكن أن يبلغه هو خمس سنوات. هذا الأجل الأخير، وهو الأطول، لا يخص سوى عملات قليلة جداً، ومشهورة بكونها قوية ومستقرة نسبياً 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 والسنادات.
  - تقليل التكاليف للمصدرين والمستثمرين وترفع من العوائد، وتوسيع مجموعة بدائل التمويل والإستثمار وتقلل مخاطر الخسارة إذا ما أحسنت إدارة مخاطرها.
  - تدعيم الخدمات التي تقدمها المؤسسات المالية لزيائتها وتساهم في بناء محافظ مالية أكثر تنوعا.
- من جهة أخرى، يسمح التعامل بالمشتقات المالية للمؤسسات المالية التمتع بمزايا متعددة وتحقيق أهداف تسمح لها بالوصول إلى مستوى أعلى كفاءة.

أما سوق 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 دوراً كبيراً في تمويل الاقتصاد، باعتبارها تمثل جزءاً مهماً من السوق المالية في عملية التمويل، وهي تقوم بذلك من خلال تشجيع الإدخار وتنمية الوعي الاستثماري 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:

- أولاً - مفهوم بورصة الأوراق المالية
- ثانياً - وظائف بورصة الأوراق المالية
- ثالثاً - 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 والإستثمارية، تتميز بأنها سوق منظمة مستمرة ثابتة المكان، تقام في مراكز المال في مواعيد محددة، حيث يتم فيها تداول الأوراق المالية وفقاً للقوانين والأنظمة والتعليمات التي تحكمها ومن خلال الوسطاء، ويكون ذلك بصورة علنية، ويخضع المتعاملين على مستواها لرقابة السلطات المختصة.

## أولاً- مفهوم بورصة الأوراق المالية:

تمثل بورصة الأوراق المالية ذلك المكان الذي يتم على مستوى 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 تداول 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 مستوى 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 الازمة، فهي أداة مساهمة في تحقيق كفاءة عالية في توجيه الموارد إلى المجالات الأكثر ربحية، وهو ما يصاحبها 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 الإتجاهات العامة في عملية التبيؤ وإتخاذ قرار الاستثمار المناسب، من خلال إستعمال الوسطاء الماليين لمختلف المعلومات المالية المتوفرة على مستوىها، 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.

فضلاً 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.

## ثانياً - 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 لتنبك الأوراق، ولا تقصر البورصة في وظيفتها على مستوى النظام المالي فقط وإنما تتعدها لتشمل كل الاقتصاد، ويظهر ذلك جلياً من خلال:<sup>2</sup>

- تمكين جمهور المتعاملين من شراء أو بيع الأوراق المالية، طلباً للعائد 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 الاستثمار ومعدلات الإدخار، 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 الاستثمارية.

- توجيه مدخلات الأفراد وإستثماراتهم إلى الشركات والحكومات، حيث تعمل هذه الإستثمارات على تجميع التمويل اللازم لتمكن مشاريع الأعمال أو الحكومة من إنتاج السلع والخدمات التي يحتاجها الأفراد، كما تمول البورصة الشركات بالخدمات التي تساعدها على التوسع عندما تزيد ذلك.

- تقويم الأداء الاقتصادي للشركات والمشروعات، وإيجاد حلقة إتصال بين جميع فعاليات شبكة الاقتصاد الكلي مثل المصارف وشركات التمويل والمؤسسات الاستثمارية، والمساهمة في تنشيط أعمالها.

- الحكم على كفاءة السياسات النقدية والمالية للدولة، وتمهيد الطريق أمام السلطات الحكومية المختصة للمرج بين السياستين المالية والنقدية، ليكملوا بعضهما بهدف التأثير في حجم الطلب الكلي ومسايرة الظروف الاقتصادية المتغيرة.

- جذب رؤوس أموال خارجية للمشاركة في شركات محلية وفقاً لقوانين الاستثمار 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 سابق ذكره، ص ص:47-48.

- التقليل من مخاطر التضخم والإنكمash المالي، حيث تعتبر البورصة آلية لتحقيق الإستقرار النقدي عن طريق بيع وشراء الأوراق المالية لتغيير كمية النقود لمعالجة التضخم والإنكمash.

فضلاً 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 مذها بالمعلومات الكافية عن أعمالها، والتي قد تؤثر مباشرة على قيمة الأسهم، وبذلك يتمكن المتعاملون من تقييم القيم المتداولة على أساس 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 اقتصادي سليم.

### 2- أداة تحويل الخطر وتحويل الإنثار:

تمثل 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، فترتيد رغبة المستثمرين بالإحتفاظ بتلك الأوراق لمدة طويلة طالما أنه يستطيع التخلص منها في الوقت الذي يراه مناسباً، أو عند احتياجه للسيولة دون الإنثار 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 التذبذبات التي تحدث في الكيان الاقتصادي وتسجيلها، كما أن الأسعار التي يتم التعامل بها تنبئ عن السعر العام لعائد المبالغ المستثمرة، فهي تعكس كل ما يحدث على مستوى النشاط الاقتصادي، وذلك بمنها صورة آنية حقيقة لأداء الاقتصاد، 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 لتقدير الشركات والمشروعات:

حيث تساعد في زيادةوعي 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 أملًا في تحسنها.<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 يتوجهون إلى مجالات الإستثمار المختلفة، ومن ثم زيادة نمو الإستثمارات في الاقتصاد<sup>2</sup>، كما توفر البورصة آلية لتخفيف 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 والسنادات والأدوات المالية الأخرى<sup>3</sup>، كما أنها توفر للمدخر مكانا لإستثمار مدخراته، ومكانا أيضا لتسبيلها عند الحاجة.

وعليه، من خلال هذه الوظائف يمكن أن نستنتج النقاط التالية:

- تتميز بورصة الأوراق المالية عن بقية البورصات الأخرى في الكيفية التي تجري وفقها المعاملات المالية، فعلى مستوى بورصة الأوراق المالية يتم التفاوض على سلع غير موجودة أو ملموسة تمثل أساسا في الأصول المالية، كما تتوارد فئة متخصصة في التفاوض على تلك الأصول تمثل في مؤسسات الوساطة المالية بكل أنواعها، بينما على مستوى البورصات الأخرى يتم التفاوض على كمية وأسعار السلع (التي تتميز بأنها سلع موجودة) بين البائعين والمشترين 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 المقترضين.
- تعتبر البورصة مركزا لتجميع وتركيز رأس المال ثم تحولها 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 بديلاً 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، فالاستثمار 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: "هيئه تقوم بمراقبة البورصة وتسر على حماية فعالية عملها وعلى حماية مدخلات 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 للتصويت الرسمية، كما تتمتع هذه الهيئة بسلطة المراقبة، سلطة الاتصال وسلطة تقديم الإعتماد."<sup>1</sup>

ومن جملة هذه الشروط ما يلي:<sup>2</sup>

- ينبغي أن يكون الشكل القانوني للمؤسسة شركة بأسهم أو شركة التوصية بأسهم.
- فتح رأس المال الاجتماعي 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 السنين الأخيرتين مع توزيع الأرباح خلالها.
- تقديم حسابات النتيجة والميزانية مؤشر 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 الاجتماعي 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 سابقاً والتي هي في طور الإبرام،

<sup>1</sup> -Josette Peyard, " la bourse", 5<sup>ème</sup> édition, édition: Vuibert, paris, 1998, p:46.

P. Monnier, Les marchés boursiers, 3<sup>ème</sup> édition, édition: Vuibert, paris, 1997 ,p :28.- <sup>2</sup>

<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 الإختراع، المبالغ المدفوعة كمحصل مشاركة...

-المعلومات الاقتصادية 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، وينع هؤلاء الوسطاء من القيام بالشراء أو البيع لحسابهم الخاص، فالوسطاء يعتبرون من بين الفاعلين الرئيسيين في البورصة، فهم المحرك الرئيسي النشط للأوراق المالية بذاتها، وبدونهم لا يتم التعامل في البورصة.

وفيما يلي ننطرق إلى أهم المتعاملين (الأطراف) في بورصة الأوراق المالية، والذين يمكن تصنيفهم إلى:

**1- حسب الهدف من التعامل بالأوراق المالية** بيعاً 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 الاستفادة من فروق الأسعار، لذلك يهتم المضاربون المحترفون بمتابعة تحركات الأسعار بالسوق بصفة دائمة، هذا بالإضافة إلى التنبؤ بإتجاهات السوق لتخفيض عملياته. ويستخدم المضارب المحترف أدوات التحليل الإحصائي والإقتصادي التي تمكّنه من تفسير العوامل الخارجية المؤثرة على السوق، هذا بالإضافة إلى معرفته بالعمليات الفنية التي تدور داخل السوق.

**1-2-المضاربون الهواة:** يهدون كذلك إلى الاستفادة من فروق الأسعار، إلا أنهم لا يهتمون بدراسة العوامل المؤثرة على السوق ولا يقومون بدراسة إتجاهات السوق، والتي تتطلب إتباع سياسات مرنّة تتفق مع الدورات الهبوطية والصعودية لأسعار الأسهم وعادة ما يختفي هؤلاء من السوق نتيجة تحقيق خسائر.

**1-3-المتأمرون:** يهدف المتأمرون إلى التحكم في الأسعار وتوجيه السوق صعوداً أو هبوطاً بوسائل مصطنعة، بهدف أن يصبح السعر السادس للورقة المالية بالسوق أعلى أو أدنى من السعر العادل الناتج عن قوى العرض والطلب العادي. يتميز المتأمرون بتوافر الموارد المالية الضخمة لديهم التي تمكّنهم من تحقيق أهدافهم.

**1-4-المستثمرون:** هناك نوعان من المستثمرين: المستثمر الداخلي الذي يهدف إلى السيطرة على الشركة وإدارتها من خلال تملك عدد كافٍ 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: 22-23.

2- ومن جهة أخرى يصنف المتعاملون في البورصة إلى:

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: وتمثل 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 وزناد رأس المال من خلال إصدار الأسهم، وهي تساهم في تشطيط البورصة.

2- عارضو رأس المال (طالبو الأوراق المالية): يعرف عارضو رأس المال على أنهم أولئك الأعوان الإقتصاديون الذين يملكون فائضاً مالياً 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 والتوجه في نشاطها، وذلك بعرض أموالها الفائضة مقابل الإكتتاب في الأسهم والسندات.

- العائلات: تكون توظيفات العائلات مسيرة أساساً 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 بصفتها عارضة للأموال من أجل الإستثمار لصالحها أو لصالح الأفراد.

3- الوسطاء الماليون: إن نقص المعرفة وقلة المعلومات شكّل عائقاً 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 والطلابين وتنفيذ الأوامر.

### خلاصة:

تحظى 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 تطويراً ملحوظاً 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 دوراً بارزاً 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، وال المتعلقة بشروط إدراج المؤسسات في البورصة وكيفية تداول أوراقها المالية.

فضلاً 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 وتقعيل 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 الاقتصاد 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 العشرين الماضيين، كأحد الأقطاب المهمة في الاقتصاد 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 التوسيع في الشركات المتعددة الجنسيات وارتفاع معدلات الادخار وأيضاً بفضل قنوات التمويل الفعالة التي توفرها الدول، وتتوفرها على شبكة مصرفية واسعة وشركات تأمين ومقدرة عالية على تحويل الأموال القصيرة الأجل إلى قروض طويلة الأجل، في ظهور ما يُعرف بالأسواق المالية الدولية، حيث ترتكز هذه الأخيرة على مجموعة من المقومات الضرورية في قيامها ولعل أهمها ما يلي:

### 1- تنوع الأسواق:

يقصد بتتنوع الأسواق هو توفرها وشمولها على بعض العناصر الأساسية منها مؤسسات مالية ومصارف تجارية، وتتوفر بيوت للخصم ومصارف محلية للدولة ومصارف أجنبية، كذلك توفر بعض شركات التأمين وأسواق المواد الأولية وتتوفر أسواق خاصة لعمليات النقل البحري والجوي.

### 2- توفر أسواق نقدية ذات حجم كبير:

يمكن 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 وتطور 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 بنسبة كبيرة في نمو الاقتصاد، وذلك بفضل ما تتميز به هذه الدول من أسواق مالية متكاملة وعالمية التداول، وبال أدوات البورصية ومحافظ الاستثمار المتعددة، هذا فضلاً 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 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 الاقتصاد العالمي اتجه نحو آليات جديدة متربطة ومتتناسقة من خلال صندوق النقد والبنك الدوليين والمنظمة العالمية للتجارة، قامت أيضاً الأسواق المالية المتقدمة بخلق آليات وأدوات عمل جديدة من خلال تكنولوجيا المعلومات ومنظومة الاتصالات. وتتأثر الأسواق المالية بالضغوط والقوى العالمية، حيث أنه توجد اتجاهات عالمية نحو توحيد القوانين التي تتنظمها ومن خلال أيضاً إلغاء أو التخفيف من القيود التنظيمية والإجراءات المعرقلة، وإزالة الحواجز الفاصلة بين مختلف الأسواق... ولقد شملتأغلب

العمليات تجديد أسواق المال في الدول المتقدمة جوانب عديدة ولعل أهمها:<sup>4</sup>

تطوير صناعة الأوراق المالية وتوحيد المعايير النمطية في مختلف البورصات، التسيق 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 الإبتكارات المالية والتوزيع في الهيئات والمؤسسات المتدخلة فيها، وقد جاءت عمليات التجديد وغيرها من الإصلاحات في الأسواق المالية المتقدمة لتعزيز المنافسة بين مختلف الأسواق، وبالاعتماد 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 الإتجاه 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 بإفحام 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 التسويير، تخصص: مالية، المدرسة العليا للتجارة، 2003-2004، ص ص: 1549-159.(بالتصرف)

<sup>4</sup>- فريد النجار، مرجع سبق ذكره، ص: 112.

## 1- 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 تداول البورصات فيها وربطها مع بعضها البعض وبروز منافسة قوية على جميع الأصنعة، وهو ما ساهم في تجديد الأدوات والآليات 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 الاستثمار 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 متطرفة تسمح بالربط المستمر والواسع، فعلى غرار نظام "NASDAQ" في الولايات المتحدة الأمريكية قامت بورصة لندن بإنشاء نظام للتعبير 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 تداول المؤسسات المالية. وقد شهد العالم تغيراً كبيراً في أنماط الاستثمار 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 بعملات مختلفة بغرض تكريس فكرة التوسيع الدولي، ولقد كانت لاتفاقية 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 تم على مستوىها 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 حجماً وعمقاً وكفاءة وذلك لتميزها بمجموعة من الخصائص ولعل أهمها هي الكفاءة المرتفعة ونظم المعلومات المتقدمة والمتطرفة مع القدرة على إيصال جميع البيانات والمعلومات إلى كافة الأسواق المالية العالمية الأخرى، وأيضاً 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 بمتابة صمام أمان لإحتواء الإنهيارات المرتفعة.

ومن خلال ما يلي نقدم أهم البورصات الأمريكية:

#### - بورصة نيويورك للأسهم : New York exchange

كانت بورصة نيويورك عبارة جمعية تضم 13 عضواً تقريباً لتحول سنة 1971 إلى شركة مساهمة، فبعد أزمة 1929 أصبحت لبورصة نيويورك لجنة تتمتع بسلطات تنظيمية ورقابية واسعة، كما أصبح مجلس الحكم الذي يتتألف من 30 عضواً منتخبين هو الجهاز الأهم في البورصة، أما بالنسبة لأعضائها فكانوا عبارة عن شخصيات مرموقة في السوق يعملون بصفة فردية أو متعددين فيما بينهم ضمن جماعات أو شركات مساهمة وكانوا يمثلون في السمسرة الذين يعملون لحساب زبائنهم، تجار الأوراق المالية الذين يعملون لحسابهم الخاص والمتخصصون الذين يعملون كسماسرة ويفذبون الأوامر لحساب سمسرة آخرين، أو كتجار مثل دور الـ "jobbers"<sup>8</sup> في لندن الذين يكونون دائماً على إستعداد لكي يكونوا طرفاً مقابلة ويقومون بضبط السوق.

#### - البورصة الأمريكية:

تفرض البورصة الأمريكية شروطاً أقل تعقيداً من تلك التي تفرضها بورصة نيويورك فيما يخص إدخال ورقة مالية إلى التسويق، حيث أن كلفة التسجيل بقيت متدنية بالمقارنة مع ما هو سائد في بورصة نيويورك، لذلك فإن العديد من الشركات تكتفي بالتسويق 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 ص: 161-163. (بالتصريح).

<sup>7</sup>- وليد أحمد الصافي، أنس البكري، مرجع سبق ذكره، ص: 62.

<sup>8</sup>- أنظر أيضاً: 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، أسيلاوف ، اشتوتجرت، هامبورج، هانوفر، برلين، وست برلين، وتميز البورصات الألمانية بكفاءتها العالية والذي يرجع بصفة رئيسية إلى استقرار العملة الألمانية وسهولة استخدامها عبر الأسواق الأوروبية العالمية وتوحد الألمانيتين، 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 المصرفية ليست عالمية، فقد كان الإتجاه منذ الحرب العالمية الأولى نحو النمو الاقتصادي الداخلي الذي حقق نجاح كبير داخلياً لأنّه قام بالعمل على تحويل الموارد قصيرة الأجل إلى فروض طويلة الأجل، كذلك تتميز السياسة المصرفية بألمانيا أنها هي الأساس للتطوير والنمو الاقتصادي الألماني، غير أن تعدد الأسواق الفرعية المجزأة في الأسواق الألمانية يعطيها صفة الكثرة ولكنها صغيرة الحجم والقوة مقارنة بالاقتصاد 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:

- يتدالى تداول الأوراق المالية في ألمانيا في 4 بورصات فقط من 8.
- تسجيل السندات الحكومية وسندات الشركات عن طريق الوسطاء الرسميين 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 نسبياً بالمقارنة مع حجم الاقتصاد الألماني، كذلك تعتبر سوق الأوراق المالية الخاصة بالشركات صغيرة الحجم سوقاً 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 ثلات 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 مرتفعاً عن بقية البورصات الأوروبية ولكن يقابل ذلك كفاءة عالية تحقق عائداً مناسباً للمتعاملين.
- **البورصات البريطانية:**

أنشئت بورصة لندن رسمياً في عام 1802 وبقيت على إمتداد القرن 19م البورصة الأهم لكنها عادت لاحقاً 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 وأيضاً بفضل الخبرة الواسعة والمشهودة للوسطاء الماليين البريطانيين في إدارة المعاملات النقدية والمالية الدولية. تعتبر سوق الأوراق المالية البريطانية سوقاً مستقلة تماماً عن السلطات الرسمية، حيث تعتبر سوق خاصة ومفترة فالجمهور 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 يتمثلون في الوكلاء الذين يشترون ويبيعون لحساب الزبائن وأيضاً ما يعرف بالذين يبيعون ويشترون لحسابهم الخاص ويعتبرون مضارعين 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 الازمة من أجل تدعيم هيكلتها المالية وتحقيق تطورها على أن يتزافق ذلك مع التخفيف من الشروط التي تخضع لها الشركات المسجلة في السوق التسويق التقليدية.

وتتجدر 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 تشجيع الاستثمار، هذا بالإضافة إلى الخبرة الطويلة في المعاملات المالية وجود سوق مستمرة للعملات 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 التسويق 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 يومياً وأيضاً لأنها توفر شهراً أوسع للمشروعات، أما القسم الثاني فهو يمثل في السوق الموازية والتي عرفت نجاحاً هاماً بفضل إستجابتها لحاجة المشروعات التي ترغب بأن تسرع في البورصة غير أنه كانت ترفض التوجه إلى السوق المالية الرسمية بسبب العوائق التي تفرضها، فشروط 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 التسويق، فهي لا تفرض أية شروط شكلية خاصة بخصوص التسويق ولا تخضع المشروعات لأي إلتزام فيما يتعلق بنشر المعلومات، لكن نتيجة لعدم وجود المعلومات الإلزامية ولغياب الرقابة البورصة، بقيت شهرة هذه السوق غير كافية لاستقطاب المتتدخلين 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 الاقتصاد الفرنسي مجموعة من التدابير الازمة 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 وأيضاً إعطاء حريات للوسطاء الماليين للعمل مثل نموذج بورصة نيويورك.<sup>12</sup>

وتتجدر الإشارة إلى فرنسا قد طورت في أسواقها المالية في غضون العقد الأخير من القرن العشرين لجعلها 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 أيضاً 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 وأسوق السندات التأمين وأسوق الاستثمار ورأس المال، وتتميز البورصات اليابانية بمجموعة من الخصائص ولعل من أهمها هو إنخفاض المخاطر وتتنوع الأوراق المالية المتداولة في البورصات هذا بالإضافة إلى الإتجاه المتزايد نحو تسجيل وتداول الأوراق المالية الأجنبية والإتصالات الفعالة بين البورصات اليابانية والبورصات الأجنبية، فضلاً عن ذلك تتميز البورصات اليابانية بإستقرار التداول فيها وإنشار الوعي الإستثماري مع إتساع قاعدة الوعي الإدخاري لدى اليابانيين وتجديد وتطور أدوات البورصات اليابانية ولعل هذا ما زاد من عدد الشركات المسجلة فيها خاصة وأن هذه البورصات اليابانية تضع شروطاً ميسرة للتسجيل فيها كما أنها تعمل جاهدة على بناء شبكة معلومات لتداول الأوراق المالية

<sup>12</sup>- فريد النجار، "البورصات والهمدة 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:

تمثل الأسواق الناشئة في تلك الأسواق الموجودة في دول منخفضة ومتوسطة النمو، وبدأت عمليات التغير والنمو في الحجم والتعقد 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 بحداثة نشأة السوق فمثلاً الهند تعتبر بورصة مالية ناشئة وقد تم إنشاؤها منذ 1875، وإنما ترتبط الأسواق المالية الناشئة بمعاييرين أساسيين هما: أن تتواجد هذه الأسواق في الإقتصادات النامية وأن تكون هذه الأسواق في مرحلة إنقالية 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 وإنخفاض سيولتها.

## 1- تعريف البورصات الناشئة ومراحل تطورها:

### 1-1 تعريف البورصات الناشئة:

تعرف الأسواق المالية الناشئة على أنها الأسواق التي توجد خارج الدول تقدماً، وتنتهي 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 وضالة القيمة السوقية للأسهم مع تركز 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 الصين وكولومبيا والهند والمغرب والفلبين حيث تتميز الأوراق المالية المتداولة على مستواها بدرجة سيولة كبيرة وتنوع 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 وتايلاندا وتركيا والتي تتميز باستقرار نسبي أكبر في أسعار الأوراق المالية وزيادة حجم الإصدارات الجديدة وخاصة من الأسهم وإرتفاع القيمة السوقية للأسهم المدرجة.

وتشكل 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 ببورصة المكسيك أو ببورصة 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 الإختلاف الموجود في مقومات البيئة الاقتصادية 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.

فضلاً 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، وتشكل 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 والرسملة البورصية ونصيب العشر أو العشرين مؤسسة الأكبر في السوق من رسملتها.
- المنتجات المتداولة: وهنا نميز بين المنتجات التي تتصدر وتقتصر في الأسواق المحلية وتلك التي تقييد في الأسواق الأجنبية، فإلى جانب الأسهم والسندات التي يتم تداولها في الأسواق المحلية الناشئة، بدأ التعامل بالمنتجات المشتركة ولقت رواجاً ملحوظاً، فمثلاً بورصة سامباولو للعقود المستقبلية في البرازيل "Bolsa Mercadorias e Futuros de São Paulo" احتلت المركز الخامس عشرة من ضمن البورصات الأكثر نشاطاً 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 علال، 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 بكمال صلاحياتهم بالمساهمة في قرارات مجلس الإدارة، هذا إلى جانب أن المستثمرين التأسيسيين لا يساهمون دائمًا في قرارات التسيير وهذا ما يفسر إلى حد ما تقلبات رؤوس الأموال.

- درجة افتتاح السوق: يمكن أن نقيم درجة افتتاح السوق بالنظر إلى عدد الشركات الأجنبية المقيدة في الأسواق الناشئة وتحرير تنقل رأس المال، فنلاحظ أن الأسواق الناشئة هي أقل تدويلاً من مثيلاتها المتطرفة، وأكثر قليلاً من عدد الشركات المقيدة فيها، فمثلاً 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 الاستثمار الأجنبي، وكذلك السعي لتدوين أسواق المال، إلا أن درجة الإنفتاح لا زالت غير تامة.

- مستوى الإدخار الوطني: تتميز أغلب الدول الناشئة بمستوى ادخار وطني غير كافي 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 يتسعى المحافظة على الاستقرار المالي وتخفيف 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 القيمة والأرباح.

### 3- الآثار الإيجابية والسلبية للأسواق المالية الناشئة:

ستنترق 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 الاستثمار في الأسواق الناشئة عدد من الآثار الإيجابية على كل من الاستثمار والتتميم الاقتصادية لهذه الدول، كما ساعد نمو هذه الأسواق على تحقيق مكاسب صافية على مستوى العالم وذلك كما يلي:

- إنخفاض تكلفة تمويل التنمية: لقد اعتمدت الدول النامية على الإقراض في تمويل التنمية بها لفترات طويلة، وكانت القروض تتم في غالب الأحيان بأسعار الفائدة العالمية وبالتالي يؤدي إلى ارتفاع أسعار الفائدة العالمية إلى زيادة تكلفة الديون وخدماتها على الدول المقترضة، أما نشأة الأسواق الناشئة بالدول النامية

<sup>16</sup> - عزو ز عائشة، مرجع سابق ذكره، ص ص: 195-198.

وإجذابها لتدفقات مالية هائلة في صور إستثمار مالي في الأدوات المالية المختلفة المطروحة في هذه الأسواق ساعد هذه الدول على الحصول على الأموال اللازمة لها وبتكلفة نقل عن تكلفة القروض التي كانت تلجم لها من قبل.

- **زيادة الإستثمار 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 الإستثمار فيها، ويمكن تفسير هذا النمو بأن نشاط الأسواق المالية الناشئة وزيادة الإستثمار المالي بها أدى إلى زيادة في الإستثمار 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 الاقتصادي 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 الإسمى للعملة مما ينتهي إلى تحسن في سعر الصرف الحقيقي.

- **تحفييف حدة التقلبات الاقتصادية:** لقد ساعد نمو الأسواق الناشئة على التخفيف من حدة التقلبات الاقتصادية، حيث يمتنع المستثمرون عن بيع أية أصول لديهم إذا كانت أسعار هذه الأصول في حدتها الأدنى (حالة كساد) وأيضاً يمتنعون عن شراء أية أصول مالية إذا كان سعرها في حدتها الأقصى (حالة رواج) رغبة منهم في تحقيق أرباح رأسمالية من خلال عمليات بيع هذه الأصول أو شرائها.

- **النفليل 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 محلية تعطي بداول إستثمارية متعددة، ومن ثم فإن توافر مثل هذه البسائل في الأسواق الناشئة مع إرتفاع العائد بها لا يتربّ 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 يتواجد في تلك البورصات، وعادة ما يعود جزء من هذه الأموال الهاربة إلى الأسواق الناشئة حتى قبل أن يكتشف المستثمر الأجنبي الفرص الاستثمارية في الأسواق الناشئة، نظراً لقرب المستثمر المحلي في الدول ذات الأسواق المالية الناشئة من مصادر المعلومات الخاصة بالتطورات الاقتصادية والأحداث المتوقعة عن المستثمر الأجنبي.

### 3- الآثار السلبية:

على الرغم من الآثار الإيجابية التي تتحققها 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 وإنقال العدوى بفعل فقدان الثقة في بنية النظام المالي، وفيما يلي نذكر أهم المشاكل التي تؤثر من خلالها الأسواق المالية الناشئة بصورة سلبية والتي تعلق بها:

- **المشاكل المتعلقة بالتقليبات والمضاربة:** حيث كثيرة ما كانت الأسواق المالية الناشئة مصدر للتقليبات المفرطة في الاقتصاد والتي من بين أهم أسبابها هو أن الدول النامية معرضة بدرجة أكبر للأزمات الداخلية والخارجية التي يمكنها أن تهدد استقرار 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 الاستقرار المالي.

ومع التطور في تنظيم أسواق الاستثمار تزداد 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 لإقتصاص العائدات الأعلى المتاحة عن طريق المضاربة، وبذلك توجه الموارد بعيداً عن الأنشطة الإنتاجية وتنتج إلى بورصة الأوراق المالية وهو ما قد يشكل عائقاً على الاستثمار وبالتالي يعرقل النمو بينما يحدث ضغطاً تصاعدياً على أسعار الفائدة الحقيقة بسبب إزدياد المخاطر.

- **المشاكل المرتبطة بالاستثمار بالمحفظة:** يمكن أن يتعرض الإقتصاد الكلي لعدم الاستقرار بسبب التدفقات الخاصة بالإستثمار أو أن تكون هذه التدفقات لفترة مؤقتة، كما يمكن أن تسبب 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 المتقد، بالإضافة إلى أن تدفقات رؤوس الأموال يمكن أن تمثل مشكلة إذا كانت قصيرة الأجل وشديدة التقلب.

إذا عجز البنك المركزي عن إتخاذ الخطوات الضرورية لتلاشي تلك الآثار نظراً لانخفاض مستوى الاحتياطات الأجنبية، فقد يترتب على ذلك إختلال ميزان المدفوعات كما قد يترتب على الصدمة السالبة التي تمثل في إنخفاض أسعار السلع التصديرية أو زيادة أسعار أهم السلع المستوردة، أو إنخفاض تدفقات رأس المال للداخل، تحويل المستثمرون 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 يتربّب 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 ما يلي:

- **بورصة جامايكا:** أنشئت هذه السوق عام 1968، وتعد تجربة جامايكا من التجارب المفيدة في آثارها الديناميكية على البورصة، كما أنها تعتبر مثلاً واضحاً لتطور سوق رأس المال خلال عقد الثمانينيات، ويرجع ذلك إلى السياسات الإصلاحية التي تتبناها حكومة جامايكا، وتنفذ برامج التخصيص مع بداية الثمانينيات والجدية والفاعلية في التنفيذ مع نهاية هذا العقد.

- **بورصة البرازيل:** تتميز بإستمرار إنفصال مؤشر بورصتها ضماناً للمستثمرين وتحقيقاً لعوائد مجانية.

- **بورصة شيلي:** تتمتع هذه السوق بمناخ سياسي مستقر، وتستفيد من إقبال مستثمري الولايات المتحدة عليها خاصة عندما 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 أساساً في البداية سوقاً للسندات الحكومية لا لأسهم الشركات، ولم تظهر سندات الشركات إلا في 1972، وبفعل التدابير السياسية فقد اتسعت سوق الأوراق المالية كثيراً 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 إزدهاراً كبيراً 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 محسوساً من جميع النواحي كعدد الشركات المسجلة، وقيمة رأس مال السوق، وحجم التعامل، وعدد شركات الأوراق المالية.

- **بورصة هونغ كونغ:** تتمتع هذه البورصة بالдинاميكية، وفيما يتعلق بشكلها القانوني فهي ترتبط بشكل كبير بالعلاقات الصينية البريطانية.

- **بورصة ماليزيا:** هي سوق متطرفة 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 لحاينزي 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 بغيرها هونغ كونغ، تايلندا، سنغافورة.

- **بورصة الهند:** تمثل بورصة الهند سوقا ذات إحتمالات نمو واسعة وقد تم إنشاء أول شركة إستثمار أجنبية للعمل في سوق الأسهم الهندية، ومن بين النقائص التي تعاني منها هذه البورصة أنها مصممة لصالح المستثمرين وليس للصناديق الكبيرة، ومع ذلك فإن الهند تمثل إحتمالاً إستثمارياً مريحاً.

### 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 والتخفيض من القيود التنظيمية والإجراءات المعرقلة لنشاطها وإزالة الحاجز الفاصل بينها، وتعتبر كل من البورصات الأمريكية والأوروبية والبورصات اليابانية من بين أهم البورصات الرائدة على مستوى الأسواق المالية الدولية، وليس بعيداً عن هذه الأسواق ظهرت البورصات الناشئة كأحد الأقطاب المهمة في الاقتصاد العالمي، وذلك بفضل الخصائص التي تميز بها مثل إرتفاع نسبة المخاطرة والعائد، سيولة وعمق أسواقها وتتنوع المنتجات المالية المتداولة على مستواها، وعليه، تتضح أهم المفاهيم التي يمكن إستخلاصها من هذا المحور فيما يلي:

- ترتكز الأسواق المالية الدولية في قيامها على مجموعة من المقومات الضرورية فهي تتتنوع 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 تم 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 أيضاً إلغاء أو التخفيف من القيود التنظيمية والإجراءات المعرقلة.
- يشمل مفهوم الأسواق المالية الناشئة تواجد الأسواق في الاقتصاديات النامية وتميزها بنمو في حجمها ومستوى نشاطها، وبالرغم من المزايا التي تتمتع بها مثل إانخفاض تكلفة التمويل فيها وزيادة الاستثمار على مستواها إلا أنها تعاني من بعض المشاكل والتي من شأنها أن تضعف النظام المالي لهذه الأسواق.

**خاتمة:**

يرتبط الاقتصاد النقدي أساساً بالإتجاه إلى النقود بأشكالها المختلفة واستخدامها ك وسيط في المبادرات، وبذلك قدمت النقود حل ل مختلف المشاكل التي كانت قائمة حيث أصبحت النقود تمثل قوة شرائية عامة أدت إلى إدخال المستقبل في النشاط الاقتصادي، وبالتالي دعم ظهور النقود مفهوم الاستثمار ك أحد المفاهيم الاقتصادية.

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 لتقدير الأداء الاقتصادي للشركات والمشروعات وحلقة إتصال بين جميع فعاليات شبكات الاقتصاد 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، وتوضح هذه العلاقة بشكل كبير من خلال آلية تحويل الأموال على مستوى هذا النظام والتي تتم وفق قوانين جد صارمة.

وعليه، سعت دراسة الاقتصاد النقدي وأسواق رأس المال في الإمام بالمبادئ والأسس العامة لأهمية النقود وأليات 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 النسور، "النقد 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، اقتصadiات النقد والتمويل، دار الجامعة الجديدة، الإسكندرية، 2005.
- 4- السيد محمد أحمد السريتي، محمد عزت محمد غزلان، اقتصadiات النقد والبنوك والأسواق المالية، مؤسسة رؤية، مصر، 2010.
- 5- عاطف وليم أندرواس، "أسواق الأوراق المالية بين ضرورة التحول الاقتصادي والتحرير المالي ومتطلبات تطويرها"، دار الفكر الجامعي للنشر، الإسكندرية، 2007.
- 6- أحمد أبو الفتوح علي الناقة، "نظريّة النقد والأسواق المالية"، مكتبة الإشعاع الفنية، مصر، 2001.
- 7- أحمد فريد مصطفى، محمد عبد المنعم عفر، "الاقتصاد النقدي والبنكي بين النظرية والتطبيق"، مؤسسة شهاب الجامعة، الإسكندرية، مصر، 2005.
- 8- أحمد محمد لطفي أحمد، "معاملات البورصة بين النظم الوضعية والأنظمة 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، "إconomicsيات النقد والبنوك والأسواق المالية"، دار التعليم الجامعي، الإسكندرية، 2011.
- 11- أكرم حداد، مشهور هذلول، "النقد والمصارف: مدخل تحليلي ونظري"، دار وائل للنشر والتوزيع، الأردن، 2005.
- 12- الزريري عبد النافع، "الأسواق المالية"، ط1، دار وائل للنشر، عمان، 2001.
- 13- السيد متولي عبد القادر، "إconomicsيات النقد والبنوك"، ط1، دار الفكر، عمان، 2010.
- 14- السيد متولي عبد القادر، "الأسواق المالية والنقدية في عالم متغير"، ط1، دار الفكر، عمان، 2010.
- 15- الطاهر لطوش، "تقنيات البنوك"، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2001.
- 16- أنس البكري، وليد صافي، "النقد 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 خربوش وأخرون، "الأسواق المالية-مفاهيم وتطبيقات-", دار زهران للنشر، عمان، 2010.
- 23-حسين بنى هاني، "اقتصاديات النقود والبنوك: الأسس والمبادئ"، ط1، دار الكندي للنشر والتوزيع، الأردن، 2003.
- 24-حسين محمد سمحان، إسماعيل يونس يامن، اقتصادات 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 المسيرة 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، "الاستثمار في الأوراق المالية"، مكتبة عين شمس، القاهرة، مصر، 1998..
- 33-سوзи عدلي ناشد، "مقدمة في الاقتصاد النقدي والمصرفي"، منشورات الحلبي القانونية، بيروت، لبنان، 2005.
- 34-شقميري نوري موسى وأخرون، "المؤسسات المالية المحلية والدولية"، ط1، دار المسيرة للنشر والتوزيع، 2009، عمان.
- 35-صالح مفتاح، "العلوم المالية"، مجلة العلوم الإنسانية، العدد الثاني، جامعة محمد خضر، بسكرة، 2002.
- 36-صلاح الدين حسن السيسي، "بورصات الأوراق المالية"، ط1، عالم الكتب للنشر والطباعة، القاهرة، 2003.
- 37-ضياء مجید الموسوي، "البورصات أسواق رأس المال وأدواتها الأسهـم والـسندات"، 1998، ديوان المطبوعات الجامعية.

- 38- ضياء مجید، "الاقتصاد النقدي-المؤسسات النقدية، البنوك التجارية، البنك المركزي-", مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية، 2008.
- 39- طاهر فاضل البياتی، ميرال روحی سمارة، "النقد والبنوك والمتغيرات الاقتصادية المعاصرة"، دار وائل للنشر، 2013.
- 40- طاهر فاضل البياتی، ميرال روحی سمارة، النقود والبنوك والمتغيرات الاقتصادية المعاصرة، دار وائل للنشر، الأردن، 2010.
- 41- ظاهر حيدر حربان، "مبادئ الاستثمار"، دار المستقبل، للنشر والتوزيع، عمان، 1997.
- 42- عادل أحمد حشيش، "أساسيات الاقتصاد النقدي والمصرفی"، دار الجامعة الجديدة، مصر 2004.
- 43- عاطف و ليم أندراؤس، "السياسة المالية وأسوق الأوراق المالية"، مؤسسة شباب الجامعية، الإسكندرية، 2005.
- 44- عبد الباسط كريم مولود، "تداول الأوراق المالية(دراسات قانونية مقارنة)"، ط 1، 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"، ط 2، مركز يزيد للنشر، الأردن، 2006.
- 48- عبد المجيد قدی، "المدخل للسياسات الاقتصادية الكلية " دراسة تحليلية تقييمیه" ، دیوان المطبوعات الجامعیة، 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 العيسى، "النقد والمصارف والأسوق المالي" ، دار الحامد للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 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)"، ط 1، دار أسامة للنشر والتوزيع، عمان، 2008.
- 53- عقیل جاسم، "النقد والمصارف" ، عمان، الأردن، 1999 .
- 54- عماد صالح سلام، "إدارة الأزمات في بورصات الأسواق المالية العربية والتنمية المتواصلة" ، أبوظبی، 2002.

- 55- غالب عوض الرفاعي، عبد الحفيظ بلعربي، "إconomics of money and banking" ، 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- قدی عبد المجید، "المدخل إلى السياسة المالية الكلية" ، ط3، دیوان 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، "إconomics of money and banking" ، ط1، 2010.
- 61- محمد إبراهيم عبد الرحيم، "إconomics of money and banking" ، 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 إلaman، "محاضرات في النظرية الاقتصادية الكلية" ، ج3، دیوان المطبوعات الجامعية، ط2، 2000.
- 64- محمد شريف إلaman، "محاضرات في النظرية الاقتصادية الكلية-الدول الاقتصادية الكلية، القطاع النقدي" ، ج3، دیوان 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 القرishi، "إconomics of money and banking and financial institutions" ، إثراء للنشر والتوزيع، الأردن، 2009.
- 68- محمد صالح القرishi، "إconomics of money and banking and financial institutions" ، ط1، إثراء للنشر والتوزيع، الأردن، 2009.
- 69- محمد يونس، عبد النعيم مبارك، كمال أمين الوصال، "إconomics of money and banking and financial markets" ، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2004.
- 70- محمود حميدات، "مدخل للتحليل النقدي" ، دیوان المطبوعات الجامعية، ط3، الجزائر.
- 71- مروان عطوان، "الأسواق النقدية والمالية ( أدوات وأدوات نشاط البورصات في الاقتصاد الحديث)" ، ج1، ط3، دیوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2005.
- 72- مصطفى كمال السيد طايل، "الصناعة المصرفية في ظل العولمة" ، اتحاد المصارف العربية، الأردن، 2005.
- 73- منير إبراهيم هندي، "الأوراق المالية وأسواق المال" ، منشأة المعارف، الإسكندرية، 2006.

- 74-منير ابراهيم هندي، "الأوراق المالية وأسوق 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، "النقد والمقاصف والنظريات 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 والعلوم"، 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-قайдي خمisi، بن خزنجي أمينة، "دور المشتقات المالية في إدارة مخاطر السوق - دراسة تحليلية للفترة 2009-2013"- مؤتمر حول منتجات وتطبيقات الإبتكار والهندسة المالية بين الصناعة المالية التقليدية والصناعة المالية الإسلامية، جامعة فرحت 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 الإبتكار 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 سعودية، دروس الاقتصاد 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>eme</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.

