

الجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية
جامعة 08 ماي 1945 قالمة

قسم العلوم الاقتصادية



كلية العلوم الاقتصادية
وعلوم التسيير

تخصص: نفقات مالية

عنوان المذكرة:

أثر السياسة النقدية والسياسة المالية
على سوق الأوراق المالية

مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماستر في العلوم الاقتصادية
تخصص:

نقود ومؤسسات مالية

تحت اشراف الأستاذ:

بن ضيف عدنان

من إعداد الطالبات :

- بن قيراط أحلام
- حملاوي عايدة
- شعباني حنان

السنة الجامعية
2011/2010

الفهرس

المقدمة

الفصل الأول: سوق الأوراق المالية

تمهيد

6	المبحث الأول: مدخل إلى سوق الأوراق المالية
6	المطلب الأول: مفهوم وتطور سوق الأوراق المالية
6	أولاً: مفهوم سوق الأوراق المالية
7	ثانياً: نشأة وتطور أسواق الأوراق المالية
9	المطلب الثاني: تحديد مكانة سوق الأوراق المالية من بين الأسواق الأخرى
9	أولاً: تعريف السوق
9	ثانياً: معايير تصنيف الأسواق
12	المطلب الثالث: أقسام سوق الأوراق المالية
12	أولاً: حسب معيار أجل العمليات
12	ثانياً: حسب معيار أولية الإصدار
13	ثالثاً: حسب معيار التنظيم
13	رابعاً: حسب معيار نوع الوساطة في غير المنظم
16	المبحث الثاني: أسس قيام سوق الأوراق المالية
16	المطلب الأول: خصائص وأهمية سوق الأوراق المالية
16	أولاً: خصائص سوق الأوراق المالية
17	ثانياً: أهمية سوق الأوراق المالية
18	المطلب الثاني: وظائف سوق الأوراق المالية
20	المطلب الثالث: متطلبات نجاح سوق الأوراق المالية
20	أولاً: توفير مناخ استثماري مناسب
20	ثانياً: المتطلبات الأساسية على المستوى الكلي لإنشاء سوق الأوراق المالية
21	ثالثاً: المتطلبات النظرية المتعلقة بالجانب القانوني لإنشاء وسوق الأوراق المالية
23	رابعاً: شركات المساهمة والجهاز المصرفي ودورهم في إنشاء سوق الأوراق المالية
24	المبحث الثالث: التعامل في سوق الأوراق المالية
24	المطلب الأول: تنظيم سوق الأوراق المالية
24	أولاً: تنظيم عملية الإفصاح عن المعلومات
24	ثانياً: تنظيم عمليات التعامل
52	ثالثاً: تنظيم بعض الجوانب الخاصة بالمؤسسات المالية
26	المطلب الثاني: الأعضاء والمتعاملون
26	أولاً: الأعضاء
28	ثانياً: المتعاملون في سوق الأوراق المالية
28	المطلب الثالث: عمليات سوق الأوراق المالية
28	أولاً: الأوامر
29	ثانياً: طرق تنفيذ الأوامر
30	ثالثاً: طرق التسعير
31	رابعاً: عمليات سوق الأوراق المالية
34	المبحث الرابع: الأدوات المتداولة في سوق الأوراق المالية

34	المطلب الأول: الأسهم
34	أولاً: تعريف السهم
35	ثانياً: قيم السهم
35	ثالثاً: أنواع الأسهم وخصائص كل منها
38	رابعاً: التوجهات الجديدة بشأن الأسهم
39	المطلب الثاني: السندات
39	أولاً: تعريف السند
40	ثانياً: حقوق حاملي السندات
40	ثالثاً: خصائص السندات
40	رابعاً: أنواع السندات
42	المطلب الثالث: المشتقات المالية
42	أولاً: تعريف المشتقات المالية
43	ثانياً: أنواع المشتقات المالية
45	خلاصة الفصل

الفصل الثاني: السياسة النقدية والسياسة المالية

تمهيد

48	المبحث الأول: مدخل إلى السياسة النقدية
48	المطلب الأول: مفهوم السياسة النقدية وتطورها
48	أولاً: مفهوم السياسة النقدية
49	ثانياً: تطور السياسة النقدية
52	المطلب الثاني: المعلومات اللازمة لوضع سياسة نقدية
52	أولاً: القطاع الحكومي
53	ثانياً: القطاع المالي الخاص والعام
53	ثالثاً: القطاع العائلي
54	رابعاً: قطاع الأعمال
54	خامساً: القطاع الخارجي
55	المطلب الثالث: أهداف السياسة النقدية
55	أولاً: استقرار المستوى العام للأسعار
56	ثانياً: التوازن في ميزان المدفوعات
57	ثالثاً: العمالة الكاملة
58	رابعاً: تحقيق معدل عال من النمو للاقتصاد الوطني
58	خامساً: تحقيق الاستقرار النقدي والاقتصادي
58	سادساً: التناقض في الأهداف
60	المبحث الثاني: أدوات السياسة النقدية
60	المطلب الأول: الأدوات الكمية "غير المباشرة"
60	أولاً: سعر إعادة الخصم
61	ثانياً: سياسة السوق المفتوحة
62	ثالثاً: نسبة الاحتياطي القانوني
63	المطلب الثاني: الأدوات الكيفية "المباشرة"
63	أولاً: الإقناع الأدبي

64	ثانيا: تنظيم القروض الاستهلاكية
64	ثالثا: تخصيص التمويل
64	رابع: السقوف التمويلية
65	خامسا: قيام البنك المركزي بمباشرة بعض الأنشطة المصرفية
65	سادسا: تحديد هوامش الضمان
65	المطلب الثالث: الانتقال من استخدام الأدوات المباشرة إلى الأدوات غير المباشرة
67	المبحث الثالث: مدخل إلى السياسة المالية
67	المطلب الأول: مفهوم وتطور السياسة المالية
67	أولا: مفهوم السياسة المالية
68	ثانيا: تطور السياسة المالية
71	المطلب الثاني: أهداف السياسة المالية
71	أولا: دور السياسة المالية في تحقيق الاستقرار الاقتصادي
72	ثانيا: دور السياسة المالية في تخصيص الموارد
73	ثالثا: السياسة المالية ودورها في إعادة توزيع الدخل الوطني
74	المطلب الثالث: العوامل المؤثرة في السياسة المالية
74	أولا: العوامل السياسية
76	ثانيا: العوامل الإدارية
78	ثالثا: أثر النظام الاقتصادي
79	المبحث الرابع: أدوات السياسة المالية
79	المطلب الأول: النفقات العامة
79	أولا: مفهوم النفقات العامة
80	ثانيا: أنواع النفقات العامة
82	ثالثا: الآثار الاقتصادية للنفقات العامة
83	المطلب الثاني: الإيرادات العامة
83	أولا: تعريف الإيرادات العامة
84	ثانيا: تقسيمات الإيرادات العامة
90	المطلب الثالث: الموازنة العامة
91	أولا: تعريف الموازنة العامة للدولة
91	ثانيا: القواعد الأساسية لإعداد الموازنة العامة
92	ثالثا: المراحل المختلفة للموازنة العامة
93	رابعا: أهمية الموازنة العامة
93	المطلب الرابع: علاقة السياسة النقدية بالسياسة المالية
96	خلاصة الفصل
	الفصل الثالث: انعكاسات السياسة النقدية والمالية على سوق الأوراق المالية
	تمهيد
99	المبحث الأول: تأثير السياسة النقدية على سوق الأوراق المالية
99	المطلب الأول: تأثير سياسة السوق المفتوحة على سوق الأوراق المالية
101	المطلب الثاني: تأثير سياسة سعر إعادة الخصم على سوق الأوراق المالية
102	أولا: زيادة سعر إعادة الخصم
101	ثانيا: خفض سعر إعادة الخصم
102	المطلب الثالث: تأثير سياسة الاحتياطي القانوني على سوق الأوراق المالية
105	المبحث الثاني: تأثير السياسة المالية على سوق الأوراق المالية

105	المطلب الأول: تأثير سياسة الإنفاق العام على سوق الأوراق المالية
105	أولاً: بالنسبة لقطاع الأفراد
105	ثانياً: بالنسبة لقطاع الشركات
107	المطلب الثاني: تأثير السياسة الضريبية على سوق الأوراق المالية
107	أولاً: التأثير على الشركات والمؤسسات
108	ثالثاً: التأثير على الدخل المتاح
108	المطلب الثالث: تأثير إدارة الدين العام على سوق الأوراق المالية
108	أولاً: الإقتراض من الأفراد
109	ثانياً: الإقتراض من البنوك التجارية
109	ثالثاً: الإقتراض من البنك المركزي
112	المبحث الثالث: واقع السياسة النقدية و المالية في مصر
112	المطلب الأول: السياسة النقدية في مصر
112	أولاً: نشأة الجهاز المصرفي و تطوره
113	ثانياً : الأدوات النقدية للبنك المركزي المصري
117	المطلب الثاني: السياسة المالية في مصر
118	أولاً: مؤشر السياسة الإنفاقية
120	ثانياً: مؤشر السياسة الضريبية
122	ثالثاً : مؤشر الدين المحلي الحكومي و سياسة العجز
125	المبحث الرابع: أثر السياسة النقدية و المالية على سوق مصر للأوراق المالية
125	المطلب الأول: سوق الأوراق المالية في مصر
125	أولاً : نشأة سوق مصر و تطوره
128	ثانياً: أدوات سوق مصر للأوراق المالية
130	المطلب الثاني: أثر السياسة المالية على سوق الأوراق المالية في مصر
130	أولاً: تأثير سياسة الإنفاق العام
131	ثانياً: تأثير سياسة تمويل عجز الموازنة العامة و إدارة الدين العام
133	ثالثاً: جوانب تأثير السياسة الضريبية
133	المطلب الثالث: تأثير السياسة النقدية على سوق الأوراق المالية في مصر
134	أولاً: عرض النقود
134	ثانياً: سعر الفائدة
135	ثالثاً : سعر الصرف
136	رابعاً : معدل التضخم
137	خلاصة الفصل
138	الخاتمة
	قائمة المراجع

مقدمة:

يستقطب موضوع سوق الأوراق المالية حيزا متزايدا من إهتمام صانعي السياسة و متخذي القرار في بعض بلدان العالم، و ذلك لإتساع حجم تلك الأسواق و زيادة حجم معاملاتها و إرتفاع حدة المنافسة بينهما، لما تؤديه هذه الأسواق من دور مهم في حشد المدخرات و توجيهها في قنوات إستثمارية تعمل على دعم الإقتصاد الوطني و زيادة وتائر نموه، لذا أضحي التركيز عليها مطلبا عالميا إنخرطت فيه البلدان المتقدمة و النامية على حد سواء، ناهيك عن الإفتتاح المضطرد لإقتصاديات العالم على بعضها البعض و ظهور العولمة و التجارة الإلكترونية، و التي شكلت بمجملها تحديا جديدا حتم على متخذي القرار العام و الخاص إدراكه و الإلمام بوسائل و تقنيات الإفادة من الفرص ، و في ذات الوقت التحوط و حماية المكتسبات من المخاطر التي تفرضها التحديات .

و في ضوء هذه التطورات نشأت حالة عدم الإستقرار في الأسواق المالية ، حين تمثلت بإزدياد مخاطر تقلبات أسعار الأوراق المالية، الأمر الذي أثر بطريقة مباشرة في نتائج أعمال الشركات و بطريقة غير مباشرة في أداء تلك الأسواق و إستثماراتها، و طالما إن هذه الأسواق تعد المرآة العاكسة للوضع الإقتصادي العام، فإن إستقرارها يعد مقياسا لمدى نجاح السياسات الإقتصادية.

و يتأثر سوق الأوراق المالية كغيره من الأسواق بمختلف العوامل و الأحداث سواء من داخل السوق أو خارجه و قد يكون للبعض منها تأثير إيجابي في أدائه و يكون الآخر ذا تأثير سلبي، و تعد السياسات النقدية و المالية من أهم تلك العوامل الخارجية المؤثرة في سوق الأوراق المالية و ذلك عن طريق إستخدام أدوات كل من السياستين، إذ تؤدي تلك السياسات دورا رئيسيا في إرساء المقومات الأساسية للنمو الإقتصادي القابل للإستمرار .

و جدير بالذكر أن مصر كغيرها من الدول التي أولت إهتماما واسعا بتطوير سياستها النقدية و المالية و تحسين أداء سوق أوراقها المالية التي تعتبر من أقدم الأسواق المالية في العالم ، و ذلك بوضع سياسة تتجه في مجملها نحو تحرير الإقتصاد و التوجه نحو الخصوصية و تحقيق أهداف السياسة الإقتصادية للبلاد .

الإشكالية:

و بما أن السياسات النقدية و المالية من بين المتغيرات التي تؤثر على أداء و فعالية سوق الأوراق المالية، و على إعتبار أن هذه الأخيرة تعد مركزا حيويا لتطبيق تلك السياسات فإنه يمكن طرح التساؤل الرئيسي التالي :

- ما مدى تأثير أداء سوق الأوراق المالية بالسياسات النقدية و المالية ؟
و من صميم هذا التساؤل الرئيسي يمكن استخراج الأسئلة الفرعية التالية :
- ما هو موقع سوق الأوراق المالية من بين الأسواق الأخرى ؟
 - ما أهمية سوق الأوراق المالية و ما هي الأدوات المتداولة بها ؟
 - ما المقصود بالسياسة النقدية و المالية و فيما تتمثل أدوات كل منهما؟
 - ما طبيعة العلاقة بين السياسة النقدية و السياسة المالية و ما هي أهداف كل منهما؟
 - ما هو واقع السياسة النقدية و المالية في مصر ؟
 - كيف تؤثر السياسة النقدية و السياسة المالية على سوق مصر للأوراق المالية ؟

الفرضيات:

و للإجابة على الأسئلة المطروحة أعلاه ، و للإحاطة بمختلف جوانب هذه الدراسة ، يمكن الفرضيات التالية :

- سوق الأوراق المالية هو ذلك الإطار المنظم و الممول لمختلف المشروعات الإقتصادية لأي دولة.
- هناك علاقة ترابط و تكامل بين السياسة النقدية و السياسة المالية.

- تمارس السياسة النقدية و المالية تأثيرات متباينة و مختلفة الإتجاهات على سوق الأوراق المالية.
أهداف الموضوع :

يعد موضوع تأثير السياسة النقدية و السياسة المالية على سوق الأوراق المالية من أهم المواضيع التي لم يول لها الإهتمام الكافي و ذلك رغم الدور الفعال الذي تؤديه كل من السياسة النقدية و السياسة المالية في توجيه الإقتصاد ، و تحقيق الإستقرار النقدي و المالي، و تنمية و تنشيط سوق الأوراق المالية كآلية لحشد الموارد المالية و تخصيصها نحو الإستثمارات و من ثم تحقيق النمو الإقتصادي. و من أهم أهداف هذه الدراسة :

- ابراز مكانة سوق الأوراق المالية من بين الأسواق الأخرى و طبيعة الأدوات المتداولة بها.
 - توضيح طبيعة العلاقة التي تربط السياسة النقدية و المالية.
 - محاولة إظهار كيفية تأثير السياسة النقدية و المالية على سوق مصر للأوراق المالية.
 - الوصول إلى معرفة واقع سوق الأوراق المالية و كذا السياسة النقدية و المالية في مصر.
- صعوبات الدراسة :**

بالنسبة للصعوبات التي واجهتنا في هذه الدراسة ، فقد تمثلت في إتساع الموضوع و شمولية مما أجبرنا على إختصار الكثير من المعلومات ، إضافة إلى نقص المراجع و الإحصاءات المتعلقة بحالة مصر.

منهجية الموضوع :

فقد تم الإعتماد في هذه الدراسة على :

1- المنهج التاريخي:

حيث تم الإعتماد على المنهج التاريخي و ذلك خلال سرد مراحل تطور كل من السياستين النقدية و المالية ، و كذا سوق الأوراق المالية .

2- المنهج الوصفي التحليلي:

تم الإعتماد على المنهج الوصفي التحليلي بشكل رئيسي لأنه الأمتثل و الأنسب لمعالجة مثل هذه المواضيع ، و قد تم إتباع المنهج الوصفي خلال عرض مختلف المفاهيم و التعاريف المتعلقة بالسياسة النقدية و المالية و سوق الأوراق المالية.

3-المنهج التحليلي :

حيث تم إتباع المنهج التحليلي عندما تم التطرق إلى إنعكاسات السياسة النقدية و المالية على أداء سوق الأوراق المالية .

4- دراسة حالة :

تم إستخدام منهج دراسة حالة عند التطرق إلى واقع السياسة النقدية و السياسة المالية على أداء سوق الأوراق المالية.

و من أجل التوضيح أكثر و إبراز طبيعة بعض المتغيرات الإقتصادية تمت الإستعانة بالأشكال و الجداول خلا مختلف مراحل الدراسة .

هيكل الموضوع :

من أجل الإلمام و الإحاطة بمختلف جوانب الموضوع ، و كذا الإجابة على التساؤلات المطروحة و إختبار فرضيات هذه الدراسة، تم تقسيم البحث إلى ثلاثة فصول :

خصص الفصل الأول كمدخل إلى سوق الأوراق المالية ، حيث تم التطرق فيه إلى أسس قيام سوق للأوراق المالية و التعامل في هذه السوق و كذلك الأدوات المتداولة فيها .

أما الفصل الثاني فقد تم التطرق فيه إلى الإطار المفاهيمي لكل من السياستين النقدية و المالية و أدوات كل منهما، و كذا طبيعة العلاقة بينهما .

و في الفصل الثالث تم تناول إنعكاسات السياسة النقدية و المالية على أداء سوق الأوراق المالية مع تسليط الضوء على واقع السياسة النقدية و المالية في مصر و تأثير كل منها على سوق الأوراق المالية المصرية.

تمهيد:

يرى التطور الحاصل في الحياة الاقتصادية وفق متطلبات النظام الاقتصادي العالمي الجديد التمويل عن طريق البنوك طريقة تقليدية كما أن الاتجاه المتزايد نحو إلغاء دور الدولة في النشاط الاقتصادي من خلال خوصصة منشآت القطاع العام أدى الى بروز أداة لذلك وهي سوق الأوراق المالية كأسلوب للخوصصة وكطريقة جديدة لتمويل المنشآت الجديدة أو تلك التي ترغب في تطوير نشاطها وتمويل خططها التوسعية فسوق الأوراق المالية على غرار الأسواق الأخرى لها مكان معين ونوع خاص من السلع وهي الأوراق المالية، كما يدخل في تنشيط هذه السوق عدد من المتعاملون كالمستثمرين والمضاربين من خلال إصدار أوامر البيع والشراء للأوراق المالية سواء كانت أسهم أو سندات أو على أي نوع آخر من الأوراق كان التطور المالي سببا في ظهورها. وقصد التعرف أكثر على خصوصيات سوق الأوراق المالية، وكذا المتطلبات الأساسية لإنشائه تم

تقسيم هذا الفصل إلى أربعة مباحث وهي:

- المبحث الأول: مدخل إلى سوق الأوراق المالية.
- المبحث الثاني: أسس قيام سوق الأوراق المالية.
- المبحث الثالث: التعامل في سوق الأوراق المالية.
- المبحث الرابع: الأدوات المتداولة في سوق الأوراق المالية.

المبحث الأول: مدخل إلى سوق الأوراق المالية.

يعتبر سوق الأوراق المالية ركنا أساسيا من أركان الاقتصاد، هذا الأخير الذي يحتوي على مجموعة كبيرة من الأسواق، لهذا سنعمل على تحديد مكانة سوق الأوراق المالية من بين الأسواق الأخرى وتحديد تعريف دقيق له من خلال هذا المبحث.

المطلب الأول: مفهوم وتطور سوق الأوراق المالية.

لدراسة سوق الأوراق المالية لابد من تعريف هذه السوق، والتعرف على المراحل التي مرت بها خلال تطورها.

أولاً: مفهوم سوق الأوراق المالية :

هناك عدة تعريف لسوق الأوراق المالية، يمكن ذكر منها هذه المجموعة من التعاريف للوصول إلى استنتاجات رئيسية تهم الموضوع:

التعريف الأول: أسواق الأوراق المالية هي أماكن اجتماع تجرى فيها المعاملات في ساعات محددة من قبل، ومعلن عنها على الأوراق المالية، وذلك عن طريق سمسرة محترفين مؤهلين ومتخصصين في هذا النوع من المعاملات على أن يتم التعامل بصورة علنية سواء بالنسبة للأوراق المالية أو بالنسبة للأسعار المتفق عليها من كل نوع⁽¹⁾.

التعريف الثاني: أسواق الأوراق المالية هي عبارة عن ذلك الإطار الذي يلتقي فيه المشترون والبائعون خلال ساعات معينة من النهار للتعامل في الصكوك المالية الطويلة الأجل، حيث يتم فيها مبادلة تلك الصكوك برؤوس الأموال المراد الاستثمار فيها⁽²⁾.

التعريف الثالث: سوق الأوراق المالية هو السوق الذي يتعامل بالأوراق المالية من أسهم وسندات، والأسواق قد تكون منظمة أو غير منظمة، ففي الأولى تتم صفقات بيع وشراء الأوراق المالية في مكان جغرافي واحد معين يعرف بـ"البورصة"، أما السوق غير المنظم فيكون من عدد من التجار والسمسرة يباشرون كل منهم نشاطه في مقره ويتصلون بعضهم بواسطة الحاسوب، كما أن الأسواق قد تكون محلية أو عالمية ففي الأولى تتداول الأوراق المالية للمنشآت والهيئات المحلية أما الثانية فتتسع لوجود المستثمرين الأجانب، وتداول أوراق مالية للمنشآت وهيئات من دول أجنبية⁽³⁾.

بعد ذكر هذه التعاريف يمكن الوصول إلى مجموعة من الاستخلاصات:

- لقد تحول مفهوم السوق من مكان إلى إطار.
- الاستثمار الموجود في هذه السوق طويل الأجل.
- أدوات التداول هي أصول مالية طويلة الأجل.
- قد تكون هذه السوق منظمة أو غير منظمة.
- يلتقي في هذه السوق البائعون والمشترون للتعامل في صكوك مالية طويلة الأجل.
- السوق المنظم يعرف بالبورصة والسوق غير المنظم يتكون من عدد من التجار والسمسرة.
- قد تكون هذه السوق محلية أو عالمية.

ومنه نستخلص أن:

سوق الأوراق المالية هي ذلك الإطار أو المجال أو الحيز الذي يتم فيه إصدار الأوراق المالية طويلة الأجل من طرف أصحاب العجز ثم اقتناؤها وتداولها من طرف أصحاب الفائض عبر قنوات وسيطية فعالة في إطار منظم ومهيكل.

ثانياً: نشأة وتطور أسواق الأوراق المالية⁽⁴⁾

تعود البدايات الأولى لظهور وتشكل أسواق الأوراق المالية إلى القرن السادس عشر الميلادي، والتي تحولت في النصف الثاني من القرن السابع عشر إلى أسواق منظمة لحركة وتداول رؤوس

(1) محمد سويلم، إدارة البنوك وبورصات الأوراق المالية، الشركة العربية للنشر والتوزيع، بدون بلد النشر، بدون سنة نشر، ص 272.

(2) عبد الباسط وفا محمد حسن، بورصة الأوراق المالية ودورها في تحقيق أهداف تحول مشروعات القطاع العام إلى الملكية الخاصة، دار النهضة العربية، القاهرة، 1996، ص 25.

(3) ضياء الدين مجيد الموسوي، البورصات أسواق رأس المال أو أدواتها الأسهم والسندات، منشورات image، الجزائر، 1998، ص ص

77، 76.

(4) عصام حسين، أسواق الأوراق المالية "البورصة"، دار أسامة، عمان، 2007، ص 10-13.

الأموال، وساهم في دفع هذه الأسواق إلى الظهور والانتشار انتشار شركات المساهمة و إقبال حكومات بعض الدول والملوك وخاصة بريطانيا إلى الاقتراض من كبار المدخرين والمرابين وتجار الذهب، بهدف تمويل نفقات الدولة المختلفة، وكذا تمويل الحروب، فضلا عن احتياج الشركات المساهمة للتمويل، وقد جاء هذا الاقتراض ليخلق حركة قوية للتعامل بالصكوك المالية والذي أدى الى ظهور أسواق الأوراق المالية، وكان التعامل في بادئ الأمر يتم على قارة الطريق في الدول الكبرى كفرنسا وانجلترا وأمريكا، ثم استقر التعامل في أعقاب ذلك في أبنيه خاصة والتي أصبحت تعرف فيما بعد بأسواق الأوراق المالية.

وقد زادت أهمية أسواق الأوراق المالية في تعبئة المدخرات والمواد المالية وخاصة في الدول الرأسمالية باعتبارها إحدى المتطلبات الأساسية لتمويل ودعم الاقتصاد، مما أدى الى تعميم وانتشار هذه الأسواق المالية، ولقد ارتبط تطور أسواق الأوراق المالية تاريخيا بالتطور الاقتصادي والصناعي الذي مرت به دول العالم ولاسيما الدول الرأسمالية، ففي فرنسا مثلا ظهرت أول سوق للأوراق المالية في عام 1924 بموجب أمر ملكي، وفي بريطانيا أنشأت سوق (بورصة) لندن للأوراق المالية عام 1776 أي في القرن السابع عشر، واستمرت أعمال أسواق الأوراق المالية في بريطانيا في أوائل القرن التاسع عشر في مبنى خاص أطلق عليه Royal Exange، أما في ما يتعلق بأسواق الأوراق المالية الأوربية الأخرى وكذلك في الولايات المتحدة الأمريكية فلم تظهر إلا في نهاية القرن السابع عشر وبداية القرن الثامن عشر، ولمدة طويلة، فقد أنشأت أول بورصة للأسهم في الولايات المتحدة الأمريكية عام 1821، وفي الشارع نفسه الذي كانت تتم فيه هذه التعاملات في السابق وهو "ول ستريت الأمريكية"، وبورصة نيويورك في عام 1821، ثم بورصة طوكيو عام 1878، ثم شرعت الدول تباعا في إنشاء أسواق الأوراق المالية على غرار البورصات العالمية سالفة الذكر، وبقيت بورصة باريس في المركز الثاني عالميا بعد بورصة لندن، لكن بعد قيام الثورة الفرنسية عام 1789 أدى اقتصاد الحرب لخلق حالة من التضخم القوي، وانهيار العملة الوطنية وبالتالي أغلقت البورصة ولم تتمكن السلطات الحكومية من تسديد ديونها العامة ولقد ساعد مثل هذا الأمر كل من الطبقة الارستقراطية والبرجوازية التقليدية على زيادة حذرهم من موضوع الادخار وزاد من رغبتهم لتركيز أموالهم و ثرواتهم في المجال العقاري، وبحلول عام 1830 استثمرت رؤوس أموال هامة في شراء الأسهم، ويعتبر المثال الأهم شراء أسهم الشركات الضخمة المتخصصة في بناء خطوط السكك الحديدية، التي تجمع بين التمويل الكبير والفوائد الصناعية الضخمة والادخار الخاص وكذلك رؤوس الأموال الأجنبية- الانجليزية خاصة -.

ومع بداية القرن العشرين أمكننا ملاحظة زيادة الوزن النسبي للشركات الصناعية المسجلة في البورصة مقارنة مع الأنواع الأخرى من الشركات، ليس فقط في باريس وإنما في كافة البورصات الدولية أيضا.

وأخيرا ومع نهاية عقد الثمانيات يمكننا ملاحظة بأن ترتيب أسواق الأوراق المالية الدولية قد تغير لصالح الولايات المتحدة واليابان من حيث حجم رؤوس الأموال المتداولة فيها وتعود المرتبة الأولى من فترة لأخرى بالتناوب إما لبورصة نيويورك أو بورصة طوكيو تاركة وراءها البورصات الأوربية(1). وفي ضوء ما تقدم يمكن القول أن الأسواق المالية في الدول المتقدمة تطورت تاريخيا بصورة متزامنة مع التغييرات التكنولوجية، وتنامي حجم الإنتاج، ووحدات الأعمال الكبيرة بصورة أسرع من الوسائل المتاحة للتمويل الذي تحتاجه الاستثمارات من الثروات الخاصة الأمر الذي ترتب عليه زيادة عدد الأسواق المالية في دول العالم زيادة كبيرة وزيادة نشاطها زيادة هائلة حيث وصل عدد الأسواق المالية في الولايات المتحدة الأمريكية إلى أربع عشرة بورصة في الوقت الحاضر وأهمها وأكبرها بورصة نيويورك، وفي بريطانيا اندمجت كل الأسواق المالية منذ عام 1913 في جهاز واحد هو بورصة لندن، وفي اليابان تعمل في الوقت الحاضر ثماني بورصات أهمها بورصة طوكيو، وفي ألمانيا يوجد ثماني بورصات أيضا أهمها بورصة "فرانكفورت"، وفي فرنسا يوجد سبع بورصات أهمها بورصة "باريس"، وفي سويسرا يوجد سبع بورصات أيضا أهمها بورصة "جنيف" وبورصة "بال"(2).

(1) :عصام حسين، مرجع سبق ذكره، ص 14.
(2) :حسين بني هاني، الأسواق المالية: طبيعتها، تنظيمها، أدواتها المشتقة، دار الكندي، الأردن، 2002، ص 7.

المطلب الثاني: تحديد مكانة سوق الأوراق المالية من بين الأسواق الأخرى

عادة ما يطلق على سوق المال إذا أطلق بدون تحديد سوق الأوراق المالية، هي سوق الأسهم والسندات وهذا المفهوم الضيق لسوق المال، وهناك من يطلق على سوق الأوراق المالية بمصطلح البورصة.

وللتعرف بدقة على سوق الأوراق المالية سنحاول تحديد موقعه ومكانته ضمن تركيبة الأسواق التي تشمل أسواق النقد، أسواق المال، أسواق السلع والمعادن.

أولاً: تعريف السوق:

يقصد بالسوق المكان الجغرافي الذي يلتقي فيه البائعون والمشترون وتتبادل فيه السلع والخدمات، وفي الوقت الحاضر لم يعد هناك أهمية للمكان وأصبحت السوق تحدد بالنظر إلى السلعة التي تتداول فيها⁽¹⁾.

ثانياً: معايير تصنيف الأسواق:

يوجد أسواق لمختلف أنواع السلع ولمختلف أنواع الخدمات، ويمكن تصنيف الأسواق حسب عدد من المعايير نذكر منها⁽²⁾:

I- من حيث طبيعة السلع:

يمكن التمييز بين الأسواق الآتية بالاعتماد على هذا المعيار وهي⁽³⁾:

- 1- **سوق المال:** يشمل مفهوم سوق المال جميع الأصول المالية، سواء تلك التي تتم بالسيولة المالية أي النقود أو الأصول المالية التي تتميز بالسيولة المؤجلة، فسوق المال تتضمن جميع الوسطاء والمؤسسات المالية المختلفة، وهذا يعني أن السوق المالية تتضمن شقين أساسيين هما: السوق النقدي وسو رأس المال.
- 2- **سوق العمل:** يأتي العرض في هذا السوق من العمال وأصحاب المهن ويأتي الطلب من جانب أصحاب الأعمال والراغبين في التوظيف وتشغيل هؤلاء العمال أو أصحاب المهن.
- 3- **سوق السلع:** قد تكون سوق جملة أو سوق تجزئة، وهي السوق المألوفة لنا جميعاً والتي تشمل المنتجات الزراعية، والصناعية... الخ.
- 4- **سوق الخدمات:** ومن أمثلة هذه السوق سوق خدمة ميكانيكي السيارات و الكهربي وسوق الأدوات الصحية... الخ.

II- من حيث توحيد السعر: تنقسم الأسواق إلى نوعين هما⁽⁴⁾:

- 1- **السوق الكاملة:** وهي التي يحدد فيها سعر واحد للسلعة الواحدة ويشترط في هذا السوق وجود عدد كبير من البائعين والمشتريين حتى لا يؤثر أحدهم على سعر السوق.
 - 2- **السوق غير الكاملة:** وهي السوق التي لا تتوفر على عدد كبير من البائعين وعدد كبير من المشتريين، وتتميز بعدم تجانس وحدات السلع المعروضة بالسوق، وبالتالي يختلف سعر السلعة الواحدة فيها.
- III- من حيث درجة المنافسة:** يمكن التمييز بين أربعة أنواع من الأسواق من حيث درجة المنافسة هي⁽⁵⁾:

- 1- **سوق المنافسة الكاملة:** وهو السوق الذي يضم عدداً كبيراً جداً من المتعاملين يتعامل كل منهم في حجم محدد جداً من إجمالي حجم السلع المنتجة والمباعة، وبالتالي لا يمكن لأحد منهم أن يؤثر على سعر السوق السائد.
- 2- **سوق الاحتكار التام:** يعرف الاحتكار التام بأنه الحالة التي يوجد فيها بائع واحد لسلعة ما لا يتوافر له بدائل قريبة، كما توجد فيها موانع قوية تحول دون دخول منافسين جدد إلى السوق، فالمحتكر هو المنتج الوحيد الذي يقوم بإنتاج سلعة معينة⁽⁶⁾.

(1): شمعون شمعون، الرياضيات الاقتصادية، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 1994، ص 241.

(2): محمود أمين زويل، بورصة الأوراق المالية، دار الوفاء، مصر، 2000، ص 26.

(3): نفس المرجع، ص ص 26، 27.

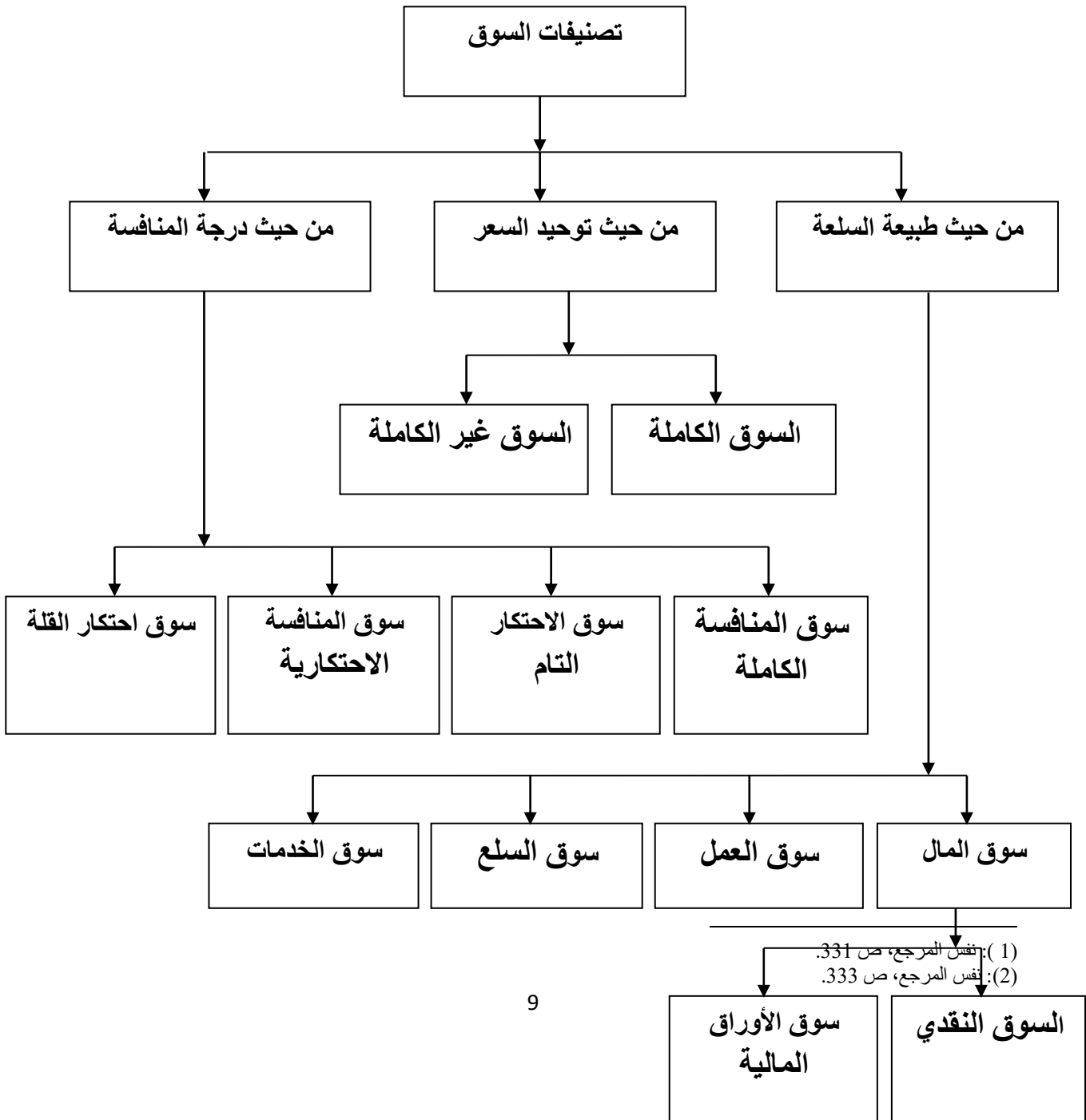
(4): محمود أمين زويل، مرجع سبق ذكره، ص 38.

(5): عبد المطلب عبد الحميد، السياسات الاقتصادية، مكتبة زهراء الشرق، مصر، 1997، ص 16.

(6): سيد محمد أحمد السيريني، مبادئ الاقتصاد الجزئي، دار الجامعية، الإسكندرية، 2004، ص 326.

- 3- سوق المنافسة الاحتكارية: وهذا السوق كما يدل اسمه يجمع صفات تنافسية واحتكارية في نفس الوقت، وفي الواقع فإن هذا السوق أكثر واقعية من سوقي المنافسة الكاملة والاحتكار⁽¹⁾.
- 4- سوق احتكار القلة: هذا السوق مزيج من سوق المنافسة الكاملة والاحتكار ولكنه أقرب إلى سوق الاحتكار، ويتميز سوق المنافسة بقلة المنتجين داخل الصناعة الواحدة ويتميز بأنه حجم إنتاج المشروع الإنتاجي يمثل كمية كبيرة نسبياً⁽²⁾.

الشكل رقم (01): معايير تصنيف الأسواق



المطلب الثالث: أقسام سوق الأوراق المالية.

ويمكن تقسيم أو تصنيف سوق الأوراق المالية حسب المعايير التالية:
أولاً: حسب معيار أجل العمليات: ويمكن التمييز بين شكلين⁽¹⁾:

I- أسواق حاضرة أو فورية:

وهي تتعامل في الأوراق المالية طويلة الأجل، أسهم وسندات، وهنا تنتقل ملكية الورقة للمشتري فوراً عند إتمام الصفقة وذلك بعد أن يدفع قيمة الورقة أو جزءاً منها، أما عن كيفية التداول فقد تتم من خلال أسواق منظمة أو غير منظمة.

II- أسواق آجلة:

وهي أيضاً تتعامل في الأسهم والسندات ولكن من خلال عقود يتم تنفيذها في تاريخ لاحق، بمعنى أن يدفع المشتري قيمة الورقة آنياً على أن يتسلمها في تاريخ لاحق والغرض من وجود هذه الأسواق هو تخفيض أو تجنب مخاطر تغير السعر.

ثانياً: حسب معيار أولية الإصدار: وينقسم إلى⁽²⁾:

I- أسواق أولية:

وتدعى كذلك سوق الإصدار، وهو السوق الذي يتم من خلاله إصدار الأوراق المالية الجديدة، والتي أصدرتها المنشآت والمؤسسات والوحدات الاقتصادية لأول مرة بغرض الحصول على الأموال لتمويل الاحتياجات المالية.

حيث تنشأ فيه العلاقة بين المقرض والمقترض، أو بين المدخر والمستثمر لأول مرة أو بين مصدر الورقة المالية والمكتب فيها لأول مرة⁽³⁾.

ويتم تصريف وبيع هذه الأوراق المالية من خلال ما يسمى بـ"بنك الاستثمار" عن طريق الأسلوب المباشر للبيع أو أسلوب المزاد*.

II- أسواق ثانوية⁽⁴⁾: وتدعى كذلك بسوق التداول، فالسوق الثانوية هي التي تمكن المستثمرين من المتاجرة فيما بينهم في الأوراق المالية التي يتم إصدارها من قبل في السوق الأولية، ويجب الملاحظة بأن عائد بيع الأوراق المالية يذهب مباشرة لحملة الأوراق المالية، وليس للشركات كما حدث في السوق الأولية.

حيث يكون أطراف التعامل في هذه السوق هم حملة الأوراق المالية من جمهور المستثمرين سواء كانوا أفراد أو شركات أو صناديق الاستثمار.

ثالثاً: حسب معيار التنظيم: وتنقسم إلى⁽⁵⁾:

I- أسواق منظمة:

وهي البورصات التي تخضع للقوانين والقواعد التي تضعها الجهات الرقابية، وتتداول فيها عادة الأوراق المالية المسجلة، والتي تتحدد أسعارها من خلال قانون العرض والطلب، ويجري التعامل في

(1) F.LEROUX, **Marchés internationaux des capitaux**, Montréal, 2ème édition, 1995, P 03.:

(2) Shall Helly, **Introduction to Financial Management**, Mc Graid Hill, new work, 1988, P 27.:

(3) محمد عثمان إسماعيل حميد، **أسواق المال وبورصة الأوراق المالية ومصادر تمويل مشروعات الأعمال**، دار النهضة العربية، القاهرة، 1993، ص 44.

(●) بنك الاستثمار: هو وسيط مالي بين مصدري الأوراق المالية من الشركات وغيرها وبين المستثمرين، فهو يعتبر بمثابة صانع السوق. أسلوب البيع المباشر: تقوم المؤسسة المصدرة بعمليات طرح خاص، وذلك بأن تباع هذه الأوراق المالية مباشرة للمنشآت الكبيرة أو لكبار المستثمرين ومن مزايا هذا الأسلوب أن الشركة غير ملزمة بعملية التسجيل. أسلوب المزاد: بمقتضى هذا الأسلوب تتم دعوة المستثمرين المحتملين لتقديم عطاءات تتضمن الكميات المراد شرائها وسعر الشراء، ويتم قبول العطاءات ذات السعر الأعلى ثم العطاءات ذات السعر الأقل.

(4) عصام حسين، مرجع سبق ذكره، ص 19.

(5) أحمد سعد عبد اللطيف، **بورصة الأوراق المالية**، الدار الجامعية، مصر، 1998، ص 07.

مكان مادي محدد، ويتم تسجيل الأوراق المالية في هذا السوق وفق شروط تختلف من دولة لأخرى، وعادة ما تتعلق بأرباح الشركة، حجم أصولها، والحصة المتاحة من خلال الاكتتاب العام... الخ.

II- أسواق غير منظمة:

وهي المعاملات التي تتم خارج البورصات المنظمة، وتدعى كذلك بالأسواق الموازية، فلا يوجد مكان مادي لهذه الأسواق، ولكنها عبارة عن شبكة اتصالات تجمع بين السماسرة والتجار والمستثمرين. ولا يتم مقابلة العرض والطلب على الأوراق المالية، كما هو الحال في البورصات المنظمة، بل يتم من خلال التفاوض عن طريق شبكة الاتصالات⁽¹⁾.

ويتم التعامل في السوق غير المنظمة في الأوراق المالية غير المسجلة في السوق الرسمية، وتمتاز تلك السوق بسهولة التعامل فيها بحكم تحررها من الكثير من القيود والشروط التي يفرضها التعامل في السوق الرسمية⁽²⁾.

ويقوم بالتعامل في هذه السوق الشركات التي لا تستطيع الوفاء بمتطلبات وشروط القيد في السوق الرسمية وكذلك الشركات التي لا تريد الإفصاح عن المعلومات المالية الخاصة بها بالشكل الذي يتطلبه القيد في السوق الرسمية⁽³⁾.

رابعا: حسب معيار نوع الوساطة في غير المنظم: وتنقسم إلى:

I- السوق الثالثة:

هو جزء من السوق غير المنظمة، حيث يتكون من السماسرة غير الأعضاء في السوق المنظمة، والذين يقدمون خدمات التعامل في الأوراق المالية للمؤسسات الاستثمارية الكبيرة، وتتميز معاملات هذا السوق بصغر تكلفتها، وكذا سرعة تنفيذها، كما نجد أن لهؤلاء السماسرة حق التعامل في الأوراق المالية المسجلة في السوق المنظم.

وتنشأ هذه السوق بصفة أساسية بهدف تخفيض أعباء العمولة التي يحصل عليها السماسرة خصوصا عند التعامل بأحجام كبيرة لحساب المؤسسات الاستثمارية الكبيرة كصناديق المعاش⁽⁴⁾.

II- السوق الرابعة:

هي السوق التي يكون فيها التعامل المباشر بين الشركات الكبيرة مصدرة الأوراق المالية وبين أغنياء المستثمرين، دون الحاجة إلى سماسرة أو تجار الأوراق المالية، ويتم التعامل بسرعة وبتكلفة بسيطة من خلال شبكة اتصالات الكترونية وهاتفية حديثة⁽⁵⁾، وهو ما يشبه السوق الثالث لأن الصفقات تتم خارج البورصة أي خارج السوق المنظمة، وهذا بالتعامل بكل الأوراق المالية المتداولة داخل وخارج السوق المنظم⁽⁶⁾.

وبالتالي يمكن القول أن أهم أسباب وجود هذا السوق هو الحد من العمولات التي تدفع للسماسرة، وقد يتم الاستعانة بوسيط لإتمام الصفقة، والمعروف أن أعباء الوسيط تكون أقل بكثير من تكلفة وعمولة السماسرة⁽⁷⁾.

(1) عبد الغفار حنفي، رسمية قريبا، الأسواق والمؤسسات المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2001، ص 294.

(2) منير إبراهيم هندي، أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية، منشأة المعارف، الإسكندرية، 1999، ص 78.

(3) أمين عبد العزيز حسن، الأسواق المالية، دار قباء الحديثة، القاهرة، 2007، ص 26.

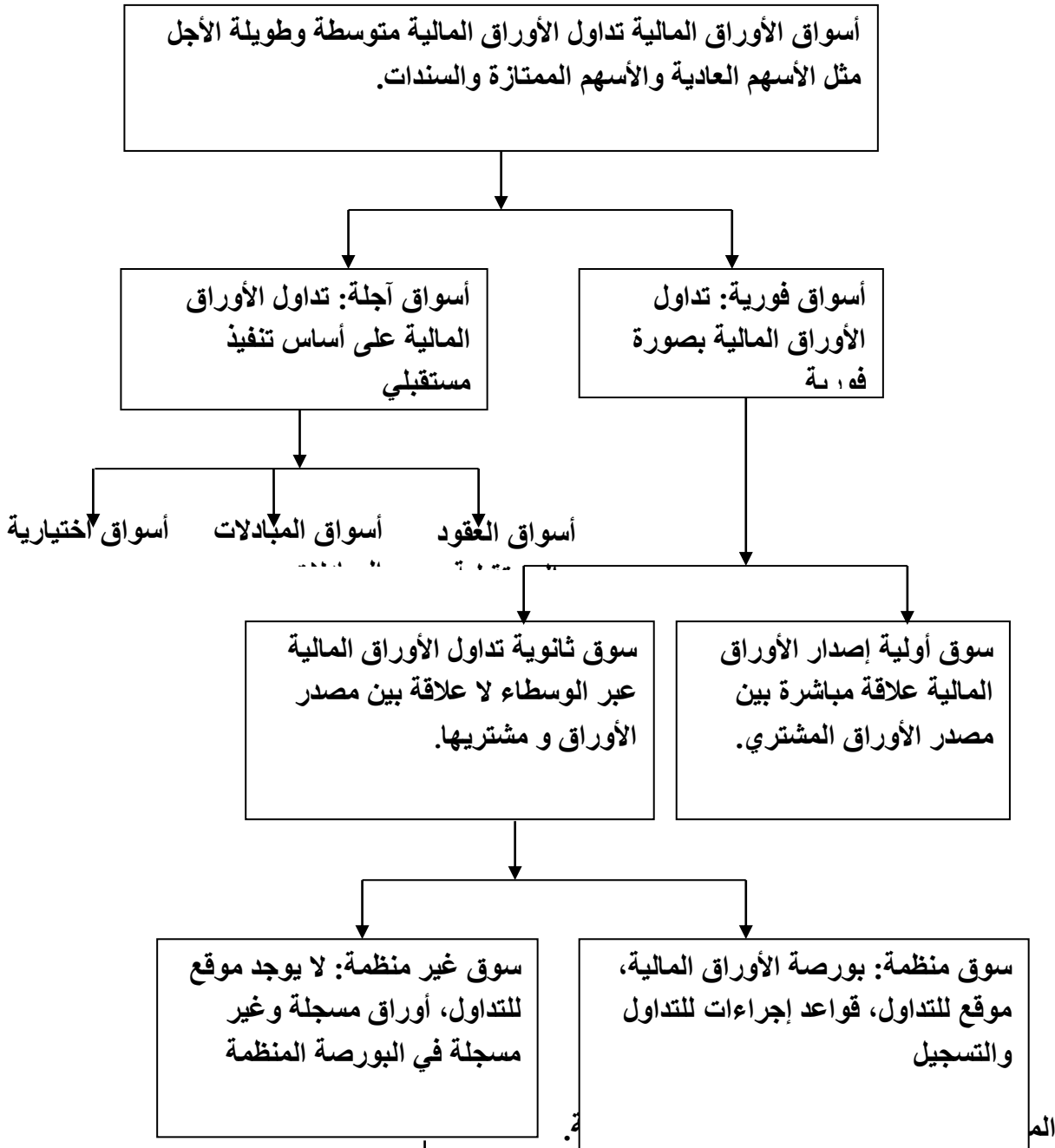
(4) منير إبراهيم هندي، الأسواق الحاضرة والمستقبلية، المعهد العربي للدراسات المالية والمصرفية، عمان، 1994، ص 39.

(5) محمود محمد الداغر، الأسواق المالية مؤسسات أوراق بورصات، دار الشروق، عمان، 2007، ص 245.

(6) فيصل محمود الشاورة، الاستثمارات بورصة الأوراق المالية، دار وائل، عمان، 2008، ص 58.

(7) عبد الغفار حنفي، البورصات، المكتب العربي الحديث، الإسكندرية، 1995، ص 53.

الشكل رقم (02): أقسام سوق الأوراق المالية.



تعتبر سوق الأوراق المالية القناة التي تستطيع من خلالها الوحدات العاملة الاقتصادية الوطني سد احتياجاتها المالية، فحالة هذه الأسواق تثير بشكل عام إلى التطور وإلى حالة قطاع الإنتاج في الاقتصاد المعنى، وقد برزت في العصر الحديث أهمية أسواق الأوراق المالية كواحدة من أهم الأدوات المالية

السوق الرابع: المؤسسات الكبرى والأغنياء الذين يستخدمون استراتيجية تخفيض العمولات للسماسرة وشبكة المعلومات

السوق الثالث: بيوت السمسرة والتجار غير الأعضاء المسجلين ولهم الحق في التعامل وتشتمل مؤسسات مالية استثمارية

لقد عرفت سوق الأوراق المالية اهتماما كبيرا من قبل الاقتصاديين، في العصر الحديث وخاصة بعد العولمة المعاصرة، وغدا اقتصاد الدول يقاس بمقدار نشاط سوقها المالي فهي مرآة حقيقية تعكس عليها الصورة الصادقة للاقتصاد.

أولاً: خصائص سوق الأوراق المالية:

لسوق الأوراق المالية بعض الخصائص تميزها عن باقي الأسواق الأخرى نذكر منها⁽¹⁾:

-يتطلب سوق الأوراق المالية وجود سوق ثانوية، يتم فيها تداول الأدوات التي تم إصدارها من قبل بما يكفل توفير السيولة.

-التداول في هذه السوق يتم بتوفير المناخ الملائم، وكذا المنافسة التامة حتى يتم تحديد الأسعار العادلة على أساس العرض والطلب.

-التداول في سوق الأوراق المالية الثانوية خصوصا يتم من خلال الوسطاء أو السماسرة من ذوي الخبرة في الشؤون المالية.

-سوق الأوراق المالية تتميز بالمرونة، وبإمكانية استفادتها من تكنولوجيا الاتصالات فإن ذلك يعطي خاصية للأسواق المالية بكونها تتميز عن غيرها من الأسواق بأنها أسواق واسعة تتم فيها صفقات كبيرة وممتدة قد يتسع نطاقها ليشمل أجزاء عدة من العالم في نفس الوقت.

-الاستثمار في سوق الأوراق المالية يتطلب توفر المعلومات السوقية، واتخاذ المعلومات الاستثمارية الرشيدة، وبالتالي فإن الاستثمار في الأوراق ذات المخاطر العالية قد يكون ذو أبعاد سلبية، الأمر الذي يستدعي في بعض الأحيان من الحكومات التدخل لمنع بعض المعلومات الضارة بالمجتمع والأفراد.

-سوق الأوراق المالية ترتبط بالأوراق المالية طويلة الأجل، وتكتسب أهمية خاصة في تمويل المشروعات الإنتاجية التي تحتاج إلى أموال تسدد على أمد طويل⁽²⁾.

-الاستثمار في سوق الأوراق المالية يعتبر ذا عائد مرتفع نسبيا، وبالتالي فإن اهتمام المستثمرين في سوق الأوراق المالية تكون نحو الدخل أكثر منه نحو السيولة والمخاطرة⁽³⁾.

-إيجاد منافذ شرعية المدخرين لنقل ممتلكاتهم للغير.

-تكوين تراكم رأسمالي لأجل قصيرة أو طويلة.

-تجنب الآثار التضخمية لحد بعيد، إذ لو قامت المصارف المحلية بعمليات التمويل لأدى ذلك إلى زيادة مفرطة في حجم الائتمان المحلي وبالتالي إحداث موجات تضخمية⁽⁴⁾.

ثانياً: أهمية سوق الأوراق المالية:

وجدت سوق الأوراق المالية لنقل رؤوس الأموال من قطاعات الفائض إلى قطاعات العجز في الاقتصاد، وبذلك فهي تعمل على زيادة إنتاجية رأس المال⁽⁵⁾، ومن ثم فإنها ضرورة حتمية استلزمها المعاملات الاقتصادية بين الأفراد والمؤسسات والشركات لتلبي رغباتهم لما لها من أهمية خاصة في حماية المستثمرين⁽⁶⁾.

تمكن أسواق الأوراق المالية المستثمرين من تنوع الثروة بين مجموعة من الأصول بشكل أكثر سهولة بالمقارنة بالأشكال الأخرى لأسواق المال، ويؤدي التنوع إلى تخفيض المخاطر التي يتحملها المستثمرين، بالإضافة إلى ما توفره السوق من العلانية للمستثمر عن وضعية الشركات المالية⁽⁷⁾.

كذلك تشير العديد من الدلائل على أن أسواق الأوراق المالية تقدم خدمات من شأنها دفع عجلة النمو الاقتصادي من خلال خلق السيولة، إذا أن العديد من الاستثمارات المربحة تحتاج إلى التزام طويل الأجل بتوفير رأس المال، وتجعل سوق الأوراق المالية الاستثمار أقل خطر وأكثر جاذبية لأنها تسمح للمدخرين بالحصول على أصول مالية مع إمكانية بيعها بسهولة ويسر إذا احتاجوا إلى استرداد مدخراتهم

(1) جمال جويدان الجمال، الأسواق المالية والنقدية، دار الصفاء، عمان، 2002، ص 56.

(2) طاهر حيدر حردان، مبادئ الاستثمار، دار المستقبل، عمان، 1997، ص 32.

(3) J. Pilperdier, tereyt, le marché boursier, Economica, Sant la Maison d'édition et pays d'édition, 1998, P10.:

(4) صلاح الدين حسن السبسي، بورصة الأوراق المالية، عالم الكتب، مصر، 2003، ص 21.

(5) محمد صالح الحناوي، جلال إبراهيم العبد، بورصة الأوراق المالية بين النظرية والتطبيق، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2005، ص 27.

(6) محمد أحمد الخضيري، كيف تتعلم البورصة في 24 ساعة، ايتراك للنشر والتوزيع، مصر، 1999، ص 17.

(7) صلاح الدين حسن السبسي، مرجع سبق ذكره، ص 20.

أو رغبوا في تغيير محافظهم للأوراق المالية، وفي الوقت نفسه تتمتع الشركات بإمكانية دائمة الحصول على رأس المال من خلال إصدار المزيد من الأسهم.

تسهم سوق الأوراق المالية في الرقابة على أداء الشركات التي تتداول أوراقها المالية في السوق، الأمر الذي يؤدي إلى تحسين إدارة وتوجيه تلك الشركات وتزايد أهمية الدور الرقابي مع تزايد عدد الشركات المتداول أسهمها في السوق وتزايد الاستثمارات الأجنبية حيث ترتقي أساليب وتقنيات الرقابة⁽¹⁾.

تعمل سوق الأوراق المالية عادة على القضاء على عدم العدالة والظلم الذي قد يقع فيه طرفي المبادلة البائع والمشتري نتيجة سيادة حالة من عدم المعرفة أو الجهل بأحوال السوق واتجاهات الأسعار أو تحت ضغوط الاضطرار والحاجة وعدم وجود من يرغب أو يحتاج إلى الأوراق المالية التي يحوزها أو حدوث حالة احتكار من جانب شخص بذاته الأوراق المالية بعينها، ومن ثم فإن سوق الأوراق المالية تعمل على تحقيق موازنة فعالة ما بين قوى الطلب وقوى العرض.

وبالتالي فإن سوق الأوراق المالية تستمد أهميتها من وجودها ومن الدور المتعدد الأوجه والجوانب الذي تقوم به فهي أداة فعل غير محدودة في الاقتصاد القومي، تؤثر في كل جوانب الاقتصاد، كما تؤثر في كافة مجالات النشاط الاقتصادي وفي الوقت ذاته تتأثر بهذا كله. فهي تؤدي دورا حيويا في تعبئة الموارد والمدخرات وتهيئتها للاستثمار وكذا في بعث الحيوية في قطاعات الاقتصاد المختلفة وتحريك عجلة النمو الاقتصادي على نحو متزايد ومستمر، وتساهم في جذب الاستثمارات الأجنبية والوطنية المهاجرة⁽²⁾.

المطلب الثاني: وظائف سوق الأوراق المالية

لقد تعددت وتنوعت وظائف أسواق الأوراق المالية نتيجة للتطور الذي تعرضت له البورصات، ولما سيتبع ذلك من الحاجة لتحسين أداء هذه الأسواق، وتتلخص هذه الوظائف في النقاط التالية⁽³⁾:

- أداة تمويل الاقتصاد عن طريق جذب المدخرات من الأعوان الاقتصاديين من أجل تمويل الاقتصاد، وهذا عن طريق تجميع رؤوس الأموال من المتعاملين الاقتصاديين الذين يتمتعون بالقدرة على التمويل الذاتي.

فسوق الأوراق المالية تضمن للمؤسسات الموارد المالية على المدى الطويل، تسهل عملية النمو لها، كما تسمح للدول من أداء سياستها الاقتصادية بقدر كبير من الأداء.

- كما تعمل سوق الأوراق المالية على توجيه الفوائض للمؤسسات الاقتصادية ذات العجز في التمويل أو التي تريد توسيع نشاطها من أجل المساهمة في التنمية وتطوير هذه المؤسسات الاقتصادية، فهي إذن تمثل قناة للتمويل المباشر والسريع والأمثل بين المدخر والمستثمر.

- أداة لتقويم الشركات والمشروعات، حيث تساهم أسواق الأوراق المالية في زيادة وعي المستثمرين وتبصيرهم بواقع الشركات والمشروعات، ويتم الحكم عليها بالنجاح أو بالفشل، فانخفاض أسعار الأسهم بالنسبة لشركة من الشركات دليل قاطع على عدم نجاحها أو على ضعف مركزها المالي وهو ما قد يؤدي إلى إجراء بعض التعديلات في قيادتها، أو في سياستها أملا في تحسين مركزها.

- أداة لتمويل المؤسسات وخلق السيولة، يمكن اعتبار سوق الأوراق المالية قناة تسمح بالانتقال من اقتصاديات الإقراض إلى اقتصاديات أوراق المال بما يكفل التحول من نظام التمويل غير المباشر إلى نظام التمويل المباشر انطلاقا من عرض الأوراق المالية للمؤسسات مباشرة للاكتتاب في السوق.

- أداة جذب الاستثمارات الأجنبية، وتوطيد التكنولوجيا عن طريق الاستفادة من التطورات المالية والاقتصادية العالمية، حيث تعمل سوق الأوراق المالية عن زيادة الترابط مع العالم الخارجي عن طريق ارتباطها بالأسواق المالية الدولية.

- أداة غير رسمية للرقابة الخارجية على كفاءة السياسات الاستثمارية، التمويلية التشغيلية والتسويقية للشركات المدرجة أوراقها المالية فيها، وعليه فإن الشركات تتبع إدارتها سياسات كفئة تحقق نتائج أعمال

1 () :عاطف وليام أندراوس، أسواق الأوراق المالية، دار الفكر الجامعية، الإسكندرية، 2006، ص 235.

2 () :صلاح السيد جودة، بورصة الأوراق المالية، مكتبة ومطبعة الإشعاع الفنية، الإسكندرية، 2000، ص 13-15.

3 () :بوكتاتي رشيد، معوقات أسواق الأوراق المالية وسبل تفعيلها، رسالة لنيل درجة الدكتوراه، قسم العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، 2006، ص ص 60، 61.

جيدة، وتحسن أسعار أسهمها في السوق أما الشركات التي تعاني من سوء الإدارة فإن نتائج أعمالها لن تكون مرضية لذلك فإن أسعار أسهمها تنخفض في السوق.

- أداة للحد من معدلات التضخم في هيكل الاقتصاد الوطني، حيث تساعد سوق الأوراق المالية على جذب المدخرات من الأفراد والمؤسسات وبالتالي امتصاص فائض السيولة النقدية واتجاه هذه المدخرات نحو الاستثمار بدلا من الاستهلاك.

- أداة لتوفير فرص استثمارية متنوعة، تتنوع هذه الفرص من خلال الخطر المرتبط بالأوراق المتداولة في سوق الأوراق المالية، ويكون ذلك من خلال كثرة وتنوع هذه الأوراق⁽¹⁾.

- أداة ومؤشر للحالة الاقتصادية، تساعد الأوراق المالية في تحديد الاتجاهات العامة في عملية التنبؤ، فهي تعتبر المركز الذي يتم فيه تجميع التذبذبات التي تحدث في الكيان الاقتصادي، وتسجيلها، وحجم المعاملات مقيد بالأموال السائلة المتداولة والأسعار.

- أداة مساهمة في تحقيق كفاءة عالية في توجيه الموارد إلى المجالات الأكثر ربحية، وهو ما يصاحبه نمو وازدهار اقتصادي⁽²⁾.

- المساهمة في تمويل خطط التنمية عن طريق طرح أوراق مالية حكومية في تلك السوق، حيث تلجأ الحكومات إلى الاقتراض العام من أفراد الشعب، لسد نفقاتها المتزايدة وتمويل مشروعات التنمية، وذلك عن طريق إصدار السندات والأذون التي تصدرها الخزانة العام.

- ضرورة إتاحة سوق مستمرة للأوراق المالية وذلك لإمكان استرداد المستثمر لمدخرات عند الحاجة إليه⁽³⁾.

- مراعاة تحديد الأسعار المناسبة للأوراق المالية، إن المدخر إلى جانب حرصه على أن يكون لديه فرص كبيرة لبيع أوراقه المالية كلما احتاج إلى ذلك، فإنه يحرص أيضا على أن يكون السعر الذي يبيع به مناسباً لاستثماراته والبورصة لها دورا في تحقيق عدالة الأسعار وذلك من خلال الالتقاء الواسع للطلب والعرض معا فهي بما لديها من أجهزة وإمكانات واتصالات السماسرة تعمل على تجميع الطلب والعرض في مكان واحد مما يترتب عليه سعرا عادلا للبائع حتى لا يتعرض لضغط الحاجة ويبيع مضطرا بخسارة⁽⁴⁾.

المطلب الثالث: متطلبات نجاح سوق الأوراق المالية

يتطلب نجاح سوق الأوراق المالية توفير عناصر من أهمها:

أولاً: توفير مناخ استثماري مناسب⁽⁵⁾:

ويقصد بالمناخ الاستثماري مجموعة الظروف والسياسات الاقتصادية، السياسية والاجتماعية والتشريعية التي تؤثر في ثقة المستثمر وتقنعه بتوجيه استثماراته.

ثانياً: المتطلبات الأساسية على المستوى الكلي لإنشاء سوق الأوراق المالية.

يمكن حصر المتطلبات الأساسية لأسواق الأوراق المالية على المستوى الكلي من خلال العناصر

التالية:

I- مستويات النمو الاقتصادي وزيادة معدلاته: حيث يتحقق النمو الاقتصادي من خلال⁽⁶⁾:

1- **القطاع العام:** هو القطاع المملوك للدولة كلياً أو جزئياً، وتشرف على إدارته وتسييره الدولة، حيث تضع له السياسات والخطط لتحقيق أهداف التنمية، وهنا يمكن لأسواق الأوراق المالية المساهمة في تحويل القطاع العام إلى القطاع الخاص، تماشياً مع أهداف الدولة، للدخول إلى اقتصاد السوق، وتتخلى تدريجياً عن دور الدولة، التقليدي في تسيير الاقتصاد.

2- **القطاع الخاص:** يمكن للقطاع الخاص قيادة التنمية الاقتصادية، وزيادة حجم الاستثمار والتوظيف كما يساهم القطاع الخاص في إنشاء سوق الأوراق المالية وتنشيطها عن طريق إدراج مؤسساتهم في

(1) منير إبراهيم هندي ورسمية قرياقص، الأسواق والمؤسسات المالية، مكتبة الإشعاع، مصر، 1997، ص 45.

(2) رسمية قرياقص، أسواق المال، الدار الجامعية، مصر، 1999، ص 48.

(3) محمد الصيرفي، البورصات، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، 2006، ص 85.

(4) عبد الغفار حنفي ورسمية قرياقص، أسواق المال بنوك تجارية- أسواق الأوراق المالية شركات التأمين - شركات استثمار، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2000، ص 269-271.

(5) عبد المطلب عبد الحميد، مرجع سبق ذكره، ص 391.

(6) سامية زبطاري، ديناميكية أسواق أوراق المالية في البلدان الناشئة، حالة أسواق الأوراق المالية العربية، أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتورا دولة في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، 2004، ص ص 74، 75.

قوائم هذا السوق، وإصدار أوراق مالية متنوعة تساهم في زيادة فعالية التدويل بما تجمعه من مدخرات، وتوجيهها نحو الاستثمارات التي بدورها تساهم في زيادة معدلات النمو الاقتصادي.

II- الادخار: وهو ذلك الجزء من الدخل الذي لم يستخدم في الاستهلاك الجاري خلال فترة ما، حيث كلما زاد الادخار كلما زاد الاستثمار في الأوراق المالية⁽¹⁾.

III- مستوى الدخل وهيكل توزيعه:⁽²⁾

يعتبر الدخل من أهم العوامل المحددة للادخار، حيث كلما كانت الدخل مرتفعة كلما كان بمقدور الشخص الادخار أكثر من ذوي الدخل الضعيفة وبالتالي زيادة التوجه للاستثمار في سوق الأوراق المالية والعكس.

VI- سعر الفائدة:⁽³⁾

يعرف سعر الفائدة على أنه أجره المال المفترضة أو هو عائد الزمن عند اقتراض الأموال مقابل تفضيل السيولة، إذ يجب أن يكون سعر الفائدة يتسم بالمرونة فلا ينخفض إلى درجة هروب الأفراد من سوق الأوراق المالية إلى السوق النقدي ولا يرتفع فلا يقدر المقترضين من رد الأموال وفوائدها.

ثالثاً: المتطلبات النظرية المتعلقة بالجانب القانوني لإنشاء وسوق الأوراق المالية.

من المقومات الرئيسية الفعالة لإنشاء سوق الأوراق المالية، نجد الجانب التشريعي الذي ينظم ويحكم هذا السوق، ومن بين القوانين المرتبطة بسوق الأوراق المالية:

I. قانون الشركات:⁽⁴⁾

يعتبر من أهم القوانين المتعلقة بسوق الأوراق المالية فهو القانون الذي يتم بموجبه تحديد الإجراءات الواجب اتخاذها لتأسيس شركات المساهمة العامة وتسجيلها، كما يحدد هذا القانون أنواع الأدوات المالية التي يمكن لشركات المساهمة العامة إصدارها. وشروط ومتطلبات الإصدار وإجراءات التخصيص، وملكية الأسهم ورأس مال الشركات بمختلف أنواعها، وغيرها من الأموال التي تتضمن شؤون الشركات.

كما يتضمن أحكام تساعد على توفير الحماية وضمان لحقوق المساهمين والمستثمرين وسلامة النظام المالي ومن أهمها تلك المتعلقة بمتطلبات الإفصاح ومستلزمات الرقابة وجهاتها، كما يجب أن تكون القوانين تتسم بالمرونة.

وتنقسم الشركات حسب التصنيف القانوني إلى:

-شركات الأشخاص*.

-شركات المساهمة**.

II. قانون الأوراق المالية و الأنظمة و التعليمات الصادرة بمقتضاها⁽⁵⁾: يمثل قانون الأوراق المالية

الخطوة الرئيسية الأولى في تنظيم و إنشاء سوق لتداول الأوراق المالية، حيث تنظم مراحل تأسيس السوق و الشكل القانون له و أهدافه وإدارته وتنظيمه، كما تنظم العلاقات الناشئة بين جميع الأطراف ذات العلاقة بسوق الأوراق المالية وتحدد أعضاء السوق والالتزامات المترتبة عليهم، ويتضمن العناصر التالية:

(1): محمد عبد الغفار، مشكلة الادخار في مصر، مطبعة زهراء الشرق، مصر، 1997، ص 1.

(2): رفعت المحجوب، المالية العامة النفقات العامة و الإيرادات العامة، دار النهضة العربية، القاهرة، 1995، ص 369.

(3) نفس المرجع، ص 369.

(4): أحمد البيطار، المعالجة التشريعية و الأنظمة المتعلقة بالأسواق المالية العربية و تحسين الشفافية، صندوق النقد العربي، جانفي 2002، ص 3.

(*): شركات الأشخاص هي الشركات التي تقوم على الاعتبار الشخصي والثقة المتبادلة بين الشركات.

(**): شركات المساهمة تعرف على أنها شركة ينقسم رأسمالها إلى أسهم متساوية القيمة يمكن تداولها على الوجه المبين في القانون.

(5): نفس المرجع، ص 171، 172.

- ❖ نوعية وطبيعة الأوراق المالية.
- ❖ الإفصاح المالي وإشهار المعلومات.
- ❖ الأحكام المتعلقة بالوسطاء.
- ❖ تعليمات تداول الأوراق المالية.
- ❖ تعليمات تسجيل ونقل ملكية الأوراق المالية وتسوية أثمانها.
- ❖ المخالفات والعقوبات حيث تحدد هذه الأحكام طبيعة المخالفات التي تؤثر على أسعار الأوراق المالية.

III - قوانين الأنظمة الضريبية:

حيث تعتبر من القوانين الهامة ذات العلاقة لسوق رأس المال، وتستخدم الإعفاءات الضريبية المنصوص عليها في هذه القوانين كحافز على الاستثمار في الأوراق المالية، وتشمل الحوافز من جانب آخر الإعفاءات أو تخفيضات الضرائب على أرباح الشركات الناجمة عن التعامل في الأوراق المالية.

VI - التشريعات المتعلقة بالاستثمار الأجنبي:

تتضمن هذه التشريعات الأسس والقواعد التي تنظم الاستثمارات الأجنبية ومساهمة المستثمرين الأجانب في المشروعات الوطنية، بما فيها الاستثمارات الأجنبية في أسهم لشركات المساهمة العامة وتهدف هذه التشريعات بما توفره من مزايا، وتسهيلات للمستثمرين، إلى جذب الاستثمارات الأجنبية وإزالة العوائق التي تحول دون دخولها أو تحضيرها على الدخول.

V - قانون الخصخصة:

تعني القيام بمعاملة أو معاملات تجارية تتجسد في تحويل ملكية كل الأصول المادية أو المعنوية في مؤسسات عمومية، أو جزء منها أو كل رأسمالها، أو جزء منه لصالح أشخاص طبيعيين أو معنويين للقطاع الخاص. وذلك بواسطة صيغ تعاقدية يجب أن تحدد كليات تحويل التسيير وممارسته وشروطه⁽¹⁾.

رابعا: شركات المساهمة والجهاز المصرفي ودورهم في إنشاء سوق الأوراق المالية:

لا يمكن تصور إقامة سوق للأوراق المالية دون توفر شركات مساهمة تطرح رأسمالها للاكتتاب، وجهاز مصرفي يعمل على تنظيم عمليات الاكتتاب في سوق الإصدار خاصة، ولتوضيح هذه العناصر يتم التفصيل فيها من خلال النقاط التالية:

I - كثرة شركات المساهمة وتنوع الأوراق المالية وتوفر المؤسسات المالية الوسيطة الأخرى:

من بين المتطلبات الأساسية لإقامة سوق الأوراق المالية هو وجود شركات مساهمة عديدة، بالإضافة إلى وجود أدوات مالية كثيرة ومتنوعة، ذات آجال مختلفة، ومواصفات ومزايا تتمثل بالسير، وانخفاض المخاطر تغري المدخرين بالإقبال عليها واختيار المناسب منها مما يساعد على اتساع رقعة السوق⁽²⁾.

أما بالنسبة لتوفر مؤسسات مالية وسيطة أخرى، من سماسرة الأوراق المالية وتجار الأوراق المالية وبنوك الاستثمار وغيرها، فإن سماسرة الأوراق المالية مثلا يعتبرون وسطاء بين مشتري وبياعي الأوراق المالية، فجمع تلك الفئتين معا يؤدي إلى خلق التعامل الآلي، ومقابل ذلك يحصل السمسار على عمولة مقابل البحث عن المشتري المناسب والباع لهذه الأوراق.

II - الجهاز المصرفي ودوره في إنشاء سوق الأوراق المالية:

تؤدي البنوك دورا رئيسيا في عملية إنشاء وتنشيط الأوراق المالية من خلال العناصر الآتية⁽³⁾:

- تؤدي دور الوساطة في السوق كوسيط لصالح الغير، وتساعد البنوك سوق الأوراق المالية من خلال الصفقات التي تتم داخلها.
- تستطيع البنوك المتخصصة المساهمة والمشاركة في إنشاء مؤسسات جديدة في السوق الأولية أي سوق الإصدار، وتتولى في سوق التداول تسويق الأوراق المالية الجديدة.

(1) عبد الله سالم، الخصخصة وتقييم الأصول في البورصة، مكتبة النهضة العربية، القاهرة، 1996، ص 25.

(2) حمزة محمود الزبيدي، الاستثمار في الأوراق المالية، مؤسسة الوراق للنشر والتوزيع، القاهرة، الطبعة الأولى، 2001، ص 141.

(3) سليم عبد الرحمن، مبادئ الاستثمار، دار النهضة العربية، القاهرة، 2001، ص 448.

- تساهم البنوك في سوق الأوراق المالية من خلال ما يسمى بصناديق الاستثمار، حيث تقوم بتجميع مدخرات الأفراد وتوجيهها نحو الاستثمارات طويلة الأجل، وتكون هذه البنوك جميعا وصاية البنك المركزي، الذي يتدخل لتعديل الانحرافات إن وجدت عن طريق الائتمان.

- للجهاز المصرفي دراية ومعرفة بالوضع المالي لكل شركة، لأنه يتعامل معها ويقترضها، أو يمسك ودائعها. وبالتالي فإن البنك يستطيع أن يعرف القيمة الحقيقية لسهم الشركة التي تتعامل معه، وعلى أساس هذه القيمة يمكن أن يتصرف البنك في عمليتي التمويل والتسويق، سواء لصالحه أو لصالح زبائنه.

المبحث الثالث: التعامل في سوق الأوراق المالية.

يقتضي التعامل في سوق الأوراق المالية توفر مجموعة من الشروط حتى تؤدي الدور الموكل لها على جميع الأصعدة.

المطلب الأول: تنظيم سوق الأوراق المالية

تؤدي أسواق المال بصفة عامة وأسواق الأوراق المالية بصفة خاصة دورا هاما في الاقتصاد ونتيجة لذلك استوجب إيجاد آليات تنظيمية لهذه السوق. وعادة ما يأخذ تنظيم السوق صورا ثلاث هي:

أولا: تنظيم عملية الإفصاح عن المعلومات:

من أهم المشاكل التي تواجه المستثمرين في أسواق الأوراق المالية في تقرير مدى أمان الاستثمار ودرجة المخاطرة المصاحبة له، ولكي يتحقق ذلك يجب أن تقدم الشركات معلومات عن نوعية الأوراق المالية محل الاستثمار بيد أن المعلومات قد تكون غير كافية من ناحية، كما أن المستثمرين قد يفتقرون إلى الخبرة في تحليل تلك المعلومات من ناحية أخرى، وعادة ما تشكل لجنة أو هيئة للأوراق المالية والبورصة تلزم الشركات وغيرها بتقديم كافة المعلومات عن إصداراتها من الأوراق المالية، الأمر الذي يخفض من عمليات التدليس على المستثمرين ويسهم في زيادة كفاءة السوق⁽¹⁾.

ثانيا: تنظيم عمليات التعامل:

يقتضي تنظيم التعامل وجود إطار تشريعي لتنظيم ذلك التعامل، وهيئة يناط بها تطبيق قوانين ولوائح السوق وتنظيم السوق وتشرف عليه من خلال أداء الوظائف التالية⁽²⁾:

I- الرقابة على السوق الأولية:

تقوم الهيئة المشرفة على السوق بإلزام الشركات الجديدة التي تطرح أسهمها للاكتتاب العام بإصدار نشرة الاكتتاب توضح فيها أغراضها وبرامجها حتى يتعرف الجمهور على أغراضها، ومن شأن ذلك تضيق الخناق على الشركات الوهمية التي قد تظهر وتخفي بسرعة بعد تجميع أموال الجمهور، وكذلك تقوم الهيئة بالرقابة على تداول أسهم الشركة الجديدة بقيدها بالجدول المؤقت للأسعار وذلك لحماية المستثمرين على أن يتم القيد بالجدول الرسمي للأسعار في حالة استفتاء شروط القيد فيه التي يتطلبها القانون.

II- وضع متطلبات الإفصاح:

تقوم الهيئة بوضع متطلبات الإفصاح عن تداول الأشخاص لأسهم شركاتهم من خلال تقييد تداول الأسهم للمؤسسين قبل مرور فترة زمنية معينة ولحين إعلان نتائج مرضية عن أعمال الشركة لفترة معينة.

III- الرقابة على السوق الثانوية:

وتتم تلك الرقابة من خلال نشر المعلومات المالية عن الشركات المقيدة بالجدول الرسمي، حيث تلتزم الشركات بإعداد ونشر المعلومات المالية عن نتائج أعمالها ومراكزها المالية باستمرار بحيث تعكس هذه المعلومات أوضاع الشركات والمؤسسات بشكل سليم وتمكن من اتخاذ القرار الاستثماري في السليم

(1) :عاطف وليام أندراوس، مرجع سبق ذكره، ص 142.

(2) :نفس المرجع، ص 144، 143.

، ولكي يتحقق هذا الهدف يجب أن تكون القوائم المالية معدة وفقا للمعايير المحاسبية وأن تكون خضعت لعملية تدقيق تنتهي بإعداد رأي مهني بخصوصها.

VI- تطبيق قوانين ولوائح السوق:

تقوم الهيئة المشرفة على السوق بتطبيق قوانين ولوائح التعامل في السوق والهدف هو تحقيق السوق المنتظمة المستقرة التي تضمن تذبذب التقلبات الكبيرة وغير المعقولة في أسعار الأوراق المالية، وكذلك تجنب التحركات الكبيرة في المستوى العام لأسعار الأوراق المالية التي لا يفسرها حجم تداول مناسب، وللهيئة عدة وسائل لتجنب التقلبات السعرية أهمها إيقاف التعامل لفترة معينة في الأسهم التي تنقلب أسعارها أو تحديد مدى معين للتغير في الأسعار لا يمكن تجاوزه.

ثالثا: تنظيم بعض الجوانب الخاصة بالمؤسسات المالية:

تتصل تلك الجوانب بالإجراءات التي تتخذها الحكومة لحماية أموال المستثمر لدى مؤسسات الوساطة المالية وأهم تلك الإجراءات ما يلي⁽¹⁾:

1- ضرورة الحصول على ترخيص مسبق من الجهات المختصة عند إنشاء أي مؤسسة للوساطة المالية وذلك بعد فحص موقف الفرد أو المؤسسة الراعية في القيام بأعمال الوساطة للتحقق من قدرتها على أداء تلك الوظيفة.

2- ضرورة إمسك سجلات منتظمة معدة وفقا للمعايير المحاسبية المتعارف عليها على أن تخضع تلك السجلات للمراجعة الدورية من أجهزة يناط بها ذلك التحقق من صحة البيانات الواردة بها.

3- فرض قيود على الأصول المالية المصرح للوسطاء الماليين بحيازتها لضمان سلامة أموال المستثمرين، وقد تكون تلك القيود متعلقة بمنع حيازة بعض المؤسسات الأصول المالية التي ترتفع فيها درجة المخاطرة ويظهر ذلك واضحا في البنوك التجارية التي لا يسمح لها بحيازة الأسهم العادية لشدة تقلب أسعارها.

4- إنشاء صناديق للتأمين على حقوق المستثمرين لدى وسطائهم الماليين كما هو متبع في التأمين على الودائع في البنوك التجارية، وتهدف تلك الصناديق إلى تعويض المستثمرين عن الخسائر المالية إذا واجه الوسيط المالي فشلا ماليا تعذر معه سداد التزاماته المالية، ويسدد المودعون والمستثمرون واشتراكات دورية لتلك الصناديق لاستخدامها في دفع التعويضات عند سقوط المؤسسة أو الوسيط المالي.

المطلب الثاني: الأعضاء والمتعاملون

أولا: الأعضاء:

يقصد بالأعضاء أولئك الذين يسمح لهم بالمشاركة في عمليات تعامل وتداول الأوراق المالية وبداخل المنصة أو البورصة، ويشار لعضوية بورصة الأوراق المالية بالمقاعد المخصصة، ويتم بيع وشراء مقاعد بورصة الأوراق المالية كل عام شريطة أن يعتمد مجلس محافظي بورصة الأوراق المالية (المنتخب من أعضاء البورصة) عملية تحويل ونقل العضوية، وفي تطور آخر تم توسيع قاعدة الوصول لعضوية البورصة من خلال السماح لشركات السمسرة شراء حق الوصول الإلكتروني لمنصة البورصة. ولأعضاء بورصة الأوراق المالية مهام مختلفة حسب طبيعة كل عضو، وتبعا لهذه المهام تصنف أعضاء بورصة الأوراق المالية كالتالي⁽²⁾:

I- سمسرة العمولة:

يطلق على سمسرة العمولة أيضا السمسرة الوكلاء. ويحمل السمسار الوكيل عضوية البورصة، ويشكل السمسرة بالعمولة نحو 1/2 عدد أعضاء البورصة، ويعمل السمسار كوكيل لأحد بيوت أو شركات السمسرة التي تقوم بإقراضه رسم العضوية ويظل القرض قائما طالما ظل السمسار تابعا لبيت السمسرة، ويقوم سمسار العمولة بتنفيذ أوامر العملاء شراء أو بيعا في البورصة نظير الحصول على عمولة مقابل تنفيذ هذه الأوامر.

II- سمسرة الصالة:

(1): أحمد أبو الفتوح الناقه، نظرية النقود والبنوك والأسواق المالية، الإسكندرية، 1994، ص 30.

(2): عاطف وليام أندراوس، مرجع سبق ذكره، ص 32، 33.

عندما ترد لسماسرة العمولة أوامر لا يستطيعون تنفيذها بشكل شخصي بسبب عددها أو بسبب نشاط السوق، يعهد بعملية تنفيذها إلى ما يسمى بسماسرة الصالة، ولا يعمل سمسار الصالة لحساب بيت سمسرة معين بل يقدم الخدمة لمن يطلبها نظير الحصول على جزء من العمولة الخاصة بالسمسار الوكيل، ومن ثم يدفع رسم العضوية من أمواله الخاصة ويقدم سمسرة الصالة باعتبارهم مستقين خدمة هامة للبورصة تتمثل في ضمان أن أنشطة البورصة يتم تنفيذها بشكل سريع وكفاء.

III- التجار المسجلون:

يعمل عدد كبير من أعضاء بورصة الأوراق المالية لحسابهم، وتبعاً لذلك فهم لا يعملون لحساب أي طرف سواء كان الجمهور أو الأعضاء الآخرون في بورصة الأوراق المالية، ويتابع هؤلاء الأفراد البورصة عن كثب وباهتمام بحث عن فرصة شراء أو البيع فهم عندما يشترون يشترعون سريعاً في البيع لاقتناص الفرص المربحة، ويعتمد ربح التجار المسجلون على حجم وسرعة ومعدل دوران السهم أو الأوراق المالية محل التعامل، وعلى الدقة في تقدير التحركات السعرية المتوقعة في المستقبل لهذه الأوراق، ولا يتحمل التجار أي عمولات بيد أنهم يمكنهم الحصول على هامش أقل من أقرنائهم من الفئات الأخرى العاملة في بورصة الأوراق المالية، ومرد ذلك أنهم يخضعون لعدد ضخم من القواعد واللوائح التي تتحكم في أنشطتهم نتيجة لطبيعتهم الخاصة التي تجنح إلى الأنشطة المضاربية.

IV- تجار الطلبات أو الأوامر الصغيرة:

يتم التعامل في البورصة بكميات كبيرة مع العلم أن هناك وحدات للتعامل في البورصة إن يجب شراء عدد معين من الوحدات، وكما هو معمول به في بورصة نيويورك فإن وحدة الشراء أو البيع تقدر بـ 100 سهم مضاعفاتها الطلبات الصغيرة حيث يقومون بشراء الأوراق المالية بكميات كبيرة ثم يبيعون بكميات صغيرة لمن يريد الشراء في مقابل الحصول على عمولة غالباً ما تكون أكبر قياساً بالعمولة التي يتقاضاها تجار الطلبات الكبيرة.

V- المتخصصون⁽¹⁾:

هم أعضاء البورصة الذي يتخصص كل منهم في التعامل في ورقة مالية معينة أو في مجموعة محددة من الأوراق المالية، ويدفع المتخصص رسم عضوية البورصة من أمواله الخاصة، ويجمع المتخصص بين نشاط السمسرة والاتجار، فهو يشبه السمسار من حيث أنه ينفذ معاملات لسماسرة آخرون نظير عمولة، كما أنه يشبه التاجر من حيث أنه يقوم بالاتجار لحسابه الخاص سواء بالبيع أو الشراء بهدف تحقيق أرباح، وفي سبيل القيام بعملية التخصص في أوراق مالية معينة وضمن نجاح ذلك يقوم المتخصص بالمهام التالية:

- إدارة عمليات المزداد للحفاظ على وجود سوق منظمة وعادلة للورقة أو الأوراق المالية يتخصص فيها، فهو الذي يحدد أسعار الافتتاح لهذه الأوراق كل يوم، وأثناء النهار يقوم بتقديم العطاءات الجارية ويعرض الأسعار على السماسرة.

- تنفيذ أوامر الشراء والبيع لسماسرة الصالة.

- يؤدي دور المحفز والمنشط في سوق الأوراق المتخصص فيها.

- توفير رأس المال في الحالات التي يوجد فيها اختلال بين العرض والطلب على الأوراق المالية التي يتخصص فيها، فإذا كانت أوامر الطلب أكثر وأسرع من أوامر البيع يلتزم المتخصص باستخدام أموال شركته (أمواله الخاصة) لتدنيه أوجه الاختلال بين الطلب والعرض الخاصة بالأوراق المالية التي يتخصص فيها.

ويتم ذلك من خلال الشراء والبيع في اتجاه معاكس لاتجاه السوق حتى يصل بالسعر عند المستوى الذي يتوازن عنده طلب الجمهور مع العرض من الأوراق المالية التي يتخصص فيها.

- استقرار الأسعار لكي يضمن المتخصص أن التعامل في الأوراق المالية التي يتخصص فيها يتم بشكل سلس وبأقل قدر ممكن من التقلبات السعرية، يقوم المتخصص بالتدخل عكس اتجاه السوق، فهو يقوم بالشراء والبيع لكي يهدئ ويخفض من أوجه الاختلالات السعرية غير المعقولة.

ثانياً: المتعاملون في سوق الأوراق المالية⁽¹⁾:

(1) :عاطف وليام أندراوس، مرجع سبق ذكره، ص 33، 34.

تصنف الأطراف المتعاملة في سوق الأوراق المالية إلى:

I- المستثمرون: يمكن تقسيمهم إلى نوعين أساسيين هما:

1- المستثمر العادي: وهو المستثمر الذي يتعامل في الأوراق المالية بهدف الحصول على عائد مناسب.
2- المستثمر الداخلي: وهو المستثمر الذي يقوم بشراء الأوراق المالية لشركة معينة بهدف المشاركة في إدارة الشركة والتأثير في مجريات الأمور بها، ويكون العائد من الأوراق المالية في المرتبة الثانية بالنسبة له.

II- المضاربون الهواة: وهم مجموعة تستهويهم أرباح المضاربة، فيقومون بالمضاربة دون علم أو دراية أو خبرة، ومنهم من يعتمد على الإشاعات ومنهم المغامرون الذين يقبلون على الأوراق المغمورة أملا في ارتفاع شأنها، ومنهم القطيع الذي يفقد بسهولة وراء الآخرين.

III- المضاربون المحترفون:

وهم الذين اتخذوا المضاربة حرفة لهم وتقوم هذه الفئة بالمضاربة بناء على التحليلات اللازمة سواء الفنية أو الخاصة بالسوق أو الاقتصاد ومن ثم التنبؤ بما ستكون عليه الأسعار.

المطلب الثالث: عمليات سوق الأوراق المالية

يتم التعامل في سوق الأوراق المالية من خلال الأعضاء، عن طريق إصدار أوامر من المستثمرين لهم، ويجب أن يحدد الأمر نوع الورقة المالية المطلوب التعامل فيها وكمياتها، والأسعار الخاصة بالتداول.

أولاً: الأوامر⁽²⁾:

I- أوامر الشراء وأوامر البيع:

يتم تقسيم الأوامر تبعاً لنوع المعاملة إلى أوامر شراء وهي التي يتم بموجبها شراء الأوراق المالية، و أوامر بيع حيث تنقسم إلى أوامر بيع طويل و أوامر لبيع قصير أو البيع على المكشوف.

II- الأوامر العادية والأوامر الشاذة:

يتم تنفيذ المعاملات إما من خلال أوامر كبيرة تسمى الأوامر العادية أو أوامر بكميات صغيرة تسمى بالأوامر الشاذة أو الكسرية.

III- أوامر السوق والأوامر المحددة:

يمكن للمستثمر أن يطلب تنفيذ أمره إما على أساس أفضل سعر سائد في البورصة أو على أساس السعر الذي يحدده، وتأسيساً على ذلك يمكن تقسيم الأوامر تبعاً لحدود ومدى الأسعار إلى أوامر السوق والأوامر المحددة.

VI- الأوامر تبعاً لمداها الزمني:

يتم التصنيف السابق للأوامر على أساس المعاملة إلى أوامر بيع وأوامر شراء، وعلى أساس الحجم إلى أوامر عادية وأوامر شاذة، أو على أساس السعر إلى أوامر السوق وأوامر محددة وندرس الآن الاختلافات التي تنشأ تقسيم الأوامر نتيجة لتباين المدى الزمني المحدد لها، وتبعاً لهذا المعيار يتم تقسيم الأوامر إلى أوامر يومية، وأوامر أسبوعية أو شهرية، وأوامر مفتوحة.

ثانياً: طرق تنفيذ الأوامر:

يتفق العاملون في سوق الأوراق المالية على أن الأوامر تنفذ بإحدى الطريقتين⁽³⁾:

I- الطريقة الأولى: الصفقات:

وهي الطريقة الغالبة عملاً، وتتمثل في النداء باسم الصك، فإذا وجد النداء قبولاً من سمسار آخر يصرح في رغبته في التعاقد مع ذكر الثمن، وعندئذ تنفيذ الصفقة.

ويجب عرض أوامر العملاء بطريقة واضحة وعلنية، سواء شفويًا أم مكتوبًا على لوحة التداول، فإذا وجد السماسرة مجيباً لأوامرهم فإنه يطلب من كاتب المقصورة تدوين ذلك، وتزيب على التدوين حق التقدم في عقد صفقة متى تساوت كمية الصكوك المراد التعامل فيها، وكان السعر المعلن للشراء في

(1) :محمود أمين زويل، مرجع سبق ذكره، ص 52.

(2) :عاطف وليام أندراوس، مرجع سبق ذكره، ص 34-36.

(3) : محمد الصيرفي، مرجع سبق ذكره، ص 126، 127.

السوق يعادل السعر المعروض للبيع على اللوحة أو تجاوزه، أو كان لسعر البيع المدون في اللوحة يساوي سعر الشراء المعلن أو يقل عنه، فإذا لم يتلقى الطلب أو العرض مجيباً إلى نهاية الجلسة، فإن الأسعار المدونة تعتبر أسعار إقبال يشترط أن يكون سعر العرض أقل، وسعر الطالب أزيد من سعر آخر عملية عقدت.

II- الطريقة الثانية: الصفقات التطبيقية:

وهذه الطريقة تفترض أن نفس السمسار تلقى أمر من عميلين مختلفين، أحدهما بالبيع، والآخر بالشراء لعدد معين من أوراق مالية معينة، وعندئذ يبرم السمسار الصفقة لحساب العميلين، ومن سلبيات هذه الطريقة أنها تحرم العملاء من العلانية التي تكلفها الطريقة السابقة، والتي يطمئن فيها إلى عدالة السعر، وهو ما يتطلب إذا أريد تحقيق نفس الضمانات أن ينفذ السمسار أمر البيع وأمر الشراء في المقصورة كلاهما معزلاً عن الآخر، بحيث يبيع لسمسار تنفيذاً لأمر بيع، ويشترى من سمسار ثالث تنفيذاً لأمر شراء، وقد لوحظ في هذا السلوك إفراط في الشكوية، ومن ثم كان البديل هو إجراء عمليات تطبيقية، بحيث يجري السمسار تنفيذ أوامر البيع وأمر الشراء بحيث يجري كل التعاقد لحساب عميلين من عملائه، وحتى لا يكون في إجراء الصفقات على هذا النحو تقوية لفرصة الحصول على سعر أفضل، فإنه يتعين إتباع متوسط أسعار اليوم أو سعر أحدث عملية عقدت في المقصورة، وذلك متى كانت أوامر البيع والشراء بأحسن ما يكون، فإذا كان الأمر بسعر محدد تعين انتظار عقد صفقة في المقصورة بالسعر المحدد ليتم التعاقد بمقتضاه.

ثالثاً: طرق التسعير:

هناك العديد من تقنيات التسعير التي تشرف سلطات البورصة بمساعدة الوسطاء الماليين بغرض تحديد أسعار الأدوات المالية، تهدف تلك التقنيات في مجملها إلى تسهيل وتعظيم المبادلات كما ونوعاً والتي نحاول ذكر أهمها فيما يلي:

I- التعامل بالمناداة⁽¹⁾:

تتم هذه العملية بتلاقي المتعاملين وجها لوجه في صالة البورصة وعقد الصفقات بمناداة بعضهم البعض فينادي الباعة بأن لديهم الأوراق المالية التي بحوزتهم مستعملين بعض الألفاظ المتفق عليها، كأن يقول البائع "عندي كذا" للتعبير عن استعداده لبيع نوع من الأوراق المالية، وذلك بصوت عال. بنفس الطريقة تقريباً ينادي المشترون ويعبرون عن استعدادهم للشراء مستعنيين في ذلك بلفظ "أخذ كذا" مثلاً، بذلك يخلق هناك عرض وطلب علي كل ورقة مالية متداولة ويتحدد سعر توازنها الأول الذي تباع به وفقاً لهذه الطريقة من التعامل والتسعير يتم تمرير كافة الأوراق المقيدة واحدة واحدة أي بمجرد الوصول إلى سعر توازن أول للورقة الأولى يمر السعر للثانية وهكذا حتى آخر ورقة يتم التعامل فيها بهذه الطريقة.

نظراً لكثرة المتعاملين المتدخلين في البورصة، فإن المقابلات الشفوية أصبحت تتم بين الوكلاء أو ممثلي الوسطاء الماليين (ممثلي شركات البورصة) للتوضيح أكثر يستعمل هؤلاء الوكلاء إرشادات باليد والذراع للتعبير عن طبيعة الصفقة وغيرها من المعلومات وبالوصول إلى سعر معين للورقة يقوم المسعر (موظف لدى سلطات البورصة)، بتسجيل ذلك السعر على سبورة معدة خصيصاً لهذا الغرض في انتظار تغيير هذا السعر لتغيير العرض والطلب ثم يمر للورقة الموالية في القائمة وهكذا.

II- التعامل بالإدراج⁽²⁾:

تختلف هذه الطريقة عن سابقتها في كونها تتم بطريقة كتابية وليست شفوية، إذ تسجل كافة الأوامر الخاصة بورقة مالية معينة على بطاقة وتوضع في درج، حيث يخصص درج لكل ورقة في البورصة وترتكز كل المعاملات من عروض ومطالب هناك ويوضع الدرج تحت تصرف وسيط مالي، يعتبر بمثابة المتخصص في التعامل بتلك الورقة، بذلك يصبح كل وسيط متخصص في التعامل بعدد معين من الأوراق المالية، حيث يقوم بمتابعة الصفقات المتعلقة بها وتحديد أسعارها، في بداية كل حصة يقوم

(1): جبار محفوظ، تنظيم وإدارة البورصة، دار هومة، بدون بلد النشر، بدون سنة النشر، الجزء 3، ص 114، 115.

(2): جبار محفوظ، مرجع سبق ذكره، ص 115، 116.

الموظف التابع لذلك الوسيط بجمع كافة الأوامر المتعلقة بالورقة المعنية الموجودة في الدرج الخاص بها ويضيف لها الأوامر الباقية من الحصة السابقة، التي مازالت صالحة، ويحدد سعر التعامل وفقا لذلك.

III- التعامل بالصندوق(1):

هي شبيهة إلى حد ما بالطريقة السابقة غير أنه يلجأ إليها في الحالات الاستثنائية فقط كالعروض العامة للشراء، البيع أو التبادل التي سبق التعرض لها، أو عندما يتعلق الأمر بتسعير ورقة تتميز المشاكل التي تتطلب اتخاذ قرارات قد تخرج عن التعامل العادي، كتطبيق انحراف في السعر يختلف عن الانحراف العادي مثلا، مثل هذه القرارات لا يمكن اتخاذها إلا من قبل سلطات البورصة كشركة البورصة الفرنسية (SBF) في حالة الصفقات التي تعقد هناك.

يكمُن جوهر هذه الطريقة في تركيز كافة أوامر الشراء والبيع للورقة المالية المعنية في صندوق واحد موجود لدى سلطة البورصة، وليس في درج تابع للوسيط المالي المتخصص - كما هو الحال في التقنية السابقة - بعد ذلك تفحص وتحصى تلك الأوامر ويحدد على أساسها سعر التوازن.

VI- التعامل بالمقابلة(2):

يضيف البعض هذا النوع من الطرق التي تقع بين الطريقة الشفوية والطريقتين الكتابيتين اللتين سبق شرحهما، فأخذت إيجابياتهما، تسجل الأوامر على سجلات بالإضافة إلى لقاء المتعاملين وإتباع الطريقة الشفوية، في عقد الصفقات، تسمح هذه الطريقة بإجراء عمليات المراجعة أو الموازنة وتجدر الإشارة إلى أن طرق التعامل والتسعير قد تطورت بفضل التقدم التكنولوجي، إذ جهزت معظم البورصات في الدول المتقدمة بوسائل الإعلام الآلي وأصبحت الكثير من الصفقات تعقد بواسطة أطراف الحاسوب دون اللجوء إلى الحضور الشخصي للمستثمر أو حتى وكيله، كما أصبح الحاسوب يعالج الأوامر و يعطي سعر التوازن، ويغيره كلما تغيرت ظروف السوق، مما وفر نوعا من الاستمرارية في التعامل مع وصول أوامر العرض والطلب إلى البورصة.

بالإضافة إلى تدخل الوسطاء الذين يحق لهم، أن يكونوا طرفا في الصفقات كلما قل العرض أو الطلب وذلك بتوفيرهم للأوراق التي قل عرضها أو شرائهم للأوراق التي قل الطلب عليها، الشيء الذي يوفر السيولة لكافة الأدوات المالية المتداولة وتنشط البورصة.

رابعا: عمليات سوق الأوراق المالية: توجد عمليتين في سوق الأوراق المالية، تتمثل في:

I- العمليات الآجلة(3):

يقصد بالعمليات الآجلة تلك العمليات التي يتفق فيها الطرفان على تأجيل تسليم الأوراق المالية المباعة ودفع الثمن إلى يوم معين يسمى "يوم التصفية"، وذلك بهدف الحصول على الربح المتوقع حصوله في الفرق بين السعرين - سعر يوم التعاقد، وسعر يوم التنفيذ - ويسمى المتعاملون في هذه العمليات بالمضاربين، ولها صور متعددة، ومخاطر كثيرة، سواء على المتعاملين أو على سوق رأس المال نفسه، ولذلك تفرض التشريعات الوطنية أساليب معينة لحماية السوق والمتعاملين.

وحل العمليات الآجلة لا يقصد من وراءها سوى الانتفاع بفرق الأسعار، ولذلك فإن المتعاملين فيها يهتمون كثيرا بالإطلاع على تقلبات الأسعار بالسوق، سواء تلك التي تسبق أو تلك التي تلي عقد عملياتها، وهم في مجال تخطيطهم لعملياتهم يعتمدون على التنبؤ الدقيق باتجاهات السوق، فإذا تنبأ بأن السوق يتجه نحو الارتفاع فيقوم المضارب بالشراء انتظارا لارتفاع الأسعار، حتى إذا تحققت تنبؤاته قام ببيع ما في حوزته من أوراق مالية بالسعر المرتفع والحصول على قيمتها، وتحقيق الأرباح عن طريق فروق الأسعار، ويطلق على المضارب الذي سيستخدم هذه الطريقة بالمضارب على الصعود، وعند التنبؤ بأن السوق يتجه نحو الانخفاض يقوم المضارب ببيع أوراق لا يملكها انتظارا لانخفاض الأسعار، وعند التصفية يقوم بشرائها وتسوى العملية مستفيدا من الفروق ويسمى المضارب في هذه الصورة، بالمضارب على الهبوط.

ونلاحظ أنه عند الشراء لا يدفع المضارب الثمن، ولا يستلم أوراقا بل يؤجل كل ذلك إلى موعد التصفية، ليشتريها ثم يسلمها ويستلم الثمن.

(1) : نفس المرجع، ص116.

(2) : جبار محفوظ، مرجع سبق ذكره، ص 117، 118.

(3): عطية فياض، سوق الأوراق المالية ميزان الفقه الإسلامي، دار النشر للجامعات، القاهرة، بدون سنة نشر، ص338-349.

وتنقسم العمليات الآجلة إلى أنواع ثلاثة نلخصها فيما يلي:

- 1- **العمليات الباتة القطيعة:** وهي التي يتحتم فيها على كل من البائع والمشتري تنفيذها في الموعد الثابت، أي يوم التصفية، حيث يقوم المشتري بدفع الثمن، ويلتزم البائع، بتسليم الأوراق المالية محل الصفقة، ولا يمكنه الرجوع عن تنفيذ العملية إلا أنه يجوز للمتعاقدين تأجيل موعد التسوية النهائية.
 - 2- **العمليات الشرطية:** ويجوز فيها لكل المتعاقدين الحق أن يحتفظ بالعدول عن تنفيذ ما التزم به عند حلول الأجل، في مقابل أن يدفع عند التعاقد تعويضا في مقابل العدول، وهذه العمليات تقلل من خسارة المضاربين، وقد يساعدهم الحظ ويتحصلون على أرباح طائلة.
 - 3- **العمليات المضاعفة:** بمعنى إعطاء للمضارب الحق في مضاعفة الكمية التي اشتراها أو باعها مقابل تعويض يختلف باختلاف الزيادة إذا كان التنفيذ عن ضعف الكمية أو ثلاثة أضعافها وهكذا... الخ. ويعطى هذا الحق للبائع بأن يكون من حقه أن يسلم المشتري ضعف الكمية المباعة، كما يعطى للمشتري أيضا، حيث يكون له الحق في شراء ضعف ما تعاقد عليه أولا.
- وهذه العمليات تتضمن تنفيذ للصفقة المتفق عليها سواء جاءت الأسعار في صالحه أو لا، ثم الحق في زيادة الصفقة إذا جاءت الأسعار في صالحه مقابل التعويض الذي يدفعه، ويقدر بحسب مقدار الصفقة ولا يرد التعويض إلى من دفعه سواء نفذ الصفقة أم لا.

II- العمليات العاجلة:

يقصد بالعمليات العاجلة تلك التي يتم تنفيذها على الفور عن طريق التسليم الفعلي للأوراق المالية والوفاء بالثمن، ويعقد هذه العمليات من يرغبون في استثمار أموالهم عن طريق شراء أوراق مالية ليتمكنوا من قبض الكوبونات سنويا، أو بيع تلك الأوراق عندما تتاح فرصة للربح، أو أملا في الحصول على الجوائز التي تعطى لبعض السندات إذا أصابت أرقامها وقت السحب.

وقد نظم المشرع إجراء العمليات العاجلة وغيرها بصورة تضمن سلامة السوق من العبث والتلاعب، لأن بيع وشراء الأوراق المالية وإن كان بيعا بالمعنى المعروف للبيع طبقا للقواعد العامة إلا أن هذا البيع يخضع في كثير من أوضاعه لقواعد تميزه عن غيره من البيوع، ولذلك فإن قواعد التعامل في سوق الأوراق المالية سواء كانت من صنع المشرع أو تجسيدا للأعراف و العادات تهدف إلى المحافظة على الثقة في سوق الأوراق المالية⁽¹⁾.

(1) : عطية فياض، مرجع سبق ذكره، ص 278.

المبحث الرابع: الأدوات المتداولة في سوق الأوراق المالية.

لا يمكن لسوق الأوراق المالية القيام بالأعمال المنوطة إليه لولا وجود مجموعة من الأدوات التي هي أساس الربط بين أصحاب الفائض المالي و العجز المالي.

المطلب الأول: الأسهم

تعتبر الأسهم من الأدوات المالية المتداولة في سوق الأوراق المالية، وهي تحتوي على مميزات خاصة تميزها عن غيرها من باقي الأدوات المالية الأخرى.

أولاً: تعريف السهم: يمكن تقديم عدة تعاريف للسهم:

التعريف الأول: الأسهم عبارة عن صكوك متساوية القيمة قابلة للتداول في سوق الأوراق المالية بطرق تجارية حيث تمثل مشاركة في رأس مال إحدى شركات الأموال عموماً ويمثل السهم حصة الشريك في الشركة التي يساهم في رأسمالها والذي يتكون من مجموع الحصص سواء كانت الحصة نقدية أو عينية⁽¹⁾.

التعريف الثاني: السهم هو حق المساهم في شركة الأموال وهو الصك الذي يثبت هذا الحق القابل للتداول وفقاً لقواعد القانون التجاري⁽²⁾.

التعريف الثالث: الأسهم تشكل رأس المال المكتتب والمضاف من قبل المستثمرين والذي يضم مساهماتهم المالية ويحدد ملكيتهم للشركة، وبالتالي فإن كلا من رأس المال المعلق ورأس المال الفعلي، ورأس المال المساهم فيه مصطلحاً تعبر عن القيمة الكلية للأسهم التي اقتناها المستثمرون⁽³⁾.

من التعاريف السابقة يمكن أن نستخلص أن:

- الأسهم عبارة عن صكوك متساوية القيمة.

- الأسهم هي حق المساهم في شركة الأموال وليست دين عليه.

- مجموع الأسهم عبارة عن رأس المال المكتتب.

ومن هذه الاستنتاجات يمكن القول أن: "الأسهم هي عبارة عن صكوك متساوية القيمة سواء كانت نقدية أو عينية تمثل مشاركة في رأس المال بالنسبة للشركة، وحق ملكيته بالنسبة للمكتتب، قابلة للتداول وفق القانون التجاري.

ثانياً: قيم السهم: للسهم عدة قيم نوجزها فيما يلي:**I- القيمة الاسمية:**

وهي قيمة السهم عند إصداره أول مرة، وهي عادة أقل من القيمة السوقية وهي قيمة نظرية لتغطية رأس المال، وهي منصوص عليها في عقد التأسيس، ومن أهم وظائف هذه القيمة تحديد حصة السهم الواجب في ملكية الشركة.

وتعرف أيضاً بأنها قيمة سهم الشركة في حالة عدم وجود تأثير اقتصادي لأداء الشركة على قيم السهم، وعلى الرغم من أن القيمة الاسمية للسهم العادي يحددها عقد التأسيس إلا أنه يمكن تخفيضها من خلال ما يسمى باشتقاق الأسهم، الذي يعطي للمستثمر الحق في الحصول على جزء من السهم أو السهم كاملاً، وذلك على كل سهم يملكه، وهو ما يترتب عليه زيادة في عدد الأسهم المتداولة، و الذي يتم عن طريق تخفيض القيمة الاسمية للسهم⁽⁴⁾.

II- القيمة الدفترية أو القيمة المحاسبية:

(1) مصطفى رشدي شحبة وزينب حسن عوض الله، الاقتصاد والبنوك وبورصة الأوراق المالية، المطبعة الحديثة، القاهرة، 1993، ص 169.

(2) شمعون شمعون، البورصة، الأطلس للنشر، الجزائر، 1999، ص 21.

(3) نفس المرجع، ص 21.

(4) محمد صالح الحناوي ونهال فريد مصطفى وجلال العبد، الاستثمار في الأوراق المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2003، ص 191.

وهي تعادل قيمة السهم عند التصفية وتحسب من خلال جمع قيم الموجودات المادية والمالية والنقدية مطروحا منها قيم الالتزامات، ومن ثم يجري تقسيم الناتج على عدد الأسهم العادية، ويمكن اعتماد الصيغة الآتية لاحتساب القيمة الدفترية:

$$\text{القيمة الدفترية} = \text{إجمالي حقوق المساهمين} = \text{رأس المال} + \text{الاحتياطات} +$$

وتشير القيمة الدفترية لقيمة الأسهم في قائمة الملاك للمساهمين للشركة، وهي قيمة السهم في دفاتر المنشأة⁽¹⁾.

III- القيمة السوقية:

هي سعر السهم خلال التداول في الأسواق الثانوية التي تخضع لظروف العرض والطلب، وقد تكون هذه القيمة أكبر أو أقل من القيمة الدفترية ويكون الهدف الاستراتيجي لمنشأة الأعمال منحصر في تعظيم القيمة السوقية للسهم العادي أو في تعظيم ثروة الملاك⁽²⁾. ونستنتج مما سبق أن القيمة الاسمية تمثل مفهوما قانونيا، أما القيمة الدفترية فتمثل مفهوما محاسبيا.

ثالثا: أنواع الأسهم وخصائص كل منها: تصنف الأسهم حسب عدة معايير منها:

I- تقسيم الأسهم حسب الشكل الذي تظهر به:

يمكن أن نصف الأسهم حسب معيار الشكل الذي تظهر به كما يلي⁽³⁾:

1- الأسهم الاسمية: وهي أسهم تحمل اسم صاحبها ونوع ورقة الأسهم التي يمتلكها في السجل وتشتمل على ما يلي:

- الاسم واللقب، صناعة، وطن، جنسية المساهم، نوع ورقة الأسهم التي يمتلكها ونوع الشركة وعنوانها، رأسمالها ومركزها.

- بيان المدفوع من قيمة الأسهم، وذلك لأن كل مساهم مدين لكل ما اكتتب به.

- عملية التنازل التي تمت وتاريخ حدوثها، وذلك لأن القاعدة العامة تقتضي بأن الشركة لا تستطيع أن ترفض الاعتراف بالمشتري الجديد.

2- أسهم لحاملها: يكون السهم لحامله عندما يصدر بشهادة لا تحمل اسم مالك هذا السهم، ويتم التنازل عن هذا النوع من الأسهم بتسليمه من يد إلى أخرى، ولا تلتزم الشركة بتسديد حقوق السهم الحائز لها.

3- أسهم لأمر: للشركة الحق أن تصدر رأسمالها لأمر، ويشترط فيها أن تكون كاملة الوفاء، أي دفعت كل قيمتها الاسمية، إذ أن الشركة لا تستطيع أن تتعقب تداول السهم، ولا تستطيع أن تتعرف على المساهم الأخير.

II- تقسيم الأسهم حسب الحصة التي يدفعها المساهم:

يتم تقسيم السهم حسب الحصة التي يدفعها المساهم كما يلي⁽⁴⁾:

1- أسهم عينية: هي التي تمثل حصة عينية من رأس مال الشركات المساهمة العامة كالمساهمة على شكل انتمان مادي أو مخزونات، ولا يجوز للشركة تسليم الأسهم لصاحبها إلا عند تسليم الموجودات التي تقابلها وتعتبر قيمتها مدفوعة بالكامل، وقد منع القانون تداول هذا النوع من الأسهم إلا بعد مرور فترة من الزمن عادة ما تكون سنتين، وهذا لمعرفة القيمة الحقيقية للحصة.

2- أسهم نقدية: وهي الأسهم التي تدفع في مقابلها مساهمات نقدية، ولا تصبح قابلة للتداول بالطرق التجارية قابلة للتداول بالطرق التجارية إلا بعد تأسيس الشركة بصفة نهائية، أي عند صدور العقد لتأسيس الشركة.

3- أسهم مختلطة: وهي الأسهم التي تدفع قيمتها عينا ويسدد الباقي منها نقدا.

III- تقسيم الأسهم حسب الحقوق التي يتمتع بها صاحبها:

وتقسم الأسهم حسب الحقوق التي يتمتع بها صاحبها كما يلي⁽¹⁾:

(1) Frosemfeld, *Analyse valeurs Mobilières*, Dunod, paris, 1993, P 18.

(2) حمزة محمود الزبيدي، *الاستثمار في الأوراق المالية*، مؤسسة العراق، عمان، 2004، ص 175.

(3) شمعون شمعون، *البورصة*، مرجع سبق ذكره، ص ص 22، 23.

(4) بوكساني رشيد، مرجع سبق ذكره، ص 57.

1- الأسهم العادية: هي وثيقة مالية تصدر عن شركة مساهمة ما بقيمة اسمية تتضمن حقوق وواجبات متساوية لمالكيها، وتطرح على الجمهور عن طريق الاكتتاب العام في السوق الأولية. ولهذا النوع من الأسهم مجموعة من الخصائص أهمها:

-يسمح لها بالتداول في الأسواق الثانوية.
-تخضع قيمتها السوقية لتغيرات مستمرة، والتي تعود لأسباب وتقييمات متباينة وهكذا آخر ما يجري تسديدها.

-لحاملها حصة في ملكية الشركة، وله الأولوية الأدنى في طلب العوائد، حيث يسبقهم في هذا الطلب أصحاب السندات والأسهم الممتازة، وحسن ما يحمله أصحاب الأسهم العادية من حصص فان لهم حقوق التصويت لمجلس الإدارة والتدخل في الشؤون الإدارية.

-حق الملكية: حيث يكون المساهم مالكا جزئيا لموجودات الشركة وذلك بقدر نسبة المساهمة في الأسهم المعروضة وان هذا الحق يستمر حتى تصفية الشركة .

-أن أصحاب الأسهم العادية يمتلكون حق الأولوية في الأسهم الجديدة التي يجري عرضها للاكتتاب العام و في الأرباح الموزعة إلى أسهم جديدة تضاف إلى ما يمتلكونه من أسهم

2 – الأسهم الممتازة: هي شكل من أشكال الملكية القانونية ولكنها تختلف عن الأسهم العادية في عدة نقاط مهمة هي⁽²⁾:

-إن حملة الأسهم الممتازة يستلمون عائدا ثابتا لا يتغير، فان السهم الممتاز يشبه السند.

-إن العائد لا يتغير، فان سعر السهم الممتاز مستقر نسبيا.

-حملة الأسهم الممتازة لهم حق الأولوية في الحصول على الأرباح الموزعة للشركة وعلى قيمتها عند التصفية قبل حملة الأسهم العادية، ولكنهم يأتون في الدرجة الثانية بعد حملة السندات.

-يوجد العديد من المزايا للشركة من استعمال الأسهم الممتازة كمصدر للتمويل فالسهم الممتاز يعتبر مصدر دائما للتمويل، لا يتطلب إعادة تسديد قيمته في تاريخ معين كالسند، كما أن عدم توزيع الأرباح المقررة على حملة الأسهم الممتازة لا يسبب إفلاس الشركة، إضافة إلى ذلك فان إصدار المزيد من الأسهم الممتازة يساهم في تخفيض نسبة الأموال المقترضة إلى الأموال المملوكة، و يترتب على ذلك زيادة المقدره الاقتراضية للشركة.

-إن تكلفة التمويل بالأسهم الممتازة قد تكون أعلى بكثير من تكلفة التمويل بالدين.

-وهناك ميزات أخرى للأسهم الممتازة، منها ميزة الأرباح الموزعة التراكمية، التي في حالة توزيع الشركة أرباح في سنة ما على حملة الأسهم الممتازة لعدم تحقيق أرباح المستحقة بتلك السنة تنتقل إلى السنة التي تليها، أي انه يتطلب من الشركة في السنة القادمة أن تسدد أرباح الأسهم الممتازة المتأخرة و المستحقة قبل أن تقوم بتوزيع أية أرباح على حملة الأسهم العادية.

من خلال ما سبق يمكن استخراج الفرق بين الأسهم العادية و الأسهم الممتازة في الجدول التالي:

الجدول رقم(1): مقارنة بين الأسهم العادية و الأسهم الممتازة

طبيعة الفرق (نوع الورقة)	الأسهم العادية	الأسهم الممتازة
- التصويت	- لحاملها الحق في التصويت لمجلس الإدارة.	- ليس له الحق في التصويت لمجلس الإدارة.
- السعر	- سعرها يخضع لتغيرات مستمرة.	- سعرها مستقر نسبيا.
- الأولوية في الأرباح الموزعة	- لحاملها الأولوية الأدنى في الأرباح الموزعة.	- له الأولوية في الأرباح الموزعة قبل حملة الأسهم العادية.
- الأرباح الموزعة التراكمية	- ليس لحاملها الحق في الأرباح الموزعة التراكمية.	- له الحق في هذه الأرباح.

(1) :هويشار معروف، الاستثمارات و الأوراق المالية، دار الصفاء، عمان، 2003، ص 92-94.

(2) : عبد النافع عبد الله الزرري وغازي توفيق فرج، الأسواق المالية، دار وائل، عمان، 2001، ص ص 159، 160.

المصدر: من إعداد الطالبات.

رابعاً: التوجهات الجديدة بشأن الأسهم:

بالإضافة إلى ما سبق ذكره من أنواع الأسهم، ثم استحداث أنواع جديدة ومنها(1):

I- التوجهات الجديدة بشأن الأسهم العادية: نذكر منها:

1- الأسهم العادية لأقسام الإنتاجية: من المعتاد أن الأسهم العادية ترتبط فيها التوزيعات بالأرباح التي حققتها المؤسسة ككل، أما هذا النوع من الأسهم فإن التوزيعات ترتبط بقسم إنتاجي معين في المؤسسة.

2- الأسهم العادية ذات التوزيعات المخصصة: حسب التشريع الضريبي الأمريكي فإنه يسمح للمؤسسات التي تتبع حصته من أسهمها العادية إلى عملائها بخضم التوزيعات على تلك الأسهم من الإيرادات قبل حساب الضريبة، أي أن هذه التوزيعات تعتبر كمصاريف ينبغي تخفيضها من الوعاء الضريبي.

3- الأسهم العادية المضمونة: ظهرت لأول مرة في أمريكا عام 1984، وهي أسهم عادية تعطي الحق لصاحبها بطلب تعويض من المؤسسة، إذا ما انخفضت القيمة السوقية للسهم إلى حد معين أو خلال فترة زمنية محددة عقب الإصدار.

حيث يتم تعويض حاملي هذه الأسهم عن طريق إصدار أسهم إضافية وتوزيعها على المستثمرين.

II- التوجهات الجديدة بشأن الأسهم الممتازة: يمكن ذكر:

1- الأسهم الممتازة ذات التوزيعات المتغيرة: ظهرت عام 1982 في أمريكا حيث ترتبط فيها التوزيعات بمعدل عائد سندات الخزينة، ويجري تعديل على نصيب السهم من الأرباح كل ثلاثة أشهر بناءً على التعبير الذي يطرأ على القيمة الاسمية للسهم.

2- الأسهم الممتازة التي لها الحق في التصويت: ظهرت هذه الأسهم لتعويض حملة الأسهم العادية المضمونة، حيث عند انخفاض القيمة السوقية للسهم العادي تلجأ المؤسسة إلى تعويض العمال الجدد عن طريق إصدار أسهم ممتازة لها بعض الصفات الخاصة، من ضمنها الحق في التصويت كبقية الأسهم العادية.

3- أسهم التمتع: هذا النوع من الأسهم تمنحه الشركة عند استهلاك أسهمها الأصلية أثناء حياة الشركة تعويضاً للمساهمين القدامى، ويشترط أن يكون مصرحاً بذلك في القانون الأساسي للشركة، وتمنح أسهم التمتع لكي لا تنقطع صلة المساهم الذي استهلك أسهمه بالشركة، وأسهم التمتع تخول لصاحبها حقوق التصويت أو الأرباح أو غير ذلك(2).

المطلب الثاني: السندات

تمثل السندات أحد الأدوات المالية طويلة الأجل ويمكن التطرق إليها فيما يلي:

أولاً: تعريف السند:

يمكن تقديم بعض التعاريف للسند فيما يلي:

التعريف الأول: تعتبر السندات أداة تمويل تلجأ إليها الدولة وهيئاتها والمؤسسات الاقتصادية لجمع الأموال لتمويل مشاريعها، ويعرف السند على أنه وعد مكتوب من قبل المقترض "المصدر" بدفع معين من المال - القيمة الاسمية للسند- إلى حامله بتاريخ معين مع دفع الفائدة المستحقة على القيمة الاسمية بتاريخ معين(3).

التعريف الثاني: السند عبارة عن عقد أو أداة دين طويلة الأجل، تصدره الشركات أو الحكومة، وطبقاً لهذا العقد يقبل المقترض -مصدر السند- أن يدفع قيمة السند مع الفوائد المستحقة في تواريخ محددة لحامل السند، ويحمل السند قيمته الاسمية وتاريخ استحقاق معين ومعدل فائدة محددة(4).

(1) منير إبراهيم هندي، **صناديق الاستثمار في خدمة صغار وكبار المستثمرين**، منشأة المعارف، الإسكندرية، 1994، ص 11.

(2) محمد مطر، **إدارة الاستثمارات الإطار النظري والتطبيقات العملية**، مؤسسة الوراق، عمان، 1993، ص 411.

(2):B.Larget, **les nouveaux outils financiers**, Top1 édition, Paris, 1990, P 18.

(4) عبد النافع عبد الله الزرري وغازي توفيق، مرجع سبق ذكره، ص 160.

التعريف الثالث: السند ورقة مالية تمثل قرض طويل الأجل أو متوسط الأجل ولحامله الحق في الحصول على فائدة دورية طوال مدة القرض، وعادة ما تكون نسبة الفائدة ثابتة⁽¹⁾.

من خلال التعاريف سالفة الذكر يمكن أن نستخلص مجموعة من الاستنتاجات أهمها:

- أن السند عبارة عن عقد قد تصدره الشركات أ الحكومة.
- أن السند أداة دين وليس أداة ملكية.
- السند يمثل قرض متوسط أو طويل الأجل.

من خلال ذلك يمكن القول أن: "السندات تمثل ديناً على الجهة المصدرة، سواء كانت شركة أو حكومة، وعندما يشتري مستثمر سند فهو بذلك يكون قد وافق على إقراض هذا المبلغ عند حلول موعد محدد يسمى تاريخ الاستحقاق، مع دفع الفائدة المستحقة على القيمة الاسمية بتاريخ الاستحقاق"، وعندما يتم إصدار السند فإن أهم المعلومات التي تصاحب هذا الإصدار هي⁽²⁾:

- معدل الفائدة: حيث يتم الاتفاق على معدل فائدة ثابت يتم دفعه دورياً من قبل مصدر السند.
- أجل الاستحقاق: وهو تاريخ استحقاق السند أو التاريخ المتفق عليه لرد قيمة القرض للمستثمرين وعادة يكون لمدة طويلة نسبياً.
- الحقوق المترتبة على الجهة المصدرة.
- الاهتلاك على غرار الفوائد التي يدفعها المصدر، فإنه يتحمل تسديد قيمة السند حسب جدول الاهتلاك الكلي أو الاهتلاك عن طريق أقساط ثابتة.
- للسند قيمة اسمية وقيمة جارية، فالقيمة الاسمية هي القيمة التي يتداول بها السند لأول مرة، وتبقى ثابتة لا تتغير منذ تاريخ الاستحقاق أو السداد، أما القيمة الجارية هي القيمة التي يتداول بها السند في الأسواق المالية.

ثانياً: حقوق حاملي السندات:

يتمتع حاملي السندات بعدة حقوق نذكر منها⁽³⁾:

- الحق في الإعلام.
- الحق في استيفاء الفوائد على أساس القيمة الاسمية للسندات.
- الحق في إقامة دعوى الإفلاس على الشركة في حالة تأخرها، عن دفع قيمة السند.
- الحق في الأولوية في الحصول على جزء من أموال المؤسسات عند التصفية قبل الدائنين الآخرين وحملة الأسهم العادية والممتازة.

ثالثاً: خصائص السندات: للسندات الخصائص التالية⁽⁴⁾:

- السند مستند دين لحامله على الجهة المقترضة، ولا يحق لحامله التدخل في إدارة الشركة.
- لحامل السند الحق في الحصول على العائد، أي الفوائد، سواء حققت الشركة ربحاً أو تحملت خسائر، ولا يمكن تأجيل سداد الفائدة.
- تتقطع صلة حامل السند بالشركة، فور قيام الشركة بتسديد قيمة السند.
- تحقق السندات ميزة ضريبية للشركة المصدرة، وذلك بخضم فوائد السندات من الوعاء الضريبي للربح.
- تواجه السندات مخاطر ائتمانية عديدة، أهمها ما يتعلق بتقلب أسعار الفائدة.
- كلما كانت فترة السداد طويلة، وأسعار الفائدة أدنى، فإن السندات تحمل مخاطر أكثر لحاملها.
- إن الفترة الطويلة للتسديد، تجعل سعر السند أكثر حساسية لتغيرات سعر الفائدة.

رابعاً: أنواع السندات:

يمكن التمييز بين عدة أنواع من السندات، وفقاً للمعايير التالية:

I- أنواع السندات حسب الجهة المصدرة⁽⁵⁾:

حسب هذا المعيار، يمكن تصنيف السندات إلى نوعين رئيسيين هما:

(1) J. Peyarard, **la bourse**, imprimerie hérisseye ayreux, 3ème, 1993, P27.

(2) عبيد سعيد توفيق، مرجع سبق ذكره، ص 51.

(3) سميرة رجب سعيد، **إدارة الاستثمار**، دار النهضة العربية، مصر، 1999، ص 244.

(4) سمير عبد الحميد رضوان، **أسواق الأوراق المالية ودورها في تمويل التنمية الاقتصادية**، المعهد العالي للفكر الإسلامي، 1996، ص 291.

(5) Moussette Donis, **Valeurs mobilière et gestion de port feuille**, que bec, SMG, 1993, P61.: J5

1- سندات عامة: وهي سندات صادرة عن الخزينة العامة، على أنها قروض تمثل فيها الدولة الطرف المدين، أما دائئوها فهم البنوك، الشركات، القطاع العام أو الخاص .

2- سندات خاصة: وهي السندات التي تصدرها شركات مساهمة، بغرض الحصول على الأموال اللازمة لتمويل مشاريعها، وهي تصدر بمعدلات فائدة أكبر من السندات الحكومية.

II- أنواع السندات حسب طريقة السداد(1):

يمكن تمييز نوعين من السندات حسب طريقة السداد:

1- سندات تسدد عند تاريخ استحقاقها: حيث تقوم الجهة المصدرة بتسديد حقوق حامليها، عندما يصل تاريخ الاستحقاق.

2- سندات تسدد قبل تاريخ استحقاقها: وذلك بهدف التقليل من ديون الشركة، وإعادة الحقوق لأصحاب السندات.

III- أنواع السندات حسب الحقوق المقدمة لمالكها(2):

ويمكن التمييز بين:

1- سندات قابلة للتحويل إلى أسهم: وتتميز بميزة إضافية عن غيرها وهي إمكانية تحويلها إلى أسهم عادية، إذا رغب المستثمر في ذلك، وهذه السندات يفضلها المستثمر كثيرا، خاصة إذا حققت الشركة معدلات نمو مرتفعة.

2- سندات ذات علاوة: لمالكها الحق في التعويض بمبلغ يفوق سعر إصدارها، والمقصود بالعلاوة مبلغ من المال يدفع من طرف المصدر لحامل السند عند ميعاد الاستحقاق، إضافة إلى مبلغ إصدار السند.

VI- أنواع السندات حسب معدل العائد(3):

يمكن التمييز بين نوعين هما:

1- سندات ذات المعدل الثابت: هذا النوع من السندات يقدم عائدا مماثلا لكل السنوات إلى غاية نهاية مدة القرض، وهذا النوع يزداد الطلب عليه في حالة انخفاض معدلات الفائدة في البنوك، وذلك لأنه يمكن المستثمر الحصول على عائد أكثر مما هو عليه في السوق.

2- سندات ذات المعدل المتغير: هذا النوع من السندات يتغير معدل فائدته حسب معدل الفائدة السائد في السوق، أو حسب معدل التضخم، وفي غالب الأحيان يكون بمعدلات فائدة تصاعدية.

V- أنواع السندات حسب ما تحققه الشركة(4):

وتنفرع إلى:

1- سندات عادية: لا تتأثر بما تحققه الشركة من نتائج في أداء نشاطها.

2- سندات الدخل: هذا النوع يتأثر بحجم النشاط، وما تحققه الشركة من نتائج حسنة وبالتالي فإن المستثمر لا يحق له المطالبة بالفوائد في السنة التي لم تحقق فيها الشركة أرباحا.

IV- أنواع السندات حسب الضمانات المقدمة(5):

هناك نوعان هما:

1- سندات مضمونة: من أجل اجتناب رؤوس الأموال قد تلجأ الشركات إلى تقديم ضمانات عينية للوفاء بالقرروض كان ترهن عقاراتها أو بعضها.

2- سندات غير مضمونة: الضمان الوحيد الذي يتوفر لحمله هذا النوع من السندات يتمثل في حق الأولوية الذي يمتاز به على الدائنين الآخرين للشركة المصدرة، وهي أكثر مخاطرة من السندات المضمونة.

المطلب الثالث: المشتقات المالية

بالإضافة إلى أدوات الملكية وأدوات الدين بمختلف أنواعها، يوجد هناك أنواع أخرى من الأدوات المتداولة في سوق الأوراق المالية يطلق عليها بالمشتقات المالية أو أدوات التحوط.

(1) :هوشيار معروف، مرجع سبق ذكره، ص 105.

(2) :عبيد سعيد توفيق، مرجع سبق ذكره، ص 52.

(3) : بوكساني رشيد، مرجع سبق ذكره، ص 93.

(4) : عبده محمد مصطفى محمد، تقييم الشركات والأوراق المالية لأغراض التعامل في البورصة، الدار الجامعية، مصر، ص 15.

(2): محمد عثمان إسماعيل حميد، مرجع سبق ذكره، ص 139.

أولاً: تعريف المشتقات المالية:

تعرف المشتقة على أنها نوع من أنواع العقود المالية، التي تشتق من قيمة أصل آخر يطلق عليه الأصل الأساسي أو المرتبط، كالأسهم أو السندات أو السلع⁽¹⁾.

ثانياً: أنواع المشتقات المالية: يمكن التمييز بين الأنواع الآتية من المشتقات:

I- عقود الخيار:

تعتبر من أهم مشتقات الأصول المالية التي تتداول في أسواق الاختيار، والتي قد تكون أسواق مستقلة أو جزء من الأسواق الحاضرة، وانتشرت عقود الخيار في السنوات الأخيرة بهدف حماية المستثمرين من مخاطر تغير الأسعار، وتعرف بعقود الاختيار لأنها تمثل ورقة مالية ذات سمة خاصة، ويعطي هذا الحق لحامله الحق في شراء أو بيع ورقة مالية، خلال فترة محددة ويطلق عليه الخيار الأمريكي، أو في تاريخ محدد و يسمى الخيار الأوروبي بسعر متفق عليه مسبقاً⁽²⁾.

و يضمن عقد الخيار لحامله حقاً وليس التزاماً، أي حامل عقد الخيار لديه حق الاختيار في شراء أو بيع الأصول المتفق عليها حسب نوع العقد، ولكنه غير ملتزم بالشراء أو البيع إذا لم يرغب في ذلك، أي أن لديه الحرية في تنفيذ هذا العقد من عدمه⁽³⁾.

II- العقود المستقبلية:

تعتبر من الأدوات الحديثة في الاستثمار المالي وتمثل هذه الأدوات تعاقدًا بين طرفين أحدهما بائع و الآخر مشتري، وبغرض تسليم السلعة أو الأصل في تاريخ لاحق متفق عليه⁽⁴⁾.

ويقتضي التعاقد في العقود المستقبلية مجموعة من الشروط هي⁽⁵⁾:

-وحدة التعاقد: وهي الكمية أو الوحدة التي بموجبها يتم إبرام العقد، و المواصفات الواجب توفرها بالسلعة أو الأصل، ووسيلة التسليم التي يتم بموجبها تسليم الأصل.

-حدوث تقلبات أسعار، حيث تعمل أسواق العقود المستقبلية بنظام حدوث التقلبات السعرية، حيث تفرض حد أدنى وحد أقصى، وذلك حسب الأصل محل التعاقد، وذلك كل يوم.

-نظام الهوامش، فنظراً لما تترتب عليه التعاقدات من مخاطر عدم القدرة على الوفاء يفرض هامش مبدئي يودعه أطراف التعاقد لدى بيت السمسرة الذي يتعاملون معه ويكون في صورة نقدية أو صورة أدوات الخزينة أو سندات حكومية... الخ.

-التسوية السعرية اليومية: تتغير مع كل تغير في العقد الجديد.

III- عقود المبادلات⁽⁶⁾:

وهي عقود مشتقة، تمارس في أسواق غير منظمة، يتفق فيها طرفان على تبادل دوري لتدفقات نقدية (أحدهما مع الآخر) وذلك لفترة محددة وبالاعتماد على مبلغ أساس غالباً ما يتخيله الطرفان.

ولقد مورست عقود المبادلات لأول مرة في عام 1970م بالنسبة للعملة الأجنبية وفي عام 1981 بالنسبة لأسعار الفائدة، ومن ثم دخلت مبادلات السلع والرهون والضرائب.

وتتميز عقود المبادلات بمجموعة من الخصائص نذكر منها:

- مقايضة بين طرفين مع إمكانية دخول طرف ثالث عند وجود مخاطر ائتمانية.

- مقاصة، حيث قد تشمل العوائد الأطراف الثلاثة معاً.

- وتكمن أهمية عقود المبادلات في دورها الفاعل عند التحوط من المخاطر المختلفة، وعند محاولة بلوغ العوائد كافة الأطراف، ولبيان هذه الأهمية نذكر منها:

-إن مخاطر الفشل لا تمس عادة الأصول المعتمدة للعوائد المعينة، وذلك لأنها افتراضية أو تخيلية، وهذا ما يقلل من حجم هذه المخاطر.

(1) : أحمد صالح عطية، **مشاكل المراجعة في أسواق المال**، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2003، ص 211.

(2) : منير إبراهيم هندي، **أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية**، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2003، ص 211.

(3) : زياد رمضان، **الاستثمار المالي و الحقيقي**، دار وائل، عمان، 1998، ص 91.

(4) : محمد صالح الحناوي، مرجع سبق ذكره، ص 413.

(5) : منير إبراهيم هندي، **صناديق الاستثمار في خدمة صغار وكبار المستثمرين**، مرجع سبق ذكره، ص 684.

(6) : هوشيار معروف، مرجع سبق ذكره، ص 169.

-إن العقود التي تربط الأسعار المعمومة بالأسعار الثابتة تزيد من حالات التأكد بالنسبة للالتزامات المستقبلية، خاصة وأنها تسهم في تعديل المحفظة الاستثمارية حسب الظروف الجارية والمستقبلية للأسواق.

-تعديل المخاطر المتعلقة بتدفقات العملة الأجنبية مثل الدخل الذي تتوقعه منشأة ما من استثمار في الخارج، أو المخاطر المتأنية من تحرك أسعار الفائدة الأجنبية في البلد المعني بالاستثمار بشكل مختلف لتحرك أسعار الفائدة المحلية.

خلاصة الفصل:

تعتبر سوق الأوراق المالية القناة التي يتم عبرها تدفق الأموال من الجهات التي لها فوائض مالية إلى الجهات التي لها عجز أو احتياج، لذلك نجد أن سوق الأوراق المالية تسعى إلى تحقيق التوازن بين عرض الأموال و الطلب عليها، فهذه السوق تمثل سوقا بالمفهوم الاقتصادي للسوق، فهي ذلك المكان المنظم الذي يلتقي فيه البائعون و المشترين من خلال السماسرة لتبادل السلع وهي تلك الأدوات المالية التي هي أساس التعامل في السوق وأساس الربط بين عارضي الأموال وطالبيها، ومن هذه الأدوات نجد الأسهم و السندات التي تعتبر من الأدوات التقليدية المتداولة في هذه السوق، فهي تتميز بالسهولة في نقلها من مكان لآخر، بالإضافة إلى الأدوات الحديثة المتمثلة في المشتقات المالية، ويعتبر السعر عنصر الجذب الوحيد بالنسبة للبائع و المشتري، ويتم تصنيف سوق الأوراق المالية ضمن سوق المنافسة الكاملة، إذ يتحدد فيها السعر بفعل قوى العرض و الطلب، وتمتاز الأوراق المالية المتداولة من هذه السوق بالتجانس، فسهام أو سند شركة ما يكون متجانس في قيمته و شروط إصداره، وهذا ما يسهل عملية التقييم ومن عملية احتساب معدل العائد المحقق من كل ورقة مالية، وحتى تستطيع سوق الأوراق المالية تحقيق الهدف الذي أنشأت من أجله يجب توفر مقومات رئيسية و المتمثلة في المناخ الاستثماري الملائم، ومتطلبات أساسية على المستوى الكلي، ولضبط هذه العناصر يجب توفر متطلبات متعلقة بالجانب القانوني.

خلاصة الفصل الأول:

تعتبر سوق الأوراق المالية القناة التي يتم عبرها تدفق الأموال من الجهات التي لها فوائض مالية إلى الجهات التي لها عجز أو احتياج، لذلك نجد أن سوق الأوراق المالية تسعى إلى تحقيق التوازن بين عرض الأموال و الطلب عليها، فهذه السوق تمثل سوقا بالمفهوم الاقتصادي للسوق، فهي ذلك المكان المنظم الذي يلتقي فيه البائعون و المشترون من خلال السماسرة لتبادل السلع وهي تلك الأدوات المالية التي هي أساس التعامل في السوق وأساس الربط بين عارضي الأموال وطالبيها، ومن هذه الأدوات نجد الأسهم و السندات التي تعتبر من الأدوات التقليدية المتداولة في هذه السوق، فهي تتميز بالسهولة في نقلها من مكان لآخر، بالإضافة إلى الأدوات الحديثة المتمثلة في المشتقات المالية، ويعتبر السعر عنصر الجذب الوحيد بالنسبة للبائع و المشتري، ويتم تصنيف سوق الأوراق المالية ضمن سوق المنافسة الكاملة، إذ يتحدد فيها السعر بفعل قوى العرض و الطلب، وتمتاز الأوراق المالية المتداولة من هذه السوق بالتجانس، فسهام أو سند شركة ما يكون متجانس في قيمته و شروط إصداره، وهذا ما يسهل عملية التقييم ومن عملية احتساب معدل العائد المحقق من كل ورقة مالية، وحتى تستطيع سوق الأوراق المالية تحقيق الهدف الذي أنشأت من أجله يجب توفر مقومات رئيسية و المتمثلة في المناخ الاستثماري الملائم، ومتطلبات أساسية على المستوى الكلي، ولضبط هذه العناصر يجب توفر متطلبات متعلقة بالجانب القانوني.

تمهيد:

إن السياسة الاقتصادية تشمل مجموعة من السياسات كالسياسة المالية والسياسة النقدية والائتمانية وسياسة سعر الصرف والسياسة التجارية، وتعد السياستين النقدية والمالية من أهم السياسات الاقتصادية لأي بلد سواء كان متقدما أو ناميا بسبب معالجتها الكلية للاقتصاد على النطاقين المحلي والخارجي إذ تؤدي تلك السياستين دورا رئيسيا في إرساء المقومات الأساسية للنمو الاقتصادي القابل للاستمرار وذلك لأنها تستطيع أن تقوم بالدور الأعظم في تحقيق الأهداف المتعددة التي ينشدها الاقتصاد الوطني، وذلك بفضل أدواتها المتعددة التي تعد من أهم أدوات الإدارة الاقتصادية في تحقيق التنمية الاقتصادية والقضاء على المشاكل التي تعوق الاستقرار الاقتصادي.

وقصد التعرف على أدوات كل من السياستين المالية والنقدية وكذا العلاقة بين هاتين السياستين، تم تقسيم هذا الفصل إلى أربعة مباحث هي:

- المبحث الأول: مدخل إلى السياسة النقدية.
- المبحث الثاني: أدوات السياسة النقدية.
- المبحث الثالث: مدخل إلى السياسة المالية.
- المبحث الرابع: أدوات السياسة المالية وعلاقتها بالسياسة النقدية.

المبحث الأول: مدخل إلى السياسة النقدية.

ظهر مصطلح السياسة النقدية مع بداية القرن التاسع عشر، وتطور مدى الاهتمام منذ ذلك الحين مع تطور المراحل المختلفة للنظرية الكمية للنقود من المفهوم الحيادي إلى المفهوم غير الحيادي، ثم إلى مرحلة تعظيم دور النقود والسياسية النقدية في النشاط الاقتصادي وذلك وفقا للمرحلة الثالثة من مراحل تلك النظرية.

المطلب الأول: مفهوم السياسية النقدية وتطورها.

لدراسة السياسة النقدية لا بد من تعريفها والتعرف على المراحل التي مرت بها خلال تطورها عبر العصور والأحداث الاقتصادية.

أولاً: مفهوم السياسة النقدية:

لعمد عرف مفهوم السياسة النقدية تعاريف عدة صيغت جميعها من وجهة نظر معينة تخص الكاتب والباحث الاقتصادي في المشكلة الاقتصادية والنقدية والمالية والعلاقة التي تربطهم جميعا في الإطار العام للاقتصاد ويمكن تقديم التعاريف التالية للسياسة النقدية:

التعريف الأول: السياسة النقدية مجموعة من القواعد والوسائل والأساليب والإجراءات والتدابير التي تقوم بها السلطة النقدية للتأثير في عرض النقود بما يتلاءم مع النشاط الاقتصادي لتحقيق أهداف اقتصادية معينة خلال فترة زمنية معينة⁽¹⁾.

التعريف الثاني: هي التدخل المعتمد من طرف السلطة النقدية بهدف التأثير على الفعاليات الاقتصادية عن طريق تغيير عرض وتوجيه الائتمان باستخدام وسائل الرقابة على النشاط الائتماني للبنوك التجارية⁽²⁾.

التعريف الثالث: يقصد بالسياسة النقدية قيام البنك المركزي بتغيير كمية النقود في المجتمع زيادة ونقصانا وذلك بتأثيره على حجم الائتمان وأسعار الفائدة عن طريق استخدام أدواته التقليدية للتأثير على الاستثمار وبالتالي على النشاط الاقتصادي في المجتمع⁽³⁾.

من خلال التعاريف السابقة نستطيع أن نستنتج جملة من الاستخلاصات:

- السياسة النقدية هي إجراءات وأعمال تقوم بها السلطات النقدية.
- تستعمل الإجراءات للتأثير على المتغيرات النقدية.
- تهدف السياسة النقدية إلى تحقيق أهداف تحددها السلطات النقدية.
- تعتمد السياسة النقدية على مجموعة من الأدوات.

مما تقدم يمكن القول أن السياسة النقدية هي تلك السياسة المرتبطة بالنقود والجهاز المصرفي أو التي تتحكم في عرض النقود وبالتالي في حجم القوة الشرائية لبلد ما. وعليه فإن السياسة النقدية هي مجموعة القوانين التي تضعها السلطات النقدية بما يكفل سرعة وسهولة تداول وحدة النقود لكي تستطيع أن تقوم بوظائفها الاقتصادية بطريقة تساعد على تحقيق أهداف السياسة النقدية التي تخلص في الأخير إلى تحقيق الاستقرار الاقتصادي وتفاذي الأزمات التي يتعرض لها الاقتصاد الوطني.

ثانياً: تطور السياسة النقدية:

(1) عبد المطلب عبد الحميد، السياسات الاقتصادية تحليل جزئي و كلي، مكتبة الزهراء، دمشق، 1997، ص 284.
(2) عبد المجيد قدي، مغل إلى السياسات الاقتصادية الكلية، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2003، ص 53.
(3) عبد المنعم راضي، النقود و البنوك، مكتبة عين شمس، القاهرة، 1998، ص 290.

يعتبر مصطلح السياسة النقدية حديث نسبياً فقد ظهر في القرن التاسع عشر إلا أن الذين كتبوا عن السياسة النقدية كانوا كثيرين، وكان هذا التطور يعود إلى تطور الفكر الاقتصادي وأن الأحداث الاقتصادية هي المحرك في ذلك، وقد كان التضخم الذي انتشر في اسبانيا وفرنسا سبباً في ظهور أبحاث عن السياسة النقدية، كما أن المشاكل المالية التي ظهرت في بريطانيا والتضارب بين النقود الورقية والمعدنية في الو م أ من الدوافع الأخرى لبحث دور السياسة النقدية في تلك البلاد، أما في القرن التاسع عشر فإن التضخم والمشاكل النقدية الأخرى من العوامل الهامة التي أدت إلى ظهور الدراسة المنتظمة حول السياسة النقدية، وفي القرن العشرين أصبحت دراسة السياسة النقدية جزءاً لا يتجزأ من السياسة الاقتصادية للدولة، وبصورة عامة يمكن تلخيص مراحل تطور دراسة السياسة النقدية فيما يلي: (1)

المرحلة الأولى: تميزت النظرة للسياسة النقدية في بداية القرن العشرين بطابع النظرة الحيادية للنقود التي كان ينظر إليها على أنها عنصر محايد لا أثر له في الحياة الاقتصادية وكان الشائع أن النقود هي مجرد أداة للمبادلات و لاشيء في الاقتصاد أتفه من النقود كما قال جون باتيست ساي وهو أحد أعمدة الفكر الكلاسيكي، ولكن مع تطور الفكر الاقتصادي وتطور الأحداث الاقتصادية ظهرت أهمية السياسة النقدية في رفع أو خفض قيمة النقود، والتي تعد بدورها وسيلة لتنشيط الإنتاج والتأثر في توزيع الدخل.

وكانت السياسة النقدية قبل حدوث أزمة الكساد العظيم سنة 1929 الأداة الوحيدة المستخدمة لتحقيق الاستقرار والتأثير على مستوى النشاط الاقتصادي ومكافحة التضخم والانكماش، إلا أن حدوث هذه الأزمة الاقتصادية الكبيرة التي سادت في تلك الفترة وما خلفته من آثار وخيمة على اقتصاديات العالم أثبتت عدم قدرة السياسة النقدية وحدها آنذاك للخروج منها، وأصبح ينظر إليها على أنها عاجزة عن تقديم الحلول في تلك الفترة (2).

المرحلة الثانية: تميزت هذه المرحلة بظهور الفكر الكينزي على يد الاقتصادي البريطاني جون ماينرد كينز الذي كان ينظر إلى النقود نظرة حركية وليست ستاتيكية، ولكن بسبب عجز السياسة النقدية عن الخروج من أزمة 1929، بدأ كينز يدعو للاهتمام بالسياسة المالية للخروج من ذلك في الفترة ما بين الحربين وهكذا بدأ كينز أن السياسة المالية تأتي في المرتبة الأولى قبل السياسة النقدية و تم إعطاء دور أكبر للدولة للتدخل عن طريق السياسة المالية أولاً ثم السياسة النقدية، عن طريق الإنفاق بالعجز الذي يسند الإصدار النقدي أو الدين العام، وقد بنى كينز نظريته على جمود الأسعار والأجور في الأجل القصير وشكك في كفاءة تلاءم السوق مع الصدمات وعالج داء الاحتكار بداء التضخم مما أدى إلى عجز أدوات الكينزية عن علاج الاختلالات (3).

المرحلة الثالثة: إن التطور الاقتصادي اظهر بعض النقائص في السياسة المالية مما أدى إلى تراجع أهميتها فهي تتميز بعدم المرونة وبطئها وتؤكد عدم جدواها في مكافحة التضخم، لذلك رأت بعض الدول المتقدمة سنة 1951 أن عليها الرجوع إلى تطبيق بعض أدوات السياسة النقدية لتحقيق الاستقرار في الاقتصاد الوطني وبالتالي بدأت تعود السياسة النقدية لتأخذ مكانتها الأولى، ولكن هذه العودة لم تكن كلية بل مازالت السياسة المالية تحتل مكانة هامة إلى أن جاءت موجة النقديين التي تسمى مدرسة شيكاغو بزعامة ميلتون فريدمان، التي حركت ساعة الفكر للوراء مرة أخرى إلى فكر النظرية الكمية للنقود،

(1) صالح مفتاح، النقود والسياسة النقدية، أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه دولة، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، نقود ومالية، جامعة الجزائر، 2003، ص90.

(2) صالح مفتاح، مرجع سبق ذكره، ص91.

(3) يوسف كمال، السياسة النقدية، درا الوفاء، مصر، 1996، ص10.

والدعوة إلى أن التحكم في عرض النقود هو السبيل لتحقيق الاستقرار الاقتصادي وذلك حتى يزداد عرض النقود بصورة عامة بمعدل مساوي لمعدل النمو في الناتج القومي وتكون هذه الزيادة مستقلة عن الدورة التجارية ويزداد عرض النقود بنفس المعدل في سنوات الكساد كما في سنوات الرخاء.

وكانت الفترة الممتدة من 1979 إلى 1982 قمة عصر النقديين ثم تحدث بعدها الاقتصاديون عن نكسة النقديين حيث بدأت تتراكم مشكلات التطبيق من كساد بطالة، على الرغم أن التضخم قد انخفض كثيرا بعد تطبيق السياسة النقدية لنمو عرض النقود⁽¹⁾.

المرحلة الرابعة: احتدم الجدل بين أنصار كل من السياسة المالية والسياسة النقدية خاصة بعد ظهور نواقص كل منها، فأصبح كل فريق يعتقد أن سياسته هي التي يمكنها أن تحقق الاستقرار الاقتصادي في المجتمع وهكذا عاد الفكر الاقتصادي مرة أخرى إلى الخلف، فهناك عودة في التسعينات خصوصا في أمريكا على يد الرئيس الأمريكي بيل كلينتون لإعادة فكر الثلاثينات الكينزي إلى السياسة الاقتصادية ويبقى أنصار الفكر النقدي يصرون على جدوى السياسة النقدية وفعاليتها وعدم فعالية السياسة المالية وحاولوا تجريد السياسة المالية كلية من أية قدرة على التأثير على الناتج الوطني والخروج من الأزمات وتحقيق الاستقرار العام.

ومن الطبيعي أن يظهر أنصار السياسة المالية دفاعا عما يدعي عليهم النقديون وما زالوا يقدمون امتيازات السياسة المالية عن النقدية وقدرتها على التأثير في النشاط الاقتصادي، فهم يعترفون بضرورة السياسة النقدية وأنها مكتملة للسياسة المالية، ولكن تبقى السياسة المالية هي الأولى من حيث الأهمية.

بينما النقديون صبوا جل هجومهم على السياسة المالية نظرا لما تتميز به من بطئ زمني ولكونها تحتاج إلى ترتيبات وإجراءات تشريعية وهذا يستغرق وقت طويلا لمعالجة الاختلالات الاقتصادية، وقد أدى تعصب كل من الفريقين لسياسته إلى بروز فريق ثالث بزعامة الاقتصادي الأمريكي والتر هيلر الذي يرى أن التعصب لسياسة مالية أو نقدية ليس له مبرر لأن استخدام أحدهما بمفرده لا يغني عن ضرورة استخدام الأخرى فكلاهما أصل ولا تقل أهمية أي منها عن الأخرى في العمل للخروج من الأزمات الاقتصادية وتحقيق الاستقرار الاقتصادي ولكل منها فعاليتها في الظرف الاقتصادي السائد المناسب لها⁽²⁾.

المطلب الثاني: المعلومات اللازمة لوضع سياسة نقدية

تحتاج السلطات النقدية إلى عدة معلومات مهمة تتعلق بعدد من الوحدات لوضع وإدارة وتنفيذ السياسة النقدية المناسبة، وهي الوحدات الرئيسية التي تؤدي دورا مهما في النشاط الاقتصادي.

أولا: القطاع الحكومي:

يحتاج واضعوا السياسة النقدية إلى معلومات من القطاع الحكومي الذي لا يزال يشغل حيزا هاما في الاقتصاد على الرغم من تنامي دور اقتصاد السوق في كثير من بلدان العالم، إلا أن دور القطاع الحكومي يبقى عاملا أساسيا في توجيه وتحريك الاقتصاد، وذلك انطلاقا من رسم السياسات الاقتصادية والقيام بتنفيذها والسهر على تطبيق القوانين المتعلقة بها.

فقطاع الحكومة يقوم بفرض الضرائب ويقوم بإعداد معدلات لفرضها حسب حالة الاقتصاد السائدة في المجتمع، كما تقوم الحكومة بعملية الإنفاق العام، حيث يتأثر هذا الإنفاق حسب طبيعة النظام الاقتصادي للمجتمع وفلسفته في تدخل الدولة في النشاط الاقتصادي ودرجته وطرقه، وهناك نوع ثاني من الإنفاق العام وهو الدعم أو الإعانات التي تقدمها الدولة إلى بعض الأفراد لعلاج مستوى الإنفاق لديهم،

(1): يوسف كمال، مرجع سبق ذكره، ص 11.

(2): صالح مفتاح، مرجع سبق ذكره، ص 92، 93.

ويقوم الحاصلون على هذه الإعانات بإعادة إنفاقها كما تقوم الحكومة بالاقتراض من الأفراد والمشروعات المختلفة ومن الجهاز المصرفي. وتقوم أيضا هي بعملية الإقراض، بالإضافة إلى سن القوانين والتشريعات المختلفة والمؤثرة في الواقع الاقتصادي، وتعتبر الميزانية العامة الأداة التي تستخدمها الدولة لتحقيق أهدافها الاقتصادية والاجتماعية وحتى السياسية، ثم إن تقلبات حالة الميزانية مع العجز أو الفائض لها دورها في استقرار الاقتصاد الكلي وعلى السيولة المحلية وعلى وضع القطاع الخارجي. وبالتالي فان السياسة النقدية تحتاج إلى معلومات عن هذا القطاع لما له من تأثير في الحياة الاقتصادية بصفة عامة، وفي العلاقات النقدية بشكل خاص⁽¹⁾.

ثانيا: القطاع المالي الخاص والعام:

يؤدي هذا القطاع دورا مهما في الاقتصاد لما يقوم به من توفير الأموال اللازمة لتمويل المشروعات الاقتصادية والى الاقتصاد بشكل عام ضمن إطار حدود السياسة النقدية، التي تقوم برسمها السلطات النقدية، وهذا انطلاقا من سياستها العامة واحتياجات الاقتصاد أو استجابته لتعليمات من الحكومة.

فالقطاع المالي يوفر للحكومة موارد مالية للقيام بالإنفاق ولتحقيق أهدافها الاقتصادية والاجتماعية المنشودة تقوم بالاقتراض من الجهاز المصرفي، كما أن القطاع المالي يتلقى الودائع ويقوم بالإقراض ويتولى البنك المركزي إدارة السياسة النقدية، وتقوم الحكومة بإيداع إيراداتها لديه، وتمارس عن طريق القطاع المالي العام نفقاتها العامة وتقوم بإدارة الدين العام، كما تحتفظ الحكومة باحتياطياتها من الذهب والعملات الأجنبية في البنك المركزي.

كما أن القطاع المالي الخاص يفترض من الجهاز المصرفي إما قروضا للاستهلاك أو الاستثمار أو للاستغلال كما يودع موارده المالية لدى القطاع المالي الخاص والعام وبهذا يحتاج واضع السياسة النقدية في أي بلد إلى معلومات تبين معاملات هذا القطاع الذي له صلة كبيرة بعرض النقود⁽²⁾.

ثالثا: القطاع العائلي:

القطاع العائلي يقصد به قطاع الأسر المستهلكة أو قطاع المنفقين على الاستهلاك حيث يقوم هذا القطاع بشراء السلع والخدمات المنتجة وينفق الدخل التي يحصل عليها من تأجير عناصر الإنتاج، فهذا القطاع العائلي يحصل على الدخل النقدية من بيع خدمة عناصر الإنتاج لقطاع الأعمال العام والخاص، كما أن قطاع العائلات يقوم بالادخارات ولا ينتج عنها انخفاض في الإنفاق الكلي إذا تحول بواسطة الجهاز المصرفي إلى قطاع الأعمال لزيادة الإنفاق الاستثماري وتحتاج السياسة النقدية لدراسة سلوك أصحاب الادخار وكمية الودائع لهذا القطاع⁽³⁾.

رابعا: قطاع الأعمال:

يتأثر قطاع الأعمال العام والخاص بتوجيهات الدولة وقوانينها وقد تقوم الحكومة بتشجيع بعض السلع، وقد تكون في بعض الحالات الدولة مسؤولة بشكل مباشر عن العملية الإنتاجية، وبالتالي فان الدولة تؤثر على ذلك من حيث نوع الإنتاج وكمياته والاستثمار وكذلك طرق التسعير المستخدمة، ولما لذلك من آثار هامة على تخصيص الموارد والدخول والأداء الاقتصادي، كما يؤدي القطاع الخاص دورا

(1): علي توفي الصادق وآخرون، السياسات النقدية الدولية العربية، صندوق النقد العربي، معهد السياسات الاقتصادية، الإمارات العربية المتحدة، 1996، ص 28.

(2): جيمس جوارتيني، ريجارب استرود، الاقتصاد الكلي، ترجمة عبد الفتاح عبد الرحمان وآخرين، دار المريخ، السعودية، 1988، ص 514.

(3): أحسن طيار، أثر السياستين النقدية والمالية على النمو الاقتصادي في ظل الإصلاحات الاقتصادية، الملتقى الدولي الخامس حول السياسة النقدية والمؤسسات المالية لكلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة سكيكدة، 09 - 10 نوفمبر 2010، ص 8.

أساسيا في الإنتاج وخاصة في الدول التي يكون فيها هذا القطاع هو المحرك الأساسي لكل المجالات الاقتصادية، بالإضافة إلى دوره في الاستهلاك والادخار والاستثمار وكذا تأثيره على عرض النقود بالزيادة أو الانخفاض وعلى وضع قطاع العالم الخارجي بالزيادة في حالة الصادرات وبالانخفاض في حالة الاستيراد.

حيث أن القطاع الخاص يعمل من أجل تحقيق الأرباح من استثماراته من خلال بيع منتجاته وإنفاقه الاستثماري يحدث أثره في الاقتصاد⁽¹⁾.

خامسا: القطاع الخارجي:

أصبحت اقتصاديات العالم مرتبطة ببعضها البعض فقد ينتج القمح بالولايات المتحدة الأمريكية وتقوم باستهلاكه دول أخرى، في حين أن الأمريكيين لا يخلو طعامهم من فاكهة من دول أخرى، والجزائر مثلا تحتاج إلى قهوة من البرازيل في حين أن الولايات المتحدة الأمريكية تحتاج إلى بترول من الجزائر، وهكذا تزايدت الحاجة إلى القطاع الخارجي للتبادل التجاري، وأصبح هذا القطاع مصدرا أساسيا لسد حاجة الطلب المرتفع على السلع والخدمات الأجنبية وهو ما يعرف بالواردات، كما أنه سبيلا لتصريف السلع والخدمات الفائضة عن حاجة المجتمع محليا، وأن هذا التبادل سيدير تدفقات رأسمالية بالنسبة للمصدرين وكما يسرب أموالا خارج البلد في حالة الواردات، وفي كلتا الحالتين سيكون هناك تأثيرا هاما على النشاط الاقتصادي للدولة إما بزيادة عرض النقود في حالة زيادة الصادرات أو بانخفاض عرض النقود في حالة زيادة الواردات.

وترتبط هذه القطاعات مع بعضها من خلال دخولهم في تعاملات ومبادلات سواء كان في سوق العمالة أو سوق السلع والخدمات أو أسواق المال، وأداة التداول في هذه الأسواق هي النقود وبالتالي فإن أثر السياسة النقدية سيكون واضحا في هذه الأسواق من خلال تأثيرها على الكتلة النقدية⁽²⁾.

المطلب الثالث: أهداف السياسة النقدية:

تختلف أهداف السياسة النقدية تبعا لمستويات التقدم والتطور الاقتصادي والاجتماعي للمجتمعات المختلفة والنظم الاقتصادية والاجتماعية السائدة وظروف احتياجات وأهداف هذه المجتمعات.

ففي الدول الرأسمالية المتقدمة تركز أهداف هذه السياسة في المقام الأول في المحافظة على العمالة الكاملة للاقتصاد في إطار من الاستقرار النقدي الداخلي كذلك في مواجهة التقلبات الاقتصادية المختلفة، أما في الدول النامية فإن الأهداف الرئيسية لسياساتها الاقتصادية ومن بينها السياسة النقدية تركز في خدمة أهداف التنمية وتوفير التمويل اللازم لها.

يتضح مما سبق أن الأهداف الرئيسية للسياسة النقدية تتمحور حول الأهداف التالية:

أولا: استقرار المستوى العام للأسعار:

يعتبر هدف تحقيق الاستقرار هو هدف الأكثر أهمية بالنسبة للسياسة النقدية وخاصة في البلدان المتخلفة لما تعانيه من تضخم بصورة أكثر حدة من الدول المتقدمة، فتسعى كل دولة إلى مكافحة التضخم وفي نفس الوقت علاج احتمال حدوث الكساد والركود إن وجد وتصبح مهمة السلطة النقدية احتواء مستوى الأسعار إلى أقل مستوى لها⁽³⁾.

ويمكن فيما يلي حصر أهم الآثار التي تتركها تغيرات الأسعار إذا ما ارتفعت على المستوى الاقتصادي والاجتماعي⁽⁴⁾

(1) : صالح مفتاح، مرجع سبق ذكره، ص ص 103، 102.

(2) : نفس المرجع ، ص 103.

(3) : ناظم محمد النوري الشمري، النقود والمصارف، مدرسة الكتب، العراق، 1995، ص 75.

(4) : نفس المرجع، ص ص 75، 76.

- الأثر على إعادة توزيع الدخل الوطني: حيث أن ارتفاع الأسعار يؤدي إلى انخفاض الأجر الحقيقي لأصحاب الدخل الثابتة.
- الأثر على الدين: إن ارتفاع الأسعار تؤدي إلى ضعف القوة الشرائية للنقود والمستفيد هنا هو المدين على حساب الدائن.
- الأثر على ميزان المدفوعات: إن ارتفاع الأسعار يؤدي إلى انخفاض الطلب على المنتوجات الوطنية وبالتالي انخفاض حجم الصادرات وزيادة حجم الواردات مما ينعكس بصورة عجز على ميزان المدفوعات.
- الأثر على إعادة توزيع الثروة: إن أصحاب عوائد حقوق التملك من المستثمرين في العقارات والسندات وغيرها سيكونون في وضع أفضل مما يحققونه من أرباح وعوائد كبيرة نتيجة لارتفاع الأسعار ومن ثم ارتفاع قيم ممتلكاتهم مما يزيد من دخولهم.
- من هذه الآثار وغيرها يمكن ملاحظة أهمية الاستقرار في المستوى العام للأسعار. وكهدف ينبغي أن تسعى إلى تحقيقه السياسة الاقتصادية والسياسة النقدية في معظم البلدان وعلى اختلاف درجة تطور نظامها الاقتصادي واختلاف طبيعته الاجتماعية.

ثانياً: التوازن في ميزان المدفوعات:

- يعرف ميزان المدفوعات بأنه سجل يدون فيه كل المعاملات الاقتصادية التي تتم بين مقيمين في بلد معين وبلاد أخرى خلال فترة زمنية معينة وعادة ما تكون سنة⁽¹⁾.
- وتهدف السياسة النقدية إلى تحقيق التوازن في ميزان المدفوعات ومعالجة الخلل الذي قد يطرأ عليه ومن فائض أو عجز، وذلك عن طريق تخفيض معدلات الفائدة في الدول التي ميزان مدفوعاتها في حالة فائض وخاصة الدول المتخلفة أما في حالة تحقيق ميزان المدفوعات عجز تلجأ الدولة الغنية إلى زيادة معدلات الفائدة، حتى تشبع تدفق رؤوس الأموال الأجنبية علماً أن هذا التحرك لرؤوس الأموال إلى داخل الاقتصاد يعمل على التقليل من حدة العجز في ميزان المدفوعات.
- هذا بالإضافة إلى تحقيق موازنة بين التدفقات المالية من نفقات وإيرادات على مستوى الاقتصاد الكلي، وكذا موازنة بين الاستثمار والاستهلاك من جهة و تحقيق نوع من الاستقرار في العملة من جهة أخرى⁽²⁾.

ثالثاً: العمالة الكاملة:⁽³⁾

- تهدف معظم دول العالم المتقدم والنامي إلى الوصول إلى العمالة الكاملة حيث تعمل قوانينها وتشريعاتها لتحقيق أقصى عمالة ممكنة، ومازالت تمثل هدفاً للسياسة الاقتصادية بصفة عامة والسياسة النقدية بصفة خاصة.
- فيعرف الاقتصاديون العمالة الكاملة بأنها مستوى العمالة الذي يتحقق من الاستخدام الكفاء لقوة العمل، مع السماح لمعدل عادي من البطالة ينتج أساساً عن التغيرات الديناميكية والظروف الهيكلية للبلدان الاقتصادي، ونجد في الاقتصاد الأمريكي مثلاً أن مرحلة العمالة الكاملة تتحقق عندما تصل نسبة العمالة

(1) إسماعيل شلبي، التجارة الدولية، جامعة الزقازيق، مصر، 1982، ص 95.

(2) صالح مفتاح، مرجع سبق ذكره، ص 130.

(3) نفس المرجع، ص ص 127 ، 128.

إلى 94 أو 95 % من إجمالي قوة العمل، وتتحقق العمالة الكاملة عندما يكون لكل شخص لديه مهارة ويرغب في العمل منصب عمل وتظهر أهمية العمالة الكاملة على أنها وسيلة وليست غاية لأن الوصول إلى تحقيق العمالة هو الوصول إلى إنتاج السلع والخدمات التي يحتاجها المجتمع ويطلبها، ولذلك تبقى العمالة الكاملة هدفاً طويلاً الأجل ترسمه الحكومات و تسعى جاهدة للوصول إليه نظراً لما للبطالة من مضار على الاقتصاد فهي تعبر عن هدر في طاقات المجتمع الإنتاجية وضياع في موارد الإنتاج، وكلما زاد انتشارها كلما قلت فرصة تعظيم النمو الاقتصادي ولمحاربة البطالة وتحقيق هدف العمالة الكاملة يجب أن تلمس إجراءات السياسة النقدية تنشيط الحياة الاقتصادية لزيادة الاستثمار وبالتالي زيادة العمالة. إن معالجة البطالة وتحقيق العمالة الكاملة تختلف من البلدان الرأسمالية المتقدمة إلى البلدان المتخلفة، وعلى الرغم من وصول البلدان المتقدمة إلى نمو اقتصادي كبير وتحقيق الرفاهية الاقتصادية إلا أنها لا تزال تعاني من البطالة وهناك طاقة إنتاجية غير مستغلة منها، أما البلدان المتخلفة فلا زالت تعاني من ضعف استغلال الطاقة الإنتاجية العاطلة وعدم القدرة على توفير إمكانيات عمل لاستيعابها هذا يتزامن مع برامج التنمية الاقتصادية.

نستنتج مما سبق أن السياسة النقدية لها دور مهم في تحقيق العمالة وتخفيض البطالة عن طريق تقوية الطلب الفعال، فعندما تقوم السلطات النقدية بزيادة المعروض النقدي تنخفض أسعار الفائدة فيقبل رجال الأعمال على الاستثمار فتتخفف البطالة، وبالتالي زيادة الاستهلاك ثم زيادة الدخل.

رابعاً: تحقيق معدل عال من النمو للاقتصاد الوطني:

إن تحقيق هدف العمالة الكاملة بصفة مستمرة يستلزم نمواً مستمرا في الاقتصاد الوطني بحيث يكون كافياً لتشغيل الإضافات السنوية في الأيدي العاملة الجديدة والعاطلة سابقاً. ودور السياسة النقدية هنا هو تحقيق معدل مرتفع للدخار والتأثير على معدل الاستثمار في السلع الرأسمالية من خلال زيادة الفرص الائتمانية ويجب أن لا تقع هذه السياسات في تفضيل التضخم باعتباره يساعد على تخفيض البطالة، وزيادة معدلات التشغيل حتى يمكنها الوصول إلى مرحلة الانطلاق التي تضع اقتصادياتها على طريق النمو الذاتي السريع.⁽¹⁾

خامساً: تحقيق الاستقرار النقدي والاقتصادي:

وهو نابع من هدف استقرار الأسعار، حيث من الضروري أن تسعى السياسة النقدية إلى تكيف عرض النقود مع مستوى النشاط الاقتصادي، أي التحكم في كمية النقود بها يتلاءم مع مستوى النشاط الاقتصادي، وتلاشي حدوث الأزمات النقدية والاقتصادية وهو ما يؤدي إلى الاستقرار الاقتصادي، حيث أن تحقيق الاستقرار النقدي يؤدي إلى تحقيق الاستقرار الاقتصادي.⁽²⁾

سادساً: التناقض في الأهداف:

إن تحقيق أهداف السياسة النقدية يعتبر من الصعوبة بمكان، بل إن تحقيق أحد الأهداف يواجه تعارضاً مع هدف آخر، فمن النادر بصفة عامة أن تحقق دولة كل الأهداف كاملة وفي نفس الوقت بأداة واحدة، أو عدد من الأدوات المتاحة لها دون أن يحدث تعارضاً بين الأهداف وهذا ما سنبينه فيما يلي.⁽³⁾

(1): صالح مفتاح مرجع سبق ذكره، ص 129.

(2): صالح مفتاح، مرجع سبق ذكره، ص 136.

(3): نفس المرجع، صص 133، 132.

- عندما تريد السلطات النقدية تحقيق هدف استقرار الأسعار مع هدف زيادة العمالة فنجد أن هناك صعوبة في تحقيقها معا في نفس الوقت لأن محاولة زيادة العمالة تقتضي سياسة نقدية سهلة التي تؤدي إلى زيادة عرض النقود وتخفيض أسعار الفائدة، وهذا يؤدي إلى زيادة الإنفاق الاستثماري والاستهلاكي، وهو كثيرا ما يكون سببا في رفع مستوى الأسعار بل إن انخفاض الأسعار لا يشجع رجال الأعمال على زيادة الاستثمارات في التوسع فيها، وهذا يدفع إلى زيادة العمالة، ولذلك ينظر أحيانا إلى أن ارتفاع الأسعار تدريجيا عامل إغراء لمزيد من الاستثمارات وزيادة الأرباح ولهذا نجد أن هدف استقرار الأسعار وتحقيق العمالة الكاملة هدفان يعتبر من الصعب تحقيقها في آن واحد.

- يمكن أن يحدث تناقض أو تعارض بين هدف زيادة العمالة وهدف تحقيق التوازن في ميزان المدفوعات وبالتالي فإن اتخاذ سياسات نقدية وحتى مالية توسعية سيؤدي إلى انخفاض أسعار الفائدة لتشجيع الاستثمار، وهو ما يؤدي أيضا إلى تدفق كبير لرأس المال قصير الأجل، وهذا يجعل ميزان المدفوعات تختل ويزداد عجزه، كما أن زيادة الصادرات يفرض أن تكون السلع المحلية قادرة على منافسة السلع الأجنبية، وإن تكون أسعارها منخفضة ومع سياسة نقدية توسعية الوصول إلى العمالة الكاملة سيرتفع الدخل ويزداد الميل للاستيراد، وترتفع الأسعار المحلية مع اقتراب الاقتصاد من العمالة الكاملة إلى توازن ميزان المدفوعات.

- أما إذا اجتمع هدف محاربة التضخم مع هدف آخر هو تحسين ميزان المدفوعات، فلا يوجد تعارض بينهما، فإذا ما صاحب التضخم عجز في ميزان مدفوعات لدولة ما، فإن كبح التضخم بسياسة نقدية أشد تقييدا يؤدي إلى تدفق أكبر لرأس المال قصير الأجل إلى داخل البلد، أو تدفق قليل خارجه، وهذا يجعل العجز في ميزان المدفوعات ينخفض.

- أما تحقيق هدف تخفيض مستوى البطالة ومعدل للنمو الاقتصادي فلا يوجد أيضا بينهما تضارب، لأنه لا يمكن تحقيق معدل عال للنمو إذا كانت البطالة منتشرة فكلاهما يخدم الآخر، ومحاربة البطالة سيرفع معدل النمو، كما أن رفع معدل النمو يقضي على البطالة.

- أما عن هدف استقرار الأسعار وتحقيق النمو، فهذان الهدفان يكونان على علاقة متعارضة والتي تثير جدلا كبيرا، فهناك اتجاه يبين أن النمو الاقتصادي في الأجل الطويل لا يتحقق ما لم يحدث استقرار في مستويات الأسعار، بينما هناك نظرة أخرى إلى أن ارتفاع مستوى الأسعار تدريجيا لتحقيق الاستثمارات، وبالتالي دفع عجلة التنمية، كما أن هناك فريق ثالث يرى أن ارتفاع مستويات الأسعار يكون عاملا غير مساعدا على تحقيق معدل سريع للنمو مع ذلك فإن هذا يكون مرافقا له.

من خلال ما سبق يتبين لنا أن تخطيط سياسة نقدية لتحقيق أهداف اقتصادية ليس في متناول كل دولة أن تحقق ذلك، بل إن الأمر يحتاج إلى دراية شاملة بالأهداف والأدوات المستخدمة لتحقيقها، كما يجب الانتباه إلى أن تحقيق احدها المذكورة لا يكون منتجا لمشكلة اقتصادية أخرى أكبر من الأولى، لأنه كما ذكرنا من النادر أن تتحقق كل الأهداف دفعة واحدة وبأداة واحدة دون أن تتعارض فيما بينها.

المبحث الثاني: أدوات السياسة النقدية

يعتمد البنك المركزي في تنفيذ سياسته النقدية للتأثير على نوع وحجم الائتمان المصرفي على مجموعة من الوسائل والأدوات التي يستخدمها حسب الظروف الاقتصادية والمسموح باستخدامها بحكم القانون، تلك الأدوات التي يمكن من خلالها تنظيم نشاطه والنشاط المصرفي بصورة عامة، والتأثير في مسار الاقتصاد الوطني وهذه الأدوات هي ما يطلق عليها بأدوات السياسة النقدية.

المطلب الأول: الأدوات الكمية " غير المباشرة":

تشمل هذه الأدوات الوسائل المعروفة للتحكم في كمية وحجم النقود، والهدف منها التأثير على حجم الائتمان دون تمييز، وتتمثل هذه الأدوات في سعر إعادة الخصم، سياسة السوق المفتوحة ونسبة الاحتياطي القانوني.

أولاً: سعر إعادة الخصم:

لقد كان بنك إنجلترا أول من طور سعر الخصم كوسيلة للسيطرة على الائتمان واستعمل البنك سعر خصمه المعروف باسم "bank rate" لأول مرة في سنة 1839 . ويقصد بسعر الخصم ذلك الثمن الذي يتقاضاه البنك التجاري مقابل خصم الأوراق التجارية المقدمة من قبل العملاء.

أما سعر إعادة الخصم فهو سعر الفائدة الذي يعيد به البنك المركزي خصم الأوراق التجارية التي سبق وأن خصمها البنك التجاري، وهو عبارة عن الثمن الذي يتقاضاه البنك المركزي مقابل تقديم القروض وخصم الأوراق التجارية وأذونات الخزينة عي المدة القصيرة (1).

ومضمون هذه العملية هو أنه قد تحتاج المشروعات المختلفة إلى سيولة لتمويل احتياجاتها، وهي بذلك تلجأ إلى البنوك التجارية لإمدادها بأدوات الدفع اللازمة في حالة ما إذا كانت السيولة متوفرة، فتقوم البنوك التجارية بتوفير السيولة للعميل في شكل قروض أو خصم الأوراق التجارية، وهي عبارة عن القيمة الاسمية لهذه الأوراق مخصوم منها فائدة بمعدل معين يطلق عليها سعر الخصم، أما في حالة عدم توفر السيولة فتلجأ البنوك التجارية إلى البنك المركزي للحصول على موارد نقدية إضافية إما بالتمويل المباشر أو من خلال خصم الأوراق التجارية التي بمحفظتها، فيعرض البنك سعر الفائدة الذي يراه مناسباً على هذه البنوك والذي تحمله بدورها إلى عملائها وهو ما يطلق عليه سعر أو معدل إعادة الخصم.

فإذا كانت هناك بواذر تضخم رفع البنك المركزي سعر الفائدة حتى تزيد تكلفة الاقتراض على كل من البنوك التجارية وعمالئها فيحد من حجم الائتمان، ويخفض من وسائل الدفع المتاحة في الاقتصاد. أما إذا كانت هناك بواذر انكماش فيقوم البنك المركزي بتخفيض سعر الفائدة لتشجيع الاقتراض ومن ثم زيادة وسائل الدفع في الاقتصاد(2).

ثانياً: سياسة السوق المفتوحة:

تعد هذه الوسيلة من أهم الوسائل التي تتبعها البنوك المركزية بغرض التأثير في حجم الاحتياطات النقدية للبنوك التجارية، ومن ثم قدرتها على منح الائتمان وخلق نقود الودائع.

ويقصد بسياسة السوق المفتوحة: "قيام البنك المركزي بدخول سوق الأوراق المالية بائعاً أو مشترياً للأوراق المالية من وإلى المتعاملين في السوق المالية"، سواء كانوا بنوكاً أو أفراداً من جميع الأنواع وخاصة السندات الحكومية، وذلك بهدف خفض أو رفع قدرة البنوك التجارية على منح الائتمان، وقد يصل الأمر أحياناً ليشمل إلى جانب الأوراق المالية الذهب والعملات الأجنبية، وذلك للتقليل من السيولة لدى الأفراد في حالة قيامه ببيع الأوراق المالية وزيادتها في حالة قيامه بشراء هذه الأوراق.

وتستخدم هذه السياسة للتأثير في كمية العرض النقدي ومن ثم سعر الفائدة، حينما يقوم البنك المركزي بشراء أوراق مالية حكومية من الوحدات الاقتصادية الأخرى من السوق المفتوح، وتأخذ كمية النقود المتداولة واحتياطات البنوك التجارية في الزيادة، كما تأخذ أثمان هذه الأوراق المالية في الزيادة

(1): مصطفى رشدي شبيحة، الاقتصاد النقدي والمصرفي، الدار الجامعية للنشر، القاهرة، 1985، ص 378.

(2): حميدات محمود، النظريات والسياسات النقدية، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 1996، ص ص 49، 50.

أيضا، وهكذا تؤدي الزيادة في العرض النقدي والزيادة في مقدرة البنوك على الإقراض من جهة والزيادة في أسعار الأوراق المالية من جهة أخرى إلى تخفيض سعر الفائدة.

كذلك حينما يقوم البنك المركزي ببيع أوراق الحكومة – السندات – إلى الوحدات الاقتصادية الأخرى مثل شركات التأمين وشركات التأمين والصناعية... الخ، في السوق المفتوح تأخذ كمية النقود المتداولة واحتياطات البنوك التجارية في النقصان، كما تأخذ أسعار هذه الأوراق المالية في الهبوط أيضا، وهكذا يؤدي النقص في العرض النقدي والنقص في مقدرة البنوك على الإقراض من ناحية والهبوط في أسعار الأوراق المالية من ناحية أخرى إلى رفع سعر الفائدة السائد في السوق⁽¹⁾.

ثالثا: نسبة الاحتياطي القانوني⁽²⁾:

يعرف الاحتياطي القانوني بأنه احتياطي السيولة، حيث أن البنوك التجارية يمكن أن تتضمن احتياطاتها القانونية المحددة لدى البنك المركزي نقود سائلة، إضافة إلى الأصول السائلة الأخرى بالأسهم والسندات والكمبيالات والذهب والعملات الصعبة.

وعادة فإن البنك المركزي يفرض على البنوك التجارية الاحتفاظ بنسبة معينة من إجمالي ودائعها في شكل رصيد سائل لديه، ويطلق على هذه النسبة الاحتياطي القانوني، حيث أن البنوك التجارية يجب عليها وبصفة إجبارية وبمقتضى القانون الاحتفاظ بها، ويترك للبنك المركزي حق تحديد هذه النسبة حسب أهدافه، وأول من اعتمد أداة الاحتياطي القانوني هي الولايات المتحدة الأمريكية منذ 1933، ومن ثم استعمل في باقي دول العالم.

أما في الجزائر فلم يكن ذلك ممكنا إلا بعد ظهور قانون النقد والقرض 10/90 الصادر بتاريخ 1990/04/14، يحق للبنك المركزي أن يفرض على البنوك أن تودع لديه في حساب مجمد ينتج فوائد أو لا ينتجها احتياطيا، يحسب على مجموع ودائعها أو على بعض أنواع الودائع أو على مجموع توظيفاتها أو على بعض هذه التوظيفات، وذلك بالعملة الوطنية أو بالعملات الأجنبية.

في بداية الأمر كانت سياسة الاحتياطي القانوني ترمي إلى حماية المودعين من الأخطار التي قد تنجم عن التصرف غير الرشيد للبنوك التجارية، ثم أصبحت عبارة عن أداة يمكن بواسطتها التأثير في مقدرة البنوك التجارية على منح الائتمان، حيث منح المشرع للبنك المركزي سلطة تغيير الحد الأدنى لنسبة الاحتياطي النقدي لأغراض السياسة النقدية، وتعد هذه السياسة من السياسات التي تستخدم في مكافحة الكساد والتضخم، وذلك من خلال رفع أو تخفيض نسبة الاحتياطي.

فعندما يريد البنك المركزي أن يحد من قدرة البنوك التجارية في التوسع في الائتمان، فإنه يلجأ إلى مطالبتها برفع نسبة الاحتياطي القانوني، وبالتالي تقل مقدرة البنوك التجارية على منح الائتمان، فعلى سبيل المثال يستطيع البنك المركزي رفع نسبة الاحتياطي القانوني من 5% إلى 10% بهدف الحد من التوسع في الائتمان، ويحدث العكس تماما إذا أرادت السلطة النقدية زيادة قدرة البنوك التجارية في التوسع في الائتمان، ونسبة الاحتياطي القانوني عموما لا يمكن أن تتعدى 28% من المبالغ المعتمدة كأساس لاحتسابه، إلا أنه يجوز للبنك المركزي أن يحدد نسبة أعلى في حالة الضرورة المثبتة قانونا.

إن سياسة الاحتياطي القانوني قد تكون فاعلة في حالات التضخم أكثر منها في حالات الانكماش، فرفع نسبة الاحتياطي القانوني في حالات التضخم، لدى البنك المركزي يعني التقليل في حجم القروض، وبالتالي تقليل خلق الودائع والائتمان لأن البنوك التجارية متوسعة فعلا في منح القروض⁽³⁾.

(1): أحمد جامع، التحليل الاقتصادي الكلي، دار الثقافة الجامعية، القاهرة، 1990، ص ص 266، 267.

(2): محمود حميدات، مرجع سبق ذكره، ص ص 52، 53.

(3): عبد المجيد قدي، مرجع سبق ذكره، ص ص 84، 86.

المطلب الثاني: الأدوات الكيفية "المباشرة"⁽¹⁾:

تستخدم الأدوات الكيفية للسياسة النقدية في التحكم في أنواع معينة من القروض، وتنظيم الإنفاق في وجوه معينة مثل تشجيع القروض الإنتاجية دون القروض الاستهلاكية وغيرها، وكذلك تتدخل السياسة النقدية عن طريق هذه الأدوات في قطاعات معينة وأنشطة تعاني من عدم الاستقرار أو بعض الصعوبات، مما يتطلب ذلك علاجا خاصا باستخدام أدوات كيفية، فهذه الأدوات تؤثر مباشرة على حجم التمويل الكلي وتوظيف الأموال واستثمارها.

أولا: الإقناع الأدبي:

هو أداة يحاول من خلالها البنك المركزي إقناع البنوك التجارية بإتباع سياسة معينة دون الحاجة إلى إصدار تعليمات رسمية، أو استخدام أدوات الرقابة القانونية وتتوقف فعالية ونجاعة هذه الطريقة على خبرة ومكانة البنك المركزي، ومدى تقبل البنوك التجارية التعامل معه وثقتها في إجراءاته، ومدى قدرة البنك المركزي على مقاومة الضغوط التي تتعرض لها، وإتباع سياسة مستقلة في إدارته لشؤون التمويل، لذا نجد أن هذه الوسيلة أو الأداة المتبعة من طرف السلطة النقدية قد حققت الكثير من أهدافها في الدول المتقدمة دون النامية الحديثة العهد بالنظم المصرفية المتطورة.

ثانيا: تنظيم القروض الاستهلاكية:

تعتبر هذه الوسيلة من أهم الأدوات الكيفية لسياسة الرقابة على القروض الاستهلاكية، كأن يقوم المصرف المركزي بفرض حد أقصى للأموال التي تستخدمها المصارف في شراء السلع الاستهلاكية المعمرة، ويمكن تنويع هذا الحد حسب درجة أهمية السلع الاستهلاكية المختلفة، أو يقوم المصرف المركزي بفرض حدود قصوى للمبيعات المؤجلة وتجديد من المدفوعات النقدية بطلب من المشتري بنظام التقسيط بأن يدفعه كجزء من قيمة الشراء في حين يمكن تحديد حدود قصوى زمنية تسدد خلالها قيم السلع المختلفة، وهو ما يؤدي إلى تخفيض عدد الأقساط مع رفع قيمة القسط.

ثالثا: تخصيص التمويل:

يستطيع البنك المركزي أن يضمن توزيعا هادفا لاستثمارات البنوك بين الصيغ المختلفة، بالإضافة إلى ضمان تخصيص الأموال في أوجه الاستثمارات التي تحقق الرفاهية الاقتصادية، من خلال الخطة التي ترسمها الدولة في تحديد أولويات المجتمع وأهدافه، وفي نفس الإطار يمكن للبنك المركزي أن يحدد نسب معينة لتمويل القطاعات ذات الأولوية، كتمويل القطاعات الصغيرة الزراعية أو التجارية أو الصناعية بالقروض اللازمة، وللبنك المركزي أن يقدم مساعدة مالية إلى بعض البنوك أو المؤسسات، وكل ذلك بهدف إعادة التمويل بموجب الخطط الإلزامية لتشجيع التدفقات التمويلية إلى القطاعات ذات الأولوية بهدف تشجيع أنشطة معينة.

رابع: السقوف التمويلية:

تعمل السقوف التمويلية كأداة من الأدوات الكيفية للسياسة النقدية على الحد من التوسع من التمويل الإجمالي وجعله عند المستوى المأمون، للتوسع النقدي والتمويلي الذي يحدد في الخطة، وأن أي بنك يتجاوز سقفه التمويلي يلتزم بأن يودع لدى البنك المركزي مبلغا يعادل هذا التجاوز أو يفرض عليه غرامة مناسبة وذلك حسب تقدير السلطة النقدية ومن ثم فإن استخدام البنك المركزي سقف إجمالي على ما يمكن أن يمنحه البنك لكل عميل لضمان تنوع وتوزيع الاستثمار، يعود بدون شك بالفائدة على الفرد والمجتمع.

(1): بلعزوز بن علي، محاضرات في النظريات والسياسات النقدية، دار الفجر للنشر والتوزيع، القاهرة، 2001، ص128-130.

خامسا: قيام البنك المركزي بمباشرة بعض الأنشطة المصرفية(1):

الأصل أن البنك المركزي ليس له حق ممارسة العمليات المصرفية مع جمهور العملاء، لكنه في الدول النامية حيث تتصف أدوات الائتمان والرقابة عليه بضعف الأثر، بسبب ضعف سوق النقد والمال، فقد يتولى تقديم بعض الخدمات المصرفية كأداة من أدوات تنفيذ السياسة النقدية والائتمانية، من ذلك تقديم بعض الأنشطة الائتمانية التي قد تعرض عنها البنوك التجارية، وهدف مسك البنك المركزي في هذا الصدد هو تقديم المثل للبنوك التجارية لكي تحذو حذوه، وكذلك إكمال النقص في هيكل الائتمان القائم بتقديم نوعية من الائتمان لا تقدمه البنوك التجارية.

سادسا: تحديد هوامش الضمان (2):

مفهوم هامش الضمان هو المطلوب على ذلك المقدار من النقود التي يمكن أن يحصل عليها العملاء من البنوك التجارية، لتمويل مشترياتهم من الأوراق المالية، أي أن باستطاعة العملاء الحصول على مقدار معين من النقود من البنوك التجارية لتمويل نسبة معينة من قيمة الورقة المالية وتسديد الباقي من أموالهم الخاصة.

المطلب الثالث: الانتقال من استخدام الأدوات المباشرة إلى الأدوات غير المباشرة

في أواخر السبعينات بدأت البلدان الصناعية تتجه صوب الاعتماد التام على الأدوات غير المباشرة، وقد حذا حذوها كثير من الاقتصاديات النامية والاقتصاديات التي تمر بمرحلة انتقال، ويأتي هذا التحول مسابرا للاتجاه العام نحو الاعتماد المتزايد على قوى السوق في عجلة الاقتصاد، ونحو إزالة القيود والتحرير لكافة الأدوات والسياسات المالية والنقدية، والابتعاد عن أسلوب التوجيهات والقرارات الإدارية التحكيمية، كذلك يندرج هذا التحول في إطار عملية الإصلاح، وإعادة التوازن للأسعار.

والأدوات المباشرة لا يمكن إنكار فعاليتها وفورية آثارها في مواجهة البنوك التجارية حين يراد التحكم فيما تقدم من ائتمان، كذلك فهي تتميز بسهولة ربطها ببرنامج نقدي، وبسهولة استخدامها وتفسيرها، فضلا عن تكاليفها المالية المنخفضة كما أنه في البلدان التي بها أنظمة مالية بدائية وغير تنافسية، فقد تكون الرقابة المباشرة هي الخيار الوحيد إلى أن يتم إيجاد الإطار المؤسسي للأدوات غير المباشرة ولكن في مقابل هذه المزايا هناك العديد من الجوانب السلبية لأدوات التحكم المباشر في الائتمان كانت وراء هذا التحول لصالح الأدوات غير المباشرة، ومن أهم تلك السلبيات:

- أنها تحد من المنافسة بين البنوك لجذب الودائع وخلق فرص جديدة للإقراض.
- تؤدي إلى تراجع دور الوساطة المالية، حيث تنتقل الأموال من القطاع المالي المنظم إلى الأسواق المحلية غير الرسمية، أو إلى الأسواق الخارجية (هروب رؤوس الأموال).
- تستلزم التدخل المستمر والمتزايد للبنك المركزي في أداء الشؤون الإدارية للوحدات المصرفية.
- كذلك تؤدي سقوف الائتمانية إلى سوء توزيع الموارد حيث تميل البنوك عند منع منح الائتمان إلى تفضيل العملاء القدامى المستقرين في السوق على حساب العملاء المقترضين الجدد الأكثر حركة وديناميكية.

وعلى نقيض ذلك فإن الأدوات غير المباشرة تحقق العديد من المزايا منها:

(1): محمد كمال خليل الحمزاوي، اقتصاديات الائتمان المصرفي، منشأة المعارف، الإسكندرية، 2002، ص174.
(2): ضياء مجيد الموسوي، الإصلاح النقدي، الملكية للطباعة، الجزائر، 1993، ص39.

- تساعد على إيضاح وشفافية الأوضاع السائدة في السوق النقدي، وتعكس بوضوح وبشكل مواطن الضعف في هذا السوق. كذلك يبقى البنك المركزي بعيدا عن التدخل المباشر والتحكمي في عمل قوة السوق.

- ولفهم عملية التحول إلى استخدام الأدوات غير المباشرة، أجريت دراسة لتحليل التجربة التي شهدتها بلدان صناعية، وبلدان غير صناعية، وقد تم اختيار هذه البلدان لكي تمثل التجارب خلال مرحلة التحول هذه، قد بينت التجارب أن الرقابة النقدية تحسنت نتيجة التحول إلى استخدام الأدوات غير المباشرة، وإن كانت قد ظهرت صعاب خلال فترة التحول أدت إلى فقدان السيطرة على النقد مؤقتا، لكن ذلك لم يلغي أهمية ودور هذا التحول إلى الأدوات غير مباشرة(1).

المبحث الثالث: مدخل إلى السياسة المالية

لقد ارتبط مفهوم السياسة المالية بمدى تدخل الدولة ودورها في النشاط الاقتصادي فقد عرفت تعاريف عديدة، وقد شهدت تطورات مختلفة الأزمنة.

المطلب الأول: مفهوم وتطور السياسة المالية.

يزخر الفكر المالي بتعريفات مختلفة لمفهوم السياسة المالية نسوق بعضها على سبيل المثال وليس على سبيل الحصر:

أولاً: مفهوم السياسة المالية:

اشتق مصطلح السياسة المالية أساسا من الكلمة الفرنسية "fisc" وتعني حافظة النقود أو الخزانة(2)

وكانت السياسة المالية يراد في معناها الأصلي كل من المالية العامة وميزانية الدولة ويعكس مفهوم السياسة المالية تطلعات وأهداف المجتمع الذي تعمل فيه، فقد استهدف المجتمع قديما إشباع الحاجات العامة وتمويلها من موارد الموازنة العامة. ومن ثم ركز الاقتصاديون جل اهتمامهم على مبادئ الموازنة العامة وضمان توازنها، ولكن نظرا لأن اختيار الحاجات العامة المطلوب إشباعها يتطلب من المسؤولين اتخاذ قرارات وأن هذه الأخيرة قد تحدث أثارا متعارضة أحيانا فتشير مشكلة كيفية التوفيق بين الأهداف وتحقيق فعاليتها على نحو مرغوب، وفي ضوء تلك التوفيقات والتوازنات يتكون أساس ومفهوم السياسة المالية.

التعريف الأول: السياسة المالية هي مجموعة السياسات المتعلقة بالإيرادات العامة والنفقات العامة بقصد تحقيق أهداف محددة(3).

التعريف الثاني: تعرف السياسة المالية بأنها سياسة استخدام أدوات المالية العامة من برامج الإنفاق والإيرادات العامة لتحريك متغيرات الاقتصاد الكلي مثل: الناتج الوطني، العمالة، الادخار، الاستثمار،

(1) : على توفيق صادق وآخرون، مرجع سبق ذكره، ص ص 66، 65.

(2): طارق الحاج، المالية العامة، دار الصفاء للنشر والتوزيع. عمان، 1999، ص 201.

(3) : وجدي حسين، المالية الحكومية والاقتصاد العام، الإسكندرية، 1988، ص 431

وذلك من أجل تحقيق الآثار المرغوبة وتجنب الآثار غير المرغوبة فيها على كل من الدخل والنتائج الوطني ومستوى العمالة و غيرها من المتغيرات الاقتصادية⁽¹⁾.

التعريف الثالث: تعرف السياسة المالية بأنها مجموعة الأهداف والتوجهات والإجراءات والنشاطات التي تتبناها الدولة للتأثير في الاقتصاد الوطني، والمجتمع بهدف المحافظة على استقراره العام، وتنمية ومعالجة مشاكله ومواجهة كافة الظروف المتغيرة⁽²⁾.

من خلال التعريف السابقة نستطيع أن نستنتج جملة من الاستخلاصات هي:

- تحول السياسة المالية من معناها كمالية عامة وميزانية للدولة إلى مجموعة من السياسات المتعلقة بالإيرادات النفقات العامة.

- تقوم السياسة المالية على أدوات هي: النفقات العامة والإيرادات العامة والموازنة العامة.

- تعمل السياسة المالية من أجل التأثير على متغيرات الاقتصاد الكلي.

- الدولة هي التي تستخدم السياسة المالية.

ومنه نستنتج أن:

السياسة المالية أسلوب أو برنامج عمل مالي تتبعه الدولة عن طريق استخدام الإيرادات والنفقات العامة، علاوة على القروض العامة لتحقيق أهداف معينة في طليعتها النهوض بالاقتصاد الوطني ودفع عجلة التنمية وتحقيق العدالة الاجتماعية.

ثانياً: تطور السياسة المالية:

لقد مر الفكر المالي في تطوره بحثاً عن المقصود بالسياسة المالية بثلاث مراحل:

I - السياسة المالية في المجتمعات القديمة:

كانت تعكس السياسة المالية في العصور القديمة غياب السلطات المنظمة للمجتمع وغياب أي تأثير لها.

السياسة المالية ما قبل الفكر الكلاسيكي (التجاربيين والطبيين)، تتميز تلك المرحلة من مراحل الفكر الاقتصادي بعدم وجود إطار شامل ومنظم ومحدد معالم حول السياسة المالية للدولة وتأثيرها على النشاط الاقتصادي، فنجد بعض الفلاسفة قد اهتموا بضرورة تدخل الدولة مباشرة في مراقبة الأسعار ومنع الاحتكار وتحقيق عدالة التوزيع فضلاً عن تحديد مجالات الإنفاق العام (التعليم، الأمن، الحروب)، هذا فضلاً عن الإنفاق التمويلي (الإعانات)، ولم يتعرض لموضوع الضرائب أو الرسوم⁽³⁾.

في حين نجد أن آخرون قد أقرروا بضرورة تدخل الدولة بصورة مباشرة في مراقبة الأسعار ووضع حدود دنيا وعليا لها، إلا أنهم منعوا الاحتكار ومع الاتجاه إلى تعظيم دور الدولة في إدارة الشؤون التجارية والاقتصادية اتجهت أنظار المفكرين إلى دور الضرائب في النشاط الاقتصادي، إذ أوضحوا خطورة الضرائب نظراً لإمكانية تسببها في عدم الاستقرار الاقتصادي، بل وتدهور النشاط الاقتصادي، لذلك يعد هذا المصدر غير أساسي لتمويل نشاط الدولة وزيادة قوتها بل يجب أن تعتمد في التمويل على زيادة قدرتها على التصدير وتحقيق فوائض في موازين المدفوعات باعتبار الدولة المحتكر للتجارة الخارجية⁽⁴⁾.

(1): محمود حسين الوادي، زكريا أحمد عزام، المالية العامة والنظام المالي في الإسلام، دار الميسرة للنشر والتوزيع، عمان، 2000، ص 182.

(2): محمود حسين الوادي، مرجع سبق ذكره، ص 183.

(3): حمدي عبد العظيم، السياسة المالية والنقدية في الميزان ومقارنة الإسلامية، مكتبة النهضة العربية، القاهرة، 1986، ص 164-167.

(4): حمدي عبد العظيم، مرجع سبق ذكره، ص 173.

مما سبق يتضح أن دور الدولة الاقتصادي والاجتماعي قد حصر في أقل الحدود الممكنة الأمر الذي أفقد السياسة المالية كل أثر فعال على الاقتصاد الوطني.

II- السياسة المالية في الفكر الكلاسيكي:

لقد مجه الاقتصاديون التقليديون جانبا لا بأس به من اهتماماتهم لدراسة موضوع المالية العامة، متأثرين في ذلك بفلسفة الحرية الاقتصادية، التي تحد من تدخل الدولة في الحياة الاقتصادية. ويجب أن يقتصر دورها على الدفاع والحفاظ على الأمن والعدالة بالدرجة الأولى⁽¹⁾. ويرتب على تحديد دور الدولة وتكييف نفقاتها وإيراداتها على نحو ما تقدم، قيام السياسة المالية التقليدية على عدة قواعد مالية أهمها⁽²⁾:

حياد السياسة المالية في كافة الأنشطة الاقتصادية للدولة بمعنى أن يكون تدخل الدولة حياديا بحيث لا يؤثر النشاط الاقتصادي للدولة على تصرفات الأفراد والقطاع الخاص، بأي شكل من الأشكال. وجوب ضغط الميزانية: بحيث لا تمثل النفقات العامة بنسبة ضئيلة من الدخل القومي. واعتماد الإيرادات العامة أساسا على الضرائب وتقدير هذه الإيرادات تبعا للنفقات العامة التي يسمح بها دور الدولة وضرورة توازن الميزانية سنويا. وضل الاعتقاد بسلامة هذه الأسس للسياسة المالية إلى حين تعرضت اقتصاديات الدول التي اعتنقت الأفكار الكلاسيكية للعديد من هزات والهزات بين الحين والآخر، وعندما زادت هذه الأزمات بصفة خاصة في سنوات العشرينات والثلاثينات من القرن الماضي، وخلقت هذه الأزمات ظروفًا جديدة أثبتت بما لا يدعو مجالا للشك أن تلقائية توازن اقتصاد القومي ليس أمرا واقعا.

وهكذا نجد أن التمسك بالأفكار الكلاسيكية بصفة عامة بأسس السياسة المالية على وجه الخصوص تؤدي إلى تفاقم الأزمات الاقتصادية وازدياد حدتها من ثم إلحاق أبلغ الضرر بالاقتصاد الوطني، كما أن الظروف التي تعرضت لها اقتصاديات الدول الرأسمالية فقد هيئت المجال لظهور الأفكار الكينزية ولسياسة التدخل الدولة في النشاط الاقتصادي.

III- السياسة المالية في الفكر الكينزي: (3)

بعد أن سادت النظرية الكلاسيكية لفترة طويلة من الزمن وما أملت على السياسة المالية من دور محدود وقاصر، فإن التطورات الكبيرة السياسية والاقتصادية التي أحاطت بالعالم في الثلاثينات والأربعينات من القرن الماضي، متمثلة في الكساد العالمي والحرب العالمية الثانية أدت إلى تغيير بعض المعتقدات في الدول الرأسمالية حيث بدأت الدعوة إلى المزيد من التدخل الحكومي في الحياة الاقتصادية في محاولة للحد من الآثار المترتبة عن هذه الظروف.

ولقد كان كينز من أوائل الاقتصاديين الذين نادوا بضرورة تدخل الدولة في النشاط الاقتصادي بهدف الوصول إلى حالة التشغيل الكامل والمحافظة على نوع الاستقرار الاقتصادي، حيث أفترض كينز أن التوازن لا يمكن أن يحدث تلقائيا كما اعتقد الكلاسيك، وأوضح خرافة اليد الخفية، وأكد وجود كثير من التناقض والتعارض بين مصلحة الفرد ومصلحة المجتمع، بل أن الفرد في سعيه لتحقيق مصلحته الخاصة قد يخطئ أكثر مما يصيب، فالفرد ليس دائما بالرجل الرشيد الذي افترضه الاقتصاديون الكلاسيك، إنما لا بد من ضرورة تدخل الدولة باستخدام السياسة الملائمة للوصول إلى الوضع التوازني المنشود، ولقد ركز

(1): الرحمن يسرى، تطور الفكر لاقتصادي، الدار الجامعية للطباعة والنشر والتوزيع، الإسكندرية 1997، ص 159.

(2): حامد عبد المجيد دراز، دراسات في سياسة المالية، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية، ص 41، 40.

(3): حامد عبد المجيد دراز، السياسات المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2002، ص 30، 29.

على مفهوم الطلب الكلي والتغيرات فيه كمحدد أساسي للتغيرات التي تحدث في المستوى التوازني للدخل الوطني، كما اعتقد أن العجز في الطلب الكلي هو سبب حالة الكساد التي سادت العالم بداية الثلاثينات.
المطلب الثاني: أهداف السياسة المالية:

تهدف السياسة المالية إلى تحقيق السياسة العامة من خلال استخدام الإيرادات والنفقات العامة من طرف الحكومة، فالسياسة المالية تساهم مساهمة كبيرة في تحقيق التنمية الاقتصادية وتحقيق العدالة الاجتماعية بين الأفراد في توزيع الدخل والثروات وأخيراً تستطيع السياسة المالية أن تساهم في تحقيق الاستقرار الاقتصادي، ولهذا نحاول في هذا المطلب التطرق إلى الدور الذي تقوم به السياسة المالية في تحقيق الأهداف السابقة وذلك على النحو التالي:

أولاً: دور السياسة المالية في تحقيق الاستقرار الاقتصادي:⁽¹⁾

تؤدي السياسة المالية دوراً هاماً في تحقيق الاستقرار الاقتصادي وخاصة وقت الكساد أو وقت الراج نظراً لتأثيرها في كل من مستوي التشغيل ومستوى الأسعار ومستوى الدخل الوطني، بالنظر إلى أسباب ومصادر الاختلالات والتقلبات الاقتصادية التي تعصف بالاستقرار الاقتصادي في أي مجتمع من المجتمعات. ويمكن إرجاعها إلى نوعين من الأسباب مع عدم تجاهل أسباب أخرى تتعلق باقتصاديات الدول المختلفة:

- ظهور زيادة أو عجز في الطلب الكلي، في الاقتصاد الوطني.
- وجود قوى احتكارية تخرج عن قواعد المنافسة، وتتمتع بدرجة كبيرة في تحديد كل من الأسعار والأجور في المجتمع مع انخفاض درجة مرونة بعض عوامل الإنتاج.

ثانياً: دور السياسة المالية في تخصيص الموارد:⁽²⁾

I- معنى تخصيص الموارد: يقصد بتخصيص الموارد الاقتصادية عملية توزيع الموارد المادية والبشرية بين الأغراض والحاجات المختلفة بغرض تحقيق أعلى مستوى ممكن من الرفاهية لأفراد المجتمع.

II- تدخل الدولة لتخصيص الموارد: تعمل السياسة المالية في مجال تخصيص الموارد على حسن توجيه وتخصيص الموارد في الحالات التي يلاحظ فيها صرف نظر من جانب الأفراد ووحدات وتظهر أهمية إعادة تخصيص الموارد في حالات كثيرة منها:

- حالة الموارد ذات الأهمية الإستراتيجية وغير المتجددة كالنفط والغاز.
- حالة الموارد التي من المتوقع أن تشتد ندرتها في الأمد البعيد كالموارد المائية ويتقلب في مثل هذا الوضع إنتاج هذه الموارد وترشيد استهلاكها بالطريقة التي يراها صانع السياسة الاقتصادية عامة و السياسة المالية على وجه الخصوص، كأن يرفع من أسعار استهلاكها لإجبار الأشخاص على الاقتصاد في استخدامها، وفي نفس الوقت البحث عن بدائلها.

III- إجراءات السياسة المالية لإعادة تخصيص الموارد:

هناك إجراءات تساعد على تخصيص الموارد وتوجيهها، هذه الإجراءات تشمل كل من المنتجين والمستهلكين.

(1): عبد المنعم فوزي، المالية العامة والسياسة المالية، منشأة المعارف بالإسكندرية بدون سنة نشر، ص 435.
(2): نفس المرجع، ص 160-162.

- 1- بالنسبة للمنتجين:** هناك إجراءات مالية مختلفة كحوافز مالية لتشجيع الاستثمارات الخاصة وأهمها:
- الإعفاءات الضريبية على أرباح الأعمال في الاستثمارات الجديدة لفترة محددة.
 - الإعفاءات جزئيا من الضرائب غير المباشرة مثل الرسوم الجمركية، إعفاء الأرباح المحتجزة من الضرائب، إذا ما استمرت في إنشاء مشاريع جديدة.
 - الإنفاق الحكومي مثل برامج التدريب والتأهيل والطرق والمواصلات.
- 2- بالنسبة للمستهلكين:** فقد تتدخل الدولة من خلال السياسة المالية لصالح المستهلكين، حيث يسعى المستهلكون بطبيعة الحال للحصول على السلع ذات النوعية الجيدة وبأسعار منخفضة، وفي نفس الوقت يسعى المنتجون إلى البيع بأسعار مرتفعة يحدث هذا عندما يتاح لهم قدر من السلطة الاحتكارية حيث تؤدي هذه الأخيرة في العادة إلى سوء تخصيص الموارد، عندما يزداد الاستغلال من طرف المنتجين، تتدخل الدولة بوضع حدود للأسعار بطريقة أو بأخرى.
- وأخيرا نخلص إلى أن السياسة المالية تؤدي دورا إيجابيا ومهما في نفس الوقت في تخصيص الموارد وبالتالي تؤدي دورا فعالا في تغيير أنماط الإنتاج.
- ثالثا: السياسة المالية ودورها في إعادة توزيع الدخل الوطني:**

يتحدد توزيع الدخل القومي في أبسط صورة عن طريق بيع عناصر الإنتاج أو خدماتها في أسواق السلع والخدمات الإنتاجية، وسنتطرق إلى دراسة نمط توزيع الدخل الوطني في كلا النظامين الرأسمالي والاشتراكي.

I- السياسة المالية ونمط توزيع الدخل الوطني في النظام الرأسمالي⁽¹⁾

يقصد بإعادة توزيع الدخل والثروة إدخال تعديلات على التوزيع الأولي للدخل والثروة بغرض تقليل التفاوت في المجتمع، ومن هنا فإن الدولة الرأسمالية تسعى إلى التخفيف من حدة انعدام العدالة التوزيعية عن طريق الضرائب التصاعدية.

II- السياسة المالية ونمط توزيع الدخل الوطني في النظام الاشتراكي⁽²⁾

إن تحقيق العدالة بين المواطنين في توزيع الدخل هو طليعة الأهداف التي يسعى إليها النظام الاشتراكي في تحقيقها.

1- التوزيع الأمثل للدخل: يمكننا القول إجمالاً أن التوزيع الأمثل للدخل هو ذلك الذي يهيئ لكل فرد درجة إشباع متساوية من السلع والخدمات التي نشترها.

2- إعادة توزيع الدخل: هناك أدوات مالية عديدة يمكن استخدامها لإعادة توزيع الدخل، وتنتمي معظمها إلى الطوائف الثلاث الآتية:

- تكثيف نمط الملكية للموارد حيث قد تلجأ الحكومة إلى تغيير نمط ملكية الموارد وذلك بفرض الضرائب التصاعدية على الشركات والهيئات أو بتحديد ملكية رؤوس الأموال.
- تعديل نمط أثمان الموارد أو المنتجات حيث قد تلجأ الدولة إلى تغيير نمط أثمان الموارد أو المنتجات بقصد تكثيف توزيع الدخل الشخصية وذلك بأن تحدد حدا أدنى للأجور، أو بأن ترفع من أثمان السلع الترفيهية، أو بأن تخفض من أثمان السلع التي يقبل على شرائها خاصة ذوي الدخل المنخفضة.
- تكثيف المباشر لحجم الدخل: حيث تقوم الحكومة بتعديل الدخل المنخفضة بصرف النظر عن ملكية الموارد أو أثمانها. وذلك عن طريق الضرائب على الدخل الشخصية أو بخلق قوة شرائية من جهة أو بالإنفاق من جهة أخرى.

(1): محمد دويدار، مبادئ الاقتصاد السياسي، موفم للنشر والتوزيع، الجزائر، 2004، ص 613.

(2): عبد المنعم فوزي، مرجع سبق ذكره، ص 452-455.

المطلب الثالث: العوامل المؤثرة في السياسة المالية

لقد عرفت المالية العامة بأنها دراسة الآثار القانونية والسياسية والاقتصادية لإيرادات ونفقات الموازنة العامة لذلك هناك عوامل متعددة تؤثر في السياسة المالية منها ما يؤثر بالتشجيع ومنها ما يؤثر عكس ذلك، لهذا ينبغي مراعاة هذه الآثار المتنوعة وذلك على النحو التالي:
أولاً: العوامل السياسية⁽¹⁾

إن كل نظام ضريبي هو ناتج عن قرار سياسي حيث أن هذا التأثير للسياسة على الضريبة وجد منذ قديم الزمان وقد مس كل من الدول المتقدمة والمتخلفة.

كانت السياسة المالية حتى سنوات قليلة خلت هي الخادمة للسياسة المسؤولة عن إمدادها بالأموال لنفقاتها وفي الحاضر أصبحت السياسة المالية هي المعاون للسياسة بالإضافة إلى الوظائف الاجتماعية والاقتصادية التي أسندت لها. إن التأثير المتبادل بين السياسة المالية والعوامل السياسية يظهر بوضوح لأن الاقتطاع العام من الدخل الوطني جد هام. وكما أن تحديد قيمة هذا القطاع وتحديد توزيعه وقرارات استعماله تثير مشكلات سياسية هامة ويمكن توضيح الأثر المتبادل بين السياسة المالية والعوامل السياسية في ثلاثة نقاط:

I- تأثير الظواهر المالية على السياسة الداخلية:

يمكن للسياسة المالية أن تؤثر على الحياة السياسية سواء عن طريق النظم السياسية، حيث أن كل نظام سياسي يمارس اختصاصات مالية تستخلص من هذا الواقع سلطة سياسية أعلى من السلطة النابعة عادة من الأحكام القانونية التي تحدد نظامه وخير دليل سلطة البرلمان واختصاصه المالي وتفوق وزير المالية لأنه الوحيد المسؤول عن تحقيق توازن نفقات وإيرادات الدولة. كما يمكن للسياسة المالية أن تمارس تأثيرها على الحياة السياسية من خلال تأثيرها على الأحداث السياسية ذات الأصل المالي أي الناتجة عن أسباب مالية وضريبية كوطأة العبء الضريبي على الطبقات الفقيرة.

II- تأثير العوامل السياسية على السياسة المالية:

يمكن أن ينظر لهذا التأثير من ناحيتين:

* فمن ناحية تأثير البنات السياسية نجد أن الطبقة الحاكمة في أي تاريخ تمثل عنصراً هاماً للتوجه المالي للدولة، أي أن السياسة المالية وحجم توزيع النفقات وتحصيل الإيرادات مكيمة بقدر كبير حسب النظام السياسي السائد أي أن الفئة ذات التفوق السياسي تستعمل سلطتها المالية للمحافظة على سيطرتها في الدولة سواء عن طريق السياسة الضريبية أو حتى عن طريق النفقات العامة التي أصبحت تستخدم كوسيلة تأثير اجتماعي واقتصادي قوية مثلما هو معروف بالنفقات الحكومية والإعانات.

* أما من ناحية تأثير الوقائع السياسية، هو أن الأحداث السياسية الهامة لها انعكاسات على السياسة المالية لما لها من تأثير على إمكانيات الإيرادات وما تحدثه من تغييرات في القيمة ومحل النفقات العامة. ومن هذه الوقائع السياسية نجد الأحداث العسكرية وما لها من تأثير واضح على السياسة المالية، و يمكن تتبع تطور السياسة المالية من خلال تطور الظواهر العسكرية فمثلاً:

ميلاد الضريبة مرتبط بظهور الحملات العسكرية.

III- التأثير المتبادل بين الموازنة العامة والعوامل السياسية:

(1) باهر محمد غنم، سامي السيد، اقتصاديات المالية العامة، دار الثقافة العربية، القاهرة 1988، ص 622-624.

الميزانية هي ذلك التصريح الدوري الممنوح من البرلمان إلى السلطة التنفيذية بتحصيل الإيرادات و صرف النفقات، ومن هذا يظهر جليا التفوق التشريعي على السلطة التنفيذية الناتج عن تطور تاريخي طويل، كما توجد علاقة وثيقة بين الموازنة والبرلمان فقد ظهرت الموازنة أحيانا كعامل لدعم البرلمان، وأحيانا أخرى عامل لاندثار.

وأخيرا إن المتتبع للعلاقات المتبادلة بين الاعتبارات السياسية والسياسية المالية يلاحظ أنهما سياستان لا يمكن الفصل بينهما. وإن إمكانيات عمل السياسة المالية على الوجه الصحيح تكون أكبر في النظم السياسية ذات الحكم الديمقراطي، كما أن فاعلية أداء السياسة المالية في الدول المستقلة تكون أكبر منها في الدول المستعمرة.

ثانيا: العوامل الإدارية:

من العوامل الهامة التي تؤثر في السياسة المالية نجد العوامل الإدارية فهي تؤثر في السياسة المالية وتتأثر بها، ومن أهم جوانب السياسة المالية تتأثر بالجهاز الإداري هو الجانب الضريبي، حيث أن الجهاز الإداري الكفء يهيئ للسياسة المالية فعالية كبيرة في تحقيق أهدافها. تأثير العوامل الإدارية على السياسة المالية تأثير متبادل فكلاهما يؤثر ويتأثر بالآخر وذلك على النحو التالي(1):

I- تأثير العوامل الإدارية على السياسة المالية:

إن هذا التأثير هو تأثير مزدوج فهناك أثر البنات الإدارية وكذلك تأثير السياسة الإدارية وذلك على النحو التالي:

1- تأثير البنات الإدارية على السياسة المالية:

هناك بعض البنات الإدارية تحتاج إلى نفقات كبيرة لأنها تحتوي على عدد كبير من المرافق وما تتطلبه من عنصر بشري ومالي قد لا يكون متوفرا في الدولة المعنية، كذلك في حالة اعتماد الأسلوب اللامركزي على نحو موسع فإنه يؤدي إلى زيادة النفقات لأن الهيئات المحلية ذات الاستقلالية المالية تميل عادة إلى المبالغة في الإنفاق.

2- تأثير السياسة الإدارية على السياسة المالية:

للسياسة الإدارية مظاهر عديدة لها انعكاسات مالية كالمؤسسات والمنشآت الإدارية، فبناء المصانع والمنشآت العامة في جهة ما تكون مصدر موارد مالية هامة لما يفرض على المصنع من ضرائب مختلفة، كما أن هذا المصنع يساهم في زيادة النشاط الاقتصادي للناحية عن طريق تنمية الاستهلاك ومنه زيادة الموارد المالية وهذا ما لا نجده في المناطق التي تتعدم بها المصانع ومؤسسات العمل لما تعانيه من صعوبات مالية جمة، لأنه مع غياب الأنشطة الاقتصادية فمن الصعب فرض ضرائب هامة.

II- تأثير السياسة المالية على المؤسسات الإدارية:

كما تؤثر العوامل الإدارية في السياسة المالية وهذه الأخيرة هي الأخرى تؤثر في العيانات الإدارية تأثير مزدوج فهناك تأثير على المؤسسات الإدارية وكذلك تأثير على السياسة الإدارية كما يلي:

1- تأثير العمليات المالية على المؤسسات الإدارية:

نجد على الساحة الإدارية أن أي جهاز يمارس اختصاصات مالية فإنه يستمد من ذلك تدعيما لسلطاته كما أن الحكم على مدى استقلالية الهيئات اللامركزية يتبع مدى استقلالها المالي أي على مدى السلطات المالية الممنوحة ولهذا لا يكون الاستقلال حقيقيا إلا إذا كان للهيئة المحلية إيرادات مستقلة مثل

(1): عطية عبد الواحد، دور السياسة المالية في تحقيق التنمية الاقتصادية، دار النهضة العربية، القاهرة، 1993، ص ص174-173.

إيرادات أملاكها (الدومين)، مع التمتع بحرية الإنفاق دون اللجوء إلى السلطة التشريعية للحصول على التصريح بالإنفاق، وفي حالة انعدام الحرية المالية للهيئة المحلية تكون اللامركزية صورية حتى وإن كانت لها اختصاصات قانونية واسعة ومنه يمكن القول أن استقلال المالية هو مقياس حقيقي للامركزية.

2- تأثير العمليات المالية على السياسة الإدارية:

إن تأثير السياسة المالية على السياسة الإدارية يتضح بالنسبة للجمعيات المحلية والمنشآت العامة حيث أن السياسة الإدارية لهذه الهيئات محكومة باعتبارات مالية ففي حالة توفر الموارد المالية الناتجة من أملاكها أو ضخامة الوعاء الضريبي فعندئذ تكون سياسة توسعية فهناك نفقات مختلفة واستثمارات عديدة تسمح بتحسين التنمية المحلية لما توفر من مرافق عامة جديدة، أما إذا كانت الموارد المالية غير كافية حينئذ يجب على الهيئات المحلية إتباع سياسة مالية انكماشية أي محدودة أي أنها تكتفي بمرافق ضرورية فقط دون تجديد.

* ونخلص في الأخير أنه هناك تأثير متبادل بين السياسة المالية والعوامل الإدارية بحيث كلاهما يؤثر ويتأثر بالآخر وحتى تحقق السياسة المالية أهدافها فلا بد أن يتوفر الجهاز الإداري الكفاء الذي تتوفر فيه الإمكانيات البشرية و الفنية وإلا كان جهازا جامدا ويكون معوقا فعليا لفعالية السياسة المالية وهذا ما نجده في الدول المتخلفة وأخيرا يمكن القول أن الجهاز الذي يساعد السياسة المالية في أداء مهامها هو ذلك الجهاز الإداري المقصد في نفقاته البسيط في تكوينه، سريعا في مهامه.

ثالثا: أثر النظام الاقتصادي:

ينبغي أن تتسق السياسة المالية في طبيعتها وتكوينها وأهدافها وطريقة عملها مع النظام الاقتصادي الذي تعمل من خلاله، لهذا تختلف السياسة المالية في النظام الرأسمالي منها في النظام الاشتراكي.

I- السياسة المالية في النظام الرأسمالي⁽¹⁾:

كان النظام الرأسمالي في بدء نشأته يقوم على أساس النظرية الكلاسيكية التي تنادي بعدم تدخل الدولة في الحياة الاقتصادية، وقد سمحت الحياة الاقتصادية للنظرية التقليدية أن تعيش فترة من الزمن إلا أن الظروف وتغيرات وتطور دور الدولة بسرعة فلم يعد يقتصر على وظائف وما شبه ذلك، بل تعداه إلى جميع مجالات الحياة الاقتصادية وأصبح حجم تدخل الدولة أكبر.

II- السياسة المالية في النظام الاشتراكي⁽²⁾:

يمكن القول أن السياسة المالية في الدول الاشتراكية لها خصائص مميزة وهي نتيجة منطقية لطبيعة الاقتصاد الاشتراكي وهذه الخصائص هي:

- كبر حجم النفقات الاستثمارية وذلك للحصول على إيرادات مع العلم أن النفقات الاستثمارية للدولة أيضا.
- القروض الداخلية شبه إجبارية أما القروض الخارجية فهي من الدول الاشتراكية.
- في الواقع أن أهمية السياسة المالية في هذه البلدان أصبحت تضعف تدريجيا في الوقت الحالي، بل يكن القول أن الاقتصاد الاشتراكي الذي يقوم على سيطرة الدولة لعناصر الإنتاج وعدم الاعتراف بالملكية الخاصة قد بدأ يغير من هذه النظرة نظرا للفشل والإفلاس الذي أصابه.

(1): عطية عبد الواحد، مرجع سبق ذكره، ص 185.

(2): طارق الحاج، مرجع سبق ذكره، ص 34.

المبحث الرابع: أدوات السياسة المالية

تحتل السياسة المالية مكانة هامة بين السياسات الأخرى لأنها تستطيع أن تقوم بالدور الأعظم في تحقيق الأهداف المتعددة التي ينشدها الاقتصاد الوطني، وذلك بفضل أدواتها المتعددة التي تعد من أهم أدوات الإدارة الاقتصادية في تحقيق التنمية الاقتصادية والقضاء على المشاكل التي تعوق الاستقرار الاقتصادي.

المطلب الأول: النفقات العامة

تعكس النفقات العامة دور الدولة وتطوره، فمع تطور دور الدولة من الدولة الحارسة إلى الدولة المتدخلية إلى الدولة المنتجة تطورت النفقات العامة حيث زاد حجمها وتعددت أنواعها، وأصبحت أداة رئيسية من أدوات السياسة المالية.

أولاً: مفهوم النفقات العامة:

يمكن تعريف النفقة العامة "مبلغ من النقود يقوم بإنفاقه شخص معنوي عام بهدف تحقيق نفع عام"⁽¹⁾.

تتكون النفقة العامة من ثلاث عناصر والتي تمثل أركان النفقة والتي تتمثل فيما يلي:⁽²⁾

I- النفقة العامة مبلغ نقدي: تقوم الدولة بإنفاق مبالغ نقدية للحصول على السلع والخدمات اللازمة لممارسة نشاطها، أي كل ما تنفقه الدولة سواء من أجل الحصول على السلع والخدمات اللازمة لتسيير المرافق العامة، أو شراء السلع الرأسمالية اللازمة للعمليات الإنتاجية أو منح الإعانات والمساعدات بأشكالها المختلفة، يجب أن يتخذ الشكل النقدي حتى يدخل في مجال النفقات العامة.

II- صدور النفقة من الدولة أو أحد تنظيميها: يعد اشتراط صدور النفقة من جهة عامة ركناً أساسياً لوجود النفقة، ويدخل في عدا النفقات العامة تلك النفقات التي تقوم بها الأشخاص المعنوية العامة والدولة والهيئات العامة الوطنية والمؤسسات العامة، كما يندرج تحتها أيضاً نفقات المشروعات العامة، فخصوع هذه المنشآت لتنظيم تجاري في إدارتها وسعيها لتحقيق الربح لا تخفي طبيعتها كجهاز من أجهزة الدولة يقوم بنشاط مميز قصد تحقيق أهداف اقتصادية واجتماعية معينة، فالجهة الوحيدة التي تتولى عملية الإنفاق العام هي الدولة من خلال أجهزتها المختلفة ضمن القوانين المعمول بها، أما إذا أصدرت النفقة من أفراد أو مؤسسات خاصة فلا تعد نفقة عامة لأنها لم تخرج من خزينة الدولة.

III- الغرض من النفقة العامة تحقيق النفع العام: ينبغي أن يكون الهدف من النفقات العامة هو إشباع حاجات العامة ومن ثم تحقيق النفع أو المصلحة العامة، وبالتالي لا تعتبر من قبيل النفقات العامة تلك النفقات التي تهدف إلى إشباع حاجة خاصة أي تحقيق نفع خاص، فإذا كان الإنفاق يهدف إلى نفع خاص فإنه يخرج عن إطار النفقات العامة لأنه يتعارض مع مبدأ المساواة والعدالة بين الأفراد المجتمع في تحمل الأعباء كالضرائب حيث أن جميع الأفراد يتساوون في تحمل الأعباء العامة ومن ثم يجب أن يتساوون كذلك في الانتفاع بالنفقات العامة للدولة.

ثانياً: أنواع النفقات العامة: تعددت وتنوعت صور الإنفاق العام، والتي يمكن إيجازها فيما يلي:⁽³⁾

(1) : علي لطفى، المالية العامة، مكتبة عين شمس، مصر، 1995، ص 182.
(2) : أحمد جامع، علم المالية العامة، دار النهضة العربية، مصر، 1970، ص 160.
(3) : طارق الحاج، مرجع سبق ذكره، ص 26، 25.

I- النفقات الحقيقية والنفقات التحويلية:

1- النفقات الحقيقية: تعني النفقات الحقيقية استخدام الدولة جزء من القوة الشرائية للحصول على السلع والخدمات المختلفة إقامة المشاريع التي تشبع حاجات عامة، وتؤدي النفقات الحقيقية إلى زيادة مباشرة في الناتج الوطني صرف الأموال العامة على الأجور و الرواتب للعاملين، كذلك شراء السلع والخدمات اللازمة لسير عمل الإدارات وأجهزة الدولة.

2- النفقات التحويلية: هي تحويل مبالغ نقدية من فئة إلى أخرى في المجتمع وهذه النفقات ليس لها مقابل مباشر ولا تؤدي إلى زيادة الإنتاج الوطني بل تؤدي إلى إعادة توزيعه أي أن هذا النوع من النفقات من شأنها نقل القوة الشرائية من فئة إلى أخرى أي تهدف إلى إحداث تغيير في نمط توزيع الدخل الوطني كالإعانات.

II- النفقات العادية والنفقات غير العادية:

إن سبب تقسيم النفقات إلى عادية وغير عادية إلى الحاجة لتحديد مدى الالتجاء إلى الموارد غير العادية لتغطية النفقات العامة، أي أن فكرة النفقات غير العادية قد استخدمت لتبرير اللجوء إلى الموارد غير العادية، وهناك عدة معايير للترقية بين النفقات العادية وغير العادية هي(1):

- الانتظام والدورية: فإذا كانت دورية ومنتظمة تعتبر عادية مثل الأجور وإن لم تكن كذلك فهي غير عادية ومنها مثلا تمويل الحروب ومواجهة الكوارث.

- طول فترة الإنفاق: إذا كانت فترة الإنفاق طويلة فهي نفقة عادية والعكس غير عادية.

- معيار توليد الدخل: فإذا كانت النفقات تعطي دخلا فتعتبر نفقة غير عادية، مثل اللجوء إلى الاقتراض للقيام بالمشروعات العامة التي تعطي دخلا يغطي فوائد هذا القرض أي أن القرض يخصص لتغطية نفقات تعطي إيرادات تكون لدفع فائدته وللقيام بتسديده فعندئذ تعتبر هذه النفقات غير عادية، أما إذا كانت النفقات لا تولد دخلا فتعتبر نفقات عادية.

- معيار الإنتاجية: فإذا كانت غير منتجة أو ما يسمى بالنفقات الاستهلاكية أي لتؤدي إلى زيادة الإنتاج الوطني فهي نفقة عادية أما إذا كانت منتجة تؤدي إلى زيادة الإنتاج الوطني فهي نفقة غير عادية مثل النفقات المخصصة لإنشاء المدارس والمستشفيات.

- معيار المساهمة في تكوين رأس المال العيني: تكون النفقة عادية طبقا لهذا المعيار إذا كانت لتساهم في تكوين رأسمال كذلك التي تلزم تسيير المرافق العامة وتسمى بالجارية أو ما يعرف أيضا بالنفقات الإدارية، أما إذا كانت تساهم في تكوين رؤوس الأموال العينية كالنفقات الرأسمالية والاستثمارات فهي نفقة غير عادية.

III- التقسيم الوظيفي للنفقات العامة:

على هذا الأساس تقسم النفقات العامة وفقا للوظائف التي تؤديها الدولة، وبذلك تكون هناك ثلاثة أنواع للنفقات تتدرج تحت التقسيم الوظيفي وهي(2):

1- النفقات الإدارية للدولة: تمثل النفقات المتعلقة بتسيير المرافق العامة اللازمة لقيام الدولة، وتشمل هذه النفقات مرتبات الموظفين، أجور العمال ومعاشاتهم ويمكن القول أن هذا الصنف من النفقات يتضمن نفقات الإدارة العامة والدفاع، الأمن، العدالة...إلخ.

(2): A.wogner, traité de science des finances, paris, p.p, 191,192

(2): السيد عبد المولى، المالية العامة، دار النهضة العربية، القاهرة، 1993، ص ص 78،79.

2- **النفقات الاجتماعية للدولة:** وهي النفقات المتعلقة بالأغراض الاجتماعية للأفراد، ومن أهمها النفقات الخاصة بالتعليم والصحة والتأمينات الاجتماعية والثقافية... إلخ.

3- **النفقات الاقتصادية:** هي النفقات المتعلقة بالأغراض الاقتصادية للدولة، أي النفقات المرتبطة بقيام الدولة بأنشطة معينة بهدف تحقيق أهداف اقتصادية مثل الاستثمارات العامة التي تهدف إلى توفير الخدمات الأساسية كالنقل والمواصلات، الري، الكهرباء... إلخ.

ثالثا: الآثار الاقتصادية للنفقات العامة:

إن دراسة الآثار الاقتصادية للنفقات العامة تعتبر أمرا بالغ الأهمية لأنها تسمح بالتعرف على الاستخدامات المختلفة التي يمكن توجيه النفقات العامة إليها لتحقيق أهداف معينة، كما أن معرفة الأثر الذي يمكن أن تحققه نفقة معينة يجعل المسؤولين عن السياسة المالية يستخدمون هذه النفقة لتحقيق هذا الأثر إذا ما اعتبر هدفا يسعى المجتمع لتحقيقه، وتتمثل هذه الآثار فيما يلي (1):

I- الأثر المباشر للإنفاق العام على الناتج الوطني:

إن درجة تأثير الإنفاق العام يتوقف على مدى كفاءة استخدامه، ويؤثر الإنفاق العام على الناتج الوطني من خلال زيادة القدرة الإنتاجية أو الطاقات الإنتاجية في شكل إنفاق استثماري وبالتالي ينعكس بالإيجاب على الإنتاج الوطني.

II- الأثر المباشر للإنفاق العام على الاستهلاك الوطني:

هناك عدة جوانب يؤثر من خلالها الإنفاق العام على الاستهلاك منها:

- في حالة شراء الحكومة سلع استهلاكية مثل الملابس والأدوية للقطاع العسكري مثلا فإنها تزيد الاستهلاك الوطني نفس الشيء في حالة شرائها لخدمات استهلاكية كالدفاع والأمن والتعليم.
- عندما تدفع الحكومة فوائد القروض لمقترضيه وتقديم إعانات البطالة ومنحها لإعانات دعم عينية، كل هذه النفقات تزيد من الاستهلاك الوطني.

III- الأثر على الادخار الوطني:

إن زيادة الاستهلاك مع ثبات الدخل يؤدي إلى انخفاض الادخار مما ينعكس سلبا على الاستثمار الذي يؤثر هو الآخر على الإنتاج، تكون نفس النتائج عندما يزيد الاستهلاك بمعدل يفوق الدخل الوطني، فإذا زاد الإنفاق العام بمعدل يفوق الإيرادات فإن الأثر يكون سالبا على الادخار الوطني.

VI- أثر الإنفاق العام على توزيع الدخل:

يظهر هذا التأثير من خلال:

- التدخل في توزيع الدخل الأولي بين الذين شاركوا في إنتاج هذا الدخل عن طريق النفقات الحقيقية للأجور وتحديد مكافآت عوامل الإنتاج أي عوائد الإنتاج.
- التدخل عن طريق ما يجريه من تعديلات لازمة من الناحية الاقتصادية والاجتماعية تتم على التوزيع الأولي والذي يعرف بإعادة توزيع الدخل الوطني وذلك عن طريق النفقات التحويلية بين عوامل الإنتاج أو فروع النشاط.

V- الأثر غير المباشر للإنفاق العام على الإنتاج والاستهلاك الوطني:

(1) : دراوسي مسعود، السياسة المالية ودورها في تحقيق التوازن الاقتصادي، أطروحة لنيل درجة دكتوراه دولة، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، قسم العلوم الاقتصادية، جامعة الجزائر، 2005، ص 172-174.

هناك أثر غير مباشر للإنفاق العام على كل من الاستهلاك والإنتاج الوطني والذي مفاده أن الزيادة الأولية في الإنفاق تؤدي إلى زيادات متتالية في الاستثمار وبالتالي زيادة غير مباشرة في الإنتاج خلال دورة الدخل.

IV- أثر الإنفاق العام على معدل النمو الاقتصادي:

إن زيادة الإنفاق العام ومن ثم زيادة التراكم الرأسمالي ومنه زيادة الاستثمار، هذه الزيادة في الإنفاق يمكن أن تزيد من معدل النمو الاقتصادي والعكس صحيح.

المطلب الثاني: الإيرادات العامة

تعتبر الإيرادات العامة من بين الأدوات المهمة للسياسة المالية، حيث تؤدي هذه الأخيرة دورا مهما في قيام السياسة المالية بدورها.

أولا: تعريف الإيرادات العامة:

يقصد بالإيرادات العامة كأداة مالية "مجموعة الدخل التي تحصل عليها الدولة من المصادر المختلفة، من أجل تغطية نفقاتها العامة وتحقيق التوازن الاقتصادي والاجتماعي"⁽¹⁾.

ثانيا: تقسيمات الإيرادات العامة: ويمكن تقسيمها إلى:

I- إيرادات أملاك الدولة (الدومين):

ويقصد بأملاك الدولة كل ما تملكه الدولة سواءا كانت ملكية وطنية عمومية أو ملكية وطنية خاصة، وسواءا كانت أموالا عقارية أو منقولة، ويمكن تقسيم أملاك الدولة وفقا لمعيار النفع إلى الملكية العامة والخاصة⁽²⁾.

1- أملاك الدولة العمومية:

ويقصد بالملكية العمومية الأموال التي يملكها الدولة أو الأشخاص المعنوية، وتكون معدة للاستعمال العام، ومن تخضع لقانون النفع العام^(*)، وتتكون الأملاك الوطنية العمومية من الحقوق والأملاك المنقولة والعقارية التي يستعملها الجميع والموضوعة تحت تصرف الجمهور المستعمل، وإما بواسطة مرفق عام شريطة أن تكيف في هذه الحالة بحكم طبيعتها تكييفا مطلقا أو أساسيا مع الهدف الخاص بهذا المرفق.

وتصنف الأملاك العمومية للدولة إلى:

أ- الأملاك العمومية الطبيعية:

تشمل الأملاك العمومية الطبيعية عموما على: شواطئ البحر وباطن البحر الإقليمي والمساحات المائية الأخرى، الثروات والموارد الطبيعية السطحية والجوفية مثل الموارد المائية والمحروقات من المناجم والمحاجر والثروات البحرية، الثروات الغابية.

ب- الأملاك العمومية الاصطناعية:

تشمل الأملاك العمومية الاصطناعية عموما على ما يلي:

- الأراضي، الحدائق والأماكن الأثرية العامة.

- الموانئ، المطارات والسك الحديدية.

(1): Louis Trotabas, *Finances Publiques*, Dalloz, 1967 p p 210,211.

(2): محمد عباس محرز، *اقتصاديات المالية العامة: الإيرادات العامة، النفقات العامة، الميزانية العامة*، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2005، ص 145-150.

(*) : يقصد بذلك أنه مخصص للنفع العام، فلا يجوز بيعه أو التصرف فيه، كما لا يمكن أن يكون محلا للتملك من جانب الأفراد ولو بطريق التقادم.

- أبنية الوزارات والمصالح العامة، والمنشآت العامة بكافة أنواعها، وغيرها من الأموال الأخرى.

2- أملاك الدولة الخاصة:

ويقصد بالملكية الخاصة الأموال التي تملكها الدولة ملكية خاصة ومعدة للاستعمال الخاص، وتحقق نفعاً خاصاً للفئة التي تستخدمها، ومن ثم فإنها تخضع لأحكام القانون الخاص. وأملاك الدولة الخاصة استخدامها يكون بمقابل ويحقق دخلاً يعتبر من مصادر الإيرادات العامة، فقد اكتسبت هذه الأملاك الخاصة أهمية كمصدر للإيرادات منذ القدم، ويمكن تقسيم أملاك الدولة الخاصة إلى⁽¹⁾:

أ- الدومين العقاري:

ويتضمن ما تمتلكه الدولة من عقارات متعددة مثل الأراضي الفلاحية والغابات ويطلق عليه الدومين الفلاحي، والمناجم والمحاجر ويطلق عليه الدومين الاستخراجي وتساهم هذه الممتلكات في تحقيق الموارد المالية التي يحققها الدومين العقاري في إجماله وتفضل بعض الدول الاحتفاظ بملكية بعض العقارات وترك أمر استغلالها للأفراد مع الإشراف عليهم، وإلزامهم بدفع عائد للدولة طبقاً للاتفاق الذي يعقد في هذا الصدد.

ب- الدومين الصناعي والتجاري:

إن انتقال الدولة من دورها كدولة حارسة إلى دورها كدولة متدخلة أدى إلى زيادة تدخل الدولة في المجالات المختلفة المتعلقة بالنشاط الاقتصادي، مما ترتب عليه تملك الدولة لمرافق عامة صناعية أو تجارية، تمارس من خلالها نشاطاً تجارياً أو صناعياً شبيهاً بنشاط الأفراد أو المشاريع الخاصة.

ج- الدومين المالي:

ويقصد بالدومين المالي الأسهم والسندات المملوكة للدولة، والتي تحصل منها على إيراد مالي يتمثل في الأرباح والفوائد، وتمثل إيرادا للخزينة العمومية، ويعتبر هذا النوع من أحدث الدومين الخاص، وقد ازدادت أهميته في العصر الحديث، وتسعى الدولة إلى ممارسة النشاط المالي ليس فقط من أجل تحقيق إيرادات مالية، ولكن أيضاً لتحقيق أهداف سياسية أو اقتصادية معينة.

II- الرسوم⁽²⁾:

تعتبر الرسوم من مصادر الإيرادات العامة للدولة ذات الأهمية الخاصة، وتتميز بأنها من الموارد المالية التي تدخل خزينة الدولة بصفة دورية ومنتظمة ومن ثم تقوم السلطات العمومية باستعمالها في تمويل نفقاتها العامة وتحقيق المنافع العامة ومما هو جدير بالذكر أن الرسوم يدفعها الأفراد مقابل خدمات خاصة، يحصلون عليها من المرافق العامة، أي أنها مقابل الخدمات.

ويعرف الرسم على أنه "مبلغ نقدي يدفعه الفرد جبراً إلى الدولة، أو إلى إحدى مؤسساتها العمومية، مقابل منفعة خاصة يحصل عليها الفرد إلى جانب منفعة عامة تعود على المجتمع ككل". ويتميز الرسم بجملة من الخصائص نذكر منها:

(1) سوزي عدلي ناشد، الوجيز في المالية العامة، دار الجامعة الجديدة للنشر، الإسكندرية، 2000، ص 8.

(2) محمد عباس محرز، مرجع سبق ذكره، ص 159-164.

- الصفة النقدية للرسم: حيث كان الرسم قديما يحصل في صورة عينية، وفقا للأوضاع الاقتصادية العامة السائدة في ذلك الوقت، ومع تطور دور الدولة، وبعد أن أصبحت النقود وسيلة التبادل الرئيسية، أصبح ضروريا أن يتم دفع الرسوم في صورة نقدية.
- صفة الإيجار للرسم: حيث يدفع الرسم جيرا من طرف الشخص الذي يتقدم بطلب الخدمة مثل الرسوم المقررة لاستخراج رخصة السياقة، والحصول على جواز السفر....إلخ.
- صفة المقابل للرسم: حيث يدفع الفرد الرسم مقابل الحصول على خدمة من الدولة أي هيئاتها العامة.
- طابع المنفعة للرسم: وهذا ما يميزها عن الضرائب.

III- الضرائب:

تعتبر الضرائب من أقدم وأهم مصادر الإيرادات العامة، ويمن تعريف الضريبة على أنها: "مساهمة نقدية تفرض على المكلفين بها حسب قدراتهم التساهمية والتي تقوم، عن طريق السلطة، بتحويل الأموال المحصلة وبشكل نهائي، ودون مقابل محدد، نحو تحقيق الأهداف المحددة من طرف السلطة العمومية"⁽¹⁾.

- وللضريبة مجموعة من الخصائص التي تميزها نذكر منها (2):

- الضريبة ذات شكل نقدي: إذ يتعلق الأمر باقتطاع نقدي، ففي النظم الاقتصادية القديمة، كانت الضريبة تحصل في صور عينية، لكن في العصور الحديثة ومع تطور النقود كأداة ووسيلة التعامل الأساسية، أدى ذلك بصورة حتمية أن تدفع الضرائب في شكل نقدي.

حيث أنه بما أن النفقات العامة تتم في صورة نقدية، فإن الإيرادات العامة، والضرائب بصورة خاصة، تحصل في صورة نقدية.

- الطابع الإجباري والنهائي للضريبة: حيث أن الضريبة تفرض بطريقة أحادية صادرة عن الدولة- وتحصل باستعمال الجبر، حيث يوجد جهاز كامل للجبر والعقوبات مؤلف بهدف إلزام المكلف بالضريبة على الدفع، حيث يمكن أن يظهر الجبر في أنه تهديد بسيط، ففي حالة رفض أو عدم أداء الفرد لواجباته الضريبية ينطلق هذا الجهاز في متابعة هذا المكلف من أجل إجباره على تخليص دينه الضريبي.

إضافة إلى ذلك فإن الأفراد يدفعون الضريبة للدولة بصورة نهائية، بمعنى أن الدولة لا تلتزم بردها لهم أو تعويضهم إياها.

- مفهوم تغطية الأعباء العامة: بمعنى أن تغطية النفقات العامة هو الهدف الرئيسي للضريبة، حيث أن الضرائب زيادة على دورها في تمويل الخزينة العمومية، يمن أن تؤدي دورا مهما في تحفيز الاستثمارات (وظيفة اقتصادية)، وفي إعادة توزيع الدخل الوطني (وظيفة اجتماعية).

ويمكن تقسيم الضرائب إلى (3):

1- الضرائب المفروضة على الأشخاص والضرائب المفروضة على الأموال:

فصرائب الأشخاص هي التي تفرض على المواطنين أنفسهم، وكانت تصيب الشخص بعينه بغض النظر عن دخله وقدرته المالية، وتمتاز هذه الضرائب بسهولة جبايتها وتحديد سعرها، أما الانتقادات الموجهة إليها عدم عدالتها لأنها تصيب جميع المواطنين سواء الأغنياء أو الفقراء، ولكن مع التطور الاجتماعي تطور مفهوم الضرائب، فأصبح ينصب على ما يملكه الفرد من مال وليس عليه شخصيا "ضرائب الأموال".

(1) Pierre Beltrame, **La Fiscalité en France**, Hachette Livre, 6eme édition, 1998, p 12.

(2) محمد عباس محرز، مرجع سبق ذكره، ص 177-183.

(3) دراوسي مسعود، مرجع سبق ذكره، ص 180.

2- الضرائب الواحدة والضرائب المتعددة:

الضرائب الواحدة بمعنى أن تفرض الدولة ضريبة واحدة فقط، من قطاع أو مصدر وحيد، لكن هذا النوع من الضرائب لا يناسب الاقتصاد العصري فلا يوجد في الواقع مصر وحيد، بل هناك مصادر مختلفة زراعية، صناعية، تجارية، ومن هنا ظهرت الضرائب المتعددة وهي أن تفرض الدولة أكثر من ضريبة أساسية واحدة، على أنواع متعددة من الدخل والأموال.

3- الضرائب المباشرة وغير المباشرة:

يعتبر هذا التصنيف من أقدم وأشهر التصنيفات خصوصا في وقتنا الحالي، فالضرائب المباشرة تفرض دوريا على المركز المالي المكلف -غالبا سنويا- الذي يتكون من عناصر ثابتة ودائمة لفترة طويلة مثل رأس المال، حيث تعد الضريبة مباشرة إذا تحملها المكلف نهائيا، أما الضرائب غير المباشرة تفرض على وقائع أو أعمال عرضية، ويمكن نقلها من مكلف إلى آخر مثل ضرائب الإنتاج، التي يتحملها المنتج للسلعة وينقل ما دفعه من ضريبة على هذه السلعة عند بيعها للمستهلك، فالضرائب غير المباشرة تتميز بخاصية نقل عبء الضريبة على عكس الضرائب المباشرة.

VI- القروض:

يعتبر القرض العام من مصادر الإيرادات العامة للدولة، وهو من الإيرادات الائتمانية فقد تحتاج الدولة إلى تغطية نفقاتها المتزايدة، بعد أن تكون قد استنفذت كافة إيراداتها العادية، فتلجأ إلى اقتراض المبالغ التي تحتاجها لتستكمل بها إيراداتها العادية المتصل عليها من أملاك الدولة والرسوم والضرائب. ويمكن تعريف القروض العامة بأنها: "المبالغ المالية التي تحصل عليها الدولة من الغير، مع التعهد بردها إليه مرة أخرى عند حلول ميعاد استحقاقها، وبدفع الفوائد مدة القرض وفقا لشروطه(1). ويمكن تقسيم القروض العامة استنادا إلى عدة معايير(2):

1- تقسيم القروض العامة من ناحية حرية المكتتب في المساهمة: حيث نجد:

أ- قروض اختيارية:

- تقول القاعدة العامة أن القرض يكون اختياريا، إذ يكون للأفراد حرية الاكتتاب في القرض من عدمه، وفقا لظروفهم المالية والاقتصادية، وبالمقارنة بين الفائدة التي يحصلون عليها من سندات القرض، وتلك التي يحصلون عليها من فرص الاستثمار الأخرى، ومن ثم فإنهم يقرون الاكتتاب من عدمه في ضوء مصلحتهم الخاصة في المقام الأول، فالدولة في هذا الصدد، لا تستخدم سلطتها السيادية في عقد القرض.

ب- القروض الإجبارية:

إن الخروج عن هذه القاعدة، قد تضطر الدولة إلى عقد القروض الإجبارية، حيث تمارس سلطتها السيادية بشأنها، فلا يكون للأفراد حرية الاكتتاب في القرض من عدمه بل يجبرون عليه، وفقا للأحكام التي يقرها القانون، ومما هو جدير بالذكر أن القرض قد يبدأ اختياريا وينتهي إجباريا، كما في حالة قيام الدولة بتأجيل موعد استحقاق القرض بإيراداتها المنفردة، دون الحصول على موافقة المكتتبين فيه.

(1): حسن مصطفى حسين، "المالية العامة"، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 1995، ص 61.

(2): محمد عباس محرز، مرجع سبق ذكره، ص ص 351-358.

2- تقسيم القروض العامة من ناحية مصدرها المكاني: وهنا يمكن التفرقة بين:
أ- القروض الداخلية:

ويطلق عليها القروض الوطنية، حيث يكتتب فيه من جانب الوطنيين أو المقيمين على إقليم الدولة سواء كانوا أشخاص طبيعيين أو معنويين في السوق الداخلي والذي يعطي هذا القرض.

ب- القروض الخارجية:

وهي تلك القروض التي يكتتب فيها الأشخاص الطبيعيون والمعنويون المقيمون خارج إقليم الدولة، فالسوق الخارجي هو الذي يغطي هذا القرض، حيث تلجأ الدول إلى القروض الخارجية بسبب عدم الادخار الوطني، كذلك من أجل الحصول على العملات الأجنبية لتغطية العجز في ميزان مدفوعاتها.

3- تقسيم القروض العامة من حيث أجل القروض: وتتقسم القروض وفقا لهذا المعيار إلى:
أ- القروض المؤبدة:

ويقصد بها تلك القروض التي لا تحدد الدولة أجلا للوفاء بها، مع التزامها بدفع الفوائد المستحقة عليها طوال فترة القرض إلى أن يتم الوفاء به، وصفة التأبيد هذه هي حق للدولة فقط دون المكتتبين، فيكون للدولة بمقتضاها وبإيراداتها المنفوعة تحديد تاريخ الوفاء، دون أن يكون للمكاتب حق مطالبتها باسترداد قيمة القرض.

ب- القروض المؤقتة:

وهي تلك القروض التي تحدد الدولة موعدا معين للوفاء بها وتلتزم به أما المكتتبين حتى لو لم يكن هذا الميعاد ملائما لظروفها الاقتصادية وهو ما يجنبها هذا العبء في مواعده، فتزداد ثقة الأفراد المكتتبين في الدولة، ويمكنها ذلك من عقد قروض أخرى وبصورة متتالية.

- هذا ويمكن تقسيم القروض المؤقتة من حيث الأجل إلى:

ج- قروض قصيرة الأجل:

وتصدر الدولة هذه القروض لمدة لا تتجاوز في أغلب الأحيان السنتين، من أجل الوفاء باحتياجاتها المؤقتة خلال السنة المالية، وتسمى السندات التي تصدر بها هذه القروض بأذونات الخزينة.

د- قروض متوسطة وطويلة الأجل:

ويقصد بها تلك القروض التي تعقد لمدة تزيد عن سنتين وتقل عن عشرين عاما ويطلق على هذين النوعين "القروض المثبتة"، وتعقد الدولة أيا من هذين النوعين لتغطية عجز دائم أو طويل الأجل في الميزانية العامة، بحيث لا تكفي الإيرادات العادية الخاصة بالسنة المالية لتغطيته، والوفاء بهذا القرض يتم إما في موعد معين تحدده الدولة من تاريخ الإصدار، وإما خلال فترة ممتدة بين تاريخين.

المطلب الثالث: الموازنة العامة.

تعتبر الموازنة العامة للدولة هي أول أداة رئيسية للسياسة المالية إلى تحقيق أهدافها ومن هذا المدخل يمكن تناول الموازنة العامة للدولة من خلال النقاط التالية:

أولاً: تعريف الموازنة العامة للدولة:

الموازنة العامة هي تقدير مفصل ومعتمد لنفقات الدولة وإيراداتها لمدة سنة مالية مقبلة، ويصدر سنويا قانون ربطها وذلك بعد أن ينتهي المجلس التشريعي من اعتماد مشروعها الذي تقدمه الحكومة، وهذا القانون يجيز للسلطة التنفيذية تحصيل الإيرادات وإنفاق المصروفات في الأوجه المخصصة لها⁽¹⁾. والموازنة العامة تتكون من جانبين، جانب النفقات العامة "الاستخدامات" وجانب يشمل كافة الإيرادات التي تؤول إلى خزينة الدولة مهما كان مصدرها فهي تمثل الوثيقة الأساسية لدراسة المالية العامة لأي دولة، إلا أنها تشمل بنود الإنفاق العام وكيفية توزيع موارد الدولة على مختلف الخدمات كما تبين كيفية حصول الدولة على الإيرادات التي تمول بها هذا الإنفاق⁽²⁾. كما أنها أداة رئيسية من أدوات السياسة المالية تعمل على تحقيق الأهداف الاقتصادية والاجتماعية للحكومة⁽³⁾.

ثانيا: القواعد الأساسية لإعداد الموازنة العامة:

تخضع الموازنة العامة بصفة عامة لقواعد أساسية أربعة هي:

I- قاعدة السنوية⁽⁴⁾:

تقتضي أن تكون المدة التي تعمل لها الموازنة سنة وأن تكون موافقة المجلس التشريعي عليها سنوية.

II- قاعدة الوحدة⁽⁵⁾:

تستجوب هذه القاعدة أن تدرج جميع إيرادات الدولة ومصروفاتها في وثيقة واحدة.

III- قاعدة العمومية أو الشمول⁽⁶⁾:

ويعني أن تتضمن الموازنة العامة قسمين أولهما خاص بالإيرادات والثاني بالنفقات دون الربط بحيث يظهر كل قسم مستقلا من الآخر.

VI- قاعدة عدم التخصيص⁽⁷⁾:

من شأن هذه القاعدة ألا تخصص بعض الإيرادات لأنواع معينة من المصروفات.

V- قاعدة توازن الموازنة⁽⁸⁾:

يقصد بهذه القاعدة أن تتساوى الإيرادات العامة مع جملة النفقات العامة.

ثالثا: المراحل المختلفة للموازنة العامة:

ويطلق على هذه المراحل دورة الموازنة وتنقسم إلى أربعة مراحل هي:

I- مرحلة التحضير والإعداد⁽⁹⁾:

تعتبر عملية إعداد مشروع الموازنة العامة من أولى المراحل التي تحكم دورة الموازنة ومن أهمها لأن نتائجها ستؤثر على كل مراحل اللاحقة للموازنة.

(1) : عبد المنعم فوزي، مرجع سبق ذكره، ص 378.
(2) : مجدي محمد شهاب، الاقتصاد المالي "نظرية مالية الدولة"، دار الجامعة الجديدة للنشر. الإسكندرية. 1999، ص 261.
(3) : محمد حسن الوادي، زكريا أحمد عزام، مرجع سبق ذكره. ص 131.
(4) : عبد المنعم فوزي، مرجع سبق ذكره، ص 379.
(5) : نفس المرجع ص 380.
(6) : محمد الصغير بعلي، يسرى أبو العلا، المالية العامة، دار العلوم للنشر والتوزيع، عتابة، 2003، ص 93.
(7) : عبد المنعم فوزي، مرجع سبق ذكره، ص 381.
(8) : عبد المطلب عبد الحميد، مرجع سبق ذكره، ص 244.
(9) : لعمارة جمال، أساسية الموازنة العامة للدولة، المفاهيم والقواعد والمراحل والاتجاهات المدنية، دار الفجر، القاهرة، ص 110.

II- مرحلة الاعتماد(1):

مرحلة الاعتماد من اختصاص السلطة التشريعية، وكذا متابعة تنفيذها للتأكد من حسن الأداء باستخدام أساليب الرقابة المالية.

III- مرحلة التنفيذ(2):

تتمثل هذه المرحلة في انتقال الموازنة العامة إلى التطبيق العلمي الملموس.

VI- مرحلة المراجعة والمراقبة(3):

حيث تشتمل هذه المرحلة إلى جانب الرقابة الحسابية رقابة تعليمية تتخذ من التحليل العلمي.

رابعا: أهمية الموازنة العامة(4):

تظهر أهمية الموازنة العامة في مختلف النواحي خاصة السياسية والاقتصادية.

I- من الناحية السياسية: يشكل إعداد الميزانية واعتمادها مجالا حساسا من الناحية السياسية، حيث تعتبر وسيلة ضغط يستعملها البرلمان للتأثير على عمل الحكومة سواء من حيث تعديلها أو حتى رفضها حتى تضطر الحكومة لإتباع نهج سياسي معين تحقيقا لبعض الأهداف السياسية والاجتماعية.

II- من الناحية الاقتصادية:

تعكس الموازنة العامة في دول كثيرة الحياة الاقتصادية والاجتماعية في مجتمعات هذه الدول، فهي إذا تساعد في إدارة وتوجيه الاقتصاد الوطني حيث لم تعد الموازنة أرقاما وكميات كما كانت في المفهوم التقليدي، بل لها آثار في كل من حجم الإنتاج القومي وفي مستوى النشاط الاقتصادي بكافة فروع وقطاعاته، فالموازنة العامة تؤثر وتتأثر بهذه القطاعات الاقتصادية، فغالبا ما تستخدم الدولة الميزانية العامة ومحتوياتها لإشباع الحاجات العامة التي يهدف الاقتصاد إلى تحقيقها فالعلاقة وثيقة بين النشاط المالي للدولة والأوضاع الاقتصادية بكل ظواهرها من تضخم وانكماش وانتعاش بحيث يصبح لمن المتعذر فصل الميزانية العامة عن الخطة الاقتصادية، وخاصة بعد أن أصبحت الموازنة أداة مهمة من أدوات تحقيق أهداف الخطة الاقتصادية.

المطلب الرابع: علاقة السياسة النقدية بالسياسة المالية(5)

إن العلاقة بين السياستين النقدية والمالية أحدثت نقاشا طويلا بين أنصار السياسة النقدية وأنصار السياسة المالية، ولكن هذه المناقشة تجاوزت الأحداث وتقرر أن السياسة النقدية والسياسة المالية لكل منهما أهداف والتي تسعى لتحقيقها.

إن التوازن الاقتصادي (عدم وجود انكماش أو تضخم) يمكن أن يتم بسياسة نقدية مضادة أو محايدة للسياسة المالية، فيمكن للحكومة إذا رغبت في التوسع في الائتمان أن يقوم البنك المركزي بتخفيض معدل إعادة الخصم، وبالعكس أيضا إذا أرادت تقييد الائتمان فيمكن أن يرفع معدل إعادة الخصم، إلا أن سياسة الميزانية بطيئة وثقيلة فهي تنتظر التصويت عليها لمدة طويلة، ومن الأفضل أن تكون السياسة النقدية تسير في نفس اتجاه السياسة المالية وتدعمها ولا تعوقها وأسباب التي تدعو إلى ذلك كثيرة نذكر منها:

- (1): مدحت حسنين، "الموازنة العامة اتجاهات ورؤى جديدة" مركز دراسات واستثمارات الإدارة العامة، بدون بلد النشر، 2004، ص 85.
- (2): عبد المطلب عبد الحميد، مرجع سبق ذكره، ص 248.
- (3): حامد عبد الحميد دراز، "مبادئ الاقتصاد العام"، مركز الإسكندرية للكتاب، مصر، 2001، ص 558.

(4): محمد الصغير بعلي، مرجع سبق ذكره، ص ص 88، 89.

(5): صالح مفتاح، مرجع سبق ذكره، ص 34.

يوجه الانتقاد إلى البنوك عندما تبالغ في تمويل نفقات القطاع العام عن طريق الاقتراض من الجهاز المصرفي، كما يوجه اللوم إلى الحكومة عندما تلجأ إلى تمويل نفقاتها من خلال النظام الضريبي، وهذا يعني أنه يتم توجيه اللوم إلى السياسة النقدية في الحالة الأولى وإلى السياسة المالية في الحالة الثانية وهو ما يتطلب عدم التركيز على سياسة دون الأخرى.

يجب استخدام السياسة النقدية للتحكم في الكتلة النقدية المتداولة، ولكنها غير كافية لتحقيق ذلك، إذ لا بد أن يتم استخدام السياسة المالية وسياسة الأجور والأسعار والدخل طالما أنه يشترط لفعالية السياسة النقدية في إيجاد الموارد المالية الضرورية للاستثمارات عن طريق الاقتراض، أن يكون الأفراد على استعداد لقبول مستويات أسعار الفائدة المختلفة ودرجة منافسة الاستثمار الخاص، ونفس الملاحظة عندما نستخدم السياسة المالية وحدها لتنشيط الاستثمار الخاص بتخفيض الإنفاق الحكومي، ويمكن أن يؤدي هذا إلى انخفاض هذا النوع من الاستثمار عوضاً عن محاولة زيادته، خاصة في الدول النامية التي تعاني من تبعية اقتصاديات الدول الصناعية.

وهذا يعني وجوب الاعتماد على السياسة النقدية لتشجيع الاستثمار والتحكم في معدل الصرف وتحقيق الاستثمار الاقتصادي.

عندما لا يكون العمل للسياستين واحد في نفس الاتجاه، فإن النتيجة هي حدوث انقسامات واضطرابات اقتصادية، وإذا ما قامت السياسة المالية على حدة، وسلكت السياسة النقدية طريقاً مخالفاً ومستقلاً، وهذا يحدث عندما تتعاقب حكومات متعددة في دولة واحدة وتتخذ كل حكومة سياسة مخالفة لحكومة أخرى لا يمكن للسياسة النقدية بمفردها أن تتحمل الأضرار والصدمات في مكافحة التضخم، ولا بد من تكامل وتكافل السياسة المالية في هذه الأمور إذا يتطلب الأمر استخدام أدوات للتأثير على جانب الطلب ويصلح لهذه المهمة السياسية المالية.

لقد بينت التجارب العملية أنه عندما سادت حالة الكساد في فترة السبعينيات في الدول الصناعية الكبرى، لجأت السلطات الاقتصادية في هذه الدول إلى استخدام كل من السياستين معاً للخروج من هذه الأزمات.

كما بينت التجارب أن السياسة النقدية التوسعية وحدها يمكن أن تؤدي إلى درجة عدم القدرة في الحالات الأخرى وبهذا أدركت الحكومات ضرورة إتباع مزيج من السياسات النقدية والمالية كما ان التنسيق بين السياستين من حيث الاتجاه والتوقيت يصبح من الأمور الضرورية، ولا يمكن للدولة أن تهمل ذلك، لأن التغاضي عن ذلك يعني تفويت الفرصة على تلك الدولة لتحقيق ما تنتشده من أهداف⁽¹⁾.

(1): حمدي عبد العظيم، مرجع سبق ذكره، ص ص 225، 226.

خلاصة:

إن المكانة التي تحتلها كل من السياسة النقدية والسياسة المالية من بين السياسات الأخرى لم تحدث طفرة واحدة بل كانت نتاج سلسلة من المراحل التي مرتا بها خلال تطورهما إلى أن أصبحتا من الأدوات الرئيسية في السياسة الاقتصادية في توجيه الكيان الاقتصادي، ومعالجة ما يتعرض له من هزات وأزمات فضلا عن مالهما من أثر في التنمية الاقتصادية وخاصة في الدول الأخذة في النمو، وكذلك تحقيق الاستقرار النقدي ومكافحة معدلات البطالة المرتفعة، بصفة عامة تحقيق التوازن الاقتصادي عند مستوى العمالة غير المصحوب بارتفاع المستوى العام للأسعار وبالطبع فهذا لن يتحقق دون اللجوء إلى سياسة عمدية منشطة وهذه السياسة قد تكون السياسة المالية كما قد تكون السياسة النقدية أو خليط منهما معا، وهذا من خلال أدواتها الرئيسية المتمثلة في الإنفاق والضرائب وأيضا سعر إعادة الخصم، الاحتياطي القانوني والسوق المفتوحة وذلك باعتبار أن السياسة المالية مدعمة للسياسة النقدية ويرتبط بعضهما ببعض ارتباطا وثيقا مما يستلزم وجود توافق مع الإجراءات والتدابير المتخذة من جانب السلطات المالية والتدابير المتخذة من طرف السلطات النقدية.

تمهيد:

للسياسات النقدية و المالية دورا محوريا في إرساء المقومات الأساسية للنمو الإقتصادي، القابل للإستمرار ذلك لأن الهدف الرئيسي لتلك السياسات هو تحقيق الإستقرار النقدي و مكافحة معدلات البطالة المرتفعة عن طريق تحفيز الإستثمارات المحلية و جذب الإستثمارات الخارجية، و تعد سوق الأوراق المالية حيزا جيدا لتطبيق تلك السياسات، فهي تمثل مركز حيويا في النظم الإقتصادية لأي دولة إذ تعتمد على نشاط القطاعين العام و الخاص في تجميع رؤوس الأموال بهدف تمويل التنمية الإقتصادية و تدعيم أهداف السياسات المالية و النقدية.

وتعتبر مصر من الدول السبّاقة لإنشاء و تطوير سوق للأوراق المالية و كذلك سياساتها النقدية و المالية، فقد مرت سوق مصر في تطورها بعدة مراحل ساهمت في تفعيل العلاقة بينها و بين السياسات النقدية و المالية ، محاولة بذلك ترقية الإقتصاد و دفع عجلة التنمية المصرية .

و قد تضمن هذا الفصل ما يلي:

- المبحث الأول: تأثير السياسة النقدية على سوق الأوراق المالية .
- المبحث الثاني: تأثير السياسة المالية على سوق الأوراق المالية.
- المبحث الثالث: واقع السياسة النقدية و المالية في مصر.
- المبحث الرابع: أثر السياسة النقدية و المالية على سوق مصر للأوراق المالية .

المالية

المبحث الأول: تأثير السياسة النقدية على سوق الأوراق المالية:

يوجد لدى البنك المركزي أكثر من طريقة للتأثير على المعروض النقدي، وتعمل هذه الطرق بشكل أساسي على تقييد قدرة البنوك التجارية على منح القروض ومنه تغيير المعروض من النقود المتداولة واحتياطيات البنوك التجارية من بينها سياسة السوق المفتوحة والاحتياطي القانوني و سعر إعادة الخصم.

المطلب الأول: تأثير سياسة السوق المفتوحة على سوق الأوراق المالية

إن أهمية عمليات السوق المفتوحة بالنسبة لتحليل الاستثمار ذات شقين:

أولاً: أن شراء وبيع الأوراق المالية الحكومية لها تأثير مباشر على أسعار الفائدة وأسعار السندات. (1) فعندما يشتري البنك المركزي أوراق مالية على الخزنة (أذون الخزنة) فإنه يرفع أسعار الأوراق المالية ويتسبب في هبوط العوائد، ويزداد فرق السعر بين سندات الخزنة وسندات الشركات، ونتيجة لذلك يشتري المستثمرون الأوراق المالية للشركات مما يرفع أسعارها ويؤدي إلى انخفاض عوائدها، وينتقل التأثير على عوائد عمليات الشراء في السوق المفتوحة بواسطة البنك المركزي إلى أدوات الدين الأخرى. ويحدث العكس عندما يبيع البنك المركزي الأوراق المالية الحكومية حيث يعمل على خفض أسعارها وزيادة أسعار الفائدة، وبالتالي يقل فرق السعر بين سندات الحكومة وسندات الشركات، ويتحول المستثمرون من شراء الأوراق المالية للشركات إلى شراء الأوراق المالية الحكومية مما يخفض سعر السندات التي تصدرها الشركات ويزيد من عائدها، وهكذا فإن تأثير بيع الأوراق المالية الحكومية بواسطة البنك المركزي ينتقل إلى ديون الشركات وكافة أشكال المديونية الأخرى.

ثانياً: أن هناك تأثير غير مباشر على أسعار الأوراق المالية ناتج عن تأثير سياسة السوق المفتوحة على قدرة المنشأة على كسب الأرباح.

يكون تأثير السياسة النقدية عن طريق تأثير التغيرات في الظروف النقدية على قدرة المنشأة على كسب الأرباح، ونظراً لأن كل الأصول يجب أن يتم تمويلها من خلال مصادر تمويل، لذلك فإن أي تغيير في السياسة النقدية يؤثر على تكلفة تمويل المنشأة، فالتشديد في منح الائتمان يزيد من تكلفة التمويل وبالتالي انخفاض الأرباح، وتنعكس الزيادة في تكلفة الائتمان على الأسعار التي تحددها المنشآت لمنتجاتها وهو ما يمكن أن يقلل من الطلب على إنتاج الشركة ويزيد هذا الانخفاض في الطلب بدوره من التكلفة التمويلية ويتسبب في هبوط الأرباح.

وبالإضافة إلى التأثير على الأرباح فإن إتباع سياسة نقدية أكثر صرامة ينتج عنه قيام الأفراد بزيادة معدل العائد الذي يطلبونه على استثمارات حقوق الملكية، فإذا كان يمكن للمستثمرين كسب المزيد من خلال أدوات الدين عما كان ممكناً قبل الزيادة في أسعار الفائدة فإنهم سوف يطلبون عوائد أعلى على استثمارات حقوق الملكية، وتكون العوائد الأعلى ممكنة في حالة هبوط أسعار الأسهم، وهكذا فإن هناك ضغطاً من المصدرين يدفع أسعار الأسهم للانخفاض ومن المحتمل أن يؤدي ارتفاع أسعار الفائدة إلى مكاسب أقل وإلى معدلات عائد مطلوبة أعلى، وهذان العنصران يخفضان أسعار الأوراق المالية. (2)

ويمكن التعبير عما سبق باستخدام نموذج تقييم نمو أرباح الأسهم كمايلي:

$$V = \frac{D_0 (1+g)}{K - g}$$

حيث:

V: قيمة السهم

D₀: توزيعات الأرباح المدفوعة في الوقت الحالي.

g: معدل نمو أرباح وتوزيعات الشركة.

(1): طارق عبد العال حماد، التحليل الفني والأساسي للأوراق المالية، الدار الجامعية، بدون بلد النشر، 2002، ص ص 14، 15.

(2): طارق عبد العال حماد، مرجع سبق ذكره، ص 15.

المالية

K: معدل العائد الذي يطلبه المستثمرون على الأسهم.

واضح من المعادلة أن قيمة السهم تتأثر بثلاثة متغيرات هي التوزيعات ومعدل النمو ومعدل العائد المطلوب، ولأن التشديد في منح التسهيلات الائتمانية من قبل البنك المركزي قد يخفض من معدل نمو المنشأة وقدرتها على دفع توزيعات الأرباح ولذلك فإن قيمة (D_0) أو (g) أو كليهما سوف ينخفض مما يتسبب في هبوط سعر السهم، إضافة إلى أن معدل العائد المطلوب (K) سوف يرتفع ويزيد هذا من قيمة المقام ويتسبب في انخفاض أسعار الأسهم.

إن سياسة التضييق النقدي تخفض البسط وتزيد من قيمة المقام، الأمر الذي يدفع قيمة الأسهم للانخفاض في اتجاه هبوطي.

أما تسهيل منح الائتمان فإن له تأثير معاكس، فأسعار الفائدة الأقل قد تزيد من أسعار الأسهم عن طريق زيادة أرباح الأسهم، وهو ما يؤدي إلى زيادة توزيعات الأرباح وزيادة احتمالات النمو وخفض معدل العائد المطلوب.⁽¹⁾

المطلب الثاني: تأثير سياسة سعر إعادة الخصم على سوق الأوراق المالية

سعر إعادة الخصم هو سعر الفائدة الذي يقدم به البنك المركزي القروض إلى البنوك التجارية حيث أنه في حالة: (2)

أولاً: زيادة سعر إعادة الخصم: فعندما يرفع البنك المركزي من سعر إعادة الخصم، فهذا يؤثر على المعروض النقدي لدى الجهاز المصرفي، حيث يعمل هذا الأخير على رفع أسعار الفائدة للإقراض وهذا ما يؤثر على تكاليف الإنتاج بالنسبة للشركات فتتخفف ربحيتها. الأمر الذي ينعكس على توزيعات الأسهم.

كما أن رفع أسعار الفائدة على الإقراض يؤدي أيضاً إلى تأثر بعض الشركات مما يستلزم غلقها، وأيضاً ارتفاع أسعار بعض المنتجات وزيادة البطالة نتيجة غلق بعض الشركات، هذا ما يحدث في الاقتصاد، أما ما يحدث على مستوى الأوراق المالية فإننا نلاحظ:

- خروج صغار المستثمرين.

- انخفاض أسعار الأسهم.

- خروج بعض الأسهم للشركات ذات الإنتاج غير الأساسي.

أما بالنسبة للسندات فتنتقل الأموال من سوق الأوراق المالية إلى السوق النقدي بسبب ارتفاع العائد هناك مقابل العائد في سوق الأوراق المالية.

ثانياً: خفض سعر إعادة الخصم: فعندما يخفض البنك المركزي من سعر إعادة الخصم، هذا يؤدي إلى وجود معروض نقدي معتبر لدى البنوك التجارية، مما يدفع هذه الأخيرة إلى خفض أسعار الفائدة على الإقراض، هذا ما يعمل على خفض تكلفة الإنتاج بالنسبة للشركات وبالتالي معروضها من الإنتاج مع زيادة الأرباح.

أما بالنسبة لسوق الأوراق المالية، فهذا يؤثر من جهتين:

- بالنسبة للأسهم، فهذه الأخير ترتفع أسعارها.

- بالنسبة للسندات، فيما أن أسعار فائدة الادخار انخفضت فالأموال تحول من السوق النقدي إلى السوق المالي، مما يؤدي إلى ارتفاع أسعار السندات.

المطلب الثالث: تأثير سياسة الاحتياطي القانوني على سوق الأوراق المالية.

من المعروف أن الاحتياطي القانوني هو احتياطي من السيولة تحتفظ به البنوك التجارية لدى البنك المركزي متمثلة في نقود سائلة إضافة إلى بعض الأصول الأخرى كالأسهم والسندات، حيث أن

(1): نفس المرجع، ص 16.

(2): خاسف جمال الدين، استعمال التحليل الأساسي في التنبؤ بأسعار الأوراق المالية، مذكرة مقدمة كجزء من متطلبات شهادة الماجستير، تخصص دراسات مالية، جامعة فرحات عباس، سطيف، 2004، ص 64.

المالية

البنك المركزي يفرض على البنوك التجارية أن تحتفظ باحتياطات إجبارية تعد ضمانا على الودائع التي تحصل عليها، ويحدد هذا الأخير النسبة المئوية التي تحتفظ بها مقابل تلك الودائع .

ففي حالة وجود انكماش في الاقتصاد فإن البنك المركزي يقوم بتخفيض نسبة الاحتياطي القانوني مما يزيد من احتياطات البنوك التجارية ،حيث يسمح لها بالتوسع في منح الائتمان وزيادة نسبة الاقتراض من طرف الجمهور و هذا ما يؤدي إلى زيادة المعروض من النقود وبالتالي ازدهار الاقتصاد من خلال تشجيع الاستثمار وزيادة إنتاج الشركات من خلال زيادة الطلب على منتوجاتها، هذه الزيادة في الطلب تؤدي بالضرورة إلى زيادة مداخيل أو أرباح تلك الشركات مما يؤدي إلى انتعاش أسعار أوراقها المالية وبالتالي انتعاش أسواق الأوراق المالية.

أما في حالة التضخم فإن البنك المركزي يرفع من نسبة الاحتياطي القانوني مما يقلل من الاحتياطات الموجودة لدى البنوك التجارية ،وبالتالي يقلل من قدرتها الاقراضية وهو ما يؤثر مباشرة على المعروض النقدي فينخفض هذا الأخير.

إن انخفاض المعروض النقدي يؤدي إلى عدم خلق فرص استثمار وبالتالي انخفاض إنتاج الشركات وانخفاض الطلب على منتوجاتها، وهذا الانخفاض يؤدي إلى انخفاض أرباح تلك الشركات وهو ما يؤثر سلبا على أسعار أوراقها المالية. (1)

السوق المفتوحة	مشتري	ترتفع أسعار الأسهم	ترتفع أسعار السندات الحكومية المستثمرين نحو السندات الأخرى
	بائع	تنخفض أسعار الأسهم	تنخفض أسعار السندات الحكومية وترتفع أسعار السندات الأخرى
سعر إعادة الخصم	رفع سعر إعادة الخصم	تنخفض أسعار الأسهم	تنخفض أسعار السندات المتداولة
	خفض سعر إعادة الخصم	ترتفع أسعار الأسهم	ترتفع أسعار السندات المتداولة

المصدر: من إعداد الطالبات

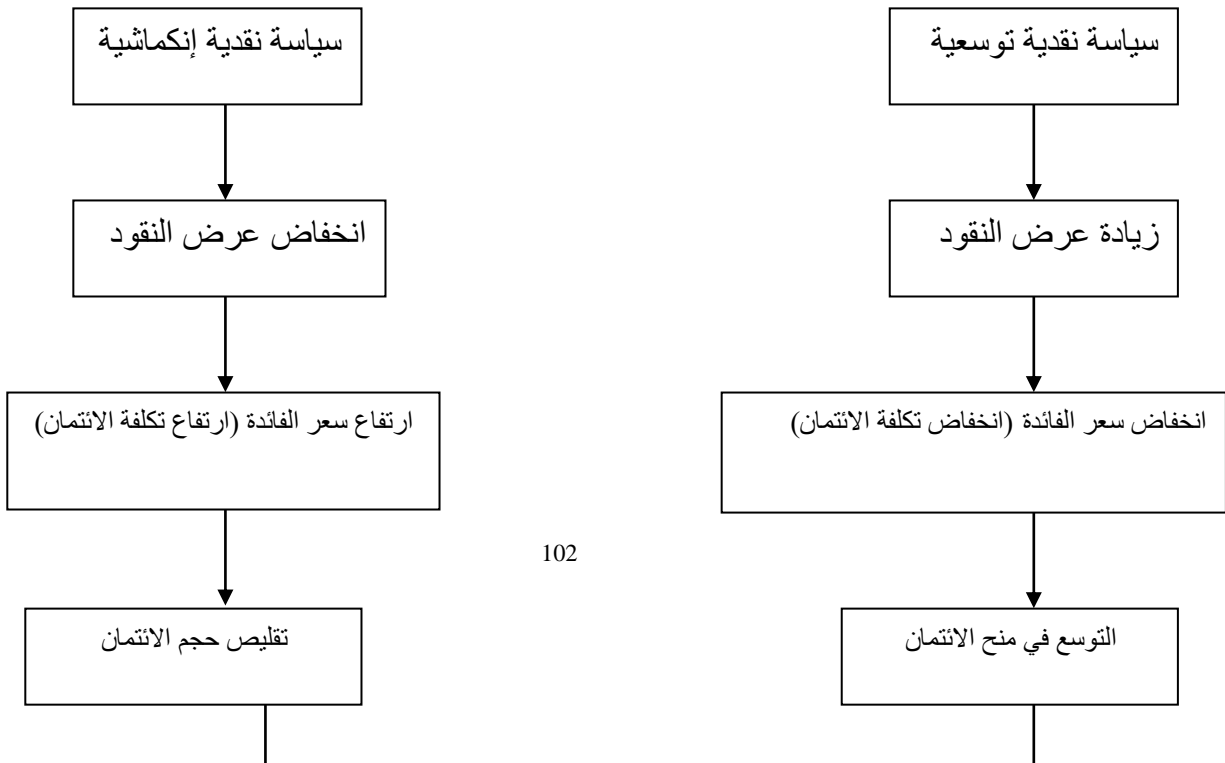
(1): خاسف جمال الدين، مرجع سبق ذكره، ص 64.

المالية

الجدول رقم (02): أثر السياسة النقدية على سوق الأوراق المالية

سوق الأوراق المالية	الإحتياطي القانوني	رفع الإحتياطي القانوني	تنخفض أسعار السندات المتداولة
	الإحتياطي القانوني	خفض الإحتياطي القانوني	ترتفع أسعار السندات المتداولة
	الأسهم	تنخفض أسعار الأسهم	
	الأسهم	ترتفع أسعار الأسهم	
			السندات

الشكل رقم (03): تأثير السياسة النقدية بصفة عامة على أسعار الأسهم والسندات



المبحث الثاني: تأثير السياسة المالية على سوق الأوراق المالية

بالإضافة إلى السياسة النقدية للبنك المركزي، فإن السياسة المالية يمكن أن يكون لها تأثير هام على أسواق الأوراق المالية، وذلك من خلال مجموعة من الأدوات التي تستخدمها للتأثير على مستوى الأسعار في سوق الأوراق المالية، ومن أهم هذه الأدوات سياسة الإنفاق العام، والسياسة الضريبية، وإدارة الدين العام.

المطلب الأول: تأثير سياسة الإنفاق العام على سوق الأوراق المالية.

تؤثر سياسة الإنفاق العام على أسواق الأوراق المالية من خلال التأثير على حجم الموارد المتاحة للقطاعين: قطاع الأفراد، وقطاع الشركات.

أولاً: بالنسبة لقطاع الأفراد: عندما ترفع الحكومة من حجم الإنفاق العام على قطاع الأفراد، والذي يكون إما بطريقة مباشرة، أو عن طريق الإعانات، فإنه يؤدي إلى زيادة الدخل المتاح لهؤلاء الأفراد، وهذا الدخل بدوره إما يوجه مباشرة إلى الاستهلاك مما يؤدي إلى زيادة الطلب على منتجات الشركات، الأمر الذي يؤدي إلى زيادة أرباحها، مما يؤدي إلى زيادة توزيعات الأسهم، ومنه انتعاش سوق الأوراق المالية أو يوجه ذلك الدخل إلى الاستثمار في سوق الأوراق المالية، مما يعني تنشيط هذه السوق.

ثانياً: بالنسبة لقطاع الشركات: فعندما ترفع الحكومة من حجم الإعانات على الشركات فإنه يؤدي إلى زيادة إنتاجها، وبالتالي زيادة أرباحها وتوزيعاتها مما يؤثر إيجاباً على أسعار أوراقها المالية.

هذا ويمثل الإنفاق العام جزء من الطلب الكلي يؤثر في الطلب الخاص وفي العرض الكلي. ويؤدي التغيير في الإنفاق العام إلى تغيير في تركيبة أو هيكل الطلب الكلي، ولكن ليس بالضرورة أن يؤثر في حجمه بنفس مقدار التغيير، ويتوقف ذلك التغيير على المدى الذي يزاحم فيه الإنفاق العام الإنفاق الخاص في الموارد، فيما يسمى بظاهرة المزاحمة (الإزاحة)، التي يترتب عليها سحب جزء من موارد القطاع العائلي والقطاع الخاص بشكل يؤثر على الجزء المتاح لاستثمارات القطاع الخاص، وتأخذ ظاهرة الإزاحة شكلين:

الشكل الأول: وهو ما يسمى بالإزاحة المباشرة حيث تنشأ عندما يحل الإنفاق العام محل الإنفاق الخاص باعتبارهما بدائل قريبة كالإنفاق التعليمي، وتبعاً لذلك فإن بعض أشكال الإنفاق العام التي تعتبر مكملة للإنفاق الخاص كاستثمارات البنية التحتية لا يترتب عليها عملية إزاحة مباشرة.

المالية

الشكل الثاني: وهو ما يعرف بالإزاحة المالية التي تنشأ نتيجة أن زيادة الإنفاق العام قد يترتب عليها زيادة في الإنفاق المحلي لمقدار أقل، وتؤدي الزيادة في الإنفاق المحلي إلى التأثير على أسعار الفائدة بشكل يؤثر على تدفق الموارد المالية اتجاه القطاع الخاص.⁽¹⁾

فإذا كان هناك قرار بزيادة الإنفاق الاستثماري أو خفضه في صناعات معينة فهذا يؤثر على أرباح الشركات التي تنتمي إلى تلك الصناعات سواء إيجاباً أو سلباً.⁽²⁾ كذلك يمكن القول أن الزيادة في الإنفاق في ظل الاستغلال الكامل للموارد يمكن أن يؤثر سلباً على أسواق الأوراق المالية من خلال:

- أثر سلبي يتمثل في خفض الاستثمارات الخاصة نتيجة لسحب جزء من موارد القطاع الخاص للإنفاق العام.

- أثر سلبي ينشأ نتيجة زيادة أسعار الفائدة، ومن ثم معدلات العائد المطلوبة على الأوراق المالية، الأمر الذي يؤدي إلى انخفاض أسعارها، ومن ثم انخفاض جاذبيتها مقارنة بالأصول المالية الأخرى كالودائع. ولا شك أن تحديد مجالات الإنفاق العام بحيث تتجه إلى الأنشطة المكملة لأنشطة القطاع الخاص لا المنافسة لها، وتقتصر على أنشطة البنية التحتية والأنشطة التي يحجم القطاع الخاص الولوج فيها، من شأنه أن يسهم في تنشيط الاستثمار الخاص ومن ثم تنشيط أسواق الأوراق المالية.

ويمكن تحديد مجالات الإنفاق العام من خلال آلية الخصخصة التي تزداد أهميتها لاسيما في الدول النامية، التي اتسمت اقتصاداتها في عقود الستينات والسبعينات بوجود قطاع عام ضخم، وتعمل الخصخصة على حل مشاكل القطاع العام من خلال العمل على تقليص دوره في الاقتصاد الوطني والعمل على تشجيع القطاع الخاص.

ولنجاح برنامج الخصخصة ثمة شروط يتعين توافرها لعل أهمها، توافر بيئة اقتصادية مستقرة نقل فيها معدلات التضخم، وحدة الاختلال في ميزان المدفوعات وفي الميزانية العامة، مع تحرير كامل لكافة الأسواق، بحيث يتم توجيه المدخرات المتاحة لأكثر الاستثمارات إنتاجية، على أن تتوافر سوق نشطة للأوراق المالية يمكنها استيعاب حجم المشروعات المطروحة للبيع وتمتع بكفاءة في التسعير بحيث تعكس القيم الحقيقية لأسهم تلك الشركات.

وإذا كان وجود سوق نشطة للأوراق المالية شرط لازم وضروري لنجاح برنامج الخصخصة، فإن هذا الأخير من شأنه أن يساعد في تنشيط وتنمية سوق الأوراق المالية من خلال المساهمة في زيادة رأس المال السوقي، ويتوقف ذلك على حجم التأثير على حجم الأوراق المالية التي يتم طرحها في السوق والذي يرتبط بدوره بالطرق التي تستخدمها الحكومة لنقل ملكية المشروعات العامة وأهمها: طرح العام لأسهم تلك المشروعات في أسواق الأوراق المالية، وكذلك طرح الخاص لأسهم تلك المشروعات وهو ما يؤدي إلى تنمية وتنشيط سوق الأوراق المالية، كما يشترط لنجاحها أن تكون السوق كفنة تعكس القيمة الحقيقية للأوراق المالية.⁽³⁾

المطلب الثاني: تأثير السياسة الضريبية على سوق الأوراق المالية.

تمارس السياسة الضريبية على وجه التحديد تأثيرات مباشرة وغير مباشرة على القطاع المالي بصفة عامة وسوق الأوراق المالية بصفة خاصة، فهي تؤثر على تكلفة رأس المال وربحية الشركات ومن ثم على الطلب على رأس المال والاستثمار، وما ينطوي ذلك من التأثير على الطلب على الأموال القابلة للاقتراض ومن ثم عرض الأوراق المالية من أسهم وسندات وغيرها، ويمكن تقسيم عناصر التأثير إلى الآتي:

(1): عاطف وليم اندراوس، السياسة المالية وأسواق الأوراق المالية، خلال فترة التحول لاقتصاد السوق، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية، 2005، ص 150.

(2): منير إبراهيم هندي، الأوراق المالية وأسواق رأس المال، مركز دلتا للطباعة، مصر، 2007، ص 290.

(3): عاطف وليم اندراوس، مرجع سبق ذكره، ص 151-155.

المالية

أولاً: التأثير على الشركات والمؤسسات: والتي تمثل جانب الطلب على الأموال القابلة للإقراض أو عرض الأوراق المالية، إذ أن خفض الضريبة على أرباح المؤسسات من شأنه أن يزيد ربحية هذه المؤسسات، ومن ثم تزيد قيمة التوزيعات المقررة لحملة الأسهم⁽¹⁾، الأمر الذي يؤدي إلى زيادة الطلب على الأسهم ومن ثم ارتفاع أسعارها بصفة عامة، إلا أنه لو قامت الحكومة بتعويض إيرادات الضرائب عن طريق التمويل بالعجز أي (بإصدار المزيد) زيادة المعروض النقدي دون أن تقابلها زيادة مماثلة في المعروض السلعي (الإنتاجي) فسوف يرتفع مستوى التضخم الذي يترك أثر سلبي على أسعار الأوراق المالية بصفة عامة⁽²⁾.

وإذا كان تخفيض معدل الضريبة أداة لتشجيع الاستثمار فإنه ليس الأداة الوحيدة، فهناك كذلك التشريعات الضريبية المباشرة لتشجيع الاستثمار والتي تتمثل في الخصم الضريبي الذي تستفيد منه بعض المنشآت وفي هذا الصدد يوجد نوعين من الإعفاءات⁽³⁾:

- إعفاء تحصل عليه المنشآت الجديدة التي تعمل في مناطق جغرافية معينة أو المنشآت التي تنتمي لصناعة معينة.

- إعفاء تحصل عليه كافة المنشآت التي توجه المزيد من مواردها المتاحة إلى إنفاق استثماري يترتب عليه زيادة في طاقتها الإنتاجية .

ثانياً: التأثير على سلوك المدخرين أو مستثمري الأوراق المالية أو ممثلوا جانب عرض الأموال القابلة للإقراض أو الطلب على الأوراق المالية، فالمعاملة الضريبية لعوائد الأصول المالية تؤثر على تخصيص الموارد المالية فيما بينها، إذ من شأن إعفاء الأصول المالية تؤثر على تخصيص الموارد المالية فيما بينها، إذ من شأن إعفاء عوائد الأسهم والسندات من الضرائب أو إخضاعها لأسعار تمييزية مقارنة بالأصول الأخرى أن ينشط الطلب عليها الأمر الذي يسهم في ازدهار سوق الأوراق المالية.

ثالثاً: التأثير على الدخل المتاح: حيث أنه عندما تقوم الحكومة بخفض الضريبة على الدخل فإن هذا يؤدي إلى زيادة الدخل المتاح المتصرف فيه عند الأفراد، مما يعني زيادة الاستهلاك، أي زيادة الطلب على سلع ومنتجات الشركات هذه الزيادة في الطلب تؤدي إلى زيادة أرباح هذه الشركات، ومنه زيادة توزيعات الأسهم ومنه تنشيط وتنمية سوق الأوراق المالية أو زيادة الاستثمار أي توجيه جزء من الدخل إلى الاستثمار ومهما كان (مالي أو حقيقي) فإنه يعمل على تنشيط سوق الأوراق المالية.

المطلب الثالث: تأثير إدارة الدين العام على سوق الأوراق المالية

يقصد بالدين العام مجموع الموارد المالية التي تقترضها الدولة من مختلف مصادر التمويل الداخلية، وذلك من أجل سد العجز في الموازنة العامة، وترتبط السياسة المالية بسياسة إدارة الدين العام من خلال تأثير نمط تمويل عجز الموازنة على حجم وهيكل الدين العام، كما أن نمط تمويل عجز الموازنة يؤثر كذلك على أسعار الفائدة، ومعدلات التضخم، ومن ثم قيمة الأصول المالية.

ويمول العجز المالي من مصادرة عدة نذكر منها⁽⁴⁾:

أولاً: الاقتراض من الأفراد:

حيث تلجأ الحكومة إلى الاقتراض من الأفراد عن طريق إصدار أوراق مالية حكومية (سندات أو أذونات الخزنة)، وتطرحها للبيع لدى الجمهور، وهذا الإجراء يؤدي إلى زيادة عرض الأوراق المالية، ومن ثم انخفاض أسعارها، وبالتالي زيادة معدل العائد المطلوب عليها، كما أن الحكومة عندما تصدر أوراقها المالية، فإنها تصدرها بأسعار فائدة مرتفعة تجذب المستثمرين إليها، وتهافتهم على شراءها، وبالتالي تنشيط سوق الأوراق المالية.

ثانياً: الاقتراض من البنوك التجارية:

(1) : نفس المرجع، ص 120.

(2) : طارق عبد العال حماد، مرجع سبق ذكره، ص 21.

(3) : منير إبراهيم هندي، مرجع سبق ذكره، ص ص 289، 288.

(4) : عاطف وليم اندراوس، مرجع سبق ذكره، ص 117.

المالية

وهذا يعني أن التمويل مستمد من الودائع النقدية لدى البنوك التجارية، وفي هذه الحالة لا تترتب آثار تضخمية، وينصب التأثير على رفع أسعار الفائدة، والتي تؤدي إلى رفع معدلات العائد المطلوب على الأوراق المالية، ومن ثم خفض أسعارها، وهذا ما يؤدي إلى نقص المعروض النقدي الذي يؤدي بدوره إلى انخفاض الاستثمار، وهو ما يؤثر سلباً على سوق الأوراق المالية.

ثالثاً: الاقتراض من البنك المركزي:

حيث تلجأ الحكومة في بعض الحالات إلى تمويل العجز المالي من خلال بيع الأوراق المالية للبنك المركزي، ويعني ذلك أن الحكومة تتلقى ائتمان من البنك المركزي، ويتزامن ذلك مع زيادة البنك المركزي لإصداره النقدي بكمية مساوية لقيمة الأوراق المالية التي تم شراؤها فتتولد آثار تضخمية. وارتفاع معدلات التضخم في السوق يؤدي إلى ارتفاع معدلات العوائد المطلوبة من الأوراق المالية نتيجة لارتفاع علاوة التضخم، ومن شأن ما تقدم أن يدفع بأسعار الأوراق المالية إلى الأسفل، ويرفع من تكلفة التمويل.

ومن خلال ما تم ذكره يمكن القول أن أدوات الدين الحكومي تتمثل أساساً في أدوات الخزنة والسندات الحكومية، وتتراوح آجال أدوات الخزنة بين 91 يوماً، و182 يوماً، و52 أسبوعاً، في حين تتميز السندات الحكومية بآجال متوسطة وطويلة الأجل، وتزداد أهمية إصدار أدوات الخزنة، لما يشوب الظروف الاقتصادية عدم التأكد.

فإذا أرادت الحكومة تخفيض الفترة الزمنية لأجل الدين، فإنها تصدر أدوات خزنة وتطرحها للبيع في سوق الأوراق المالية، ومن ناحية أخرى تشتري الأوراق طويلة الأجل، ولتطويل آجال الدين تقوم الحكومة بإحلال أدوات الدين طويلة الأجل كالسندات محل الأدوات قصيرة الأجل.

ولسياسة إدارة الدين العام آثار اقتصادية هامة، ويرى البعض أن تغيير هيكل آجال الدين يغير هيكل آجال أسعار الفائدة، فزيادة آجال الدين تعني زيادة الدين طويل الأجل في مواجهة الدين قصير الأجل، وذلك يؤدي إلى زيادة عرض الأوراق المالية طويلة الأجل، مما يؤدي بالضرورة إلى أسعار فائدة أعلى في الأجل الطويل، بينما تؤدي تلك السياسة إلى خفض عرض الأوراق المالية قصيرة الأجل، الأمر الذي يؤدي إلى أسعار فائدة أقل في الأجل القصير⁽¹⁾

إن سياسة إدارة الدين العام، من خلال تأثيرها على الاستثمارات طويلة الأجل بسبب تغير أسعار الفائدة في الأجل الطويل، ومن خلال تأثيرها على إنفاق الأفراد من خلال التأثير على رغبة الأفراد في حيازة الأرصد النقدية، يمكن أن تمارس تأثيرات الأفراد في حيازة الأرصد النقدية، يمكن أن تمارس تأثيرات الأفراد في حيازة الأرصد النقدية، يمكن أن تمارس تأثيرات هامة على مستوى النشاط الاقتصادي، قد تعمد الحكومة خفض آجال الدين الحكومي بإصدار وبيع أدوات الخزنة وشراء السندات الحكومية، من شأنه تخفيض أسعار الفائدة، وتشجيع الاستثمار.

تؤثر سياسة إدارة الدين العام، على أطراف سوق المال لسببين هما:

أولاً: أن الإصدارات الجديدة من الأوراق المالية الحكومية، قد تتمتع بأسعار تكسبها جاذبية كبيرة من الإصدارات الأخرى، ومنه توفر فرص لاستثمارات أكثر ربحية في محافظ الأوراق المالية.

ثانياً: أن عملية تطويل أو تقصير آجال الدين، تغير من نمط هيكل أسعار الفائدة السائد في السوق بالنسبة للأوراق المالية الحكومية وغيرها من الأوراق الأخرى، وهذه التغيرات لها آثار هامة على مكاسب المؤسسات وعلى تخصيص الموارد بين الأصول المالية وبين قطاعات الاقتصاد المختلفة.

فسياسة إدارة الدين العام يمكنها أن تؤثر على أسعار الفائدة التي تؤثر بدورها على العوائد النسبية للأصول المالية، وكذلك على المكاسب النسبية للمؤسسات المالية، ومن شأن ذلك أن يؤثر في أسعار الأوراق المالية، وهيكل الطلب عليها كما أن تأثير تلك السياسة على هامش الوساطة المالية يمكن أن يؤثر على عمليات تداول الأوراق المالية⁽²⁾.

(1): عاطف وليام أندراوس، مرجع سبق ذكره، ص 160-162.

(2): عاطف وليام أندراوس، مرجع سبق ذكره، ص 162-164.

المبحث الثالث: واقع السياسة النقدية و المالية في مصر.

تسعى السلطات المصرية إلى تحقيق أهدافها الإقتصادية المتمثلة أساسا في النمو و الإستقرار الإقتصادي و ذلك عن طريق إنتهاج سياسة إقتصادية تعتمد على جملة من السياسات و أهمها السياسة النقدية و السياسة المالية، وسيتم التطرق إلى واقع هاتين السياستين في مصر .

المطلب الأول: السياسة النقدية في مصر

شهدت السياسة النقدية في مصر تطورات عدة ، سعت في كل مرحلة من تطورها إلى تحقيق الإستقرار السعري و النقدي و بالتالي الوصول إلى معدلات تضخم منخفضة .

المالية

أولاً: نشأة الجهاز المصرفي و تطوره (1)

يرجع تاريخ التفكير بإنشاء المصارف في مصر إلى القرن التاسع عشر ، عندما أراد محمد علي باشا الكبير إنشاء بنك له امتياز و سلطة تسعير العملة و الأوراق و تسعير سائر أصناف الزراعة و التجارة على غرار المصارف المتواجدة في البلدان الأوروبية ، و قد عادت الفكرة للظهور في عهد الخديوي إسماعيل و التي تزامنت مع تضخم الديون و زيادة التدخل الأجنبي و الرغبة في تنظيم المعاملات و خدمة الدين، إلا أن نهاية القرن التاسع عشر شهدت تأسيس المصرف الأهلي المصري التجاري بمشاركة رؤوس أموال أجنبية مساهمة برأسمال إنجليزي ، و بالتحديد عام 1898 لتمويل التجارة و المعاملات الدولية ، فضلاً عن تواجد عدد من فروع للمصارف الأجنبية العاملة في مصر ، و في عام 1920 تم تأسيس بنك مصر بوصفه أول مصرف برأسمال و إدارة مصرية ، إذ لم يقتصر نشاطه على تمويل العمليات التجارية فحسب ، بل إمتد إلى تأسيس شركات زراعية و صناعية و تجارية تعمل في مجالات متعددة .

و لقد أدى البنك الأهلي بعض وظائف البنك المركزي ، و إستمر بوظيفته هذه حتى عام 1960 عندما صدر قانون رقم 250 و الذي تم بموجبه تقسيم البنك الأهلي المصري إلى مصرفين أحدهما يمارس أعمال الصيرفة المركزية ، و هو البنك المركزي المصري ، و الثاني مصرف تجاري و هو البنك الأهلي المصري ، و يقف البنك المركزي على قمة الجهاز المصرفي الذي يتكون من المصارف التجارية التابعة للقطاعين العام و الخاص و المشترك و مصارف الإستثمار و الأعمال و كذلك المصارف المتخصصة . و لقد عهد للبنك المركزي المصري الذي مارس أعماله في كانون الثاني 1961 سلطة وضع السياسة النقدية و الإئتمانية و تنفيذها و تنظيمها بإستخدام الوسائل المتاحة و تحقيق أهدافها ، و المتمثلة في تحقيق الإستقرار السعري و النقدي ، و أن يكون إستقرار الأسعار هو الهدف الرئيسي لهذه السياسة الذي يتقدم غيره من الأهداف ، و بناء عليه يلتزم البنك المركزي المصري و و لحد هذه اللحظة و عاد المتوسط بتحقيق معدلات منخفضة للتضخم تسهم في بناء الثقة و المحافظة على معدلات مرتفعة للإستثمار و النمو الإقتصادي ، و إن تعزيز الحكومة لهذا الإستقرار في الأسعار و إلتزامها بسياسة مالية رشيدة يعد أيضاً امراً مهماً لتحقيق هذا الهدف ، و يسهم في وضع السياسة النقدية و تنفيذها في مصر لجنة من المفكرين تتكون من تسعة أعضاء تتضمن محافظ البنك المركزي و نائبيه و ستة أعضاء من مجلس إدارة البنك ، و تنفذ قرارات اللجنة عبر مجموعة من الأدوات و الإجراءات لوضع السياسة النقدية موضع التنفيذ.

ثانياً : الأدوات النقدية للبنك المركزي المصري

ظل البنك المركزي المصري يستخدم أدوات الرقابة المباشرة للتحكم في الإئتمان على المستوى الكلي للإقتصاد و توجيهه نحو القطاعات المختلفة ، غير أن البنك بدأ بالإنتقال إلى أدوات التحكم غير المباشر مع بداية التسعينات في ظل التحول المتسارع و المتواصل صوب السوق الحر، و فيما يأتي عرض لأهم أدوات الرقابة التي يستخدمها البنك المركزي :

- نسبة الإحتياطي القانوني :

تعد هذه النسبة أقدم وسيلة نقدية إتبعته في مصر 1943 عندما تم الإتفاق ما بين البنك الذي يقوم ببعض وظائف البنك المركزي و المصارف التجارية على تحديد نسبة الإحتياطي المحفوظ بها لدى البنك الأهلي و فيما بعد أوجب قانون المصارف و الإئتمان المادة (2) إلزام كل مصرف تجاري الإحتفاظ بنسبة معينة من الودائع لدى البنك المركزي كحد أدنى ، وقد أعطى القانون السلطات النقدية حق تغيير الإحتياطي الإلزامي حتى يتطعم و الظروف الإقتصادية و المالية المتغيرة (2).

(1) : عباس كاظم الدعيمي ، السياسات النقدية و المالية و أداء سوق الأوراق المالية ، دار صفاء ، عمان ، 2010 ، ص ص 236، 237 .
(2) : عبد الغفار حنفي ، رسمية رياقص ، أسواق المال و تمويل المشروعات ، الدار الجامعية ، الإسكندرية ، 2002 ، ص 236.

المالية

و حتى عام 1989 كانت نسبة الإحتياطي النقدي تتأرجح ما بين 17.5 – 25 % من إجمالي ودائع البنوك التجارية ، ألا إنه في عام 1991 و قبل بدء التحول إلى أسلوب الرقابة غير المباشرة على الإئتمان تم تعديل هذه النسبة ، إذ تم إلزام البنوك بأنه تحتفظ لدى البنك المركزي و من دون فولد بأرصدة لا تقل نسبتها عن 15 % من إجمالي ودائعها بالعملة المحلية و 10 % من ودائعها بالعملة الأجنبية بفائدة و إستمرت هذه النسبة حتى عام 2004 ، إذ بلغت نسبة الإحتياطي التي تحتفظ بها البنوك التجارية لدى البنك المركزي و من دون فوائد أرصدة لا تقل نسبتها عن 14 % من إجمالي ودائعها بالعملة المحلية و 10 % من ودائعها من العملة الأجنبية (1).

II- عمليات السوق المفتوحة : (2)

لم يمارس البنك المركزي المصري عمليات السوق المفتوحة كأداة من أدوات السياسة النقدية غير المباشرة إلا بعد عام 1991 ، و ذلك في إطار التحول إلى سياسة الرقابة غير المباشرة على الإئتمان ، عندما قام بإصدار أذونات خزانة تختلف آجالها ما بين 3 إلى 6 شهور و سنة بهدف تمويل العجز المزمّن في الميزانية العامة للدولة دون اللجوء للإقتراض المباشر من المصرف المركزي بالإضافة إلى إمتصاص فائض السيولة في الجهاز المصرفي و توفير أصول مالية يمكن تداولها في الأسواق القانونية، و بالتالي يكون لعمليات السوق المفتوحة أثر فعال خصوصا عندما يتم تنويع الأوراق المالية الحكومية القابلة للتداول في الأسواق المالية المصرية ، إذ بلغ الرصيد القائم لتلك العمليات في نهاية أيلول من عام 2006 نحو 114.9 مليار جنيه مصري ، بعد أن بلغت 25 و 40 و 55 و 83 و 113 مليار جنيه للأعوام 2001. 2002. 2003. 2004. 2005 على التوالي مع ملاحظة أرقام الرصيد القائم على عمليات السوق المفتوحة و يلاحظ إرتفاع حجمها ، مما يعني دخول البنك المركزي بائعا للأوراق الحكومية ، و هذا يتماشى مع سياسة الرامية إلى خفض السيولة داخل الإقتصاد للمحافظة على الإستقرار النقدي .

III- سعر البنك (سعر إعادة الخصم) (3)

نص قانون المصارف و الإئتمان على أن يقوم البنك المركزي المصري بعقد عمليات الإئتمان مع المصارف الخاصة لأحكام هذا القانون طبقا للشروط التي يضعها البنك مع تحديد أسعار الخصم بحسب طبيعة العمليات الإئتمانية و آجالها مقدار الحاجة إليها و وفقا لسياسة النقد و الإئتمان . و لم يستخدم البنك المركزي المصري الفائدة بوصفها أداة من أدوات السياسة النقدية و الإئتمانية إلا بعد صدور قانون (120) لسنة 1975 ، بعد أن كان القيد الوارد في القانون المدني يحظر التعامل بأسعار فائدة تزيد عن 7 % والذي وقف حائلا دون إستخدام هذه الأداة و لكن القانون المذكور أعطى لمجلس إدارة البنك المركزي تحديد أسعار الخصم و الفائدة الدائنة و المدينة دون التقيد بالحدود المنصوص عليها في اي قانون آخر، إذ لم تتجاوز أسعار الفائدة المدينة 4 % و الدائنة 6 % حتى صدور هذا القانون، و أتبع البنك بعد ذلك سياسة التدرج في رفع أسعار الفائدة بمعدلات تتأرجح ما بين 1-2 % في كل مرة إلى أن بلغ سعر البنك المركزي للإقراض و الخصم 14 % سنويا ، و بلغ أعلى سعر فائدة أعلن على الودائع لمدة سنة 12 % سنويا و لمدة خمس سنوات 15 % سنويا ، وذلك في نهاية عام 1990.

VI- ضوابط التوسع الإئتماني: (4)

أحد الأساليب و أدوات السياسة النقدية ذات الأثر المباشر و الفعال في الحد من التوسع الإئتماني ، فمن أجل أن لا يؤدي التوسع في الإئتمان إلى خلق إتجاهات تضخمية ، و مع توجيه الإئتمان نحو المشروعات الإنتاجية ، بالإضافة إلى التأثير في جانب الطلب تم وضع سقف إئتمانية معينة لمقدار ما تقدمه البنوك التجارية من قروض و تسهيلات للقطاع العام و الخاص بعدم تجاوز السقف المحددة خلال

(: عباس كاظم الدعوي ، مرجع سبق ذكره ، ص 1.241)

(: نفس المرجع ، ص 2.242)

(: عباس كاظم الدعوي ، مرجع سبق ذكره ، ص 3.242)

(: نفس المرجع ، ص 4.243.244)

المالية

السنة المالية ، مع إستبعاد الإستثمارات التي تقوم بها المصارف في الأوراق المالية في السقوف الإئتمانية المحددة لكل مصرف لدعم و تشجيع تلك المصارف على تمويل التنمية و تنشيط سوق المال في مصر بإستثمارات حقيقية .

لقد إقترن البدء بهذا الأسلوب بالبرامج التمويلية التي كان متفقا عليها مع الصندوق النقد الدولي عام 1962 و تم إستخدامها لمدة محددة ، ثم عاد البنك المركزي إلى إتباعها خلال الأعوام 1976-1981 بوصفها أداة فعالة للحد من التوسع الإئتماني و التحكم بالضغوط التضخمية ، و مع نهاية عقد الثمانينات تم وضع سقوف إئتمانية تربط ما بين القروض و الودائع بحيث لا تقدم المصارف سواء لشركات القطاع العام أو الخاص قروضا تزيد عن 60 % من أرصدة القطاعين ، و مع بداية التسعينات و في ظل التحول نحو أسلوب الرقابة غير المباشرة على الإئتمان تم إلغاء هذه السقوف الكمية تدريجيا و كان ذلك بالتحديد عام 1992 ، و عليه كان إجمالي القروض الإئتمانية المقدمة من المصارف التجارية قد إرتفع خلال السنوات الأخيرة .

و يظهر توزيع التسهيلات الإئتمانية وفقا للعملة المحلية تمثل الجزء الأكبر من إجمالي التسهيلات الإئتمانية ، و هذا يعني أن المدخرين مازالوا يفضلون الإيداع بالعملة المحلية ، إذ تشكل هذه الأخيرة الجزء الأكبر من الزيادة في الودائع تبلغ نسبتها 70% في حين إقترضت الزيادة في الودائع بالعملات الأجنبية على نسبة 30% .

V- نسبة السيولة: (1)

تهدف نسبة السيولة التي يتولى البنك المركزي مسؤولية تحديدها بموجب القانون إلى ضمان توظيف المصارف للحد الأكبر من الموارد المالية المتاحة لها في أصول نقدية أو سريعة التحول إلى أصول سائلة من أجل تدعيم المراكز المالية لتلك المصارف، و من ثم فغن البنك المركزي صلاحية تحديد مكونات نسبة اليولة و المعدلات التي يتعين على المصارف الخاضعة للإشراف و الإلتزام بها ، و هي بذلك تعد إحدى الأدوات المباشرة التي يستخدمها البنك المركزي للتأثير في حجم الإئتمان سواء بالعملة المحلية أو بالعملة الأجنبية .

و لقد إستمر البنك المركزي المصري في تحديد نسبة السيولة و مكوناتها على أساس 30% بالعملة المحلية ، و لم يتم تعديل هذه النسبة لمدة تزيد عن 20 سنة حتى تم تعديل هذه النسبة في إطار الأعداد للرقابة غير المباشرة على الإئتمان و إعتبارا من 1991 حدد البنك المركزي الحد الأدنى لنسبة السيولة بالعملة المحلية التي يتعين على المصارف الإلتزام بها و هي 20% ، في حين يبلغ الحد الأدنى لهذه النسبة 25% للعملات الأجنبية ، ولقد حافظت البنوك مجتمعة خلال عامي 2005 و 2006 على الحد المقرر لنسبتي السيولة بالعملة المحلية و الأجنبية 52.7% خلال 2006/2005 ، و يتم إحتساب هذه النسبة على أساس المتوسط اليومي لأيام العمل الفعلية خلال أشهر .

IV- الوسائل الأخرى: (2)

1- إستخدام البنك المركزي نوعا من الأساليب المباشرة على الرقابة و الإئتمان و نقصد أسلوب العقناع الأدبي من خلال قيامه بإقناع المصارف بضرورة الإلتزام بالتوجيهات و التوصيات الصادرة لها سواء كانت مكتوبة أو عن طريق الإتصال الشخصي و بما يخدم النشاط الإقتصادي .

2- يتدخل البنك المركزي في سوق الصرف من خلال التعامل ببيع العملات الأجنبية و شرائها ، و ذلك بهدف التحكم بالسيولة المحلية مكونا الأساليب المباشرة على الرقابة و الإئتمان ، فضلا عن المحافظة على عر صرف العملة طبقا لأهداف السياسة النقدية .

(: عباس كاظم الدعوي، مرجع سبق ذكره ، ص 2451)
(: عباس كاظم الدعوي، مرجع سبق ذكره ، ص ص 246،245)

المالية

3- منع البنك المركزي المصري المصارف من التعامل او المضاربة بالمعادن النفسية بأي شكل من الأشكال لما تتميز به هذه المعادن من التذبذب الشديد في أسعارها و كذلك الخطر الذي تتعرض له أموال المصرف و العملاء .

4- إنسجاما مع التدابير الدولية فيما يتعلق بقياس مدى كفاية رأس المال المصرفي التي أقرتها لجنة بازل فقد قرر البنك المركزي المصري بان تلتزم المصارف المسجلة لديه برأسمال إسمي لا يقت عن 8% من الموجودات ذات المخاطر ، كذلك يتضمن رأس المال المساند 25% من الزيادة بين القيمة السوقية و الدفترية، و كان ذلك عام 1998 ، إلا إن هذه النسبة تم تعديلها خلال السنوات اللاحقة ليصبح راس المال الأساس الذي تلتزم به المصارف لا يقل عن 10%.

5- و في إطار الجهود التي تبذلها مصر لإصدار التشريعات المتعلقة بعمليات غسل الأموال و مخاطرها فقد وقعت مصر إتفاقيتين دوليتين لمكافحة غسل الأموال و هما إتفاقية الأمم المتحدة عام 1988، و الإتفاقية العربية في تونس عام 1994.

6- و في إطار العمل على تطوير و تنويع أدوات السياسة النقدية بهدف تنشيط عمليات السوق المفتوحة قام البنك المركزي المصري بإستخدام أداتين جديدتين هما عمليات البيع النهائي و عمليات إعادة الشراء المعكوسة للأزونات على الخزانة*.

المطلب الثاني : السياسة المالية في مصر

واصلت السلطات المالية في مصر مسارها في سبيل الإصلاح بصورة أساسية على رفع مستوى الإنضباط المالي، و في هذا الإطار توجهت الجهود نحو المزيد من التنويع و توسيع قاعدة الإيرادات العامة و ترشيد الإنفاق و ضبط و تحسين فعالية تخصيص الموارد العامة و تحسينها ، لذا فقد إتجهت السلطة المالية نحو إستخدام أدوات السياسة المالية المتاحة لمعالجة حالات العجز التي تعاني منها مصر شأنها في ذلك شأن البلدان النامية .

و من أجل إعطاء صورة واضحة عن السياسة المالية في مصر لا بد من معرفة المؤشرات الرئيسية لتلك السياسة.

أولا : مؤشر السياسة الإنفاقية⁽¹⁾

في إطار إجراءات الإصلاح المالي واصلت الحكومة المصرية إتباعها لسياسة مالية منضبطة هدفت إلى التحكم في الإنفاق الحكومي و سعت إلى المحافظة على الإستقرار المالي و على الرغم من التذبذب الملحوظ في الإنفاق ، فإن المسار المذكور عموما حافظ على زيادة متواصلة و معتدلة و خالية من التغيرات مما يشير إلى أن هناك توجهات نحو ضبط الإنفاق تماشيا مع سياسة تقليص الدور الحكومي للإقتصاد المصري مقابل تفعيل دور نشاط القطاع الخاص من خلال تنفيذ برامج الخصخصة و على نطاق واسع الأمر الذي أسهم في بيع الاصول الحكومية بكثافة للقطاع الخاص ، و بالتالي تقليل الإنفاق العام أو على الأقل ضبطه .

و الجدول التالي يبين تطور النفقات العامة من 1990 إلى عام 2006:

الجدول رقم (03) : مؤشر الإنفاق العام في مصر

السنوات	الإنفاق العام
1990	30357

* يقوم البنك المركزي المصري بموجب هذه العملية بالإعلان في كل من شاشة رويترز و موقع البنك المركزي المصري على شبكة الأنترنت عن قرار لبيع أزون الخزانة – تلقي العطاءات- ترسية العطاءات و الإعلان عن نتيجة العملية و إجراءات الخصم و الإضافة إلى حسابات البنوك.

(: عباس كاظم الدعي ، مرجع سبق ذكره ، ص 1.292)

المالية

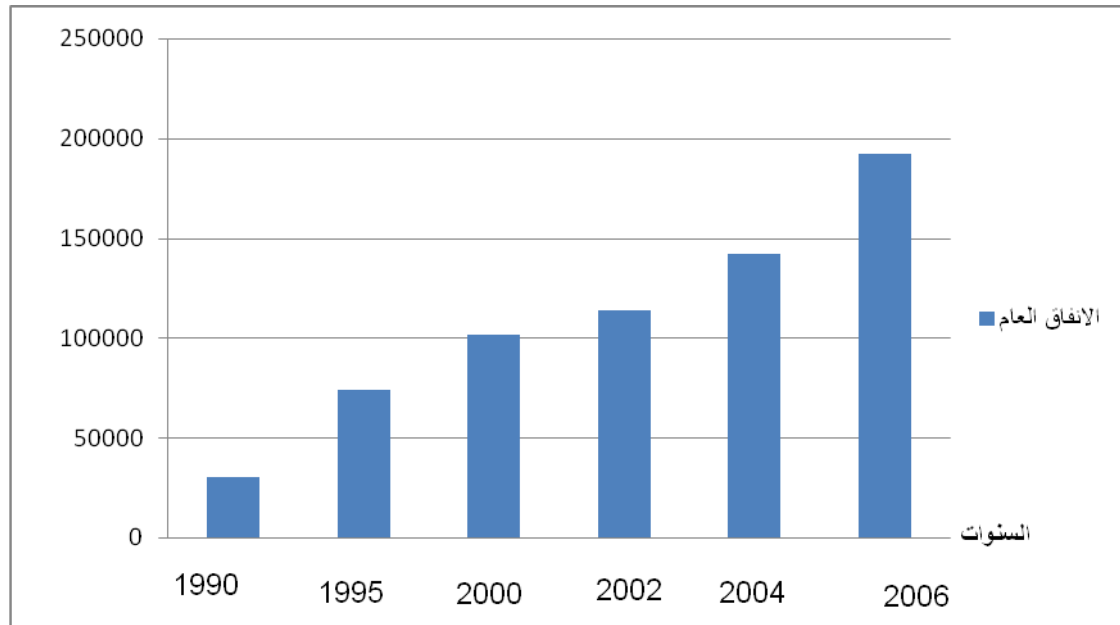
73882	1995
101834	2000
113764	2002
141949	2004
192100	2006

المصدر: عباس كاظم الدعيمي، السياسات النقدية والمالية و أداء سوق الاوراق المالية، دار الصفاء، عمان، 2010، ص298.

تشير الأرقام الواردة في الجدول إلى زيادة النفقات العامة ، إذ بلغت من 30.3 و 39.3 و 57.2 مليار جنيه بمعدل تغيير سنوي بلغ 29% و 47% للأعوام 1990 و 1991 و 1992 على التوالي، ثم واصل الإنفاق العام بالتزايد و لكن بمعدلات تغيير سنوي معتدل و منخفض مقارنة بالسنوات السابقة، إذا إنخفض معدل التغيير من 10% إلى 9.5% إلى 5.4% إلى 2.3% إلى 5% للأعوام 1993 و 1994 و 1995 و 1996 و 1997 على التوالي، في حين إنخفض إجمالي الإنفاق العام إلى 73.3 مليار جنيه عام 1999 لتصل إلى 192.1 مليار جنيه عام 2006.

و يظهر من هذه البيانات أن السياسة المالية الحكومية قد ركزت فيها على الإستمرار في ترشيد الإنفاق العام ، وذلك لتحقيق إعادة هيكلة النفقات العامة بإتجاه تحجيم الدعم الحكومي و تقليص متطلبات الإدارة الحكومية ، و سعي الحكومة إلى ضبط الإنفاق في إطار تنفيذ برامج السياسات الإصلاح الإقتصادية و الشكل التالي يوضح تطور النفقات العامة في مصر و ذلك بالإعتماد على بيانات الجدول السابق.

شكل رقم (05): تطور مؤشر الإنفاق العام في مصر للمدة (1990-2006)



المصدر: من إعداد الطالبات

المالية

ثانيا : مؤشر السياسة الضريبية(1)

ضمن نطاق الإجراءات المتميزة من لدى الحكومة المصرية لتصنيف عجز الموازنة و تنويع المصادر و تمويلها والعمل على تزايدها، الأمر الذي دفع الحكومة المصرية إلى التوسع في الحصيلة الإيرادية و تنويع مصادرها ، إذ إرتفعت الإيرادات الضريبية من 16 مليار جنيه عام 1990 لتصل إلى 99.4 مليار جنيه عام 2006 و بالمقابل إرتفعت الإيرادات العامة كنتيجة طبيعية لزيادة الإيرادات الضريبية من 24.8 مليار جنيه عام 1990 لتصل إلى 155 مليار جنيه عام 2006 علما أن الضرائب عدت من أهم أدوات التمويل للموازنة العامة ، إذ أنها أسهمت بنحو 80% في تغطية النفقات العامة، كما أنها مثلت ما يقارب 62% من إجمالي الإيرادات العامة الأمر الذي يوضح أهمية الضرائب في الإقتصاد القومي المصري.

و كان للإجراءات التي إتخذها الحكومة دور في تسارع حركة الإصلاحات الضريبية و بالتالي مساهمتها في الإيرادات العامة إذ إتخذت الحكومة إجراءات عدة كان الهدف منها تطوير النظام الضريبي و تحديثه ، فكان صدور القرار رقم (87) لسنة 1983 و الذي يقضي بتعديل قانون الضريبة على الدخل و كذلك الضريبة على الأرباح الصناعية و التجارية ، كما تم إصدار القانون رقم (8) لسنة 1986 الذي اعفى سندات التنمية الوطنية و عوائدها المصدرة بالدولار ، كما صدرت عام 1995 لائحة تنفيذية لقانون الضرائب على الدخل و الضريبة الموحدة رقم (187) لسنة 1993، و في عام 1996 صدرت قواعد تنفيذية متعلقة بضرريبة الدفعة النسبية على الأوراق المالية ، إلى جانب ذلك إعداد الدراسات الخاصة بإصلاح ضريبة المبيعات و التحول نحو تطبيق نظام ضريبة القيمة المضافة، الامر الذي إنعكس في المحصلة النهائية في جمع هذه الإجراءات بإصلاح النظام الضريبي، إذ إرتكز بشكل واضح على أوعية ضريبية أكثر إستقرارا من ناحية الحصيلة الإيرادية الضريبية و أكثر تنوعا فهي تعبر عن توسع الحصيلة الإيرادية للضريبة و توسع حجم الإيرادات العامة.

و الجدول التالي يبين تطور الإيرادات الضريبية و كذا الإيرادات العامة في مصر:

الجدول رقم (04) : مؤشر الإيرادات الضريبية و الإيرادات العامة في مصر

السنوات	الإيرادات الضريبية	الإيرادات العامة
1990	16091	24863
1995	43108	75710
2000	62120	97673
2002	69083	104042
2004	85412	13020
2006	99436	155400

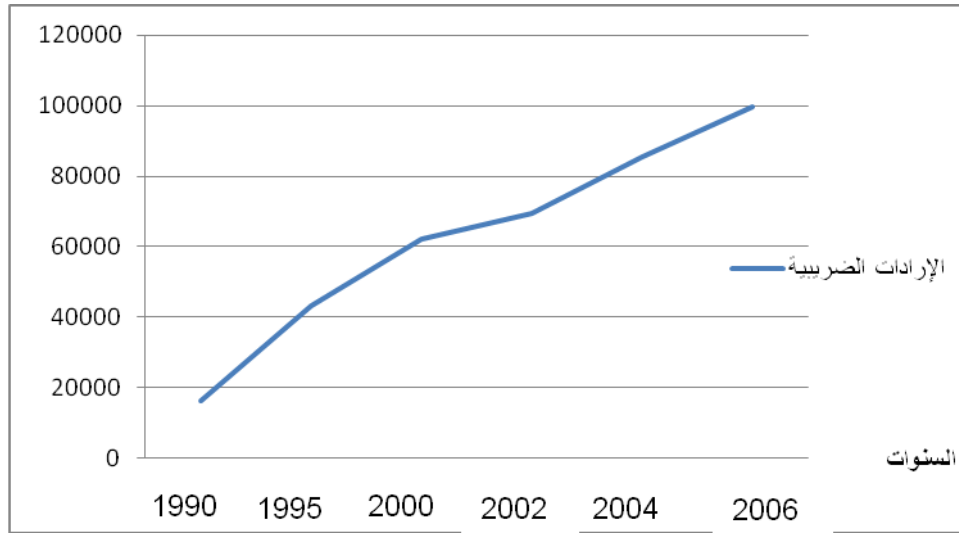
المصدر: عباس كاظم الدعي، السياسات النقدية و المالية و أداء سوق الأوراق المالية، دار الصفاء ، عمان، 2010، ص 298.

و الشكل التالي يوضح تطور الإيرادات الضريبية في مصر خلال الفترة 1990-2006.

(إكرام عبد العزيز ، الإصلاح المالي ، بيت الحكمة ن بغداد ، 2002، ص ص 99، 196)

المالية

الشكل رقم (06): تطور مؤشر الإيرادات الضريبية في مصر للمدة (1990-2006)



المصدر: من إعداد الطالبات .

ثالثا : مؤشر الدين المحلي الحكومي و سياسة العجز⁽¹⁾

يشمل الدين المستحق على الحكومة الرصيد القائم على الأزون و السندات الحكومية وصافي أرصدة حساباتها لدى الجهاز المصرفي و رصيد مديونيتها تجاه بنك الإستثمار القومي، و تشير البيانات إلى إرتفاع إجمالي رصيد الدين المحلي المستحق على الحكومة، إذا إرتفع إجمالي الرصيد من 60.9 مليار جنيه عام 1990 ليصل إلى 387.7 مليار جنيه عام 2006 ، و جاءت هذه الزيادة نتيجة تغير السياسة التمويلية للحكومة المصرية بعد بدء تنفيذ برامج الإصلاح 1991 إذ لجأت مصر في ظل ذلك إلى تمويل عجزها المالي بإنشاء سوق لسندات الخزانة و رفع القوائد على تلك السندات إلى مستويات تتناسب مع المعدلات العالمية ، و تجدر الإشارة هنا إلى أن عملية تمويل عجز الموازنة العامة في مصر تمت بموجب إجراء مزادات لأذونات الخزانة العامة و قد شاركت في ذلك المصارف و الأفراد و إستمرت الحكومة في ضوء ذلك بتمويل الجزء الأكبر من عجز الموازنة بإصدار سندات الخزانة إلى جانب الإقتراض الخارجي و لكن في أضيق الحدود ، فضلا عن ذلك فإن الزيادة المتتالية في إجمالي الدين الحكومي جاء محصلة لإرتفاع كل من الرصيد المصدر من السندات و الأذون على الخزانة و مديونية الحكومة إزاء بنك الإستثمار القومي ، و يظهر الجدول الآتي تطور الدين المحلي الحكومي.

و هنا لابد من الإشارة إلى تراجع حالة عجز الموازنة في مصر و ظهور فوائض مالية خلال الأعوام 1994.1995 ، إلا أن العجز الحكومي عاود الزيادة خلال الأعوام التالية مسجلا أعلى قيمة له عام 2006 بلغت 36.7 مليار جنيه و أدنى قيمة له عام 1999 بلغت 222 مليون جنيه ، و قد تم الإعتماد في تمويل هذا العجز على مصادر التمويل للعملية المصرفية و غير المصرفية و التي أمكن من خلالها تغطية العجز بالكامل و إجراء العديد من التسديدات المحلية و الخارجية.

(1) : عباس كاظم الدعي ، مرجع سبق ذكره ، ص ص 297،296.

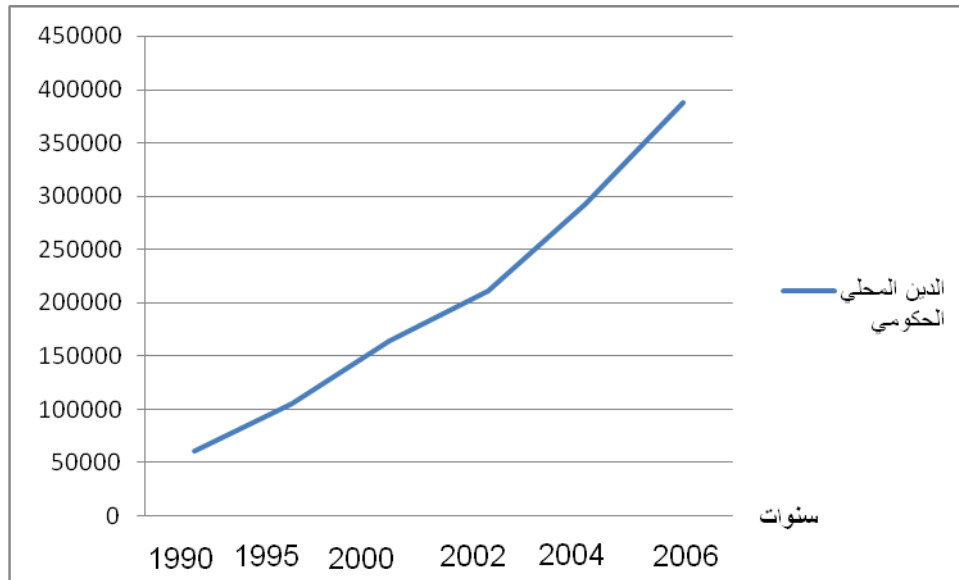
المالية

الجدول رقم (04): مؤشر الدين المحلي الحكومي و العجز الحكومي في مصر .

السنوات	العجز الحكومي	إجمالي الدين المحلي
1990	-5494	60949.2
1995	1828	105000
2000	-4161	164563
2002	-9722	211201
2004	11747	292700
2006	36700	387700

المصدر: عباس كاظم الدعيمي، السياسات النقدية و المالية و أداء سوق الأوراق المالية، دار الصفاء، عمان، 2010، ص 298.

و الشكل التالي يوضح تطور مؤشر الدين الحكومي في مصر خلال الفترة 1990-2006. **الشكل رقم (07):** تطور مؤشر الدين المحلي الحكومي في مصر للمدة (1990-2006)



المصدر: من إعداد الطالبات

و في ضوء ما تقدم فإن مؤشرات السياسة المالية في مصر تدل على أن الإنفاق العام و الإيرادات العامة (الإيرادات الضريبية) و إجمالي الدين المحلي المستحق على الحكومة و حتى العجز الحكومي كانت تنمو بشكل منضبط الأمر الذي يؤكد رغبة السلطة المالية في ضبط السياسة المالية و إزالة الإختلالات و ذلك لتحقيق أهدافها و المتمثلة بخفض العجز في الموازنة و التحكم بالإنفاق الإستثماري الحكومي مع زيادة إيرادات الحكومة من الضرائب عن طريق الإصلاح الضريبي.

المبحث الرابع: أثر السياسة النقدية و المالية على سوق مصر للأوراق المالية.

يتأثر سوق مصر للأوراق المالية كغيره من الأسواق المالية الأخرى بالسياسات النقدية و المالية التي تتحكم فيها السلطات النقدية و المالية عن طريق مجموعة من الأدوات التي من شأنها التأثير بطريقة مباشرة أو غير مباشرة على أداء السوق و فعاليته.

المطلب الأول: سوق الأوراق المالية في مصر

تعتبر سوق الأوراق المالية المصرية واحدة من أقدم الأسواق في العالم و أقدم الأسواق على الإطلاق في منطقة الشرق الأوسط ، و تتعامل هذه السوق كغيرها من الأسواق في الأدوات المالية طويلة لأجل رغم إفتقادها للعديد من الأدوات المالية المعمول بها في الأسواق المالية العالمية.

أولا : نشأة سوق مصر و تطوره .

يشير التاريخ الإقتصادي أن سوق الأوراق المالية في مصر من أقدم الأسواق المالية إذ تأسست سوق الأوراق المالية في الإسكندرية عام 1898 . و قد مرت السوق المصرية بمراحل عديدة إرتبطت بالفلسفة الإقتصادية السائدة خلال هذه المراحل . و يمكن تقسيم تطور السوق المصرية للأوراق المالية إلى أربع مراحل زمنية : (1)

المرحلة الأولى (1883-1985):

شهدت تلك المرحلة تأسيس السوق، و قد إتصف السوق في بداية نشأته بالمحدودية و الضحالة، و لكن سرعان ما بدأ في الإنتعاش مع صدور لائحة البورصة بموجب أمر عالي عام 1907 أدخلت حيز التنفيذ إعتبارا من أول سبتمبر 1910 بالنسبة لبورصة القاهرة و عام 1913 بالنسبة لبورصة الإسكندرية . غير أنه مع بداية الحرب العالمية الأولى عام 1914 شهدت سوق الأوراق المالية المصرية ركودا حادا

(عاطف وليم أندراوس ، السياسة و أسواق الأوراق المالية، مرجع سبق ذكره ، ص 1.270)

المالية

إستمر خلال سنتي الحرب، و عند إنتهاء الحرب بدأت السوق في إستعدادت نشاطها ببطء. و في عام 1933 صدرت اللائحة العامة للبورصات بموجب مرسوم ملكي، بعدها شهدت البورصة المصرية خلال النصف الثاني من الثلاثينات القرن الماضي نشاطا ملحوظا إلى حد أنها صنفت كخامس أنشط بورصة في العالم ، و إستمر ذلك النشاط إلى أن بدأت الحرب الثانية عام 1939 بدأالركود يدب في أرجاء سوق الأوراق المالية المصرية مع تراجع عمليات التداول و مع نهاية الحرب بدأ القطاع الخاص في الغنتعاش و تزايدت حاجة الشركات إلى الموارد المالية و لجات إلى سوق الأوراق المالية ، و مع نهاية عام 1951 بدأت السوق المصرية في الإنتعاش مرة أخرى نتجية لقيام الحرب الكورية . و مع إنتهاء الحرب الكورية و حدوث العديد من الإضطرابات السياسية في مصر قبل قيام ثورة يوليو تواجعت سوق الأوراق المالية (1)، و بقيام الثورة عام 1952 بدأت حكومة الثورة في تشجيع القطاع الخاص لإنشاء الشركات المساهمة أدى إلى تنشيط السوق . و في عام 1956 صدر القانون رقم 344 و بموجبه تم تحديد الإستثمار العقاري بشكل أدى إلى تحرير قدر كبير من الموارد المالية و توجيهها نحو الإستثمار في البورصة ، و في عام 1985 صدرت اللائحة الداخلية للبورصات.

ومع نهاية تلك المرحلة في عام 1985 بلغ عدد الشركات المسجلة بالبورصة 925 شركة إتصفت حركة تداول أسهمها بالنشاط. (2)

المرحلة الثانية (1959-1973) :

لم يستمر توجه حكومة الثورة نحو تشجيع القطاع الخاص و بدأ التوجه نحو الأسلوب الإشتراكي و توالى بعد ذلك الإجراءات التي تكرر التحول للإتجاه الإشتراكي في إدارة الإقتصاد المصري غدت في عام 1960 عدة قوانين لتأميم كل من بنك مصر و البنك الأهلي ، ثم قوانين يوليو عام 1961 الخاصة بتأميم الشركات و قد صاحب هذه القوانين إجراءات المادرة و نزع الملكية و فرض الحراسة ، الأمر الذي أصاب سوق الأوراق المالية في مصر بالشكل و تراجع حجم التداول.(3)

و رغم كل ما تقدم فقد ظلت البورصات المصرية مفتوحة في كل من القاهرة و الإسكندرية و إنحصرت التداول في تلك الفترة في بعض أنواع السندلت الحومية التي كانت الحكومة تبيعها للبنوك التجارية لتمويل الإنفاق العام، و بالتالي لم تمارس السوق في تلك الفترة أي دور فاعل في حشد المدخرات و توفير التمويل للإستثمارات، و هكذا أدت إجراءات التأميم في مصر إلى إنهياف سوق الأوراق المالية. غير أن الحكومة المصرية أدركت مع قدوم عام 1971 أهمية إصلاح الأضرار التي نجمت عن قرارات التأميم و ضرورة إعادة الثقة للإستثمار الخاص فأصدرت قانون رقم 65 لسنة 1971 و الذي هدف إلى حماية المستثمرين العرب و الأجانب من مخاطر التأميم و المصادرة مما يدفعها إلى الإنتقال لتناول المرحلة الثالثة لتطور السوق و هي مرحلة الإنفتاح الإقتصادي التي جاءت في أعقاب حرب أكتوبر ، و معها تزايدت رغبة الحكومة في إجراء تحولات جذرية تعطي للقطاع الخاص فرصة مشاركة أكبر في النشاط الإقتصادي. (4)

المرحلة الثالثة (1974-1990) :

بدأت تلك المرحلة بسياسة الإنفتاح الإقتصادي بصدور القانون رقم 43 لسنة 1974 الذي عمل على تشجيع مشاركة القطاع الخاص في النشاط الإقتصادي ، و قد تم تعديل القانون سنة 1977 و بموجبه تمت إزالة العديد من القيود على سوق الصرف الأجنبي لتشجيع المستثمرين الأجانب على الإستثمار في البورصة . فبدأ النشاط يعود للسوق فارتفع عدد الشركات المسجلة في عام 1975 إلى 55 شركة . و في إطار إصلاح البنية التشريعية للسوق المصرية ، تم تعديل القانون الصادر سنة 1957 بموجب القانون رقم 121 بسنة 1981 كما صد القانون رقم 159 لسنة 1981 بشأن الشركات المساهمة

(: عبد الستار بكري ، بورصات الأوراق المالية في مصر ، بدون ناشر ، 1998 ، ص 1.82)

(: صلاح جودة ، بورصة الأوراق المالية علميا و عمليا ، بدون ناشر ، 1998 ، ص 2.9)

(: عبد الستار بكري ، مرجع سبق ذكره ، ص 3.85)

(: عاطف وليام أندراوس ، السياسة المالية و أسواق الأوراق المالية ، ص 4.272)

المالية

و شركات التوصية بالأسهم و الشركات ذات المسؤولية المحدودة و من ناحية أخرى صدر القانون رقم 157 لسنة 1981 بشأن الضرائب على الدخل ، و في إطار تشجيع الإستثمار صدر القانون رقم 230 لسنة 1989 و قد تضمن المزيد من حوافز الإستثمار، و في ظل هذا القانون إرتفع عدد شركات الإستثمار المسجلة في بورصتي القاهرة و الإسكندرية إلى 369 شركة ثم 542 شركة في عام 1990 كما إرتفعت قيمة التداول 71.9 مليون جنيه في عام 1990.⁽¹⁾

المرحلة الرابعة من عام 1991:

و هي مرحلة الإصلاح الإقتصادي عام 1991 و لم تزل مستمرة حتى الآن ، و في ظل هذه المرحلة تبلورت السوق المصرية للأوراق المالية في صورتها الحالية بأدواتها و مؤسساتها و بنيتها التشريعية و التنظيمية . و قد ساعد تثبيت الإقتصاد المصرفي و تحليصه من بعض الإختلالات الإقتصادية كإرتفاع معدلات التضخم و تخفيض حدة البعض الآخر كعجز الموازنة و عجز الحساب الجاري من ميزان المدفوعات إلى خلق بيئة إقتصادية مستقرة ، كانت بمثابة نقطة إنطلاق لإجراء تطوير شامل لسوق الأوراق المالية.⁽²⁾

و قد صدر في هذه المرحلة العديد من التسريعات التي أسهمت في تنشيط السوق أهمها قانون سوق رأس المال لسنة 1992، و قانون قطاع الأعمال العام لسنة 1991، القانون 8 لسنة 1997. إلا أن عملية تطوير السوق و إحيائه بصورة حقيقية جاءت مع صدور القانون 95 لسنة 1992 الذي شكل أساس و جوهر البيئة التشريعية للسوق و في ظل هذا القانون تشكلت السوق بمؤسساتها و أدواتها الراهنة .

ثانيا: أدوات سوق مصر للأوراق المالية

بخطف العديد من الأسواق الصاعدة تتصف سوق الأوراق المالية في مصر بمحدودية الأدوات المالية محل التداول ، إذ تفتقد السوق المصرية للعديد من الأدوات المالية ، كالأسهم الممتازة ، و السندات القابلة للتحويل إلى أسهم و المشتقات المالية بكافة صورها. و تتمثل الأوراق المالية المسموح بتداولها في سوق الأوراق المالية في مصر فيما يلي :

I- الأسهم العادية :

تمثل الأسهم العادية أكثر الأدوات تداولاً في السوق المصرية، ووفقاً للقانون رقم 159 لسنة 1981 في مادته رقم 1/31 فإن الأسهم المصدرة يجب أن تكون لإسمية، لكن بصدور القانون 95 لسنة 92 سمح بإصدار الأسهم لحاملها على أن لا يكون لحاملها هذه الأسهم حق التصويت في الجمعيات العمومية .

و من ناحية أخرى أجاز القانون 159 لسنة 1981 في مادته رقم 41 إصدار الأسهم العينية إلى جانب الأسهم النقدية ، غير أنه خطر تداول الأولى قبل نشر الميزانية العمومية و حساب الأرباح و الخسائر للشركة المصدرة عن مدة سنتين مائيتين متتاليتين ، و الحكمة من تقرير هذا القيد هو حماية المساهمين و الدائنين من المبالغة في تقدير قيم الحصص العينية.⁽³⁾

II- السندات :

تمثل السندات أحد أهم أركان أسواق الأوراق المالية العالمية المتطورة غير أنها تفتقد هذه الأهمية إذا ما قورنت بأهمية الأسهم في العديد من الأسواق الصاعدة، و تتصف سوق السندات في مصر بالضحالة و عدم التنوع نتيجة لضعف المشاركة الحكومية و إعتقاد كثير من الشركات على الإقتراض المصرفي و أهم صور السندات في السوق المصرية للأوراق المالية سندات الشركات و البنوك، و السندات الحكومية مثل سندات الإسكان و سندات التنمية و سندات الخزانة، و تجدر الإشارة إلى أن

(: عاطف وليام أندراوس ، السياسة المالية و أسواق الأوراق المالية ، ص 1.274)

(: عطية عبد الحليم صقر ، تطور سوق المال في ظل التحديات المعاصرة، دار النهضة، القاهرة، 1998، ص 2.49)

(: السيد عبد المولى ، الوجيز في التشريعات الرياضية ، دار النهضة العربية، القاهرة 1999، ص 3.90)

المالية

الفانون رقم 159 كان يشترط في مادته رقم 149 أن تكون السندات المصدرة إسمية ، إلا أن هذا الشرط تغير مع صدور القانون 95 في مادته 12 التي أجازت إصدار السندات لحاملها بموافقة الجمعية العمومية. و ثمة شروط لطرح السندات في إكتتاب عام أهمها الحصول على ترخيص من الهيئة العامة للسوق، و أن تؤدي الشركة المصدرة رأسمالها بالكامل، و أن تعتمد ميزانية واحدة على الأقل للشركة قبل إصدار السندات المطروحة للإكتتاب العام. (1)

III- صكوك التمويل :

تمثل صكوك التمويل إحدى الأدوات التي إستحدثها القانون 146 لسنة 1988 بشأن الشركات العاملة في مجال تلقي الأموال لإستثمارها . و هي عبارة عن صكوك تصدرها شركات المساهمة العاملة في مجال تلقي الأموال و توظيفها ، وتعطي لحاملها الحق في الحصول على سعر فائدة متغير أو ثابت تحده الشركة دون المشاركة في الأرباح و الخسائر. و تخول صكوك التمويل من الإصدار الواحدة حقوق متساوية لأصحابها في مواجهة الشركة . و يمكن إعتبار صكوك التمويل بالمفهوم المتقدم أحد أنواع السندات التي تصدرها الشركات لتوفير إحتياجاتها التمويلية و من ثم فهي تعتبر أحد أدوات الدين . و عمليا لا تتواجد صكوك التمويل حيث لم يسجل لها أي حركة تداول في السوق المصرية للأوراق المالية. (2)

VI- وثائق الإستثمار:

هي أوراق مالية تصدرها صناديق الإستثمار الخاضعة لأحكام القانون 95 لسنة 1992 و لائحته التنفيذية في مقابل أموال المستثمرين ، و تصدر وثائق الإستثمار بقيمة إسمية موحدة و لمدة محددة ، و تخضع فيها كل من المستثمر و الصندوق للشروط الواردة في نشر الإكتتاب . و تعد هذه الوثائق أحد الأدوات في السوق المصرية ، و لا تسجل و لا تقيد من هذه الوثائق سوى الوثائق التي تصدرها ناديق الإستثمار التي تتخذ من شكل الشركة المساهمة كيانا قانونيا لها، على العكس من الوثائق التي تصدرها صناديق الإستثمار التابعة للبنوك و شركات التأمين فإنها لا تسجل و لا تتداول في السوق ، حيث يتم إستيراد قيمة الوثيقة من البنك أو شركة التأمين التابع لها الصندوق. (3) و لم يتم التعامل بوثائق الإستثمار بشكل ملموس في السوق ، حيث لم تسجل البورصة عمليات تداول كبيرة عليها. (4)

المطلب الثاني: أثر السياسة المالية على سوق الأوراق المالية في مصر

يمكن للسياسة المالية في مصر أن تباشر تأثيرات هامة على سوق الأوراق المالية ، و ذلك ممن خلال إستخدام مختلف أدواتها.

أولا: تأثير سياسة الإنفاق العام (5)

تؤثر سياسة الإنفاق العام على سوق الأوراق المالية في مصر ، من خلال التأثير الذي تباشره على الموارد المتاحة للقطاع الخاص و من ثم حجم الإستثمار الخاص ، الأمر الذي ينعكس على الطالب على الأموال القابلة للإقراض، و من ثم عرض الأوراق المالية، و يتم إستخدام آلية الخصخصة لخفض حجم و نطاق النشاط الحكومي، و من ثم تحرير و تحويل الموارد للإستثمار الخاص بشكل ينعكس إيجابا على السوق، فمع بداية خفية تسعينات القرن الماضي و بدء برنامج الإصلاح الإقتصادي ، أصبحت آليات السوق هي الوسيلة الأساسية لإدارة الإقتصاد الوطني و تزايد دور القطاع الخاص . و لقد بدأت الخطوات التمهيديّة لبرنامج الخصخصة المصري في عدة نقاط:

تعديل البنية لتشريعية على نحو يتناسب مع التوجه الجديد للإقتصاد المصري، حيث صدر القانون 203 لسنة 1991 بشأن شركات قطاع الأعمال العام ، الذي عمل على إعادة هيكلة قطاع الأعمال العام، و

(نفس المرجع ، ص 1.94)

(عاطف وليام عبد الحليم صقر ، مرجع سبق ذكره ، ص ص 93، 92.)

(نفس المرجع، ص 3.9)

(عاطف وليام أندراوس، السياسة المالية و سوق الأوراق المالية ، مرجع سبق ذكره ، ص.4.283)(عاطف وليام أندراوس ، السياسة المالية و أسواق الأوراق المالية ، مرجع سبق ذكره ، ص 360-369.)

المالية

قد حلت الشركات القابضة بموجب هذا القانون محل الهيئات العامة، و أصبحت شركات القطاع العام بمثابة شركات تابعة لها، و قد منحت اللائحة التنفيذية لهذا القانون مجلس إدارة الشركة القابضة إختصاص تكوين و إدارة محافظ الأوراق المالية للشركات التابعة و إستثمار أموالها، و التصرف بالبيع في الأسهم التي تمتلكها ما لم ينتج عن البيع إنخفاض ملكية القطاع العام عن 01 ، و في إطار الهيكل التشريعي المؤازر لعملية الخصخصة، صدر القانون 95 لسنة 1992 بهدف تطوير سوق الأوراق المالية و تسهيل طرح أسهم شركات الخصخصة للبيع من خلاله.

تحديد أساليب البيع، حيث حددت الحكومة المصرية عدة أساليب لتنفيذ برنامج الخصخصة أهمها، الطرح العام حيث يتم أسهم الشركات كلها أو شرائح منها لأفراد أو المؤسسات من خلال سوق الأوراق المالية ، و يحقق هذا الأسلوب عدة أهداف أهمها توسيع قاعدة الملكية، و تنشيط سوق الأوراق المالية . ووفقا لبرنامج الخصخصة المصري فإن المبدأ العام للتقييم بالنسبة للشركات التي تطرح للبيع لأول مرة هو متوسط أرباح السنوات الثلاث الأخيرة مضروبا في مضاعف معين حدد في جنيه بقيمة 10، و يعاد النظر في هذا المضلعف صعودا أو هبوطا في ضوء تحركات أسعار الأسهم في السوق، و يمكن القول أن برنامج الخصخصة قد ساهم إلى مدى معين في تنشيط سوق الأوراق المالية من خلال إستخدامه لأسلوب الطرح العام ، إذ بلغت قمة الأسهم التي تم طرحها للبيع في سوق الأوراق المالية نحو 7398 مليون جنيه ، أسهمت في زيادة عرض الأوراق المالية في السوق ، و من ثم إتساع قاعدة التداول به ، الأمر الذي خلق طلبا متزايدا على أسهم الخصخصة بشكل نشط من الطلب الإجمالي على الأوراق المالية

ثانيا : تأثير سياسة تمويل عجز الموازنة العامة و إدارة الدين العام

تتأثر سوق الأوراق المالية في مصر بسياسة تمويل عجز الموازنة العامة و إدارة الدين العام على النحو التالي :

I- تأثير سياسة تمويل عجز الموازنة العامة: (1)

تمارس سياسة تمويل عجز الموازنة تأثيرات متعددة و متباعدة على سوق الأوراق المالية يتحدد مداها بحجم العجز المالي في الموازنة العامة. و مصادر التمويل المختلفة، فقد يؤدي التمويل من مصادر خارجية إلى تفلقم مشكلة المديونية و تزايد أعباء خدمتها الأمر الذي قد ينعكس على الحساب الجاري و قد يؤدي إلى تخفيض قيمة العملة الوطنية و من ثم تخفيض قيمة الأوراق المالية المحلية، و من ناحية أخرى يمارس تمويل عجز الموازنة من مصادر داخلية أثارا على السوق تتوقف على نوع التمويل، إذ أن التمويل بالإقتراض من مصادر محلية حقيقية غير مصرفية قد يرتب أثرين، أحدهما سلبي يتمثل في سحب الموارد المتاحة الخاصة و من ثم زيادة أسعار الفائدة بشكل يؤثر سلبا على الإستثمار، و من ثم سوق الأوراق المالية ، بينما يتمثل الأثر الآخر في أن التمويل بإستخدام هذا المصدر، قد يصاحبه إصدار أوراق مالية حكومية تسهم في تنشيط السوق و تساعد على خلق مسار زمني لأسعار الفائدة و معدلات عوائد الأوراق المالية المختلفة، و على جانب آخر يترتب عن المصدر الآخر للتمويل المحلي و هو الإقتراض من الجهاز المصرفي آثارا تضخمية ، تؤدي مع بقاء العوامل الأخرى على حالها إلى رفع معدلات العائد المطلوبة على الأوراق المالية نتيجة لإرتفاع علاوة التضخم ، قد يؤدي إلى إنخفاض أسعار الأوراق المالية و بالتالي ترتفع تكلفة التمويل مما يؤثر على الإستثمار و هكذا

II- تأثير سياسة إدارة الدين العام: (2)

تهتم سياسة إدارة الدين العام بتأثير قراراته و تركيب الأدوات المالية الداخلة في تمويله، فسياسة إدارة الدين العام تمارس تأثيرا على حجم الدين و أعباء خدمته من خلال تغيير مصادر الإقتراض و من ثم هيكل الدائنين، و كذلك من خلال تغيير هيكل آجال الدين و عوائد أدواته، و لسياسة إدارة العام في مصر

(: عاطف وليم أندراوس ، السياسة المالية و أسواق الأوراق المالية ، مرجع سبق ذكره ، ص 1.371)

(: نفس المرجع، ص 2.396-378)

المالية

شقين أحدهما يتعلق بغدارة الدين العام الخارجي ، و الآخر يتعلق بإدارة الدين العام المحلي ، الذي تلجأ إليه الحكومة المصرية لتمويل عجز الموازنة ، أو لامتصاص فائض السيولة ، و لقد شكل الدين الحكومي المحلي خلال حقبة تسعينات القرن الماضي النسبة الأكبر في هيكل الدين العام المحلي يتشكل الدين الحكومي المحلي من الأرصدة من السندات الحكومية و أدون الخزانة ، لدى الجهاز المصرفي .

و لقد واجهت سياسة إدارة الدين العام المحلي في مصر مشكلة إنخفاض نسبة الدين العام المحلي القابل للتداول في السوق الأوراق المالية ، و التي تبلغ في المتوسط نحو 5% ، بما يعني أن الحكومة المصرية، أن ذلك يعني ضعف سوق السندات الحكومية الذي يمثل عنصرا أساسيا لأي سوق سندات ، و تبعاً لذلك عمدت الحكومة إلى تبني إستراتيجية تعمل على تحويلا جزء من الدين العام المحلي غير المتداول - وتحديدا ذلك الجزء الذي تمثله سندات و صكوك و أدون غير خاضعة للتداول - إلى دين قابل للتداول، ف جاء طرح الحكومة للإصدارات الجديدة من سندات الخزانة على النحو المتقدم في سوق الأوراق المالية كخطوة نحو تنشيط هذه السوق.

و رغم محاولات تحويل جزء من الدين العام للتداول في سوق الأوراق المالية ، إلا أن تأثير سياسة إدارة الدين العام على عرض الأوراق المالية يظل محدودا ، ذلك أن معطو الدين العام المحلي يزل غير متداول في سوق الأوراق المالية ، بشكل يعكسه ضعف سوق السندات المصري ، غير أنه تجدر الإشارة إلى أن سياسة إدارة الدين العام قد تكون لعبت دورا في دعم سوق الأوراق المالية ، و تحقيق إستقرار نسبي بداخله ، إذ أن التوجه الجديد لسياسة إدارة الدين العام نحو الإعتماد على المصادر الحقيقية للتمويل قد أسهم في تحديد معدلات التضخم ، و لقد ساعد ذلك بجانب إستراتيجية الإعتماد على أدون الخزانة ، و ربط تحديد معدلات الفائدة لها في تحقيق أسعار فائدة حقيقية موجبة ، و خلق آلية لتحديد معدلات العائد الخالية من الخطر بشكل أمكن من تحديد هيكل لعوائد الأوراق المالية تبعاً لتباين مخاطرها الأمر الذي شجع نسبيا من الإستثمار المالي، و من ثم نشط من سوق الأوراق المالية .

ثالثا : جوانب تأثير السياسة الضريبية (1)

تمارس السياسة الضريبية في مصر تأثيرات على سوق الأوراق المالية، بشكل مباشرا أو غير مباشر، فتعدد الضرائب المفروضة على دخل الإستثمار مثلا من شأنه أن يؤدي غلى ارتفاع تكلفة الإستثمار، الأمر الذي ينعكس سلبا على حجم الغنستثمار، إذ يتزايد تبعاً لذلك عدد المشروعات المرفوضة ، مما يؤدي إلى إنخفاض الطلب على الأموال القابلة للإقراض و من ثم إنخفاض عرض الأوراق المالية ، و لقد تضمنت التشريعات الضريبية المصرية العديد من النصوص التي تمنح حوافز ضريبية بشكل يسهم في تخفيض المعدلات الفعالة للضريبة و يرفع من ثم معدلات العوائد و يخفض من تكلفة الإستثمار بعد الضريبة ، و ذلك بهدف زيادة حجم الإستثمار و من ثم الطلب على الأموال القابلة للإقراض و عرض الأوراق المالية ، فالنظام الضريبي المصري يتميز بعدم حيادية نظرا لتأثيراته المباشرة و غير المباشرة على القرارات الإقتصادية في مجالات الإستهلاك و الإستثمار و العمل، إذ يحتوي النظام الضريبي في مصر على جوانب تحيز تتصف بالانتقائية تبعاً للأنشطة الإقتصادية (صناعي ، خدمي، تجاري، تصديري) أو تبعاً لأسلوب التمويل (أدوات دين ، أدوات ملكية)، أو تبعاً للشكل القانوني (شركة مساهمة ، شركة أشخاص ، منشأة فردية) ، و أخيرار تبعاً لنوع الأصل ، و على صعيد الإستثمار في الأوراق المالية يعفي النظام الضريبي المصري بموجب المادة 4/120 من القانون 157 من الضريبة على أرباح شركات الأموال الأرباح التي توزعها كل سنة مالية شركات المساهمة المصرية التي يكون الغرض منها إستثمار أموالها في الأسهم و السندات خلال السنة المذكورة ، و بالرغم من جوانب التميز الكثيرة المعاملة الضريبية الإستثمار الخاص و سوق الأوراق المالية بداخل النظام الضريبي المصري ، إلا أنه يتضح أن تأثير السياسة الضريبية على السوق محدود.

المطلب الثالث : تأثير السياسة النقدية على سوق الأوراق المالية في مصر

(عاطف وليم أندراوس ، السياسة المالية و أسواق الأوراق المالية ، مرجع سبق ذكره ، ص 334-1.352)

المالية

تؤثر السياسة النقدية على سوق الأوراق المالية في مصر عن طريق مؤثرات تتمثل في :
أولاً: عرض النقود(1)

هناك اتجاهان رئيسان لانتقال آثار التغييرات النقدية (عرض النقود) إلى الاقتصاد الوطني ففي الوقت الذي تركز فيه المدرسة النقودية على وجود علاقة قوية و مباشرة ما بين عرض النقود و النشاط الاقتصادي فإن زيادة عرض النقود مع استقرار سرعة تداولها ينعكس مباشرة على زيادة الإنفاق الكلي و من ثم الدخل الوطني و التي تؤدي بدورها إلى زيادة مستوى أرباح الشركات الأمر الذي سينعكس إيجاباً في مؤشرات أداء سوق الأوراق المالية، و هذا يعني وجود علاقة طردية ما بين عرض النقود و كل من مؤشرات الأداء في سوق الأوراق المالية، في حين أن أصحاب المدرسة الكينزية يرون أن هناك علاقة غير مباشرة بين التغييرات النقدية و النشاط الاقتصادي، إذ أن حدوث تغيير في عرض النقود سينعكس بشكل رئيسي على سعر الفائدة و من ثم نحو الإنفاق الخاص وصولاً إلى الإنفاق الكلي، فالدخل القومي و من ثم أرباح الشركات، الأمر الذي سينعكس على مؤثرات أداء سوق الأوراق المالية.

ثانياً: سعر الفائدة

ترتبط أسعار الفائدة بعلاقة تشابكية مع أدوات السوق المالي، إذ تحدد أسعار الفائدة من خلال السوق المالية، و من ثم فإنه يمكننا القول بأن تأثير سعر الفائدة في مؤشرات أداء سوق الأوراق المالية تتم من خلال علاقتين أساسيتين هما: (2)

I – علاقة ارتباط قوية بين أسعار الفائدة و أسعار السندات في سوق السندات، إذ أن علاقة أسعار الفائدة بأسعار السندات علاقة عكسية، فزيادة عرض النقود تعني انخفاض سعر الفائدة و من ثم انخفاض تكلفة الائتمان و زيادة الطلب عليه عن طريق المصارف الأمر الذي يقود إلى انخفاض توجيه الأفراد و الشركات و المستثمرين نحو سوق الأوراق المالية لطلب التمويل، أي قيام المستثمرين نحو سوق الأوراق المالية لطلب التمويل، أي قيام المستثمرين بإحلال جهة الإقراض من السوق المالية لطلب التمويل أي قيام المستثمرين بإحلال جهة الإقراض من السوق المالية نحو المصارف التجارية، مما يعني انخفاضاً في عرض السندات و من ثم ارتفاعاً في أسعارها، مما سينعكس على أسعار الأصول المالية الأخرى (كالأسهم).

كذلك يقود انخفاض سعر الفائدة (الناجم عن السياسة النقدية التوسعية)، إلى سهولة الحصول على الائتمان لانخفاض كلفته و من ثم سيحث هذا المضاربين إلى زيادة طلب الائتمان، و من ثم التوجه نحو السوق لغرض المضاربة، و معنى ذلك ضمان زيادة الطلب على السندات و ارتفاع أسعارها (باقتراض ثبات العوامل الأخرى)، و الذي بحوره سينعكس على أسعار الأصول الأخرى و منها الأسهم .

II – وجود علاقة قوية بين أسعار الفائدة و أسعار الأسهم في سوق الأسهم، فهناك علاقة عكسية ما بين أسعار الفائدة و أسعار الأسهم و المؤشرات الأخرى للسوق المالية، فإتباع السلطة النقدية سياسة نقدية توسعية يؤدي إلى توفير الائتمان و التوجه نحو أسواق الأسهم سبيلاً للاستثمار (شراء الأسهم و المضاربة فيها) و ذلك للإفادة من اختلاف أسعار الفائدة على الائتمان و التي تكون منخفضة بفعل السياسة النقدية التوسعية و بين عوائد الأسهم و من ثم فإن التوجه نحو شراء الأسهم سيعمل على زيادة الطلب عليها، الأمر الذي سيؤدي إلى ارتفاع أسعارها، و هكذا فإن العلاقة بينهما ستكون عكسية.

ثالثاً: سعر الصرف(3)

يمكن تجسيد العلاقة ما بين سعر الصرف و مؤشرات أداء سوق الأوراق المالية من خلال الطلب على الصرف الأجنبي الذي يمثل الطلب على الموجودات الأجنبية(عرض العملة المحلية) في حين أن عرض الصرف الأجنبي يمثل الطلب على الموجودات المحلية (الطلب على العملة المحلية) و هكذا فإن

(1) : نفس المرجع ، ص351.

(2):عباس كاظم الدعيمي، مرجع سبق ذكره ، ص 351

(3) :نفس المرجع ، ص352.

المالية

ارتفاع قيمة العملة المحلية، سيكون دافعا للأفراد للتخلص من العملة المحلية التي يملكونها لتحويلها إلى موجودات مالية أو حقيقية و منها (الأسهم) مما يعني وجود علاقة طردية ما بين سعر الصرف و بين مؤشرات أداء السوق، كذلك فإن انخفاض قيمة العملة المحلية من شأنه أن يجعل أسعار الموجودات المالية الأجنبية أعلى لارتفاع قيمة تلك الموجودات، فينخفض الطلب المحلي على تلك الموجودات و في الوقت ذاته سيجعل أسعار الموجودات المالية المحلية الأرخص نسبيا للمستثمرين الأجانب أي (زيادة الطلب الأجنبي على الموجودات المالية) باقتراض ثبات العوامل الأخرى مما يدفع باتجاه ارتفاع أسعارها، و من ثم فإن العلاقة بينها طردية و يحدث العكس في حالة انخفاض سعر الصرف الأجنبي (ارتفاع قيمة العملة المحلية).

رابعاً : معدل التضخم (1)

يفترض أن يكون التضخم الطبيعي (المعتدل) تأثير ايجابي في جميع مؤشرات أداء سوق الأوراق المالية، و تستند العلاقة الإيجابية هذه إلى أنه عند ارتفاع معدل التضخم و بداية فقدان النقود لقوتها الشرائية يحاول المستثمرون العقلانيون حماية مدخراتهم ضد هذه المخاطر فيقومون بزيادة استثماراتهم في الأصول المالية و الحقيقية و منها الأسهم، فترتفع أسعارها فتتأثر معها القيمة السوقية للأسهم و إجماع التداول ... و غيرها من المؤشرات، في حين قدم عدد من الاقتصاديين تفسيراً آخر لهذه العلاقة على أساس أن العديد من الشركات سيؤدي الخزين السلعي فيها دوراً مهماً في تحديد الأرباح، و من ثم ارتفاع المستوى العام للأسعار يعني إمكانية بيع المخزون السلعي بأسعار عالية مقارنة بأسعار الشراء أو التكلفة، ز من ثم زيادة أرباحها و من ثم ارتفاع أسهم تلك الشركات التي حققت الأرباح العالية، في حين انخفاض الأسعار يعني خسارة في قيمة المخزون (السلعي و انخفاض أرباح الشركات و انخفاض أسعار أسهمها).

خلاصة الفصل:

لقد شهدت السياسات النقدية و المالية في مصر تطورات عديدة فقد اتجهت السياسة النقدية في مصر للحفاظ على استقرار الأسعار بوصفه هدفاً نهائياً من خلال الموازنة بين المعروض النقدي و طلب عليه، و لقد استخدم البنك المركزي المصري الأدوات المتاحة للسياسة النقدية في إدارة السيولة و نسبة الاحتياطي و غيرها وصولاً بمعدل التضخم إلى مستوى منخفض و مستقر يساهم في بناء الثقة مع

(1) : عباس كاظم الدعي، مرجع سبق ذكره ، ص 353.

المالية

المحافظة على معدلات مرتفعة للاستثمار و النمو الاقتصادي، و هو ما يؤثر على أداء و فعالية سوق الأوراق المالية .

كما واصلت السلطات المالية في مصر مسارها في سبيل الإصلاح بصورة أساسية على رفع مستوى الإنضباط المالي، و في هذا الإطار توجهت الجهود نحو المزيد من التنوع و توسيع قاعدة الإيرادات العامة، و ترشيد الإنفاق العام، و تحسين أداء السوق المصري . و لهذا نستخلص أن وضعية سوق الأوراق المالية في مصر و كذا نشاطه مرتبطة ارتباطا وثيقا بالتغيرات التي شهدتها كلا من السياستين النقدية و المالية .

الخاتمة:

استهدف هذا البحث دراسة تأثير السياسة المالية و النقدية على أداء سوق الأوراق المالية، و قد تم الأخذ بالتجربة المصرية كدراسة حالة، بهدف توضيح معطيات الجانب النظري، وصولاً إلى فهم المشكلة بمختلف أبعادها .

تعد السياسة المالية و النقدية من أهم ركائز الاقتصاد لأي دولة سواء متقدمة أو سائرة في طريق النمو ويمثل سوق الأوراق المالية حيزاً مائماً و إطار نشاطاً لتطبيق تلك السياسة التي تعتمد على جملة من الأدوات التي تسعى إلى تحقيق الاستقرار الاقتصادي العام . و بالنسبة فبالنسبة لمصر فإزاء تراجع الاقتصاد الوطني و تضخم حجم المديونية و تزايد الإختلالات الهيكلية، اضطرت الحكومة المصرية إلى انتهاج برنامج شامل للإصلاح الاقتصادي، و قد عم ذلك البرنامج الذي بدأت عام 1991 على التحول من نظام اقتصادي يسيطر عليه القطاع العام و يقوم على أسلوب التخطيط المركزي في تخصيص الموارد الاقتصادية بموجب قرارات إدارية، إلى نظام آخر يؤدي فيه القطاع الخاص دوراً أساسياً و يتم تخصيص الموارد اعتماداً على آليات السوق و على حافز الربح و المبادلة الفردية .

- نتائج اختبار الفرضيات :

تمركزت الفرضية الأولى حول طبيعة سوق الأوراق المالية، حيث اتضح لنا أن سوق الأوراق المالية هو ذلك الحيز أو القناة التي تضمن تدفق أموال من أصحاب الفائض المالي إلى أصحاب العجز بهدف تمويل المشروعات الاقتصادية .

و تمحورت الفرضية الثانية حول طبيعة العلاقة التي تجمع بين السياسة النقدية و السياسة المالية، فقد تبين لنا أن كل سياسة مكملة للأخرى من خلال علاقة الترابط و التكامل الموجودة بينهما، فلا يمكن الاعتماد على سياسة دون الأخرى لتحقيق الأهداف الاقتصادية بل يجب الأخذ بالسياستين معاً .

و فيما يتعلق بالفرضية الثالثة و التي تدور حول تأثيرات السياسة النقدية و السياسة المالية على سوق مصر للأوراق المالية، فقد اتضح أن السياسة النقدية و السياسة المالية على سوق مصر للأوراق المالية، فقد اتضح أن السلطات المالية في مصر عملت على تطبيق سياستها المالية من خلال عدة أدوات و التي كانت لها تأثيرات متباينة على السوق المصري فبالنسبة لسياسة الإنفاق العام فقد باشرت تأثيرات قوية أدت إلى تزايد حجم السوق و مستوى سيولته أما السياسة الضريبية فقد مارست تأثيراً محدوداً على السوق في حين سياسة الدين العام، فلم يكن لها تأثير ذو دلالة على حجم سوق الأوراق المالية و مستوى سيولته . كما اتضح أن السياسة النقدية في مصر، تؤثر هي الأخرى على سوق الأوراق المالية عن طريق عدة مؤشرات تتمثل أساساً في عرض النقود و سعر الفائدة، سعر الصرف و كذا معدل التضخم .

- نتائج الدراسة :

- من خلال هذه الدراسة تم التوصل إلى مجموعة من الاستنتاجات تمثلت فيما يلي :
- سوق الأوراق المالية هو ذلك الإطار الذي يساهم في توفير السيولة و تنشيط الاقتصاد .
- يتم التعامل في سوق الأوراق المالية بواسطة عدة أدوات من بينها الأسهم و السندات .
- يتم تأثير أدوات السياسة النقدية و المالية على أداء سوق الأوراق المالية عن طريق قنوات عديدة .
- السياسة النقدية هي تلك الإجراءات التي يتبناها البنك المركزي من أجل تحقيق عدة أهداف .
- تعتبر السياسة المالية مجموعة التدابير المتبعة من طرف السلطات المالية بغرض تحقيق الاستقرار المالي .
- اتسمت السوق المصرية للسندات بالضعف و الضحالة لأسباب عدة أهمها تفضيل المستثمرين للودائع المصرفية على السندات و عدم وجود تنوع في أدوات الدين .
- خلال مقارنة قوة تأثير أدوات السياسة المالية على حجم و سيولة سوق الأوراق المالية في مصر اتضح أن سياسة الإنفاق العام هي أكثر الأدوات تأثيراً على أداء السوق .
- لم يمارس البنك المركزي المصري عمليات السوق المفتوحة إلا بعد إصلاح 1991

- يعتمد البنك المركزي المصري في تطبيق سياسة النقدية على ضوابط التوسع الإئتمائي و نسبة السيولة إلى جانب الأدوات الأخرى.
- بهدف تنشيط عمليات السوق المفتوحة قام البنك المركزي المصري باستخدام أداتين جديدتين هما: عمليات البيع النهائي و عمليات إعادة الشراء المعكوسة للأذونات على الخزانة.
- تدل مؤشرات السياسة المالية في مصر على أنها تنمو بشكل منضبط مما يؤكد رغبة السلطة المالية في ضبط السياسة المالية و إزالة الاختلالات .
- تميزت السوق المصرية للأوراق المالية خلال فترة ما بعد الإصلاحات بدرجة تمركز معقولة في كل من رأس مال السوق و التداول بالمقارنة بنظيرتها في بعض الدول النامية.
- هناك علاقة قوية بين مؤشرات السياسة النقدية و سوق الأوراق المالية في مصر.

توصيات الموضوع:

بعد عرض استنتاجات هذا الموضوع يهدف وضع التوصيات التالية:

- العمل على تحقيق التنوع في أدوات التعامل في السوق المصرية، من خلال إدخال العديد من الأدوات المستحدثة التي تتميز الأسواق المتطورة، و ثمة ضرورة لإدخال أساليب تغطية المخاطر، كعقود الخيارات و المستقبلات غيرها.
- العمل على تطوير سوق السندات، باعتبارها أحد العناصر الأساسية لأي سوق متطورة للأوراق المالية.
- العمل على إدخال العديد من أدوات الدين الغائبة عن السوق المصرية، كسندات الدخل، و السندات المضمونة بأصول عقارية، و كذا السندات القابلة للتحويل إلى أسهم.
- العمل على تشجيع و جذب شركات الأعمال للاستثمار في سوق الأوراق المالية بدلا من التوجه الكبير نحو الاقتراض المصرفي.
- عدم الاعتماد المبالغ على برنامج الخصخصة كوسيلة للتخفيض من حجم الإنفاق العام .
- ضرورة إعادة هيكلة النظام الضريبي المصري من خلال تبسيط و تخفيض هيكل أسعاره.
- الحد من التوسع في منح الإعفاءات والحوافز الضريبية، بدون ربطها بتحقيق أهداف اقتصادية واضحة و محددة تعود بالنفع على الاقتصاد الوطني.
- ضرورة وجود إدارات ضريبية واعية مع توافر نظام ضريبي مبسط و مستقر من شأنه أن يغني عن الحوافز الضريبية، و يكون أكثر فاعلية في تشجيع الاستثمار و من ثم تنشيط سوق الأوراق المالية.
- إعادة تأهيل النظام المصرفي المصري و العمل على فتح فروع مصرفية جديدة تتماشى مع النمو السكاني.

قائمة المراجع :

أولاً: الكتب:

I- الكتب باللغة العربية :

- 1- أحمد البيطار، المعالجة التشريعية و الأنظمة المتعلقة بالأسواق المالية العربية و تحسين الشفافية، صندوق النقد العربي، 2002 .
- 2- أحمد جامع، التحليل الاقتصادي الكلي، دار الثقافة الجامعية، القاهرة، 1990 .
- 3- أحمد أبو الفتوح الناقة، نظرية النقود و البنوك و الأسواق المالية، الإسكندرية، 1994
- 4- أحمد صالح عطية، مشاكل المراجعة في أسواق المال، الدار الجامعية، مصر، 1998.
- 5- أحمد سعد عبد اللطيف، بورصة الأوراق المالية، الدار الجامعية، مصر، 1998
- 6- السيد عبد المولى، المالية العامة، دار النهضة العربية، القاهرة، 1993.
- 7- إسماعيل شلبي، التجارة الدولية، جامعة الزقازيق، مصر، 1982.
- 8- أمين عبد العزيز حسن، الأسواق المالية، دار الحديث، القاهرة، 2007.
- 9- باهر محمد غتلم، سامية السيد، اقتصاديات المالية العامة، دار الثقافة العربية، القاهرة، 1998.
- 10- بلعوز بن علي، محاضرات في النظريات و السياسات النقدية، دار الفجر للنشر، القاهرة، 2001.
- 11- جبار محفوظ، تنظيم و إدارة البورصة، دار هومة، بدون بلد نشر، بدون سنة نشر، الجزء 3 .
- 12- جمال جويدان الجمل، الأسواق المالية و النقدية، دار الصفاء، عمان، 2002 .
- 13- جيمس جوارتيني، ريجارب استرود، الاقتصاد الكلي، ترجمة عبد الفتاح عبد الرحمان و آخرون، دار المريخ، السعودية، 1988 .
- 14- حامد عبد المجيد دراز، دراسات في السياسة المالية، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية.
- 15- حامد عبد المجيد دراز، مباحث الاقتصاد العام، مركز الإسكندرية للكتاب مصر، 2002
- 16- حامد عبد المجيد دراز، مباحث الاقتصاد العام من مركز الإسكندرية للكتاب، مصر، 2001
- 17- حسين بني هاني، الأسواق المالية: طبيعتها، تنظيمها، أدواتها المشتقة، دار الكندي، الأردن، 2002.
- 18- حمدي عبد العظيم، السياسة المالية و النقدية في الميزان و مقارنة إسلامية، مكتبة النهضة العربية، القاهرة، 1986.
- 19- حمزة محمود الزبيدي، الاستثمار في الأوراق المالية، مؤسسة العراق للنشر و التوزيع، القاهرة، 2001 .
- 20- حمزة محمود الزبيدي، الاستثمار في الأوراق المالية، مؤسسة العراق، عمان، 2004 .
- 21- رسمية قرياقص، أسواق المال، الدار الجامعية، مصر، 1999 .
- 22- رفعت المحجوب، المالية العامة، النفقات العامة، الإيرادات العامة، دار النهضة العربية، القاهرة، 1975.
- 23- زياد رمضان، الاستثمار المالي و الحقيقي، دار وائل، عمان، 1998 .
- 24- سليم عبد الرحمان، مبادئ الاستثمار، دار النهضة العربية، القاهرة، 2001
- 25- سميرة رجب سعيد، إدارة الاستثمار، دار النهضة العربية، مصر، 1999 .
- 26- سمير عبد الحميد رضوان، أسواق الأوراق المالية و دورها في تمويل التنمية الاقتصادية، المعهد العالي للفكر الإسلامي، 1996 .
- 27- سوزي عدلي ناشد، الوجيز في المالية العامة، دار الجامعة الجديدة للنشر، الإسكندرية، 2000 .
- 28- سيد محمد أحمد السيريني، مبادئ الاقتصاد الجزئي، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2004 .
- 29- شمعون شمعون، البورصة، الأطلس للنشر، الجزائر، 1999
- 30- شمعون شمعون، الرياضيات الاقتصادية، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 1999
- 31- صلاح الدين حسن السببسي، بورصة الأوراق المالية، عالم الكتب، مصر، 2003

- 32- صلاح السيد جودة، بورصة الأوراق المالية، مكتبة و مطبعة الإشعاع الفنية، الإسكندرية، 2000 .
- 33- ضياء الدين مجيد الموسوي، الإصلاح النقدي، الملكية للطباعة، الجزائر ، 1993
- 34- ضياء الدين مجيد الموسوي، البورصات، أسواق رأس المال و أدواتها الأسهم و السندات، منشورات image ، الجزائر، 1996.
- 35- طارق الحاج، المالية العامة، دار الصفراء، عمان، 1999.
- 36- طاهر حيدر حردان، مبادئ الاستثمار، دار المستقبل، عمان، 1997.
- 37- طارق عبد العال حماد، التحليل الفني و الأساسي للأوراق المالية ، الدار الجامعة، بدون بلد النشر، 2002.
- 38- عاطف وليام اندراوس، السياسة المالية و أسواق الأوراق المالية خلال فترة التحول الاقتصاد السوق، مؤسسة شباب الجامعة، الاسكندرية 2005.
- 39- عاطف وليام اندراوس، أسواق الأوراق المالية بين ضرورات التحول الاقتصادي و التحرير المالي، دار الفكر الجامعية، الإسكندرية، 2005.
- 40- عبد الباسط وفاء، محمد حسن، بورصة الأوراق المالية و دورها في تحقيق أهداف و تحول مشروعات القطاع العام إلى الملكية الخاصة، دار النهضة العربية، القاهرة ، 1996.
- 41- عبد الرحمان يسري، تطور الفكر الاقتصادي، دار الجامعة، الإسكندرية، 1997.
- 42- عبد الغفار حنفي، رسمية قرياقص، الأسواق و المؤسسات المالية، الدار الجامعة، الإسكندرية، 2001.
- 43- عبد الغفار حنفي، البورصات، المكتب العربي الحديث، الإسكندرية، 1995.
- 44- عبد الغفار حنفي، رسمية قرياقص، أسواق مالية، بنوك تجارية، أسواق الأوراق المالية، شركات التأمين، شركات الاستثمار، الدار الجامعة، الإسكندرية، 2000.
- 45- عبد المجيد قدي، المدخل إلى السياسات الاقتصادية الكلية، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2003.
- 46- عبد الله سالم، الخصخصة و تقييم الأصول في البورصة، مكتبة النهضة العربية، القاهرة، 1996.
- 47- عبد المطلب عبد الحميد، السياسات الاقتصادية، تحليل جزئي و كلي، مكتبة الزهراء، دمشق، 1997.
- 48- عبد المطلب عبد الحميد، السياسات الاقتصادية، مكتبة زهراء الشرق، مصر، 1997.
- 49- عبد المنعم راضي، النقود و البنوك، مكتبة عين شمس، القاهرة، 1998.
- 50- عبد المنعم فوزي، المالية العامة و السياسة المالية، منشأة المعارف، الإسكندرية، بدون سنة نشر.
- 51- عبد النافع عبد الله الزرري و غازي توفيق فرج، الأسواق المالية، دار وائل، عمان، 2001.
- 52- عبده محمد مصطفى محمد، تقييم الشركات و الأوراق المالية لأغراض التعامل في البورصة، الدار الجامعة، مصر، بدون سنة نشر.
- 53- عصام حسين، أسواق الأوراق المالية، دار أسامة، عمان، 2007.
- 54- عطية عبد الواحد، دور السياسة المالية في تحقيق التنمية الاقتصادية، دار النهضة العربية، القاهرة، 1993.
- 55- عطية فياض، سوق الأوراق المالية ميزان الفقه الإسلامي، دار النشر للجامعات، القاهرة، بدون سنة نشر
- 56- علي توفيق الصادق و آخرون، السياسات النقدية الدولية العربية، صندوق النقد العربي، معهد السياسات الاقتصادية، الإمارات العربية المتحدة، 1996.
- 57- علي لطفي، المالية العامة، دار النهضة العربية، مصر، 1970.
- 58- فيصل محمود شواورة، الاستثمارات بورصة الأوراق المالية، دار وائل، عمان، 2008.

- 59- لعمارة جمال، أساسية الموازنة العامة للدولة، المفاهيم و القواعد و المراحل و الاتجاهات المدنية، دار الفجر ، القاهرة.
- 60- مجدي محمود شهاب، الاقتصاد المالي "نظرية مالية الدولة"، دار الجامعة الجديدة، الإسكندرية، 1999.
- 61- محمد أحمد الخضيرى، كيف تتعلم البورصة في 24 ساعة، إيتراك للنشر و التوزيع، مصر، 1999.
- 62- محمد الصغير بعلي، يسرى أبو العلا ، المالية العامة، دار العلوم للنشر و التوزيع، عنابة، 2003.
- 63- محمد الصيرفي، البورصات، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، 2006 .
- 64- محمد عباس محرزى، اقتصاديات المالية العامة" الإيرادات المالية"، النفقات العامة، الميزانية العامة، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2005.
- 65- محمد عبد الغفار، مشكلة الادخار في مصر، مطبعة زهراء الشرق، مصر، 1997.
- 66- محمد عثمان، إسماعيل حميد، أسواق رأس المال، بورصة الأوراق المالية، و مصادر تمويل مشروعات الأعمال، درا النهضة العربية، القاهرة، 1993.
- 67- محمد دويدار، مبادئ الاقتصاد السياسي، موقع للنشر و التوزيع، الجزائر، 2009.
- 68- محمد سويلم، إدارة البنوك و بورصات الأوراق م، الشركة العربية للنشر و التوزيع، بدون بلد نشر، بدون سنة نشر.
- 69- محمد صالح الحناوي و نهال فريد مصطفى و جلال العبد، الاستثمار في الأوراق المالية، الدار الجامعية، الاسكندرية، 2003.
- 70- محمد صالح الحناوي و جلال إبراهيم العبد، بورصة الأوراق المالية بين النظرية و التطبيق، الدار الجامعية الإسكندرية، 2005.
- 71- محمد كمال خليل الخضراوي، اقتصاديات الائتمان المصرفي، منشأة المعارف، الإسكندرية، 2002.
- 72- محمد مطر، إدارة الاستثمارات، الإطار النظري و التطبيقات العملية، مؤسسة الوراق، عمان، 1993 .
- 73- محمود أمين زوبل، بورصة الأوراق المالية، دار الوفاء مصر، 2004.
- 74- محمد حسين الوادي، زكريا أحمد غرام، المالية العامة و النظام المالي في الإسلام، دار المسيرة للنشر و التوزيع، عمان، 2000 .
- 75- محمود محمد الداغر، الأوراق المالية، المؤسسات، أوراق بورصات، دار الشرق، عمان، 2007.
- 76- مدحت حسنين، الموازنة العامة"اتجاهات و رؤى جديدة، مركز دراسات و استثمارات الإدارة العامة، بدون بلد نشر، 2004 .
- 77- مصطفى رشدي شيحة و زينب حسن عوض الله، الاقتصاد و البنوك و بورصة الأوراق المالية، المطبعة الحديثة، القاهرة، 1993.
- 78- مصطفى رشدي شيحة، الاقتصاد النقدي و المصرفي، الدار الجامعية للنشر، القاهرة، 1985.
- 79- منير إبراهيم هندي، أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية، الدار الجامعية، الاسكندرية، 2003
- 80- منير ابراهيم هندي، صناديق الإستثمار في خدمة صغار و كبار المستثمرين، منشأة المعارف، الإسكندرية، 1994
- 81- منير إبراهيم هندي، الأسواق الحاضرة و المستقبل، المعهد العربي للدراسات المالية و المصرفية، عمان، 1994.
- 82- منير ابراهيم هندي ورسمية قرياقص، الأسواق و المؤسسات المالية، مكتبة الإشعاع، مصر، 1997.

- 83- منير إبراهيم هندي، الأوراق المالية و أسواق رأس المال، مركز دلتا للطباعة، مصر، 2007.
 84- ناظم محمد النوري الشمري، النقود و المصارف، مدرسة الكتب، العراق، 1995.
 85- هويشبار معروف، الاستثمارات في الأوراق المالية، دار الصفاء، عمان، 2003.
 86- وجدي حسين، المالية الحكومية و الاقتصاد العام، الإسكندرية، 1988.
 87- يوسف كمال، السياسة النقدية، دار الوفاء، مصر، 1996.

الكتب باللغة الأجنبية:

- A. wogner , traite de science des finance , paris. -1
 B. larget, les nouveaux outils, top 01 édition, paris, 1990. -2
 F. le rouy, marchés internationaux des capitaux, montréal, 2 éme édition, -3
 1995.
 F. rosonfeld, analysy valeurs mobilieries, dunod, paris,1993. -4
 J. peyarard, la bourse, imprimerie hérissey a ayreux, 3 éme , 1993. -5
 J.pilverdier, tereyt, le marché boursier economica, sant la maison -6
 d'edition et pays d'edition, 1998.
 Louis trotabas, finances publiques, dalloz, 1967. -7
 Moursette donis, valeurs moubilier et getion de port feuille, québec, -8
 S.M.G, 1993.
 Shall helly, introduction to financial management, m c graid hill, new -9
 york, 1988.

ثالثا: المذكرات و الرسائل:

- 3 - سامية زيطاري، ديناميكية أسواق الأوراق المالية في البلدان الناشئة، حالة أسوا الأوراق المالية العربية، أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه دولية في العلوم الاقتصادية كلية العلوم الاقتصادية و علوم التسيير، جامعة الجزائر، 2004.
 4 - صالح مفتاح، النقود و السياسة النقدية، أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه دولة، كلية العلوم الاقتصادية و علوم التسيير، جامعة الجزائر، 2003.
 1- خاسف جمال الدين، استعمال التحليل الأساسي في التنبؤ أسعار الأوراق المالية، مذكرة مقدمة كجزء من متطلبات شهادة الماجستير تخصص دراسات مالية، جامعة فرحات عاس، سطيف، 2004/2003.
 2- دراوسي مسعود، السياسة المالية و دورها في تحقيق التوازن الاقتصادي أطروحة لنيل دكتوراه دولة، كلية العلوم الاقتصادية و علوم التسيير، قسم العلوم الاقتصادية، جامعة الجزائر، 2005.

رابعا : الملتقيات:

- 1- أحسن طير، أثر السياستين النقدية و المالية على النمو الاقتصادي في ظل الإصلاحات الاقتصادية، الملتقى الدولي الخامس حول السياسة النقدية و المؤسسات المالية، كلية العلوم الاقتصادية و علوم التسيير، جامعة سكيكدة 9-10 نوفمبر 2010.

قائمة الأشكال

الصفحة	الأشكال
11	الشكل رقم (01): معايير تصنيف الأسواق
15	الشكل رقم (02): أقسام سوق الأوراق المالية
104	الشكل رقم (03): تأثير السياسة النقدية بصفة عامة على أسعار الأسهم والسندات
111	الشكل رقم (04): تطور هيكل الجهاز المصرفي المصري لمدة (1990-2006)
119	شكل رقم (05) : تطور مؤشر الإنفاق العام في مصر للمدة (1990-2006)
121	الشكل رقم (06): تطور مؤشر الإيرادات الضريبية في مصر للمدة (1990-2006)
123	الشكل رقم (07): تطور مؤشر الدين المحلي الحكومي في مصر للمدة (1990-2006)

فائمة الجداول

الصفحة	الجدول
38	الجدول رقم(1): مقارنة بين الأسهم العادية و الأسهم الممتازة
103	الجدول رقم (02): أثر السياسة النقدية على سوق الأوراق المالية
118	الجدول رقم (03): مؤشر الإنفاق العام في مصر
121	الجدول رقم (04): مؤشر الإيرادات الضريبية و الإيرادات العامة في مصر
123	الجدول رقم (05): مؤشر الدين المحلي الحكومي و العجز الحكومي في مصر

الملخص باللغة العربية:

يمثل سوق الأوراق المالية ذلك الإطار أو المجال أو الحيز الذي يتم فيه إصدار وتداول مختلف الأدوات المالية طويلة الأجل، بين أصحاب الفائض و العجز المالي، وذلك عبر قنوات وسيطية فعالة. ويتأثر سوق الأوراق المالية بجملة من المتغيرات الاقتصادية ومن بينها السياستين النقدية والمالية حيث تمثل الأولى مجموعة من القواعد و الإجراءات و التدابير المتخذة من طرف السلطة النقدية للتأثير في عرض النقود بما يتلاءم مع النشاط الاقتصادي، أما الثانية فهي مجموعة الإجراءات والنشاطات والسياسات المتعلقة بالإيرادات العامة و النفقات العامة و التي تقوم بها السلطة المالية لتحقيق أهداف معينة في طليعتها النهوض بالاقتصاد الوطني و تحقيق العدالة الاجتماعية .

وبالرجوع إلى سوق مصر للأوراق المالية ، فإنه رغم كونه من أقدم الأسواق المالية في العالم ورغم الإصلاحات التي مر بها، إلا أنه يفتقر إلى العديد من الأدوات المالية وخاصة الحديثة منها والتي يمكن أن تساهم في تنشيط هذه السوق بدرجة أكبر.

وتباشر السياستين النقدية والمالية في مصر تأثيرات متباينة على سوق الأوراق المالية، وإن كانت في مجملها تتصف بالمحدودية، هذا ما يقلل من حجم التعامل في السوق وسيولته، وذلك لعدة أسباب منها ما هو متعلق بالسوق نفسه، ومنها ما هو متعلق بأدوات كل من السياستين وكذا الحالة الاقتصادية العامة.

Summary:

A stock market that window or area or space that is the issuance and trading of various financial instruments of long-term, between the owners of the surplus and the fiscal deficit, and through effective channels of titles, and is affected by the stock market a host of economic variables and including the two policies cash and Finance, which represents the first set of rules, procedures and measures taken by the monetary authority to influence the money supply in line with economic activity, the second is the set of actions, activities and policies relating to income public and public expenditures and by the financial power to achieve certain objectives in the forefront promoting the national economy and achieve social justice.

And by reference to market Egypt Securities, despite it being one of the oldest financial market in the world and in spite of reforms passed by, but it lacks many of the financial instruments, especially the modern ones, which could contribute to the revitalization of this market further.

And proceed two policies monetary and fiscal in Egypt different impacts on the stock market, and that was on the whole is characterized by limited, this is what reduces the volume of transactions in the market and liquidity, and for several reasons, including what is related to the market itself, and some of which is related tools and each of the two policies as well as the general economic situation.