

الجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية
وزارة التعليم العالي و البحث العلمي
جامعة فرحات عباس سطيف-1
كلية العلوم الاقتصادية و التجارية وعلوم التسيير

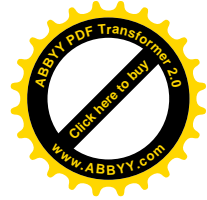


مطبوعة الاقتصاد النقدي وأسواق رأس المال



الدكتور : بوبريمة إحسان

السنة الدراسية 2017-2018



شكر وإهداء

أشكر الله جل و على أولاً على فضله وامتنانه
بإتمام هذا العمل
ومن تمام الشكر : أن أشكر
جميع من ساهم في هذا البحث من قريب أو بعيد

كما أهدي هذا العمل إلى :

الوالدين الكريمين أطال الله في عمرهما،
وإلى الأسرة الكبيرة: الأخوة و الأخوات،
وإلى الأسرة الصغيرة : زوجتي و أبنائي
أبرار و جابر
وإلى جميع الأهل و الأقارب من قريب و من بعيد
و إلى كل أساتذتنا و طلبتنا الأعزاء
و إلى كل مهتم بالعلم و العلماء

تصدير



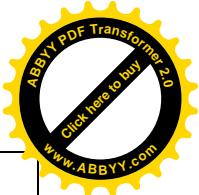
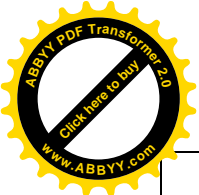
جاءت هذه المطبوعة المعنونة بـ ' مطبوعة الإقتصاد النقدي وأسواق رأس المال ' للإمام بالقواعد الأساسية لهذا المقياس و التحكم بمصادر التمويل و أهميتها بالنسبة للمؤسسة و القطاع البنكي، و الإقتصاد ككل، وهذا المقياس خاص بطلبة السنة الثانية، جذع مشترك، و سنقوم بتوصيف المقياس كما يلي :

1. **التعريف بأستاذ المقياس :** الدكتور إحسان بوبريمة، ماجستير مالية و نقود دفعة 2006م، دكتوراه في العلوم الإقتصادية عام 2018م ، تدريس للمقياس منذ سنة 2012 إلى يومنا هذا (2018م)
2. **الوصف المختصر للمقياس :** يحتوي المقياس على القطاع النقدي، ويشمل التعريف بالنقود ومراحل تطورها ودورها في النشاط الاقتصادي من خلال مختلف النظريات النقدية، انطلاقاً من الكلاسيك وحتى فريدمان، بالإضافة إلى مكونات السوق المالية والأدوات المالية المتداولة فيها وكيفية إصدارها وطرحها للاكتتاب العام و تسعيرها.
3. **الأهداف العامة لمقياس :** تنمية معارف الطلبة فيما يخص القطاع النقدي والحقيقي وكيفية الربط بين هاذين القطاعين و عدم الفصل بينهما بما يتناسب و الحالة الاقتصادية.
4. **مخرجات التعليم :** يفترض بالطالب بعد دراسته لهذا المقياس أن يكون قادراً على تحليل الكتلة النقدية وإعطاء أسباب واضحة عن ركود النشاط الاقتصادي وعن زيادة معدلات التضخم وما هي مختلف الإجراءات والحلول المتبعة للخروج من أزمة نقدية أو مالية، التي تكون من قبل الجهاز المصرفي أو من قبل الدولة في شكل سياسات ناجعة.
- كما ركزنا على قدرة الطالب في مدى معرفته لطرق إدراج الشركات في البورصة وما هي أهم الفوائد المترتبة على ذلك وكيف يتعامل المضاربون و التجار داخل صالة البورصة أو خارجها وما هي أهمية البورصة بالنسبة للشركات و الإقتصاد ككل.
5. **المعارف السابقة :** على الطالب المقبل على هذا المقياس أن يكون مطلع على المفاهيم العامة الخاصة بمدخل الإقتصاد، كالادخار والاستثمار وسعر الفائدة وعناصر الإنتاج، بالإضافة إلى أهم النشاطات التي يقوم بها البنك التجاري كقبول الودائع وإعطاء القروض بعد الإطلاع على مكونات ميزانيته، كما يجب على الطالب أن يهتم بتطور نشاط البنوك التجارية، وأيضاً المفاهيم البسيطة للأسهم العادية والسندات التقليدية والنشاط الرئيسي لبورصة الأوراق المالية.
6. **طرق تقييم المعرفة المكتسبة :** عن طريق البحوث والأسئلة الموجهة للطلبة و كذلك البطاقات الفنية، بالإضافة إلى امتحان كتابي وبعض التمارين العملية.

مخطط المطبوعة

الصفحة	الفصل الأول: الإقتصاد النقدي	
3ص	المبحث الأول: وظائف النقود و أهميتها الاقتصادية	
3 ص	المطلب الأول: التطور التاريخي للنقود	
6 ص	المطلب الثاني: الأنظمة النقدية	
8 ص	المطلب الثالث: تعريف النقود وأنواعها	
12 ص	المطلب الرابع: وظائف النقود وأهميتها في النشاط الاقتصادي	
15ص	المبحث الثاني: الكتلة النقدية و مقابلاتها	
15 ص	المطلب الأول: مفهوم الكتلة النقدية و مكوناتها	
16 ص	المطلب الثاني: مقابلات الكتلة النقدية	
20 ص	المطلب الثالث: عملية إنشاء و هدم الودائع	
25ص	المبحث الثالث: النظرية الكمية للنقود	
25 ص	المطلب الأول: النظرية الكمية للنقود بصيغة فيشر	
28 ص	المطلب الثاني: صيغة كميردج للأرصدة النقدية الحاضرة	
32 ص	المطلب الثالث: نقد النظرية الكمية للنقود	
34ص	المبحث الرابع: المفهوم الكينزي للطلب على النقود	
34 ص	المطلب الأول: الطلب على النقود عند كينز	
38 ص	المطلب الثاني: عرض النقود عند كينز	
38 ص	المطلب الثالث: سعر الفائدة التوازني	
39ص	المبحث الخامس: النظرية المعاصرة لكمية النقود	
39ص	المطلب الأول: فرضيات المدرسة النقدية و مكونات الثروة عند النقديين	
41 ص	المطلب الثاني: مفهوم التضخم و الاستقرار النقدي عند النقديين	
42 ص	المطلب الثالث: أوجه المقارنة بين النظرية النقدية و الكيزية	
44ص	المبحث السادس: دور البنك المركزي في ضبط السياسة النقدية	
44 ص	المطلب الأول: نشأة البنك المركزي ووظائفه	
46 ص	المطلب الثاني: السياسة النقدية و أدواتها	
48 ص	المطلب الثالث: نجاعة السياسة النقدية	

الصفحة	الفصل الثاني: أسواق رأس المال	
53ص	المبحث الأول: التقسيمات المختلفة للأسواق المالية	
53 ص	المطلب الأول : السوق النقدية	
54 ص	المطلب الثاني : المتعاملون في السوق النقدية	
55 ص	المطلب الثالث : سوق رؤوس الأموال	
62 ص	المطلب الرابع: أهداف البورصة	
65ص	المبحث الثاني : الوساطة واللاوساطة مالية	
65 ص	المطلب الأول : التمويل الغير مباشر	
67 ص	المطلب الثاني: تعريف الوساطة المالية وأهميتها	
68 ص	المطلب الثالث: التمويل المباشر	
70ص	المبحث الثالث : تقنيات التعامل وتسعير الأوراق المالية في البورصة	
70 ص	المطلب الأول : تاريخ البورصة	
72 ص	المطلب الثاني : تقنيات التعامل	
73 ص	المطلب الثالث : أنواع الأوامر	
75 ص	المطلب الرابع : كيفية تسعير الورقة المالية في البورصة	
78 ص	المبحث الرابع : كيفية إصدار وتداول الأسهم	
78 ص	المطلب الأول : عملية الإصدار	
79 ص	المطلب الثاني : عملية التداول	
80 ص	المطلب الثالث: شروط التسجيل و العضوية في البورصة	
82 ص	المطلب الرابع : متطلبات إنشاء بورصة فعالة	
84ص	المبحث الخامس : بورصة الجزائر	
84ص	المطلب الأول : نشأة بورصة الجزائر	
85 ص	المطلب الثاني : شروط الإدراج في بورصة الجزائر	
86 ص	المطلب الثالث : أقسام بورصة الجزائر	
87 ص	المطلب الرابع : معوقات بورصة الجزائر	
91ص	المبحث السادس : المشتقات المالية : الخيارات،العقود الآجلة والمبادلات	
91 ص	المطلب الأول : تعريف المشتقات	



ص 91	المطلب الثاني : عقود الخيار	
ص 95	المطلب الثالث: العقود الآجلة و المستقبلية	
ص 97	المطلب الرابع: المبادلات	
ص 100	المبحث السابع : مؤشرات البورصة	
ص 100	المطلب الأول : تعريف المؤشرات	
ص 103	المطلب الثاني : أهداف المؤشرات	
ص 104	المطلب الثالث: أنواع المؤشرات	
ص 104	المطلب الرابع: أساليب بناء المؤشرات	

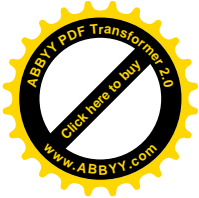
مقدمة :

لا يمكن قيام اقتصاد دون تدفق العملات الورقية عبر مختلف الوحدات الاقتصادية، لذا فإن للقطاع النقدي دور بارز في الحياة الاقتصادية و في تحريك و تنشيط الدورة الاقتصادية و الأسواق المالية و دفع عجلة النمو و التنمية، لكن مع مراعاة ضبط حجم المطبوع من العملات الورقية بما يتماشى و حاجة المتعاملين الإقتصاديين دون التماذي في منح القروض و زيادة أسعار الفائدة حتى لا يدخل البنك المركزي في الحلقة المفرغة بزيادة التمويل بالعجز أو الإصدار النقدي أو إتباع سياسة النقود الرخيصة كما يسميها كينز.

فمن جهة لا بد من القضاء على العملات المكتنزة و التشجيع على الادخار الموجه نحو الاستثمار بإيجاد مؤسسات نقدية متطورة قادرة على مراقبة الكتلة الورقية من العملات المطبوعة، و في المقابل محاربة الإسراف و القروض الغير موجهة و غير المؤطرة دون وجود سقف لها حتى لا يقع الاقتصاد في مخاطر التضخم و انخفاض القدرة الشرائية للعملة و ذلك بإتباع سياسة ترشيد و توجيه الإنفاق إلى القطاعات التي تخدم التنمية الشاملة، و من أبرز المؤسسات التي تعمل على ذلك هو البنك المركزي الذي يجب أن يتمتع بالاستقلالية حتى يصبح قادر على تطبيق السياسة النقدية ناجعة و فعالة تعمل على تحريك الاستثمار و القضاء على البطالة و تحسين المستوى المعيشي و الاجتماعي للأفراد.

و نجاعة السياسة النقدية لا تتوقف على تطبيق البنك المركزي لأدواتها بل لا بد من تضافر الجهود بين مختلف الأعوان الاقتصاديين من مؤسسات و أفراد و شركات في تفعيل أدوات هته السياسة حتى نحافظ على الاستقرار النقدي و المالي و الاقتصادي.

و حتى يكون استقرار دائم لا بد أن يكون البنك المركزي حكومي و لا يكون تابع للقطاع الخاص حتى لا يتبع سياسة لتحقيق الأهداف الخاصة و الطمع نحو زيادة الأرباح و السيطرة على المؤسسات النقدية و المالية للدولة.



الفصل الأول

الاقتصاد النقدي

المبحث الأول : وظائف النقود و أهميتها الاقتصادية:

يرجع بعض المؤرخين كنعني الدين المقرزي 1441م/1364هـ ظهور النقد إلى آدم عليه السلام في حين يرى البعض الآخر - وهو الغالب - أن النقد ابتداء بشري جاء نتيجة إخفاق نظام المقايضة في تيسير المبادلات التجارية بسبب ما ينطوي عليه من مصاعب و تعقيدات كثيرة.

و مع ذلك فمن المتفق عليه أن استعمال النقود ليس خاصية مرتبطة بالمجتمعات المتحضرة بل يرجع إلى أكثر من أربع آلاف سنة قبل الهجرة، حيث نجد آيات كثيرة في القرآن الكريم تشير إلى استعمال النقد في الأمم السابقة كصورة هود الآية 85-87، الكهف 19، يوسف الآية 20.

المطلب الأول: التطور التاريخي للنقود :

لقد كانت المجتمعات البدائية المكونة من فرد و أسرة أو قبيلة توفر كل ما تحتاجه من سلع و خدمات بغرض الاستهلاك الذاتي لكن عندما بدأ الأفراد ينتجون سلعاً بمقادير تفوق حاجاتهم و تخصص كل فرد في سلعة معينة نشأت الحاجة إلى ما يسمى بالمقايضة و هي أول صورة من صور التبادل¹ باعتبار أن الإنسان لا يبذل ما عنده إلا بعوض، و من السهل أن ندرك هنا أن التجارة قامت في مرحلتها البدائية على المقايضة.

1- نظام المقايضة: Barter System

كان الإنتاج في بداية تاريخ النشاط الاقتصادي للإنسان، يتم بقدر الإشباع المباشر للحاجات، سواء كانت في نطاق الأسرة أو القبيلة أو المجتمع و كانت كل جماعة تنتج لنفسها ما تحتاج إليه من طعام و ملابس و سلاح، و تودع المنتجات في مخازنها توطئة لاستهلاكها خلال العام.

◀ **أهمية التخصص و تقسيم العمل :** مع مرور الزمن أدرك الفرد صعوبات إنتاج كل ما يحتاج إليه من سلع و خدمات، فأصبح كل فرد يمارس فرعاً خاص من فروع الإنتاج و ينتج كمية أكبر من حاجته و يحصل على باقي السلع التي يحتاجها من منتجي تلك السلع و الخدمات عن طريق مبادلة فائض إنتاجه بفائض إنتاج وخدمات الآخرين² وهكذا بدأت أولى عمليات المبادلة تظهر للوجود في صورة مقايضة، و هي **"تبادل سلعة مباشرة دون استخدام أي وسيط مثل النقود"**³. و مع ذلك فقد فحال دون تطبيق هذا النظام مجموعة من الصعوبات نوجزها فيما يلي⁴:

- صعوبة تحقيق التوافق المزدوج بين رغبات المتعاملين.
- صعوبة تناسب القيم المتبادلة : إذ لا يوجد مقياس مشترك لكل السلع و الخدمات المعروضة فمثلاً يصعب تحديد نسبة تبادل بين خدمة النقل و كمية من الطعام و الثياب.
- صعوبة تجزئة السلع : فتجزئة بعض السلع يؤدي إلى إتلافها، فالشاة يجب ذبحها و تقديم جزء منها للحصول على سلعة أخرى.

¹ - بن حمود سكيبة ، أستاذة محاضرة بجامعة الجزائر - دروس في الاقتصاد السياسي - دار الملكية للطباعة و الإعلام ، الطبعة الأولى 2006 ، ص 214.

² - ضياء مجيد موسوي، أسس علم الاقتصاد (الجزء الثاني)، ديوان المطبوعات الجامعية، ص 15.

³ - جمال بن دعاس : السياسة النقدية في النظامين الإسلامي و الوضعي، دراسة مقارنة، منشورات المجلس 2008 ، الجزائر، ص 22.

⁴ - مرجع سابق : ص 23.

• صعوبة تخزين السلع : فالشاة المذبوحة لا يمكن الاحتفاظ بلحمها لمقايضته يوما آخر للحصول على سلعة أخرى.

ومن هنا ظهرت الحاجة إلى وسيلة للمبادلة تكون عامة بين الناس و مشتركة لديهم و شائعة ومقبولة لدى الجميع ومتوفرة بشكل كافي، فاتفقت المجتمعات الإنسانية على استخدام بعض السلع كوسيلة مبادلة ووسيطه في نفس الوقت، مثل القمح، الحرير، الأرز و الشاي. و هكذا ظهرت الصورة الثانية من صور التبادل التجاري،. فقد أصبحت بعض السلع تقوم بدور الوساطة بين سلعتين مختلفتين، ليس من حيث القبول العام فقط، و إنما أيضا من حيث قبولها كوحدة لحساب قيمة كلتا السلعتين.

2- النقود السلعية : Commodity Money أي المقايضة بسلعة وسيطة

تعتبر النقود السلعية أقدم أنواع النقود التي عرفتها المجتمعات البشرية، حيث لجأ إليها الناس للتخلص من مشاكل المقايضة و صعوباتها المختلفة. و قد شملت هذه السلع القمح و الشاي و الماشية و القماش بالإضافة إلى سلع أخرى. و قد لجأت المجتمعات البشرية لنوع معين من السلع حسب أهميتها ووفرتهما و استخداماتها و نتيجة لقبول الآخرين لها. و قد كان لهذه السلع صفتين: **صفتها كسلعة و صفتها كنقد**، و قد اختلفت السلع المستخدمة كوحدة نقد من مجتمع إلى آخر تبعا لإخلاف الظروف الاقتصادية و الاجتماعية و الثقافية بين المجتمعات فالمجتمعات البدوية القائمة على الرعي كانت تستخدم الماشية كسلعة وسيطة ووسيلة للتبادل التجاري، و المجتمعات الزراعية المستقرة كانت تستخدم المنتجات النباتية، و تشير المصادر التاريخية إلى أن الإغريق قد استخدموا الماشية بينما استخدم الهنود الحمر التبغ و استخدم الصينيون السكاكين و استخدم الفراعنة القمح⁵.

و قد كان الهدف من استخدام هذه السلع كوسيلة للتبادل هو تقديم أساس مقبول لقياس قيم السلع محل التبادل. و لكن مع تطور البشرية ظهرت عيوب كثيرة للنقود السلعية. حيث يصعب تجزئتها إلى وحدات متجانسة بالإضافة إلى صعوبة التخزين لمدة طويلة دون حدوث تلف أو انتقاص في قيمتها. و لذا بدأت المجتمعات المدنية باستخدام أدوات الزينة و الحلبي المصنوعة من الأصداف و الأحجار الكريمة كنقود حسابية. و لكن هذه أيضا لم تف بالغرض من حيث أن بعضها يفقد قيمته عند التجزئة، و مع تطور استخدام الإنسان للمعادن تم اللجوء إلى استخدام بعضها كعملة.

3- النقود المعدنية : Metallic Money

نتيجة للصعوبات التي واجهت المجتمعات في استخدام النقود السلعية و نتيجة للتطور المطرد في استخدام الأدوات و المعدات، فقد انتشر استخدام المعادن كنقود، فظهر الذهب و الفضة كبديل عن النقود السلعية و لما لها من خصائص مميزة و قدرة فائقة على القيام بوظائف النقود.

و يغزى استعمال الذهب و الفضة كنقود دون غيرهما للأسباب التالية:

* سهولة التعرف على الذهب و الفضة.

* عدم قابلية هاذين المعدنين للتلف، لذا فهما قادران على القيام كأداة لاختزان القيم.

⁵ - سعيد سامي الحلاق، محمد محمود العجلوني، النقود و البنوك و المصارف المركزية: دار البازوري العلمية للنشر و التوزيع، الأردن - عمان ، ص 23/22.

قابليتهما للتجزئة، حيث يمكن تجزئتهما إلى وحدات صغيرة ماثلة في شكلها و متساوية في قيمتها بصورة تتلاءم مع مختلف عمليات التبادل.

* الندرة النسبية، وهذا ما يجعل الذهب و الفضة مرتفعي القيمة.

* الثبات النسبي في القيمة قياس مع السلع الأخرى.

* سهولة تحويلها إلى سبائك أو إلى مسكوكات حسب الحاجة دون أن تفقد شيئاً من وزنها أو قيمتها.

* الصلابة و عدم القابلية للتآكل نتيجة الاستخدام.

* سهولة الحمل و التخزين.

* تتسم الفضة و الذهب بالتجانس التام مما يجعلها أكثر من غيرها للقيام بوظائف النقود كأداة للمبادلة و كقياس للقيم.

و لقد استخدمت هذه المعادن من قبل الأفراد على شكل كتل و سبائك يتم وزنها بدقة من قبل المتعاملين الذين يحرصون على حمل موازينهم معهم دائماً، و لكن نتيجة للغش في الوزن و درجة نقاوة المعدن، و مع ظهور الحكومات و الدول تدخلت الدولة و صارت تسك المعادن (*Coinage*) و ذلك بتحويل الكتل المعدنية النفيسة إلى قطع موحدة ذات وزن و عيار موحد، و هو ما يعرف اليوم بالمسكوكات النقدية المعدنية.

➔ **لذا فقد** مرت النقود المعدنية بثلاثة مراحل مما جعل شكلها يتغير من مرحلة إلى أخرى فالتخذت الأشكال التالية:
3-1- النقود الموزونة : حيث كان الناس يتعاملون بالمعادن النفيسة بعد وزنها و اختيار عيارها لمعرفة ما تحتويه من معدن خالص من الشوائب، و كانت على شكل سبائك فكانت العملية شبيهة بالمقايضة، حيث تسلم السبيكة المعدنية مقابل السلعة المطلوبة.

3-2- النقود المعدودة: أو المحسوبة و تدعى كذلك القطع المعدنية، و هي سبائك مستديرة الشكل تضمن الدولة و زنها و عيارها و تسجل ذلك على وجهها، لكن استخدام هذه النقود في المبادلات كان خارج أوامر السلطة الحاكمة لمدة طويلة، فكان التجار و المصرفيين الذين يتمتعون بثقة الناس هم الذين وضعوا الدمغات الأولى على القطع المعدنية و كان الأفراد يقبلونها في مبادلاتهم. محض إرادتهم و دون أن يكونوا مجبرين على قبولها.

3-3- النقود الإلزامية (المسكوكة أو المضروبة):

فبعد أن كان التعامل بها اختيارياً أصبحت ملزمة على الناس بقوة القانون فأصبحت الدولة هي التي تضع الدمغات على القطع للإثبات و زنها، و في هذه المرحلة دعت الحاجة لضرب أو استعمال معادن أخرى ذات قيمة و ضيعة للإتمام المعاملات الصغيرة أو على درجة متناهية من الصغر فتم استعمال البرونز، القصدير، الألمنيوم أو النيكل.

● لكن يجب أن نميز بين النقود الرئيسية *La monnaie principale* التي تمثل القطع الذهبية و الفضية و النقود التكميلية *la monnaie d'appoint* و تمثل باقي المسكوكات من المعادن الرخيصة، فكانت الأولى تتميز بقوة إبراء مطلقة *force libératoire limité* و للثانية قوة إبراء محدودة *force libératoire limité* و هذا يعني أن المدين *débiteur* لم يكن له الحق على إلزام دائنه *créancier* أن يستوفي دينه بقطع مصنوعة من المعادن الرخيصة بعكس ما كانت عليه القطع الذهبية.

بالإضافة إلى هذا فقد كانت النقود الذهبية تنعم بالضرب الحر *La frappe libre* بخلاف النقود التكميلية، فالذي يملك سبائك ذهبية و يرغب بتحويلها إلى قطع نقدية يأتي بها إلى إدارة النقود *L'hôtel de la monnaie* لتصك له لقاء عمولة زهيدة.

و يذكر أن أول عملية سك للمعادن قد ظهرت قبل 600 عام قبل الميلاد. و قد أصبحت عملية سك النقود من صلاحية الدولة و سلطتها لوحدها. و مع تطور الوقت تم إضافة الرسوم و الأشكال و أسماء الحكام على هذه النقود، ويتم تحديد سعر الصرف بين العملات الأجنبية المختلفة بناء على وزنها من الذهب و درجة نقاوتها حيث يتم تبديلها عند الصاغة و استمر العمل بهذا النظام حتى أواخر القرن التاسع عشر و أوائل القرن العشرين، و هنا يمكن التمييز بين ثلاثة أنواع من النظم النقدية:

المطلب الثاني : الأنظمة النقدية

1- نظام العيارات المتوازية :

كان الذهب يستعمل في الصفقات الكبرى و الفضة في الصفقات المتوسطة و لم تكن هناك نسبة مبادلة ثابتة بين الذهب و الفضة، فالقيمة التناسبية بين المعدنين تحددها آلية السوق من عرض و طلب مما ساعد على انتشار عمليات المضاربة و الإقدام على بيع الذهب مقابل الفضة إذا كان سعره مرتفعا و العكس لتحقيق فوائض مالية، مما جعل الجمهور يلج على السلطات العامة بإدخال إصلاح نقدي.

2- نظام المعدنين: تزامنت هذه المرحلة بزيادة إنتاج الذهب من سنة 1840 حتى مطلع القرن العشرين نتيجة لاكتشاف العالم الجديد سنة 1492 و استخراج كميات كبيرة من الذهب قدرت بـ 13 مليون كلغ خلال الفترة سابقة الذكر⁶ فاهتمت قاعدة الفضة نتيجة للمقادير الضخمة من الذهب التي دخلت التداول في العالم، كمية كبيرة اتجهت في البداية إلى أوروبا الغربية و أصبح للذهب معدل قانوني يربطه بالفضة بعد أن كان سلعة تتغير قيمته من فترة إلى أخرى.

3- نظام المعدن الواحد⁷: كانت جميع الدول متمسكة بقاعدة الفضة لكن بعد اكتشاف مناجم الذهب في استراليا سنة 1841 و في كاليفورنيا سنة 1847 م فقد الكثير من قيمته ففي سنة 1816 كان 1 غ من الذهب يعادل 14.29 غ من الفضة لكن بعد 100 سنة أصبح 1 غ ذهب يعادل 30 غ فضة في سوق لندن أي أن الفضة انخفضت بمقدار نصف قيمتها و عليه أصبحت الفضة عملة رديئة *mauvaise monnaie* و قد لاحظ قريشام *Gresham* تناقص سرعة دوران العملة الجيدة للاحتفاظ بها بعيدا عن التداول و ارتفاع سرعة دوران العملة الرديئة، فصاغ قانونه المعروف بقانون قريشام *La loi Gresham* مما دفع ببعض البلدان إلى تبني نظام المعدن الواحد انطلاقا من بريطانيا حتى الولايات المتحدة الأمريكية سنة 1900.

⁶ - أما الفترة 1429-1840 قدرت كمية الذهب بـ 4 مليون كلغ من الذهب.

⁷ - سادت هذه المرحلة الثلث الأخير من القرن الثامن عشر.

و في ظل نظام الذهب (أو نظام المعدن الواحد) تكون قيمة الوحدة النقدية مساوية لقيمة ما تحتوي من ذهب، فتكون القوة الشرائية لوحدة النقد مساوية للقوة الشرائية لذلك المقدار الثابت من الذهب الذي تحتوي عليه القطعة الذهبية.

وقد تم العمل بنظام الذهب في أشكال عدة هي⁸:

3-1- نظام المسكوكات الذهبية

وهو الشكل الأول لقاعدة الذهب حيث تم التداول بالمسكوكات الذهبية وهي عبارة عن قطع نقدية ذهبية يتم تداولها بمفردها أو إلى جانب الأوراق الناقبة التي تقبل الإبدال بالذهب وفق سعر محدد قانونا، ولتشغيل هذا النظام يجب توفر حرية تصدير واستيراد الذهب مما ساهم في ثبات سعر الصرف بين مختلف الدول العاملة بهذا النظام، إضافة إلى تطور التجارة الدولية حيث تضاعف حجم المبادلات الدولية بمقدار عشر مرات خلال فترة سريانه 1850-1914. وقيام هذا النظام النقدي يتطلب مجموعة شروط هي⁹:

- حرية تصدير واستيراد الذهب
 - قابلية تحويل العملة المتداولة إلى النقود الذهبية بالسعر القانوني الثابت للذهب.
 - حرية الصهر، بمعنى حرية تحويل الذهب من شكله النقدي (مسكوكات) إلى شكله المعدني وذلك لدى مؤسسات الصهر المعدني.
 - حرية سك العملة، أي حرية تحويل الذهب من شكله المعدني إلى مسكوكات ذهبية لدى مؤسسات سك النقود.
 - تحديد الوحدة النقدية بموجب قانون وذلك من حيث الوزن والعيار.
- إن هذه الشروط ضرورية لتحقيق التعادل بين القيمة التجارية والقيمة القانونية للوحدة النقدية، وكذا تحقيق التعادل بين سعر الذهب محليا وسعره في الخارج.

3-2- نظام السبائك الذهبية

نظرا لزيادة نفقات الحرب العالمية الأولى 1914 و حاجة الدول إلى المزيد من النقود لتغطيتها، تخلت دول العالم عن المسكوكات الذهبية لمحدودية كميات الذهب المتوفرة فسحبته من التداول و أصدرت عوضا عنها نقود ورقية و معدنية إلزامية. و حاولت أن تعود إلى هذا النظام بعد الحرب إلا أنها لم تتمكن من ذلك للحجم الكبير من الأوراق النقدية التي أصبحت متداولة و تعرضت اقتصاديات دول العالم للتضخم النقدي، فعاد العالم إلى نظام جديد هو نظام السبائك الذهبية وهي عبارة عن قطع ذهبية لا تجعل من الذهب عملة متداولة و لكن اكتفت بربط العملة المتداولة بمقدار معين من الذهب الموجود في خزائن البنك المركزي و هي غير قابلة للاستبدال به، و قد يكون الغطاء الذهبي لهذه الأوراق كاملا أو نسبيا حسب نظام الإصدار المعمول به.

⁸ - جمال بن دعاس: السياسة النقدية في النظامين الإسلامي والوطني، دراسة مقارنة، المجلس الأعلى للغة العربية 2008، ص 46/47.

⁹ - محمود سحنون، الإقتصاد النقدي والمصرفي، دار بهاء الدين للنشر والتوزيع، قسنطينة، 2003، ص 32.

فالانتقال إلى هذا النظام كان يهدف إلى تقليل استخدام الأفراد للنقود الذهبية من خلال اشتراط توفر المبلغ الكافي لشراء سبيكة محددة الوزن من السلطات النقدية مما قصر عملية إبدال النقود الورقية بالذهب في فرنسا على فئات الأمراء و النبلاء و الصيارفة، و جعل السلطات النقدية لم تعد في حاجة إلى الاحتفاظ بكميات كبيرة من الذهب لقلّة الطلب عليها، و قلل من اكتناز الذهب لدى الأفراد لصعوبة حصولهم على المبالغ الكافية لشرائه. و يقوم هذا النظام على نفس الشروط في نظام المسكوكات الذهبية بالإضافة إلى تلك الشروط يجب تحقق الشروط التالية¹⁰:

- أن يتم تداول الذهب في شكل سبائك ذهبية وهذه السبائك محددة الوزن والعيار بموجب القانون.
- حرية تحويل النقود النائية إلى ذهب (النقود الورقية) حسب قيمة كل سبيكة لدى السلطات النقدية وهي في فرنسا مثلاً تعادل 215000 فرنك فرنسي وتزن 12 كلغ وفي بريطانيا تعادل 17000 جنيه إسترليني.
- ويهدف هذا النظام بمقارنته مع نظام المسكوكات إلى عدم تداول المسكوكات والحفاظ على الاحتياطي الذهبي والاقتصاد في استعماله وتجنب أزمات الاختناق النقدي في مقابلة الاحتياجات التبادلية وتسوية المدفوعات.

3-3- نظام الصرف بالذهب

في هذا النظام لا ترتبط عملة بلد ما بالذهب مباشرة و إنما ترتبط عملتها بعملة دولة أخرى تسير على نظام الذهب، فتكون الدولة الأولى تابعة و الثانية متبوعة، وفي المقابل تحتفظ الدولة التابعة بسندات أجنبية للبلد المتبوع كغطاء لعملتها في التداول الخارجي، و ظهر هذا النظام خاصة بين الدول المستعمرة و الدول التي استعمرتها كالهند و مصر بالنسبة لعلاقة عملتيهما بإجلترا.

وتلجأ إلى هذا النظام الدول التي ليست لها احتياطا كافيا من الذهب، ومن أهم شروطه ما يلي¹¹:

- تعريف الوحدة النقدية الوطنية بالنسبة للنقد الأجنبي، هذا الأخير مرتبط بالذهب (أي قابل للاستبدال بالذهب).
- تتعهد السلطة النقدية لحاملها (النقود الورقية) بإبدالها عند الطلب بما يقابلها من نقد أجنبي بالسعر المحدد قانونا.
- تحتفظ السلطة النقدية باحتياطي كافي من النقد الأجنبي لمواجهة طلبات الإبدال.
- تسمح السلطة النقدية بالإبدال في أي وقت وبأي كميات لحامل النقد المحلي.

المطلب الثالث : تعريف النقود و أنواعها

يرى روبرتسون *Robertson* أن النقود هي كل ما هو مقبول عموما في الدفع مقابل السلع، أو في الإبراء من جميع التزامات الأعمال.

وتعرف بأنها أي شيء شاع استعماله وتم قبوله عموما كوسيلة أو تقييم. أو أنها أي شيء يلاقي قبولا واسعا كقاعدة لقياس القيم أو كوسيلة لدفع الديون¹².

¹⁰ - محمد سحنون، الإقتصاد النقدي والمصرفي، دار بهاء الدين للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، 2003، ص33.

¹¹ - محمد سحنون، مرجع سبق ذكره، ص34

أو أنها أي شيء يستعمل عادة على نطاق واسع كوسيلة دفع وتقبل عموماً في تأدية الديون.

ويرى هارت: أن النقود هي شيء يستطيع مالكة بواسطته دفع الديون بكل تأكيد ودون تأخير¹³.

1- النقود الورقية: Paper Money بدأت مرحلة النقود الورقية في أوروبا في عصر الرأسمالية التجارية، حيث نشطت التجارة الخارجية و كان التجار يحملون سندات تعبر عن ثروتهم حتى إذا سرقت لم تتأثر ثروة التاجر، و كان السند عبارة عن شهادة صادرة عن شخص معروف بأن التاجر أودع مبلغ معين عنده، و تتضمن وعد بدفع هذا المبلغ لصاحبه في تاريخ معين.

و لتسهيل عملية التبادل اصدر الصاغة و الصيارفة أوراقاً محددة القيمة و بفتات مختلفة تناسب مع عمليات التبادل التجاري فازدادت ثقة الأفراد فيها و تعودوا على تداولها دون أن يضطروا إلى سحب مقابلها من الذهب و الفضة.¹⁴ و مع اتساع نطاق البنوك التجارية في القرن 16 و القرن 17 و زيادة ثقة الأفراد بها و زيادة حجم التعامل كان له الأثر المهم في قيام البنوك التجارية على إصدار نقود ورقية مقابل إيداعات الأفراد من الذهب و الفضة و أصبحت هذه النقود الورقية تمثل **نقود نائبة** عن الذهب و الفضة في التداول مع قابليتها للتحويل إلى ذهب و فضة، مما يتطلب من البنوك التجارية أن تغطي الإصدار النقدي الورقي بصورة تامة بغطاء معدني أي بنسبة 100 %، و أطلق عليها فيما بعد أوراق البنكنوت و أخذت نسبة تغطيتها من الذهب تتناقص باعتبار أن المودعين لا يسحبون كل أموالهم دفعة واحدة مما جعل السلطات توقف تحويلها إلى ذهب و إلزام الجمهور على التعامل بها مقابل تغطيتها بنسبة معينة من الذهب.

و بالتجربة وجد الصيارفة أن المودعين لا يطلبون تحويل ودائعهم في وقت واحد فلاحظوا إبقاء جزء كبير منها معطلاً في خزائهم، و إذا حدث و سحب بعضها فهناك ودائع جديدة تتدفق عليهم، فقاموا بإصدار كميات تفوق ما لديهم من ذهب و فضة مستغلين ثقة الأفراد، و أخذوا يقترضون هذه الصكوك و يحصلون على أرباح طائلة، و مع تبادي الصيارفة في عمليات الإصدار، حدثت موجات من ارتفاع الأسعار فأحس الناس بهذه الخدعة و أسرعوا إلى طلب تحويل صكوكهم دون أن يقدر الصيارفة على ذلك، مما أدى إلى حدوث اضطرابات و تدخلت الحكومات للحفاظ على حقوق الأفراد، فقامت بتنظيم الإصدار و قصرته على مؤسسة واحدة تحت إشرافها وتخضع لرقابتها وهي التي أطلق عليها فيما بعد اسم المصارف المركزية فعدت ثقة الأفراد لهذه الصكوك التي أصبحت تسمى أوراق البنكنوت و تحمل تعهداً بدفع قيمة المبلغ المدون إلى ذهب أو فضة لحاملها لدى الطلب.

و بعد قيام الحرب العالمية الأولى ازدادت حاجة الدول إلى النقود لتمويل نفقات الحرب، فطلبت القروض من البنوك المركزية لسهولة العملية، مما أدى إلى زيادة أسعار السلع و الخدمات مرة أخرى، فطالب الأفراد بتحويل أوراقهم النقدية إلى معادن نفيسة، و لما خشيت المصارف المركزية عن تلبية هذه الطلبات، أصدرت قوانين تعفيها من تعهداتها و تلزم الأفراد بقبول هذه الأوراق النقدية في الوفاء بالديون و الالتزامات، فأصبحت منذ ذلك الحين نقود

12 - محمد سحنون، مرجع سبق ذكره، ص6

13 - محمد سحنون، مرجع سبق ذكره، ص6.

14 - هيكل عجمي جميل الجنابي، رمزي ياسين يسع أرسلان: النقود و المصارف و النظرية النقدية، الطبعة الأولى، 2009، دار وائل للنشر عمان/الأردن ص 27.

ذاتية إلزامية تستمد صفتها النقدية من قوة القانون، وانفصلت العلاقة بين النقود المعدنية (الذهب و الفضة) و النقود الورقية.

• بعد هذه اللوحة التاريخية لظهور النقود الورقية يمكن تقسيمها إلى عدة أشكال حسب تطورها التاريخي :

1-1- النقود الورقية النائية: و هي أوراق نقدية تصدرها البنوك مغطاة بمعادن تبلغ قيمتها 100% من قيمة هذه النقود الورقية، فكانت في نظر حاملها أداة ادخار هامة ووسيلة سهلة للتبادل، فهي نائبة عن المعادن الثمينة بمقدار قيمتها، و أطلق على المعادن التي يحتفظ بها البنك اسم الغطاء المعدني، و كانت أولى المبادرات في تطوير هذه الأوراق و جعلها صالحة للتداول تعود إلى بنك البندقية عام 1587 ثم تلاه بنك أمستردام عام 1609¹⁵.

1-2- النقود الورقية الوثيقة: و هنا تكون التغطية المعدنية جزئية، حيث يمثل الذهب و الفضة جزء من الغطاء، و الجزء الآخر يستند إلى ثقة المتعاملين فيها وائتمانهم للبنك الذي أصدرها، و مع ذلك يمكن تحويلها إلى معادن عند الطلب حفاظا على ثقة الأفراد فيها.

1-3- النقود الورقية الإلزامية: إزاء تزايد كمية النقود الورقية المصدرة و تردد الأفراد في قبولها، ألزمت الدولة الأفراد بالتعامل بها، و هي غير مغطاة بالذهب و تستند قيمتها إلى قوة الإبراء العام التي يضيفها القانون، حيث تدخلت الدولة و أعفت بنوكها المركزية من تحويل أوراق البنكنوت إلى ذهب و إلغاء قابلية صرفها، فجعلتها نقود إلزامية، و هي التي يجري التعامل بها في الوقت الحاضر.

تتميز هذه النقود بصفتين أساسيتين هما:

✓ **صفة قانونية:** و تتمثل في تدخل الدولة بإعطائها قوة إبراء مطلقة في الوفاء بالالتزامات حيث يقبلها الجميع في المعاملات.

✓ **صفة فئائية:** حيث يكون لها سعر إلزامي فلا يمكن تحويلها إلى ذهب.

2- النقود القانونية : *legal Money*

و هي النقود التي تستمد قبولها العام من القانون، و بهذا المعنى فإن الحكومة هي التي أصدرت هذه النقود و ألزمت قبولها. بموجب التشريع و تحتل النقود القانونية أهمية كبيرة في الوقت الحالي، من حيث اتساع استخدامها و أثرها على النشاط الاقتصادي رغم حداثة وجودها، و أهم أنواع النقود القانونية هي:

✓ **النقود الورقية الإلزامية *Flat Money***

و هي النقود التي يتم إصدارها من قبل البنك المركزي. بموجب القانون و هي غير قابلة للتحويل إلى ذهب لدى السلطة النقدية، و يجب على البنك المركزي أن يحتفظ بموجودات من النقد الأجنبي و الذهب مقابل إصدار النقود الورقية، و هذه تدعى بالغطاء النقدي (*Monetary Cover*) و هو يعتبر قيادا على البنك المركزي عند الإفراط في الإصدار النقدي.

✓ **النقود المساعدة *Token Coins***

¹⁵ - مروان عطون، النظريات النقدية، دار البعث، قسنطينة، 1989، ص 30.

و هي نقود يصدرها البنك المركزي بفئات صغيرة من أجل تسهيل عمليات الدفع و انجاز المعاملات الصغيرة ولا تتخذ النقود المساعدة شكلا واحدا، فقد تكون بشكل مسكوكات معدنية أو نقود ورقية بفئات صغيرة، و لها قوة إبراء قانونية محدودة، و ذلك لأن الغرض الرئيسي من إصدارها هو تسهيل عمليات التبادل ذات القيمة الصغيرة، و تتسم بكون قيمتها الاسمية أعلى من قيمتها السلعية و أنها تمثل نسبة ضئيلة من مجموع عرض النقد.

3- النقود الكتابية *Writer Money*

و بعد أن أصبح للأوراق النقدية قيمة ذاتية، بدأ الأفراد يودعون هذه النقود لدى المصارف حفاظا عليها، و ذلك مقابل تعهد المصارف بدفعها لأصحابها عند الطلب عن طريق الشيكات، فأصبحت هذه الشيكات تقوم بما كانت تقوم به من قبل الأوراق النائبة. فتعود الأفراد قبولها وازدادت ثقتهم بها و أصبحوا لا يتعاملون بالنقود الورقية إلا نادرا، إلا أن قبولها في التداول ليس عاما ولا إلزاميا، فيحق لأي فرد عدم قبولها.

و تعتبر النقود المصرفية جزء من عرض النقد بالمعنى الضيق نظرا لقدرتها في سداد المدفوعات بصورة فورية عن طريق سحب الشيكات عليها مع إمكانية تحويلها إلى بسرعة إلى نقود قانونية، و بذلك فهي تتمتع بسيولة النقود القانونية.

ومع وجود تشابه بين النقود القانونية و نقود الودائع لكن هناك اختلافات بينهما تتمثل فيما يلي¹⁶:

○ إصدار النقود القانونية يتم من قبل البنك المركزي في حين يتم إيجاد النقود المصرفية من قبل البنوك التجارية من خلال منح قروض لعملائها.

○ إن إصدار النقود القانونية من قبل البنك المركزي ليس بدافع الربح و إنما لتحقيق المصلحة الاقتصادية العامة للبلاد بخلاف النقود المصرفية التي تهدف البنوك التجارية من إصدارها إلى الحصول على فائدة.

○ النقود القانونية ملزمة القبول بموجب القانون، و لكن قبول نقود الودائع ليس ملزما بحيث يستطيع السدائن رفض قبول الشيك لتسديد قيمة مبيعاته أو ديونه على الشخص المدين، و قبول الشيكات في تسوية المدفوعات يعتمد على الوعي المصرفي و يوفر القانون حماية لاستخدام الشيكات. و لذلك يفقد الحساب الجاري جزء من سيولته عندما لا يلقي قبولا عاما كما هو الحال في الاقتصاديات النامية لضعف الثقة بالتعامل في الشيكات.

النقود القانونية موجودات ملموسة، في حين أن النقود المصرفية تمثل قيود حسابية في الكمبيوتر لدى البنوك التجارية و الشيك هو الممثل المادي لها و يقوم مقام النقود المصرفية في تسوية المدفوعات.

4- أشباه النقود: *Quasi Money*

أشباه النقود تمثل أصول مالية قابلة للتحويل إلى وسائل دفع بسهولة و سرعة و تتضمن الودائع لأجل، و التوفير لدى البنوك التجارية و ودائع الادخار و البريد و المؤسسات الادخارية و السندات الحكومية قصيرة الأجل، و هذه الودائع لا تعتبر جزء من وسائل الدفع لتسوية المدفوعات لعدم إمكانية السحب عليها من خلال الشيكات، و إنما يتطلب الأمر تحويل هذه الودائع إلى ودائع جارية أو نقود قانونية، و بالتالي نستطيع القول أن هذه الودائع ليست

¹⁶ - هيكل عجمي جميل الجنابي، رمزي ياسين يسع أرسلان، مرجع سبق ذكره، ص 33/32.

وسائل دفع رغم أنها تشكل أحد مكونات السيولة و لا يمكن السحب على الودائع لأجل إلا بإخطار و إن كانت البنوك التجارية تتساهل في هذا الشرط فعليها سعر فائدة مرتفع.

و ما دامت هذه الودائع قابلة للتحويل إلى و وسائل دفع بسرعة و بسهولة لتسوية المدفوعات يجعلها قريبة من النقود القانونية و لذلك سميت بأشباه النقود و بنفس الوقت تشكل هذه الودائع أداة لتخزين القيم و قد تكون أفضل من النقود القانونية من وجهة نظر البعض، لأنها تدر فائدة، و الودائع لأجل و التوفير تختلف عن الودائع الجارية في النواحي التالية:

- تعتبر الودائع لأجل و التوفير أصول مالية مرغوبة لحفظ القيم لأنها تدر فائدة أما الودائع الجارية فهي و إن كانت تقوم بدور حفظ القيم فإنها تدر فائدة قليلة.
- أن أشباه النقود يتم السحب عليها وفق دفاتر خاصة في حين أن الودائع الجارية يمكن السحب عليها عن طريق الشيكات.
- أشباه النقود لا تستعمل في تسوية المدفوعات و لكن أثرها يتم من خلال سرعة تحويلها إلى نقود، فالودائع الجارية تمثل قوة شرائية فورية في حين تمثل أشباه النقود قوة شرائية مؤجلة.

5- النقود الإلكترونية :

هي عبارة عن حامل إلكتروني *Un support électronique* ينطوي على قيمة تمثل حقا لصاحبه على مصدر هذا النقد، و الأصل أن هذا النقد قائم على مبدأ الدفع المسبق *Le principe de prépaiement*¹⁷. و يمكن تعريفها أيضا بأنها مجموع التقنيات الإلكترونية و اللاسلكية التي تمكن من تبادل الأموال دون أداة ورقية¹⁸، و ظهورها كان نتيجة لتطور النقود الورقية و التطورات التكنولوجية.

المطلب الرابع : وظائف النقود وأهميتها في النشاط الاقتصادي

بعد هذه اللوحة التاريخية للنقود يمكن تعريف النقود على أنها الشيء الذي يلقي القبول العام في التداول و تستخدم مقياسا للقيم و وسيط للتبادل و وسيلة للمدفوعات الآجلة و مستودعا للقيمة¹⁹.

و حتى تؤدي النقود وظائفها يجب أن تتمتع بالقبول العام و أن تكون صغيرة الحجم، سهلة الحمل، قابلة للتجزئة، عدم قابليتها للتلف بالإضافة إلى وجود استقرار نسبي في قيمتها و ندرتها النسبية.

1- الوظائف التقليدية للنقود:

إن اتساع الاقتصاديات النقدية و زيادة استخدام النقود أصبح واضحا، فالنقود تمثل إحدى الأدوات المؤثرة على المتغيرات الاقتصادية على المستوى الكلي كالدخل و الإنتاج و الأسعار و التكاليف و الادخار و الاستثمار و لذلك أصبح للنقود وظائف مختلفة تقوم بها على صعيد الاقتصاد الكلي من أبرزها هي:

1-1- النقود كمقياس لقيم السلع و الخدمات (وحدة حساب): *Money as a unit of account or a standard of value*

¹⁷ - رحيم حسين، مرجع سبق ذكره ، ص 3.

¹⁸ - بحرازة يعدل فريدة، تقنيات و سياسات التسيير المصرفي، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر-ص 39-

¹⁹ - بن حمود سكيبة، دروس في الإقتصاد السياسي، دار الملكية للطباعة والإعلام، الطبعة الأولى، 2006 ، ص 221.

فالنقود حسب هذه الوظيفة تستخدم كوسيلة عامة في التعبير العددي عن قيم السلع والخدمات لأنها تسمح لنا بتحديد عدد الوحدات النقدية اللازمة لشراء كمية معينة من سلعة ما أو مقابل خدمة معينة. فتستطيع معرفة قيم السلع والخدمات المعروضة بوحدات حساب نقدية.

وكذلك فإن النقود تساعد رجال الأعمال في حساب تكاليف الإنتاج وتخطيط الإنتاج وتصوير حساب الأرباح والخسائر، وتنفرد النقود أيضا بوظيفة قياس القيم مقارنة مع الأصول المالية الأخرى بحيث لا تنافسها في هذا الأصول المالية والحقيقية الأخرى فهي الأصل المالي الوحيد الذي يقوم بقياس القيم، فالسندات والودائع الزمنية وودائع التوفير وكافة الموجودات المالية الأخرى لا تستخدم إطلاقا في تقدير قيم السلع والخدمات.

1-2- النقود تستعمل كوسيط للتبادل ووسيلة للدفع: Money as a Medium of Exchange

تستخدم النقود كوسيط لتسهيل عمليات التبادل التجاري (سلعة - نقود - سلعة) أي يتم بيع السلعة مقابل النقود ثم تستخدم النقود لشراء سلعة أخرى. فبواسطة النقود تنتهي مشكلة عدم توافق الرغبات التي كانت في نظام المقايضة.

1-3- النقود مخزن للقيمة: فإذا كانت النقود السلعية غير قابلة للتخزين فالنقود يمكن استعمالها مستقبلا لشراء السلع والخدمات وذلك بتخزينها.

1-4- النقود وسيلة لتسديد المدفوعات الآجلة: فهي تستعمل لتسديد عمليات البيع الفورية والآجلة.

2- الوظائف الاقتصادية أو الحديثة للنقود:

لا تقوم النقود بأداء الوظائف التقليدية فقط بل تؤدي أيضا مجموعة من الوظائف الاقتصادية حيث تستعمل كأداة للتأثير على مستوى النشاط الاقتصادي ومنها:

2-1- النقود كأداة من أدوات السياسة النقدية: تستطيع السلطات النقدية التأثير على المتغيرات الاقتصادية من دخل وإنتاج وعمالة، من خلال تأثيرها على الاستهلاك والادخار والاستثمار بزيادة أو تخفيض حجم الكتلة النقدية، كما تتعرض القيمة الحقيقية للنقود للتغير نتيجة تغير المستوى العام للأسعار، إذ أن زيادة الكمية المعروضة من النقود في المجتمع تؤدي إلى ارتفاع أسعار السلع والخدمات مع ثبات حجم الإنتاج.

2-2- النقود كأداة لإعادة توزيع الموارد: لقد أصبح للنقود قيمة ذاتية من شأنها أن تؤثر في القرارات المتعلقة بالإنتاج والتوزيع بين مختلف عوامل الإنتاج من جهة، وبين مختلف القطاعات الاقتصادية من جهة أخرى، كما أنها تمثل مختلف الأنشطة الحكومية لإعداد الميزانية من إيرادات ونفقات في صورها المختلفة.

2-3- النقود وسيلة لتوزيع الدخل (النقود كأداة خيار بالنسبة للأفراد): يتحصل الأفراد على دخولهم في صورة نقود، وبواسطتها يستطيع الأفراد إشباع رغباتهم بما تمثله من قوة شرائية، تمنح حائزها القدرة على توزيع دخله بين مختلف السلع والخدمات للاستهلاك من جهة وللادخار من جهة أخرى، ثم استعمال مدخراته في مرحلة تالية في مجالات الاستثمار المختلفة، وبواسطة النقود يستطيع الأفراد معرفة مستوى دخولهم الحقيقية بمقارنة دخولهم النقدية بالمستوى العام للأسعار.

2-4- النقود وسيلة للسيطرة والتحكم: يقوم اليوم مالك النقود في الاقتصاد الحديث بفرض قراراته وآرائه على المستوى الاقتصادي والاجتماعي حيث تمثل المصارف اليوم موطن قوة وتحكم في مجال تمويل الاقتصاد، أو فرض

علاقات اقتصادية معينة أو تمتنع عن هذا التمويل و هي بذلك تفرض و ضعا اقتصاديا و اجتماعيا معيناً، و ما يقوم به اليوم صندوق النقد الدولي و البنك العالمي و باقي المؤسسات المالية و النقدية العالمية دليل على أن هذه المؤسسات تفرض سياسات و علاقات اقتصادية معينة و هذا ما يمنح النقود وظيفة السيطرة و التحكم.

3- القيمة الحقيقية للنقود و علاقتها بمستوى النشاط الاقتصادي: (عدم حيادية النقود)

أشار الاقتصادي المعروف جون مينارد كينز إلى وجود تأثير حقيقي للنقود على مستوى الإنتاج الحقيقي و الدخل القومي و التوظيف و الأجور و أسعار عناصر الإنتاج و ذلك بتأثير عرض النقد على الطلب عليه على متغيرات الاقتصاد الكلي. فلو تفوق عرض النقد على الطلب عليه، فإن سعر الفائدة على القروض الاستثمارية سوف ينخفض مما يشجع على الاستثمار و يزيد من الإنتاج الكلي فيؤدي هذا إلى زيادة عوائد عناصر الإنتاج و بالتالي يزيد الإنفاق و الاستهلاك الكلي فينشط الطلب الكلي على السلع و الخدمات و بالتالي تقوم المؤسسات بتشغيل المزيد من العمالة و زيادة الإنتاج و يحصل العكس إذا قل عرض النقد عن الطلب عليه. و اثر النقود على الإنتاج يتوقف على شرطين:

الأول: يعتمد على مرونة الجهاز الإنتاجي فإذا أمكن زيادة الناتج لمواجهة الزيادة في كمية النقود فإن هذه الزيادة تنعكس في زيادة كمية الإنتاج دون أن تنعكس في ارتفاع الأسعار، و لكن إذا كان الاقتصاد يمر في حالة الاستخدام الشامل للموارد الاقتصادية فإن أي زيادة في كمية النقود تنعكس في ارتفاع المستوى العام للأسعار.

الثاني: يرتبط بالمرحلة التي يعيش فيها الاقتصاد من حيث التوسع و الانكماش، ففي خلال فترة الكساد الاقتصادي طويل الأمد، فإن زيادة تفضيل الأفراد للاحتفاظ بالنقود يؤدي إلى انخفاض الطلب الكلي بما فيه الاستهلاك و الاستثمار، و العكس في حالة الرواج الاقتصادي. أما لو انخفضت كمية النقود المتداولة قياساً بالطلب عليها فإن معدل الفائدة سوف يرتفع و تزداد تكلفة الاقتراض من البنوك و يلجأ المستثمرون إلى تخفيض حجم استثماراتهم و يهبط بالتالي الإنتاج و الدخل و الاستخدام.

* القيمة الحقيقية للنقود Value of Money

و تعني القوة الشرائية للوحدة النقدية، أي كمية السلع و الخدمات التي تستطيع مبادلتها بوحدة النقد. فأي تغير في المستوى العام للأسعار يؤثر بشكل مباشر و عكسي على قيمة النقود، فعند ارتفاع الأسعار تقل القوة الشرائية للنقود، و يمكن حساب التراجع في قيمة النقود في حالة التضخم كما يلي:

نسبة التغير في قيمة الوحدة النقدية = (الرقم القياسي للأسعار في سنة الأساس / الرقم القياسي للأسعار في سنة المقارنة) * 100 %

فمثلاً لو ارتفعت الأسعار في عام 2009 إلى 140 % بالمقارنة مع سنة الأساس، 100 % فتكون نسبة تغير قيمة الوحدة النقدية كالتالي:

$$\text{نسبة التغير في قيمة النقود} = (100\% / 140\%) * 100\% = 71.4\%$$

أي أن النقود خسرت من قوتها الشرائية ما يقارب 28.6 % مما كانت عليه في سنة الأساس، فنلاحظ هنا أنه في حين ارتفعت الأسعار بنسبة 40 % فإن ذلك أدى إلى تراجع القوة الشرائية للوحدة النقدية بنسبة 28.6 %

المبحث الثاني : الكتلة النقدية و مقابلاتها

المطلب الأول : مفهوم الكتلة النقدية و مكوناتها :

يمكن التمييز بين مفهومين أساسيين للكتلة النقدية أو كمية النقود في الاقتصاد الوطني.

1- المفهوم الضيق : هو المفهوم الضيق، و يقتصر هذا المفهوم على إدراج صافي البنكنوت المتداول خارج الجهاز المصرفي (أي حيازات العملة لدى الجمهور) + العملة المساعدة أي النقود المعدنية و التي عادة ما تكون قيمة المعدن فيها أقل من القيمة أو القوة الشرائية المحددة على قطعة المعدن + الودائع الجارية الخاصة تحت الطلب في البنوك التجارية، و يرمز لهذا المفهوم في الإحصاءات النقدية الدولية بالرمز M_1 و يتوافق هذا المفهوم الضيق للكتلة النقدية مع وظيفة النقود كوسيط للتبادل، و ذلك أن المدفوعات تتم إما باستخدام أوراق البنكنوت أو النقود المساعدة و غالبا ما تتم بواسطة الشيكات.

2- المفهوم الموسع : مع التطورات الاقتصادية أصبح من الصعوبة التمييز بين النقود و أشباه النقود و بالتالي لم يعد مفهوم عرض النقود يقتصر على وسائل الدفع المعروفة بل بدأ الاهتمام يتحول إلى مفهوم أوسع للكتلة النقدية. هو مفهوم السيولة المحلية الخاصة و بذلك اتسع نطاق عرض النقود ليشمل بالإضافة إلى العناصر المذكورة أعلاه الودائع لأجل *dépôt à terme* كونها كما أشار إليها ميلتون فريدمان مخزنا للقيمة أو مخزنا مؤقتا للقوة الشرائية.

و يعطى مفهوم السيولة المحلية الخاصة في الإحصاءات الدولية الرمز M_2 ، و يمثل أوسع مجمع نقدي يمكن أن تتحكم فيه السلطة النقدية، و ينصرف إلى تحديد عرض النقود على أساس : $M_2 = M_1 + TD$

حيث TD تمثل الودائع الآجلة و بإخطار، و تعرف الودائع الآجلة بأنها الأموال التي يودعها الزبون في البنك مع امتناعه عن طلبها قبل انقضاء أجل معين، و سيولتها أقل من سيولة الودائع تحت الطلب و تسمى بأشباه النقود *quasi monnaie*، و يذهب البعض إلى أبعد من هذا المفهوم الواسع، و يدمجون في قياسهم الودائع لأجل لدى المؤسسات المالية الغير مصرفية و هي الودائع الموجودة لدى صناديق التوفير و الاحتياط و كذلك سندات الخزينة المكتتب فيها من طرف الخواص و المؤسسات الغير مالية. الودائع الادخارية الكبيرة $M_3 = M_2 +$

3- مكونات الكتلة النقدية : و بشكل عام ترتب المجمعات النقدية وفقا لسيولتها كالتالي:

M_0	العملة المتداولة خارج الجهاز المصرفي أي في حيازة الجمهور (البنكنوت و النقود المعدنية) و يتصف هذا المجمع بالسيولة الكاملة، و يعتبر متغير خارجي يتحكم فيه البنك المركزي.
M_1	الودائع تحت الطلب في البنوك التجارية، مراكز الشيكات البريدية CCP و حتى لدى الخزينة العمومية و البنك المركزي، و تسمى الودائع تحت الطلب بالنقود الكتابية <i>monnaie scripturale</i> أو نقود الودائع <i>monnaie de dépôt</i>
M_2	حسابات الودائع لأجل و بإخطار (العناصر التي يمكن تحويلها إلى نقود أو إلى حسابات جارية بدون أو بأقل حد ممكن من الخسارة)
M_3	حسابات الودائع الآجلة الكبيرة (الودائع الادخارية و سندات الخزينة في القطاع الغير مصرفي)

و يجب التفرقة بين عرض النقود في اللحظة الواحدة و عرض النقود في السوق أي خلال فترة معينة من الزمن، أي المفهوم التدفق للنقد و يرمز له بالرمز MV ، و مع إدراج النقود المصرفية يتخذ هذا الرمز الشكل :

$$M_s = MV' + MV$$
أي كمية النقود القانونية مضروبة بسرعة تداولها + النقود المصرفية مضروبة في سرعة تداولها بواسطة الشيكات.

4- الأطراف الأساسية المحددة للكتلة النقدية:

4-1- السلطات النقدية:

لها دور هام في تحديد الكتلة النقدية، فهي التي تحدد القاعدة النقدية M_0 أي العملة المتداولة خارج الجهاز المصرفي و الاحتياطات المصرفية، و يأخذ البنك المركزي بعين الاعتبار مجموعة من العوامل لتحديد المعروض النقدي نذكر منها:

- معدل التضخم.
- معدل النمو الاقتصادي.
- حالة النشاط الاقتصادي، أي رواج و ركود.

4-2- البنوك التجارية:

تساهم في تحديد الكتلة النقدية من خلال قراراتها المتعلقة بحجم القروض التي ترغب في تقديمها و الاحتياطات الفائضة التي ترغب في الاحتفاظ بها، و تتكون احتياطات البنوك التجارية من:

- النقدية في الخزينة و التي تمثل سيولة من الدرجة الأولى و تحتفظ البنوك بها لمواجهة سحبات المودعين.
- ودائع البنوك التجارية لدى البنك المركزي (الاحتياطات الإلزامية)

و تكون نسبة الاحتياطات إلى الودائع عادة أقل من الواحد الصحيح، و يعود هذا إلى أن البنوك التجارية بالإضافة إلى الاحتياطات، تمتلك أصولاً أخرى كالسلفيات و الأوراق المالية مثلاً.

و هناك عاملان يمارسان تأثيراً على نسبة الاحتياطات إلى الودائع، هما معدل الاحتياطات الإلزامية و الاحتياطات الفائضة التي يقوم البنك بتشكيلها من تلقاء نفسه.

4-3- الجمهور: و له القرار في عملية توزيع دخله بين الاحتفاظ بالعملة على شكل نقدي سائل أو إيداعها في البنوك التجارية على شكل ودائع تحت الطلب أو ودائع لأجل.

المطلب الثاني: مقابلات الكتلة النقدية

الإصدار النقدي هو عملية يقوم بواسطتها البنك المركزي بوضع نقود قانونية بحوزة الاقتصاد ككل (حكومة، مؤسسات و أفراد.... إلخ) و يتجسد ذلك مادياً و فنياً في طبع ورق النقد أو ما يسمى بورق البنكنوت و وضعها في التداول، لكن ما يجب معرفته هو على أي أساس يقوم البنك المركزي بهذه العملية، هل انطلاقاً من فراغ!
يقوم بهذه العملية تبعاً لحصوله على إحدى الأصول التالية:

- ✓ الذهب.
- ✓ العملات الأجنبية.
- ✓ سندات الخزينة.

و تسمى هذه الأصول غطاء الإصدار النقدي أو مقابلات الكتلة النقدية و هي حق له، و يقوم بإصدار نقودا قانونية M_0 بقيمة هذه الأصول المتحصل عليها، و تعتبر التزام عليه تجاه الجهات التي تنازلت له عنها (الحكومة، البنوك... إلخ).

يتمثل إذا أساس الإصدار النقدي من طرف البنك المركزي في حصوله على أصول حقيقية و نقدية فيقوم بتنقيدها، و كل أصل من هذه الأصول يمثل موقفا ووضعا معيناً للحالة الاقتصادية.

1- الذهب:

يقوم حائزو هذا الذهب بالتنازل عنه لصالح البنك المركزي فيصبح ملكاً له أو أصلاً من أصوله و يعطي مقابل ذلك نقوداً قانونية لهذه الجهة. فنقول حينئذ أن البنك المركزي قد قام بتنقيدها هذا الأصل أي أصدر مقابل الحصول عليه نقوداً قانونية.

2- العملات الأجنبية:

تدفق العملات الأجنبية إلى داخل الوطن و إلى خارجه هو نتيجة لعلاقة الدولة اقتصادياً مع الخارج. و عندما يكون تدفق هذه العملات إلى الداخل أكبر من تدفقها إلى الخارج يكون هناك رصيداً إيجابياً من هذه العملات بحوزة الاقتصاد ومنه إمكانية إصدار النقود القانونية.

و تعتبر العملات الأجنبية أصلاً حقيقياً و إن كانت تظهر في شكل نقدي باعتبارها تشكل قوة شرائية تجاه الاقتصاديات الأخرى، و عندما يحصل البنك المركزي على العملات الأجنبية تصبح حقاً له، يقوم بتنقيدها أي إصدار نقوداً قانونية مقابل ذلك.

3- السندات الحكومية:

تحتاج الحكومة أموالاً لتمويل نشاطاتها المختلفة الاجتماعية و الاقتصادية و عندما لا تكفي مواردها لذلك أو تكون غير متوافقة مع تنفيذ النفقات فإنها تبحث عن التمويل في مكان آخر لدى البنك المركزي مثلاً.

باعتباره بنك الحكومة، يقبل البنك المركزي السندات الحكومية (أو سندات الخزينة)، و تعتبر حقاً له، و يقدم مقابلها نقوداً للخزينة، فنقول أن البنك المركزي قد نقد دين الحكومة، أي أصدر نقوداً قانونية مقابل استلامه لهذه السندات. تسمى هذه الديون تسيقات للخزينة أو القروض للحكومة، و هي في الوقت الراهن من بين أهم غطاءات الإصدار النقدي في معظم الدول.

4- السندات التجارية :

عندما تحتاج البنوك (خاصة التجارية منها) إلى سيولة و لم تجدها في مكان آخر فإنها تلجأ إلى البنك المركزي للحصول على هذه السيولة. و لكن البنك المركزي لا يعطيها ذلك دون مقابل، بل يطلب منها تقديم بعض الأصول و تتمثل هذه الأصول و التي تعتبر حقاً له يقوم بتنقيدها، أي إصدار نقوداً قانونية مقابلها لفائدة النظام البنكي، و تعتبر هذه النقود التي أصدرها التزاماً عليه اتجاه هذا النظام.

إن تنقيد السندات التجارية لصالح النظام البنكي هي في الحقيقة عبارة عن قروض مقدمة لهذا النظام. و بما أن هذه السندات هي الأخرى عبارة عن ديون الاقتصاد تجاه النظام البنكي لذلك نقول أن تنقيد هذه السندات لفائدة النظام البنكي ما هي في حقيقة الأمر إلا ديونا مقدمة للاقتصاد.

إن العملية التي يقوم بها النظام البنكي تجاه البنك المركزي بتقديمه لهذه السندات من أجل تنقيدها تسمى إعادة تمويل البنوك عن طريق عملية إعادة الخصم. و تسمى هذه العملية بإعادة الخصم لأن النظام البنكي نفسه قد قام بخصم هذه السندات لفائدة حائزها عندما احتاجوا إلى سيولة، و هو الآن يعيد خصمها لدى البنك المركزي عندما احتاج هو نفسه إلى هذه السيولة.

و حتى نفهم بشكل أكثر وضوحا عملية الإصدار النقدي نفترض أن وضعية ميزانية البنك المركزي في 2015/12/31 كانت كما يلي:

ميزانية البنك المركزي في 2015/12/31

أصول	خصوم
ذهب..... 5000	نقود ورقية..... 16000
عملات أجنبية..... 2000	
ديون على الحكومة..... 3000	
ديون على الاقتصاد..... 6000	
المجموع..... 16000	المجموع..... 16000

لنفترض أن البنك المركزي خلال 2016 حصل على الأصول التالية :

✓ سبائك ذهبية : 500

✓ عملات أجنبية: 700.

✓ سندات حكومية : 800.

✓ سندات تجارية : 1100.

و المطلوب و ضح ميزانية البنك المركزي في 2016/12/31 مع حساب كمية النقود التي أصدرها خلال هذه الفترة.

ميزانية البنك المركزي في 2016/12/31

أصول	خصوم
ذهب..... 5500	نقود ورقية..... 19100
عملات أجنبية..... 2700	

	ديون على الحكومة 3800
	ديون على الاقتصاد 7100
المجموع 19100	المجموع 19100

ومنه فان الإصدار النقدي الجديد في الفترة 2016 هو 3100 و الذي يمكن حسابه عن طريق جمع التغيرات التي حصلت في مقابلات الكتلة النقدية كما يلي:

$$.3100 = 1100 + 800 + 700 + 500$$

5- حدود عملية الإصدار :

نحاول أن نعرف الآن ما هي حدود عملية الإصدار النقدي و ما هي العوامل الحقيقية التي على أساسها يتم اتخاذ القرار المتعلق بالإصدار النقدي.

مبدئيا لا يمكن للبنك المركزي أن يصدر نقودا تتجاوز قيمة ما يتحصل عليه من أصول، فالذهب النقدي و العملات الأجنبية لا يمكن الحصول عليها بسهولة و لا يمكن الحصول عليها إلا إذا كان صافي التدفق الخارجي للدولة موجبا. بمعنى إذا كان ما تقبضه الدولة من الخارج يفوق ما تدفعه، و لذلك فان الإصدار النقدي تبعا للحصول على ذهب نقدي أو عملات أجنبية إنما يرتبط بقدرة الدولة على الحصول على رصيد ايجابي من هذه الأصول، و هو أمر يرتبط إلى حد كبير بمدى قدرة الاقتصاد الوطني على تحقيق الفائض، لكن البنك المركزي في غالب الأحيان لا يحتفظ بفائض كبير من العملات بل يلجأ إلى استثمارها في شكل ودائع وقروض في البنوك الأجنبية²⁰ مقابل سندات الخزنة الأجنبية، أو إيداعها في الحسابات الأجنبية مقابل فوائض ثابتة، كما يمكن أن يقرض المشروعات الوطنية و الدولة بجزء من رصيده من العملات الأجنبية تستخدمها المشروعات لتوفير احتياجاتها من الخارج عن طريق عمليات الاستيراد، و يتابع هذا الميكانيزم يمكن للدولة التابعة أن تحدد على ضوئه حجم الإصدار النقدي الداخلي.

أما فيما يخص الإصدار النقدي الناتج عن الحصول على سندات الخزينة فيأخذ طابعا آخر، فكلما احتاجت الخزينة لتمويل نفقاتها العمومية فإنها تلجأ إلى البنك المركزي لكن هذا التمويل قد يحدث آثار على توازنات الاقتصاد لذا لجأت الدول إلى وضع قوانين تحد من عملية التمويل بالعجز للخزينة العمومية، فقانون النقد و القرض ينص على أن تسبيقات بنك الجزائر للخزينة لا يتجاوز 10% من الإيرادات العادية لميزانية الدولة المسجلة في السنة المالية السابقة. و في سنة 2017 أصبح الإصدار النقدي بدون سقف.

و في ما يخص السندات التجارية للبنك المركزي الخيار في قبول أو رفض هذه السندات حسب الوضع النقدي السائد.

²⁰ - و أكبر مثال واقعي في الجزائر هو إقراض الجزائر لسنة 2011 صندوق النقد الدولي بما مقداره 5 مليار دولار.

المطلب الثالث : عملية إنشاء و هدم الودائع لدى البنوك التجارية

تعتبر عملية إنشاء النقود من بين العمليات الأكثر تعقيدا، نظرا لطابعها الحساس و تأثيرها السريع و المباشر على تطورات الاقتصاد الوطني و توازناته، لذلك فمن الضروري معرفة ميكانيزمات إنشاء هذه النقود و حدود أو قدرة النظام البنكي في ذلك، و ينبغي التفريق بين إنشاء النقود القانونية و إنشاء نقود الودائع.

يقوم البنك المركزي بإصدار النقود القانونية بعد حصوله على إحدى الأصول التالية: ذهب، عملات أجنبية، سندات الخزينة و الأوراق التجارية. و تسمى هذه الأصول غطاء الإصدار النقدي، و يقوم البنك المركزي بإصدار نقود قانونية بقيمة هذه الأصول المتحصل عليها²¹.

على عكس النقود القانونية فان نقود الودائع يتم إنشاؤها من طرف البنوك التجارية، و في الحقيقة ليس لها وجود مادي و إنما هي عبارة عن نقود ائتمانية تظهر من خلال التسجيلات المحاسبية للودائع و القروض، و تعكس تداول الأموال باستعمال الشيكات و ليس تداول حقيقيا.

و القاعدة التي ينطلق منها البنك التجاري في إنشاء نقود الودائع لا تختلف كثيرا عن تلك التي يستعملها البنك المركزي في إنشاء النقود القانونية. فإذا كان هذا الأخير لا يقوم بعملية الإصدار إلا إذا تحصل على نوع معين من الأصول، فكذلك بالنسبة للبنك التجاري الذي لا يستطيع إنشاء نقود الودائع إلا إذا تحصل على نوع معين من الأصول هي النقود القانونية ذاتها، و يحصل على هذه النقود في شكل وداائع متلقات من الأفراد و التجار و الشركات... إلخ²².

1- مفهوم اشتقاق النقود:

تقوم عملية خلق النقد على مبدأ "الودائع تخلق النقود" و لذلك تسمى أيضا بعملية اشتقاق الودائع أي أن "الودائع تخلق القروض"، أما الوجه الآخر لهذا المبدأ فهو "القروض تخلق الودائع".

إذ أن الفرضية التي تقوم عليها عملية خلق الودائع هي أن القروض الممنوحة من طرف الجهاز المصرفي ستعود إليه كليا أو جزئيا²³، ففي الحالة الأولى لا وجود للتسرب النقدي خارج الجهاز المصرفي أما في الحالة الثانية فهي حالة وجود تسربات نقدية.

2- إنشاء نقود الودائع في حالة عدم وجود تسربات نقدية:

تلعب البنوك التجارية دورا أساسيا في تحديد عرض النقود و يمكن توضيح ذلك من خلال المثال التالي:
 ➔ لنفترض أن شخص ما قام بإيداع مبلغ 1000 دج كحساب جاري (ودیعة تحت الطلب) في البنك (A) و الميزانية التالية توضح هذه العملية:

أصول	خصوم
------	------

²¹- طاهر لطرش : تقنيات البنوك، ديوان المطبوعات الجامعية، بن عكنون، الجزائر، الطبعة الثانية، 2004، ص 162.

²²- طاهر لطرش، مرجع سبق ذكره، ص 45.

²³- رحيم حسين : الاقتصاد المصرفي، دار بهاء الدين للنشر و التوزيع، قسنطينة، الطبعة الأولى 2008، ص 162.

1000 ودیعة تحت الطلب	1000 نقد سائل
المجموع : 1000	المجموع : 1000

في هذه الحالة يستطيع البنك (A)، إقراض مبلغ الوديعة كاملاً 1000 دج، إلا أن البنك المركزي يلزم البنوك التجارية على الاحتفاظ بنسبة معينة من الودائع تحدد على أساس ما يسمى بنسبة الاحتياطي القانوني، فإذا كانت هذه النسبة 10% تصبح ميزانية البنك كما يلي:

أصول	خصوم
100 احتياطي قانوني	1000 ودیعة تحت الطلب
900 احتياطي فائض	
المجموع : 1000	المجموع : 1000

يستطيع الآن البنك (A) إعطاء قروض تصل إلى 900 دينار، وهي قيمة الاحتياطي الإضافي، و إذا افترضنا أن شخص آخر قام باقتراض هذا المبلغ و قام بإيداعه في نفس البنك كوديعة جارية فان ميزانية البنك تصبح كالتالي:

أ- السحب دون الإيداع

أصول	خصوم
100 احتياطي قانوني	1000 ودیعة تحت الطلب
900 قرض	
المجموع : 1000	المجموع : 1000

ب- السحب مع الإيداع في نفس البنك

أصول	خصوم
190 احتياطي قانوني	1900 ودیعة تحت الطلب
810 احتياطي فائض	
900 قرض	
المجموع : 1900	المجموع : 1900

ومن هنا يتضح لنا أن الحجم الكلي للودائع أصبح 1900 دينار، علماً أن الوديعة الأولى كانت 1000 دينار، و هذا يسمى بتوليد الودائع، أو خلق النقود.

إلا أن المثال السابق يتناول فقط الوضع الذي يوجد فيه فقط بنك واحد في الاقتصاد، أما المثال التالي فيوضح الحالة التي يكون فيها أكثر من بنك واحد أي النظام البنكي ككل.

لنفترض أن البنك (A) قد قام بتحويل الاحتياطي الإضافي إلى شخص ثالث و الذي قام بدوره بإيداع المبلغ كحساب جاري في البنك (B) ، فتكون ميزانية البنكين كالتالي:

البنك (A)

أصول	خصوم
190 احتياطي قانوني	1900 ودیعة تحت الطلب
810 قرض	
900 قرض	
المجموع : 1900	المجموع : 1900

البنك (B)

أصول	خصوم
81 احتياطي قانوني	810 ودیعة تحت الطلب
729 احتياطي فائض	
المجموع : 810	المجموع : 810

يستطيع البنك (B) تقديم قروض بقيمة السيولة الفائضة لديه، لمقترض يملك حساب جاري في البنك (C) ، و تكون ميزانية البنكين على الشكل التالي:

البنك (B)

أصول	خصوم
81 احتياطي قانوني	810 ودیعة تحت الطلب
729 قرض	
المجموع : 810	المجموع : 810

البنك (C)

أصول	خصوم

729 ودیعة تحت الطلب	72.9 احتياطي قانوني 656.10 احتياطي فائض
المجموع : 729	المجموع : 729

ومن هنا يتضح لنا أن الحجم الكلي للودائع أصبح 3439 دينار (= 729 + 810 + 900 + 1000) ، علما أن السيولة تمثلت فقط في 1000 دينار و هي مقدار الوديعة الأولية، و تستمر هذه العملية إلى أن يصبح الاحتياطي الإضافي مساوي للصفر .

البنك	مبلغ الوديعة	مبلغ القرض	الاحتياطي القانوني
A	1000	900	100
B	900	810	90
C	810	729	81
D	727	656.1	72.9
E	656.1	590.49	65.61
F	590.49	531.441	59.049
G	531.441
H
.....
المجموع	10000	9000	1000

و يمكن حساب قدرة البنوك على خلق الودائع عن طريق مضاعف النقود *Money Multiplier* عن طريق

$$\text{القانون التالي: } M = \frac{D}{r} \text{ حيث أن :}$$

D : يمثل مقدار الوديعة الأولية

r : نسبة الاحتياطي القانوني

و بالرجوع إلى المثال السابق نجد أن الوديعة التي مقدارها 1000 دينار ستتضاعف إلى 10000 دينار أي :

$$M = \frac{1000}{0.1} = 10000$$

حيث تصل قدرة البنوك إلى إعطاء قروض تقدر بـ : 9000 دينار و هي نقود كتابية أو ائتمانية ليس لها وجود مادي. و تؤثر على كمية النقد المعروضة في الاقتصاد.

3- نقود الودائع في حالة وجود تسرب نقدي:

هناك ظاهرة أخرى تحدد إلى مدى بعيد قدرة البنوك على إنشاء نقود الودائع، تلك هي ظاهرة التسرب النقدي، وهي تعبر عن خروج النقود القانونية إلى خارج النظام البنكي و تحدث مثل هذه العملية عندما يستعمل عملاء البنك النقود خارج الدائرة البنكية، فيحرم النظام البنكي من استعمالها. و يؤثر تسرب النقود خارج النظام البنكي على قدرة البنوك على إنشاء نقود الودائع بنفس الشكل الذي يؤثر به الاحتياطي الإجباري على ذلك، فكلما زادت نسبة التسرب النقدي كلما قلت قدرة النظام البنكي على إنشاء نقود الودائع، و العكس صحيح.

فإذا افترضنا أن نسبة التسرب النقدي يرمز لها بالرمز 'f' فان مضاعف القرض يعطى بالشكل التالي:

$$M_s = M - D \quad \text{و أن نقود الودائع التي يستطيع النظام البنكي إنشاءها هي:} \quad M = \frac{D}{r + f - fr}$$

و بتطبيق هذا القانون على معطيات المثال السابق و اعتبرنا أن نسبة التسرب النقدي هي 20 % ، فان سيولة النظام

$$M = \frac{1000}{0.1 + 0.2 - (0.2 * 0.1)} = 3570 \quad \text{البنكي يمكن إيجادها كما يلي:}$$

ومنه فان نقود الودائع المنشأة هي : $2570 = 1000 - 3570$ دينار و هذا يعني أن البنوك التجارية بإمكانها إنشاء أو اشتقاق نقود كتابية في حدود 2570 دينار.

المبحث الثالث : النظرية الكمية للنقود *The quantity theory of money*

بالنسبة لـ *Adam Smith* فإن النقود هي وسيلة لتسهيل المبادلات فقط و التخلص مصائب تبادل البضائع مقابل بضائع²⁴ و هو ما جسده *Jean Baptist Say* من خلال قانون المنافذ *La loi des débouchés* البضائع تبادل ببضائع '*les produit s'échange contre des produits*'. بمعنى أن الإنتاج لا يمكن أن يفيض على الطلب و كل من باع إنتاجه يستهلك تلك النقود لشراء بضائع من بائع آخر، و يستنتج من هذا القانون نقطتان:

هي أن النقود ليست سوى حجاب يغطي الحقيقة، أي أن دورها محايدا في الحياة الاقتصادية و أن أزمات فيض الإنتاج لا يمكن أن يكون لها وجود لأن آلية الأسعار و تقلباتها العفوية تمكن من وجود مشتر لكل سلعة. كما أن كان *David Ricardo* يعتقد أن النقود وسيلة للتبادل مثل *Adam Smith* و لم يكن يعتقد أن النقود بضاعة من نوع خاص، كما يرى أن الأسعار لا تحدد كمية النقد المتداولة و إنما العكس أن كمية النقد هي التي تحدد مستوى الأسعار و العلاقة بينهما نسبية أي أن الأسعار ترتفع و تنخفض بنسبة ارتفاع كمية النقد أو انخفاضها.

الطلب الأول: النظرية الكمية للنقود بصيغة فيشر

إن فكرة النظرية الكمية للنقود قديمة، و ذات تاريخ بعيد فنجد بعض عناصرها في كتابات الرومان و لكن صياغتها قد لحق بها التقدم خلال ما يعرف في التاريخ النقدي بثورة الأسعار في القرن السادس عشر فقد تدفقت المعادن النفيسة إلى أوروبا بكميات كبيرة خاصة في البلدان التي اكتشفت القارة الأمريكية و استعمرت المناطق الغنية منها، و قد اقترن تدفق الذهب داخل بلاد أوروبا إلى ارتفاع شديد في الأسعار خلال القرن السادس عشر مما دفع الاقتصاديين للبحث عن طبيعة العلاقة التي تربط بين كمية النقود و الارتفاع في الأسعار، و ظهرت النظرية في صياغة واضحة في نهاية القرن الثامن عشر على أيدي كل من بودان كنتيون و هيوم.

لكن قد لاحظها المقريري في القرن الخامس عشر عندما حاول أن يعالج مشكلة التضخم الذي حدث في مصر سنة 807 م و أرجعه إلى تعسف السلطة النقدية في إصدار نقود مغشوشة، لكن يعتبر ريكاردو أول من وضع هذه النظرية بشكل مطلق.

و في القرن العشرين أعطى *Irving Fisher* صياغتها الحديثة الأكثر إكتمالا عن طريق إدخال النقود المصرفية و سرعة دورانها في معادلته المعروفة بمعادلة المبادلة.

تعتمد النظرية الكمية للنقود في توضيحها للعلاقة بين كمية النقود و بين المستوى العام للأسعار على ما يسمى بمعادلة المبادلة، انطلاقا من قناعته الخاصة على أن وظيفة النقود الأساسية تكمن في كونها وسيلة للمبادلة و تتخذ الصورة التالية: $M \times V = P \times T$ حيث :

M : تمثل متوسط كمية النقود المتداولة خلال فترة معينة من الزمن.

V : تشير إلى سرعة تداول النقود خلال نفس الفترة.

²⁴ - بن هود سكينه ، مرجع سبق ذكره، ص 229.

T : مجموع المبادلات التي تحققت خلال تلك الفترة.

P : المستوى العام للأسعار.

✓ و لقد عرفت كمية النقود M على أساس أنها تشمل كافة أنواع النقود سواء كانت نقود حكومية أو أوراق بنكنوت أو نقود ودائع و سواء كانت على شكل نقود معدنية أو ورقية و يلاحظ أنه يمكن قياس كمية النقود في أي لحظة من اللحظات بجمع جميع أنواع النقود المتداولة خارج الجهة المصدرة.

✓ أما سرعة تداولها V فتعبر عن متوسط عدد المرات التي انتقلت فيها كل وحدة واحدة نقدية من النقود من يد إلى أخرى لتسوية المعاملات خلال فترة معينة من الزمن.

ومن الواضح أنه من الأهمية معرفة سرعة دوران النقود مضروبة في الكمية الموجودة من النقود $M \times V$ تعطينا المقدار الفعلي للنقود التي تتداول في أيدي المشروعات و الأفراد في معاملاتهم، أي مقدار المدفوعات النقدية الكلية للمعاملات و ذلك خلال فترة معينة من الزمن.

و تفصيل ذلك أن قيمة وسائل الدفع لا تقتصر على كمية النقود، فوحدة النقد عادة ما تستعمل أكثر من مرة خلال العام و النقود لا تفتنى بالاستعمال مثلما تفتنى السلع الاستهلاكية بل هي باقية ليعاد استثمارها مرة أخرى و مرات، و معنى ذلك أن النقود تستخدم عدة مرات خلال العام بانتقالها من يد إلى أخرى نتيجة لعمليات البيع و الشراء و على هذا فإن كانت سرعة دوران النقود للمعاملات تساوي 5 و كمية النقود المتواجدة داخل الاقتصاد تساوي 200 وحدة نقدية فإن الكمية الفعلية للنقود التي اعتمد عليها الأفراد في إجراء معاملاتهم أو المقدار الكلي للمدفوعات النقدية سوف يكون مساوي لـ 1000 وحدة نقدية فزيادة سرعة تداول النقود تسمح لنا بأداء حجم أكبر من المبادلات.

✓ و فيما يتعلق بحجم المعاملات T فهو يشمل كافة أنواع المعاملات التي يتم عقدها داخل الاقتصاد خلال فترة معينة من الزمن أي قصد بها الحجم الحقيقي للمبادلات من السلع و الخدمات و الأصول المالية و العقارات و المنقولات.... إلخ التي يبيع و اشترت خلال فترة زمنية محددة.

✓ و أخيرا يقصد بالمستوى العام للأسعار المتوسط المرجح للأسعار لجميع السلع و الخدمات و الأوراق المالية و العقارات إلخ التي يبيع و اشترت بالنقود خلال نفس الفترة.

و من ثمة يكون لمعادلة التبادل طرفان أحدهما نقدي و هو الذي يعبر عن النقود المدفوعة و يساوي كمية النقود مضروبة في سرعة تداولها و الآخر سلعي و يعبر عن قيم السلع و الخدمات المتبادلة حيث يساوي كمية تلك السلع مضروبا في أثمانها.

ومن هنا يلاحظ أن معادلة المبادلة بهذه الصورة هي بديهية من بديهيات الحساب التي لا تتطلب برهنة ولا تبرهن في حد ذاتها على أي شيء و من ثمة يطلق عليها اسم **متطابقة** حيث أن طرفها الأيمن يطابق تماما طرفها الأيسر و بالتالي هي ليست نظرية من النظريات بل هي بديهية من البديهيات و رغم هذا فهي ذات قيمة تشمل مختلف العوامل التي تتفاعل مباشرة مع تحديد المستوى العام للأسعار.

و بإعادة ترتيب المعادلة السابقة نجد أن : $P = \frac{M \times V}{T}$ و معنى هذا أن المستوى العام للأسعار طبقا لهذه المعادلة يتغير بتغير كمية النقود و سرعة تداولها و الحجم الحقيقي للمبادلات مع ملاحظة أن:

- التغير في سرعة تداول النقود له نفس تأثير التغير في كمية النقود من حيث الاتجاه و الأثر.
- إن مستوى الأسعار يتناسب طرديا مع التغير في كمية النقود و في سرعة تداولها و عكسيا في الحجم الحقيقي للمبادلات.

1- فروض النظرية الكمية للنقود : تقوم النظرية الكمية للنقود على ثبات حجم المبادلات T و سرعة تداول النقود V و في أن كمية النقود M هي المتغير المستقل و المستوى العام للأسعار P هو المتغير التابع.

ثبات حجم المعاملات : تفترض النظرية بأن حجم المعاملات و النشاط الاقتصادي ليس له علاقة بكمية النقود أو بالتغيرات التي تحدث فيها و يرجع ذلك إلى الفكر السائد في ذلك الحين بأن الاقتصاد القومي يكون باستمرار في حالة من التوازن عند مستوى التوظيف الكامل و على هذا فإن حجم المعاملات يعد بمثابة متغير خارجي بمعنى أنه لا يتأثر بالمتغيرات التي تشمل عليها المعادلة.

ثبات سرعة دوران النقود : تفترض هذه النظرية أن سرعة دوران النقود ثابتة على الأقل في المدى القصير فهي تتحدد بعوامل بطيئة التغير و مستقلة عن كمية النقود و من ثم ينضج إليها على أساس أنها متغير خارجي. و في ظل الفرضيتين السابقتين يمكن كتابة معادلة التبادل على النحو التالي: $M \times \bar{V} = P \times \bar{T}$ و مع ثبات V و T يبقى في المعادلة متغيرين اثنين فقط هما كمية النقود و المستوى العام للأسعار التي تربطهما علاقة طردية، تناسبية و وحيدة الاتجاه.

و بما أن كمية النقود M تتحدد من قبل السلطة النقدية يمكن أن نتوصل إلى الفرض الثالث و هو :
أن المتغير التابع هو P أما المتغير المستقل فهو M فإذا زادت كمية النقود بنسبة معينة فإن الأسعار ترتفع بنفس النسبة و معنى هذا وجود تناسب طردي بين كمية النقود و المستوى العام للأسعار.

و لتحقيق التوازن في سوق النقود لابد أن يتساوى عرض النقد مع الطلب على النقود:

أي : $M_d = M_s = M$ و من هنا يمكن معرفة الكمية الحقيقية المطلوبة من النقود :

$$m_d = \frac{M_d}{P} = \frac{1}{V} \times T$$

يتضح من هذه المعادلة الأخيرة أن الكمية الحقيقية المطلوبة من النقود تتناسب عكسيا مع V و طرديا مع T و طالما يفترض كل من T و V ثابتين في الأجل القصير فإن m_d يبقى عند مستوى ثابت. فإذا زاد الطلب على النقود لغرض المبادلة فسوف يزداد الطلب على السلع و الخدمات مما يؤدي إلى ارتفاع السعر، هذا الارتفاع سيؤثر بدوره على انخفاض الكمية الحقيقية المطلوبة من النقود حتى تتساوى مع الكمية المعروضة من النقود.

1-1- صيغة سرعة دوران الدخل :

تعاني صيغة المبادلات عند Fisher في الطلب على النقود لغرض المبادلات من مشكلتين أساسيتين:

تتعلق الأولى بحجم المعاملات T : و تتضمن جميع المعاملات سواء الناجمة عن الإنتاج الجاري أو المتعلقة بالمنتجات المتولدة في فترات سابقة أو تلك الناجمة عن بيع الأوراق المالية و تحويل ملكيتها و كذلك المعاملات الناجمة عن تحويل ملكية الأصول الرأسمالية، و نظرا لكبر حجم مثل هذه المبادلات و التحويلات في ملكية الأوراق المالية و الأصول الرأسمالية جعل من الصعب الأخذ بافتراض ثبات T في حالة توفر مستوى الاستخدام التام.

و تتعلق المشكلة الثانية بمستوى الأسعار P : حيث تم تعريفه أنه عبارة عن متوسط كمية النقود التي يتم تبادلها عند كل معاملة. ومن الملاحظ أن P لا تعبر عن المستوى العام للأسعار بالمعنى المعروف لهذه الكلمة، و نتيجة للتطور الحاصل في احتساب الدخل القومي تم التحلي عن حجم المعاملات و تم التركيز على حجم الإنتاج الجاري أي المشتريات النهائية التي يتضمنها الإنفاق القومي بدلا من النظر إلى كافة المعاملات، و بذلك حل الدخل القومي محل المعاملات كما أخذ بمستوى العام للأسعار P بدلا من معدل سعر المعاملات و هكذا تم تعديل صيغة *Fisher* لتأخذ الشكل التالي: $M \times V = P \times Y$ و في هذه الحالة يعبر V عن سرعة دوران الدخل وليس سرعة تداول النقود للأداء المعاملات.

و حتى يتحقق التوازن في سوق النقود لا بد أن تتساوى الكمية المعروضة من النقود مع الكمية المطلوبة منها أي $M_d = M_s = M$ و منه يكون : $m_d = \frac{M_d}{P} = \frac{1}{V} \times Y$ و بفرض ثبات كل من سرعة تداول الدخل على الأقل في الأجل القصير مع عدم تغير حجم الناتج خلال هذه المدة فإن المستوى العام للأسعار سوف يتغير نسبيا وفقا لتغيرات كمية النقود المتداولة في المجتمع. و يعبر عن كمية النقود بدلالة السلع و الخدمات التي تسمح باقتنائها و التي تسمى بالأرصدة الحقيقية M/P و تقيس القوة الشرائية لمخزون النقود، فمثلا إذا كانت كمية النقود 2000 وحدة نقدية و سعر الخبز يساوي 10 وحدة نقدية فإن الأرصدة الحقيقية تساوي 200 رغيف من الخبز بالسعر الجاري. و رغم ما قدمته هذه النظرية إلا أنها لم تأخذ بعين الاعتبار الطلب على النقود لغرض الاحتياط و هذا أهم انتقاد يوجه إليها، أما في ما يخص الاختلاف بينها و بين صيغة فيشر فالأولى تبرز دور النقود في إنتاج الدخل القومي و الثانية دور النقود في عملية المبادلة و قد زاد عمق هذا الاختلاف ظهور صيغة كامبردج.

المطلب الثاني : صيغة كامبردج للأرصدة النقدية الحاضرة :

في حديثنا على الطلب على النقود رأينا أن التقليديين الأوائل قد أخذوا الطلب على النقود بمعنى واحد فقد لتسوية المبادلات، و ذكرنا أن النقود أنها ليست سوى أداة للمبادلة أي أن كل ما يدخر يستثمر، إذن هناك تساوي حتمي و دائم بين الادخار و الاستثمار، فالنقود لا تطلب لحد ذاتها و إنما لتسوية المبادلات.

لكن في ما بعد تطور الفكر الكلاسيكي على يد *A.Marshall* و أعضاء مدرسة كامبردج و ركزوا على أهمية النقود كمستودع للقيمة بدلا من تركيزها على النقود كوسيلة للمبادلة في صيغة *Fisher* ، و في وظيفتها كمستودع للقيمة فإنها تعمل على تعطيل مؤقت للقوة الشرائية العامة للأفراد خلال الفترة الواقعة بين بيع السلع و الخدمات و شرائها و بهذا يتركز تحليل مدرسة كامبردج على العوامل التي تحدد طلب الأفراد على النقود للاحتفاظ بها على شكل أرصدة نقدية عاطلة.

و يذكر اقتصاديو مدرسة كامبردج من أمثال ألفرد مارشال *A.Marshall* و بيوجا اللذان يغزى إليهما تطوير هذه النظرية، بعض العوامل التي تؤثر على قرارات الأفراد للاحتفاظ بالنقود في شكل عاطل مثل:

- سعر الفائدة
- مقدار ثروة الفرد
- وسائل و تسهيلات الشراء
- التوقعات في المستقبل حول الفائدة و أسعار السلع

إلا أنهم يعتقدون أن التغيرات في هذه العوامل تكاد تكون ثابتة في الأمد القصير أو أنها تكون بنفس نسبة التغير في دخول الأفراد و في ما يلي يمكن التعرض باختصار إلى كل من صيغة مارشال و بيوجا.

1- صيغة كامبردج للأرصدة النقدية الحاضرة (صيغة مارشال): يرجع مارشال الطلب على النقود أو ما يسمى التفضيل النقدي بصفة أساسية إلى دافع الدخل و الذي يقصد به ميل العناصر الاقتصادية المختلفة أفراد أو مشروعات للاحتفاظ بأرصدة نقدية سائلة بغرض مقابلة ما يقومون بشرائه من سلع و خدمات.

و يرى مارشال أن ما يحتفظ به العناصر الاقتصادية في لحظة من اللحظات من أرصدة نقدية يمثل نسبة معينة من دخولهم و هذه النسبة تتغير مع تغير مستوى الدخل و لقد أطلق على هذه النسبة تسمية *The Marshallian* أو تعرف بالرمز k .

و على افتراض أن التفضيل الأفراد للاحتفاظ بأرصدة نقدية يعادل ربع الدخل أي أن المعامل $k = 0.25$ فإنه يمكن تصور منحني طلب المجتمع على الأرصدة النقدية عند مستويات مختلفة للدخل على بيانات الجدول الموالي:

الدخل النقدي Y	3000	2500	2000	1500	1000	500
$M_d = kY$	750	625	500	375	250	125

إن مضمون معادلة كامبردج يتلخص في كون الأفراد و المؤسسات على حد سواء عادة ما يحتفظون بجزء من دخولهم على شكل أرصدة نقدية عاطلة فإذا ما أرادت هذه الأطراف زيادة ما يحتفظون به من دخل على شكل أرصدة نقدية فإن ذلك يعني بالضرورة زيادة الطلب على النقود و بالتالي إقبالهم على تخفيض إنفاقهم النقدي متسبباً بذلك في انخفاض الطلب على السلع مما يؤدي إلى انخفاض الأسعار ومنه انخفاض الدخل النقدي الكلي بإعتباره عبارة عن السعر مضروباً في الدخل الحقيقي.

و في الحالة العكسية فإنه بمجرد رغبة هذه الأطراف في التنازل عن جزء مما يحتفظون به من أرصدة نقدية فهذا يعني بالضرورة إقبالهم من جديد على الإنفاق و بالتالي زيادة الكلب على السلع ومنه ارتفاع مستوى الأسعار و ارتفاع الدخل النقدي الكلي.

➤ الاختلافات بين صيغة فيشر و مارشال:

تقرر صيغة مارشال وجود علاقة بين كمية النقود و الدخل النقدي حيث تؤثر التغيرات النقدية على حجم الإنتاج و على المستوى العام للأسعار في حين أن النظرية الكمية للنقود معبراً عنها بمعادلة المبادلة ترى أن التغيرات النقدية لا

تؤثر على حجم الإنتاج بل على المستوى العام للأسعار فقط. كما أن فكرة الطلب على النقود كعنصر من عناصرها يعني أنها تأخذ في الاعتبار تأثير التغير الذي يحدث في سرعة دوران النقود على الأسعار.

لكن ما نلاحظه أن صيغة مارشال تقوم على معادلة Fisher في وجود علاقة مباشرة بين كمية النقود و مستوى الأسعار، إلا أن الاختلاف يرجع إلى أن معادلة فيشر قد نظرت إلى الإنفاق من خلال سرعة دوران النقود أما معادلة الأرصدة النقدية فقد نظرت إلى الإنفاق من خلال الطلب على النقود، إذ أن معادلة كامبردج تقوم على حجم الدخل و أخيراً على المستوى العام للأسعار فالتأثير على الأسعار من خلال تغير كمية النقود يكون وفق نظرية الأرصدة النقدية تأثير غير مباشر و عليه يمكن إعطاء الصيغة الرياضية لهذه المعادلة : $M_d = K \times Y$

حيث M_d ترمز إلى الطلب على النقود بدافع المعاملات أو الطلب الكلي للأرصدة النقدية الحاضرة.

Y ترمز إلى الدخل القومي الحقيقي في فترة ما، و K ترمز إلى نسبة من الدخل الحقيقي التي يرغب الأفراد في الاحتفاظ بها في صورة سائلة أو ما يطلق عليه بمعدل التناسب. و بما أن $M_d = M_s = M$ فإن $M = K \times Y$

و تشير هذه المعادلة إلى أثر التغير في الأرصدة النقدية الحاضرة على المستوى العام للأسعار و بهذا الصدد يقول

مارشال أن هناك علاقة عكسية بين k و Y عند افتراض ثبات كمية النقود أي : $M = K \times Y \Rightarrow Y = M \left(\frac{1}{k} \right)$

أي أن نسبة ما يحتفظ به الأفراد يتناسب عكسياً مع الدخل النقدي و الواقع أن صيغة مارشال على النحو السابق تجعل من حجم الطلب على النقود متغيراً لمستوى الدخل القومي و الحقيقي في صورة نسبة من هذا الدخل، كما أن صيغة مارشال لم تبرز في هذه الصياغة تأثير كمية النقود على المستوى العام للأسعار و إن كان يسلم ضمناً بهذا

التأثير عن طريق النسبة K في المعادلة $M_d = K \times Y$

المبادئ التي قامت عليها صيغة كامبردج:

✓ انطلقت هذه المعادلة كسابقتها من فرضية ثبات حجم الإنتاج انطلاقاً من كون الاقتصاد عند مستوى العمالة الكاملة.

✓ إذا قام الأفراد بزيادة الأرصدة النقدية العاطلة ينخفض الطلب على السلع فتتخفض الأسعار.

✓ اعتبرت أن التغير في المستوى العام للأسعار نتيجة للتغيرات النقدية و في الحقيقة قد يحدث العكس.

2- صيغة بيجوا : لقد أتى بيجوا لإبراز ما أغفله مارشال إذ أتى بصيغة أخرى تجمع بين الطلب على النقود و عرض النقود و تحدد بالتالي كمية النقود كمحصلة لهما، لقد كان بيجوا يرى أن طبيعة الاقتصاد النقدي الحديث تتطلب أن يحتفظ الأفراد بجزء من مواردهم المالية في صورة نقد سائلة بدافع المعاملات و دافع الاحتياط و يتحدد ذلك القدر من النقد السائل M_d الذي يرغب الأفراد في الاحتفاظ به عند بيجوا مثل مارشال بالنسبة K حسب المعادلة التالية :

$$m_d = \frac{M_d}{P} = K \times Y \text{ و هذه هي معادلة الأرصدة النقدية الحقيقية.}$$

و رغم ان صيغة كامبردج تعتبر أكثر قبولا و تطوراً من صيغة فيشر للمعاملات إلا أنها لا تعتبر متكاملة طالما أنها لا تأخذ بعين الاعتبار بأثر التغيرات الاقتصادية المؤثرة على الطلب للأرصدة النقدية بل تفترض ثباتها في الأمد القصير و قد تمكن كينز فيما بعد من تفادي هذا النقص و سنبين ذلك من خلال ما يلي:

لأن إن تحليل هذه المدرسة قام على افتراض التشغيل التام و عدم إمكانية زيادة الإنتاج في الآجال القصيرة لذلك نقول أنه في حالة انخفاض الأرصدة النقدية المحتفظ بها كنسبة من الدخل فإن ذلك ينعكس على زيادة الطلب على السلع و بالتالي الزيادة في المستوى العام للأسعار، و بما أنه لا توجد حسب هذا التحليل طاقات اقتصادية يمكن استغلالها لإحلال التوازن فإن الدخل الحقيقي سيظل ثابت.

و في الحالة العكسية إذا ما زاد احتفاظ الأفراد بالأرصدة النقدية فإن ذلك سوف ينعكس على الطلب على السلع و الخدمات بالانخفاض و بالتالي انخفاض الأسعار و منه تخفيض الإنتاج أي انخفاض الدخل الحقيقي.

لأن يتعلق الأمر هنا بالأسباب و العوامل التي تجعل الأفراد يغيرون من نسب احتفاظهم بأرصدة نقدية حاضرة، فالتحليل يفترض وجود أسباب تدفع الأفراد لذلك و منه التأثير في المستوى العام للأسعار و الدخل و بالتالي يصبح الأمر سببا في التأثير على مستوى الأسعار.

إن السؤال الذي يطرح نفسه في هذه الحالة ألا يمكن أن يحصل العكس و تكون تغيرات الأسعار سببا في تغيير احتفاظ الأفراد بالأرصدة النقدية الحاضرة و هو الأمر الممكن حدوثه، ففي الغالب نجد أن ارتفاع مستوى الأسعار يدفع إلى التخلص مما يملكونه من نقود و زيادة إنفاقهم لتجنب الخسائر التي تلحق بهم نتيجة الارتفاع المستمر للأسعار و بالتالي تفضيلهم الحصول على أصول بدل الاحتفاظ بالنقود.

بينما في الحالة العكسية نجد أن انخفاض مستوى الأسعار يدفع الأفراد إلى زيادة الاحتفاظ بالأرصدة النقدية و يقللون من إنفاقهم مؤجلين استهلاكهم إلى فترة مقبلة يحصلون فيها على منفعة أكبر جراء الانخفاض المستمر للأسعار. من هذا نستنتج أنه بالإمكان أن تكون الأسعار السبب في تغيير الأرصدة النقدية لدى الأفراد و ليس العكس و هذا ما تطرق إليه التحليل الكينزي.

3- أهم العلاقات القائمة بين متغيرات صيغة كامبردج للأرصدة النقدية الحاضرة :

❖ هناك علاقة عكسية بين P و K أي كلما زاد احتفاظ الأفراد بالأرصدة النقدية الحاضرة أدى ذلك إلى انخفاض المستوى العام للأسعار و كلما انخفض احتفاظ الأفراد بالأرصدة النقدية زاد المستوى العام للأسعار.

❖ هناك علاقة طردية بين كمية النقود M و المستوى العام للأسعار P فكلما زادت M زاد P و العكس صحيح.

❖ إذا كانت الزيادة في كمية النقود أكبر من الزيادة في معامل الاحتفاظ بالأرصدة النقدية الحاضرة فسوف يرتفع المستوى العام للأسعار، أما إذا كانت الزيادة في كمية النقود أقل من الزيادة في معامل احتفاظ الأفراد بالأرصدة النقدية الحاضرة فإن المستوى العام للأسعار سوف يتجه نحو الانخفاض.

4- الفروقات الأساسية بين صيغة Fisher و صيغة Cambridge

Cambridge	Fisher
$M = KPY$	صيغة المعادلة $M \times V = P \times T$
النقود مخزن للقيمة	النقود كوسيط للمبادلة
يتغير السعر بفعل تغير M أو K أو كليهما	يتغير السعر بتغير M فقط

نقد عاطل و نشيط	نقد نشيط
زيادة الأرصدة النقدية العاطلة K يحفظ من حجم الصفقات	سرعة تداول النقود V تزيد في حجم الصفقات
الإنتاج الحقيقي	حجم الصفقات
الطلب على النقود	عرض النقود
المستوى العام للأسعار.	متوسط كمية النقود

إن المتبع للتحليل الذي جاءت به صيغة كامبردج يجد أنه نفس التحليل الذي جاءت به صيغة المبادلة لفischer و يمكن

بمعنى أن K هو مقلوب سرعة دوران الدخل و هي

$$M = KY \Rightarrow K = \frac{M}{Y}$$

$$MV = Py \Rightarrow MV = Y \Rightarrow V = \frac{M}{Y}$$

توضيح ذلك كما يلي:

نفسها صيغة فيشر للمبادلات.

المطلب الثالث : نقد النظرية الكمية للنقود

رغم ما قدمته النظرية الكمية للنقود من تبيان العوامل المتحركة معدل التضخم كسرعة تداول النقود و كمية النقود إلا أن التجارب و الوقائع الاقتصادية أثبتت عدم صحة الافتراضات التي بني عليها هذا التحليل خاصة ما تعلق منها بزيادة النقود ومستوى العمالة الكاملة إضافة إلى تثبيت سرعة تداول النقود.

و بشكل عام يمكن إجمال الانتقادات التي تعرضت لها النظرية فيما يلي :

1- تتجاهل النظرية قوى السوق في تحديد المستوى العام للأسعار كما تحدد قوى السوق عرض و طلب السلع و الخدمات.

2- لم تأخذ النظرية بعين الاعتبار التغيرات الآلية لسعر الفائدة المرتبطة أساسا بالتغيرات في كمية النقود و ليس بتغير مستوى الادخار و الاستثمار.

3- عدم صحة الفرض القائل بثبات سرعة تداول النقود و حجم المعاملات، فقد دلت التجارب الاقتصادية على أنها متغيرات تتغير بسبب التقلبات أو التغيرات التي تحدث في الدورة الاقتصادية.

4- عدم صحة العلاقة التناسبية و وحيدة الاتجاه بين كمية النقود و المستوى العام للأسعار، فقد يحدث أن تزداد كمية النقود فيزداد حجم الإنتاج بسبب التطور التكنولوجي مثلا ومنه انخفاض الأسعار مما يحدث تأثيرا عكسيا على المستوى العام للأسعار.

5- تفترض النظرية ثبات حجم الإنتاج و استقلاله عن التداول النقدي لكن أثبتت النظرية الحديثة أن حجم الإنتاج ليس مستقلا عن التداول النقدي و إنما يرتبط به ارتباطا مباشرا لذلك فإن العلاقة المباشرة بين كمية النقود و الأسعار ليست أكيدة دائما، فالإنتاج قد يزيد بزيادة كمية النقود و هذا يعني أن المستوى العام للأسعار لن يرتفع بنفس النسبة و العكس صحيح.

6- يعتقد أصحاب هذه النظرية بأن النقود تطلب فقط للتبادل أي أن النقود هي فقط أداة لتسوية المعاملات أو المبادلات لكن الواقع الاقتصادي يؤكد بأن جزءا كبيرا من النقود يطلب للاحتياط أي أن الأفراد يميلون للاحتفاظ بالنقد لأنه أصل كامل السيولة كما قد يستخدم لغرض المضاربات أي شراء الأوراق المالية.

* و قد يحدث أن تزداد كمية النقود المعروضة و يتبعها زيادة في تفضيل السيولة النقدية بدلا من إنفاقها و بذلك تصبح الزيادة في كمية النقود بلا تأثير على المستوى العام للأسعار و هذا ما حدث خلال فترة أزمة الكساد العالمي سنة 1929.

7- النظرية الكمية بصيغة فيشر لم تهتم بدراسة ظاهرة اكتناز النقد و مالها من دور في تخفيض سرعة دوران النقود و هذا يعتبر بمثابة عامل مخفض لحجم النقود و هذا بدوره يؤدي إلى تخفيض عمليات تداول السلع و الخدمات.

8- قد يكون الارتفاع في الأسعار هو سبب في الزيادة التي تحدث في الكمية المعروضة من النقود و هو الاحتمال الذي لم تأخذ به النظرية حيث تعتقد أنه و في كل الحالات فان كل زيادة في كمية النقود لا بد أن يتبعها زيادة في الأسعار، فقد يحدث أن يرتفع سعر منتج معين في السوق نتيجة الطلب المتزايد و هو ما يتطلب زيادة دخول الأفراد و لمواجهة هذه الزيادة في الطلب تلجأ الدولة إلى إصدار كمية إضافية من النقود و التي يكون سببها المباشر الارتفاع في أسعار المنتج.

9- من المشاكل التي وقعت فيها النظرية هي افتراضها مستوى واحد للأسعار في حين توجد عدة مستويات من الأسعار فهناك أسعار السلع الاستهلاكية، أسعار السلع الرأسمالية، أسعار التجزئة، أسعار الجملة..... الخ و هذا يعني أن المستوى العام للأسعار ما هو إلا متوسط لمجموع هذه الأسعار أما التغيرات التي تحدث في الأسعار النسبية فلن تؤثر على المستوى العام للأسعار.

10- انطلاقا من معادلة التبادل يمكن استنتاج الشكل الجامد لهذه الصيغة كالتالي : $M = P \times \frac{T}{V}$

11- لقد دلت التجارب الاقتصادية أن التغيرات التي تحدث في سرعة دوران النقود و حجم المعاملات يكون بسبب التقلبات أو التغيرات التي تحدث في الدورة الاقتصادية مما دل على أنها متغيرات و ليست ثوابت.

12- لقد كان الشكل الوحيد للنقود في زمن صياغة المعادلة الكمية هو الذهب لكن نتيجة لتطور أشكال النقود إلى نقود قانونية (بنكنوت و معادن) و نقود مصرفية (شيكات) أصبحت الصيغة الجديدة لهذه المعادلة على النحو التالي :

$$MV + M'V' = PT$$

M : النقود القانونية

V : سرعة دوران النقود القانونية

M' : النقود المصرفية

V' : سرعة دورانها

المبحث الرابع : المفهوم الكينزي للطلب على النقود

إن النقود في الفكر الكلاسيكي تعتبر كنصر حيادي في التحليل الاقتصادي على اعتبار أنها ليست إلا وسيط للتبادل فهي في نظرهم لا تمثل ثروة حقيقية و ليست لها منفعة في حد ذاتها، ومن ثمة فإن التغيرات النقدية ليست لها أهمية في تحليل التغيرات في النشاط الاقتصادي، أما في التحليل الكينزي فالنقود لا تعتبر عنصر حيادي بحيث تغييرها يؤثر على مستويات الإنتاج الدخل و العمالة، أي عدم فصل التحليل النقدي عن التحليل الاقتصادي العيني و منه فإن كينز بعد أزمة الكساد خالف الكلاسيك في مبدأ العمالة الكاملة ، حرية النشاط الاقتصادي، و قانون ساي للمنافذ العرض يخلق الطلب، بالإضافة إلى دوافع الطلب على النقود

المطلب الأول : الطلب على النقود عند كينز: تتمثل النقود عند كينز بالعملة المتداولة زائد ودائع تحت الطلب لدى البنوك التجارية التي يتم السحب عليها بواسطة الشيكات بالإضافة إلى السندات التي يتحصل أصحابها على عائد ثابت من القيمة الاسمية للسند متمثل في سعر الفائدة. فالثروة عند كينز هي عبارة عن مجموع النقود و السندات و يفاضل الأفراد بين هذين الأصلين أي النقود و السندات على حساب تغيرات أسعار الفائدة في السوق النقدية باعتبار أن العلاقة بين السندات و سعر الفائدة في السوق النقدية هي علاقة عكسية تناو لها في الطلب على النقود لغرض المضاربات بعد دراسة الطلب على النقود لغرض المبادلات و الاحتياط و هذه هي الدوافع التي بني عليها كينز نظريته العامة.

1- دافع المعاملات :

يقصد بدافع المعاملات رغبة المؤسسات الاقتصادية أفراد و مشروعات في الاحتفاظ بقدر معين من النقود في شكل سائل بهدف مواجهة نفقاتهم الجارية و يعد هذا الدافع أكثر الدوافع الثلاثة شيوعا للطلب على النقود. و يأتي هذا الطلب نتيجة للفجوة الواقعة بين تاريخ استلام الدخل و تاريخ إنفاقه، لذا يتأثر هذا الطلب بعاملين أساسيين هما نمط الإنفاق و مراحل الإنفاق لأن الأفراد أو المشروعات يحصلون في الغالب على دخولهم بشكل دوري في حين أن الإنفاق يكون بشكل يومي و متكرر.

1-1- نمط الإنفاق : كيفية التصرف في الرصيد النقدي في كل مرحلة من مراحل المدفوعات، أي هل الإنفاق منتظم خلال الشهر أم لا، فلو افترضنا أن الشخص السابق قام بإنفاق كل دخله خلال 15 يوم الأولى من الشهر فان فترة الدخل إلى الإنفاق تصبح أسبوع واحد فقط. بمعنى زيادة طلبه على النقود نتيجة لزيادة إنفاقه.

1-2- مرحلة المدفوعات : و يقصد به الفاصل الزمني الذي يفصل بين كل دفعتين متتاليتين للمدفوعات من نفس النوع، فالشخص الذي يحصل على دخله خلال كل شهر و ينفقه بانتظام تكون فترة الإنفاق إلى الدخل تقدر بـ 15 يوم في حين تقدر بـ نصف أسبوع للشخص الذي يحصل على دخله في بداية كل أسبوع و ينفقه بانتظام.

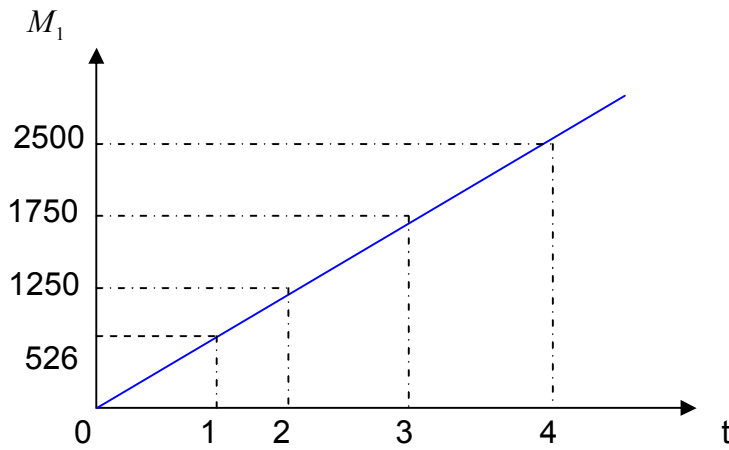
1-3- فترة الدخل إلى الإنفاق : متوسط الفترة الزمنية التي يحتفظ خلالها الأفراد بالنقد سائلا، فلو افترضنا أن الشخص يحصل على دخل شهري يقدر بـ 60000 و ينفقه بشكل منتظم خلال الشهر فان النقد السائل المحتفظ به يقدر بـ 30000 و ن خلال فترة زمنية تقدر بـ 15 يوم.

* أما العوامل التي تحدد كمية الأرصدة النقدية التي يتم الاحتفاظ بها لغرض المعاملات هي الدخل، و مرحله المدفوعات و يمكن صياغتها في شكل معادلة رياضية كالتالي:

$$M_1 = f(Y, T)$$

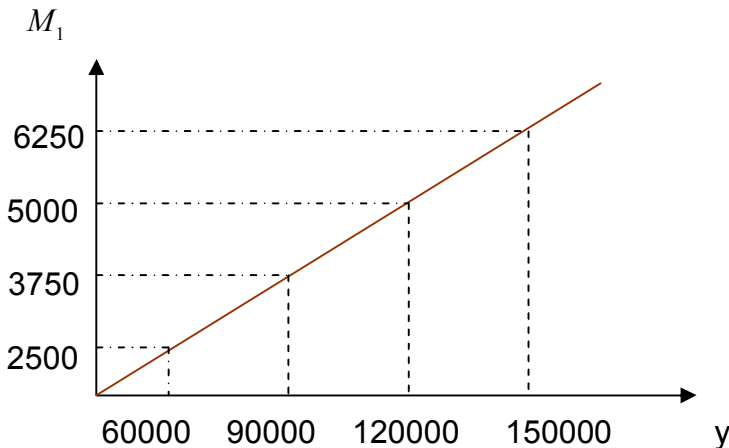
فلو افترضنا أن شخص ما يقدر دخله السنوي بـ 60000 ون فان طلبه على النقود لغرض المعاملات سيتغير بتغير مرحلة المدفوعات كما يوضح الجدول التالي:

M_1	t
625	أسبوع
1250	أسبوعين
1750	ثلاث أسابيع
2500	شهر



من الشكل البياني يتضح أن كمية النقود المطلوبة لغرض المبادلات تتغير بتغير مرحلة المدفوعات. لنفترض الآن تغير دخله السنوي من سنة إلى أخرى بقيمة 30000 ون مع ثبات مرحلة المدفوعات بـ شهر واحد

M_1	y
2500	60000
3750	90000
5000	120000
6250	150000



و بذلك فان الرصيد النقدي يتأثر بعاملين أساسيين كما فترة الدخل إلى الإنفاق و الدخل نفسه فتزيد كمية النقود المطلوبة بزيادتهما و تنخفض بانخفاضهما كما أن الرصيد النقدي يتغير بتغير نمط الإنفاق.

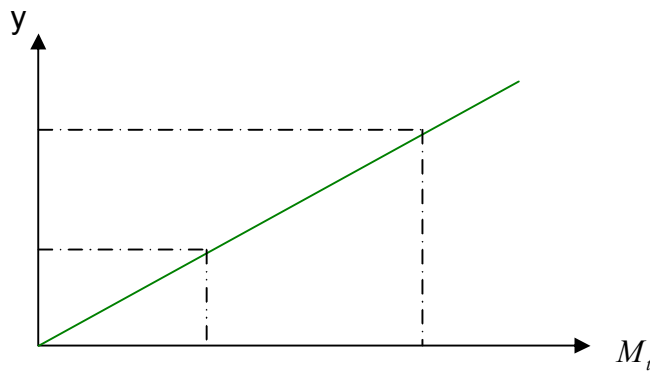
2- دافع الاحتياط :

يقصد بدافع الاحتياط رغبة الأفراد و المشروعات في الاحتفاظ بالنقود في صورة سائلة لمواجهة الحوادث الطارئة و غير المتوقعة كالمرض و البطالة أو الاستفادة من الفرص الغير متوقعة كإخفاض أسعار بعض السلع بالإضافة إلى عوامل أخرى اقل أهمية مثل الظروف النفسية و درجة عدم التأكد السائدة في المجتمع كفترة الأزمات بالإضافة إلى درجة نمو سيولة سوق الأوراق المالية.

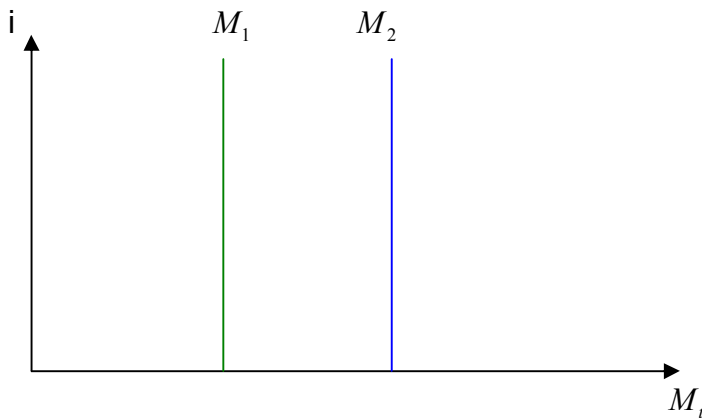
و باعتبار أن هذه العوامل لا تتغير في الأجل القصير فان الطلب على النقود بدافع الاحتياط هو دالة لمتغير الدخل:

$$M_2 = f(y)$$

و يمكن التعبير عن العلاقة الرياضية التي تربط بين كمية النقود بدافع المعاملات و الاحتياط M_1 و بين الدخل النقدي Y بيانيا كما يلي:



و بما أن دالة الطلب على النقود لغرض المعاملات و الاحتياط ليس لها علاقة بسعر الفائدة من المنظور الكينزي فان الرسم البياني يكون كالتالي:



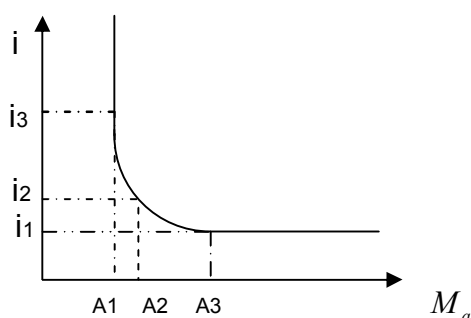
من الشكل البياني يتبين أن الطلب على النقود لغرض المبادلات و الاحتياط عديم المرونة مع سعر الفائدة فهو لا يستجيب لأي تغير في سعر الفائدة بل يتغير بتغير الدخل.

3- دافع المضاربة :

يقصد بالمضاربة عمليات شراء و بيع الأوراق المالية لتحقيق الربح بين ثمن شراء الورقة المالية و بيعها عن طريق التنبؤ بأحوال السوق بالاعتماد على مؤشرات السوق المالية.

و بناء على هذا يحتفظ المضارب بأرصدة نقدية سائلة بغرض الاستفادة من التغيرات المتوقعة في أسعار الأوراق المالية، فترتفع هذه الأخير بانخفاض سعر الفائدة في السوق النقدية و تنخفض بارتفاعها ومنه فالعلاقة القائمة بين التغيرات في سعر الفائدة و الطلب على النقود لغرض المضاربة هي علاقة عكسية.

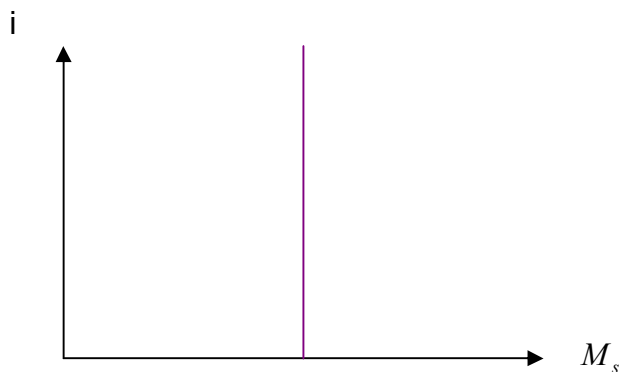
فلو افترضنا أن شخص اشترى سند حكومي بقيمة اسمية 1000 ون و بمعدل فائدة سنوي 4% فان العائد السنوي لهذا السند هي 40 ون لكن إذا انخفض سعر الفائدة في السوق النقدية إلى 2% ففي هذه الحالة سيرتفع السند المذكور أعلاه إلى الضعف أي 2000 ون. و يمكن حساب هذه القيمة عن طريق ضرب القيمة الاسمية للسند في سعر الفائدة الاسمي، حاصل الضرب مقسوم على سعر الفائدة الجاري أو السوقي، و يمكن كتابة العلاقة القائمة بين سعر الفائدة و الطلب على النقود لغرض المضاربة كما يلي: $M_a = f(i)$ و التمثيل البياني التالي يوضح ذلك:



من القانون السيكولوجي لكينز يمكن تفسير هذا الرسم البياني فيقول كينز أن سعر الفائدة إذا وصل إلى أقصى مستوى له فان أسعار السندات تكون قد وصلت إلى مستويات منخفضة جدا عندها يشعر المضاربون أن أسعار الفائدة لا يمكن أن ترتفع أكثر مما ارتفعت، أي أن أسعار السندات لا يمكن أن تنخفض أكثر مما انخفضت، لكن توقع المستثمرين ارتفاعها في المستقبل يجعلهم يستثمرون كل الأموال التي يجوزهم في شراء السندات ومن ثم يكون الطلب على النقود لدافع المضاربة عند هذا المستوى عديم المرونة و يعبر عنه بخط مستقيم موازي للمحور الراسي.

و عندما يكون سعر الفائدة منخفضا جدا أي ارتفاع السندات إلى أقصى حد لها كما هو الحال عند (i_3) يفضل الأعوان الاقتصاديون الاحتفاظ بأموالهم في صورة سائلة فيكون الطلب حين إذن مرنا مرونة لا نهائية بالنسبة لسعر الفائدة فيكون خط دافع المضاربة موازي للمحور الأفقي. و يبين هذا الخط أنه لا يجد عنده الأفراد ورجال الأعمال أي فائدة من استثمار أروصدهم السائلة في شراء السندات الحالة التي أشار إليها كينز بمصيدة السيولة *La trappe de la liquidité* و التي استند إليها في تفسير عدم نجاعة السياسة النقدية في فترة الكساد.

المطلب الثاني : عرض النقود عند كينز: يعتبر عرض النقد أو كمية النقد المتداولة متغيراً خارجياً *variable exogène* يتحدد من قبل البنك المركزي ويمكن التعبير عنه رياضياً كما يلي $M_s = M_0$.



فعرض النقود عديم المرونة مع سعر الفائدة، فهو يتغير بتغير حجم الإنتاج وليس بتغير سعر الفائدة.

المطلب الثالث : سعر الفائدة التوازني

يتحدد سعر الفائدة التوازني بتقاطع كل من منحنى العرض الكلي و الطلب الكلي على النقود

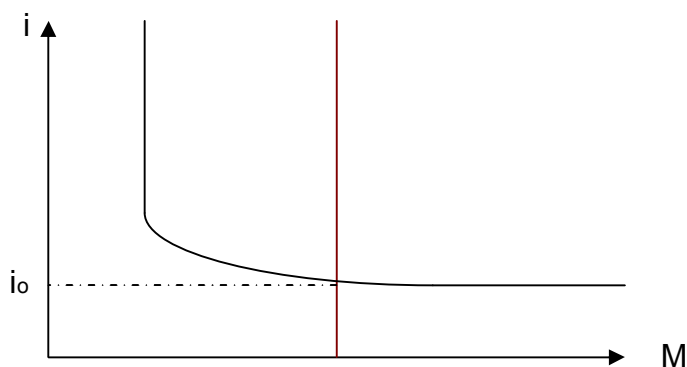
⊗ دالة الطلب على النقود لغرض المعاملات و الاحتياط و المضاربة تتحدد بعاملين أساسيين، سعر الفائدة و الدخل

كما هو مبين في المعادلة التالية: $M_d = M_t + M_a = f(y, i)$ مع ثبات العوامل الأخرى.

⊗ دالة عرض النقود مرتبطة بتغير حجم الإنتاج كما هو مبين في المعادلة التالية $M_s = f(y)$

و بما أن السلطة النقدية هي التي تحدد الكمية المعروضة من النقود، فيعتبر متغيراً خارجياً *variable exogène*

يتحكم فيه البنك المركزي ويمكن التعبير عنه رياضياً كما يلي: $M_s = M_0$



سعر الفائدة التوازني في نظرية التفضيل النقدي

المبحث الخامس : النظرية المعاصرة لكمية النقود

لقد ضل الفكر الكينزي يلعب دورا هاما في المجال الأكاديمي و مجال السياسة الاقتصادية و كانت المقترحات التي قدمها كينز في مجال مكافحة التضخم عن طريق السياسة النقدية و المالية لا تثير أي نقاش لكن في الفترة التي تلت الحرب العالمية الثانية واجهت الولايات المتحدة الأمريكية أزمة شديدة سنة 1948/1949 هبط فيها مستوى الإنتاج الصناعي و تدهور الاستثمار إضافة إلى انخفاض الأسعار و إفلاس المشروعات الاقتصادية و ما ترتب عليه من تدهور مستوى البطالة. فوجهت إلى النظرية الكينزية بأنها نظرية لا تصلح إلا لفترات الكساد و أنها لم تتعامل مع التضخم، فالسياسة النقدية السخية التي نادى بها كينز لمعالجة الكساد أدت إلى نشوب حالة تضخم ركودي أي تزامن التضخم و البطالة و تحول التضخم إلى ظاهرة شبه مزمنة فأصبحت الأفكار الكينزية عاجزة عن تفسير حدوث أزمات في الأجل الطويل، و لذلك ظهرت في أواخر الخمسينات النظرية الكمية للنقود من جديد على يد فريق من الاقتصاديين من جامعة شيكاغو الأمريكية بقيادة ملتون فريدمان *Milton Friedman* الذي أسس مدرسة نقدية تتبنى الفكر النقدي المعاصر و التي تختلف عن النظرية الكمية في سرعة تداول النقود، حيث قام فريدمان و زملاءه عام 1956 بدراسة العلاقة بين كمية النقود و المستوى العام للأسعار، وتعتقد هذه المدرسة أن أسباب التغيرات في المستوى العام للأسعار تعود إلى زيادة كمية النقود القانونية و نقود الودائع سواء كانت جارية أو لأجل في البنوك التجارية، كما أن التغيرات النقدية لا تؤثر فقط على المستوى العام للأسعار و لكن على مستوى الدخل الوطني.

المطلب الأول : فرضيات المدرسة النقدية و مكونات الثروة لدى النقديين

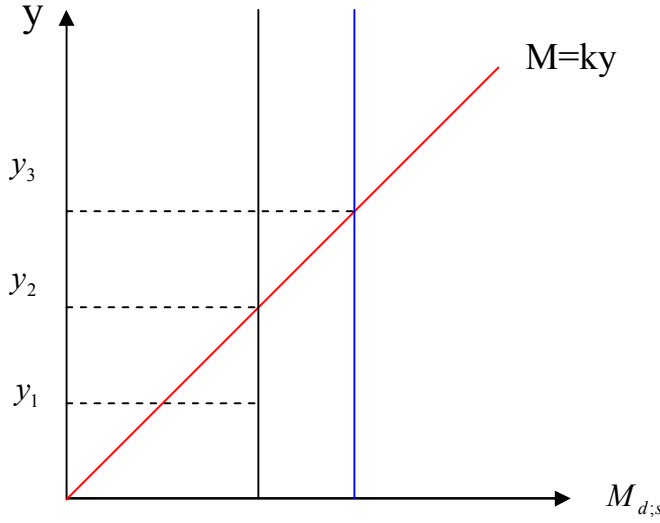
1- فرضيات المدرسة النقدية :

لقد قام النقديون بإدخال تغيرات أساسية على النظرية الكمية للنقود من أهمها :

- 1- العلاقة بين تغير كمية النقود و المستوى العام للأسعار سببية فقط و ليست تناسبية.
- 2- إمكانية تغير سرعة تداول النقود. و عند النقديين تتمثل في سرعة دوران التغير في عوائد عناصر الثروة.
- 3- اعتبار الفرضية المتعلقة بثبات حجم الإنتاج خاطئة.
- 4- أن التغيرات النقدية هي المفسرة لكل التغيرات الحاصلة في العملية الإنتاجية برمتها.
- 5- استقلال عرض النقود عن الطلب على النقود.
- 6- استقرار دالة الطلب على النقود .
- 7- رفض مصيدة السيولة عند بناء دالة الطلب على النقود.

و بالرغم من كل هذه الفروض فقد استندوا على معادلة التبادل التقليدية في تفسير التغيرات التي تحدث في المستوى العام للأسعار و حجم الإنتاج من خلال تطبيق قانون عرض و طلب النقود حيث يتمثل عرض النقود في كمية النقود المصدره سواء من قبل الدولة أو الجهاز المصرفي و أنه يتغير باستمرار بينما يتمتع الطلب على النقود بقدر كبير من الثبات، وفي حالة زيادة عرض النقود على الطلب عليها فان هذه الوضعية تدفع الأفراد للتخلص من هذا الفائض بإقبالهم على إنفاقه على السلع و الخدمات فترتفع الأسعار و من المحتمل أن تؤدي إلى زيادة حجم الإنتاج و التشغيل و هذا إذا كان الاقتصاد عند مستوى أقل من مستوى التشغيل الكامل و عند الاقتراب من التشغيل الكامل أو

نصل إليه فان حدوث زيادة في عرض النقود سوف تغير من مستوى السعر فقط، و يمكن توضيح هذا في الرسم البياني التالي :



فإذا كان عرض النقود أكبر من الطلب عليها كما هو الحال عند y_1 فان إجمالي الإنفاق سوف يزيد فينتقل الدخل من y_1 إلى y_2 و إذا حدثت زيادة في عرض النقود فان الإنفاق سوف يرتفع حتى يتساوى عرض النقود مع الطلب عليها فينتقل الدخل إلى y_3 .

و لكن ما يعاب على النظرية المعاصرة لكمية النقود أن كمية النقود كانت سبب لتغير المستوى العام للأسعار دون أن يحصل العكس في حين أن هذا الأخير قد يتغير بعوامل أخرى غير نقدية أي حقيقية مثل إنتاجية العمل و زيادة الكفاءة الإنتاجية بصفة عامة.

2- الطلب على النقود ومكونات الثروة عند النقديين :

اهتمت هذه النظرية بالطلب على النقود انطلاقاً من مكونات الثروة لدى الأفراد و كيفية توزيعها على مختلف أنواع الأصول أو ما أطلق عليه اصطلاح ترتيب الأفضليات، و قد ميز فريدمان بين خمس طوائف من الأصول المكونة للثروة هي النقود، السندات، الأسهم، الأصول المادية، و رأس المال البشري.

$$\text{الثروة الكلية} = \text{النقود} + \text{السندات} + \text{الأسهم} + \text{الأصول المادية} + \text{رأس المال البشري}$$

و يرتبط الطلب على النقود بتوزيع الثروة على أشكالها المختلفة و أن هذا التوزيع يتم وفقاً للعائد الذي يحققه كل نوع من أنواع هذه الأصول، و نظراً لصعوبة حساب الثروة الكلية قام فريدمان باستبدالها بالدخل الدائم و أصبح الدخل مساوي للعوائد الناتجة عن الثروة. واستخدم فريدمان الدخل الدائم كمؤشر للثروة لأنه يتميز بالاستقرار ولا يتأثر بالدورات الاقتصادية.

$$\text{الدخل} = \text{العوائد المتوقعة من الأصول المختلفة للثروة}$$

و قد ميز فريدمان بين حائزي الأصول النهائيين الذين تمثل النقود بالنسبة لهم شكلا من أشكال الثروة و بين المشروعات التي تمثل النقود بالنسبة لهم سلعة رأسمالية مثل الآلات و المخزون.

3- العوائد المتوقعة من الأصول المختلفة للثروة :

3-1- النقود : إضافة إلى اليسر و الأمان الذي توفره النقود لحائزها فهي تدر عائد ثابت يتمثل في سعر الفائدة في حالة إيداعها، و إذا احتفظ بها في شكل سائل فهي لا تدر أي عائد إضافة إلى زيادة تكلفة الاحتفاظ بها في فترات التضخم، فإذا ارتفع السعر تنخفض قيمتها الحقيقية ومنه ينخفض الطلب على النقود و يزداد الطلب على السلع و الخدمات. كما أن زيادة العوائد المتعلقة بالأصول الأخرى سوف يؤدي إلى انخفاض الطلب على النقود. لكن يرى فريدمان أن أهم عائد للنقود يتمثل في المحافظة على قيمتها الحقيقية و عدم تأكل قدرتها الشرائية.

3-2- السندات : و يتمثل عائدها في سعر الفائدة المحسوب على أساس قيمتها الاسمية.

3-3- الأسهم : و تتمثل عوائدها في الأرباح السنوية.

3-4- الأصول المادية : و تدر عائد يتمثل في سعر بيعها بعد استبعاد أقساط الإهلاك.

3-5- رأس المال البشري : و تتمثل عوائده في المهارة و الكفاءة و القدرة الإنتاجية.

و حسب فريدمان فالثروة لا توزع حسب عوائدها فقط بل هناك اعتبارات معين تتعلق بالأذواق و الأفضليات و هذه الأفضليات قد تفرض عليه أحيانا اختيارا معيناً يختلف عن ذلك الاختيار الذي يتم وفقا للمعايير الكمية فقط و التي تعتمد على العوائد المختلفة.

هذا التحليل يعتبر الطلب على النقود حصيلة تفاعل متغيرات كثيرة أهمها مستويات الدخل، معدلات الفائدة السائدة، المستوى العام للأسعار، نمط توزيع الثروة على مختلف تفضيلات الأفراد (نقود، أسهم، سندات..... إلخ) و يركزون على ما يعرف بتكلفة الاحتفاظ بالنقود و يقصد بها مقدار العائد الذي يتنازل عليه الفرد عند تخليه عن الأصول الأخرى و تفضيله للنقود و تتمثل في :

☑ سعر الفائدة الذي يمكن أن يحصل عليه المقرضين للنقود بدل احتفاظهم بها على شكل سيولة نقدية عقيمة و كلما زاد سعر الفائدة قل الطلب على النقود و العكس صحيح لكن ما يعاب على هذا التحليل أن التغيرات التي تحدث في سعر الفائدة نتيجة تغير عرض النقود غير واضحة.

☑ معدل ارتفاع الأسعار إذ يؤدي ارتفاع الأسعار إلى انخفاض القيمة الحقيقية للنقود و عندما ترتفع هذه التكلفة يقلل الأفراد من كمية النقود المحتفظ بها في شكل سائل و يزداد الطلب على السلع و الخدمات و العكس صحيح.

☐ كما يمكن أن نستنتج أن زيادة العائد المتحصل عليه من الأصول مع ارتفاع تكلفة الاحتفاظ بالنقود يؤدي إلى انخفاض الطلب على النقود و زيادة الطلب على الأصول الأخرى و العكس صحيح.

المطلب الثاني : مفهوم التضخم و الاستقرار النقدي عند النقديين

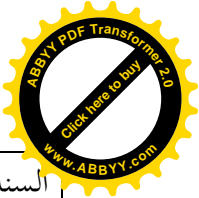
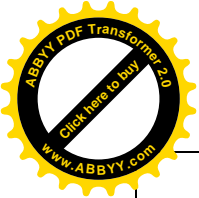
يعتبر فريدمان أن حالة التضخم ظاهرة نقدية و أن مصدرها هو نمو كمية النقود بسرعة أكبر من نمو الإنتاج و من ثم نجد أن أساس مشكلة التضخم تكمن في إفراط البنك في زيادة المعروض النقدي، لذا يقترح النقديون أن يكون معدل النمو في عرض النقود مساوي لمعدل النمو في الإنتاج القومي الحقيقي لأن هذا الوضع سوف يسمح بحدوث زيادة في

عرض النقود تمتص الزيادة في الناتج القومي و هذا ما عبر عنه النقديون بمعادلة الاستقرار النقدي $\frac{\Delta M}{M} = \frac{\Delta Y}{Y}$ أما عند فقدان الاستقرار النقدي $\frac{\Delta M}{M} > \frac{\Delta Y}{Y}$ يكون التغير في كمية النقود أكبر من التغير في حجم الإنتاج مما يؤدي إلى ارتفاع الأسعار.

أما النظرية الكلاسيكية فتفسر التغيرات في المستوى العام للأسعار عن طريق التغير في كمية النقود و ترى أن هناك علاقة تناسبية بين السعر و كمية النقود مع افتراض ثبات حجم الإنتاج في الأجل القصير، أما النظرية الكينزية فتفسر التضخم بأنه ليس ظاهرة نقدية بحتة كما كان يعتقد الكلاسيك و لكن يفسر كينز التضخم بأنه زيادة الطلب الكلي عن العرض الكلي عند بلوغ مستوى العمالة الكاملة أين لا تجد السيولة المضافة منافذها نحو الاستثمار مما يتسبب في إحداث معدلات تضخمية خاصة إذا تزامن ذلك مع تمادي الدولة في استخدام أسلوب التمويل بالعجز أو زيادة حجم الائتمان على مستوى سوق النقد، و من هنا نستنتج أن نمو الإنتاج يكون أكبر من نمو كمية النقود يكون في فترات الركود أما العكس فهي السمة الأساسية المميزة لفترات التضخم.

المطلب الثالث : أوجه المقارنة بين الكينزيين و النقديين

1- جاءت النظرية النقدية لحل مشكلة الركود التضخمي أي التضخم و البطالة.	1- ظهرت هذه النظرية لحل مشكلة الكساد العالمي لسنة 1929 أي الكساد و البطالة
2- التركيز على السياسة النقدية لاعتقادهم أن هناك علاقة مباشرة بين عرض النقود و المستوى العام للسعار.	2- الإفراط في الإصدار النقدي وإتباع السياسة النقود الرخيصة من خلال قنوات السياسة المالية.
3- أما عند النقديين فهي : نقود، أسهم، سندات، أصول مادية، و أصول بشرية.	3- الثروة عند كينز تتمثل في النقود و السندات.
4- أهتم فريدمان بالدخل الدائم لأنه يتميز بالاستقرار و لا يتأثر بالدورات الاقتصادية.	4- أهم فكرة لكينز هي الطلب الكلي (الدخل الوطني) الفعال الذي يتأثر بحالات الزواج و الكساد.
5- استقلال عرض النقود عن الطلب على النقود.	5- لم يفصل بين عرض النقد و الطلب على النقد.
6- رفض مصيدة السيولة عند بناء دالة الطلب على النقود.	6- أقر كينز بمصيدة السيولة التي حدثت بسبب أزمة الكساد.
7- على أساس عوائد عناصر الثروة و كذلك الأذواق و الافضليات.	7- يتم المقاضلة بين عناصر الثروة على أساس سعر الفائدة السوقي.
8- استقرار دالة الطلب على النقود و ليس الثبات.	8- عدم استقرار الطلب على النقود.
9- التضخم ظاهرة نقدية بحتة مصدرها نمو كمية النقود بسرعة أكبر من نمو الإنتاج.	9- التضخم ناتج عن زيادة الطلب الكلي على العرض الكلي بعد مستوى العمالة الكاملة.
10- ركز النقديون على سعر الفائدة الذي يحصل عليه المقرضون لم يأخذوا بعين الاعتبار تغير سعر الفائدة نتيجة	10- يتحدد سعر الفائدة بتقاطع كل من منحني الطلب على النقود و عرض النقود. و له علاقة عكسية بسعر



السند السوقي.	تغير العرض النقدي.
11 - دالة الطلب على النقود $M = f(y, i)$	12 - $M = f(p, R_p, R_e, 1/p * dp/dt, w, u)$

بالإضافة إلى هذه الاختلافات بين النظريتين إلا أن هناك بعض الفرضيات المشتركة بينهما:

- كلا النظريتين تعتبر أن هناك مستويين للعمالة الناقصة و الكاملة يتم الوصول إلى هذه الأخير بزيادة الإنفاق.
- تؤمن كلا النظريتين بأن النقود ليست حيادية في النشاط الاقتصادي، بحيث لا تؤثر فقط على المستوى العام للأسعار و لكن على مستوى الدخل الوطني.
- عدم ثبات حجم الإنتاج كما كان عند الكلاسيك.

المبحث السادس : دور البنك المركزي في ضبط السياسة النقدية

المطلب الأول: نشأة البنك المركزي و وظائفه

1- التطور التاريخي لنشاط البنوك المركزية:

لقد جاءت نشأة البنوك المركزية متأخر بعض الشيء عن نشأة البنوك التجارية التي ظهرت في الدول الأوروبية قبل القرن السابع عشر، ففي بادئ الأمر كانت البنوك التجارية تقوم بإصدار النقود و تقبل الودائع و تقدم القروض، و في ضوء بساطة و تواضع النشاط الاقتصادي و المالي في تلك الفترة، لم تكن هناك حاجة لوجود هيئة إشرافية تتولى رسم سياسة عامة أو تضع القواعد التنظيمية لعمل البنوك، و لكن إفراط هذه البنوك و توسعها في إصدار النقود أدى إلى حدوث أزمات مالية انعكست سلبا على الاقتصاد، الأمر الذي استدعى وجود مؤسسة تعني بتنظيم النشاط المصرفي و تنظيم عملية إصدار النقود للتحكم بعرض النقد، و قد أوكلت هذه المهمة في بادئ الأمر إلى أحد البنوك القائمة. و مع تزايد النشاط الاقتصادي و تزايد احتياجات الحكومات للتمويل و تزايد حركة السلع و الأموال عبر الحدود، أصبحت المعاملات المصرفية أكثر تعقيدا و ظهرت الحاجة إلى وجود هيئة من خارج البنوك تتولى عملية الإشراف على عمل تلك البنوك و تنظيم العمل المصرفي، بالإضافة إلى تنظيم عملية إصدار النقد فكانت نشأة البنوك المركزية من أجل التحكم في عرض النقود و تنظيم إصدارها.

و بعد الحرب العالمية الثانية و نظرا لضخامة حجم رؤوس الموال اللازمة لإعادة بناء الاقتصاديات المدمرة، تطورت أهداف و مهام البنوك المركزية من دور بسيط يتمثل في عملية إصدار النقود و تنظيم أعمال البنوك التجارية إلى دور تنموي دعمته الأدبيات الاقتصادية آنذاك و خاصة تلك الصادرة عن المؤسسات الدولية كالبنك و الصندوق الدوليين، مما أدى إلى زيادة معدلات التضخم، فانصرفت البنوك المركزية للاستقرار النقدي و تنفيذ السياسة النقدية. و نقصد هنا الاستقرار الداخلي (استقرار المستوى العام للأسعار) و الاستقرار الخارجي (استقرار سعر الصرف) هذا فضلا عن توفير المتطلبات المالية للنشاط الاقتصادي.

2- متطلبات نجاح البنك المركزي :

إن نجاح البنوك المركزية في تحقيق هذا الهدف أي الاستقرار النقدي إنما تحدده مجموعة من العوامل و الشروط الذاتية أو المؤسسية تتعلق بمياكل هذه البنوك و تطورها و نوعية مواردها البشرية و استقلاليتها.

➤ **استقلالية البنك المركزي:** و تعني الاستقلالية حرية البنك المركزي في رسم و تنفيذ سياسته النقدية دونما الخضوع للاعتبارات أو التدخلات السياسية. و لا تعني الاستقلالية بأي حال من الأحوال الانفصام التام بين البنك المركزي و الحكومة، و لكن لبلوغ أهداف السياسة النقدية لابد من الحفاظ على أكبر قدر ممكن من الانسجام بين السياسة النقدية و المالية.

3- **مفهوم البنك المركزي:** يحتل البنك المركزي مكانة هامة في سوق النقدي و يقف على قمة الجهاز المصرفي لأي اقتصاد هدفه الرئيسي ليس الربح و إنما تحقيق الصالح العام، يتعارف عليه باسم البنك المركزي و هو مصطلح حديث النشأة باعتباره كان يدعى بنك الإصدار، تطورت وظيفته الأساسية من مجرد القيام بعملية الإصدار لأوراق البنكنوت

و المحافظة على قيمة النقود ليتولى في مراحل متقدمة تنظيم حجم الائتمان على مستوى الاقتصاد بما يتناسب و الظروف السائدة فيه و يعتبر بنك السويد أقدم البنوك المركزية في العالم تأسس سنة 1656 .
ما يميز البنك المركزي انه مؤسسة مالية لا يتعامل مع الأفراد بل يهتم فقط بتنظيم و رقابة نشاط البنوك التجارية دون أن يكون لهذه البنوك أي وجه لخوض المنافسة معه و يعتبر بنكا لمجموع هذه البنوك لذا أطلقت عليه تسمية بنك البنوك باعتبار أن كل البنوك التجارية تحافظ بأرصدها المالية السائلة في حساباتها لدى البنك المركزي.
4- وظائفه :

4-1- بنك الإصدار: من خلال هذه الوظيفة يقوم البنك المركزي بدوره في كل اقتصاد بغض النظر عن السياسة المطبقة فيه أو درجة تطوره في إصدار النقود بشكليها الورقي و المعدني و قد انفرد بهذه الوظيفة حفاظا على الصالح العام فإذا تعددت الأطراف التي تصدر النقود الورقية فإن الاقتصاد بالضرورة سوف يشهد فوضى في التعاملات المالية.
4-2- باعتباره بنك الحكومة : ينفرد البنك المركزي بوظيفة أساسية في خدمة الدولة ممثلة في الحكومة باعتباره مستودعا لأموالها المتحصل عليها عن طريق الضرائب و الرسوم و تسحب عليه كل الشيكات التي تستخدمها الحكومة للوفاء بديونها، كما يقوم بأداء فوائد القروض المترتبة عنها و بالتالي قيامه بكل العمليات المالية التي تحتاج إليها الحكومة باعتباره بنك الحكومة يحتفظ لديه بحسابات كل الإدارات الحكومية و الهيئات الرسمية و المؤسسات الحكومية و يمارس نفس الوظائف التي يمارسها البنك التجاري مع عملائه.

◀ يتولى البنك المركزي إقراض الحكومة قروضا قصيرة الأجل في الفترة الفاصلة بين عملية الإنفاق و عملية تحصيل الإيرادات إلى جانب القروض الاستثنائية في حالات الانكماش.
◀ يعمل على تمثيل الحكومة في العمليات المالية الدولية فهو المسئول عن توفير احتياطات الدولة من العملات و الأوراق الأجنبية و يحقق الاستقرار في سعر صرف العملة المحلية أمام العملات الأجنبية.

4-3- باعتباره بنك البنوك :

وظيفة عامة يضطلع بها البنك المركزي باعتباره بنكا لكل البنوك التجارية هذه الخيرة ملزمة بالاحتفاظ بأرصدها النقدية السائلة في حسابات خاصة بها لدى البنك المركزي، هذا الأخير بموجب التشريع يحتفظ لديه باحتياطات إجبارية لتلك البنوك يتغير حجمها حسب الظروف الاقتصادية حيث تزيد في حالات التضخم و تنخفض في حالات الانكماش.

● كما يقدم البنك المركزي للبنوك التجارية خدمة هامة تتمثل في إعادة خصم ما تملكه من أوراق تجارية قصيرة الأجل التي قامت هي بخصمها لعملائها في فترة سابقة إن احتاجت إلى سيولة مطبقا عليها ما يدعى بسعر إعادة الخصم.

4-4- باعتباره الرقيب على الائتمان:

وظيفة هامة يتحدد وفقها الائتمان الممنوح على مستوى الاقتصاد من خلال مجموع البنوك التجارية هذه الأخيرة تمتلك قدرة كبيرة على خلق نقود الودائع و خلق الائتمان الممنوح للأفراد و المشروعات المؤثرة بذلك في عرض النقود ممارسة بذلك تأثير على أداء النشاط الاقتصادي عموما. لذلك فإنه من الضروري فرض رقابة على النشاط الائتماني

للبنوك التجارية بحيث يكون حجمه و توقيته بما يتناسب و الأوضاع الاقتصادية السائدة من حالات الكساد و التضخم.

المطلب الثاني : السياسة النقدية و أدواتها

1- تعريف السياسة النقدية : تعتبر السياسة النقدية من الإجراءات اللازمة التي تمكن السلطات النقدية من ضبط عرض النقود أو التوسع النقدي بما يتماشى و حاجة المتعاملين الاقتصاديين، و هي هدف البنك المركزي في ممارسته للرقابة على النقود، على معدلات الفائدة و على شروط القروض.

و يمكن لهته السياسة أن تكون تقييدية بمعنى أنها تسعى إلى تقليص عرض النقود و رفع معدلات الفائدة قصد كبح نمو الناتج المحلي الخام و خفض معدلات التضخم و حتى رفع سعر صرف العملة الوطنية، كما يمكن أن تكون هذه السياسة توسعية و ذلك بزيادة عرض النقود قصد تخفيض معدلات سعر الفائدة تشجيعا لزيادة الاستثمار و منه نمو الناتج المحلي الخام.

و يعرفها *George Parient* على أنها مجموع التدابير المتخذة من قبل السلطات النقدية قصد إحداث أثر على الاقتصاد، و من أجل ضمان استقرار أسعار الصرف.

كما تعرف بأنها تلك الإجراءات التي تستخدمها الدولة للتأثير في عرض النقود لإيجاد التوسع و الانكماش في حجم القوة الشرائية للمجتمع.

2- أهداف السياسة النقدية :

1-2- الأهداف الوسيطة:

- ✓ التحكم في الجاميع النقدية M_2, M_1, M_0 وهي أكبر مجمع نقدي يمكن أن يتحكم فيه البنك المركزي.
- ✓ تحديد أسعار الفائدة القصيرة و الطويلة الأجل.

2-2- الأهداف النهائية:

- تحقيق الاستقرار في المستوى العام للأسعار.
- تشجيع النمو الاقتصادي.
- الوصول إلى مستوى العمالة الكاملة.
- تحقيق استقرار في سعر الصرف.
- تحقيق توازن في ميزان المدفوعات و الميزان التجاري.

➔ في الدول الصناعية هناك اتجاه متزايد نحو عدم التوسع في الأهداف و الاقتصاد على هدف واحد للسياسة النقدية يتمثل في استقرار الأسعار. و عادة ما تقوم البنوك المركزية بإصدار تقارير دورية عن السياسة النقدية تعرف بتقارير التضخم، توضح نوايا البنوك المركزية حول المسار المقبل للسياسة النقدية، و تفسر الفوارق بين معدلات التضخم الفعلية و المستهدفة.

3- أدوات السياسة النقدية:

1-3- الأدوات المباشرة للسياسة النقدية:

1- **تأطير القروض:** و هو إجراء تنظيمي تقوم بموجبه السلطة النقدية بتحديد سقف لتطور القروض الممنوحة من قبل البنوك التجارية بكيفية إدارية مباشرة وفق نسب محددة خلال العام، كآلا يتجاوز ارتفاع مجموع القروض الموزعة نسبة معينة. و في حالة الإحلال بهذه الإجراءات تتعرض البنوك إلى عقوبات، تتباين من دولة إلى أخرى. واعتماد هذا الأسلوب ينبع من سعي السلطات النقدية إلى التأثير على توزيع القروض اتجاه القطاعات الأكثر حيوية بالنسبة للتنمية، أو التي تتطلب موارد مالية كبيرة.

ب - **نسب دنيا من السيولة:** و يقتضي هذا الأسلوب أن يقوم البنك المركزي بإجبار البنوك التجارية على الاحتفاظ بنسبة دنيا يتم تحديدها عن طريق بعض الأصول المنسوبة إلى بعض مكونات الخصوم، و هذا لخوف السلطات النقدية من خطر الإفراط في الإقراض من قبل البنوك التجارية بسبب ما لديها من أصول مرتفعة السيولة، و هذا بتجميد بعض الأصول في محافظ البنوك التجارية، و بذلك يمكن الحد من القدرة على إقراض القطاع الاقتصادي.

ج - **التأثير و الإقناع الأدبي:** و هي وسيلة تستخدمها البنوك المركزية بطلبها بطرق ودية و غير رسمية من البنوك التجارية لتنفيذ سياسة معينة في مجال منح الائتمان. و يعتمد نجاح هذا الأسلوب على طبيعة العلاقة القائمة بين البنوك التجارية و البنك المركزي.

3-2- الأدوات الغير مباشرة للسياسة النقدية:

أ- **عمليات السوق المفتوحة:** يقوم البنك المركزي ببيع و شراء السندات الحكومية باستخدام عمليات السوق المفتوحة و ذلك بهدف التأثير على حجم النقد المتداول و عرض النقود في الاقتصاد.

ب- **الاحتياطي القانوني:** يلزم البنك المركزي البنوك التجارية على الاحتفاظ بنسبة معينة من الودائع كاحتياطي قانوني حيث لا يمكن للبنك التجاري التصرف بهذا المبلغ و تسمى هذه النسبة بنسبة الاحتياطي القانوني.

ج- **سعر الخصم:** تقتض البنوك التجارية من البنك المركزي الذي يقوم بدوره بفرض سعر فائدة معين يسمى بسعر الخصم، و يعتبر سعر الخصم من الطرق الأساسية التي يستطيع من خلالها البنك المركزي التأثير على سعر الفائدة (تكلفة الإقراض و عائد الوديعة).

4- **استخدام أدوات السياسة النقدية:** يتم استخدام أدوات السياسة النقدية بالتحديد لمواجهة الفجوات التضخمية و الانكماشية كما يلي:

4-1- استخدام أدوات السياسة النقدية في علاج الفجوات التضخمية: (سياسة انكماشية)

تنتج الفجوة التضخمية نتيجة ارتفاع الطلب الكلي عن العرض الكلي و يمكن القضاء على هذه الفجوة عن طريق التقليل من الطلب الكلي و في هذه الحالة يتم استخدام سياسة نقدية انكماشية كما يلي:

أ) **عمليات السوق المفتوحة:** يقوم البنك المركزي ببيع السندات الحكومية إلى الأفراد و البنوك التجارية و المؤسسات المختلفة، حيث أن عملية البيع هذه سوف تؤدي إلى انخفاض كمية النقد المتداولة في الاقتصاد فتتخفف القوة الشرائية للأفراد كما ينخفض حجم الإنفاق الاستهلاكي و الاستثماري إلى الحد الذي يتساوى فيه الطلب الكلي مع العرض الكلي.

(ب) سعر الخصم: يقوم البنك المركزي برفع سعر الخصم مما يعني انخفاض حجم القروض المتوفرة لدى البنوك التجارية و التي بدورها ترفع من سعر الفائدة على الودائع و القروض فيرتفع حجم الأموال المودعة لدى البنوك و من جهة أخرى ينخفض حجم القروض بسبب ارتفاع تكلفة الإقراض، و يؤدي هذا إلى انخفاض حجم الإنفاق الاستهلاكي و الاستثماري مما يعني انخفاض الطلب الكلي و تستمر هذه العملية حتى يعود الطلب الكلي إلى مستوى التوازن.

(ج) الاحتياطي القانوني: يقوم البنك المركزي برفع نسبة الاحتياطي القانوني مما يعني انخفاض قدرة البنوك على توليد الائتمان فينخفض الإنفاق الاستهلاكي و الاستثماري إلى الحد الذي يتساوى فيه الطلب الكلي مع العرض الكلي.

4-2- استخدام أدوات السياسة النقدية في علاج الفجوات الانكماشية: (سياسة توسعية)

تنتج الفجوة الانكماشية بسبب انخفاض الطلب الكلي عن العرض الكلي و يمكن القضاء على هذه الفجوة عن طريق تحفيز و زيادة الطلب الكلي أي يتم اتباع سياسة نقدية توسعية كما يلي:

(أ) عمليات السوق المفتوحة: و تتضمن هذه الأداة قيام البنك المركزي بشراء السندات الحكومية من الأفراد و البنوك التجارية و المؤسسات المختلفة حيث أن عملية الشراء ستؤدي إلى ارتفاع كمية النقد المتداول في الاقتصاد مما يعمل على زيادة القوة الشرائية للأفراد و زيادة حجم الإنفاق الاستثماري الذي يقوم به قطاع الأعمال فيرتفع حجم الإنفاق الاستهلاكي و الاستثماري مما يعمل على زيادة الطلب الكلي إلى الحد الذي يتساوى فيه مع العرض الكلي.

(ب) سعر الخصم: يقوم البنك المركزي بتخفيض سعر الخصم مما يعني تشجيع البنوك التجارية على الاقتراض بكميات أكبر أي زيادة المعروض النقدي المتسبب في انخفاض سعر الفائدة و زيادة الإنفاق الاستهلاكي و الاستثماري و منه ارتفاع الطلب الكلي إلى مستوى العرض الكلي.

(ج) الاحتياطي القانوني: يقوم البنك المركزي بتخفيض نسبة الاحتياطي القانوني مما يعني زيادة قدرة البنوك التجارية على توليد الائتمان فيرتفع الطلب الكلي و يتساوى مع العرض الكلي.

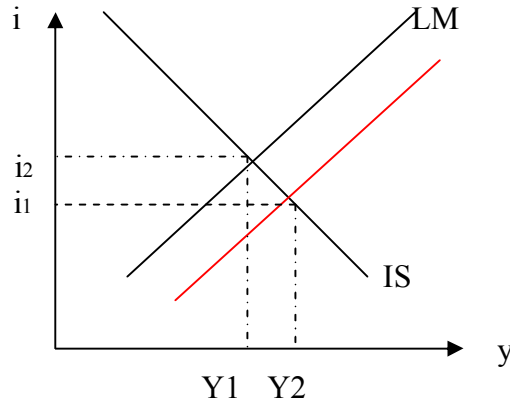
المطلب الثالث: فعالية أو نجاعة السياسة النقدية

1- فعالية أدوات السياسة النقدية: تكون الأدوات المباشرة ذات فعالية إذا كانت هناك علاقة مالية و متينة بين البنك المركزي و البنوك التجارية، أما سياسة السوق المفتوحة فتكون فعاليتها في الحالات التضخمية أما في الحالات الانكماشية فإن ملاك سندات الخزينة يجمعوا على بيعها باعتبارها أوراق مالية ذات جودة عالية، أما عن سياسة الاحتياطي القانوني و سياسة إعادة الخصم فإنها لا تكون ناجعة مع البنوك التي تملك سيولة كبيرة لذا تلجأ البنوك المركزية إلى أداة أخرى من الأدوات المباشرة و هي نسب دنيا من السيولة.

2- نموذج LM-IS و تطبيق السياسة النقدية:

باستعمال هذا النموذج يمكن المحافظة على النمو الاقتصادي عند معدل معقول من التضخم، بالإضافة إلى تحريك فترات الرخاء و فترات الكساد قبل إفلاتها عن الاتجاه المعقول:

لنفترض في هذه الحالة أن البنك المركزي يتبع سياسة السوق المفتوحة، ففي هذه الحالة يشتري هذا الأخير السندات الحكومية مقابل النقود فيزداد مخزون النقود، و ينتقل منحني LM إلى اليمين و تسمى هذه السياسة بالسياسة النقدية التوسعية، و المنحنى البياني التالي يوضح ذلك:



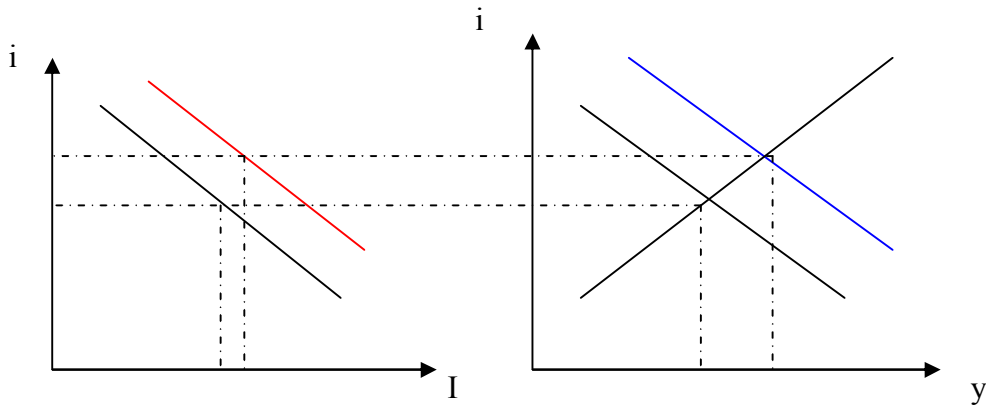
بشراء البنك المركزي للسندات ينخفض سعر الفائدة الذي يؤثر بدوره على زيادة حجم الاستثمار، و حجم الإنتاج و كذلك معدلات النمو الاقتصادي و البطالة.

في هذه النقطة نتطرق لمصيدة السيولة و هي الوضعية التي يكون فيها منحني LM أفقياً و أن التغيرات في كمية النقود لا تنقل من منحني LM ، في هذه الحالة لا يكون للسياسة النقدية أي تأثير على سعر الفائدة أو الدخل أي أن السياسة النقدية غير فعالة.

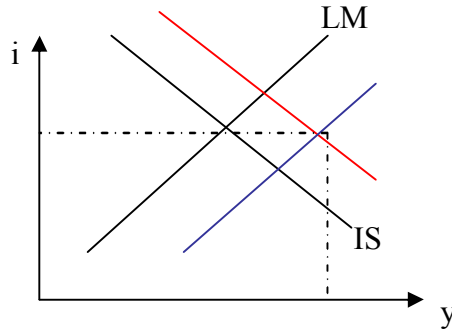
و تستلزم الحالة المعاكسة لمصيدة السيولة أن يكون منحني LM عمودي فان التغير في كمية النقود له الأثر الأعظم على مستوى الدخل أي أن السياسة النقدية ذات فعالية عالية بينما تكون السياسة المالية عديمة الفعالية على مستوى الدخل.

3- تأثير السياسة المالية على السياسة النقدية:

و لتوضيح هذا الأثر نفترض أن الحكومة قامت بدعم الاستثمار فينتقل منحني الكفاءة الحدية لرأس المال نحو الأعلى فيتسبب من ناحية أخرى في تحريك منحني IS نحو الأعلى لكن التغير في الدخل لم يكن كما لو بقي سعر الفائدة ثابت لذا نقول أن الارتفاع في سعر الفائدة يكبح و لا يلغي أثر تدعيم الاستثمار و الشكل التالي يبين ذلك:



لكن بإتباع السياسة النقدية موازية للسياسة المالية نلاحظ أن سعر الفائدة يعود إلى المستوى الأول مع تحقيق دخل أكبر كما بين الشكل التالي:

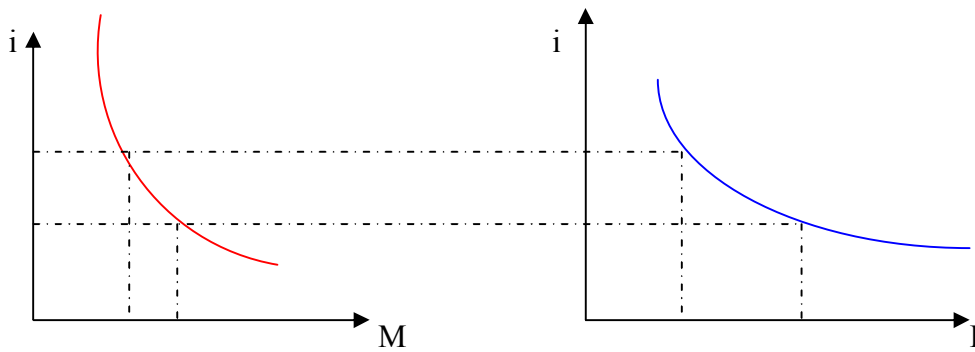


و يمكن توضيح الأثرين للسياسة الاقتصادية من خلال الجدول التالي:

الآثار		نوع التوسع	السياسة المتبعة
سعر الفائدة التوازني	الدخل التوازني		
-	+	توسع نقدي	نقدية
+	+	توسع مالي	مالية

4- فعالية السياسة النقدية في ظل النظرية الكينزية:

4-1- سياسة نقدية ذات تأثير قوي: وتكون السياسة النقدية ذات تأثير قوي إذا كان المعروض النقدي يحرك الاستثمار والنشاط الاقتصادي لأن كينز لم يفصل القطاع النقدي عن القطاع الحقيقي وأعتبر النقود غير حيادية في النشاط الاقتصادي²⁵، وسنبين ذلك من خلال منحني التفضيل النقدي أقل مرونة ومنحني الاستثمار أكثر مرونة



سياسة نقدية ذات تأثير قوي

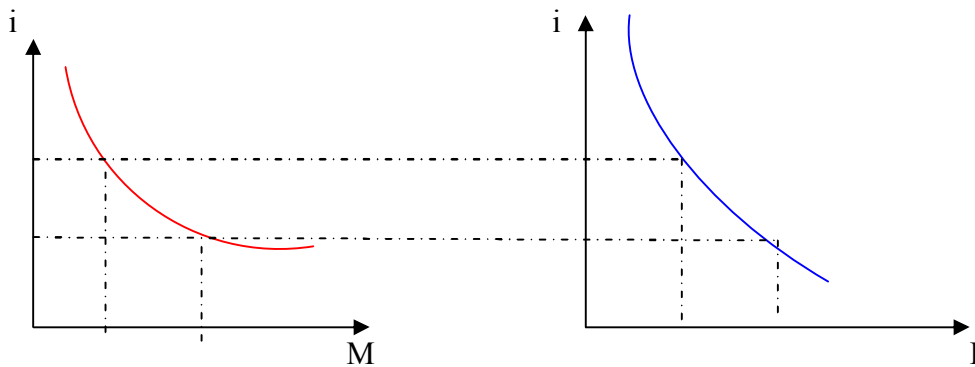
و النتيجة التي يتم التوصل إليها أنه كلما كان سعر الفائدة أكثر مرونة بالنسبة للتغيرات في كمية النقود و كان الاستثمار مرناً بالنسبة للتغيرات في سعر الفائدة كلما كان تأثير السياسة النقدية فعالاً في إحداث الأثر المتوقع. ويحدث هذا عندما يعمل البنك المركزي على زيادة المعروض النقدي فيخفض سعر الفائدة، وبما أن سعر الفائدة مرناً بالنسبة لكمية النقود فإن أي تغير طفيف ($M \Delta$) سيخفض من سعر الفائدة بشكل أكبر، مما يجعل الطلب على القروض الاستثمارية يزيد لزيادة حجم المشاريع وتوفير مناصب الشغل وزيادة معدل النمو الاقتصادي لأن الاستثمار مرناً

²⁵ - عبد القادر خليل، مبادئ الاقتصاد النقدي والمصرفي، الجزء الأول، ديوان المطبوعات الجامعية، الطبعة الثانية، 2014، ص 284.

ويتحرك بسرعة إذا أنخفض سعر الفائدة، لكن كينز وجه هذه الآلية للدول المتقدمة أما الدول المتخلفة و النامية فلا يمكن أن تكون السياسة النقدية ناجحة بهذه الآلية²⁶ لأن تخفيض سعر الفائدة قد يجعل الأفراد يرفعون من مستواهم الاستهلاكي وربما يقع الاقتصاد في مصيدة السيولة ، أو أن تخلف الجهاز المصرفي أو الجمود الهيكلية قد يقلل من فعالية سعر الفائدة في رفع حجم الاستثمار.

4-2- سياسة نقدية ذات تأثير ضعيف:

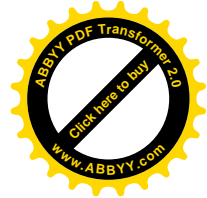
لكن في الحالة العكسية أي كلما كان سعر الفائدة غير مرن بالنسبة للتغيرات في كمية النقود و كان الاستثمار غير مرن بالنسبة للتغيرات في سعر الفائدة كلما كان تأثير السياسة النقدية أقل فعالية. ومعنى هذا أن التغير قد يكون كبير في حجم الكتلة النقدية ($M \Delta$) إلا أن مجموع المستثمرين لا يولون أهمية لتغير سعر الفائدة بسبب خوف المستثمرين من المناخ الاستثماري كما حدث في أزمة الكساد 1929، فتكون الزيادة في حجم الاستثمار غير فعالة في النشاط الاقتصادي مقارنة بحجم السيولة المضافة، وهذا يحدث بكثرة في الاقتصاديات التي تصل إلى ذروة التشبع أو لم تجد أسواق جديدة لها، وقد تكون دول متخلفة تتميز بالبيروقراطية و الجمود الهيكلية للاستثمارات رغم زيادة حجم التمويل. فالاحتفاظ بالنقود بدلا من استثمارها جاء نتيجة عنصر الشك و المخاطر بالمستقبل الذي يسيطر على الأفراد²⁷.



سياسة نقدية ذات تأثير ضعيف

²⁶ - بلعروز بن علي، محاضرات في النظريات والسياسات النقدية، ديوان المطبوعات الجامعية، الطبعة الثالثة، 2008، ص 130.

²⁷ - عباس كاظم الدعيمي، السياسات النقدية والمالية وأداء سوق الأوراق المالية، دار صفاء للنشر والتوزيع، عمان - الأردن، الطبعة الأولى، 2010، ص 31.



الفصل الثاني

أسواق رأس المال

المبحث الأول : التقسيمات المختلفة للأسواق المالية

مقدمة :

على الرغم من التباين المتعددة لأسواق المال عند الكثير من الدارسين و الباحثين إلا أنه يمكن تبويب أنواع الأسواق المالية بصفة عامة إلى نوعين هما : الأسواق النقدية وأسواق رؤوس الأموال.

المطلب الأول : السوق النقدية²⁸ :

أو السوق ما بين البنوك : لقد عرفت السوق النقدية *Money Market* بأنها السوق التي تتداول فيها الأوراق المالية قصيرة الأجل من خلال السماسرة و البنوك التجارية، وكذا من خلال الجهات الحكومية و ذلك بالنسبة للأوراق المالية قصيرة الأجل التي تصدرها الحكومة.

كما عرفت بأنها سوق القروض قصيرة الأجل فيما بين المؤسسات المالية، أو كما تعرف بسوق السيوليات أو سوق رؤوس الأموال قصيرة الأجل. و عليه فان السوق النقدية هي تلك السوق التي يلتقي فيها العرض و الطلب على القروض قصيرة الأجل و هي غير محددة بمكان معين كما هو الشأن بالنسبة لكثير من البورصات، بل تتم العمليات فيها باستعمال الهاتف، التلكس، الفاكس أو أجهزة الإعلام الآلي و غيرها من وسائل الاتصال، أي لا يشترط في قيام السوق النقدية توفر مبنى مثلا أو غيره من الهياكل.

و تتكون السوق النقدية من فرعين أو أكثر حسب البلد و تطور تلك السوق و كذا حسب قدرة و سيطرة البلد على تلك السوق من حيث الرقابة و التنظيم. ففي الولايات المتحدة على سبيل المثال تتكون من سوقين فرعيين خصصت كل منهما لنوع معين من العمليات.

1- يتمثل السوق الأول في **سوق الخصم** *The Discount Market* أين تخضم الأوراق التجارية من كمبيالات و سندات و أدونات خزينة. و الخصم هي عملية مالية تتم بين حامل الورقة التجارية و بين بنك ما، يتم بموجب هذه العملية صرف تلك الورقة قبل تاريخ استحقاقها مقابل نسبة معينة يأخذها البنك، أي دفع قيمتها لحاملها، مما يوفر لهذا الأخير سيولة هو في حاجة إليها في الوقت الحاضر، و بعد حصول البنك على الورقة يمكنه هو الآخر صرفها قبل تاريخ الاستحقاق أيضا بسبب نقص السيولة لديه أو لأي غرض آخر، و ذلك لدى البنك المركزي و هذا ما يعرف بإعادة الخصم.

2- و تتمثل السوق الفرعية الثانية للسوق النقدية في الولايات المتحدة في **سوق القروض قصيرة الأجل** *Short term Loan Market* التي بواسطتها يلتقي العارضون و الطالبون لرؤوس الأموال لفترات قصيرة نسبيا قد تصل إلى يوم واحد، كما قد تصل المدة إلى 6 أشهر أو 9 أشهر أو سنة على الأكثر. و يتمثل العارضون لتلك الفوائض من السيوليات في البنوك التجارية و المؤسسات المالية المتخصصة في منح القروض قصيرة الأجل و يتمثل الطالبون لتلك السيوليات في الأفراد و المؤسسات بغرض تغطية العجز الطارئ و المؤقت أو التمويل قصير الأجل.

²⁸ - الدكتور جبار محفوظ ، البورصة و موقعها من أسواق العمليات المالية، الجزء الأول، الطبعة الأولى 2002 دار هومة الجزائر، ص 64-71.

و إذا كانت السوق النقدية في الولايات المتحدة تتكون من سوق الخصم و سوق القروض قصيرة الأجل فهي أيضا تتكون في فرنسا من سوقين فرعيتين، الأولى عبارة عن **السوق فيما بين البنوك** *marché Interbancaire* و كما يدل اسمها فهي مخصصة أساسا للمعاملات في القطاع البنكي و بذلك فان هناك مؤسسات مالية معينة يخول لها القانون الفرنسي المشاركة في التعامل في هذه السوق مثل المؤسسات المتخصصة في القروض *Etablissements de crédit* ، بنك فرنسا أي البنك المركزي، الخزينة العمومية، المصالح المالية للبريد و غيرها من المؤسسات المالية المتخصصة.

يقوم بنك فرنسا بدور هام في تنظيم ومراقبة هذه السوق الفرعية، إذ يتدخل عند حدوث إختلالات في التوازن بوسائل معينة كالإعلان عن المناقصات *Appels d'offres*، بيع و شراء سندات الخزينة.... الخ، تمكنه و السلطات التابعة له من العودة بتلك السوق إلى حالة التوازن كما تقوم بإعادة تمويل مؤسسات القروض و نشر أسعار الصرف يوميا و التي تتحدد بواسطة العرض و الطلب.

أما السوق الفرعية الثانية للسوق النقدية الفرنسية فهي سوق القيم المتداولة *Marché des titres de créances négociables* ، حيث يتم تداول شهادات الإيداع *Certificats de dépôt* ، أذونات الخزينة و سندات المؤسسات و الشركات المالية و كذا سندات الخزينة العمومية المتداولة. و على عكس السوق فيما بين البنوك فإن هذه السوق، أي سوق القيم المتداولة مفتوحة لكافة المتعاملين الاقتصاديين طالما أنهم يحققون الشروط و الضمانات المطلوبة. و على الرغم من اختلاف طريقة تقسيم السوق النقدية في الولايات المتحدة عنها في فرنسا و ربما تختلف من بلد إلى آخر إلا أننا نرى أن أهداف هذه السوق متشابهة في معظم البلدان المتقدمة، حيث توفر هذه السوق فرصا جيدة للدخار و الاستثمار لآجال قصيرة و بذلك يتخلص المتعاملون الاقتصاديون من أفراد و مؤسسات من السيولة الفائضة لمدة قصيرة و الاستفادة من الفوائد على تلك السيولة.

بعبارة أخرى فان هذه السوق تساعد في القضاء على الاكتناز الذي يؤثر على الإنفاق و يخفض من مبيعات المؤسسات و بالتالي تدني عائدها و يتسبب هذا في تدهور تسديداتها للعمال و الموردين و يجرمها من التوسع الذي يوفر فرص تشغيل متعددة، أي انتشار البطالة وغيرها من النتائج السلبية التي غالبا ما تؤدي إلى الركود الاقتصادي، كما هو الحال في الكثير من دول العالم المتخلف الذي عادة ما تنتشر فيه ظاهرة الاكتناز.

و عليه يمكن القول أن هناك فوائض مالية سائلة (دخول، فوائد،) و من جهة أخرى هناك أفراد و مؤسسات في حاجة إلى تلك الفوائض لتسديد مستحققاتها الآنية و دون اللجوء إلى الديون متوسطة و طويلة الأجل، من هنا تأتي أهمية السوق النقدية في الجمع بين هاتين الجهتين.

المطلب الثاني : المتعاملون في السوق النقدية²⁹ :

يتعامل في السوق النقدية أطراف متعددة إما بصفتها طالبة للنقود أو بصفتها عارضة للنقود، و هذه الأطراف هي :

1- الطرف الأول : يتمثل في المؤسسات الوسيطة، مالية كانت أو نقدية مثل : البنوك و شركات التأمين و المؤسسات المالية و بيوت الخصم و القبول و الدفع و سمسرة الأذون و الخزينة العامة.

²⁹ - محمود سحنون : الاقتصاد النقدي و المالي، دار بهاء الدين للنشر و التوزيع، الطبعة الأولى 2003 ، ص 130.

2- الطرف الثاني : يتمثل في أصحاب الفوائض المالية، أي الفئات التي لديها مدخرات و تبحث عن توظيف قصير الأجل يحقق لها السيولة و العائد و تتحمل جزء من المخاطر.

3- الطرف الثالث : يتمثل في الوحدات الاقتصادية و الأفراد و المؤسسات ذات العجز و التي تحتاج إلى سيولة أو ائتمان قصير الأجل لسداد التزامات عاجلة أو عجز مؤقت دون تحمل أعباء أو تكاليف عالية، ومن هؤلاء : التجار، المضاربين، السماسرة، المستهلكين الذين لهم قدرة على الدفع، الحكومات، المنشآت، لمواجهة التزامات قصيرة الأجل.

أما الصكوك المتداولة في سوق النقد³⁰ : فيمكن تقسيمها على أساس العائد كما يلي :

☞ ودائع السوق النقدية :

عبارة عن وودائع بسعر فائدة ثابت و أجلها محدد بسنة، و لا يمكن سحبها قبل هذه المدة، لكن يمكن تداولها في السوق النقدي خلال هذه المدة.

☞ ودائع الشهادات الادخارية :

هي عبارة عن إيصالات من البنوك مقابل الإيداعات لديها و تحمل تلك الودائع أسعار فائدة ثابتة و لها أجل استحقاق محدد لا تسحب إلا بحلول هذا التاريخ و لها إمكانية التداول في السوق النقدي، و في العادة تكون آجال شهادات الإيداع من شهر إلى ثلاثة أشهر و بعضها قد يتجاوز العام و يصل إلى أجل خمس سنوات.

☞ أدونات الخزينة :

و تمثل أوراق مالية حكومية قصيرة الأجل يبلغ أجلها في العادة ثلاثة أشهر. و لا يزيد استحقاقها على سنة وهي غير قابلة للتداول في البورصة حيث تعتبر جزء من أدوات سوق النقد و ليس سوق رأس المال، أما السندات الحكومية يصل تاريخ استحقاقها إلى 30 سنة، تصدرها الحكومة لتمويل العجز في الموازنة العامة و تتميز بانخفاض درجة المخاطرة لأنها مضمونة من قبل الحكومة.

☞ الكمبيالات :

و تعرف بالأذون التجارية و تماثل أذون الخزينة إلى أنها تصدر بمعرفة المنشآت الخاصة في مقابل مبيعاتها السلعية و تستخدم لتمويل الأعمال التجارية في الأجل القصير.

☞ الأوراق التجارية :

و هي الأوراق التجارية التي تحمل وعود بالدفع تصدرها الشركات الكبيرة بأجل استحقاق يتراوح بين يوم واحد و سنة كاملة، و لا يوجد أي ضمان لهذه الأذون إلا ما تتمتع به الشركات من سمعة ائتمانية واستعداد البنوك للتعامل معها لسداد هذه الأوراق عند الاستحقاق.

المطلب الثالث : سوق رؤوس الأموال

تسمى أيضا بسوق رؤوس الأموال طويلة الأجل تميزا لها عن سوق رؤوس الأموال قصيرة الأجل أو السوق النقدية التي سبق و أن تطرقنا لها، و هذا التصنيف كان تبعا لأجل الورقة المالية المصدرة حيث يتم تداول بعض أدوات سوق

³⁰ - محمود سحنون : الاقتصاد النقدي و المالي، دار بهاء الدين للنشر و التوزيع، الطبعة الأولى 2003 ، ص 131.

النقد كأذونات الخزنة و السندات قصيرة الأجل التي لا تزيد آجالها عن سنة واحد، بينما يتم تداول الأسهم و السندات متوسطة و طويلة الأجل و التي تزيد آجالها عن سنة في سوق رؤوس الأموال و التي يتم تقسيمها وفقا لطبيعة الإصدار إلى قسمين رئيسيين هما³¹ :

1- سوق الإصدارات أو السوق الأولية : *Primary Market*

يتم بيع الاصدارات الجديدة من الأسهم و السندات في السوق الأولي، حيث تطرح الحكومة السندات و أذونات الخزينة لتمويل الإنفاق العام، بينما تطرح الشركات و مؤسسات العمال السندات و الأسهم للحصول على احتياجاتها التمويلية لتنفيذ خططها الاستثمارية.

و يتم طرح الاصدارات الجديدة من الأسهم و السندات باستخدام ثلاثة أساليب هي :

✓ أن تتولى مؤسسة مالية متخصصة عادة ما تسمى بنك الاستثمار أو المتعهد *Underwriter* بتغطية عملية الإصدار لحساب الشركة أو الجهة الحكومية، و لا يخرج بنك الاستثمار عن كونه وسيط بين المستثمرين المحتملين للورقة المالية المصدرة و الجهة التي قررت إصدارها فهو يقدم النصح و المشورة للجهة المعنية فيما يتعلق بنوع الورقة المصدرة و التوقيت المناسب للإصدار، و حجم و سعر الإصدار وقد يتعهد بنك الاستثمار على بذل أقصى جهد لتصريف الإصدار دون أي التزام منه بتصريف قدر معين، و يتم إنجاح هذه العملية باللجوء إلى عقود ضمانه تندرج ضمن أحد النموذجين الأساسيين التاليين:

✗ العقود التي تلزم الوطاء : في هذه الحالة تستطيع المؤسسات المالية حيازة الأسهم قبل و ضعها بتصريف الجمهور، على أن تأخذ على عاتقها عملية بيعها أو تلتزم بشراء الأسهم التي لم تجد لها مشترين في نهاية العملية.

✗ عقود المعاونة : *contrats d'assistance*

العقد في هذه الحالة لا يلزم المؤسسات المالية ببيع كل الإصدارات من الأوراق المالية، بل تكفي هذه المؤسسات فقط بتقديم المساعدة من أجل تسهيل إنجاح العملية.

وفي الدول التي تتسم بصغر حجم سوق الأوراق المالية قد تتولى البنوك التجارية مهمة الترويج للإصدار.

✓ أن تقوم جهة الإصدار بنفسها بالاتصال مباشرة بعدد من المستثمرين مثل المؤسسات المالية الضخمة، لكي تباع الأسهم و السندات المصدرة.

✓ أسلوب المزاد : و بمقتضى هذا الأسلوب تتم دعوة المستثمرين المحتملين لتقديم عطاءات *Bids* تتضمن الكميات المراد شرائها و سعر الشراء، و يتم قبول العطاءات ذات السعر الأعلى ثم ذات السعر الأقل إلى أن يتم التصريف الكامل للإصدار. وعادة ما يتم استخدام ذلك الأسلوب لتصريف الاصدارات من السندات الحكومية و أذونات الخزنة.

و تعد السوق الأولية الوسيلة التي يحصل من خلالها الوحدات الاقتصادية على الموارد المالية لتمويل استثماراتها. وتباع لذلك فهي بمثابة سوق للاستثمار الحقيقي لتلك الوحدات، و سوق للاستثمار المالي للوحدات المشتري للأوراق المالية. فإذا قامت تلك الوحدات بإعادة بيع الأوراق المالية في السوق الثانوية فلن يوجد استثمار حقيقي بل يوجد استثمار

³¹- عاطف و ليم أندراوس، السياسة المالية و أسواق الأوراق المالية، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية، 2005 ص 7-10.

مالي للمشتري الجديد للأوراق المالية المباعة، و تبعا لذلك فليس كل استثمار مالي يتم لتمويل استثمار حقيقي، لأن السوق الثانوية هي سوق الاستثمار المالي و ليس الاستثمار الحقيقي.

2- سوق التداول أو السوق الثانوية *Secondary Market* :

هي تلك السوق التي يتم فيها إعادة بيع الأوراق المالية التي سبق إصدارها و تبعا لذلك يحصل بائع الورقة المالية في السوق الثانوية على قيمتها و ليست الشركة أو الجهة المصدرة لها. و تقوم السوق الثانوية بدور لا يمكن الاستغناء عنه لأي اقتصاد متقدم أو حتى في طريقه إلى التقدم، إذ أنها تجعل من وجود السوق الأولية أمرا ممكنا، بمعنى أنه بدون السوق الثانوية لا تنشأ سوق أولية، ففي السوق الثانوية يتم تسهيل الأوراق المالية و تحويلها بسهولة إلى نقود عن طريق البيع و لا شك أن إمكانية تسهيل الأوراق المالية يجعلها أكثر قبولا و جاذبية حيث يكون من السهل بيعها و تحويلها إلى نقود بسرعة و بدون خسائر.

إن عدم وجود سوق ثانوية للأوراق المالية يعني صعوبة تصريف الاصدارات الجديدة من الأوراق المالية، لأنه في تلك الحالة يتعين الاحتفاظ بها حتى تواريخ استحقاقها، و بالتالي فإنه بالرغم من كونها تمثل استثمارا ماليا مجتبا إلا أنها تسهل من تمويل الاستثمار الحقيقي.

وإلى جانب ما تقدم تساعد السوق الثانوية في عملية تسعير الأوراق المالية المصدرة في السوق الأولية حيث أن المشروعات و المؤسسات التي تشتري الأوراق المالية من السوق الأولية، سوف تدفع للجهة المصدرة سعرا لا يزيد عن السعر الذي تعكسه السوق الثانوية. و كلما زادت أسعار الأوراق المالية للشركة المصدرة في السوق الثانوية زاد السعر كذلك في السوق الأولية و من ثم قيمة رؤوس الأموال التي يمكن أن تجمعها الجهة المصدرة. و يتم تداول الأوراق المالية ضمن السوق الثانوية من خلال السماسرة *Brokers* و التجار *Dealers* و يعمل السماسرة كوسطاء بين المشتريين و البائعين بينما يعمل التجار لحسابهم الخاص.

2-1- أعضاء البورصة المنظمة³² :

هناك أنواع مختلفة من الأعضاء الذين يعملون بالبورصة مع العلم بأنه لا يتم الحصول على العضوية إلا بعد اجتياز اختبارات معينة مؤهلة و توفر شروط معينة تحددها الجهات الرقابية، كما أن كل نوع من الأعضاء يدفع رسوم معينة للعضوية و من أهم أنواع الأعضاء العاملين بالبورصة نذكر :

أ- السماسرة : *Brokers* هم الذين يتوسطون بين البائعين و المشتريين و يسهلون التعامل مقابل عمولة محددة بالقانون، و السماسرة يمثلون الجزء الأكبر من أعضاء البورصة و عادة ما يتخذون شكل شركات مساهمة بحد أدنى من رأس المال.

ب- تجار الأوراق المالية : *Dealers* هم الذين يشترون الأوراق المالية لحسابهم ثم يعيدون بيعها لتحقيق أرباح من الفروق بين أسعار البيع و أسعار الشراء، و عادة ما يحتفظون بمخزون من الأوراق المالية، كما قد يطلق عليهم صناع السوق *Market Markers* لأنهم يؤثرون على العرض و الطلب و من ثم على الأسعار، هذا و قد يجمع بعض أعضاء البورصة بين صفة السماسر و التاجر.

32 - محمد عبده محمد مصطفى، تقييم الشركات و الأوراق المالية لأغراض التعامل في البورصة، الدار الجامعية- الإسكندرية، ص 9-11.

ج- **سماسرة الصالة : Floor brokers** هم سماسرة يدفعون رسوم العضوية من أموالهم و لا ينتمون لأية شركة من شركات السمسرة و إنما ينفذون الأوامر في صالة التعامل لمن يطلب منهم من شركات السمسرة التي تكون لديها ضغوط عمل كبيرة في وقت ذروة نشاط البورصة، لذا يطلق على هؤلاء السماسرة أحيانا سماسرة السماسرة **Brokers' Brokers** و يحصلون على جزء من العمولة.

د- **تجار الصالة : Floor Traders** و هم تجار مسجلون بالبورصة و يدفعون رسوم العضوية من أموالهم الخاصة و لكنهم يقومون بالبيع و الشراء لحساب أنفسهم و هدفهم اغتنام فرص الربح من الفروق بين أسعار الشراء و البيع، لذا يطلق عليهم أحيانا المضاربون **speculators**.

هـ- **المتخصصون : Specialists** هم أعضاء البورصة الذين يتخصص كل واحد منهم للتعامل في ورقة مالية معينة أو عدد من الأوراق المالية، هذا و إذا تخصص أحدهم في ورقة مالية معينة فلا يجوز لغيره أن يتعامل في نفس الورقة حيث أن المتخصص في ورقة معينة هو المحتكر لها و هو وحده الذي يمكنه الإطلاع على الأوامر المحددة **Limit Orders** المتعلقة بتلك الورقة، و عادة ما يجمع المتخصصون بين نشاط السمسرة (الوساطة مقابل عمولة) و بين نشاط التجارة (بيع و شراء الأوراق المالية لحسابهم) و يلعب المتخصصون دورا هاما في البورصة مؤداه المساعدة على استقرار التعامل داخل البورصة حيث أنه في حالة زيادة العرض على الطلب بالنسبة لورقة مالية معينة يقوم المتخصصون بتخفيض هامش الربح لجذب المتعاملين و العكس صحيح.

2-2- تقسيمات سوق التداول :

تنقسم السوق المالية إلى سوق النقد و سوق رؤوس الأموال كما قسمنا سوق رؤوس الأموال إلى سوق أولية و ثانوية، كما تنقسم أسواق التداول إلى أسواق منظمة و أسواق غير منظمة، و يطلق على الأسواق المنظمة بورصة الأوراق المالية **stock exchange**، حيث يلتقي فيها طالبي و عارضي الأوراق المالية أو مندوبيهم بمكان محدد، حيث تكون الأوراق المالية المتداولة مسجلة و مستوفاة لشروط التداول.

و يتم التعامل في السوق الغير المنظمة **Over the counter market** في الأوراق المالية غير المسجلة في السوق الرسمية. و تحدث عملية التبادل في السوق الغير المنظمة - التعامل خارج المنصة - من خلال مكاتب المتعاملين و سماسرة السوق، حيث يتوافر لديهم البيانات الكاملة عن الأوراق المالية محل التعامل و أسعارها. و يتم الربط بين المتعاملين من خلال شبكة اتصالات قوية، يمكن عن طريقها أن يجري السمسار اتصالاته بتجار الأوراق المالية ليختار من بينهم من يقدم أفضل الأسعار.

بالإضافة إلى السوق الرسمية هناك أسواق أخرى غير رسمية لعل أهمها السوق الثالثة و الرابعة. و تمثل السوق الثالثة قطاع من السوق غير المنظمة الذي يتكون من بيوت السمسرة و من غير أعضاء الأسواق المنظمة، و لكن لهم حق التعامل في الأوراق المالية المصدرة في تلك الأسواق. و تنشأ السوق الرابعة عن طريق المؤسسات المالية و الاستثمارية الكبيرة و الأفراد الأغنياء الذين يتعاملون فيما بينهم في شراء الأوراق المالية بكميات كبيرة بهدف الحد من العمولات التي يتقاضاها السماسرة في الأسواق الأخرى.

وسواء كانت السوق التداول منظمة أو غير منظمة، فثمة ضرورة لوجود ما يسمى بصانعي الأسواق ، و يكون صانع السوق محتفظا بمخزون من الأوراق المالية يجعله على استعداد في أي وقت لبيع و شراء الأوراق المالية التي يتعامل فيها. و يلعب ما يسمى بالمتخصص *Specialist* دور صانع السوق في الأسواق المنظمة حيث يتخصص في التعامل في ورقة أو مجموعة من الأوراق المالية، و يجمع نشاطه بين السمسرة و الاتجار، فإذا قام المتخصص بالتوفيق بين رغبات المشترين و رغبات البائعين فهو يعمل كسمسار. وإذا لم يستخدم المتخصص ما لديه من مخزون لتوفيق الرغبات، و من ثم فهو في تلك الحالة يعمل كتاجر. و يعمل المتخصصون بطريقة تحقق الأداء المنتظم و المستمر للبورصة. ففي حالة وجود فائض عرض من أصل مالي معين يلجأ المتخصص لتخفيض هامش ربحه *Spread* و ذلك لتنشيط الطلب على الأصل المالي، و من ثم تحقيق توازن العرض و الطلب عليه. و في حالة وجود فائض طلب يستخدم المتخصص ما لديه من مخزون لمواجهة الطلب المتزايد على الأصل المالي أو قد يعتمد إلى رفع سعره من خلال زيادة هامش ربحه لترشيد الطلب المتزايد على الأصل المالي. و يلعب التاجر دور صانع السوق في السوق الغير المنظمة حيث يقوم بالاحتفاظ بمخزون من الأوراق المالية التي يتعامل فيها، من أجل إعادة التوازن إلى السوق.

2-3- عمليات البورصة : تؤدي البورصة عددا من العمليات نذكر منها³³ :

أ- شراء و بيع الأوراق المالية عن طريق السمسرة فقط و لا يجوز أن تتم عمليات الشراء و البيع للأوراق المالية إلا عن طريق السماسرة المقيدين في البورصة أو وكلائهم، و لكل سمسار غرفة صغيرة في البورصة مزودة بأجهزة الاتصال.

ب- تلقي الأوامر من العملاء شفويا أو هاتفيا أو كتابيا من طرف السماسرة.

ج- تنفيذ العملية داخل المقصورة عن طريق المناادة للسماسرة بصوت مرتفع مبينا اسم الأوراق المالية التي يريد بيعها أو شرائها ثم يتم تقييد العملية في قسيمة خاصة تقدم لمراقب المقصورة و بعد ذلك ترسل إلى الموظف المختص بالكتابة على لوحة الأسعار في تلك اللحظة.

د- تقييد الصفقة بين العميل و السمسار بإرسال خطاب إلى العميل يبين فيه الأوراق التي اشتراها أو باعها لحسابه و يقوم بإرسال فاتورة تفصيلية عن كل صفقة إلى العميل.

أما فيما يخص عمليات البورصة فنميز بين عمليات الآجلة و العاجلة كما يلي :

أسهمت تكنولوجيا المعلومات و الاتصال في تطوير و تكامل بورصات الأوراق المالية فانعكس ذلك على تنوع عملياتها و الأوراق المالية المتداولة فيها، مما أتاح الفرصة لعموم المستثمرين محليين و أجنبية للتعامل بالعمليات الآنية و المستقبلية، و فيما يلي مضمون هذه العمليات.

أ- العمليات الآنية: Spot operation

تسمى أيضا بالأسواق العاجلة، التي تنصب عملياتها على التعامل نقدا و التسليم الفوري للأوراق المالية موضوع التعامل و يتحمل الوسيط هنا مسؤولية التنفيذ السريع و الدقيق للصفقة و بما ينسجم و ظروف السوق المالية. أما العمر الزمني لهذه العملية فيكون بالأيام و الأسابيع أو شهر كحد أعلى، و يجوز تمديده للشهر اللاحقة بموافقة أطراف

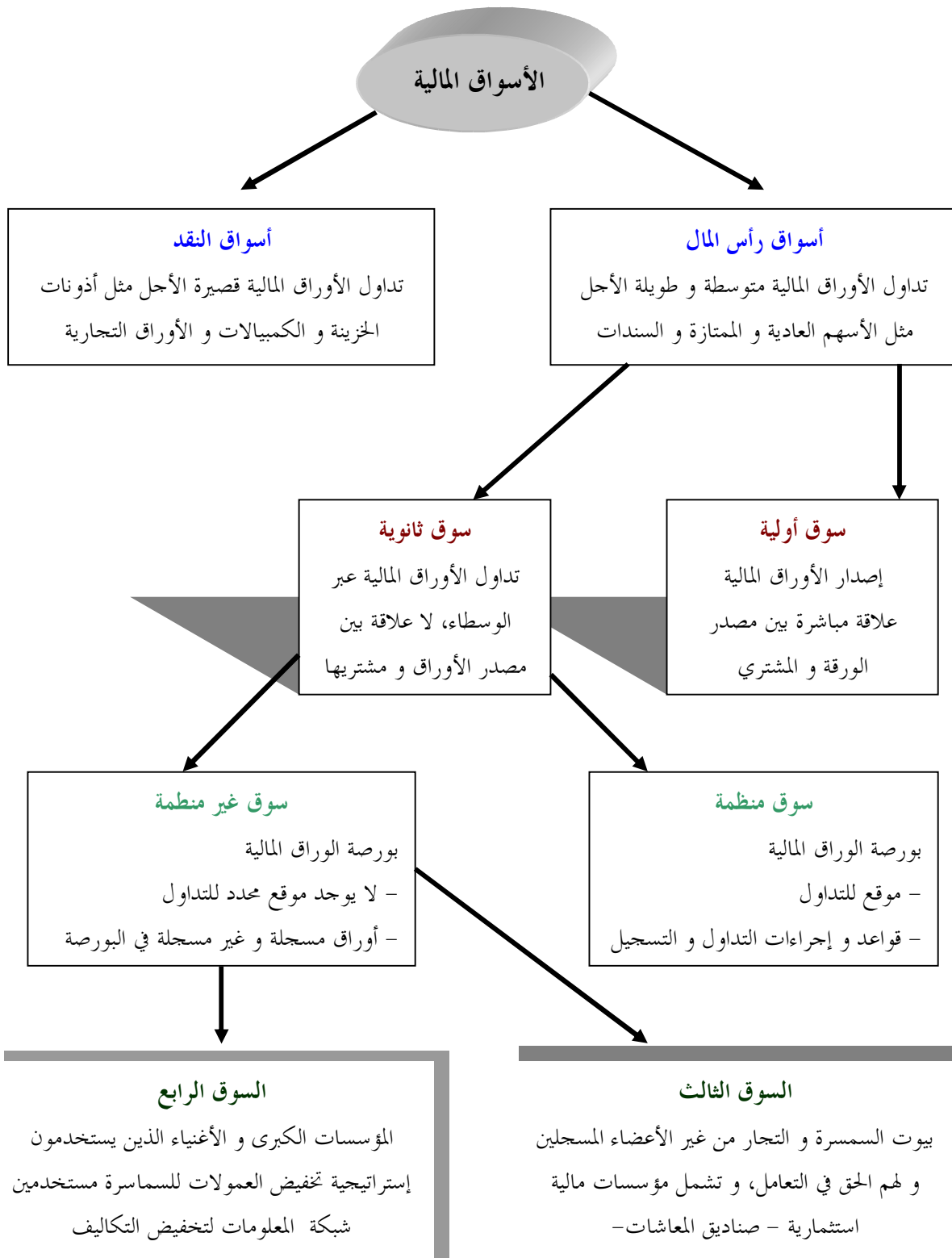
33 - محمود سحون : الاقتصاد النقدي و المالي، دار بهاء الدين للنشر و التوزيع، الطبعة الأولى 2003 ، ص 135-136.

الصفقة و لجنة البورصة و في كل الأحوال شروط هذه العملية تخضع لطبيعة السوق في البلد المعني من حيث تكامله و درجة نضوجه.

ب - العمليات الآجلة : Forward Operation

يطلق عليها أيضا بالأسواق المستقبلية أو العقود المستقبلية و مضمون هذه العمليات يعطي الحق لحاملها شراء و بيع كمية من الأوراق المالية بسعر محدد مسبقا على أن يتم التسليم المادي لموضوع الصفقة و الدفع مستقبلا. و نشأت هذه الأسواق أو العمليات بهدف تجنب مخاطر تغير سعر الورقة المالية، و تصنف هذه العمليات ضمن عمليات المضاربة، فالبايع يكون مضاربا بالهبوط فهو يبيع أسهما يتوقع أن تمببط أسعارها عند موعد التصفية و المشتري مضاربا بالصعود فهو يعقد الصفقة لتوقعاته بارتفاع أسعار السهم موضوع الصفقة. فعلى سبيل المثال يتوقع أحد المستثمرين انخفاض سعر أحد الأسهم من 1000 ون إلى 900 ون للسهم خلال ستة أشهر القادمة فهو يبيع أسهم بالسعر السائد 1000 ون على أن يتم تنفيذ الصفقة و تصفيتها بعد ستة أشهر حيث يتوقع هبوط السعر إلى 900 ون، و إذا ما حصلت التوقعات يربح البائع فرق السعر 100 ون ، أما لو حصل العكس و ارتفع السعر يوم التصفية إلى 1100 ون فالمشتري هنا يكتفي بالمطالبة بالفرق و هو 100 ون للسهم الواحد. ووفقا للمخطط البياني التالي يمكن توضيح تقسيمات الأسواق المالية وفقا للأسس السابقة الذكر كما يلي :

الشكل رقم 1 : التقسيمات المختلفة للأسواق المالية



المصدر : محمود محمد الداغر، الأسواق المالية دار الشروق للنشر و التوزيع، عمان-الأردن، الطبعة الأولى 2005 ص45.

المطلب الرابع : أهداف البورصة في الاقتصاديات الحديثة

1- أهداف عامة:

تقوم أسواق الأوراق المالية بدور مهم في التمويل الاقتصادي، حيث تنقل الأرصدة القابلة للإقراض ورأس المال التمويلي من الوحدات التي لديها فائض إلى الوحدات التي تعاني من العجز، ومن ثمة تشكل سوق الأوراق المالية إحدى الآليات الهامة لتجميع وتوجيه الموارد المالية وتوظيفها في المشروعات الاستثمارية من خلال حيازة الأفراد والشركات والمؤسسات لما يصدر في هذا السوق من أسهم وسندات وأدوات مالية أخرى، كما يقوم سوق الأوراق المالية بدور الوسيط بين المستثمرين والجهات المصدرة للأوراق المالية، ويتيح ذلك فرص متعددة لاستثمار مدخراتهم، كما يتيح للمنشآت مصادر متنوعة من الأسهم والسندات وغيرها للحصول على ما تحتاجه من أموال للنمو والتوسع، وتلعب سوق الأوراق المالية دورها في التنمية الاقتصادية من خلال :

1-1- تعبئة المدخرات : يؤثر سوق الأوراق المالية على الميل الحدي للادخار، من خلال ما يوفره من مجموعة كبيرة من الخيارات لوحدات الفائض لتوليد أصول مالية أكبر وبالحفاظ على تفضيلاتها، كما توفر السوق أصولاً تعتبر أكثر جاذبية من نواحي السيولة والعائد والمخاطرة، ومن ثمة فهي تشجع الوحدات ذات الفائض لتقليل الإنفاق الاستهلاكي لصالح الادخار .

1-2- توفير السيولة : قد تؤثر سوق الأوراق المالية على النشاط الاقتصادي من خلال خلقها للسيولة النقدية، حيث تحتاج العديد من الاستثمارات المرجحة إلى التزام طويل الأجل بتوفير رأس المال، ولكن المستثمرين وخاصة حملة الأسهم لا يخططون للاحتفاظ بالأسهم التي يمتلكونها إلى الأبد، وذلك في الوقت الذي يمكنهم فيه استرداد قيمتها من المنشآت التي أصدرتها، طالما أن تلك المنشآت مستمرة في ممارسة نشاطها، ولكن أسواق الأوراق المالية تجعل الاستثمار أقل مخاطرة وأكثر جاذبية، لأنها تسمح للمستثمرين بالحصول على الأصول المالية وهي أسهم رأس المال وبيعها بسرعة ويسر، إذا ما احتاجوا إلى استرداد مدخراتهم، أو أرادوا تغيير محافظ أوراقهم المالية، في الوقت الذي تتمتع فيه الشركات بفرصة للحصول بشكل دائم على رأس المال من خلال إصدارات أسهم رأس المال. و الأسواق التي تتحقق فيها السيولة، تساعد على قيام الاستثمارات الأطول أجل والأكثر ربحية، وعلى تحسين تخصيص رأس المال وزيادة معدل النمو الاقتصادي.

وتؤكد الدراسات التطبيقية أن زيادة سيولة أسواق الأوراق المالية تعطي دفعة قوية للنمو الاقتصادي أو تسببه على الأقل، ومن المقاييس الشائعة للسيولة بيان القيمة الإجمالية للأسهم المتداولة كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي، وأوضحت دراسة لـ 37 دولة وفقاً لهذا المعيار أن الدول التي كانت لديها سيولة نسبية في أسواق الأوراق المالية في عام 1986 حققت خلال فترة 17 عام التالية نمو أسرع من معدلات النمو في الدول التي كانت أسواقها أقل سيولة.

1-3- التخصيص الأمثل للموارد : وبالنسبة لدور سوق الأوراق المالية في تخصيص الموارد، فإنه يقوم بدورين متميزين إحداهما مباشر والآخر غير مباشر ويعزى الدور المباشر إلى أن المستثمرين عندما يشترون أسهم شركة ما فإنهم يشترون عوائد مستقبلية، وبناء عليه فإن الشركات التي تتاح لها فرصة استثمارية يعلم بها المتعاملون في السوق

هي التي يمكنها إصدار المزيد من الأسهم، بل وبيعها بسعر مرتفع تحقق حصيله كبيرة للإصدار، الأمر الذي يعني انخفاض تكلفة التمويل.

أما الدور المباشر فينتج من أن زيادة إقبال المستثمرين على التعامل في أسهم الشركة يعد بمثابة شهادة أمان للمقرضين ومن ثمة تستطيع هذه الشركة الحصول على أموال إضافية بسعر فائدة منخفض، أما الشركات التي لا تتوفر بها فرص واعدة للاستثمار فإنها تواجه صعوبة في إصدار وتصريف المزيد من الأسهم وإن أصدرت فتكون على حساب تقديم خصم على السعر المطروح به السهم، مما يعني حصيله أقل للإصدار ومن ثمة تكلفة أعلى للتمويل، كما أنه إذا ما لجأت هذه الشركات إلى الاقتراض فان ذلك يكون بسعر فائدة مرتفع .

ويعمل الهيكل المالي المتطور على تخفيض تكلفة التمويل وتخصيصه للأكثر الاستثمارات كفاءة، بتوزيعه على أنشطة الاستثمار المختلفة.

1-4- علاج المديونية الخارجية : كما تجذب الأسواق المالية الصاعدة المدخرات الأجنبية للاستثمار في الأسهم المصدره محليا، الأمر الذي يترتب عليه تلاشي المشاكل التي تنتج عن الاقتراض الخارجي (والتمثلة في زيادة مدفوعات خدمة الدين عند ارتفاع أسعار الفائدة الدولية) وذلك بإتباع تقنية توريق الدين أي تحويل الدين إلى ورقة مالية قابلة للتداول في أسواق المال الدولية، وتعتبر أحد أهم التقنيات التي تستخدم كأسلوب لمواجهة أزمة الدين ومحاوله تخفيض الرصيد القائم من الدين الخارجي للدول ثقله المديونية، كما تقوم أسواق الأوراق المالية بدور في علاج مشكلة الدين الخارجي للدول النامية من خلال مبادلة الدين الخارجي للدولة المدينة بأسهم *Debt Equity Swaps* وهذا في إطار حل مشكلة المديونية في الدول النامية، ابتكرت البنوك أداة جديدة بديله للتمويل في السوق المالي الدولي وهو ما يطلق عليه مبادلة الدين بالأسهم من خلال هذه التقنية يسمح للمستثمرين المقيمين و الأجانب بشراء التزامات الدول المدينة بالعملة الأجنبية بخصم في الخارج، بحيث يمكن بعد ذلك الحصول على ما يقابلها في شكل مشاركات أو أسهم بالعملة المحلية في مجالات إنتاجية وخدمية يتفق عليها، وكذلك قيام البنوك التجارية الأجنبية بتحويل ديونها للدول النامية إلى استثمارات في هذه الدول، حيث وافق البنك الاحتياطي الفدرالي الأمريكي في أوت 1987 على السماح للبنوك التجارية الأمريكية بالاشتراك بديونها بنسبة 100% (بعد أن كانت 20%) في رأس مال مؤسسات اقتصادية في أكثر من 33 دولة مدينة من الدول النامية.

1-5- استعادة رأس المال الهارب : لا يوجد اتفاق حول تعريف هروب رأس المال *Capital flight* فيعتبر بعض الاقتصاديين كل تدفقات رأس المال من الدول النامية إلى الخارج، سواء كانت قصيرة أو طويلة الأجل، أو كانت استثمارات في شراء أصول مالية أجنبية أو عقارات أو في شكل استثمارات مباشرة في الخارج هروبا لرأس المال نظرا لندرة رأس المال بهذه الدول، بينما يرى البعض الآخر أن هروب رأس المال يقتصر فقط على تدفقات رأس المال الساخنة الناتجة عن التنويع الدولي لحفظه الأوراق المالية، وذلك بالمقارنة بين العائد والمخاطرة في كل من دولة المستثمر والدول الأخرى.

فالعائد المرتفع بالمقارنة مع قلة المخاطر في الأسواق المالية المحلية يترتب عليه ليس فقط عودة جزء من الأموال الهاربة مرة أخرى بل الحد من هروب رؤوس أموال جديدة إلى الخارج.

1-6- تحقيق الاستقرار الاقتصادي و تلطيف التقلبات الاقتصادية: يوجد ثمة اختلاف بين الآثار الناجمة عن الاستثمار في محفظة الأوراق المالية وتدفقات رأس المال مثل القروض، عبر مراحل الدورة الاقتصادية، حيث يساعد الاقتراض من البنوك في تفاقم الدورة نظرا لرغبة البنوك في زيادة إقراضها أثناء مرحلة التوسع عن مرحلة الكساد. في حين ينطوي الاستثمار في محفظة الأوراق المالية على حدوث مكاسب وخسائر معينة لذلك نجد أن المستثمر الخاص يحجم عن البيع أو الشراء في أوقات الانخفاض أو الارتفاع الشديد لأسعار الأسهم حتى يتجنب الخسائر الرأس مالية، الأمر الذي يؤدي إلى آلية داخلية تلطف وتحد من تقلبات الدورة الاقتصادية .

2- أهداف خاصة:

- ① - البورصة سوق مستمر من استثمار في أداة مالية مسجلة في البورصة يمكنه استرجاع أمواله في أي لحظة و ذلك ببيعها لمستثمر آخر.
- ② - أداة لتحديد الأسعار العادلة بتلقي أوامر العرض و الطلب و من ثمة تحديد السعر التوازني.
- ③ - تنويع مصادر التمويل و زيادة رأسمال للشركات المصدرة للأسهم.
- ④ - تحقيق الشهرة للشركة المصدرة للأوراق المالية.
- ⑤ - ضمان استمرارية الشركة.
- ⑥ - إحكام الرقابة على إدارة الشركات المسجلة في البورصة .

المبحث الثاني : الوساطة المالية و اللاوساطة مالية

مقدمة :

إن المبرر الأساسي لقيام الوساطة المالية هي التفاوت الطبيعي بين الأفراد إما في الأموال أو في المعلومات أو في الكفاءات و المهارات. فأهمية الوساطة المالية لا تنحصر في مجرد إحداث التوازن بين الفوائض و العجز المالية، أو إحداث التوافق بين المدخرين و المستثمرين من حيث المبالغ المطلوبة أو من حيث تجاوز بعدي المكان و الزمان، وإن كان ذلك هو البارز و الشائع لدى الناس. و لذلك فإن مهمة الوسيط المالي تتمثل في البحث عن الفجوات الموجودة على تلك المستويات الثلاثة، واستغلالها بأفضل صورة بما يحقق له أقصى ربح ممكن، فمن الأفراد من لديهم أموال فائضة و لا يرون أين و كيف يستثمرونها ومنهم بالمقابل من لديهم أفكار و مهارات و معلومات هامة غير أنهم لا يمتلكون الأموال اللازمة لتأمينها و تجسيدها على أرض الواقع. و من بين هؤلاء و أولئك نجد جهات تعمل على التقريب فيما بينها بما يحقق المنفعة لكليهما و هم الوسطاء الماليين.

يصطلح على التمويل من خلال الوسطاء الماليين بالتمويل غير المباشر و ذلك أنه لا توجد علاقة مباشرة ما بين أصحاب الفائض المالي و أصحاب العجز المالي. و بمقابل ذلك هناك شكل آخر التمويل يرتبط من خلاله أصحاب الفائض و أصحاب العجز بعلاقة مباشرة لكن يحتوي على عدة صعوبات نذكر منها:

* صعوبة تعارف طرفي العلاقة

* صعوبة توافق الرغبات من حيث الزمان و المكان.

* صعوبة التوافق من حيث المبلغ.

* عدم قدرة المقرض على تقدير الأخطار المحتملة.

* العلاقة المالية المباشرة تجعل الأموال مجمدة إلى غاية تاريخ الاستحقاق و هو ما لا يجدم مصالح أصحاب الفائض خاصة.

و نتيجة لهذه الصعوبات برز مفهوم التمويل الغير مباشر أو الوساطة المالية لاحتوائه على عدة مزايا نذكرها فيما

بعد:

المطلب الأول : التمويل الغير مباشر

يمكن النظر إلى الوساطة المصرفية من ثلاثة زوايا و هي ³⁴:

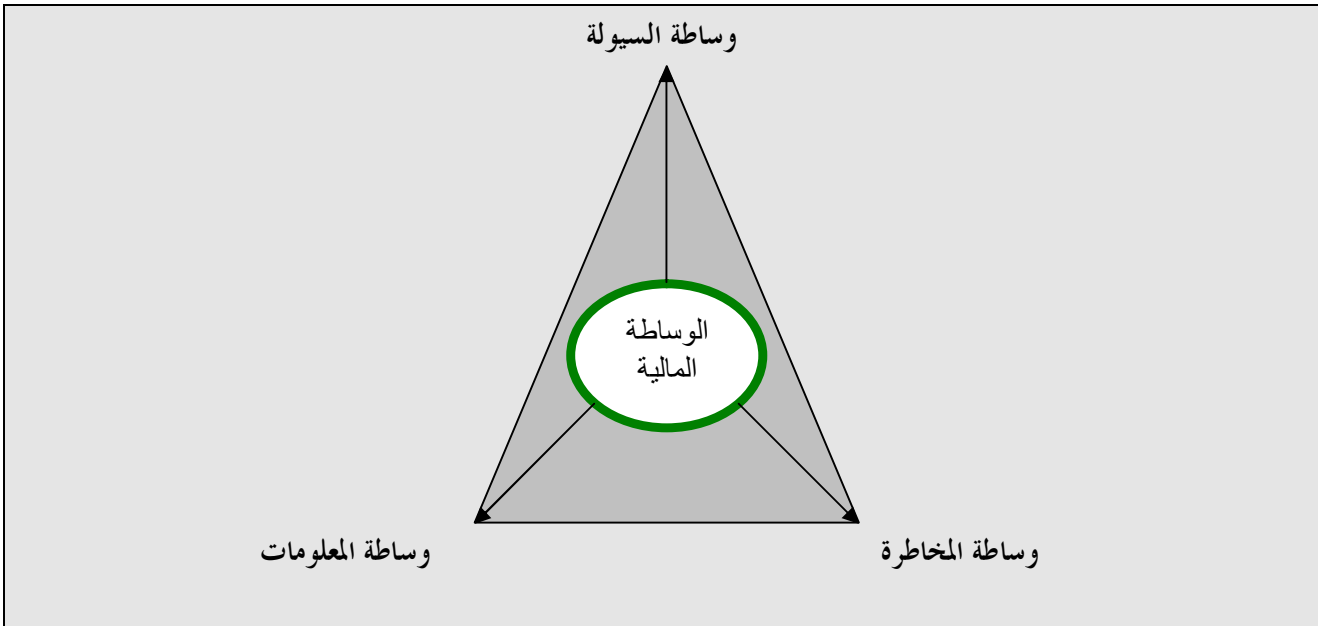
1- وساطة في مجال السيولة أو الأموال : تتمثل هذه الوساطة في جلب فائض السيولة من المودعين و تحويلها إلى المحتاجين إليها، مع الأخذ بعين الاعتبار سحبات المودعين في أي وقت. و تقوم هذه الوساطة على اعتبار أساسي و هو أن المودعين لا يطلبون ودائعهم في نفس الوقت و هو ما يجعل جزءا من الودائع الجارية يتحول إلى ودائع مستقرة يمكن استخدامها في توظيفات متوسطة الأجل، ومنها قروض الاستثمار.

³⁴- رجم حسين، الاقتصاد المصرفي، دار بهاء الدين للنشر و التوزيع - قسنطينة / الجزائر - الطبعة الأولى 2008 ص 22/23.

2- الوساطة في مجال المخاطرة : و هي تعبر عن دور البنك كوسيط مخاطر. فهو يتوسط بين أفراد لهم الأموال و لكنهم لا يرغبون في المخاطرة لأنهم لا يملكون المؤهلات و المعارف لاستثمارها بنجاح. و أفراد آخريين لهم المؤهلات و يتسمون بروح المخاطرة، لكن لا يملكون الأموال الضرورية لتحقيق طموحاتهم كما أن البنك يتحمل كذلك مخاطر عدم التسديد عوضا عن المدخرين الذين لا يرغبون في تحملها، و يأخذ مقابل ذلك نسبة معينة من الأرباح مع ضمان عودة الأموال إلى أصحابها.

3- الوساطة في مجال المعلومات : تعد المعلومات الركيزة الأساسية لأي قرار استثماري، و يتمثل دور البنك هنا بما يملكه من خبرة و هيئات متخصصة في تزويد أصحاب الأموال و المستثمرين بالمعلومات حول المشاريع المتوفرة و العوائد المتوقعة منها و المخاطر المرفقة بها و بتكلفة متواضعة. المدخرون لا يملكون معلومات عن المستثمرين و لا عن مشاريعهم، و المستثمرون لا يدركون رغبات المدخرين و تفضيلاتهم، و يقع البنك بينهما لتحقيق التوافق بما يخدم مصلحة الطرفين. و الشكل التالي يبين الزوايا الثلاثة للوساطة المالية.

الشكل رقم (1) : مثلث الوساطة المالية



المصدر : رحيم حسين، الاقتصاد المصرفي، دار بهاء الدين للنشر و التوزيع - قسنطينة / الجزائر - الطبعة الأولى 2008 ص 23.

و النتيجة التي يمكن الوصول إليها أن البنوك تقوم بجمع المدخرات من الجمهور بسعر فائدة محدد و تقرضها إلى المحتاجين للتمويل لاسيما المؤسسات، بسعر فائدة أعلى لتغطية مصاريف التسيير و تحقيق الأرباح من وراء ذلك. من هنا بدأت فكرة الوساطة المالية *Intermédiation financière* بين المدخرين و المستثمرين و التي امتزت بما البنوك أول الأمر.

المطلب الثاني : تعريف الوساطة المالية

هي تلك الهيئات التي تسمح بتحويل علاقة التمويل المباشرة بين المقرضين و المقترضين المحتملين إلى علاقة غير مباشرة.



1- أهمية و جود الوساطة المالية :

1-1- بالنسبة للأصحاب الفائض المالي :

- * مصداقية الوسيط المالي مضمونة.
- * إمكانية الحصول على سيولة في أي وقت.
- * تجنب مخاطر عدم التسديد.
- * ادخار الجهد و الوقت في البحث على المقترضين المحتملين.

1-2- بالنسبة للأصحاب العجز المالي :

- * توفير الأموال بشكل كافي و في الوقت المناسب.
- * تجنب مشقة البحث عن أصحاب الفوائض المالية.
- * توفير قروض بتكاليف أقل نسبيا.

1-3- بالنسبة للوساطة المالية :

- * تعظيم عوائدها من الفوائد التي تحصل عليها من القروض.
- * الحصول على الودائع يسمح لها بتوسيع قدرتها على منح القروض و ذلك بإنشاء نقود الودائع.

1-4- بالنسبة للاقتصاد ككل :

- * تمويل المشاريع الاقتصادية التي تخدم عملية التنمية الاقتصادية.
- * تقليص اللجوء إلى الإصدار النقدي.

و هناك مفهومين للوساطة المالية، المفهوم الأول هو المفهوم الموسع للوساطة المالية و يشمل شركات توظيف الأموال شركات التأمين و صناديق الضمان الاجتماعي، صناديق التقاعد و صناديق المعاشات..... الخ، أما المفهوم الضيق فيتمثل في البنوك التجارية و البنوك المركزية.

ولم تبق وظيفة الوساطة تقليدية تنحصر فقط في جمع الأموال و توجيهها في شكل قروض، بل أصبح الوسيط يستمرون المدخرات المتجمعة لديهم تحت أشكال مختلفة، كسواء المنتجات المالية المتوفرة في الأسواق المالية من أسهم

و سندات و غيرها و تحقيق الأرباح من وراء ذلك. أكثر من ذلك فقد أصبح الوسطاء يصدرون كذلك أوراقا مالية لتمويل عمليات تعود عليهم بالأرباح³⁵.

المطلب الثالث : التمويل المباشر أو ما يعرف بالوساطة مالية *La désintermédiation financière*

على الرغم من المزايا التي تمتاز بها الديون باعتبارها مصدرا من مصادر التمويل، إلا أنها لا تخلو من عيوب، لاسيما عندما يكون العائد على الاستثمارات أقل من تكلفة القروض المستعملة. فعندئذ تنخفض أرباح المساهمين و يزيد احتمال تدخل الدائنين في تسيير المؤسسة. كما أن انخفاض نسبة التضخم يجعل المؤسسة تتمول بأسعار فائدة أعلى من تلك السائدة في السوق، أي ارتفاع تكلفة التمويل بالنسبة لها على مدى الفترة التي انخفضت فيها نسبة التضخم. و يمكن إجمال السلبات التي يتميز بها التمويل الغير مباشر في النقاط التالية³⁶:

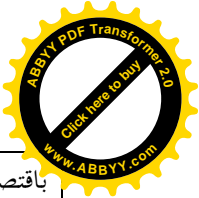
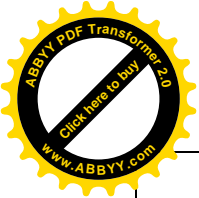
- ↳ تكلفة الإقراض مرتفعة و المتمثلة في الفوائد و العمولات و الرسوم.
 - ↳ ضرورة تقديم ضمانات للحصول على قرض، و هو ما يمثل عائقا بالنسبة للعديد من الأفراد لاسيما أصحاب المشاريع المبتدئين.
 - ↳ تجنب بعض الناس من المسلمين التعامل مع هذه البنوك بسبب انطوائها على عنصر الربا.
 - ↳ التضارب بين مصالح الملاك الدائنين و المدراء.
 - ↳ عدم قدرة البنوك على تمويل التجمعات الصناعية و المالية الكبيرة التي تحتاج إلى موارد مالية طويلة الأجل و بكميات ضخمة.
- كل هذه الأسباب جعلت الشركات تعتمد أكثر فأكثر على سوق الأوراق المالية أي التمويل المباشر للحصول على الأموال اللازمة و أصبحت العلاقة مباشرة بين أصحاب رؤوس الأموال و أصحاب الشركات أو منظمي المشروعات. و نلاحظ أن أهمية البنوك التجارية أي التمويل الغير مباشر يبرز أكثر فأكثر في ظل الاقتصاديات التي تعرف ضعفا في دور الأسواق المالية و المؤسسات المالية الغير نقدية في تمويل الاقتصاد، و يطلق على الاقتصاديات التي تعتمد على التمويل الغير مباشر في التمويل **باقتصاديات المديونية** أو الاستدانة، في حين يطلق على الاقتصاديات التي تعتمد على التمويل المباشر **باقتصاديات الأسواق المالية**.

✽ و لتوضيح أهم الفروقات بين الوساطة المالية و اللاوساطة مالية، نعلم على الجدول التالي :

الوساطة المالية	اللاوساطة مالية
1 الوساطة المالية عبارة عن تمويل غير مباشر أي وجود علاقة غير مباشرة بين أصحاب الفائض و أصحاب العجز	اللاوساطة مالية عبارة عن تمويل مباشر أي وجود علاقة مباشرة بين أصحاب العجز و أصحاب الفائض المالي.
2 يطلق على الاقتصاديات التي تعتمد على التمويل غير المباشر	يطلق على الاقتصاديات التي تعتمد على التمويل المباشر

35 - جبار محفوظ، البورصة و موقعها من أسواق العمليات المالية، الجزء الأول، دار هومة/ الجزائر، الطبعة الأولى 2002، ص 8.

36 - حسين رحيم، مرجع سابق، ص 30.



باقتصاديات المديونية أو الاستدانة	باقتصاديات الأسواق المالية
3 تتدخل البنوك التجارية كوسيط بين أصحاب الفائض و أصحاب العجز مع تحملها مخاطر عدم التسديد.	تتدخل بنوك الاستثمار كوسيط مالي يتعهد فقط بتصريف كمية من الأوراق المالية المتفق عليها في عقد الإصدار.
4 تحتفظ البنوك بجزء من السيولة لمواجهة السحوبات المختلفة.	تعمل السوق الثانوية على تحويل الأوراق المالية إلى سيولة
5 مصادر تمويل قصيرة و متوسطة الأجل	مصادر تمويل طويلة الأجل
6 ضرورة تقديم ضمانات للحصول على قرض	توفر شروط القيد و الإدراج في السوق المنظمة

المبحث الثالث : تقنيات التعامل و تسعير الأوراق المالية في البورصة

قبل معرفة كيفية تسعير ورقة مالية في البورصة يمكننا أن نرجع إلى التطور التاريخي للمعاملات في البورصة

المطلب الأول : تاريخ البورصة

لابد في البداية من الرجوع إلى فكرة تعددية النقد التي أدت إلى ولادة مهنة جديدة هي الصرافة ، فلقد كلف حكام اليونان القديمة الصرافين في عام 527 قبل الميلاد بتبديل عملات الزائرين إلى المدن التي يتواجدون فيها ، وانتشرت هذه المهنة وتطورت بشكل سريع طوال الفترة الهيلينية في اليونان وبعد ذلك في الإمبراطورية الرومانية ، وفي السنوات الأولى بعد الميلاد دخلت تلك المهنة مرحلة سكون ، بل غياب كامل - باستثناء المنطقة العربية- دام 550 عام ، حيث عادت وظهرت في شمال إيطاليا ، عندما قرر المشرعون الرومانيون في حينه وضع عدد كبير من القوانين والتشريعات المتعلقة بعمليات إيداع وتبادل النقود ، بعد ذلك احتلت الجمهوريات الإيطالية كجنوة و فينيسيا وفلورنسا بفضل تجارتها مع الشرق مركزا مرموقا على صعيد الاقتصاد الدولي وبدأت رؤوس الأموال تصل إليها بكثافة بالغة مما استدعى إعادة مهنة الصرافة ولقب الأشخاص العاملين في تلك المهنة ما يعني بالاطالية "المصرفيون" ، بعد ذلك احتلت مدينة بروج البلجيكية في بداية القرن الرابع عشر المركز الأول فيما يتعلق بالسوق النقدية فلقد جرت العادة في تلك الفترة أن تجتمع العائلات الست الأكبر العاملة في مجال الصرافة في منزل الرئيس من أجل دراسة عمليات شراء و بيع السلع ومن ثمة كتابة بوالص التأمين إضافة إلى كل ما يمد بصلة لعمليات بيع وشراء النقود.

أما الرئيس الذي كان يستقبل تلك العائلات في منزله فكان يدعى فاندربورز *Vander Bourse* ومنه أتى اسم المكان الذي يتم فيه تبادل البضائع والخدمات بالإضافة إلى عمليات شراء وبيع العملة ، واسم بورز في اللغة الفرنسية يعني سوق الأوراق المالية في اللغة العربية أو البورصة³⁷ .

ويعتبر المؤرخون عام 1339 م بمثابة العام الذي ولد فيه مفهوم البورصة نسبة إلى اسم عائلة الشخص السابق الذي كان يستقبل رجال الأعمال وخاصة ممثلي رجال المصارف الإيطالية ، الذين كانت تنحصر وظيفتهم في تلك الفترة بقبول الإيداعات ومنح القروض ومن أجل تسهيل عمليات الاتصال بين البائع والمشتري ازداد عدد الوسطاء بشكل كبير، وتحددت أسعار العملات وفقا لغزارتها أو ندرتها وفقا لعرضها وطلبها ، وكذلك وفقا للتغيرات الحاصلة أو الطارئة على العملات المحلية والأجنبية .

و بعد ذلك نشأت البورصات المتخصصة في كل من ليون بفرنسا سنة 1459 م و فرانكفورت بألمانيا و برشلونة في إسبانيا 1512م و أمستردام بهولندا عام 1608م و في لندن ببريطانيا 1695م و نيويورك بالولايات المتحدة عام 1792م، و بروكسل ببلجيكا 1801م و ميلانو بإيطاليا عام 1808م و مدريد بإسبانيا 1831م، و القاهرة بمصر 1904م³⁸ .

1- ماهية البورصة :

³⁷ مجلة النبأ- العدد 59 - أسواق الأوراق المالية واقتصاديات الدول النامية. محمد آدم، أوت 2005 من الموقع www.annabaa.org

³⁸ - محمود سحنون، الإقتصاد النقدي و المصرفي، بهاء الدين للنشر و التوزيع/الجزائر، الطبعة الأولى، 2003، ص 133.

تقد عرفت البورصة أو بورصة الأوراق المالية *La Bourse des valeurs mobilières* في القانون التجاري الفرنسي بأنها المكان الذي يلتقي فيه وكلاء الصرف *Agents de change* تحت رقابة السلطات العمومية، كما عرفت بأنها مكان تبادل و لقاء بين العرض و الطلب على رؤوس الأموال طويلة الأجل و المتمثلة في القيم المتداولة، خاصة الأسهم و السندات و كذا المعادن الثمينة و عمليات الصرف³⁹.

و لم تنشأ بورصات الأوراق المالية بمياكلها و نظمها و إدارتها اليوم بصورة فجائية بل هناك مراحل لنشوء هذه الأسواق، يمكن تقسيمها نظريا إلى أربعة مراحل⁴⁰:

1-1- مرحلة إنشاء بورصات البضائع:

إن التطور و الانتقال من المرحلة الزراعية إلى المرحلة الصناعية و ما رافق ذلك من هجرة الأيدي العاملة إلى المدن، أدى إلى ازدحام السكان فيها، و بذلك أصبح تمويل هذه المدن تمويلا منظما بالأغذية و الحبوب من المشاكل العسيرة، فاقتضى هذا وجود سوق عالمي للتجارة بالمحاصيل الزراعية، فنشأ فريق جديد من المتعاملين سموا بالمضاربين، ليتحملوا خطر تقلبات الأسعار، و أنشأ تجار الجملة المخازن لتحمل خطر الاتجار، و ساهمت البنوك بمساعدة هؤلاء التجار، فنشأت البورصات في أماكن متعددة للتجارة في هذه المحاصيل سميت بورصة البضائع.

فقد أنشأت أول بورصة للبضائع في باريس عام 1304 م ، و أنشأت بورصة للبضائع في أمستردام 1608 م، التي كانت مركزا للسوق الآجلة في البضائع.

1-2- مرحلة التعامل بالأوراق التجارية :

بدأت في فرنسا في القرن الثالث عشر تداول الكمبيالات و السحوبات الإذنية حيث أوجد الملك فيليب الأشقر مهنة سماسرة الصرف من أجل تنظيم هذا التداول. و في إنجلترا سنة 1688 م كان التعامل يتم في سندات الائتمان، و كذلك في أسهم شركة الهند الشرقية التي تأسست عام 1599 م.

1-3- مرحلة التعامل بالأوراق المالية في المقاهي و على قارعة الطريق :

ذكرنا أن التعامل في الأوراق المالية كان يجري في بورصة البضائع و لكن بعد أن خرج المتعاملون في الأوراق المالية من بورصة البضائع بدؤوا يبحثون عن مكان لهم، فكان قارعة الطريق الذي يكون قريبا من بورصة البضائع و المقاهي في الأيام الممطرة و الباردة كقهوة جوناثان في لندن، أما السماسرة في الولايات المتحدة فكانوا يجتمعون تحت شجرة في شارع وول *Wall Street* للتعامل في صكوك الدين الموحد التي أصدرت من قبل الفيدرالية خلال حرب الاستقلال عام 1790 م.

1-4- مرحلة استقلال البورصات بمبانيها و أنظمتها :

صاحب مرحلة التطور الصناعي نشوء مشاريع ضخمة لم يستطع المستثمر الفرد وحده القيام بالأعباء المالية، فبنمو الاقتصاد و تطور الصناعة و زيادة الدخول من ناحية، و رواج التعامل في الأوراق المالية من ناحية أخرى، دعت

³⁹ - جبار محفوظ، البورصة و موقعها من أسواق العمليات المالية، الجزء الأول، دار هومة/ الجزائر، الطبعة الأولى 2002 ، ص 44.

⁴⁰ - شعبان محمد إسلام البرواري، بورصة الأوراق المالية من منظور إسلامي، دراسة تحليلية نقدية، دار الفكر المعاصر، بيروت/لبنان، الطبعة الأولى، 1423 هـ، 2002 م ، ص 32-

الحاجة إلى ضرورة قيام أسواق الأوراق المالية المستقلة، و ضرورة تطور نظمها و أساليب التعامل فيها. ومن البورصات الشهيرة و التي استقلت بمبانيها و نظمها في وقت مبكر، بورصة لندن و نيويورك و طوكيو.

بعد هذا السرد التاريخي الملخص لنشأة البورصات بصورة عامة و بورصات الأوراق المالية بصورة خاصة،

يمكن أن نجمل العوامل التي أدت إلى نشأة البورصات في النقاط التالية:

- أ- حدوث الانقلاب الصناعي في أوروبا و حلول الإنتاج الكبير بدل الإنتاج الصغير، ظهرت الحاجة الماسة إلى الكميات الضخمة من المواد الخام التي تحتاج إليها الصناعات.
- ب- انتشار المدن إثر الثورة الصناعية وازدحامها بالسكان، احتاج إلى تمولينها تمويلنا منظما بالمواد الغذائية، فاقضى وجود سوق عالمي للتجار في المحاصيل الزراعية، فنشأ فريق من التجار سموا بالمضاربين المختصين و فريق من تجار الجملة، و أنشؤوا المخازن و ساهمت البنوك في مساعدة هؤلاء التجار، فنشأت البورصات لتكون الملتقى المنظم لتلك المعاملات.
- ت- اقتراض الحكومات من المواطنين للصرف على الحروب التي أنشأها التنافس على الاستعمار و الحصول على المواد الصناعية، و البحث عن أسواق لصرف منتجاتهم، فكانت الحكومات تقدم المستندات لهؤلاء المقرضين.
- ث- لجوء الشركات للاقتراض و تقديم المستندات لهؤلاء الدائنين، على أساس أنها رهائن يمكن أن تباع في أي وقت و رغبة من هذه الشركات في ازدياد رأسمالها.
- ج- صاحب التقدم الصناعي كبير حجم المشروعات و ضخامة رأسمالها، مما أدى إلى الحاجة لتوسيع قاعدة المساهمين و الممولين، و لهذا نشأت الشركات المساهمة، و تجرأ رأسمالها إلى أسهم لمن يريد المشاركة الدائمة، صكوك تمويل لمن يريد مشاركة مؤقتة.

المطلب الثاني : تقنيات التعامل و تسمى أيضا تقنيات التسعير *technique de cotation* التي تشرف عليها سلطات البورصة بمساعدة الوسطاء الماليين بغرض تحديد أسعار الأدوات المالية و تهدف هذه التقنيات إلى تنظيم عمليات البيع و الشراء و متابعة أسعار الأوراق المالية إضافة إلى الحفاظ على استقرار البورصة و استمرار عمليات التداول بها بعيدا عن الأزمات المالية.

إن عملية تسعير الورقة المالية في البورصة لا تختلف كثيرا عنها في الأسواق العادية حيث يلتقي الباع و المشترين للأوراق المالية و يتنافسون في الحصول عليها و بذلك تتفاعل قوى العرض و الطلب و تتحدد الأسعار لمختلف الأدوات المالية و تتم هذه العملية بعدة تقنيات :

1- التعامل بالناداة : *cotation la crie*

تتم هذه العملية بتلاقي المتعاملين وجها لوجه داخل صالة البورصة و عقد الصفقات بمناداة بعضهم البعض فينادي الباعة بأن لديهم الأوراق المالية التي يجوزهم مستعملين بعض الألفاظ المتفق عليها مما ينشأ عرض و طلب على كل

ورقة مالية متداولة ثم يتم تحديد سعرها التوازني الذي تباع به و هكذا تتم تسعير باقي الأوراق المالية المدرجة و المقيدة في البورصة⁴¹.

* و نظرا لكثرة المتعاملين و قلة خبرة المستثمرين في الأوراق المالية فان المقابلات الشفوية أصبحت تتم بين الوكلاء أو الوسطاء الماليين و بعد التفاوض على سعر معين يقوم المسعر أو الموظف لدى سلطات البورصة بتسجيل ذلك السعر على سبورة معدة خصيصا لهذا الغرض في انتظار تغير هذا السعر بتغير العرض و الطلب و هكذا دواليك تتم العملية بالنسبة لباقي الأوراق المالية المتداولة في السوق الثانوية.

2- التعامل بالأدراج : *cotation par casier*

تختلف هذه الطريقة عن سابقتها في كونها تتم بطريقة كتابية و ليست شفوية، إذ تسجل كافة الأوامر الخاصة بورقة مالية معينة على بطاقة و توضع في الدرج حيث يخصص درج لكل ورقة مالية في البورصة سواء كانت أوامر بيع أو شراء. و يوضع الدرج تحت تصرف وسيط مالي متخصص في تلك الورقة المالية حيث يقوم بمتابعة الصفقات المتعلقة بها و تحديد أسعارها.

3- **التعامل بالصندوق:** يكمن جوهر هذه الطريقة في تركيز كافة أوامر الشراء و البيع للورقة المالية المعنية في صندوق واحد موجود لدى سلطات البورصة (*SBF*) و ليس في درج تابع للوسيط المالي المتخصص، لتتكفل بعد ذلك الهيئة المكلفة بالتسعير بفرز مجموع هذه الأوامر و الوصول إلى سعر توازني يعلن عنه لكافة المتعاملين و يحقق عدالة التداول لجميع الأطراف، و يلجأ إلى هذه الطريقة في الوضعيات المعقدة في البورصة، أو إن شهدت هذه الأخيرة مشكلة تسعير ورقة مالية بالطريقة السابقة حيث تستدعي الوضعية دقة أكثر و رقابة من قبل الجهات المختصة حتى يكون السعر المحدد يحقق رضا جميع الأطراف و يحافظ على عدالة السوق و توازنه.

4- **التعامل بالمقابلة :** هذه الطريقة تقع بين الطريقة الشفوية و الطريقة الكتابية اللتين سبق شرحهما، حيث يتم تسجيل الأوامر على سجلات بالإضافة إلى لقاء المتعاملين و إتباع الطريقة الشفوية في عقد الصفقات.

◀➤ إلا أن طرق التسعير قد تطورت بفعل التقدم التكنولوجي حيث أصبحت كل البورصات و خاصة في الدول المتقدمة تستخدم و سائل الإعلام الآلي و شبكات الانترنت لإتمام الصفقات المالية و التي أصبحت تعقد بواسطة التسجيلات الآلية للحاسوب و بدون حضور المستثمر أو حتى وكيله، كما أصبح الحاسوب يعالج الأوامر و يعطي سعر التوازن تلقائيا كلما تغيرت ظروف السوق مما يوفر نوع من الاستمرارية في التعامل مع وصول أوامر العرض و الطلب إلى البورصة.

ومن المهم أن نشير عند هذه النقطة أن السعر لا يتحدد عن طريق الطرق السابقة الذكر فقط فقد يتدخل صناع السوق بشراء الأوراق المالية التي قل الطلب عليها أو بيع الأوراق المالية التي قل عرضها مما يوفر سيولة في سوق البورصة يجعلها دائما سوق نشطة و حيوية.

المطلب الثالث : أنواع الأوامر

41 - كما يستعملون إشارات اليد مع المناداة، و ذلك بوضع الساعد أفقيا في اتجاه الجسم في حالة الشراء و رأسيا في حالة البيع.

يقصد بسعر الورقة المالية القيمة السوقية للأصول المالية المتداولة التي تتحدد عن طريق قانون العرض و الطلب مثله مثل سوق السلع و الخدمات، إذ كلما ارتفعت عدد أوامر الشراء أي الطلب الخاص بورقة مالية معينة مع بقاء مستوى العرض كما هو ارتفع سعرها و بالعكس إذا انخفض العدد فان السعر ينخفض، نفس المنطق ينطبق على عدد أوامر البيع فكلما ارتفع عرض الأوراق المالية مع بقاء مستوى الطلب على ما هو عليه فان سعر الورقة المالية ينخفض و في الحالة العكسية يرتفع، هذا خاص بكل ورقة مالية مدرجة في البورصة، لكن قبل التطرق إلى كيفية التسعير لا بد من توضيح أوامر البورصة و عملياتها باعتبار أن الأمر يؤثر بشكل كبير على تحديد سعر الورقة المالية.

1- أوامر بورصة الأوراق المالية:

يجري التعامل في السوق المنظمة حصرا بالوسطاء إذ تتحدد علاقة المستثمر أو الزبون مع الوسيط بموجب توكيل يتضمن تعليمات عقد الصفقة سواء في حالة البيع أو الشراء.

1-1- مفهوم أمر البورصة : يقصد بأمر البورصة التوكيل الذي يعطي لأحد الوسطاء عقد صفقة بيع أو شراء للأوراق المالية، هذا التوكيل عادة يجرر بشكل مكتوب أو شفاهة بأي وسيلة من وسائل الاتصال المتاحة كالهاتف، الفاكس أو الانترنت، وعند تحرير أي أمر يجب أن يتضمن الشروط التالية :

- ✓ تحديد نوع الورقة المالية موضوع الصفقة.
- ✓ الجهة المصدرة للورقة المالية.
- ✓ سعر الورقة و كمية الأوراق المطلوبة.
- ✓ في حالة السندات تحديد تاريخ الإصدار، معدل الفائدة، و الأجل و فئة السند.
- ✓ في حالة الأسهم تحديد فيما إذا كان ممتازا أو عاديا.
- ✓ تحديد نوع السوق فوري أو آجل.

2 - أشكال أوامر البورصة : تتاح أمام المستثمر أوامر ذات أشكال متعددة تتوافر بها شروط الأمر و من هذه الأشكال نذكر :

أ- الأمر بالسعر المحدد : بموجب هذا الأمر يحدد الزبون للوسيط السعر الذي يشتري به السهم أو سعر البيع مسبقا، و مثل هذا السعر يمثل الحد الأدنى في حالة البيع و الحد الأعلى في حالة الشراء. و من مساوئ هذا الأمر أنه لا تتاح الفرصة لتنفيذه بالرغم من الفوارق القليلة بين السعر المحدد بالأمر و السعر المعروض في السوق.

ب- أمر السوق : بموجب هذا الأمر يقوم الوسيط بتنفيذ الصفقة بالأسعار السائدة في السوق هذه الأوامر تقتضي من الوسيط أن يظهر مهاراته و كفاءته في تنفيذ الصفقة بالسعر الأفضل و هذا أسهل و أدق أمر يصدره الزبون و يبقى ساري المفعول ما لم يلحق أمر آخر من قبل الزبون.

ج- الأمر بالسعر الأول أو سعر الافتتاح : يلزم هذا الأمر الوسيط بتنفيذ الصفقة بأول سعر يظهر على لوحات البورصة و يكون في الغالب هذا الأمر أثناء التداول أو في بداية الجلسة، و تكمن صعوبة تنفيذ هذا الأمر في التقلبات السريعة التي تحدث في أسعار الأوراق المالية لذلك يتطلب السرعة و المتابعة المستمرة عند التنفيذ.

د- الأمر بالسعر التقريبي : يعتبر هذا الأمر أكثر مرونة بالنسبة للسعر الثابت إذ يترك الزبون للوسيط حرية تنفيذ الصفقة أعلى بقليل عند سعر الشراء أو أدنى بقليل عند سعر البيع.

هـ- الأمر بالسعر الأفضل : يعطي هذا الأمر المرونة و الحرية في تنفيذ الصفقة، و هنا يلعب توقيت إصدار الأمر دورا مهما في تحديد السعر الأفضل فإذا كانت بداية الجلسة يصبح سعر الافتتاح هو الأفضل، كما أن مهارة الوسيط و ظروف السوق تلعب دور كذلك في تحديد السعر الأفضل.

و- الأمر مع التوقف عند سعر معين : تعطي مثل هذه الأوامر إلى الوسيط للحد من خسائر الأرباح أو الخسائر الرأسمالية فإذا اشترى أحد المستثمرين سهما بسعر 1000 دج و ارتفع إلى 1500 دج فإنه حقق ربح قدره 500 دج للسهم الواحد و يرغب المستثمر في حمايتها فيصدر أمرا إلى الوسيط ببيع السهم إذا انخفض إلى 1400 دج و بذلك يقلل من خسائر الأرباح، أما للحد من خسائر الرأسمالية يصدر الزبون أمرا ببيع السهم إذا انخفض من 1000 دج إلى 800 دج للسهم الواحد، و بذلك تصبح الخسارة 200 دج للسهم مقبولة من قبل الزبون.

المطلب الرابع : كيفية تسعير الورقة المالية في البورصة :

و يتم تحديد سعر ورقة مالية معينة عن طريق ترتيب أوامر شراء و طلب الأوراق المالية ابتداء من السعر الأفضل كما هو مبين في الجدولين التاليين :

ب- أوامر البيع (العرض)

أ- أوامر الشراء (الطلب)

السعر دج	عدد الأوراق	رقم الأمر	السعر دج	عدد الأوراق	رقم الأمر
بالسعر الأفضل	800	10	بالسعر الأفضل	100	30
502	200	11	498	1100	31
501	500	12	499	1000	32
500	1500	13	500	800	33
499	1800	14	501	220	34
498	2000	15	502	1150	35

إن ما يميز هذين الجدولين السابقين هو زيادة الطلب بانخفاض السعر و زيادة العرض بزيادة السعر. و هذا أمر منطقي في سوق تسوده المنافسة، و لتحدي السعر الذي تتداول به الورقة المالية يكمن ترتيب البيانات السابقة كما يلي :

الطلب (الشراء)			السعر	العرض (البيع)		
رقم الأمر	عدد الأوراق المطلوبة عند كل سعر	العدد المتراكم للأوراق المطلوبة		العدد المتراكم للعرض	عدد الأوراق المعروضة عند كل سعر	رقم الأمر
10	800	800	الأفضل	----	----	----
11	200	1000	502	1150	4370	35
12	500	1500	501	220	3220	34
13	1500	3000	500	800	3000	33
14	1800	4800	499	1000	2200	32
15	2000	6800	498	1100	1200	31
----	----	----	الأفضل	100	100	30

و يمكن تمثيل هذه المعطيات بيانيا وعندها يمكن أن نوضح بدقة أن السعر التوازني قدر بـ 500 دج عندما تتساوى الكمية المعروضة و المطلوبة من الأوراق المالية عند 3000 ورقة.

1 - دور المعلومات في تسعير الورقة المالية:

إذا كانت توقعات المستثمرين تشير إلى التفاؤل بمستقبل الاستثمارات و عوائدها وفقا لطبيعة المعلومات المستلمة سواء المتعلقة بالاقتصاد ككل كمعدل النمو الاقتصادي أو على مستوى القطاع و الشركة المصدرة للورقة المالية كزيادة القدرة على التمويل الذاتي أو زيادة الأرباح الموزعة، فان هذا يؤدي إلى ارتفاع عدد أوامر الشراء أي زيادة الطلب ومن ثم ارتفاع سعر الورقة المالية، وهذا ما يدل على أن التسعير المنخفض لا يعكس القيمة الحقيقية للورقة المالية.

أما إذا كان التشاؤم يسيطر على التوقعات فهذا يدل على وجود تسعير مضخم أي أن سعر الورقة المالية فوق قيمتها الحقيقية أو القيمة العادلة مما يؤدي إلى ارتفاع عدد أوامر البيع و بالتالي عرض كميات كبيرة من أجل تجنب أو الحد من الخسائر المحتملة الأمر الذي يؤدي إلى انخفاض الأسعار⁴².

و نشير هنا : على الرغم من أهمية المعلومات و دورها في تحديد سعر الورقة المالية إلا أنه لا يجب استبعاد سلوك المستثمر الذي تحكمه عوامل شخصية تعكس رغباته و ميوله في تفسير المعلومات لتعبير عن طموحاته و مخاوفه اتجاه حركة الأسعار مستقبلا. و لنجاح عملية التسعير أي أن الأسعار تبقى عند قيمتها العادلة فان هناك بعض العوامل التي تدفع السوق الكفاء إلى توفير آلية سريعة تحافظ على القيمة الحقيقية للأسعار الأوراق المالية.

2- الآليات التي تستخدمها الشركات في التأثير على أسعار الأسهم :

هناك بعض الآليات التي تستخدمها الشركات في التأثير على أسعار الأسهم سواء باتجاه رفع سعر السهم أو خفضها و ضمن ضوابط معينة ندرج أهمها.

أ- إعادة شراء الأسهم: إذا كانت الموارد المالية المتاحة للشركة تفوق الاحتياجات الاستثمارية فقد يكون من الأفضل توزيع الفائض على المساهمين، و قد يكون التوزيع في صورة نقدية أو في صورة إعادة شراء الشركة لأسهمها، و يؤدي هذا الإجراء إلى انخفاض عدد الأسهم و بالتالي ارتفاع ربحية السهم و قيمته السوقية.

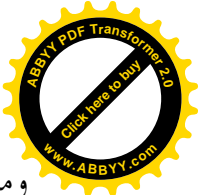
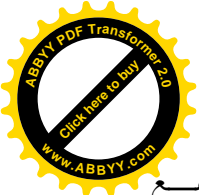
ب- التوزيعات في صورة أسهم : *Dividends Stock*

يقصد بالتوزيعات في صورة أسهم إعطاء المستثمر عدد من الأسهم بدل من إعطائه توزيعات نقدية و عادة ما يشار إلى تلك الأسهم بالأسهم المجانية، و يتحدد نصيب كل مستثمر من هذه التوزيعات بنسبة ما يملكه من أسهم الشركة. من مميزات هذا النوع من التوزيعات هو عدم لجوء الشركة إلى دفع أموال نقدية إلى المساهمين.

⁴² - مجموعة من المراجع :

- د. جبار محفوظ : تنظيم و إدارة البورصة ، الجزء الثالث، الطبعة الأولى 2002 ، دار هومة - الجزائر، ص 118.

- أرشد فؤاد التميمي، أسامة عزمي سلام : مرجع سبق ذكره، ص 133.



ومن بين الآثار الجوهرية لهذه السياسة هو انخفاض القيمة السوقية للسهم، لذا تلجأ إليها الشركات عندما ترتفع القيمة السوقية للسهم بدرجة كبيرة، يخشى معها تناقص عدد المستثمرين الراغبين في شراء أسهمها كما يؤدي هذا الإجراء أيضا إلى انخفاض ربحية السهم.

ج- اشتقاق الأسهم: *Stock Split*

قد تلجأ الشركة إلى تخفيض القيمة الاسمية للسهم مما يضاعف عدد الأسهم التي يتكون منها رأس المال و هو ما يطلق عليه باشتقاق الأسهم أو تقسيم السهم أو تفتيت السهم. و تختلف هذه السياسة عن سابقتها في أنها تهدف في النهاية إلى تخفيض القيمة السوقية للسهم. مما يسمح بزيادة الطلب عليه، و يترك بالتالي أثره الإيجابي على مستوى سيولته، ذلك لأن زيادة عدد الأسهم لا يؤدي في حد ذاته على زيادة أرباح الشركة و عليه يتوقع أن يؤدي تقسيم السهم إلى انخفاض نصيب السهم من الأرباح و التوزيعات، و هو أمر يؤدي في النهاية إلى انخفاض القيمة السوقية للسهم، مما يحقق له سيولة أفضل.

المبحث الرابع : كيفية إصدار و تداول الأسهم

المطلب الأول : عملية الإصدار

عندما يتم إنشاء شركة مساهمة فإنها تقسم رأسمالها إلى أسهم ذات قيمة اسمية مكتوبة عليها، فتطرح الأسهم للاكتتاب العام أي عرض بيعها على الجمهور. و إذا كانت الشركة قائمة، فإنها قد تعرض أسهمها الجديدة للاكتتاب الخاص أي عرضها على أفراد محدودين كالمساهمين القدامى. و تتم عملية الإصدار في السوق الأولية، و من خلال أحد البنوك المرخص لها و الشركات المنشئة لهذا الغرض.

و يتم الاكتتاب على شكل ورقة يذكر فيها اسم المكتتب و عدد الأسهم التي أكتتب فيها و قبوله لقد تأسيس الشركة و نظامها الأساسي، كما في النموذج التالي:

الاسم و الجنسية	عدد الأسهم	القيمة الاسمية	العملة التي يتم الوفاء بها
أحمد (سطييف/الجزائر)	250 سهم	155	دينار

و الأسهم التي تصدرها الشركة تحت التأسيس تكون اسمية أو لحاملها أو لأمر، و لكن أغلب الدول لا تسمح إلا بالأسهم الاسمية.

1- علاوة الإصدار : la prime d'émission

يصدر السهم بسعر إصدار (بسر بيع) محصور بين حدين:

♣ على الأقل القيمة الاسمية للسهم، لأن كل إصدار دون السعر الاسمي *Pair* هو ممنوع.

♣ على الأكثر القيمة الرياضية المحاسبية *valeur mathématique comptable* للسهم القديم أو تسمى القيمة الدفترية *book value* ، و القيمة الرياضية تساوي:

(رأس المال + الاحتياطات)/عدد السهم

و تمثل علاوة الإصدار الفرق بين سعر الإصدار (قيمه في البورصة) و القيمة الاسمية للسهم، فمثلا إذا كانت القيمة الاسمية للسهم التابعة لشركة رياض سطييف 1000 دج و أن قيمته في البورصة 6000 دج، و عدد الأسهم المصدرة هي 1.000.000 سهم فان الفرق الذي يعرف بـ علاوة الإصدار يظهر ضمن قائمة الأموال الخاصة كما يلي:

1.000.000.000	أسهم عادية
5.000.000.000	علاوة الإصدار
6.000.000.000	إجمالي الأموال الخاصة

يلاحظ من هذا المثال السابق أن الأموال الخاصة يمكن حسابها من ضرب عدد الأسهم في سعر بيع السهم، كما أن القيمة الدفترية تتغير بتغير علاوة الإصدار و تساوي مجموع الأسهم العادية و علاوة الإصدار و الاحتياطات و الأرباح المحتجزة مقسوما على عدد الأسهم العادية.

فمثلا إذا افترضنا أن مجموع الاحتياطات و الأرباح المحتجزة من طرف شركة الرياض هو 2.000.000.000 دج فان هيكل الأموال الخاصة يصبح كما يلي:

1.000.000.000	أسهم عادية
5.000.000.000	علاوة الإصدار
2.000.000.000	احتياطات و أرباح محتجزة
8.000.000.000	إجمالي الأموال الخاصة

و تكون القيمة الدفترية للسهم 8000 دج أي $1.000.000 / 8.000.000.000$ سهم . أما إذا كان هيكل الأموال الخاصة يحتوي على أسهم ممتازة فيجب طرح قيمتها من مجموع الأموال الخاصة و قسمة الباقي على عدد الأسهم العادية و ذلك للوصول إلى القيمة الدفترية للسهم العادي.

يبقى أن نشير إلى أن هذه القيمة تستعمل عند التصفية حتى عرفت بقيمة التصفية.

● على العموم فان سعر السهم يتوقف كما هو معروف على عدة عوامل منها : الأرباح المحققة و المتوقعة للسنوات القادمة، نسبة الأرباح الموزعة على المساهمين، تقدير الخطر الخاص بالشركة المصدرة للسهم، نسبة المديونية، معدل النمو للشركة، العائدات الموزعة من قبل شركات تعمل في نفس القطاع و كذا طبيعة النشاط الذي تمارسه.

و لشركات المساهمة الحق في سحب جزء من أسهمها من التداول و ذلك بشرائها من حملة الأسهم، كما يحق لأي مستثمر بقدرات استثمارية عالية أن يستحوذ على عدد كبير من أسهم الشركة عن طريق نشر إعلان الشراء في الجرائد و مراسلة حملة الأسهم من أجل تنازلهم عما بحوزتهم من أسهم و هذا ما يعرف بـ : *tender offers* و تتم هذه الصفقات بأسعار أعلى من الأسعار السائدة في البورصة.

المطلب الثاني : عملية التداول

و هي عملية بيع الأسهم بعد إصدارها، و تتم في السوق الثانوية و لا يجوز في أول تداول للأسهم أن يبيع المساهم أسهمه بأزيد من قيمتها الاسمية إلا بعد نشر حساب الأرباح و الخسائر عن سنة مالية كاملة للشركة الجديدة، أما بعد تلك المدة فيجوز له بيع أسهمه بأزيد من قيمتها الاسمية حسب أحوال السوق.

و يتم تداول الأسهم ببيع أحد المساهمين لخصته في الشركة و انتقال السهم من البائع إلى المشتري، و بإحدى الطرق التالية⁴³:

- **التسجيل:** و هي الطريقة التي يتم بها تداول الأسهم الاسمية، فعند ما يريد صاحب السهم بيعه، يسجل اسم المشتري على ظهر السهم في جدول خاص يسمى جدول التنازلات، و في الوقت نفسه، يسجل اسم المشتري في دفاتر الشركة، و يوقع اثنان من أعضاء مجلس إدارة الشركة على التنازل.
- **الحيازة الفعلية:** و هي الطريقة التي يتم بها تداول الأسهم لحاملها، حيث ينتقل ملكيتها بمجرد الحيازة الفعلية للسهم، و ذلك لأن اسم المالك غير مكتوب على السهم.

⁴³ - شعبان محمد إسلام البرواري، مرجع سبق ذكره ، ص 104.

- **التظهير:** و هي الطريقة التي يتم بها تداول السهم لأمر، حيث يتم نقل ملكية السهم إلى المشتري بالكتابة على ظهر السهم بأنه تم تحويله إلى المشتري (كتابة اسمه) دون الرجوع إلى الشركة.

1- ضوابط تداول الأسهم

هناك ضوابط لتداول الأسهم وذلك لضمان استقرار السوق وكفاءته و هي ⁴⁴:

- أ- لا يسمح بتداول الأسهم العينية و أسهم المؤسسين إلا بعد نشر الميزانية و حساب الأرباح و الخسائر عن سنتين كاملتين من تاريخ قيد الشركة في السجل التجاري.
- ب- لا يسمح بتداول الأسهم النقدية التي يكتب فيها الجمهور بأزيد من قيمتها الاسمية إلا بعد نشر الميزانية عن سنة كاملة، لمنع فتح باب المضاربات الوهمية على أسعار الأسهم.
- ت- لا يسمح بتداول أسهم أعضاء مجلس إدارة الشركة طوال عضويتهم، و ذلك لضمان حسن إدارة الشركة و عدم إساءة استخدام أموالها لحماية للمساهمين فيها.
- ث- للمساهمين القدامى حق الأولوية على المساهمين الجدد في شراء الأسهم المتنازل عنها.
- ج- لمجلس إدارة الشركة حق الأولوية في شراء الأسهم المتنازل عنها أو إلغائها بقصد منع دخول غرباء للشركة، أو بقصد تخفيض رأس مال عن طريق الإلغاء.

المطلب الثالث : شروط التسجيل و العضوية في البورصة

عادة ما تضع البورصات شروطا لتسجيل الأوراق المالية التي تصدرها المنشآت المختلفة، و ذلك لكي يسمح لها بالتداول فيها. و للتسجيل في بورصة نيويورك خمسة شروط أساسية:

- ◀ أن لا يقل صافي الربح قبل الضريبة الذي حققته المنشأة في العام المنصرم عن 2.5 مليون دولار، و أن لا يقل عن 3 مليون دولار في السنتين السابقتين على ذلك العام.
 - ◀ أن لا تقل قيمة الأصول الملموسة عن 18 مليون دولار.
 - ◀ أن لا تقل القيمة السوقية للأسهم عن 18 مليون دولار.
 - ◀ أن يملك الجمهور حصة في رأس المال لا تقل قيمتها عن 1.1 مليون دولار.
 - ◀ أن يوجد 2000 مساهم على الأقل، يملك كل منهم 100 سهم أو أكثر.
- و بالإضافة إلى تلك الشروط الأساسية، وضعت بورصة نيويورك ثلاثة شروط أخرى مكتملة هي :
- ✓ أن يكون للمنشأة مكانتها على المستوى القومي.
 - ✓ أن تكون لها المكانة الجيدة داخل الصناعة التي تنتمي إليها.
 - ✓ و أن تنتمي لصناعة لها فرصة التوسع و النمو أو لها فرصة في المحافظة على مركزها في السوق.

⁴⁴ - شعبان محمد إسلام البرواري، مرجع سبق ذكره ، ص 105.

هذا و إذا ما اتضح بعد فترة من تسجيل المنشأة بالبورصة أن إقبال المستثمرين على أسهمها قد انخفض بعد فترة من تسجيل المنشأة بالبورصة أن إقبال المستثمرين على أسهمها قد انخفض بشكل ملحوظ، حيثئذ يجوز لإدارة البورصة إلغاء التسجيل.

و بمجرد قبول و تسجيل أسهم المنشأة يصبح لزاما عليها:

- الحصول على موافقة لجنة الأوراق المالية و البورصة.
- نشر تقرير ربع سنوي عن أرباحها.
- نشر حساباتها الختامية سنويا.
- امتناع العاملين بها عن التعامل في تلك الأسهم على أساس البيع على المكشوف *short Selling* الذي ستعرض له فيما بعد.

و تثير هذه الشروط المشددة التساؤل عن سبب إقدام المنشآت على تسجيل أسهمها في السوق المنظمة (البورصة)، رغم وجود سوق غير منظمة التي ستعرض لها فيما بعد و التي لا تضع مثل تلك الشروط!

تحقق المنشأة التي لها أسهم مسجلة و متداولة في البورصة العديد من المزايا، فالتسجيل في حد ذاته يعد إعلانا مجانيا عن المنشأة، و يتوقع أن يكون له الأثر الإيجابي على المبيعات، و تزداد فاعلية الإعلان كلما كان التعامل على أسهم المنشأة نشطا، كما يمكن القول بأن التسجيل يعطي انطبعا إيجابيا عن المركز المالي للمنشأة مما يسهل عليها الحصول على ما تحتاجه من موارد مالية بحد أدنى من التكلفة.

هذا إلى جانب أن تسجيل الأسهم يشجع المستثمرين على التعامل فيها، ذلك أن الأسهم المسجلة تتيح لهم الحصول على معلومات مستمرة من خلال وسائل الإعلام عن المنشأة المصدرة لها، و حجم التعامل على أسهمها، أسعار الإقفال و الافتتاح. بالإضافة إلى ثقة المستثمرين في حركة سعر السهم، فهي حركة غير مفتعلة، أي لا تقوم على الغش و الخداع من قبل بعض المتعاملين.

◀ شروط العضوية في البورصة :

تطلب معظم و إن لم يكن كل أسواق الأوراق المالية في العالم شروطا و معايير يجب أن تتوفر في كل مترشح حتى يمكن قيده كسمسار في السوق، و تتماثل تلك الشروط إلى حد كبير، و من أهمها نذكر⁴⁵:

① - شروط تتعلق بالحالة المدنية: و مفاد هذه الشروط تتمتع المرشح بجنسية البلد التي يرغب في مزاوله عمله فيها، و بلوغه سنا معينة، و تمتعه بالأهلية القانونية.

② - شروط تتعلق بالنزاهة و حسن السيرة : و ذلك مثل ألا يكون قد أشهر إفلاسه من قبل، و ألا يكون قد حكم عليه لجنائية أو جنحة أو سرقة أو نصب أو خيانة أمانة أو تزوير أو مخالفة قوانين النقد، أو مخالفة لوائح و قوانين سوق الأوراق المالية.

⁴⁵ - احمد محي الدين، أسواق الأوراق المالية و آئارها الإئمانية في الإقتصاد الإئلامي، الكتاب الثاني، سلسلة صالح كامل للرسائل الجامعية في الإقتصاد الإئلامي، الطبعة الأولى، 1415 هـ، 1995 م. ص 244-246.

- 4- شروط تتعلق بالكفاءة المالية : و تنحصر في امتلاكه لرأس مال يثق به المسئولون في كفايته لضمان المبالغ التي قد تكون مطلوبة منه سواء للعملاء أو للجنة السوق و لتحصيل الغرامات المالية و للوفاء بالمبالغ المطلوبة كتأمينات.
- 5- شروط تتعلق بالكفاءة الفنية: و تتمثل في ضرورة حصول المرشح على حد أدنى من التعليم الثانوي ، و يطلب منهم إثبات خبرة في مجال يتعلق بأسواق الأوراق المالية لمدة غالبا ما تكون ثلاث سنوات على الأقل، أما الحاصلون على شهادة جامعية فتخفض مدة التدريب و الخبرة إلى فترة سنة واحدة غالبا.

6- شروط إجرائية: و تتمثل فيما يلي

- اجتياز اختبار تحريري أو شفوي أو كليهما.
- الحصول على نسبة محددة من أصوات لجنة السوق في اقتراع سري.
- دفع رسم يختلف من سوق لأخرى.
- تقديم كفالة مالية أو شخصية.

المطلب الرابع : متطلبات إنشاء بورصة فعالة

المقصود بالنجاح و معاييرهِ هو نجاح السوق على مستوى القطاع المالي، الذي يجب أن تكون معاييرهِ فعالة و كفؤة في أداء مهامها من خلال شقين و هما السوق الأولية التي تنظم طرح الأوراق مالية سليمة على الجمهور عامة و لا ينتشر فيها الغش و التلاعب، و سنحاول من خلال العناصر التالية طرح مختلف العوامل التي تساهم في نجاح سوق الأوراق المالية.

1 - الشفافية و الإفصاح عن المعلومات:

↳ الشفافية هي : أن يكون نشاط الشركة واضحا و معلنا و ذلك ليطمئن أي مستثمر أن أحواله تدار كفؤة و نزيهة.

↳ أما الإفصاح : فهو إظهار المعلومات ذات الأثر على أسعار الأسهم في سوق الأوراق المالية و ذلك لجميع المستثمرين بنفس الكمية و في نفس التوقيت.

↳ و يشمل الإفصاح نشر القوائم المالية في أوقات محددة من السنة، و كذلك تقارير مجلس إدارة الشركة و مراقبي الحسابات، الأمر الذي يؤدي إلى ثقة الجمهور بعمليات السوق و إلى استقطاب مشاركة أوسع منهم و هذا الأمر يتطلب وجودا فاعلا لكل من مهنة المحاسبة و المراجعة.

↳ و الإفصاح نوعان: دوري يخص البيانات المالية و فوري يخص المعلومات الجوهرية ذات الأثر المباشر على السعر.

2- الانفتاح على الجمهور و تنويع الأدوات المالية :

تتميز البورصات العالمية الفعالة بأعداد كبيرة من المتدخلين سواء بصفتهم عارضين أو طالبين للأوراق المالية، و كذلك انفتاحها للمستثمرين الأجانب وفق تشريعات تضبط ذلك.

إضافة إلى أن الأصول المالية التي يتم تبادلها لا تتسم بطابع التجانس، و هو يمثل عنصر جذب الادخار حيث إذا كيفت هذه الأدوات وفق مصالح و اتجاهات و معتقدات المتعاملين، مما يساعد على جمع أكبر كم من المدخرات و تحويلها إلى استثمارات مما يسرع في معدل دوران و تداول الأدوات المالية.

3- وجود جهاز مصرفي قادر و متمكن:

المقصود بذلك وجود جهاز مصرفي قادر على تمويل المستثمرين في السوق و قادر على تفهم عمل سوق الأوراق المالية، بحيث تكون مصارفه على علم تام بمخاطر التداول بالأسهم و ما نتج عنها، إضافة إلى المعرفة بأموال الاقتصاد الوطني.

فالجهاز المصرفي هو الدعامه الأساسية لوجود سوق أوراق مالية ناجحة، و ذلك ما يختص به بصفته وسيطا ماليا يعمل على تعبئة الادخار و ترقية و حسن توجيه الاستثمار.

4- توسيع القاعدة الإنتاجية أو الصناعية:

لا يمكن توقع سوق مالي ناجح و فاعل دون توفر القاعدة الصناعية كون السوق المالي تزداد حركيته و فاعليته بوجود أطراف العجز المالي الذين تعجز الحكومة و القطاع المصرفي عن تمويلهم، و لا يتحقق ذلك إلا بتوسع و تطور النشاط الصناعي أو الإنتاجي.

كما أن عملية بناء المؤشرات المالية التي تقيس حالة السوق تعتمد على حد كبير على حجم العينة الداخلة في تقييم هذا المؤشر، و اتساع حجم العينة يعتمد على اتساع القاعدة الصناعية كما أن عدد الشركات العامة تفعل من التداول اليومي في السوق المالي.

و ما يعاب على الدول العربية سيطرت شركات الخدمات و العقار، و هو ما يضعف أداء السوق و دوره في التنمية.

5- توفير نظام فعال للاتصال و الربط :

يتطلب عمل السوق و كفاءة المعلومة، وجود تجهيزات حديثة كأجهزة الحاسوب و اللوحات الإلكترونية ووسائل الاتصال المتطورة، و ذلك لتسهيل تنفيذ عمليات السوق و الحد من التذبذب في الأسعار و زيادة كفاءة عمل السوق بتسهيل توثيق الأسهم و نقل ملكيتها و جمع البيانات و نشرها.

6- الجهود الترويجية:

سوق الأوراق المالية كغيره من الأسواق يحتاج إلى ترويج للأدوات المتداولة فيه في إشكالها المختلفة، كما يحتاج إلى الترويج للسوق في حد ذاتها على المستويين المحلي و الدولي، و هذا يتطلب:

- ✓ نشر الوعي المصرفي و الاستثمار من خلال وسائل الإعلام و الدعاية.
- ✓ تأسيس دائرة للمعلومات و البيانات عن أداء السوق المالي و حجم التداول اليومي الشهري و السنوي.
- ✓ تنشيط المراكز البحثية المتخصصة بالشؤون المالية (وسطاء، بيوت السمسة، صناديق الاستثمار....الخ)
- ✓ فتح موقع على الإنترنت تبين كل المؤشرات و الإحصائيات و الهيئات التي تساعد على تحليلات الخبراء الماليين.
- ✓ إقامة ندوات و مؤتمرات علمية حول أداء و أهمية البورصة.

المبحث الخامس : بورصة الجزائر

مقدمة:

جاءت فكرة إنشاء بورصة الأوراق المالية في إطار الإصلاحات الاقتصادية، التي أعلن عنها سنة 1987م بصدور قوانين اقتصادية عن استقلالية المؤسسات العمومية و صناديق المساهمة. و قسم رأسمال المؤسسات العمومية الاجتماعي، و الذي يمثل حق الملكية على عدد من الأسهم وزعت ما بين صناديق المساهمة و بذلك تحولت الشركات إلى شركات أسهم لتساير أحكام القانون التجاري لسنة 1975 المكمل بقانون عام 1988 و منه فلا يمكن تصور نظام شركات المساهمة بدون إنشاء سوق مالية تتبادل فيها هذه الأسهم⁴⁶.

المطلب الأول : نشأة بورصة الجزائر :

تم تأسيس بورصة الجزائر في 09 ديسمبر 1990 برأسمال إجمالي قدره 3200000 دج تحت اسم "شركة القيم المنقولة" SVM ، و سميت شركة القيم المنقولة تحاشيا لكلمة بورصة التي لها دلالة إيديولوجية لرأس المال هذا من جهة، و من جهة أخرى انعدام النص القانوني الذي ينضم عمليات البورصة لأن التشريع التجاري الساري المفعول لم يتطرق إلى هذه النشاطات.

و تعتبر الفترة الممتدة من 1990 حتى سنة 1992 كمرحلة أولى لإنشاء بورصة الجزائر، أما المرحلة الثانية في حياة بورصة الجزائر فقد امتدت من 1992 حتى سنة 1999 ، و لعل أهم ما يميزها هو رفع رأس المال الاجتماعي إلى 9320000 دج⁴⁷ كما تم تغيير اسمها إلى و أصبحت تسمى بورصة القيم المتداولة BVM.

1- أسباب عدم وجود بورصة بالجزائر سابقا:

إن إلقاء نظرة على طريقة تمويل الاستثمارات في الجزائر، تثبت أنها كانت إحدى وسائل التوجيه الاقتصادي و كانت مضمونة من طرف الجهاز المصرفي و الخزينة العامة، حيث يتم تمويل قروض طويلة الأجل من طرف الخزينة بواسطة بنك التنمية أو مباشرة من الخزينة، أما القروض متوسطة و قصيرة المدى فكانت تمول من طرف البنوك الأخرى، فلهذا لم يكن حسب طريقة تمويل الاقتصاد هذه حاجة إلى السوق المالية ، بل كانت هذه السوق إن أمكن القول في إطار الخزينة العمومية إذ كانت توجه ادخار القطاع العمومي و تمول كل استثماراته.

كما كانت البنوك و كذلك الخزينة تلجأ للبنك المركزي في تمويلها أو إعادة الخصم، و لم يكن البنك المركزي يطبق قيد الإصدار المحدد، بل كانت هي الطريقة التي تستعمل غالبا في تمويل الاقتصاد عند الحاجة بأمر من الخزينة و بالتالي من الدولة، و مع التطورات الأخيرة التي أفرزت استقلالية البنك المركزي و تطبيقه لطرق جديدة في عمله أدت على تخليه عن تمويل الاقتصاد بطريقة الإصدار النقدي. و كذلك تخلي الخزينة العمومية عن هذا التمويل الأوتوماتيكي، و نفس الشيء بالنسبة للبنوك الأخرى، و هو الشيء الذي سبب العائق المالي الحالي الذي تتخبط فيه المؤسسات و وجدت الحكومة نفسها مضطرة إلى البحث عن أموال خارجية خاصة ما تعلق بها من مشاكل، كما أن

⁴⁶ - الإصلاحات الاقتصادية لأسواق الأوراق المالية العربية خلال الفترة 1999-2003 مع الإشارة إلى حالة الجزائر، رشيد بوكساني، *Revue des Reformes Economique et Intégration en Economie Mondiale* N°02/2007 ص 52/53.

⁴⁷ - جبار محفوظ: البورصة، التسيير و خصوصية المؤسسات العمومية، الجزء 3، ص 670-671.

التطهير أو إعادة هيكلة المؤسسات ماليا ما هو إلا عملية انتقالية إذ رغم تطبيقها لم تتمكن الحكومة من توفير المبالغ الضرورية لتغطيتها، فكيف تضمن بنفس الطرق و الوسائل تمويل انطلاقة اقتصادية واستمرار المؤسسات الاقتصادية الوطنية.⁴⁸

2- الإطار التنظيمي لبورصة الجزائر:

تسير بورصة الجزائر من خلال هيئتين وهما⁴⁹:

1- لجنة تنظيم و مراقبة عمليات البورصة COSOB :

يتجلى دور لجنة تنظيم و مراقبة عمليات البورصة في توليها مهمة تنظيم سوق القيم المنقولة و مراقبتها بالسهر خصوصا على :

↔ حماية المستثمرين في القيم المنقولة.

↔ حسن سير سوق القيم المنقولة و شفافتها.

و لتمكينها من القيام بمهامها زودت اللجنة بسلطات : تنظيمية، رقابية، تأديبية و تحكيمية.

2- شركة تسيير القيم المنقولة SGBVM

أنشئت شركة إدارة بورصة القيم بتاريخ 25 ماي 1997 وفقا للمرسوم التشريعي 93-10 المؤرخ بـ 23 ماي 1993 وهي شركة ذات أسهم و هي تشكل إطارا عموميا و منظما في خدمة الوسطاء في عمليات البورصة باعتبارهم مهنيين متخصصين في بيع و شراء الأوراق المالية لتمكينهم من ممارسة مهامهم طبقا للقوانين و التنظيمات المعمول بها.

① - الأعضاء المؤسسون :

↔ البنوك الوطنية : *CNMA، CNEP، CPA، BNA، BADR، BEA، BDL*

↔ شركات التأمين: *CAAT، SAA، CCR، CAAR*

↔ بنك خاص : *UNION BANK*

② - مهامها: تأخذ على عاتقها القيام بالمهام التالية

✓ التنظيم العملي لإدراج الأوراق المالية في البورصة و التنظيم الفعلي لحصص التداول في البورصة.

✓ تسيير نظام التداول و التسعيرة

✓ تنظيم المقاصة على الأوراق المالية

✓ نشر المعلومات المتعلقة بالمعاملات في البورصة و إصدار النشرة الرسمية للتسعيرة.

المطلب الثاني : شروط الإدراج في بورصة الجزائر:

يمكن التمييز بين⁵⁰:

48 - ناصر دادي عدون، اقتصاد المؤسسة ، الطبعة الأولى ، 1998 ، دار الخمدية العامة، الجزائر، ص 83.

49 - معلومات منشورة على موقع بورصة الجزائر يوم 3 أكتوبر 2011.

50 - الإصلاحات الاقتصادية لأسواق الأوراق المالية العربية خلال الفترة 1999-2003 مع الإشارة إلى حالة الجزائر، رشيد بوكساني، *Revue des Reformes* Economique et Intégration en Economie Mondiale N°02/2007 ص 53/52.

1 - شروط خاصة بالقيم محل طلب الإدراج :

- ✓ أن تكون هذه القيم المنقولة مصدرة من طرف شركة ذات أسهم.
- ✓ تحديد قيمة كل سهم.
- ✓ القيم التي تزيد في رأس المال لا يمكن قبولها في سوق السندات إلى إذا كانت الأوراق المالية التي تستند إليها مقبولة في التسعيرة.
- ✓ الأسهم المعروضة على الأفراد يجب أن توزع على 100 حامل على الأقل و آخر أجل يوم دخولها بالتفاوض في البورصة.
- ✓ القرض السندي المصدر من طرف الدولة ليس له حد أدنى لا في عدد الأسهم و لا في عدد الملاك.

2 - شروط خاصة بالمؤسسة محل الطلب :

- ✓ الحد الأدنى لرأس المال 100 مليون دينار.
- ✓ إصدار 20% من رأسمالها في شكل قيمة منقولة على الأقل.
- ✓ نشر الوضعية المالية للسنتين الأخيرتين قبل طلب الدخول إلى البورصة.
- ✓ تقديم جملة من المعلومات تحددها لجنة تنظيم و مراقبة عمليات البورصة.
- ✓ أن تكون هذه المؤسسة قد حققت أرباحا خلال الدورة السابقة لتاريخ إيداع طلب الدخول.
- ✓ إعلان شركة تسيير بورصة القيم في حالة قيامها بتحويلات أو التخلي عن بعض الأصول قبل دخولها إلى البورصة.
- ✓ تقديم تقرير عن تقييم أصولها من طرف خبير محاسبي.
- ✓ أن تقدم دليلا عن وجود هيئة الرقابة الداخلية بالهيكل التنظيمي لها.

المطلب الثالث : أقسام بورصة الجزائر وطرق التسعير فيها :

تشكل بورصة الجزائر من قسمين:

- 1 - **قسم القيم المنقولة :** يتم التداول في هذا القسم على سندات رأس المال و سندات الدين، حاليا نجد في مقصورة شركة تسيير بورصة القيم خمس شركات مسجلة في التسعيرة الرسمية.
 - ↔ شركتان للأسهم (مجمع صيدال، مؤسسة تسيير فندق الأوراسي) و
 - ↔ ثلاث مؤسسات للسندات (الخطوط الجوية الجزائرية، سونلغاز، اتصالات الجزائر)يتم تداول القيم المنقولة مرتين في الأسبوع و ذلك كل إثنين و أربعا.
- 2 - **قسم سندات الخزينة العمومية:** في إطار الإصلاحات المبذولة من طرف وزارة المالية و التي ترمي إلى إعادة الاعتبار إلى السوق المالي في عملية تمويل الاقتصاد بصفة عامة و تفعيل دور البورصة بصفة خاصة، تم إدراج سندات الخزينة العمومية في بورصة الجزائر في 11 فيبرابر 2008.

تتنوع سندات الخزينة المدرجة بين سندات ذات آجال 7 سنوات، 10 سنوات و 15 سنة حيث يتم تداولها عن طريق الوسطاء الماليين المعتمدين و شركات التأمين المتخصصة في قيم الخزينة بمعدل 5 حصص في الأسبوع.

1- طريقة التسعير في بورصة الجزائر:

هناك طريقتين للتسعير :

1-1 - طريقة التسعير الثابت: يتم تحديد سعر يومي بمواجهة أوامر الشراء و البيع و ذلك خلال فترة زمنية محددة للوصول إلى سعر توازني.

و تسمح هذه الطريقة بـ:

✓ تحقيق أكبر قدر ممكن من الصفقات.

✓ التخفيض من اللاتوازن.

✓ يسمح بأقل تذبذب للأسعار.

✓ تعيين سعر الوحدة الذي تتداول عليه القيم.

✓ هو وحيد صالح خلال كل مدة حصة التداول.

1-2 - طريقة التسعير المستمر: تتمثل هذه الطريقة في مواجهة متواصلة لأوامر الشراء و البيع و الذي يشكل العديد من أسعار التوازن.

في التسعير المستمر يتم تجميع كل الأوامر، غير أنه بمجرد ما يتفق البائع و المشتري حول السعر، يتم التبادل، و تكون التبادلات باستمرار من افتتاح البورصة إلى إقفالها.

كما إن الطريقة المتبعة في التسعير في بورصة الجزائر هي التسعير بـ "التثبيت الإلكتروني" تتم مواجهة الأوامر عن طريق جهاز الإعلام الآلي.

2- نظام الدفع في بورصة الجزائر: إن سوق البورصة الجزائري هو سوق عاجلة، يعني أنه على المشتري دفع المبالغ

المتعلقة بطلب الشراء الذي قدمه بصورة فورية و على البائع أن يمتلك السندات المتعلقة بطلب البيع الذي حوّلته، و على وسطاء عمليات البورصة التأكد من أن مقدم الطلب يمتلك السندات أو المبالغ لتغطية العملية التي يريد القيام بها.

يتم تزامن تسليم الأوراق المالية و تسديد الأموال و ذلك حسب أجل (التسديد/التسليم) المحدد من طرف لجنة تنظيم و مراقبة عمليات البورصة *COSOB* ، يحدد هذا الأجل بـ $(3 + t)$ أيام عمل) بالنسبة للقيم المنقولة و $(1 + t)$

يوم عمل) بالنسبة لسندات الخزينة و هذا منذ إنشاء المؤتمن المركزي على السندات (*Algérie Clearing*).

في حالة تعذر تسليم السندات في الآجال يعتبر الوسيط في عمليات البورصة و القيم في حالة عجز عن التسليم، يمكن لشركة تسيير بورصة القيم اللجوء إلى إعادة شراء القيم المنقولة غير المسلمة.

المطلب الرابع : معوقات بورصة القيم بالجزائر

هناك العديد من العوائق متعددة الجوانب تحول دون تطبيق وجود بورصة قيم متداولة فعالة في الجزائر من أبرزها⁵¹:

⁵¹ - محمد براق، الطاهر لحوش: ترويج الأوراق المالية و أثره في تنشيط سوق الأوراق المالية في الجزائر، *Reformes Economique et Intégration en Economie* Mondiale 03/2007 ص 77/76.

1- العوائق السياسية : رغم أن الوضع الأمني تحسن كثيرا في الآونة الأخيرة إلى أنه لم يصل بعد إلى المرتبة التي تمكنه من إيجاد سوق فعالة للأوراق المالية، كذلك الغموض الملاحظ في بعض النصوص القانونية - دخول المستثمرين الأجانب في سوق رؤوس الأموال بالجزائر- يضاف إلى ذلك سيطرة الحكومة على مؤسسات المساهمة التي تهتم بها البورصة.

2- العوائق الاقتصادية : تتمثل العوائق الاقتصادية في بعض العوامل أهمها باختصار:

① - نمط التسيير في المؤسسة الجزائرية: تعتبر البورصة آلية من آليات اقتصاد السوق التي تتميز بهيمنة القطاع الخاص الشيء الذي يتعارض مع واقع الاقتصاد الجزائري. كما أن تأخر عمليات الخصخصة أثر كثيرا في تنشيط البورصة.

② - التضخم و معدل الفائدة: يؤثر التضخم على قيمة النقد، و بالتالي يؤثر على القيمة الحقيقية لعوائد الأوراق المالية، و رغم تطور معدل التضخم في السنوات الأخيرة، فلا يوجد هناك ضمان للاحتفاظ بهذه النسبة مع معالم الاقتصاد الجزائري التي تبدوا هشة لاعتماده على سياسة القطاع الواحد المتمثل في المحروقات.

③ - سوق الاقتصاد الموازية : تشكل هذه السوق قطب اجتذاب للمستثمرين و المدخرين، حيث توفر لهم فرص الحصول على أرباح سهلة دون مخاطرة أو عناء و كذا الحصول على ريع مضاربة خصوصا أن هناك إفراط في حجم الكتلة النقدية المتداولة في السوق و نسبة معتبرة منها تتداول خارج الكتلة النقدية.

④ - ضعف الحوافز الجبائية : يتضح ذلك في الضغط الجبائي الذي يمارس على الأعوان الاقتصادية الخاضعة و المصرحة، يغيرون من سلوكهم الادخاري و الاستثماري، مما يؤدي إلى التقليل من مردودية الأموال المستثمرة في الأوراق المالية.

⑤ - ضعف القدرة الشرائية: كان للإصلاحات الاقتصادية التي باشرتها الجزائر منذ بداية التسعينات الشيء الملاحظ على الادخار الوطني هو اتجاهه نحو الانخفاض يضاف إليه الانخفاض المستمر للقدرة الشرائية مما يؤدي إلى ندرة الموارد المالية التي توظف لتأثر الطبقات الوسطى و الضعيفة التي تشكل قاعدة عريضة للمساهمين من هذه الوضعية.

⑥ - الشفافية : إن اتخاذ أي قرار استثماري في الأوراق المالية يتطلب توافر معلومات خاصة، المالية و المحاسبية منها و التي تسمح باتخاذ القرار المناسب من خلال إجراء عمليات المقارنة و المفاضلة بين البدائل الاستثمارية المتاحة. هذا من جهة فمن جهة أخرى تلعب المعلومات دورا هاما في تحديد كفاءة السوق المالية، حيث أن أسعار الأوراق المالية المعروضة تعتبر انعكاسا للمعلومات المتداولة في السوق. في حالة بورصة الجزائر، لا يوجد نظام معلومات يضمن الشفافية اللازمة لمستعملي هذه المعلومات لا من ناحية نوعية هذه المعلومات و لا من ناحية الوقت اللازم لوصول هذه المعلومات. إضافة إلى ذلك عدم وجود هيئات و مجالات متخصصة في ميدان المال و الأعمال تعني بتحليل تلك المعلومات المنشورة. كما تجدر الإشارة إلى احد أهم الأسباب المخلة بكفاءة السوق و هو حصول بعض المستثمرين بفضل علاقاتهم و مكائنتهم على معلومات غير متاحة لبقية المستثمرين مما يؤدي إلى إضفاء عدم الشفافية.

⑦ - منافسة البدائل المتاحة: يعتمد الاقتصاد الجزائري على التمويل غير المباشر، حيث تلعب القروض البنكية دورا مهما في المؤسسات التي تعودت على الاقتراض من البنوك بدل اللجوء إلى التمويل عن طريق البورصة، بالإضافة على تساهل البنوك في منح القروض و كذا الإعانات التي تقدمها الدولة للمؤسسات مثل التطهير المالي.

3- عوائق تتعلق بالبورصة:

تمثل هذه العوائق فيما يلي:

1- عدم تنوع الأوراق المالية المعروضة:

من أسباب نجاح السوق المالية في الدول المتقدمة هو أنها تعرض أمام المستثمرين تشكيلة متنوعة و متعددة من الأوراق المالية ليختاروا منها ما يلائم إمكانياتهم، أهدافهم، ميولاتهم الشخصية،... إلخ. لكن في بورصة الجزائر لا يتداول إلا نوعين من الأوراق المالية هما الأسهم و السندات، على الرغم من أن المشرع الجزائري قد سمح بإصدار حوالي عشرة أنواع منها هي⁵²:

- الأسهم العادية
- السهم ذات الأولوية في الأرباح الموزعة مع الحق في التصويت.
- السهم ذات الأولوية في الأرباح الموزعة دون الحق في التصويت.
- شهادات الاستثمار مع الحق في التصويت.
- شهادات الاستثمار دون الحق في التصويت.
- سندات عادية.
- سندات المساهمة.
- سندات مرفقة بقسيمات الاكتتاب في الأسهم.
- سندات قابلة للتحويل إلى أسهم.
- سندات قابلة للتبديل مقابل أسهم.

2- الشكل القانوني للمؤسسة :

تجدر الإشارة إلى أن أغلب المؤسسات الخاصة مكونة على شكل شركات ذات مسؤولية محدودة، أو الشركة ذات الشخص الوحيد و ذات المسؤولية المحدودة أو على شكل شركات تضامن، الأمر الذي يتعارض مع قوانين البورصة التي تشترط أن يكون الشكل القانوني للمؤسسة شركة ذات أسهم. بالإضافة إلى ذلك، شرط مرور ثلاث سنوات على الأقل منذ نشأة المؤسسة لقبولها في بورصة الجزائر.

3- غياب محيط الترويج المالي: تتكون عملية الترويج بصفة عامة من عناصر حتى تنتقل الرسالة من المرسل إلى المستقبل ووجود أي عائق في أي عنصر من عناصرها يؤثر على فعالية الترويج و الترويج المالي.

و الملاحظ في الجزائر غياب أهم أطراف الترويج المالي من صحافة مالية و اقتصادية متخصصة و كذا مكاتب الاستشارة للمحللين الماليين، بالإضافة إلى ذلك فإن المؤسسة نفسها عليها أن تتكيف عند دخولها البورصة مع هذا الوضع الجديد من خلال قيامها بالإجراءات التنظيمية اللازمة قصد تحقيق أهدافها المتعلقة بترسيخ صورتها و سمعتها لدى الجماهير.

4- نقص كفاءة السوق:

⁵² - جبار محفوظ: فرص الاستثمار في سوق رؤوس الأموال الجزائرية، مجلة العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير سطييف، العدد 01/2001 ص 112.

لا يمكن الحديث عن ترويج فعال للأوراق المالية في غياب سوق رأس مال كفاء، و كفاءة السوق تتوفر من خلال توفر المنافسة التامة داخل السوق و حيث أن سعر السهم يعكس بدرجة كبيرة المعلومات التي وصلت السوق إضافة إلى فرضية الكفاءة الاقتصادية التي تعني رشاده المتعاملين في البورصة في اتخاذ القرار المناسب.

4- العوائق الاجتماعية : إضافة إلى ما سبق فإن بورصة الجزائر تعاني من عوائق أخرى ذات طابع اجتماعي و ثقافي و يمكن ذكر أهمها فيما يلي:

① - العوامل التاريخية:

يشكل انتشار الأمية بشكل واسع في الدول النامية عائقا حقيقيا أمام تطور البورصة، مما أدى إلى تخوف الكثيرين من الاستثمار في القيم المتداولة و كذا نتيجة لعدم الثقة في مصداقية فعالية البورصة و التخوف من مصالح الجباية. كما أن النظام المصرفي الذي تبنته الجزائر عقب الاستقلال لم يعطي الانطباع الحسن في نفوس المواطنين من حيث انعدام الثقة و البيروقراطية واعتماد النظام المصرفي على الخزينة العمومية في عمليات التمويل هذه الأسباب لم تسمح بتنشيط قنوات تعبئة مدخرات الأفراد.

② - غياب ثقافة البورصة : أثناء فترة التخطيط المركزي، رسخت الدولة ثقافتها المالية الخاصة بها و التي أثرت على المؤسسات حيث أصبحت هذه المؤسسات لا تقوم إلا بتنفيذ القرارات التي تأتي من السلطات المركزية و هو الشيء الذي انعكس على طرق التسيير في قبول مخاطر الاستثمار و روح المبادرة لدى المسؤولين في هذه المؤسسات يضاف على ذلك حداثة البورصة في الجزائر كآلية من آليات اقتصاد السوق و التي تحتاج إلى عاملي الوقت و توفير المحيط الملائم حتى تكون ذات كفاءة في تنشيط تداول الأوراق المالية للمؤسسات المقيدة بها.

③ - العامل الديني:

يرفض عدد ليس بالقليل الادخار بسبب الفوائد، و التي تعتبر من الربا المحرم في الإسلام خاصة حين يتعلق الأمر بالسندات التي تدر عائدا ثابتا و محدد مسبقا.

④ - العامل النفسي : لقد نتج عن هشاشة النظام المصرفي الجزائري عدم الثقة به مما أدى إلى وجود كتلة نقدية هائلة تتداول خارج القنوات المصرفية، هذه النظرة التي اكتسبها المستثمر يمكن أن تعطيه نفس الشعور تجاه التعامل في البورصة و ما يزيد الأمر صعوبة هو تعقد عملية الاستثمار في البورصة و تخوف المستثمر منها في ظل غياب ثقافة البورصة، هذه الأسباب تجعل المستثمر يعزف عن الاستثمار في البورصة و يلجأ للاستثمار في البدائل المتاحة كالاستثمار في العقارات و السوق الموازية باعتبارها سوقا ذات مردودية عالية و يبعدها عن أعين الإدارة الجبائية.

المبحث السادس : المشتقات المالية : الخيارات ، العقود المستقبلية و المبادلات

مقدمة :

خلافًا لما هو متعارف عليه فيما يتعلق بالأسواق التي تتعامل في الأصول التقليدية فإن أسواق المشتقات إنما تتعامل ففي أدوات تعاقدية *Contractual Instrument* يعتمد أداؤها على أصول أو أدوات أخرى. لذا فإن المشتقات المالية ليست أصولاً مالية *financial assets* وليست أصولاً عينية *Real Assets* وإنما هي عقود كسائر أنواع العقود المتعارف عليها تمثل ترتيبات بين طرفين أحدهما بائع و الآخر مشتري و يترتب عليها حقا لطرف و التزاما على طرف آخر، و هو الأمر الذي عبر عنه لدى بعض الكتاب الغربيين بقولهم : تلك العقود ليست أوراقا مالية بالمعنى التقليدي و إنما ينظر إليها باعتبارها اتفاقيات تجارية يتم التفاوض بشأنها مباشرة بين طرفين لتنفيذ عملية في موعد لاحق وفقا لما هو مجدول لها.

المطلب الأول : تعريف المشتقات

المشتقات هي أدوات مالية تشتق قيمتها من الأوراق المالية محل التعاقد أو من السلع أو مؤشرات الأسعار، و يمكن استخدامها للتحوط و المضاربة إلا أنها قد تؤدي إلى زيادة مخاطر الائتمان و أساليب الاحتيال فضلا عن المخاطر السوقية.

و في تعريف آخر : تعرف بأنها عقد تشتق قيمته من الأوراق المالية محل التعاقد و العكس ليس صحيحا و لا معنى له.⁵³

و لذلك فالمتعاقدان أحدهما في حقيقة الأمر بائع للمخاطرة و الآخر مشتري لها و هو ما يعبر البعض عنه بوجود شخص أو جهة ما لديها الرغبة في التخلص من المخاطرة أو تقليل درجة المخاطرة، و آخرون على استعداد لتحمل المخاطرة، أملين الحصول على ثمن المخاطرة أو ما يسمى بمكافأة المخاطرة *Reward* .

و بظهور المشتقات لم يعد المضاربون في حاجة إلى التعامل في الأصول التقليدية، حيث توفر المشتقات في أسواق العقود المستقبلية و الخيارات وسيلة بديلة للمضاربة بما يغني عن شراء الأسهم و السندات حيث أصبح بوسع المستثمر شراء عقد اختيار أو عقد مستقبلي.⁵⁴

المطلب الثاني : عقود الخيار

الاختيارات المالية المتداولة في البورصات هي صيغة من صيغ العمليات المشروطة *Opération conditionnelle* و التي تتم على مجموعة من الأدوات أهمها: الأوراق المالية، المعادن الثمينة، أسعار الفائدة، مؤشرات البورصة، العملات الصعبة و غيرها، و على الرغم من أن لهذه الاستعمالات التي تتم على الاختيارات أرباح معتبرة، خاصة بالنسبة للمضاربين، فإنها تعتبر بالغة الأهمية إذا ما تعلق الأمر بحماية المستثمرين من مخاطر تقلب أسعار القيم المنقولة.

⁵³ - سمير عبد الحميد رضوان ص 60.

⁵⁴ - دور الهندسة المالية في صناعة المشتقات المالية سمير عبد الحميد رضوان ص 76.

1- خيار الشراء Call Option

لقد عرف خيار الشراء بأنه " اتفاق يعطي الحق و ليس الإلزام للمستثمر (مشتري الخيار) في شراء عدد معين من الأصول بسعر محدد مسبقا و في أية فترة ابتداء من شراء الاختيار و حتى استحقاقه، كما عرف بأنه عقد يتم بين طرف يقدم مكافأة (حامل خيار الشراء)، لطرف آخر مقابل حق شراء عدد معين من القيم المنقولة أو كمية محددة من السلع، بسعر محدد مسبقا و خلال مدة معينة، عادة ما تكون 3 أو 9 أشهر.

من هذين التعريفين يتضح أن هناك نوعين أساسيين من اختيارات الشراء Call Option، الأول : يمكن تنفيذه، أي إمكانية شراء الأوراق المالية أو السلع المتفق عليها في أي لحظة يشاء المشتري، حتى و إن كانت قبل تاريخ الاستحقاق، يعرف هذا النوع في الأدبيات المالية بالاختيار الأمريكي American Option .

أما الثاني : فلا يمكن تنفيذه إلا في التاريخ المحدد لذلك و المتفق عليه بين الطرفين، أي تاريخ استحقاق الاختيار. و عليه لا يمكن لمشتري هذا النوع من الاختيار شراء القيم المنقولة أو السلع محل الاختيار إلا في فترة محددة مسبقا و هذا ما يعرف بالاختيار الأوروبي European Option.

من الطبيعي أن يكون النوع الأول (الاختيار الأمريكي) أكثر مرونة من النوع الثاني لأنه يوفر لحامله إمكانية تنفيذه في أي وقت يشاء و بذلك فإن المكافأة الخاصة به تكون أعلى من تلك الخاصة بالاختيار الأوروبي.

يعرف السعر المتفق عليه بين المتعاقدين بسعر التنفيذ Striking price or Exercise price و هو السعر الذي تتم به الصفقة الخاصة بالأوراق المالية أو السلع التي قام عليها الاختيار، من المنطقي أن يكون هذا السعر في معظم الأحيان مخالفا للسعر السائد في السوق و التغير في السعر هو المحفز الأساسي للمتعاملين في سوق الاختيارات.

❖ فإذا كان :

↔ سعر التنفيذ \approx من السعر السائد	اختيار الشراء في وضعية من النقود At the money
↔ سعر التنفيذ $>$ السعر السائد Stop price	اختيار الشراء في وضعية داخل النقود In the money
↔ سعر التنفيذ $<$ السعر السائد في السوق	الاختيار خارج النقود Out of the money

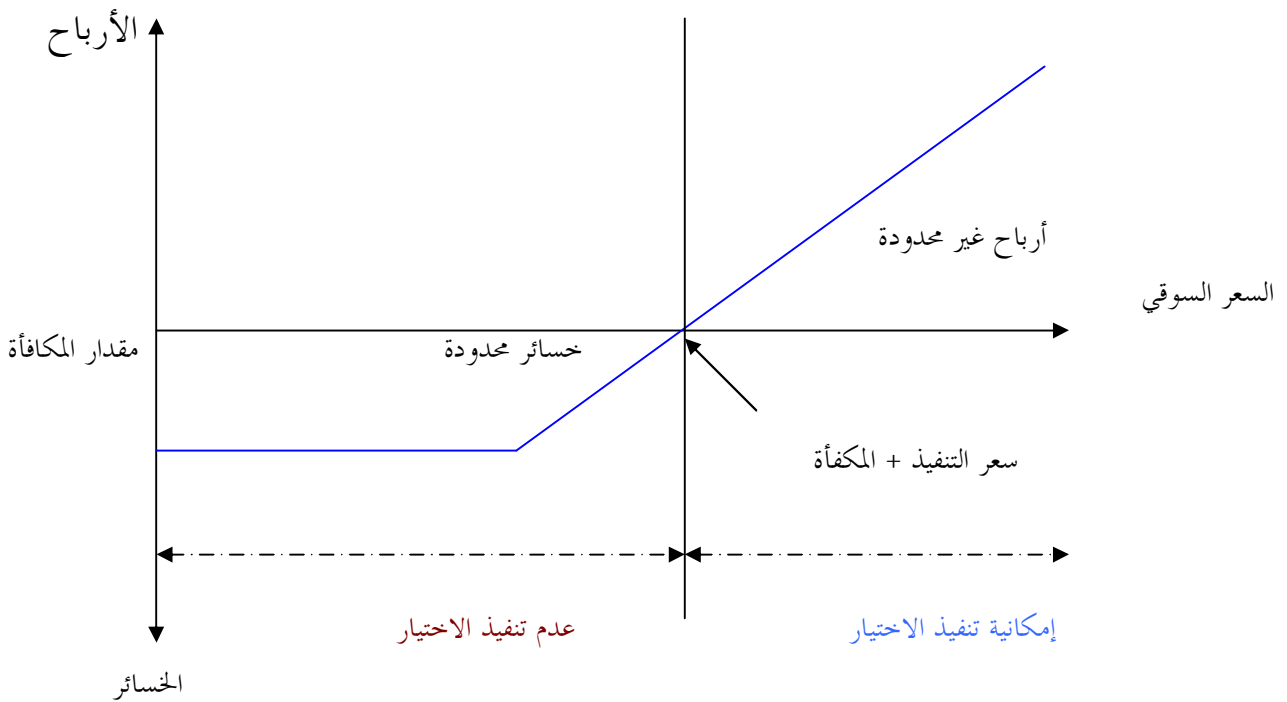
❖ فمشتري الخيار يتوقع ارتفاع سعرها في المستقبل و لهذا يلجأ إلى شراء حق الحصول عليها خلال مدة معينة بسعر متفق عليه الآن مقابل هذا الامتياز، يدفع مشتري الاختيار لبائعه مكافأة أو علاوة Premium تعرف بسعر الاختيار Option price و هي غير قابلة للاسترداد.

ملاحظة :

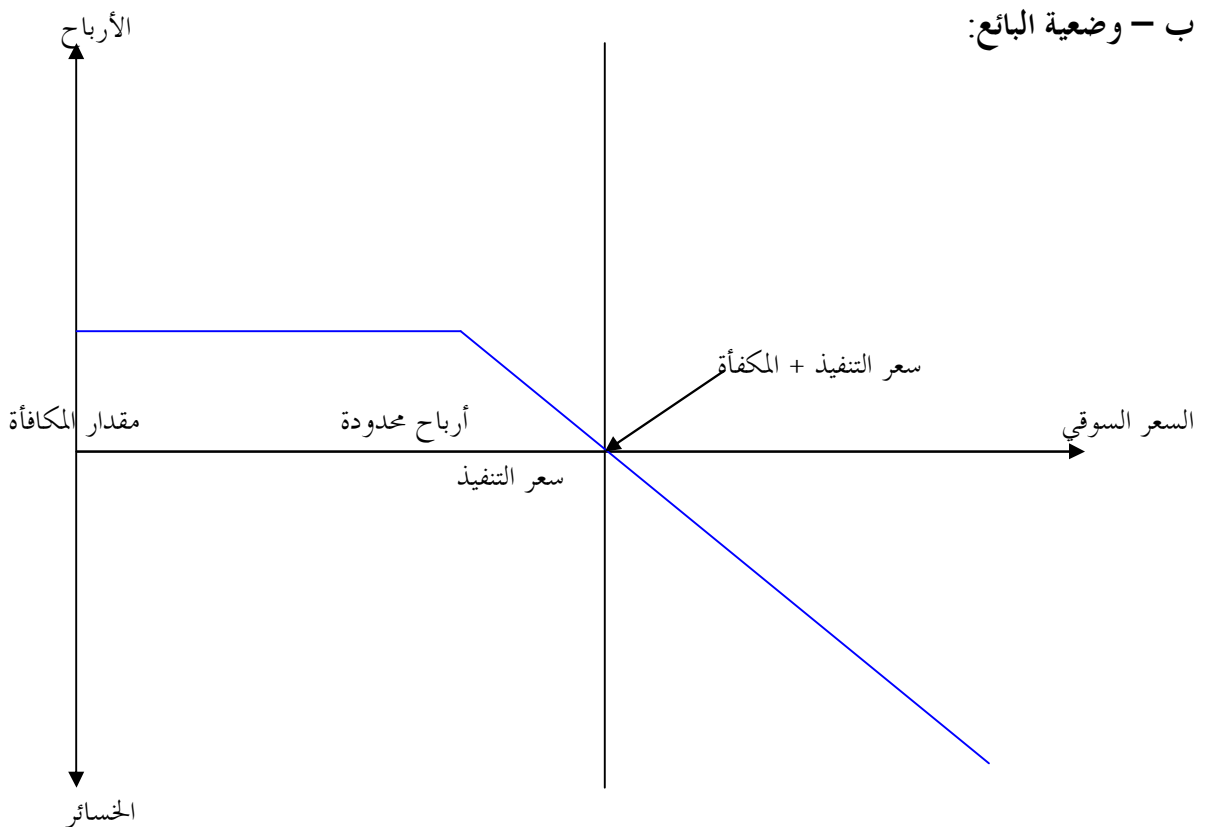
- ✓ إن العقود التي تتم على الاختيارات عادة ما تتم بمعدل 100 سهم لكل عقد.
- ✓ إن خسائر المشتري محدودة بمقدار المكافأة التي يدفعها عند الشراء، أما أرباحه فهي غير محدودة و تزداد كلما ارتفع السعر السوقي للورقة المالية.

أرباح و خسائر المستثمرين في اختيار الشراء Call Option

1- وضعية المشتري:



ب - وضعية البائع:

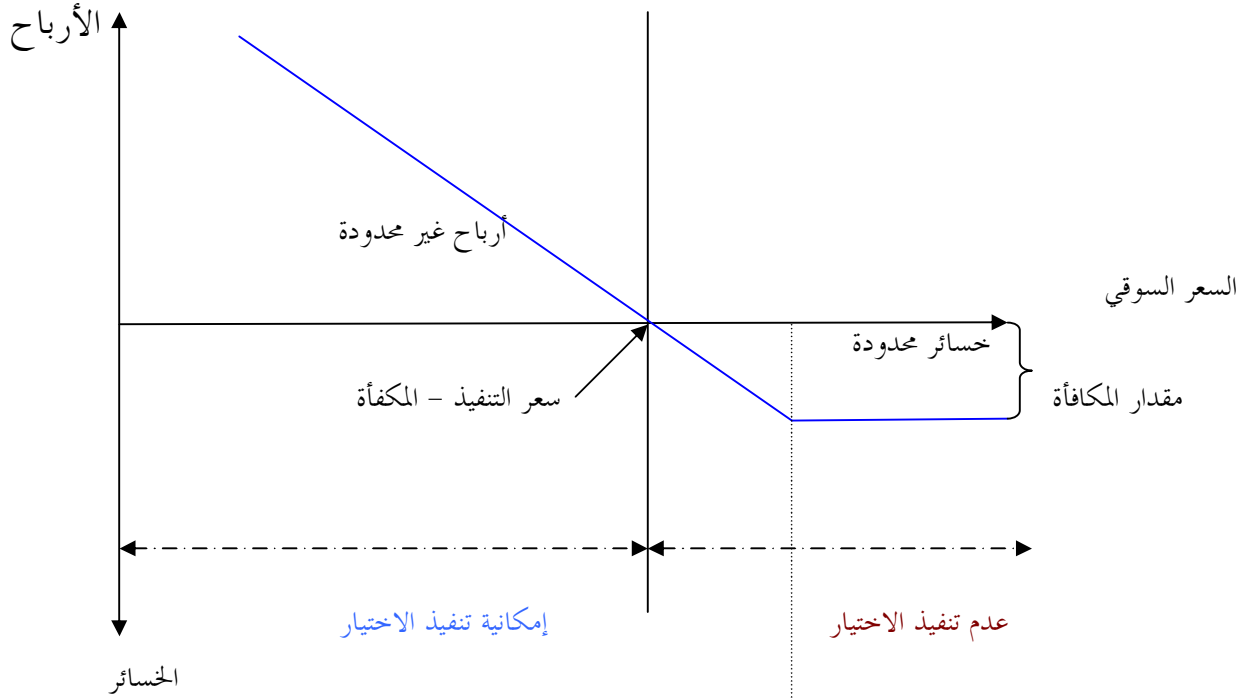


2- اختيار البيع Put Option

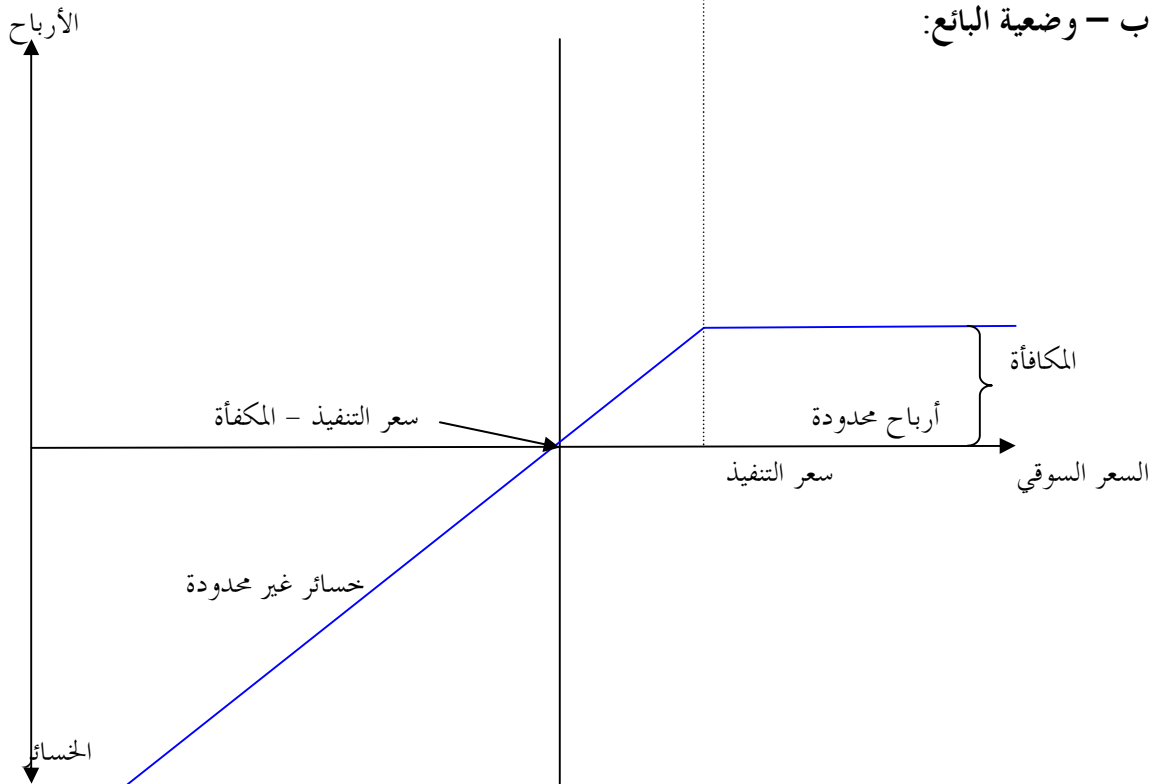
لقد عرف خيار البيع بأنه العقد الذي يعطي الحق لحامله و لا يلزمه ببيع أصل من الأصول بسعر محدد مسبقا.

أرباح و خسائر المستثمرين في اختيار البيع Put Option

1- وضعية المشتري :



ب - وضعية البائع :

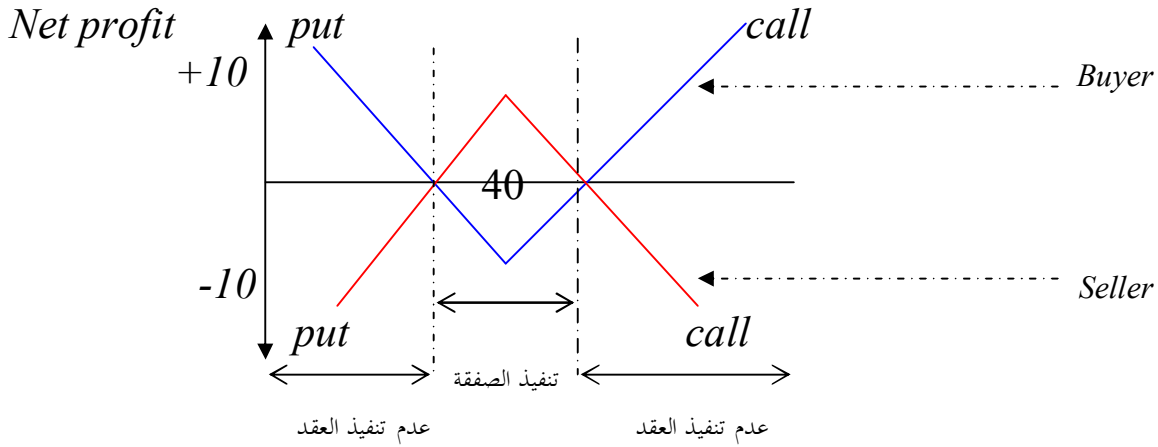


6-3- الاختيار المزدوج Double Option⁵⁵ : هو عقد يجمع بين خيار البيع و خيار الشراء و بمقتضاه يصبح لحامله

الحق في أن يكون مشتريا للأوراق المالية محل التعاقد أو بائعا لها، فإذا ارتفعت أسعار السوق خلال فترة العقد كان

⁵⁵ - البائع لهذه الأدوات يراهن على استقرار الأسعار.

مشتريا و إذا انخفضت كان بائعا، و مع تعاظم المخاطرة التي يتعرض لها بائع الخيار المزدوج فإنه يتقاضى ضعف ثمن شراء خيار البيع أو خيار الشراء، و يمكن توضيح هذا العقد من خلال الرسم البياني التالي⁵⁶ :



لنفترض أن مستثمرا قام بشراء عقد خيار مزدوج لأسهم شركة أمريكية، و بفرض أن سعر التعادل *Striking price* لكلا العقدین هو 40 دولار أمريكي و أن ثمن شراء (المكافأة) عقد الخيار المزدوج هو 10 دولار أمريكي، و المشتري لحق الخيار يتوقع أن تتجه الأسعار بقوة نحو الارتفاع أو الانخفاض بينما البائع يأمل الثبات النسبي للأسعار القائمة أو تقلب محدود للغاية.

و مع هذا فان المشتري عقد الخيار المزدوج لن يتمكن من ممارسة العقد قبل بلوغ السعر لنقطة التعادل *Break even point* ونكون بصدد نقطة التعادل عندما تكون القيمة السوقية *Market value* للأصل محل التعاقد مساوية لسعر التعاقد مضافا إليه أو مطروحا منه ثمن شراء حق الخيار المزدوج *Straddle*.

و لما كان سعر التعاقد 40 دولار و كانت تكلفة شراء العقد هي 10 دولار فان نقطتي التعادل تحدث عند 30 و 50 دولار، و بالتالي سوف يكون بوسع مشتري الخيار المزدوج أن يمارس حقه بأن يكون شاريا عندما يصل السعر إلى 50 دولار أو إلى ما هو أعلى منه.

أو أن يمارس حقه كبائع عندما يصل السعر إلى 30 دولار أما هو أدنى منه، أما ما بين السعرين 30 و 50 لن يتمكن مشتري حق الخيار من تنفيذ العقد و سيتحمل الخسارة المتمثلة في ثمن الخيار مضافا إليه العمولة والضرائب و تمثل الخسارة في هذه الحالة قيمة استثماراته في عقد الخيار المزدوج.

المطلب الثالث : العقود الآجلة و العقود المستقبلية :

على الرغم أنه جرت دائما التفرقة بين العقود الآجلة *Forward Contract* و العقود المستقبلية *Futures Contracts* على أنهما شيئا مختلفان إلا أنهما في الحقيقة و في الأصل شيء واحد فالعقود المستقبلية لغة واصطلاحا عقود آجلة، غير أنه تم التمييز بين تلك العقود التي يجري ترتيبها *Arrangement* من خلال السوق الغير رسمية (*OTC Market*) و تلك العقود التي يتم عقدها من خلال السوق الرسمية.

ففي السوق الغير رسمية يتم تفصيل *Tailoring* تلك العقود وفقا لتفضيلات *Preferences* و احتياجات الأفراد أو الجهات الراغبة في عقدها، و الأمر ليس كذلك في السوق الرسمية، فهي سوق منظمة *Organized Market* تحكمها

⁵⁶ - سمير عبد الحميد رضوان حسن، المشتقات المالية و دورها في إدارة المخاطر، مرجع سبق ذكره، ص 175.

اللوائح والقوانين والأعراف والتقاليد، و عقودها جميعاً نمطية *Standardized* ولا تخضع لتفضيلات الأفراد كما هو الحال بالنسبة للسوق الغير رسمية.

و قد ذهب صندوق النقد الدولي إلى تأكيد هذه الحقيقة من خلال الدراسة التي أعدها عن المشتقات المالية بقوله :
إن العقود الآجلة التي يجري التعامل عليها في السوق المنظمة يطلق عليها العقود المستقبلية.

Forward-type contracts traded on organized market are called Futures

و إلى نفس المعنى ذهب « CHANCE » مؤكداً أن العقود المستقبلية هي عقود آجلة، و شروطها نمطية و يتم التعامل عليها في الأسواق الرسمية.

1- أهم وجوه الاختلاف بين العقود الآجلة و المستقبلية:

① - بينما يجري التعامل على العقود الآجلة *Forward contracts* في السوق الغير رسمية *Over -The- (O.T.C)* *counter market* فإنه يجري التعامل على العقود المستقبلية في السوق الرسمية.

② - العقود المستقبلية جميعها نمطية *Standardized* في بنودها و شروطها خلافاً للعقود الآجلة التي يجري تفصيلها وفقاً لرغبة و تفضيلات المتعاقدين، من حيث حجم العقد *Size* و مدته *Expiration* و صفاته أو جودته *quality*.

③ - العقود المستقبلية تخضع للتسويات اليومية وفقاً لحركة و اتجاهات الأسعار و مع التسوية الذي تقررته لجنة من غرفة المقاصة *Clearing house* يوميا، بمعنى أن مركز كل من المتعاقدين يتم تقويمه *Valuating* و تحديد الفروق بين سعر التسوية الحالي و الذي يمثل متوسط أسعار اليوم و سعر التسوية لليوم السابق، فإذا ما كان الفرق إيجابياً أضيف مقدار الزيادة إلى حساب التأمين *Margin account* . بمن يحتفظ بمركز طويل *Long position* (المشتري) و المودع لدى غرفة المقاصة *Clearing house* خصما من حساب المتعاقد المتحفظ بمركز قصير (البائع).

④ - في العقود المستقبلية يتم إيداع تأمين ابتدائي *Initial Margin* لدى غرفة المقاصة *clearing house* و التي تقوم بدورها كوسيط و ضامن *Guarantor* لكل عملية تتم من خلال بورصة العقود.

⑤ - خلافاً للعقود الآجلة *Forward contracts* فإن العقود المستقبلية *Future Contracts* غير ملزمة، لكن أغلب الكتاب متفقون على أن كلا من العقود الآجلة و المستقبلية ملزمة *Binding*.

و بذلك يلتزم البائع بتسليم العقود عليه للمشتري و إلزام الشاري بسداد الثمن مقابل الأصل محل التعاقد.

2- تعريف العقدين : من خلال ما تقدم يمكن تعريف العقد الآجل و المستقبلي كما يلي :

① - **تعريف العقد الآجل :** هو عقد ثنائي مؤجل، يتم تنفيذه في السوق الغير منظمة، و الذي يقتضي بتسليم كمية معين من الملكية بسعر محدد في تاريخ محدد في المستقبل و لا يطالب أطراف العقد بإيداع أي ضمان.

② - **تعريف العقد المستقبلي :** العقد المستقبلي يتم الترتيب له من خلال السوق المنظمة و هو اتفاق بين المشتري و البائع على تبادل أصل مقابل نقد في تاريخ لاحق مع إخضاعه للتسويات اليومية.

و يستفاد مما تقدم أن أهم السمات الرئيسية المميزة للعقد عند سوندرز هي :

✓ أن التعامل على هذه العقود يتم من خلال الأسواق الرسمية أي البورصة.

✓ أن التسوية من جانب غرفة المقاصة لا تتم في نهاية العقد و إنما تجري التسويات بصفة يومية استجابة لتغيرات الأسعار.

✓ أن العقود المستقبلية تتطلب وديعة لدى شركة المقاصة كتأمين أو ضمان *Margin deposit* بنسبة تتراوح ما بين 5% و 10%.

المطلب الرابع : المبادلات

رغم أن المبادلات من العقود الآجلة *forward contracts* إلا أنه لم يجر تصنيفها كذلك على أساس أنها من غير جنسها، و لما لها من خصوصية تنفرد بها عن سائر العقود، و على النقيض من ذلك فرغم أن المبادلات ليست من عقود المشتقات المالية إلا أنه تم تصنيفها في كثير من الأسفار العلمية المتخصصة على اعتبار أنها جزء منها.

1- مفهوم المبادلات :

عرفها بعض الكتاب بأنها اتفاق تعاقدى بين طرفين على تبادل التدفقات نقدية معينة في تاريخ لاحق. و يعرفها صاحب موسوعة المشتقات بأنها عقد يتفق من خلاله طرفان على تبادل التدفقات النقدية.

A swap is a contract in which two parties agree to exchange cash flows.

بينما عرفها صاحب معجم المشتقات بأنها تبادل المدفوعات بين طرفين بغرض نقل المخاطرة من طرف إلى آخر سواء كانت بقصد التحوط أو لأسباب مضاربية.

A swap involves an exchange of payments between two counterparts that transforms one of risk into another, whether for hedging or speculative reasons.

و على خلاف العقود المستقبلية فان المبادلات ليست سوى اتفاقيات ثنائية *Bilateral agreement* لا يجري التعامل عليها في البورصات و إنما يجري التعامل عليها في الأسواق الغير منظمة، لذلك لم يكن مستغربا أن تكون هذه العقود غير متجانسة تماما و أنها أدنى نمطية *less standardized* لأن هذه العقود هي المحصلة النهائية لمفاوضات خاصة بين الأطراف، و تتحدد الشروط في ضوء الاعتبارات التي يحرص عليها كل طرف من الأطراف.

2-أسباب استخدام المبادلات: *why swaps are used*

↔ الحصول على الفرق بين معدلات الإقراض في الأسواق المعومة و تلك الثابتة لمنشأتين أو ما يسمى *QUS* أي

Quality spread

↔ أنها أداة لإدارة المخاطر و التحوط *Hedging and risk Management*

↔ أنها منخفضة التكلفة *Low transaction costs*.

↔ أنها تتمتع بمرونة مالية عالية *high financial flexibility*

فكثير من المنشآت تضع مرونة المبادلات موضع الاعتبار فهذه المنشآت تستطيع أن تصدر سندات ذات سعر فائدة معوم إذا ما استشعرت أن أسعار الفائدة تأخذ اتجاهها تراجعيا، و إذا ما شعرت نقيض ذلك فإنها تقوم بتحويلها إلى سندات ذات عائد ثابت.

و رغم أن سوق المبادلات قد بدأ عام 1981 فقط إنه بلغ عشرات التريلونات من الدولارات الأمريكية مع منتصف التسعينات و نحو 48 تريليون عام 2000.

3- مبادلات العملة : *currency swaps*

من الأمور الشائعة أن تقترض إحدى المنشآت بعملة ما مع أنها قد تكون في حاجة إلى عملة غيرها مثل هذه المنشآت تتوجه إلى أحد المشتغلين بالمناجزة في المبادلات *swap dealer* و الذي يوفق بين تلك المنشأة و منشأة أخرى تحتفظ بمركز عكسي *holding the opposite position* و يقوم بإعداد الترتيبات اللازمة لتبادل المنشأتين للتدفقات النقدية *cash flows* و ليس من المتصور دائما أن تتوافق احتياجات منشأة ما مع احتياجات منشأة أخرى و في هذه الحالة فإنه يحاول التوفيق مع منشأة أخرى فإذا لم يجد فإنه قد يقبل أن يقوم هو بدور المنشأة الأخرى على أن يقوم بمحاولة تغطية المخاطرة في سوق آخر.

و الآن لنصور كيف يتم ميكانيزم المبادلات *swaps mechanism* .

نفترض أن شركة قررت بالفعل إصدار سندات قيمتها 2.8 مليون فرنك سويسري بسعر فائدة 7.5 % و لكنها في الحقيقة بحاجة إلى قيمتها المعادلة بالدولار الأمريكي أي 2 مليون دولار أمريكي لشراء مواد خام من الولايات المتحدة الأمريكية. و إذا قامت هذه الشركة باقتراض هذا المبلغ من سوق الدولار الأمريكي سوف تتحمل فائدة قدرها 9.75 %.

و لو افترضنا أن شركة *Southern Technology* الأمريكية ذات الشهرة الواسعة في الولايات المتحدة الأمريكية تخطط على جانب آخر لإصدار سندات بقيمة 2 مليون دولار أمريكي بسعر فائدة قدره 10 % في الولايات المتحدة، و لكنها في حقيقة الأمر في حاجة إلى ما قيمته 2.8 مليون فرنك سويسري لشراء بعض المستلزمات السلعية من سويسرا، إلا أنها إذا ما اقترضت الأموال من سوق الفرنك السويسري فسوف تتحمل فائدة تقدر بـ 8 % .

لذا فإن من مصلحة الشركتين أن تتوجها إلى تاجر المبادلات *the swap dealer* في مستهل هذه العملية ستقوم شركة *Alpine* السويسرية بإصدار السندات و تحصل على 2.8 مليون فرنك سويسري من المكتبتين *Bond-Holders* ، وفي خطوة ثانية تقوم بدفع هذا المبلغ إلى تاجر المبادلات و الذي بدوره يقوم بتحويل هذا المبلغ إلى الشركة الأمريكية.

ومن الجانب الآخر تقوم الشركة الأمريكية بإصدار سندات في الولايات المتحدة الأمريكية و تحصل في مقابلها من المكتبتين على ما قيمته 2 مليون دولار أمريكي ثم تقوم بتسليم هذا المبلغ إلى تاجر المبادلات ليقوم بتحويله إلى الشركة السويسرية *Alpine* .

المحصلة الأولى هي حصول الشركة السويسرية على 2 مليون دولار أمريكي يمثل احتياجاتها الفعلية، و حصول الشركة الأمريكية على 2.8 مليون فرنك سويسري.

وفي بداية المرحلة الثانية تنشأ التزامات أخرى تتمثل في الفائدة التي تلتزم كلتا الشركتين بدفعها إلى حاملي السندات في البلدين مع حلول مواعيد الاستحقاق كل عام.

يقوم *Dealer* بالترتيب لقيام الشركة السويسرية بدفع فائدة على مقدار القرض المصدر في الولايات المتحدة بمقدار 2 مليون دولار و بسعر 9.75 % ، و بإعداد الترتيبات للشركة الأمريكية لدفع فائدة القرض المصدر في سويسرا بمقدار 2.8 مليون فرنك سويسري بسعر 7.5 %

ووفقا لما تقدم تقوم الشركة السويسرية بدفع 195 ألف دولار أمريكي إلى تاجر المبادلات أي 2 مليون * 0.0975 = 195 ألف دولار أمريكي.

و على الرغم أن ما تم دفعه من قبل الشركة هو 195 ألف دولار أمريكي فقط إلا أن تاجر المبادلات يقوم بدفع 200 ألف دولار أمريكي للشركة الأمريكية تعادل قيمة المبلغ المتعين سداده لحملة السندات في الولايات المتحدة بسعر 10 % من قيمة القرض.

الشركة الأمريكية تقوم بدورها بدفع مبلغ 224 ألف فرنك سويسري إلى تاجر المبادلات أي $0.08 * 2800000 = 224000$ فرنك سويسري و الذي يقوم بدوره بدفع 210 ألف فرنك سويسري إلى الشركة السويسرية و يمثل قيمة الفائدة لمستحقة على الشركة لحملة السندات على أساس سعر فائدة 7.5 % .

سوف يستدعي انتباهنا هنا أن تاجر المبادلات قد تحصل من الشركة السويسرية على 195000 دولار أمريكي بينما سدد للشركة الأمريكية 200000 دولار أمريكي، و هو ما يعني تحمله خسارة قدرها 5000 دولار، إلا أنه على الجانب الآخر تسلم من الشركة الأمريكية 224000 فرنك و تدفع منها للشركة السويسرية مبلغ 210000 فرنك فقط محققا بذلك ربحا قدره 14000 فرنك سويسري، إلا أنه يتعرض أيضا لمخاطر تقلب سعر الصرف عند تحويله لمبلغ 14000 فرنك سويسري إلى دولارات.

و عند استحقاق السندات تقوم الشركة السويسرية بدفع 2 مليون دولار إلى تاجر المبادلات و الذي يقوم بدوره بتحويلها إلى الشركة الأمريكية بدفع 2.8 مليون فرنك سويسري إلى تاجر المبادلات و الذي يقوم بدوره بدفعها إلى الشركة السويسرية و التي تدفعها في النهاية إلى حملة السندات السويسرية.

المبحث السابع : مؤشرات البورصة

ظهرت المؤشرات في القرن 19 ميلادي، وتطورت وازدهرت أهميتها عبر الزمن، واستخدمت في أسواق الأوراق المالية كوسيلة تعكس اتجاه السوق المالية و سلوكها و يعتبر مؤشر *Dow Jones* أول مؤشر عالمي ظهر أول مرة عام 1884م، وعرفت المؤشرات قفزة نوعية في فترة الثمانينات من القرن العشرين، إذ انتقلت من مجرد أداة تعكس صدق اتجاه السوق المالية و سلوكها إلى أداة من الأدوات المالية المتداولة في الأسواق المالية كتداول الأوراق المالية العادية الأخرى، حيث كان أول تداول لها سنة 1990⁵⁷.

تلعب المؤشرات في الأسواق المالية و خاصة أسواق الأسهم الدولية دورا مهما، حيث تقيس مدى ارتفاع أو انخفاض حركة التداول في السوق الواحد، كما أنه وتبعاً لذلك يستطيع المحللون الاقتصاديون تحليل مدى ازدهار أو ضعف حركة المؤشر.

المطلب الأول : تعريفها

المؤشرات جمع مؤشر، والمؤشر شبيه بالترموتر الذي يقيس درجة الحرارة في الجو، وبالتالي فإنه يقيس حركة الأسعار و التداولات في السوق المالي صعودا و نزولا، إيجابا و سلبا. كما يعرف بأنه المقياس أو الترمومتر الذي بواسطته يتم قياس التغيرات و الاتجاهات في السوق المالي وخاصة في مجال الأوراق المالية⁵⁸.

أو هو رقم حسابي يحسب بطريقة إحصائية خاصة يقصد منه معرفة حجم التغير في سوق معينة، و تجرى عليه مبيعات في بعض الأسواق المالية، ومن هنا نعرف بأن المؤشر عبارة عن رقم قياسي يقيس التطورات السعرية الحاصلة في التعاملات العاجلة و الآجلة في الأسواق المالية.

ويرتبط الحديث عن تاريخ المؤشرات المستعملة في أسواق الأوراق المالية بالحديث عن تاريخ هذه الأسواق نفسها، ومن هنا فإنه يعد سوق نيويورك المالي من أقدم و أكبر الأسواق المالية الدولية في العالم حاليا، وقد أنشأ هذا السوق في عام 1817م، و قد حقق نموا متسارعا حيث بلغت استثماراته الكلية أكثر من 4.5 ترليون دولار والتي كانت في ذلك الوقت تعادل حوالي 85% من مجموع الاستثمارات الجارية في كافة أسواق الولايات المتحدة الأمريكية، علما بأن هذا السوق يعتمد على مجموعة من المؤشرات: أهمها مؤشر الصناعي داوجونز⁵⁹، ويعتبر هذا المؤشر من أقدم المؤشرات لقياس أسعار الأوراق المالية و تطوراتها واتجاهاتها كما يعتبر أشهر المؤشرات استخداما في الأسواق المالية على الإطلاق، حيث يقيس تطور أسعار أكثر من 30% من الأوراق المالية في الولايات المتحدة الأمريكية، وعمره يقارب 103 سنة⁶⁰.

⁵⁷ - حسن قبيلان، مؤشرات أسواق الأوراق المالية، دراسة حالة مؤشر سوق دمشق للأوراق المالية، مجلة العلوم الاقتصادية و علوم التسيير، جامعة فرحات عباس سطيف، العدد

2011/11، ص 92.

⁵⁸ - محمد الأمين ولد عالي، الاجتهاد و تطبيقاته المعاصرة في مجال الأسواق المالية، مرجع سبق ذكره، ص 331.

⁵⁹ - *Index like the dow Jones Industrial Average that tracks a portfolio of stocks. Dictionary of Business and Finance*, p 627.

⁶⁰ - محمد الأمين ولد عالي، الاجتهاد و تطبيقاته المعاصرة في مجال الأسواق المالية، مرجع سبق ذكره، ص 334.

➔ إضافة إلى هذا المؤشر هناك مؤشرات عالمية في أهمها⁶¹:

1-1 - مؤشر ستاندار أند بورز Standard and Poor's (500) composite

يقيس هذا المؤشر متوسط 500 شركة أمريكية و يعطي فكرة جيدة عن اتجاهات الأسعار في سوق رأس المال الأمريكي، ومؤشر ستاندار أند بورز (*Index 500 S&P*) لأنشطة الخدمات العامة مثل صناعة الكهرباء، الاتصالات والماء، يحتوي على عينة من أسهم الشركات التي يتم تداولها في سوق رأس المال المنظم وغير المنظم أو كلاهما، ويتكون من تسع قطاعات مصنفة كما يلي :

الجدول رقم (6) : مجموع الشركات لتسع قطاعات يساوي 500 شركة	
حوالي 40 شركة من شركات الصناعات الأساسية كالحديد و الورق و الذهب و الكيماويات.	Basic Industries
حوالي 45 شركة من شركات الخدمات الطبية و المأكولات الجاهزة و السفر و الترفيه و النشر	Consumer services
حوالي 69 شركة من شركات الأدوية و أدوات التجميل و المشروبات و المنتجات الغذائية.	Consumer Stables
حوالي 67 شركة من شركات الطيران و صناعة السيارات، شركات البناء، الأجهزة الكهربائية و المنزلية.	Cyclical/Transportation
حوالي 28 شركة من شركات البترول و منتجاته و الغاز الطبيعي و الخدمات الخاصة بها.	Energy
حوالي 72 شركة من شركات الخدمات المالية و البنوك.	Financial
حوالي 43 شركة من شركات المنتجات الصناعية، تجهيزات البناء و المكنات الصناعية و حلول النظافة.	Industrial
حوالي 97 شركة من شركات الصناعات العسكرية و أجهزة الاتصالات و الكمبيوتر.	Technology
حوالي 39 شركة من شركات الهاتف و الكهرباء.	Utilities

المصدر: فهد عبد الله الحويماي، المال والاستثمار في الأسواق المالية، مكتبة الملك فهد، الرياض، الطبعة الثانية 2006، ص 351.

لاحظ أن مجموع الشركات في القطاعات التسعة يساوي 500 شركة وهي الشركات الممثلة لمؤشر *S&P500*.

1-2 - مؤشر (MSCI) : لأسواق أوروبا و أستراليا و الشرق الأقصى و هي اختصار لكلمة *Morgan Stanly Capital International* و يقيس هذا المؤشر 1000 سهم للشركات في هذه الأسواق، إذ يتم احتساب قيمة المؤشر بطريقتين:

♣ استنادا إلى القيمة الرأسمالية

♣ استنادا إلى الناتج المحلي الإجمالي

1-3 - مؤشر ناسداك NASDAQ المجمع : وهو مؤشر للسوق المالي الوطني الأمريكي و الذي يشمل أكثر من 5000 سهم للشركات الصناعية و شركات الخدمات الإلكترونية و يتم تبادل هذا المؤشر عبر المنصات فقط وليس من خلال البورصة.

⁶¹ - دريد كامل آل شبيب، الاستثمار و التحليل الاستثماري، مرجع سبق ذكره، ص 215-217.

1-4- مؤشر داوجونز: Dow Jones

وهو أول مؤشر مالي بدأ عام 1884 يتكون هذا المؤشر الأمريكي من 30 شركة رئيسية تشكل أسهمها حوالي 30% من أسهم بورصة نيويورك، ويقاس هذا المؤشر حالة السوق من خلال استخدام مؤشر محسوب لمتوسط الشركات الصناعية الأمريكية.

وهي تعكس أداء البورصة الأمريكية والشركات المدرجة في سوق المال الأمريكي وبحسب باستخدام أسلوب المتوسط المتحرك لأسعار أسهم أهم هذه الشركات، فعندما نقول هبط مؤشر داوجونز بثلاثين نقطة، فهذا يعني أن متوسط أسعار أسهم 30 شركة قد انخفضت 30 نقطة، وهو مؤشر عن طبيعة الوضع العام في السوق الأمريكي و يمكن الاستفادة منه في اتخاذ قرارات البيع والشراء وتقييم أداء السوق واتجاهاته ومن ثم تقييم السهم محل البحث والاستثمار، وقد يكون داوجونز لصناعة معينة مثل: داوجونز لصناعة النقل Dow Joens Industrial.

1-5- مؤشر العام لبورصة نيويورك NYSE

وهو اختصار للكلمات *New York Stock Exchange* وهو مؤشر سوق نيويورك المالي و يحتوي على جميع القطاعات و أنواع الشركات الصناعية و الخدمية و الالكترونية.

كما توجد مؤشرات أخرى⁶² كمؤشر FT-SE 100 Index وهو اختصار لـ: Financial Times-Ordinary Share Index و يمثل الرقم القياسي لأسعار الأسهم العادية في إنجلترا. و الذي ينطق "فوتسي" *footsie* و هو المؤشر المرجح لاستثمارات حقوق الملكية و يتكون من 100 شركة من كبريات الشركات الموجودة في بورصة لندن London Stock Exchange .

للـ **هونج كونج**: في *Hong Kong* مؤشر السهم الأولي هو *Hang Seng* "هانج سنج" و يتكون مؤشرها من 33 سهم كبير.

للـ **اليابان**: المقياس الأساسي لأداء الأسهم هو مؤشر نكاي *Nikkei 225 Index* يتكون المؤشر من إصدارات حقوق الملكية مرتفعة السيولة المعتقد أنهما تمثل الاقتصاد الياباني. بالإضافة إلى مؤشر *Topix*

للـ **ألمانيا**: يتكون مؤشر الأسهم الألمانية *Deutscher Aktien dex* ، والمسمى *DAX* من أكبر الشركات تتداول في بورصة أسهم فرانكفورت *Frankfurt Stock Exchange*.

للـ **الهند**: 22 بورصة أسهم في الهند، و تعتبر بورصة الأسهم لبومباي *(BSE) Bombay stock exchange* أكبرها، ومسجل بها أكثر من 6000 سهم وتشمل ثلثي إجمالي حجم التداول للدولة. وهذه البورصة التي شيدت سنة 1875 أقدم بورصة في آسيا و مقياسها هو *BSE Sensex* ، و هو مؤشر لـ 30 سهم هندي متداول تناظر خمس رصمة سوق *BSE*⁶³.

أهم المؤشرات في الأسواق المالية العربية

⁶² - مروان عطون، الأسواق النقدية و المالية، البورصات و مشكلاتها في عالم النقد و المال، الجزء الثاني، مرجع سبق ذكره، ص 373-376.

⁶³ - أوجين بريجهام، ميشيل إيرهاردت، الادارة المالية، النظرية و التطبيق العملي، الكتاب الثاني، تعريب سرور علي إبراهيم سرور، دار المريخ للنشر، الرياض - السعودية، 2009/

المؤشر العام للأوراق المالية (المملكة العربية السعودية) وضع هذا المؤشر من قبل مؤسسة النقد السعودي ساما (SAMA) و هو يضم جميع الشركات المدرجة في السوق السعودي.

مؤشر مازي MAZI المغرب : و هو مؤشر شامل للأسهم المغربية لكونه مؤشر شاملا للرسملة، ويضم كافة السهم في سوق الدار البيضاء.

مؤشر كاس (CASE) في مصر، و وضع المؤشر عام 1998 و هو يضم سوقى القاهرة و الإسكندرية وبلغت قيمة المؤشر في فترة الأساس 1000 نقطة و يضم 30 شركة

المطلب الثاني : أهداف المؤشرات في الأسواق المالية

تهدف المؤشرات المالية إلى معرفة الاتجاه العام لحركة الأسعار في السوق المالية من حيث ارتفاعها و انخفاضها، كما أنها تساعد في اتخاذ قرارات الشراء و البيع و قسم من المستثمرين يستخدمها أداة استثمارية، و يتم التعاقد على أساسها مثل عقود المشتقات المالية.

و تقاس حركة التغير في المؤشرات بالنقطة التي هي عبارة عن مقدار التغير بوحدة واحدة في المؤشر أو سعر السهم صعودا أو هبوطا، و هناك عوامل عديدة تؤثر على هذه المؤشرات من خلال تأثيرها على عمليات البيع و الشراء و على أسعار الأسهم التي يشتق من أسعارها حركة هذه المؤشرات وهذه العوامل هي:

- ◀ مدى دقة وشفافية الأخبار في السوق المالي
- ◀ قدرة المتعاملين على استخدام الإشاعات في التأثير على حركة الأسعار و حجم التداول.
- ◀ التوقيت و الزمن
- ◀ طبيعة المنافسة و المضاربة في السوق المالي (الشركات الكبيرة تؤثر على الشركات الصغيرة).

2-1- استخدامات المؤشر:

المؤشر سوق الأوراق المالية استخدامات عديدة تمه للمستثمرين الأفراد وغيرهم من الأطراف التي تتعامل في أسواق رأس المال، و في طبيعة تلك الاستخدامات:

◀ إعطاء فكرة سريعة عن أداء المحفظة: حيث يمكن للمستثمر أو مدير الاستثمار تكوين وجه مقارنة بين التغير في عائد محفظته إيجابا أو سلبا مع التغير الذي طرأ على مؤشر السوق بوصفه يعكس محفظة جيدة التنوع، و ذلك دون حاجة إلى متابعة أداء كل ورقة على حدة، و إذا كانت استثماراته في صناعة معينة لها مؤشر خاص بها، حينئذ يكون الأفضل له متابعة ذلك المؤشر.

◀ الحكم على أداء المديرين المحترفين : وفقا لفكرة التنوع الساذج *Nave Diversification* يمكن للمستثمر الذي يمتلك محفظة من الأوراق المالية المختارة عشوائيا أن يحقق عائد يعادل تقريبا عائد السوق الذي يعكسه المؤشر و هذا يعني بأن المدير المحترف الذي يستخدم أساليب متقدمة في التنوع يتوقع منه عائدا أعلى من متوسط عائد السوق.

◀ التنبؤ بالحالة التي سيكون عليها السوق: إذا أمكن للمحلل معرفة طبيعة العلاقة بين المتغيرات الاقتصادية و بين المتغيرات التي تطرأ على (ما يعرف بالتحليل الأساسي *financial analysis*) فإنه يتمكن من التنبؤ مقدما بما ستكون عليه حالة السوق في المستقبل، كما أن إجراء تحليل فني و تاريخي للمؤشرات التي تقيس حالة السوق قد

تكشف عن وجود نمط للتغيرات التي تطرأ عليه، إذا ما توصل المحلل إلى معرفة هذا النمط يمكنه عندئذ التنبؤ بالتطورات المستقبلية في اتجاه حركة الأسعار في السوق.

◀ **تقدير مخاطر المحفظة** : يمكن استخدام المؤشرات لقياس المخاطر النظامية *systematic Risk* لحفظة الأوراق المالية وهي العلاقة بين معدل العائد للأصول خطرة *Risky assets* و معدل العائد لحفظة السوق المكونة من أصول خطرة.

المطلب الثالث : أنواع المؤشرات

يوجد معيارين لتقييم المؤشرات و هما معيار حسب وظيفة المؤشر و معيار حسب إمكانية التداول.

① - من حيث الوظيفة

◀ **مؤشرات عامة** : تهتم بحالة السوق ككل أي تقيس اتجاه السوق بمختلف القطاعات الاقتصادية، و لذلك تحاول أن تعكس الحالة الاقتصادية للدولة المعنية، خاصة إذا كانت العينة المستخدمة في تكوين المؤشر تمثل جميع الأسهم المتداولة، و أن جميع القطاعات ممثلة تمثيلاً يعكس مساهمتها في الناتج الداخلي الإجمالي، وفي هذه الحالة يمكن القول أن سوق الأوراق المالية هي المرآة التي تعكس المكانة الاقتصادية للدولة.

◀ **مؤشرات قطاعية** : وتقتصر على قياس سلوك السوق بالنسبة لقطاع معين كقطاع الصناعة أو قطاع النقل أو قطاع الخدمات، أو غيره من القطاعات و من الأمثلة على هذه المؤشرات مؤشر *Dow Joens* و مؤشر *Standard and Poor* للخدمات العامة و مؤشر النفط والغاز.

① - من حيث إمكانية التداول

◀ **مؤشرات متداولة** : وهي المؤشرات التي يتم تداولها في أسواق الأوراق المالية حيث تجاوز عدد هذه المؤشرات التي تتداول في أسواق خاصة بما 50 مؤشر عام 2000 م، و ذلك بالرغم من أن أول بورصة من هذا النوع قد فتحت في كينساس سيتي بالو.م.أ عام 1982 م و كمثال على ذلك : مؤشر *Nikkei 225* و مؤشر *Nasdaq 100*

◀ **مؤشرات غير متداولة** : وهي مؤشرات لا تتداول في البورصات مثل مؤشر داو جونز *Dow Joens* و كافة مؤشرات البورصات العربية، ولقد وصل تنوع و تطور المؤشرات إلى درجة إنشاء مؤشرات المؤشرات.

المطلب الرابع : أساليب بناء المؤشرات ومن أهم هذه الأساليب نذكر

4-1- مؤشر السوق الموزون بالأسعار : Market Value Price Index

هو عبارة عن متوسط مجموع أسعار الأسهم في السوق المالي مقسوم على عدد الشركات الممثلة لأسهم شركات السوق و المختارة من قبل السوق وفقاً لمؤشرات تتعلق بأداء وتأثير أسهم هذه الشركات في السوق مثل: مؤشر *Dow Joens* الذي يعكس أسعار 30 شركة من كبريات الشركات الأمريكية الصناعية، وتشكل الشركات الصناعية 25% من حجم التداول في السوق المالي وهو من أكثر المؤشرات استخداماً ويمكن قياسه بالطريقة التالية :

$$\text{قيمة المؤشر} = \text{مجموع أسعار الأسهم المختارة} / \text{عدد الأسهم}$$

فإذا افترضنا أن السوق المالي يتكون من 4 أسهم فإن مؤشر السوق لهذه الشركات يحسب كما يلي:

الشركة	سعر السهم
A	100
B	60
C	40
D	20
المجموع	220

قيمة المؤشر = مجموع أسعار الأسهم المختارة / عدد الأسهم

$$\text{قيمة المؤشر} = 4/220 = 55 \text{ نقطة}$$

و في حالة أخرى إذا افترضنا أن سوق مالي آخر يتكون من أربعة شركات كانت أسعارها كما يلي:

أسهم الشركات	سعر السهم
A	40
B	30
C	20
D	10
المجموع	100

✗ إن قيمة المؤشر عند الوضع الأصلي تكون: $4/100 = 25$ نقطة

✗ أما حينما يرتفع سعر السهم A بنسبة 40%، B بنسبة 30%، C بنسبة 20%، و سعر السهم D بنسبة 10%.

الزيادة في سعر السهم	أسهم الشركات	سعر السهم بعد الزيادة
$16 = 0.4 * 40$	A	56
$9 = 0.3 * 30$	B	39
$4 = 0.2 * 20$	C	24
$2 = 0.2 * 10$	D	12
	/	المجموع 131

و يكون المؤشر بعد تعديل الأسعار $4/131 = 32.7$ نقطة و بذلك نقول أن المؤشر قد زاد بمقدار 7.7 نقطة.

4-1-1- خصائص المؤشر الموزون بالأسعار⁶⁴:

✗ يمثل هذا المؤشر شركات مختارة كبيرة و عريقة و بالتالي فانه لا يمثل إجمالي الشركات في السوق و آخر لا يمثل السوق الحالي بكافة أسهم الشركات التي يتم تداول أسهمها فيه.

⁶⁴ - دريد كامل آل شبيب، مرجع سبق ذكره، ص 220.

✘ هو مؤشر يمثل قطاع واحد من السوق و بالتالي لا يمكن استخدامه كمؤشر للسوق العام *DJ composite* الذي يمثل كافة القطاعات الاقتصادية لأنه و في حالة مؤشر *Dow Joens* يستخدم هذا المؤشر لقياس أسهم القطاع الصناعي.

✘ إن استخدام هذه الطريقة في قياس المؤشر يؤدي إلى ارتفاع تأثير الأهمية النسبية لأسعار أسهم بعض الشركات بشكل أكبر على نتائج المؤشر وهو بالتالي قد لا يعكس حركة أسعار جميع أو أكثر أسهم الشركات التي يتم تداولها في السوق.

✘ الحاجة إلى تعديل المؤشر مع أي توزيع للأسهم أو أي تجزئة للسهم نظرا لتأثير ذلك على سعر السهم في السوق المالي بعد التجزئة، فعندما يتم تجزئة السهم إلى نصفين و كان عدد الأسهم، 10000 سهم فان قيمة السهم الحالية قبل التجزئة البالغة 100 دينار تصبح عند تجزئة السهم 50 دينار، وهذا يؤثر على قيمة المؤشر الذي يدخل سعر السهم أساس في احتسابها بالرغم من أن التجزئة قرار إداري و ليس نتاج لعملية التداول.

4-2- المؤشر الموزون بالقيمة السوقية: Market value weighted Index

و هو المؤشر الذي يتم قياسه من خلال القيمة السوقية للأسهم آخذين بعين الاعتبار عدد الأسهم للشركة المختارة و سعر سهمها في السوق و من أشهر المقاييس الذي يستخدم المؤشر الموزون بالقيمة السوقية هو مقياس *(Stander & Poor)* الذي يضم 500 شركة تمثل القطاعات التالية⁶⁵:

- 400 شركة صناعية.
- 20 شركة نقل.
- 40 شركة خدمات.
- 40 شركة مالية.

وتشمل هذه الشركات 75% من قيمة الأسهم التي يتم تداولها في بورصة نيويورك (*NYSE*) و يتم حساب هذا المؤشر كما يلي:

القيمة السوقية = عدد الأسهم * سعر السهم في السوق

للقيمة المؤشر الموزون بالقيمة السوقية

القيمة الافتتاحية للسهم * (القيمة السوقية الحالية/ القيمة السوقية لسنة الأساس)

⁶⁵ - دريد كامل آل شبيب، مرجع سبق ذكره، ص 221.

لذا فإذا افترضنا أن السوق المالي يتكون من 4 شركات سنة 2005 و أن القيمة الافتتاحية للمؤشر هي 100 و القيمة السوقية الأساس هي : 1880000 فان قيمة المؤشر هي:

الشركات	القيمة السوقية	عدد الأسهم	سعر السهم
A	$10.000 * 10 = 100.000$	10.000	10
B	$60.000 * 15 = 900.000$	60.000	15
C	$50.000 * 20 = 1000.000$	50.000	20
D	$40.000 * 22 = 880.000$	40.000	22
المجموع	2.880.000		

$$\text{قيمة المؤشر} = \frac{2880000}{1880000} \times 100 = 153 \text{ نقطة}$$

و يلاحظ بأن هذا المؤشر له نفس عيوب المؤشر الأول لكونه أكثر شمولية، لأنه مؤشر لمجموعة كبيرة من الشركات مثل مؤشر S&P حيث يضم 75 % من قيمة أسهم الشركات الأمريكية و يدخل في حسابه عدد الأسهم بالإضافة إلى سعر السهم، و بالتالي فان التغير في سعر السهم نتيجة تجزئة الأسهم سوف لا يؤثر على قيمة المؤشر و بالتالي لا يحتاج إلى تعديل بعد تجزئة الأسهم.

4-3- المؤشر الموزون بأوزان متساوية:

وهو المؤشر الذي يعطي أوزان متساوية من المبالغ المستثمرة لكل ورقة مالية مختارة و عند احتساب المؤشر يتم تقسيم عدد أسهم الشركات المختارة التي يتم استخراجها من قسمة مبلغ الاستثمار على سعر كل سهم، وقسمة المجموع المستخرج بهذه الطريقة لكافة الأسهم على مجموع قيمة الاستثمار المفترض، بحيث يكون الاستثمار في كل شركة يساوي مبلغ الاستثمار في الشركات الأخرى أو الأسهم الأخرى، وأن أشهر مؤشر هو (value-line Average) و يضم هذا المؤشر أسهم بورصة نيويورك و أسهم بورصات أخرى بالإضافة إلى أسهم السوق الموازي الذي يضم 1700 شركة أمريكية⁶⁶.

ومن المثال الافتراضي التالي يمكن فهم هذا المؤشر:

الشركة	سعر السهم	مبلغ الاستثمار	عدد الأسهم	أسعار اليوم التالي
A	20	1000	$50 = 20/1000$	54
B	40	1000	$25 = 40/1000$	40
C	25	1000	$40 = 25/1000$	26
D	20	1000	$50 = 20/1000$	22

$$\text{المؤشر} = (\text{مج (عدد الأسهم المشتراة * سعر السهم) / مجموع مبلغ الاستثمار) * 100$$

$$1 \text{ نقطة} = 100 * \frac{4000}{4000} = 100 * \frac{(20 * 50) + (25 * 40) + (40 * 25) + (20 * 50)}{4000} =$$

$$\text{المؤشر} = 100 * \frac{(50 * 22) + (40 * 26) + (25 * 40) + (20 * 54)}{4000} = 1.055 \text{ نقطة}$$

◀ يلاحظ أن قيمة المؤشر الموزون بأوزان متساوية قد ارتفع بمقدار 0.055 من النقطة لليوم التالي مقارنة باليوم السابق.

4-4- المؤشرات المبنية على أساس السعر النسبي: Relative Price Index

فكرة حساب هذا المؤشر تعتمد على أساس تحديد السعر النسبي لكل سهم من الأسهم التي يتكون منها المؤشر، إذ يمكن حساب السعر النسبي بقسمة سعر السهم اليوم مثلاً على سعر السهم بالأمس، يلي ذلك حساب الوسط الهندسي للأسعار، ومن ثم تحديد قيمة المؤشر بضرب في أساس المؤشر⁶⁷،
◀ ويمكن تتبع خطوات حساب هذا المؤشر على النحو التالي⁶⁸:

◀ حساب السعر النسبي لكل مؤشر = $\frac{\text{سعر السهم في الفترة الأحدث}}{\text{سعر السهم في الفترة القدم}}$

◀ حساب الوسط الهندسي للأسعار = $(\text{السعر النسبي للسهم الأول} * \text{السعر النسبي للسهم الثاني} * \dots \text{ إلخ})^{1/n}$

حيث n تعني عدد الأسهم.

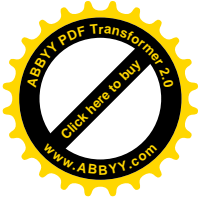
◀ حساب قيمة المؤشر = الوسط الهندسي * أساس المؤشر

لنفترض الآن أن أسعار أربعة أسهم A, B, C, E في اليوم الأول كانت كالتالي: 20، 35، 40، 18 على التوالي، و أسعارها في اليوم التالي كانت 22، 33، 45، 22 على التوالي.

إذا علمنا أن أساس المؤشر يبلغ 105 فما هي قيمة المؤشر:

⁶⁷ - أساس المؤشر هو قيمته عند تكوينه، إذ يتم تحديدها من لدن الخبراء القائمين على بنائه و عادة ما تعادل هذه القيمة 100 أو مضاعفاتها.

⁶⁸ - عباس كاظم الدعيمي: السياسات النقدية و المالية و أداء سوق الأوراق المالية، الطبعة الأولى، 2010م-1431هـ، دار الصفاء للنشر و التوزيع - عمان، ص 187.



$$1.1 = \frac{22}{20} = A$$

$$0.94 = \frac{33}{35} = B$$

$$1.12 = \frac{45}{40} = C$$

$$1.22 = \frac{22}{18} = D$$

◀ حساب السعر النسبي لكل سهم :

$$1.09 = {}^{1/4}(1.22 \times 1.12 \times 0.94 \times 1.1) = \text{الوسط الهندسي}$$

$$114.45 = 105 \times 1.09 = \text{قيمة المؤشر}$$

$$0.09 = \frac{105 - 114.45}{105} = \text{عائد السوق في اليوم الثاني مقارنة بيوم الأساس. نقطة.}$$

خاتمة :

تعد النقود في الوقت الحاضر أداة اقتصادية و اجتماعية مهمة و حيوية يصعب الاستغناء عنها في تسيير شؤون الحياة و القيام بالمعاملات اليومية لاسيما بعد التطور المطرد و الملحوظ الذي طرأ على الحياة الاقتصادية. حيث تعتبر النقود وسيلة أساسية في التبادل التجاري المحلي و الدولي و عامل هام في الاقتصاد الوطني و في التنمية الاقتصادية. لذا فإن النظريات و علماء الاقتصاد يؤكدون على أن للنقود و العملات دور بارز على المستوى العام للأسعار و على مؤشرات الاقتصاد الكلي و ذلك عبر تطور مختلف المعتقدات و النظريات التي انطلقت من أن النقود ما هي إلى وسيلة للتبادل كما كان يؤكد فيشر حتى أصبحت غير حيادية جعل منها أصحاب القرار وسيلة للتطور و الازدهار و الرفاهية و حتى تسيير القرار.

فالبنوك اليوم هي مصدر لتمويل المشاريع الاقتصادية و زيادة حجم النقود الكتابية التي هي عبارة عن أرقام و ديون مسجلة في الأقراص الصلبة للحاسوب يمكن أن تحدث أزمات كأزمة الفقاعة و أزمة الديون و مخاطر السيولة و عدم القدرة على السداد، لذا يجب التفكير في نظام نقدي جديد يتميز بالمرونة و يحافظ على الاقتصاد و القدرة الشرائية للنقود لأن العملات الورقية هي السبب الرئيسي في زيادة معدلات التضخم و زيادة حجم القروض نظرا لسهولة طباعتها، و يبقى الذهب و الفضة من أفضل النقود التي تحافظ على القدرة الشرائية و لا يمكن طباعتها بسهولة كباقي العملات الورقية.

وما زاد من مخاطر العملات الورقية هي البورصات التي أصبحت مكان للمضاربة في الأوراق المالية و جني الأرباح السريعة من أسواق مختلفة، و تبقى الخيارات و المبادلات و حتى الأسواق المستقبلية أكثر خطرا لأنها عقود تعتمد على نخض المراهنة في بيع و شراء الأصل المتعاقد عليه خاصة إذا كانت متلازمة بالبيع على المكشوف أو التعامل بالهامش، لذا يجب وضع حد للأدوات المالية الحديثة حتى لا تحدث أزمات مالية تعطل الازدهار الاقتصادي و ذلك بالتركيز على القطاع الحقيقي و ليس النقدي أو المالي.

قائمة المراجع

- 1- ضياء مجيد الموسوي، أسس علم الاقتصاد، الجزء الثاني، ديوان المطبوعات الجامعية، الطبعة الثانية، 2014.
- 2- عبد القادر خليل، مبادئ الإقتصاد النقدي والمصرفي، الجزء الأول، الكبعة الثانية، 2014.
- 3- مروان عطون، الأسواق النقدية و المالية البورصات و مشكلاتها في عالم النقد و المال، أدوات و آلية نشاط البورصات في الاقتصاد الحديث، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزء الأول، الطبعة الثانية 2003.
- 4- حسين رحيم، الاقتصاد المصرفي، دار بهاء الدين - قسنطينة، الطبعة الأولى 2008.
- 5- بلعزوز بن علي، محمدي الطيب أحمد: دليلك في الاقتصاد من خلال 300 سؤال و جواب، دار الخلدونية / الجزائر.
- 6- جوزيف دانيالز، ديفيد فاهوز، اقتصاديات النقود و التمويل الدولي، تعريب محمود حسن حسني، دار المريخ للنشر/المملكة العربية السعودية، الرياض، 1431هـ/2010م، الطبعة الإنجليزية *International Monetary And Financial Economics, Joseph P.Daniels and David D.Vanhoose*.
- 7- عباس كاظم الدعيمي، السياسات النقدية و المالية و أداء سوق الأوراق المالية، الطبعة الأولى، 2010م-1431هـ، دار الصفاء للنشر و التوزيع - عمان.
- 8- محمد صالح القريشي، اقتصاديات النقود و البنوك و المؤسسات المالية، إثراء للنشر و التوزيع، الأردن، الطبعة الأولى، 2009.
- 9- بسام الحجار، الاقتصاد النقدي و المصرفي، دار المنهل اللبناني، الطبعة الأولى 2006.
- 10- خليل هندي أنطوان الناشف، العمليات المصرفية و السوق المالية، ج2، المفهوم القانوني للسوق المالية و مدى علاقتها بالنظام المصرفي، المؤسسة الحديثة للكتاب، 2000، طرابلس - لبنان.
- 11- بن حمود سكينية، أستاذة محاضرة بجامعة الجزائر - دروس في الاقتصاد السياسي - دار الملكية للطباعة و الإعلام، الطبعة الأولى. 2006.
- 12- جمال بن دعاس: السياسة النقدية في النظامين الإسلامي و الوضعي، دراسة مقارنة، منشورات المجلس 2008، الجزائر.
- 13- سعيد سامي الحلاق، محمد محمود العجلوني، النقود و البنوك و المصارف المركزية: دار اليازوري العلمية للنشر و التوزيع، الأردن - عمان.
- 14- هيكل عجمي جميل الجنابي، رمزي ياسين يسع أرسلان: النقود و المصارف و النظرية النقدية، الطبعة الأولى، 2009، دار وائل للنشر عمان/الأردن.
- 15- بخراسة يعدل فريدة، تقنيات و سياسات التسيير المصرفي، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر.
- 16- طاهر لطرش، تقنيات البنوك، ديوان المطبوعات الجامعية، بن عكنون، الجزائر، الطبعة الثانية، 2004.

قائمة المراجع

- 17- جبار محفوظ، الأوراق المالية المتداولة في البورصات و الأسواق المالية، الجزء الثاني، الطبعة الأولى ، دار هومة الجزائر.
- 18- جبار محفوظ ،تنظيم و إدارة البورصة ، الجزء الثالث، الطبعة الأولى 2002 ، دار هومة - الجزائر.
- 19- جبار محفوظ ،البورصة و موقعها من أسواق العمليات المالية، الطبعة الأولى، الجزء الأول، دار هومة،الجزائر 2002 .
- 20- جبار محفوظ ،أسواق رؤوس الأموال الهياكل، الأدوات و الإستراتيجيات ، الجزء الثاني، الأسواق و الأدوات المالية، دار الهدى للطباعة و النشر و التوزيع، الجزائر، الطبعة الأولى.
- 21- جبار محفوظ،أسواق رؤوس الأموال الهياكل، الأدوات و الإستراتيجيات، مخبر تقييم أسواق رؤوس الأموال الجزائرية و آفاقها في ظل العولمة، جامعة سطيف /الجزائر، الطبعة الأولى 2011 ،دار الهدى للطباعة و النشر و التوزيع/عين مليلة.
- 22- سمير عبد الحميد رضوان حسن، المشتقات المالية ودورها في إدارة المخاطر و دور الهندسة المالية في صناعة أدواتها، دراسة مقارنة بين النظم الوضعية و أحكام الشريعة الإسلامية، الطبعة الأولى، دار النشر للجامعات-مصر 2005 .
- 23- شعبان محمد إسلام البروارى، بورصة الأوراق المالية من منظور إسلامي، دراسة تحليلية نقدية، دار الفكر المعاصر، بيروت/لبنان، الطبعة الأولى، 1423 هـ، 2002 م .
- 24- محمود سحنون، الإقتصاد النقدي و المصرفي، بهاء الدين للنشر و التوزيع/الجزائر، الطبعة الأولى، 2003.
- 25- احمد محي الدين، أسواق الأوراق المالية و آثارها الإنمائية في الإقتصاد الإسلامي، الكتاب الثاني، سلسلة صالح كامل للرسائل الجامعية في الإقتصاد الإسلامي، الطبعة الأولى، 1415 هـ، 1995م.
- 26- عاطف و ليم أندراوس، السياسة المالية و أسواق الأوراق المالية، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية، 2005.
- 27- محمود محمد الداغر، الأسواق المالية دار الشروق للنشر و التوزيع، عمان-الأردن، الطبعة الأولى 2005.
- 28- أوجين بريجهام، ميشيل إيرهاردت، الادارة المالية، النظرية و التطبيق العملي، الكتاب الثاني، تعريب سرور علي إبراهيم سرور، دار المريخ للنشر، الرياض - السعودية، 2009
- 29- فهد عبد الله الحويماي، المال والاستثمار في الأسواق المالية، مكتبة الملك فهد، الرياض، الطبعة الثانية 2006.

30- Frederic S.Mishkin Columbia university, the economics of money, banking and financial market, seventh edition, PEARSON edition, 2004.

31-John C.Hull, Options, Futures, And Other Derivatives, Pearson,Eighth Edition,2012