

الجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية

جامعة 8 ماي 1945 قالمة

قسم العلوم الاقتصادية



كلية العلوم الاقتصادية
و علوم التسيير

عنوان المذكرة:

أثر السياسة النقدية على نشاط سوق الأوراق المالية

– دراسة حالة مصر (1990-2010) –

مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماستر في العلوم الاقتصادية

تخصص: نقود و مؤسسات مالية

إشراف الأستاذ :

قروف محمد كريم

إعداد الطالب:

بن مارس محمد أمين

السنة الجامعية 2013/2012

إهداء

الحمد لله الذي وهبنا العزة بدينه ورفعنا بعلمه ووقفنا لإنجاز هذا العمل المتواضع الذي أهديه من أعماق قلبي إلى من قال فيهم عز وجل "واخفض لهما جناح الذل من الرحمة" إلى أبوي الذين كانا سبب وجودي إلى أمي أطال الله في عمرها و أمدّها بوافر الصحة. إلى أبي العزيز الغالي. إلى أخوتي و جميع أفراد أسرتي كبيرا و صغيرا. كريمة، كريم، أكرم.

شكر وتقدير

قال الله تعالى: "ولئن شكرتم لأزيدنكم"

أحمد الله تعالى أشكروه إذ وفقني لإتمام عملي هذا على خير، أسأله عز وجل أن ينفعي به
و أن ينفع به كل من يقرؤه.

نتقدم بجزيل الشكر و العرفان إلى أستاذي الفاضل و المشرف على هذا البحث "قروف محمد كريم"
الذي لم يبخل علي بتوجيهاته و نصائحه، متمني له كل التوفيق و كل التقدير و الاحترام.

الفهرس:

المقدمة

الفصل الأول: الإطار النظري للسياسة النقدية

تمهيد

2.....

3.....

المبحث الأول: ماهية السياسة النقدية

3.....

المطلب الأول: تعريف السياسة النقدية

4.....

المطلب الثاني: تطور وأسس السياسة النقدية

4.....

الفرع الأول: تطور السياسة النقدية

7.....

الفرع الثاني: اسس السياسة النقدية

8.....

المطلب الثالث: أهداف السياسة النقدية

14.....

المبحث الثاني: أدوات السياسة النقدية وقنوات إبلاغها

14.....

المطلب الأول: الأدوات الكمية " غير المباشرة "

18.....

المطلب الثاني: الأدوات الكيفية " المباشرة "

21.....

المطلب الثالث: قنوات إبلاغ السياسة النقدية

25.....

المبحث الثالث: آليات السياسة النقدية و عوامل نجاحها

25.....

المطلب الأول: آليات السياسة النقدية

26.....

المطلب الثاني: عوامل نجاح السياسة النقدية

26.....

الفرع الأول: استقلالية البنك المركزي

28.....

الفرع الثاني: تقويم أدوات السياسة النقدية

31.....

الفرع الثالث: إصلاح القطاع المصرفي

34.....

الفرع الرابع: إنشاء سوق النقد الأولي والثانوي

36.....

المطلب الثالث: آثار الاقتصادية للسياسة النقدية

الفصل الثاني : أساسيات حول سوق الأوراق المالية

تمهيد

المبحث الأول: الإطار النظري لسوق الأوراق المالية

المطلب الأول: نشأة و تطور أسواق الأوراق المالية

المطلب الثاني: مفهوم سوق الأوراق المالية و أقسامه

الفرع الأول: مفهوم سوق الأوراق المالية

الفرع الثاني: أقسام سوق الأوراق المالية:

المطلب الثالث: وظائف و أهمية سوق الأوراق المالية

الفرع الأول: وظائف سوق الأوراق المالية

الفرع الثاني: أهمية سوق الأوراق المالية

المطلب الرابع: القيم المتداولة في سوق الأوراق المالية

الفرع الأول: الأسهم

الفرع الثاني: السندات

الفرع الثالث المشتقات المالية

المبحث الثاني : التعامل في سوق الاوراق المالية

المطلب الاول : الاعضاء والمتعاملون في سوق الاوراق المالية

الفرع الأول: الأعضاء

الفرع الثاني: المتعاملون في سوق الأوراق المالية

المطلب الثاني: أساليب قيد و تداول الأوراق المالية

الفرع الأول: تداول الأوراق المالية

73.....	الفرع الثاني: قيد الأسواق المالية
74.....	المطلب الثالث: إجراءات التعامل في سوق الأوراق المالية
74.....	الفرع الأول: الأوامر
78.....	الفرع الثاني: طرق تنفيذ الأوامر
79.....	الفرع الثالث: تكلفة تنفيذ الأوامر
80.....	الفرع الرابع: أنظمة التسعير
83.....	المبحث الثالث: مؤشرات سوق الأوراق المالية
83.....	المطلب الأول: مفهوم مؤشرات سوق الأسواق المالية و أهم مزاياها
83.....	الفرع الأول: مفهوم مؤشر سوق الأوراق المالية
84.....	الفرع الثاني: مزايا مؤشر سوق الأوراق المالية
85.....	المطلب الثاني: بناء مؤشرات سوق الأوراق المالية
89.....	المطلب الثالث: أهم المؤشرات العالمية

خلاصة الفصل

الفصل الثالث:آلية تأثير السياسة النقدية على سوق الأوراق المالية

94.....	تمهيد
95.....	المبحث الاول : تأثير السياسة النقدية على سوق الاوراق المالية
95.....	المطلب الاول : تأثير سياسة سعر إعادة الخصم على سوق الاوراق المالية
96.....	المطلب الثاني: تأثير سياسة السوق المفتوحة على سوق الأوراق المالية
99.....	المطلب الثالث: تأثير سياسة الاحتياطي القانوني على سوق الأوراق المالية
100.....	المبحث الثاني: السياسة النقدية في مصر (1990-2010)
100.....	المطلب الأول: نشأة الجهاز المصرفي وتطوره

101.....	المطلب الثاني: تطور السياسة النقدية في مصر خلال الفترة 1990-2010
109.....	المطلب الثالث: الأدوات النقدية للبنك المركزي المصري
116.....	المبحث الثالث: انعكاسات السياسة النقدية على سوق مصر للأوراق المالية
116.....	المطلب الأول: نشأة سوق مصر وتطوره
120.....	المطلب الثاني: الأدوات المتداولة في سوق مصر للأوراق المالية
122.....	المطلب الثالث: تأثير السياسة النقدية على سوق الأوراق المالية في مصر خلال الفترة 1990 - 2010
133.....	خلاصة الفصل
135.....	الخاتمة
	قائمة المراجع

- قائمة الأشكال -

الصفحة	العنوان	الرقم
10	الدورة الاقتصادية حسب جوقلار	01
47	مكونات السوق الثانوية و العلاقة بينهما	02
103	تطور السيولة المحلية 1997-2004	03
105	تطور الأصول المقابلة 1997-2004	04
106	تطور الائتمان الممنوح وفقا للقطاعات 1997-2004	05
107	التضخم الكلي (على أساس سنوي مقارن)	06
108	سعر الصرف الاسمي (جنيه /دولار)، ربع سنوي مقابل شهري	07
109	أسعار فائدة الإنترنت وعلى الودائع والقروض	08

- قائمة الجداول -

الصفحة	العنوان	الرقم
87	حساب عائد المؤشر باستخدام مدخل السعر	01
124	تطور عرض النقود ومعدل دوران الأسهم بمصر خلال الفترة 2010/1990	02
126	تطور معدل الفائدة على أدوات الخزينة ومعدل دوران الأسهم بمصر خلال الفترة 2010/1997	03
128	تطور سعر صرف الجنيه المصري ومعدل دوران الأسهم خلال الفترة 2010/1990.	04
131	تطور معدل التضخم ومؤشر عدد الشركات في البورصة المصرية خلال الفترة 2010/1991.	05

العلمة العلمة

المقدمة

يعتبر موضوع سوق الأوراق المالية حيزا هاما لصانعي السياسة و متخذي القرار في أغلب بلدان العالم، وذلك لاتساع حجم تلك الأسواق وزيادة حجم معاملاتها وارتفاع حدة المنافسة فيها،لما تؤديه هذه الأسواق من دور مهم في حشد المدخرات وتوجيهها في قنوات استثمارية تعمل على دعم الاقتصاد الوطني وزيادة وتائر نموه، لذا أضحي التركيز عليها مطلبا عالميا انخرطت فيه البلدان المتقدمة و النامية على حد سواء،ناهيك عن الانفتاح المضطرد لاقتصاديات العالم على بعضها البعض و ظهور العولمة والتجارة الإلكترونية،والتي شكلت بمجملها تحديا جديدا حتم على متخذي القرار العام و الخاص إدراكه والإمام بوسائل وتقنيات الإفادة من الفرص، وفي ذات الوقت التحوط وحماية المكتسبات من المخاطر التي تفرضها التحديات.

وفي ظل هذه التطورات نشأت حالة عدم الاستقرار في الأسواق المالية، حين تمثلت بازدياد مخاطر تقلبات أسعار الأوراق المالية، الأمر الذي أثر بطريقة مباشرة في نتائج أعمال الشركات وبطريقة غير مباشرة في أداء تلك الأسواق واستثماراتها،وطالما أن هذه الأسواق تعد المرآة العاكسة للوضع الاقتصادي العام، فإن استقرارها يعد مقياسا لمدى نجاح السياسات الاقتصادية،وفي الوقت ذاته تعد ادائها من المؤشرات الاقتصادية المفيدة في تحديد اتجاهات النشاط الاقتصادي.

وتعد السياسة النقدية من أهم السياسات لأي بلد سواء كان متقدما أو ناميا بسبب معالجتها الكلية للاقتصاد على النطاقين المحلي و الخارجي، إذ تلعب دورا رئيسا في إرساء المقومات الأساسية للنمو الاقتصادي القابل للاستمرار،ولاسيما أن الهدف الرئيسي لها هو تحقيق الاستقرار النقدي ومكافحة معدلات البطالة المرتفعة،والذي يعد بدوره بمنزلة المرتكز الأساسي لحفز الاستثمارات المحلية وجذب الاستثمارات الخارجية كونها المحرك الأساسي لعجلة التنمية الاقتصادية.

ويتأثر سوق الأوراق المالية كغيره من الأسواق بمختلف العوامل والأحداث سواء من داخل السوق أو خارجه وقد يكون للبعض منها تأثير إيجابي في أدائه ويكون الآخر ذا تأثير سلبي، وتعد السياسة النقدية من أهم تلك

العوامل الخارجية المؤثرة في سوق الأوراق المالية وذلك عن طريق استخدام أدواتها ، إذ تؤدي تلك السياسة دورا رئيسيا في إرساء المقومات الأساسية للنمو الاقتصادي القابل للاستمرار .

وتعتبر مصر كغيرها من الدول التي أولت اهتماما واسعا بتطوير سياستها النقدية و تحسين أداء سوق أوراقها المالية التي تعتبر من أقدم الأسواق المالية في العالم، وذلك بوضع سياسة تتجه في مجملها نحو تحرير الاقتصاد والتوجه نحو الخصوصية وتحقيق أهداف السياسة الاقتصادية للبلاد.

الإشكالية:

بما أن السياسة النقدية من بين المتغيرات التي تؤثر على أداء وفعالية سوق الأوراق المالية، وعلى اعتبار أن هذه الأخيرة تعد مركزا حيويا لتطبيق تلك السياسة فإنه يمكن طرح التساؤل الرئيسي التالي:

ما مدى تأثير السياسة النقدية في أداء أسواق الأوراق المالية عامة وسوق الأوراق المالية المصرية بصفة خاصة؟

ومن صميم هذا التساؤل الرئيسي يمكن استخراج الأسئلة الفرعية التالية:

- ما المقصود بالسياسة النقدية وفيما تتمثل أدواتها؟
- ما مفهوم سوق الأوراق المالية وما هي الأدوات المتداولة بها؟
- ما طبيعة العلاقة بين السياسة النقدية و سوق الأوراق المالية؟
- ما هو واقع السياسة النقدية في مصر؟
- كيف تؤثر السياسة النقدية على سوق مصر للأوراق المالية؟

الفرضيات:

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

- سوق الأوراق المالية في مصر هو ذلك الإطار المنظم والممول لجزء كبير من المشروعات الاقتصادية.
- هناك علاقة ترابط وتكامل بين السياسة النقدية و سوق الأوراق المالية.

-تمارس السياسة النقدية تأثيرات متباينة و مختلفة الاتجاهات على سوق الأوراق المالية المصرية.

أهداف الموضوع:

يعد موضوع تأثير السياسة النقدية على سوق الأوراق المالية من أهم المواضيع التي لم يول لها الاهتمام الكافي وذلك رغم الدور الفعال الذي تؤديه السياسة النقدية في توجيه الاقتصاد، وتحقيق الاستقرار النقدي و المالي، وتنمية سوق الأوراق المالية كآلية لحشد الموارد المالية وتخصيصها نحو الاستثمارات ومن ثم تحقيق النمو الاقتصادي. ومن أهم أهداف هذه الدراسة :

-إبراز مكانة سوق الأوراق المالية من بين الأسواق الأخرى و طبيعة الأدوات المتداولة بها.

-توضيح العلاقة التي تربط بين السياسة النقدية وسوق الأوراق المالية.

-الوصول إلى معرفة واقع سوق الأوراق المالية وكذا السياسة النقدية في مصر .

- إظهار كيفية تأثير السياسة النقدية على سوق مصر للأوراق المالية.

صعوبات الدراسة:

بالنسبة للصعوبات التي واجهتنا في هذه الدراسة، فقد تمثلت في اتساع الموضوع وشموليته مما أجبرنا على اختصار الكثير من المعلومات، إضافة إلى نقص المراجع و الإحصاءات المتعلقة بحالة مصر، خاصة في ظل الظروف و الواقع السياسي و الاقتصادي الذي تعيشه في السنوات الأخيرة .

منهجية الموضوع:

اعتمدنا في هذه الدراسة على:

1- المنهج التاريخي:

تم الاعتماد على المنهج التاريخي وذلك من خلال سرد مراحل تطور السياسة النقدية وكذا سوق الأوراق المالية.

2- المنهج الوصفي التحليلي:

حيث تم الاعتماد على المنهج الوصفي التحليلي بشكل رئيسي لأنه الأمثل والأنسب لمعالجة مثل هذه المواضيع، وقد تم إتباعه خلال عرض مختلف المفاهيم والتعاريف المتعلقة بالسياسة النقدية و سوق الأوراق المالية.

3- دراسة حالة:

تم استخدام منهج دراسة حالة عند التطرق إلى واقع تأثير السياسة النقدية على سوق الأوراق المالية في مصر خلال الفترة 1990-2010.

ومن أجل التوضيح أكثر وإبراز طبيعة بعض المتغيرات الاقتصادية تمت الاستعانة بالأشكال و الجداول خلال مختلف مراحل الدراسة.

هيكل الموضوع:

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

خصص الفصل الأول إلى الإطار النظري لسياسة النقدية وأدواتها وقنوات إبلاغها، وكذا عوامل نجاحها .

أما الفصل الثاني فقد تم التطرق فيه إلى أساسيات سوق الأوراق المالية، حيث تناولنا الإطار المفاهيمي

لسوق الأوراق المالية والأدوات المتداولة فيها، والتعامل في هذه السوق وكذلك مؤشرات السوق .

وفي الفصل الثالث تم تناول آلية تأثير السياسة النقدية على سوق الأوراق المالية مع تسليط الضوء على واقع

السياسة النقدية في مصر وتأثيرها على سوق الأوراق المالية المصرية خلال الفترة 1990-2010.

الفصل الأول:

الإطار النظري للسلسلة النقدية

تمهيد:

يمكن النظر الى السياسة النقدية على انها مصفوفة تعتمد في جانب منها على العلاقات الاقتصادي التي لها صلة بالنقود ودورها في الاقتصاد وفي الجانب الآخر على الخطوات التي تتبعها السلطات النقدية لتحقيق جملة من الأهداف باستخدام العديد من الادوات حيث تقوم بالإشراف عليها هيئة مكلفة بذلك، ولهذا تحرص السلطات النقدية على جمع المعلومات من مختلف القطاعات الاقتصادية قصد استخدامها بطريقة سليمة .

ولمعرفة أهم جوانب السياسة النقدية نتطرق في هذا الفصل الى ثلاثة مباحث حيث سنرى في المبحث الأول ماهية السياسة النقدية، اما المبحث الثاني فسننتقل الى أدوات السياسة النقدية وقنوات ابلاغها، وفي المبحث الثالث طرق تنفيذ السياسة النقدية وعوامل نجاحها .

المبحث الاول: ماهية السياسة النقدية

تعتبر السياسة النقدية احدى أهم مجالات السياسة الاقتصادية التي تتخذ من المعطيات النقدية موضوعا لتدخلها مع الاخذ بعين الاعتبار علاقة النقود بالنشاط الاقتصادي من جهة، وما يشكله الاستقرار النقدي من مناخ ملائم لممارسة هذا النشاط من جهة اخرى .

المطلب الاول : تعريف السياسة النقدية

اختلف تعريف السياسة النقدية اختلافا واضحا، إلا ان هناك اتفاق حول العناصر المكونة لها ، ولهذا سنكتفي ببعض التعاريف لهذه السياسة.

التعريف الأول : السياسة النقدية هي مجموع الإجراءات التي تتخذها الدولة في إدارة كل من النقود و الائتمان و تنظيم السيولة العامة للاقتصاد⁽¹⁾.

التعريف الثاني : السياسة النقدية هي مجموعة من القواعد والوسائل والأساليب والإجراءات والتدابير التي تقوم بها السلطة النقدية للتأثير (التحكم) في عرض النقود بما يتلاءم مع النشاط الاقتصادي لتحقيق أهداف اقتصادية معينة خلال فترة زمنية معينة⁽²⁾.

التعريف الثالث : يقصد بالسياسة النقدية هي الاستراتيجية المثلى أو دليل العمل الذي تنتهجه

السلطات النقدية من أجل المشاركة الفعالة في توجيه مسار الوحدات الاقتصادية القومية نحو تحقيق النمو الذاتي المتوازن عن طريق زيادة الناتج القومي بالقدر الذي يضمن للدولة الوصول إلى حالة من الاستقرار النسبي للأسعار⁽³⁾.

من التعريفات السابقة يمكن استخلاص ابرز العناصر المكونة للسياسة النقدية والتي تتمثل في مجموع

الاجراءات التي تتغير مع الوقت، ويتغير الوضع وأهداف السياسة الاقتصادية.

¹ - بلعوز بن علي، محاضرات في النظريات والسياسات النقدية ، الديوان الوطني للمطبوعات الجامعية ، ط2 ، 2004 ، ص 112 .

² - عبد المطلب عبد الحميد، السياسات الاقتصادية على مستوى الاقتصاد القومي (تحليل كلي) ، مجموعة النيل العربية للنشر، القاهرة، 2003، ص 90.

³ - أحمد فريد مصطفى ، سهير محمد السيد حسن، السياسات النقدية والبعد الدولي لليورو، مؤسسة شباب الجامعة، الاسكندرية، 2000 ، ص 39.

هذه العناصر تتمثل في مجموع أدواتها وقنوات انتقالها وأهدافها، وإحداث أي أثر على الاقتصاد يكون من خلال استقرار المستوى العام للأسعار، ومعدلات الفائدة، وكل هذا في ظل وجود سلطة مشرفة على ادارة السياسة النقدية والمتمثلة في السلطات النقدية (البنك المركزي) .

المطلب الثاني : تطور وأسس السياسة النقدية

الفرع الأول: تطور السياسة النقدية

يعتبر مصطلح السياسة النقدية حديث نسبيا فقد ظهر في القرن التاسع عشر إلا أن الذين كتبوا عن السياسة النقدية كانوا كثيرين، وكان هذا التطور يعود الى تطور الفكر الاقتصادي وان الأحداث الاقتصادية هي المحرك في ذلك، وقد كان التضخم الذي انتشر في اسبانيا وفرنسا سببا في ظهور أبحاث عن السياسة النقدية، كما ان 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، اما في القرن التاسع عشر فان التضخم والمشاكل النقدية الأخرى من العوامل الهامة التي ادت الى ظهور الدراسة المنتظمة حول السياسة النقدية، وفي القرن العشرين اصبحت دراسة السياسة النقدية جزءا لا يتجزأ من السياسة الاقتصادية للدولة، وبصورة عامة يمكن تلخيص مراحل تطور دراسة السياسة النقدية كما يلي :

المرحلة الاولى: تميزت النظرة للسياسة النقدية في بداية القرن العشرين بطابع النظرة الحيادية للنقود التي كان ينظر اليها على انها عنصر محايد لا اثر له في الحياة الاقتصادية وكان الشائع ان النقود هي مجرد أداة للمبادلات ولا شيء في الاقتصاد أتفه من النقود كما قال جون باتيست ساي وهو أحد اعمدة الفكر الكلاسيكي، ولكن مع تطور الفكر الاقتصادي وتطور الاحداث الاقتصادية ظهرت أهمية السياسة النقدية في رفع او خفض قيمة النقود، والتي تعد بدورها وسيلة لتنشيط الانتاج والتأثر في توزيع الدخل⁽¹⁾.

وكانت السياسة النقدية قبل حدوث ازمة الكساد العظيم سنة 1929 الأداة الوحيدة المستخدمة لتحقيق الاستقرار والتأثير على مستوى النشاط الاقتصادي ومكافحة التضخم والانكماش، إلا أن حدوث هذه الازمة

¹ - صالح مفتاح، النقود والسياسة النقدية (المفهوم - الأهداف - الأدوات)، دار الفجر للنشر والتوزيع، القاهرة ، ط 1 ، 2005 ، ص ص

الاقتصادية الكبيرة التي سادت في تلك الفترة وما خلفته من آثار وخيمة على اقتصاديات العالم أثبتت عدم قدرة السياسة النقدية وحدها انذاك للخروج منها، وأصبح ينظر اليها على انها عاجزة عن تقديم الحلول في تلك الفترة.

المرحلة الثانية: تميزت هذه المرحلة بظهور الفكر الكينزي على يد الاقتصادي البريطاني جون ماينرد كينز الذي كان ينظر الى النقود نظرة حركية وليست سناثيكية، ولكن بسبب عجز السياسة النقدية عن الخروج من ازمة 1929، بدأ كينز يدعو للاهتمام بالسياسة المالية للخروج من ذلك في الفترة ما بين الحربين وهكذا بدى لكينز ان السياسة المالية تأتي في المرتبة الاولى قبل السياسة النقدية وتم اعطاء دور اكبر للدولة للتدخل عن طريق السياسة المالية اولا ثم السياسة النقدية، عن طريق الانفاق بالعجز الذي يسنده الاصدار النقدي او 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 ادى الى عجز أدوات الكينزية عن علاج الاختلالات .

المرحلة الثالثة : ان التطور الاقتصادي اظهر بعض النقائص في السياسة المالية مما ادى الى تراجع أهميتها فهي تتميز بعدم المرونة وبطنها وتؤكد من عدم جدواها في مكافحة التضخم، لذلك رأت بعض الدول المتقدمة سنة 1951 ان عليها الرجوع الى تطبيق بعض ادوات السياسة النقدية لتحقيق الاستقرار في الاقتصاد الوطني وبالتالي تعود السياسة النقدية لتأخذ مكانتها الأولى، ولكن هذه العودة لم تكن كلية بل مازالت السياسة المالية تحتل مكانة هامة الى ان جاءت موجة النقديين التي تسمى مدرسة شيكاغو بزعامة ميلتون فريدمان، التي حركت ساعت الفكر للوراء مرة اخرى الى فكر النظرية الكمية للنقود، والدعوة إلى أن التحكم في عرض النقود هو السبيل لتحقيق الاستقرار الاقتصادي وذلك حتى يزداد عرض النقود بصورة عامة بمعدل مساوي لمعدل النمو للنواتج القومي، وتكون هذه الزيادة مستقلة عن الدورة التجارية ويزداد النقود بنفس المعدل في سنوات الكساد كما في سنوات الرخاء .

وكانت الفترة الممتدة من 1879 الى 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 انصار كل من السياسة المالية والسياسة النقدية خاصة بعد ظهور نواقص كل منها، فأصبح كل فريق يعتقد ان سياسته هي التي يمكنها ان تحقق الاستقرار الاقتصادي في المجتمع وهكذا عاد الفكر الاقتصادي مرة أخرى الى الخلف، فهناك عودة في التسعينيات خصوصا في امريكا على يد الرئيس الامريكي بيل كلينتون لإعادة فكر الثلاثينيات الكنيزي إلى السياسة الاقتصادية ويبقى انصار الفكر النقدي يصرون على جدوى السياسة النقدية وفعاليتها وعدم فعالية السياسة المالية، وحاولوا تجريد السياسة المالية كلية من أي قدرة على التأثير على الناتج الوطني والخروج من الأزمات وتحقيق الاستقرار العام .

ومن الطبيعي أن يظهر أنصار السياسة المالية دفاعا عما يدعي عليهم النقديون ومازالوا يقدمون امتيازات السياسة المالية عن النقدية وقدرتها على التأثير في النشاط الاقتصادي، فهم يعترفون بضرورة السياسة النقدية وأنها مكمل للسياسة المالية، ولكن تبقى السياسة المالية هي الاولى من حيث الاهمية .

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 الإختلالات الاقتصادية، وقد أدى تعصب كل من الطرفين وسياسته الى ظهور فريق ثالث بزعامة الاقتصادي الامريكي والتر هيلر الذي يرى ان التعصب لسياسة مالية او نقدية ليس له مبرر لان استخدام أحدهما بمفردها لا يغني عن ضرورة استخدام الأخرى فكلاهما أصل ولا تقل أهمية أي منهما عن الأخرى في العمل للخروج من الازمات الاقتصادية وتحقيق الاستقرار الاقتصادي ولكل منهما فعاليتها في الظرف الاقتصادي السائد المناسب لها .

الفرع الثاني : اسس السياسة النقدية

¹ - صالح مفتاح، المرجع نفسه، ص ص 101 ، 102.

تختلف اسس السياسة النقدية تبعا لاختلاف مستويات التقدم والتطور والنظم الاقتصادية والاجتماعية للمجتمعات المختلفة. ففي الدول الرأسمالية الصناعية المتقدمة تتركز هذه السياسات في المقام الاول في المحافظة على التشغيل الكامل للاقتصاد في اطار من الاستقرار النقدي الداخلي وفي مواجهة التقلبات الاقتصادية المختلفة، وتتبع هذه الدول في هذا الصدد بعض السياسات النقية الكمية كحتمية السوق المفتوح او تعديل سعر الفائدة او تغيير نسبة الاحتياطي لدى البنوك وغيرها كالتأثير في الائتمان الاستهلاكي او الائتمان لأغراض المضاربة وغيرها، إلا أن السياسات النقدية لا تعد كافية في تحقيق هذه الأهداف مما قلل من أهميتها وزاد من الاعتماد على السياسات المالية في هذا الصدد ذلك لأن هناك حدود لا تتجاوزها الدولة في مجال خفض أسعار الفائدة أو زيادة عرض النقود وغيرها من الوسائل الأخرى .

أما الدول السائرة في طريق النمو فان أسس السياسة النقدية تكمن في الاهداف الأساسية لسياستها الاقتصادية ومنها السياسة النقدية التي تنحصر في خدمة اهداف التنمية وتوفير التمويل اللازم لها، ويحد من دور السياسات النقدية في توفير الموارد المالية اختلال الهيكل الانتاجي لتلك الدول خصوصا عنصر العمل الفني وتخلف النظام المصرفي القائم وقلة تأثيره ونطاقه فضلا عن قلة المؤسسات المالية غير المصرفية وضيق الأسواق (1).

المطلب الثالث: أهداف السياسة النقدية

الهدف الرئيسي لكل سياسة اقتصادية وطنية هو تحقيق النمو الصحيح و المستمر مع التوازن العادل للثروة، و في هذا المجال تكون السياسة النقدية إحدى الوسائل المهمة للعمل الحكومي.

1- استقرار الأسعار: (2)

تعتبر المحافظة على استقرار الأسعار من أهم العوامل التي تؤثر على النشاط الاقتصادي و المؤشرات الاقتصادية الرئيسية . و تنحصر هذه الغاية في العمل على محاربة التغيرات المستمرة و العنيفة في مستوى

¹ - بلعزوز بن علي، مرجع سابق، ص ص 112، 113.

² - زكريا الدوري ، يسري السامرائي، البنوك المركزية و السياسات النقدية، دار اليازوري العلمية للنشر و التوزيع، الأردن، 2006، ص

الأسعار نظرا لأن أي تغييرات كبيرة في مستويات الأسعار من العوامل التي تؤثر سلبا على قيمة النقود و بالتالي لها آثار ضارة على مستوى الدخل و الثروات و تخصيص الموارد الاقتصادية بين الفروع الإنتاجية و بالتالي على الداء الاقتصادي.

كما أن الأجور في هذه الأوقات تتخلف عن مسايرة ارتفاعات الأسعار مما يقود إلى خفض الدخل الحقيقي لأصحاب الدخل الثابتة و إلى زيادة أرباح رجال الأعمال، فالاستقرار في مستوى الأسعار إذن مرغوب فيه طالما أنه يؤدي إلى القضاء على مثل هذه الإختلالات , و يمكن عن طريق إتباع سياسة ائتمانية سليمة تأخذ في الاعتبار الظروف الاقتصادية و الأهداف الاقتصادية المرجوة أن تحقق الاستقرار في مستويات الأسعار.

2- استقرار أسعار الصرف: (1)

هو في الواقع مرتبط بهدف استقرار الأسعار (داخل الدولة) و يمكن إدراك هذا الارتباط من خلال ان انخفاض الأسعار في دولة ما يؤدي إلى زيادة الصادرات (لأن هذه الصادرات هي عبارة عن واردات للدول الأخرى، تعود هذه الزيادة إلى انخفاض الأسعار من وجهة نظر المستوردين مما يزيد من حجم الطلب)، وتؤدي هذه الزيادة في الصادرات إلى زيادة الطلب على عملة البلد الذي انخفضت فيه الأسعار، وتؤدي زيادة الطلب على هذه العملة إلى ارتفاع سعر صرفها مقابل العملات الأخرى. ويحدث العكس عند ارتفاع سعر عملة بلد ما.

3- تلبية المتطلبات المالية للنشاط الاقتصادي: (2)

تعتبر تلبية المتطلبات المالية من أهم أهداف السياسة الائتمانية حيث أنه من المفترض أن يقوم البنك المركزي بتلبية حاجة القطاعات الاقتصادية المختلفة عن طريق الائتمان و خصوصا في أوقات الرواج الاقتصادي الذي تحتاج فيه القطاعات إلى مزيد من الائتمان.

¹ - عبد المجيد قدي، المدخل إلى السياسات الاقتصادية الكلية، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2003، ص 59.

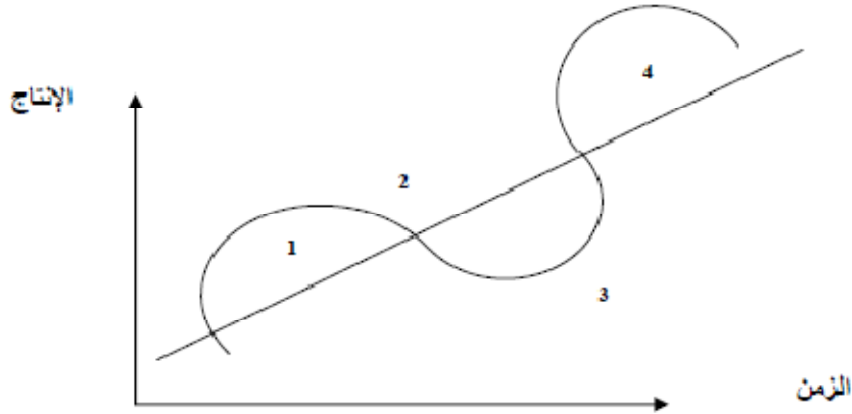
² - زكريا الدوري ، يسري السامرائي، مرجع سابق، ص 189.

4- استيعاب الصدمات الناجمة عن التقلبات الاقتصادية : (1)

تتميز الاقتصاديات في عمومها بتقلبات اقتصادية ذات طابع دوري. قسمها جوقلار إلى أربعة مراحل:

توسع، الانكماش، التطهير، العودة إلى الانطلاق.

الشكل رقم (1) : الدورة الاقتصادية حسب جوقلار



المصدر: عبد المجيد قدي، مرجع سابق، ص 60

المرحلة الأولى:

و هي مرحلة التوسع و هي فترة ملائمة للأعمال، فالمؤسسات لديها منافذ واسعة، الأرباح مرضية، القروض متوفرة بالنسبة للمستثمرين .ولكنها تؤدي شيئاً فشيئاً إلى توتر إنمائي يترجم بالمضاربة البورصية و ارتفاع الأسعار لأن هناك في الطلب . الأجور تتزايد نتيجة الندرة في اليد العاملة , ومعدلات الفائدة مرتفعة.

المرحلة الثانية:

و هي مرحلة الانكماش و ينتج عن الاختلال المفتعل خلال مرحلة التوسع .و يؤدي ارتفاع الأجور، الأسعار و فوائد القروض إلى تقليص مردودية المؤسسات . مما يجعل الطاقة الانتاجية فائضة عن الطلب المليء و يظهر هناك تهديد بفائض في الإنتاج . يبدأ الانكماش في العادة بظهور بعض الافلاسات، انهيار بعض البنوك , أو بمناسبة انهيار البورصات.

المرحلة الثالثة:

و هي مرحلة التطهير، و التطهير هو نتيجة ايجابية للمرحلة السابقة لأنه سوف يولد ديناميكية جديدة، فالمؤسسات الضعيفة و الهشة يكون قد تم شراؤها من قبل المؤسسات القوية، بما يمكنها من تحقيق وفورات حجم و اكتساب حصص سوقية . و باعتبار انخفاض الأسعار و الأجور نتيجة الانكماش، تكون شروط المردودية مجتمعة بما يسمح للاقتصاد بالعودة إلى الإقلاع على قواعد سليمة.

المرحلة الرابعة:

مرحلة العودة إلى الإقلاع، و هي لا تكون ممكنة إلا بعد مرحلة التطهير، حيث تكون مردودية المؤسسات ممكنة التحقيق، المخزونات تم تكوينها، القروض تصبح أقل تكلفة، و بالتالي تنطلق الاستثمارات و يتسارع الطلب على العمل، الدخول تتراد مما يؤدي إلى ارتفاع في الطلب. تؤثر مثل هذه التقلبات على اقتصاديات الدول، خاصة مرحلة الانكماش التي تؤثر على الأداء الاقتصادي و معدلات التوظيف .وهنا يمكن للسياسة النقدية أداء دور مهم في تخفيف الآثار السلبية لهذه التقلبات بانتهاج سياسة توسعية ائتمانية في أوقات الانكماش، و سياسة ائتمانية تقييدية في نروة الرواج و التي عادة ما يصاحبها معدلات تضخم مرتفعة.

5- تحقيق مستوى عال من الاستخدام : (1)

هناك إجماع بين الاقتصاديين على أن يكون ضمان التوظيف كامل أو مستوى مرتفع من التشغيل من بين الأهداف التي تسعى إليها السياسة النقدية، ويراد بذلك هو أن تحرص السلطات النقدية على تثبيت النشاط الاقتصادي عند أعلى مستوى ممكن من التوظيف للموارد الطبيعية و البشرية ، و على السلطات النقدية اتخاذ جميع الإجراءات الكفيلة بتجنيب الاقتصاد البطالة و ما يرافقها من عوامل انكماشية في الإنتاج

¹ - زكريا الدوري ، يسري السامرائي، مرجع سابق، ص ص 189، 190.

و الدخل و اضطرابات في العلاقات الاجتماعية . ومن هذه الإجراءات رفع حجم الطلب الكلي إلى المستوى اللازم لتشغيل الموارد الإنتاجية غير المستغلة.

6-تحقيق معدلات نمو اقتصادي مرتفعة:

يعتبر الهدف الأساسي للسياسة النقدية هو العمل على تحقيق معدلات نمو اقتصادي مرتفعة مع العمل على تقليص الضغوط التضخمية ويعتبر الاقتصاديون أن هذا الهدف هو الهدف الأولي و الرئيسي للسياسة النقدية، بينما تعتبر الأهداف الأخرى مثل استقرار مستويات الأسعار و استقرار سعر الصرف بمثابة أهداف ثانوية.

إن تشجيع النمو الاقتصادي هو هدف تزنو إليه جميع الحكومات في الدول النامية و الصناعية و يراد به تحقيق زيادة مستمرة و ملائمة في معدل نمو الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي للقطاعات في متوسط دخل الفرد الحقيقي . وتعتمد الحكومات إلى بلوغ الهدف بغية إشباع حاجات الأفراد و رفع مستوى رفاهيتهم و تحسين وضع ميزان المدفوعات بالحصول على المزيد من العملات الأجنبية و الحد من ارتفاع مستوى الأسعار المحلية.

7- المساهمة في تطوير المؤسسات المصرفية و المالية : (1)

الأسواق التي تتعامل فيها هذه المؤسسات(السوق المالي و السوق النقدي) و بما يخدم تطوير الاقتصاد الوطني.

إن تحقيق الاستقرار في الأسواق المالية، من خلال فتح قنوات الاتصال بين المؤسسات المالية و النقدية و التي تعمل على تحفيز المدخرات، و تحويلها إلى الاستثمارات الإنتاجية و يعتبر هذا الهدف من أهم أهداف البنك المركزي لأن الأسواق المالية تعكس الواقع الفعلي للنشاط الاقتصادي في مختلف القطاعات الاقتصادية، إلى جانب تعزيز القدرة على التنبؤ في المستقبل و تجنب ظروف عدم التأكد.

¹ - زكريا الدوري، يسري السامرائي، المرجع نفسه، ص 191.

8-المساهمة في تحقيق توازن ميزان المدفوعات و تحسين قيمة العملة :

و يتم ذلك في إطار إتباع سياسة تحرير و تعويم سعر الصرف و في السيطرة على التضخم و تحقيق الاستقرار السعري الذي يحافظ بدوره على قيمة العملة من التدهور، و عموما يمكن أن تساهم السياسة النقدية في إصلاح و تخفيض العجز في ميزان المدفوعات عن طريق قيام البنوك المركزية برفع سعر إعادة الخصم فيؤدي هذا بدوره إلى قيام البنوك التجارية برفع أسعار الفائدة على القروض، و يؤدي رفع أسعار الفائدة إلى تقليل حجم الائتمان و الطلب المحلي على السلع و الخدمات مما يخفض من حدة ارتفاع المستوى العام للأسعار داخل الدولة، ويؤدي خفض مستويات الأسعار الداخلية(المحلية) إلى تشجيع صادرات الدولة و إلى تقليل إقبال المواطنين على شراء السلع الأجنبية و من ناحية أخرى يؤدي ارتفاع أسعار الفائدة داخليا إلى إقبال الأجانب على إيداع أموالهم بالبنوك الوطنية و بالتالي إلى دخول مزيد من رؤوس الأموال إلى الدولة مما يساعد على تقليل العجز في ميزان المدفوعات . و هكذا نجد أن تقليل كمية النقود (الائتمانية) داخل الاقتصاد القومي و رفع أسعار الفائدة يلعب دورا كبيرا في خفض العجز في ميزان المدفوعات، إلا أن آثار هذه الإجراءات لا تتم بنفس الدرجة في كل حالة تطبق فيها وإنما يعتمد الأمر على كثير من الظروف و العوامل الأخرى⁽¹⁾.

¹ - عبد المطلب عبد الحميد، اقتصاديات النقود والبنوك، الدار الجامعية، مصر، 2007، ص 275.

المبحث الثاني: أدوات السياسة النقدية وقنوات إبلاغها

يقوم البنك المركزي باستخدام أدوات السياسة النقدية بهدف التأثير على عرض النقد ومن ثم على النشاط الاقتصادي بشكل عام، و تتمثل هذه الأدوات من نوعين من الوسائل مباشرة وغير مباشرة.

المطلب الأول: الأدوات الكمية " غير المباشرة "

تعتمد الأدوات غير المباشرة على استخدام السوق للتعديل النقدي بهدف التأثير على عرض و طلب النقود، و هي تشمل سياسة معدل إعادة الخصم، سياسة عملية السوق المفتوحة، سياسة معدل الاحتياطي النقدي القانوني.

أولاً : سياسة معدل إعادة الخصم

يعتبر من أقدم الأدوات التي لجأ إليها البنك المركزي في التأثير على السيولة و الائتمان، حيث استعملت في سنة 1839.

ففي حالة التضخم يرفع البنك معدل إعادة الخصم(سعر البنك) ليحد من قدرة البنوك على التوسع في الائتمان بغية مجابهة الأوضاع التضخمية، ومن ثم يلجأ البنك المركزي إلى سياسة الحد من الائتمان لدى البنوك التجارية فيقوم برفع تكلفة الائتمان -التمثلة في معدل الفائدة- فترتفع تكلفة التمويل، مما يدفع المستثمرون بالامتناع عن الاقتراض، وقد يلجئون إلى استثمار أموالهم في السوق المالية بشرائهم أسهم وسندات، وهكذا تخرج الأموال من فح السيولة، فيتقلص حجم الكتلة النقدية وينكمش. أما في حالة إتباع البنك المركزي لسياسة توسعية، فإنه يقوم بخفض معدل إعادة الخصم حتى يتيح للبنوك بخصم ما لديها من أوراق تجارية، أو الاقتراض منه للتوسع في منح الائتمان، فيقبل المستثمرون على البنوك التجارية للحصول على المزيد من الائتمان بتكلفة منخفضة⁽¹⁾.

¹ - بلعوز بن علي، مرجع سابق، ص 122-125 .

ويتم تقديم القروض المخصصة من خلال تسهيلات البنك المركزي ويطلق على التسهيلات "نافذ الخصم". إن ميكانيكية تأثير سعر الخصم على حجم القروض المخصصة أثر مباشرة إذ أن رفع سعر الخصم يرفع التكلفة. الافتراض من البنك المركزي، ومن ثم تقلل البنوك ما تأخذه من قروض مخصصة، ويدير البنك المركزي نافذ الخصم بعد طرق تمنع إساءة استخدام قروضه، فعندما يكون سعر الخصم أقل من سعر الفائدة السوقي، فهناك حافز كبير للبنوك لكي تحصل على القروض المخصصة بسعر خصم منخفض وإعادة استخدام حصيلة القروض في شراء سندات بسعر فائدة أعلى، لذلك يضع البنك المركزي قواعد للحد من عدد المرات التي تلجأ فيها البنوك الى الحصول على القروض المخصصة فإذا تردد بنك على نافذة الخصم مرارا فإن البنك قد يغلق النافذة في وجه ذلك البنك في المستقبل، فاللجوء إلى النافذة هو امتياز وليس حقا للبنك.

إذا هناك علاقة وثيقة بين سعر إعادة الخصم و سعر إعادة الفائدة خصوصا في الدول ذات أسواق مالية و أنظمة مصرفية متطورة، وهذه العلاقة في علاقة تناسبية، فزيادة سعر إعادة الخصم تؤدي بالضرورة إلى زيادة معدل الفائدة و العكس صحيح، فسعر إعادة الخصم هو المتغير و سعر الفائدة هو المتغير التابع. يبدو استخدام أداة سعر إعادة الخصم أمر سهلا، يعمل مباشرة على تحقيق أهداف السيادة النقدية، إلا أن الواقع يدل على عكس ذلك، إذ أن هذه الوسيلة تتطلب استحواد البنوك لوحدها على تمويل المؤسسات و معتمدي القروض، إلا أن هذا الوضع هو بعيد المال. خاصة أن هذه الوسيلة كانت حقيقية، أكثر نجاعة في العالم في ظل نظام قاعدة الذهب.

إلا أن ما عرفته الأنظمة الاقتصادية و النقدية و المالية من تغيرات جعلت هذه الأداة قليلة الجدوى من حيث التأثير، خاصة بالنسبة للدول النامية التي تتمتع بمنحنى كفاية استثمارية لا يتمتع بمرونة قوية تبعا للمتغيرات في سعر الفائدة، إضافة إلى هذا فإن سعر الفائدة لا يمثل في كثير من المشاريع إلا جزءا ضئيلا من تكاليف التمويل، وهذا لوجود التمويل الذاتي، و في هذه الحالة يعتبر حجم الأموال المقترضة قليل المرونة اتجاه التغيرات في سعر الفائدة .

إن سياسة الخصم تصبح اداة اقل فعالية في حالة الكساد منه في حالة التضخم إذ يؤدي إذا كان كبير إلى زعزعة ثقة رجال الأعمال، وفي هذه الحالة يصبح الطلب على القروض عديم المرونة كثيرا اتجاه التغيرات في سعر الفائدة، فانخفاض سعر الفائدة قد لا يدفع رجال الأعمال إلى الاستثمار حتى و إن أصبح صفر إن لم يتوفر الدفع إلى الاستثمار أي الربح.

فالكثير من الاقتصاديين يشككون في مدى نجاعة و فعالية هذه الأداة في تحقيق الأهداف الانكماشية أو الأهداف التوسعية و خاصة في ظل تنوع مصادر التمويل و التخلي عن نظام قاعدة الذهب و حرية تدفق رؤوس الأموال، و من ثم لم تصبح هذه الأداة سوى مؤثر أمام البنوك التجارية في اتجاه السلطات النقدية فيما يتعلق بسياسة الائتمان.

ثانيا: سياسة عملية السوق المفتوحة

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

ويقصد بسياسة السوق المفتوحة:قيام البنك المركزي بدخول سوق الأوراق المالية بائعا أو مشتريا للأوراق المالية من وإلى المتعاملين في السوق المالية، سواء كانوا بنوكا أو أفرادا من جميع الأنواع و خاصة السندات الحكومية، و ذلك بهدف خفض أو رفع قدرة البنوك التجارية على منح الائتمان، وقد يصل الأمر أحيانا ليشمل إلى جانب الأوراق المالية الذ=هب و العملات الأجنبية، وذلك للتقليل من السيولة لدى الأفراد في حالة قيامه ببيع الأوراق المالية و زيادتها في حالة قيامه لشراء هذه الأوراق.

وتستخدم هذه السياسة في كمية العرض النقدي ومن ثم سعر الفائدة، حينما يقوم البنك المركزي بشراء أوراق مالية حكومية من الوحدات الاقتصادية الأخرى من السوق المفتوح، و تأخذ كمية النقود المتداولة و إحتياجات البنوك التجارية في الزيادة، كما تأخذ أثمان هذه الأوراق المالية في الزيادة أيضا، وهكذا تؤدي الزيادة في العرض النقدي و الزيادة في مقدرة البنوك على الاقتراض من جهة و الزيادة من جهة أخرى إلى تخفيض الفائدة.

كذلك حينما يقوم البنك المركزي ببيع أوراق الحكومة-السندات- إلى الوحدات الاقتصادية الأخرى مثل شركات التأمين و شركات الصناعية...الخ في السوق المفتوحة تأخذ كمية النقود المتداولة و إحتياجات البنوك التجارية في النقصان، كما تأخذ أسعار هذه الأوراق المالية في الهبوط أيضا، و هكذا يؤدي النقص في العرض النقدي و النقص في مقدرة البنوك على الإقراض من ناحية و الهبوط في أسعار الأوراق المالية من ناحية أخرى إلى رفع سعر الفائدة السائدة في السوق⁽¹⁾.

ثالثا: سياسة معدل الاحتياطي النقدي القانوني

ان تدخل البنك المركزي بسياسة معدل الاحتياطي النقدي الإلزامي، يقضي بضرورة قيام البنوك التجارية بالاحتفاظ بنسبة معينة من الودائع لديه، وهذا الاحتفاظ يختلف عن الرصيد السائل الذي تبقيه البنوك التجارية لمواجهة طلبات السحب المحتملة من طرف المودعين، لذلك يعتبر هذا الاحتياطي بمثابة خط دفاع أول للبنك و المتعاملين.

يعتبر معدل الاحتياطي النقدي القانوني أحد العوامل المحدد للبنوك التجارية في أحداث (خلق) النقود المشتقة -مضاعف الائتمان- يستعمل البنك المركزي هذه السياسة لإحداث التوازن النقدي المحلي، ففي حالة التضخم يرفع البنك المركزي نسبة الاحتياطي النقدي القانوني، وفي حالة الانكماش يخفض هذه النسبة حتى يسمح للبنوك التجارية التوسيع في منح الائتمان عن طريق رفع مضاعف الائتمان.

تعتبر سياسة تغير معدل الاحتياطي النقدي القانوني(الاجباري) سهل الادارة نسبيا، مقارنة بالأدوات الأخرى، وتكون هذه الأداة أكثر فعالية و نجاعة إذا كان وعاء الاحتياطات الاجبارية شاملا لجميع أنواع الودائع وكذا افتراض عدم وجود تسرب نقدي(اكتناز) وعدم وجود طرق اخرى أمام البنوك التجارية للحصول على موارد نقدية خارج البنك المركزي، ومدى استجابة ومرونة القطاعات الانتاجية لتلك التغيرات المطبقة من قبل السلطات النقدية.

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

كما تعتبر سياسة تغيير معدل الاحتياطي النقدي القانوني من أكثر الأدوات الكمية الفعالة للمصرف المركزي، خاصة في الدول المتخلفة، أين يستحيل استخدام عمليات السوق المفتوحة لضيق أو انعدام أسواق النقد أو المال، كما أن تغيير سعر إعادة الخصم محدودة الأثر لضيق أسواق الخصم (محدودية التعامل بالأوراق التجارية وغيرها) في هذه الدول⁽¹⁾.

المطلب الثاني: الأدوات الكيفية " المباشرة "

تستخدم هذه الأدوات قصد التأثير على حجم الائتمان الموجه لقطاع أو لقطاعات معينة في الاقتصاد.

أولاً: تأطير الائتمان⁽²⁾

و تعتمد على تدخل البنك المركزي في وضع قواعد لتنظيم القروض المقدمة و السلف على أساس الأغراض التي يستخدم فيها الائتمان، كذلك تحديد السقوف الائتمانية، بهدف تحديد قدرة البنوك التجارية على منح الائتمان، بالإضافة إلى الرقابة على البنوك التجارية من خلال التفتيش الدوري على أعمالها. إلى جانب الرقابة على الأرصدة العملات الأجنبية في البنوك.

و يعتمد تطبيق السياسة النقدية، باستخدام هذه الأداة على طبيعة السوق المالي في الدولة، فكلما كان هذا السوق أكثر تطوراً كلما قل استخدام هذه الأداة، وتم التوجه نحو عمليات السوق المفتوحة و سعر إعادة الخصم، كما في الدول المتقدمة.ولهذا فإن الدول النامية تستخدم هذه الأداة بنسبة أكبر من الأدوات الأخرى لعدم توفر أسواق مالية متطورة فيها.

ثانياً : النسبة الدنيا للسيولة⁽³⁾

يقضي هذا الأسلوب أن يقوم البنك المركزي بإجبار البنوك التجارية على الاحتفاظ بنسبة دنيا يتم تحديدها عن طريق بعض الأصول منسوبة إلى بعض مكونات الخصوم، و هذا لتخوف السلطات النقدية من خطر الإفراط في الاقتراض من قبل البنوك التجارية.

¹ - بلعزوز بن علي ، مرجع سابق، ص ص 127،128.

² - جمال خريس وآخرون، النقود و البنوك، دار الميسرة للنشر و التوزيع ز الطباعة، الأردن، 2002، ص116.

³ - عبد المجيد قدي، مرجع سابق، ص ص 81، 82.

ثالثا: الودائع المشروطة من أجل الاستيراد

يتمثل هذا الأسلوب لدفع المتوردين إلى إيداع المبلغ اللازم لتسديد ثمن الواردات في صورة ودائع لدى البنك المركزي لمدة محددة، و بما أن المستوردين في الغالب يكونون غير قادرين على تجميد أموالهم الخاصة، فيدفعهم ذلك إلى الاقتراض المصرفي لضمان الأموال اللازمة للإيداع و هذا من شأنه التقليل من حجم القروض الممكن توجيهها لباقي الاقتصاد و يؤدي بدوره إلى رفع تكلفة الواردات.

رابعا : القيام بالعمليات المصرفية الخاصة (1)

و تعتبر هذه السياسة استثناءا على القاعدة، حيث يقوم البنك المركزي باستخدامها عندما تكون الأدوات السابقة للسياسة النقدية غير فعالة و ضعيفة التأثير على أوجه النشاط الاقتصادي، و لهذا فقد أعطيت صلاحيات للبنك المركزي للقيام ببعض العمليات المصرفية الخاصة كوسيلة لتحقيق السياسة الائتمانية، بحيث يتدخل البنك المركزي لتقديم بعض أنواع التسهيلات التي تكون البنوك التجارية غير راغبة في تقديمها أو غير قادرة على تقديمها، و يراعي البنك المركزي عدم منافسته.

خامسا: التأثير والإغراء الأدبي

تعتبر هذه السياسة سلاح من أسلحة البنك المركزي في توجيه النصح للمصارف التجارية و ذلك بعدم التوسع في تقديم القروض و خاصة القروض التي توجه للمضاربة إذا ما رأت أن في ذلك ثمة خطر على الاقتصاد القومي و يأخذ هذا التوجيه الأدبي أشكال مختلفة منها إرسال مذكرات إلى المصارف الأعضاء بالامتناع عن قبول أوراق معينة أو عدم الإقراض لمشروعات معينة⁽²⁾.

و يتوقف نجاح هذه الوسيلة على المركز الأدبي للبنك المركزي و مدى سيادة روح التعاون بينه وبين

البنوك التجارية .

¹ - جمال خريس وآخرون، مرجع سابق، ص 117.

² - زكريا الدوري ، يسري السامرائي، مرجع سابق، ص 218.

إن اعتماد الأسلوب المباشر لإدارة السياسة النقدية و الرقابة على الائتمان ما فتىء التخلي عنه يتزايد من سنة إلى أخرى خاصة في العشريتين الأخيرتين من القرن العشرين لصاح الأساليب غير المباشرة سواء في الدول المتقدمة أو النامية، وذلك لعدة أسباب أهمها : (1)

- تعمل الأساليب المباشرة على خفض المنافسة المصرفية بين البنوك نتيجة الإفراط في تحديد نشاطها من خلال السقوف و المؤشرات الواجب احترامها.
- تعمل هذه الأساليب على الإضرار بالمؤسسات الصغيرة و المتوسطة أكثر من الشركات الكبرى، كون هذه الأخيرة بإمكانها القيام بإقراض السيولة الزائدة لديها إلى مؤسسات أخرى بفوائد أعلى.
- تؤدي هذه الأساليب إلى بروز مشاكل إدارية نتيجة التمييز بين القطاعات و الأساس الذي يتم وفقه تحديد القطاع الأساسي من غيره، وهذا ما يؤدي إلى تجاوزات يصعب الفصل فيها.
- انعدام الضمانات الكفيلة بكون التسهيلات الائتمانية المقدمة لبعض القطاعات سوف تستخدم للأغراض المحددة لها.
- يؤدي استخدام هذه الأساليب إلى عدم الكفاءة في تخصيص الموارد نتيجة التمييز غير العقلاني بين القطاعات.

المطلب الثالث: قنوات إبلاغ السياسة النقدية

هي القنوات التي يتم من خلالها الوصول إلى أثر أدوات السياسة النقدية وتحقيق الهدف النهائي و تتمثل في أربعة قنوات:

1- قناة سعر الفائدة : (2)

إن سعر الفائدة بمعناه البسيط ما هو إلا ثمن تأجير النقود أو مقابل التخلي عن السيولة و هذا يدفعنا إلى التمييز بين سعر الفائدة الحقيقي و سعر الفائدة النقدي.

1 - عبد المجيد قدي، مرجع سابق، ص 83.

2 - أحمد فريد مصطفى ، سهير محمد السيد حسن، مرجع سابق، ص 49.

فسعر الفائدة الحقيقي هو الفارق بين أسعار الفائدة في السوق و بين معدلات التضخم السائدة، أما سعر الفائدة النقدي فهو يمثل السعر المحدد بواسطة السلطات النقدية.

و قد اهتم الفكر الكينزي بسعر الفائدة كأداة من أدوات السياسة النقدية و باعتباره إحدى محددات الاستثمار .وسعر الفائدة في نظر كينز عبارة عن ظاهرة نقدية تؤثر في تكلفة الاستثمار، لذلك حذر من ارتفاع هذا السعر بالدرجة التي تؤدي إلى زيادة تكلفة الاستثمار و انخفاض الكفاية الحدية لرأس المال و تخفيض حجم الاستثمارات عن المعدل المطلوب .و قد أشار كينز الى سعر الفائدة من حيث يكفل التوسع الاقتصادي و الرواج.

و من هذا المنطلق تحاول السياسة النقدية استقطاب المدخرات للمقيمين و لغير المقيمين و تعبئة الموارد النقدية و المالية المتاحة و الممكنة من أجل تمويل القطاعات الإنتاجية الهامة التي تضمن زيادة الإنتاج القومي مما يساهم في تخفيف حدة الاختلال الداخلي و الخارجي و من هنا اعتمدت السلطات النقدية بدرجة أكبر على سعر الفائدة من أجل المساهمة في تحقيق هذا الهدف.

2- قناة سعر الصرف :

تأخذ قناة سعر الصرف مكانة كبيرة ضمن السياسات النقدية لعدد كبير من الدول ،خاصة تلك التي تبحث عن استقرار وارتفاع سعر عملتها مما يساعد على التحكم الجيد في التضخم، وتعمل هذه القناة إلى جانب أسعار الفائدة ،حيث أن انخفاض سعر الفائدة الحقيقي داخل البلاد يقلل من استقطاب الودائع الوطنية مقارنة بالودائع بالعملة الأجنبية وهذه العملية تتم من خلال انخفاض العملة الوطنية وهو ما يعني انخفاض أسعار السلع الوطنية مقارنة بالأجنبية ، ويفسر ذلك ارتفاع الصادرات ومنه الإنتاج الوطني .

$$M\uparrow \Rightarrow I_r\downarrow \Rightarrow E\downarrow \Rightarrow X\uparrow \Rightarrow Y\uparrow$$

حيث (X): الصادرات الوطنية.

(E) : قيمة العملة الوطنية.

(I_r) : معدلات الفائدة الحقيقية.

وفي حالة اتباع سياسة انكماشية ينخفض عرض النقود فترتفع أسعار الفائدة الحقيقية في الاقتصاد الوطني منها في الخارج وهو ما يعمل على استقطاب رأس المال الأجنبي ورفع الطلب على العملة المحلية وهذا ما يزيد من قيمة العملة الوطنية ويؤثر على الصادرات فينخفض معدل الناتج المحلي، مما يصيب الاقتصاد الوطني بالركود وهي آثار غير مرغوب فيها ينصح الكثير بضرورة مصاحبته بالسياسات الأخرى لمعالجة آثارها السلبية (1).

3- قناة أسعار السندات المالية: (2)

يعتبر أنصار المدرسة النقدية في تحليلهم لأثر السياسة النقدية على الاقتصاد أنها تنتقل عبر قناتين هما : قناة توبين للاستثمار و قناة أثر الثروة على الاستهلاك.

القناة الأولى: يؤدي انخفاض عرض النقود إلى زيادة نسبة الأوراق المالية و تقليل نسبة الأرصدة النقدية بالمحفظة الاستثمارية لدى الجمهور مما يؤدي إلى انخفاض الإنفاق الخاص على الأوراق المالية، مما يدفع المتعاملين إلى التخلص منها عن طريق بيعها، هذا يؤدي إلى نزول الأسعار و بالتالي انخفاض مؤشر توبين و حجم الاستثمار و تراجع الناتج المحلي الخام.

القناة الثانية : يؤدي انخفاض عرض النقود إلى انخفاض أسعار الأوراق المالية و التي يؤدي انخفاضها إلى انخفاض قيمة ثروة الجمهور و منه الحد من الاستهلاك و تراجع نمو الناتج المحلي الخام.

4- قناة الائتمان:

و تنقسم إلى قناتين:

قناة الإقراض المصرفي: انخفاض العرض النقدي يؤدي إلى انخفاض حجم الودائع لدى المصارف، و بالتالي انخفاض الائتمان المصرفي، مما يقلل من الاستثمار و الحد من النمو.

¹ - الصادق علي توفيق وآخرون، السياسات النقدية في الدول العربية، صندوق النقد العربي، معهد السياسات الاقتصادية، سلسلة بحوث ومناقشات حلقات العمل، أبو ظبي، العدد الثاني، 1996، ص 60 .

² - عبد المجيد قدي، مرجع سابق، ص ص 78، 79.

قناة ميزانية المؤسسات: تتمثل في انخفاض صافي قيمة المؤسسات عن طريق انخفاض عرض النقود، أيضا يؤدي إلى انخفاض الضمانات التي يمكن للمقترضين تقديمها عند الاقتراض بالإضافة إلى أن ارتفاع سعر الفائدة يؤدي إلى تخفيض التدفقات النقدية نحو المؤسسات الصغيرة، و هو ما يؤدي إلى انخفاض استثمار القطاع الخاص و منه نمو الناتج المحلي الخام.

المبحث الثالث: آليات السياسة النقدية و عوامل نجاحها

نحاول في هذا المبحث التطرق إلى الآليات التي تعمل السياسة النقدية بموجبها لتحقيق أهدافها وعوامل نجاح هذه السياسة النقدية، و الآثار المصاحبة لها والتي تقود الاقتصاد نحو الاستخدام الكامل و استقرار الأسعار .

المطلب الأول: آليات السياسة النقدية

يعتبر سعر الفائدة بمثابة سعر للنقود و يتحدد كغيره بعوامل العرض و الطلب و التي يسيطر البنك المركزي على جانب العرض منها وفي نفس الوقت يعتبر سعر الفائدة بمثابة حلقة الوصل الأساسية التي تربط بين سوقي النقود وسوق السلع، ويمكن تلخيص آلية عمل السياسة النقدية بالخطوات التالية: (1)

1- قيام البنوك المركزي بتغيير معدل النمو في عرض النقود:

يستطيع البنك المركزي أن يزيد أو يقلل معدلات النمو في عرض النقود من خلال التحكم في أسعار الخصم ونسبة الاحتياطي القانوني بالإضافة إلى عمليات السوق المفتوحة لتنشيط الاقتصاد الكلي مثلا يستطيع زيادة الاحتياطي المصرفي من خلال الشراء في السوق المفتوحة أو تخفيض نسبة الاحتياطي القانوني مما يؤدي على زيادة في عرض النقود.

2- تكيف الإنفاق الاستثماري: يرتبط الإنفاق الاستثماري بأسعار الفائدة حيث أن المستثمرين يعتبرون أن

أسعار الفائدة بمثابة كلفة لتمويل نفقاتهم الاستثمارية والاستهلاكية ولذلك فإن أسعار الفائدة ترتفع ويصاحبها ارتفاع في كلفة الاستثمار والاستهلاك المعمر مما يدفع المنشآت والأفراد إلى تخفيض نفقاتهم هذه والعكس في حالة انخفاض أسعار الفائدة وبالتالي فإن التوسع النقدي يخفض أسعار الفائدة ومنه يزيد من الإنفاق الاستثماري.

¹ - ملاك وسام، النقود و السياسات النقدية الداخلية، دار النهل اللبناني، بيروت، 2004، ص 107.

3- تكيف الإنفاق (الطلب) الكلي:

الطلب الاستثماري هو جزء من الطلب الكلي وبالتالي فإن تغيرات في الجزء تؤدي إلى تغيرات في الكل، وعلى صعيد تحليل العرض الكلي والطلب الكلي فإن زيادة الاستثمار ستؤدي إلى زيادة في الطلب الكلي ومنه ستؤدي هذه التغيرات في الإنفاق الكلي إلى تغيرات في الدخل الكلي ويرتبط بتغيرات الإنتاج مباشرة تغيرات في التوظيف وفي مستوى الأسعار.

المطلب الثاني: عوامل نجاح السياسة النقدية

تتمثل عوامل نجاح السياسة النقدية في الإصلاحات الواجب تنفيذها في مجال النقد ومنها على الخصوص نجد :

الفرع الأول: استقلالية البنك المركزي

تدور الدراسات النظرية الخاصة بأعمال البنوك المركزية في العصر الحديث وكذلك الممارسة التطبيقية لهذه الأعمال في الواقع العملي حول الاتجاهات التضخمية المتضمنة في ثنايا الصراع بين الآثار القصيرة والطويلة المدى للتوسع النقدي وبين إغراء التمويل النقدي للإنفاق الحكومي من ناحية، وحول الصراع بين المنافع التي تعود من عزل البنك المركزي عن الضغوط السياسية وبين مبدأ المساواة أمام الرأي العام لهؤلاء المسؤولين عن اتخاذ القرارات الهامة والحساسة فيما يخص السياسات المختلفة للدولة من ناحية أخرى .

فإذا كانت الآراء قد انتهت إلى أن المحافظة على استقرار الأسعار أضحى هو الهدف الرئيسي للسياسة النقدية التي أصبحت بدورها الوظيفة الرئيسية للبنك المركزي ،فلا بد إذن أن يتوفر له المناخ المناسب لقيامه بدوره على النحو الذي يمكنه من تحقيق هذا الهدف ،وهنا ثارت مشكلة تبعية البنك المركزي للسلطة التنفيذية ،واضطراره لتنفيذ الأوامر الخاصة بتوجيه السياسة النقدية بما يتفق والأهداف المراد تحقيقها .وعلى إثر هذا التعارض بين الهدفين السابقين فرضت قضية استقلالية البنك المركزي نفسها باعتبارها الشرط اللازم لوضع وتنفيذ السياسة النقدية من أجل تحقيق استقرار الأسعار والمحافظة على قيمة العملة⁽¹⁾.

¹ - الفولي أسامة محمد ، شهاب مجدي محمود ، مبادئ النقود والبنوك ،الإسكندرية ،دار الجامعة الجديدة ،1997، ص229 .

ولقد توالى التعديلات في تشريعات البنوك المركزية في العديد من بلدان العالم المتقدمة منها والنامية ،وبالطبع هذا الاتجاه له أسبابه وحججه وانتقاداته التي يمكن إيرادها عليه .

الحجج المؤيدة للاستقلالية:الحجة التي تطرح بشأن استقلالية البنوك المركزية هي مصداقية السياسة النقدية وقدرتها على التحقيق والإبقاء على استقرار طويل الأجل للأسعار وحد أدنى من التكاليف الاقتصادية الحقيقية، وبالتالي تكون السياسة النقدية أكثر فعالية.

ويرى البعض الآخر أن ربط السياسة النقدية بقاعدة قانونية قد لا تكون مرنة يمكن أن يؤدي إلى حالة الانزلاق ،وعدم تحقيق ذلك الهدف إلى وضع مصداقية السلطة النقدية في موقف غير سليم .

وبما أن البنك المركزي ما هو إلا مؤسسة حكومية تعمل في الإطار المؤسسي للدولة ،فإنه يجب أن لا تكون استقلاليته تامة عن الحكومة في كل شيء ،سواء من ناحية إدارة السياسة النقدية والائتمانية أو الهيكل التنظيمي ؛أي أن استقلاليته هي استقلالية داخل الحكومة وليس عن الحكومة .

ويمكن تحديد معايير الاستقلالية فيما يلي : (1)

- تعيين وإنهاء خدمات محافظ السلطة النقدية وطول فترة خدمته.
- صياغة السياسة، وتمثل أسلوب السلطة التنفيذية والسلطة النقدية في توجيهات السياسة النقدية، ومشاركة البنك المركزي في عملية إعداد الميزانية .
- أهداف السلطة النقدية والأهمية بالنسبة لاستقرار الأسعار بينها .
- الحدود الموضوعية على إقراض السلطة النقدية للحكومة من حيث الحجم والاستحقاق وسعر الفائدة وشروط تقديم السلف والتوريق.

ومن أهم نماذج البنوك المركزية الأكثر استقلالية تعتبر ألمانيا وسويسرا والولايات المتحدة أكثر نماذجاً في هذا الشكل وفقاً لغالبية الدراسات التي أجريت في هذا الموضوع ، كذلك تعتبر تجربة نيوزيلندا في منح

¹- فريد بن طالبي ، السياسات النقدية والسياسات المالية وعوامل نجاحها في ظل التغيرات الدولية ، حالة الجزائر ، رسالة ماجستير غير منشورة ، كلية العلوم وعلوم التسيير ، 2002 ، ص ص 120 ، 121 .

الاستقلالية لبنكها المركزي بمثابة نموذج حديث للدول الأخرى ، أيضا جاء التنظيم الخاص بنموذج آخر أكثر تقدما في تأكيد استقلالية البنوك المركزية .

أما فيما يخص الدول النامية فإنها قامت ببعض الإصلاحات ومن تشريعات تحت على منح استقلالية أكبر للبنوك المركزية إلا أن درجة الاستقلالية تختلف من بلد لآخر وهي أقل استقلالية مقارنة بالبلدان السابقة الذكر .

وخلاصة القول ، رغم أن الشواهد التطبيقية ليست حاسمة حتى الآن إلا أنه يمكن القول أن استقلالية البنك المركزي تخضع لقوة اقتصاد البلد ومدى ثقة الحكومات في أفرادها المسؤولين على أجهزتها وكذا مستوى الديمقراطية الذي تعرفه هذه الدول .

الفرع الثاني: تقويم أدوات السياسة النقدية

لما كانت الرقابة المباشرة على الائتمان و أسعار الفائدة قد أسفرت عن عدم الفعالية وعدم الدقة في تخصيص الموارد، فإن الكثير من البلدان النامية بدأت في السنوات الأخيرة في إصلاح نضمها المتعلقة بالرقابة النقدية من أجل تحقيق استخدام أكثر نشاطا للأدوات غير المباشرة أو القائمة على السوق لتحقيق أهداف الاقتصاد الكلي، وتستخدم الأدوات النقدية القائمة على السوق للتأثير على النقود والائتمان وأسعار الفائدة بطريقة غير مباشرة من خلال إجراء تغييرات في أحوال السيولة المتعلقة بالبنوك التجارية وغيرها من المؤسسات المالية.

ويتطلب إصلاح أدوات السياسة النقدية بعض الوقت، وليس المتوقع تنفيذ جميع تدابير الإصلاح في وقت واحد، وهذا الأمر يتوقف إلى حد كبير على الظروف التي تواجهها السلطات والترتيبات المؤسسية القائمة، والكفاءة التي يمكن بها إجراء التغييرات التنظيمية والتشريعية، وبالتالي فلا بد من إيجاد الصيغة المناسبة في ترتيب تدابير الإصلاح المالي والنقدي لكل بلد حسب الظروف .

أيضا فإن التحول من التحكم المباشر إلى التحكم غير المباشر في السياسة النقدية يأتي مسيرا للاتجاه العام نحو الاعتماد المتزايد على قوى السوق، وعليه فلا بد من إدخال أدوات جديدة تقوم على السوق لتمكين

البنك المركزي من توقع حدوث تطورات الاحتياطي وامتصاص أو توفير السيولة المصرفية بناء على مبادرة منه وبصورة مرنة⁽¹⁾.

وتتمثل هذه الإجراءات الجديدة في إدخال أدونات الخزنة، وإجراءات المزادات العلنية لمثل هذه الصكوك بالإضافة إلى تغيير قواعد الحصول على تسهيلات إعادة التمويل بالبنك المركزي لتسيير نظام المزادات العلنية وهذا من أجل تسهيل عملية تحرير سعر الفائدة وتطوير أسواق رأس المال، بالإضافة إلى ذلك لابد من إنشاء نظام متحوط للتنظيم والإشراف بما في ذلك تصنيف وتدبير القروض ومتطلبات توفير رأس المال وحدود تركيز القروض . ويجب إعادة رسملة وهيكلية المؤسسات المالية الضعيفة، والعمل على تطوير أسواق رأس المال وتقوية المنافسة المصرفية وتحرير أسعار الفائدة بالتدريج، بدءا بأسعار الاقتراض بين البنوك وخفض متطلبات الاحتياطي على قدر الإمكان، وخفض القيود المفروضة على أنشطة البنوك بما يسمح لها القانون .

أما فيما يخص الأدوات المباشرة فلا يمكن إنكار قوتها وفعاليتها وفورية آثارها في مواجهة المشكلات الاقتصادية، إلا أنه من الخطوات الضرورية لتحقيق الإصلاح المالي وفق استخدام بعض الأدوات المباشرة من أجل منع حدوث تقلبات مفرطة في أسعار الفائدة أو توسع مفرط في الائتمان .

في بداية التحرير المالي والاحتفاظ ببعض الأدوات الأقل تعرضا للخلل نسبيا لتأمين البنك المركزي من فقدان الرقابة النقدية، أو بالأحرى فلابد من الاعتماد أساسا على الأدوات غير المباشرة واستخدام الأدوات المباشرة عند الاقتضاء فقط .

ونوضح أن أكثر الأدوات المباشرة شيوعا هي ضوابط أسعار الفائدة وسقوف الائتمان والإقراض المباشر والأنواع الرئيسية الثلاث للأدوات غير المباشرة وهي عمليات السوق المفتوحة واشتراطات الاحتياطي وتسهيلات الإقراض التي يوفرها البنك المركزي.

¹ - ألكسندر وليم تابنوتاس، أينوك تشارلز، استخدام أدوات غير مباشرة في السياسة النقدية التمويل والتنمية، (المجلد 23، العدد 01، مارس 1996) ص 14، 15.

فالأدوات غير المباشرة أصبحت أكثر فعالية من الأدوات المباشرة في البيئة الاقتصادية الراهنة التي تزداد انفتاحا، حيث أصبحت تعمل في المقام الأول من خلال السوق عن طريق تصحيح الطلب والعرض الخاصين بالاحتياجات المصرفية .

وبما أن تطوير الأدوات النقدية غير المباشرة عملية معقدة تتطلب وقتا طويلا لإتمامها والأخذ بعين الاعتبار بعض الشروط المتمثلة في : (1)

- يجب عزل السياسة النقدية عن الضغوط التي تنشأ من حاجة الحكومة إلى تمويل العجز المالي، أي لابد على الحكومات أن تعمل على وقف عملية التمويل بالعجز وأن تدفع الفوائد المستحقة عليها وأن تعمل على تعزيز استقلالية البنك المركزي وعلى تحسين أداء الدين العام وتطوير أسواق المال بغية السماح لتلبية احتياجاتها التمويلية من خلال السوق وليس عن طريق الضغط على البنك المركزي.

- العمل على تحسين أداء أسواق النقد والأسواق ما بين البنوك وتحقيق التكامل فيما بينها من أجل جعل استجابة أسواق النقد بسرعة لإجراءات البنك المركزي، وبالتالي ضمان فعالية الأدوات غير المباشرة .

- العمل على خلق بنوك قوية وتعزيز المنافسة.

- لابد من تقوية الإطار الإشرافي والتنظيمي.

- تقوية القدرة التقنية للبنك المركزي فيما يخص التنبؤ بالطلب والعرض الخاصين بالمعاملات و الاحتياجات المصرفية وتقدير أثرها على إجمالي الائتمان والنقد .

- العمل على إلغاء الأدوات المباشرة تدريجيا وإدخال الأدوات غير المباشرة بطريقة عقلانية أي إبعاد اتخاذ التدابير المصاحبة.

وفي الأخير فإن الإصلاحات المرتبطة بأدوات السياسة النقدية لا تستند إلى قواعد ثابتة وجامدة، بل تسن حسب الخصائص والظروف المتواجدة في البلدان .

الفرع الثالث: إصلاح القطاع المصرفي (1)

¹- فريد بن طالبي ، مرجع سابق، ص 123.

لقد عانى القطاع المصرفي في العديد من الدول بشكل عام من أوجه الضعف والمشاكل التي حدثت من قدرته على القيام بدوره التنموي المنشود متأثراً بذلك من الاختلالات العامة في الاقتصاد، ومن الملاحظ في هذا الصدد ضعف الوساطة المالية والدور المحدود الذي يؤديه القطاع بشكل عام، والجهاز المصرفي بشكل خاص في حشد المدخرات وتوجيهها إلى الأنشطة الاستثمارية المنتجة .

وارتبط الضعف في الوساطة المالية بصورة رئيسية بثلاثة أمور، أولها معدلات الفائدة الحقيقية السالبة التي لم تمكن الجهاز المصرفي من حشد المدخرات المحلية بالكفاءة اللازمة، أما الأمر الثاني فهو تراكم الديون المتعثرة في المصارف التي أخذت في ضوء ذلك بالإحجام عن التوسع في أنشطتها الإقراضية وحصرها في نطاق محدود وبدوره أدى هذا الأسلوب إلى تركيز الائتمان في عدد محدود من العملاء وارتفاع المخاطر المرتبطة به والأمر الثالث مرتبط إلى درجة كبيرة بالأمرين السابقين حيث تكمن في عدم تمكن المصارف من تطوير قدراتها الفنية وتوسع نطاق خدماتها لمواكبة التغير في طبيعة الاحتياجات التمويلية في الاقتصاد .

ومن عوامل الضعف التي اتصف بها القطاع المالي والمصرفي في الدول النامية تدني القاعدة الرأسمالية للمصارف، وضعف المنافسة فيما بينها في ضوء تركيز النشاط المصرفي حول عدد قليل منها، بالإضافة إلى غياب سوق ما بين البنوك وأسواق مالية نشطة، سواء لإصدار وتداول أدوات نقدية قصيرة الأجل أو الطويلة الأجل بالإضافة إلى غياب رقابة مصرفية فاعلة في المصرف المركزي وذلك بسبب ضعف الإجراءات المنظمةة ونقص المعايير والإجراءات الرقابية، وبالتالي غياب الركيزة الأساسية لتطوير السياسة النقدية وإدارتها .

ومن أجل إعادة الدور الأساسي الذي يؤديه هذا القطاع في تعزيز النمو الاقتصادي في ظل التحول إلى اقتصاد السوق يستوجب على هذه البلدان تنفيذ برنامج إصلاح يمس هذا القطاع، ويتضمن إصلاح المصارف في إدخال تعديلات على الأطر القانونية التي تحكم أعمالها، والعمل على فتح هذا القطاع وإعادة

رسمته وتحرير نشاطه وتقليص مساهمة الحكومة في رأس مال المصارف وتعزيز قواعدها الرأسمالية وتشجيع الدمج فيما بينها .

وبصفة عامة ، يتم تطبيق الإصلاحات المالية والمصرفية على مرحلتين ، حيث يتم في المرحلة الأولى وفق العمل بسياسات الكبح المالي بما في ذلك إزالة كافة الضوابط الإدارية على أسعار الفائدة وهيكل الأصول .

بالإضافة إلى البدء بالتحول نحو أدوات التحكم النقدي التي تستند على عوامل وآلية السوق من أجل خلق بيئة مواتية للمرحلة الثانية من الإصلاحات التي تتعلق بهيكل وعمليات القطاع المصرفي، وكذلك تشجيع مؤسسات الوساطة المالية غير المصرفية .

أ) المرحلة الأولى : وتتمثل هذه المرحلة في الأخذ بأربعة عناصر وهي :

– العمل على تحرير أسعار الفائدة ويتم ذلك بصورة ملائمة مع سرعة خطوات الإصلاحات في القطاع المعني ومع التقدم في تحقيق الاستقرار الكلي في الاقتصاد وبصورة أساسية يبدأ العمل برفع أسعار الفائدة الاسمية مما يؤدي إلى تحرير أسعار الفائدة على الودائع، ومن ثم تحرير معدلات الإقراض تدريجياً وذلك باستخدام معدلات استرشادية للتأثير على تحديد أسعار الفائدة على الأصول المالية .

– الابتعاد عن الائتمان الموجه : ويتم بالتزامن مع تحرير أسعار الفائدة مع إزالة الضوابط المفروضة على تخصيص الائتمان المقدم من البنوك، وإزالة المعايير والمبادئ التي تحدد هيكل المصارف، مثل نسبة القروض للودائع ومتطلبات الحصول على تفويض مسبق لتخصيص الائتمان والشراء الإلزامي لأدوات الدين العام وكذلك الائتمان المخصص لبعض القطاعات ذات الأولوية .

– التوجه نحو عوامل السوق في تمويل الخزنة : أي الابتعاد عن أسلوب السقوف الائتمانية والقرارات الإدارية لتخصيص الائتمان وتوجيهه القطاعات المختارة إلى أساليب غير مباشرة في إدارة السيولة من خلال إصدار أدوات الخزينة التي يتم بيعها بالمزاد العلني ،بالإضافة إلى العمل على تطوير عمليات السوق المفتوحة وهذا من أجل فتح آفاق لأسواق الأوراق المالية .

- العمل على تحرير الصرف الأجنبي : وتتمثل هذه الخطوة في عملية تصحيح أسعار صرف العملات المحلية المبالغ في قيمتها، والعمل على إزالة القيود على معاملات حساب رأس المال تدريجيا على الأخص بالنسبة لغير المقيمين الذين منحوا حق تحويل الأرباح والعوائد على الأسهم، بينما يسمح للمقيمين فتح حسابات ودائع بالمعاملات الأجنبية .

ب) المرحلة الثانية : تتمثل في العمل على إجراء مراجعة شاملة للتشريعات والقوانين المعمول بها بهدف تعديلها وتطويرها لتتماشى ومرحلة الانفتاح والتحرير الاقتصادي والاتجاه المتزايد نحو إعطاء القطاع الخاص دورا أكبر في النشاط الاقتصادي وتستهدف هذه التعديلات قوانين وقواعد عمل القطاع المصرفي وفتح مجال لإقامة بنوك خاصة ،وبالإضافة إلى العمل على منح الاستقلالية للبنوك العامة وتقليص ملكية الحكومة فيها .

وعلى الرغم من التقدم الذي تحقق، بالفعل ،في بعض البلدان التي تمر بمرحلة الانتقال إلا أن هناك العديد من الصعوبات الهامة لا تزال تعيق تطوير أنظمة نقدية ومالية سليمة، ويأتي في مقدمة هذه المشاكل غياب التنافسية وطبيعة هيكل الملكية على وجه الخصوص .

الفرع الرابع: إنشاء سوق النقد الأولي والثانوي

يكتسب وجود سوق نقدية منظمة ومتطورة أهمية بالغة لا يمكن تجاهلها، حيث يتم خلالها تأمين السيولة للقطاع المصرفي ،وتمكين السلطات النقدية من رقابة فعالة على الائتمان والنقود في الاقتصاد، وتستخدم السلطات النقدية التغيرات التي تحدث في السوق النقدي كمؤشر يستدل به على آثار السياسة النقدية التي تمارسها ،ويسترشد به في اتخاذ القرارات المستقبلية .ويتوقف اتساع السوق النقدي على تنوع الأصول التي يتم التعامل بها فيه ،كما تتوقف سيولتها على مدى إمكانية تحويل تلك الأصول إلى نقود عند الضرورة. و تتميز الأوراق المالية قصيرة الأجل بإمكانية التخلص منها في أي وقت وبأدنى حد من الخسائر. وتتكون هذه الأوراق المالية عادة من شهادات الإيداع والأوراق التجارية و القبولات المصرفية و أدونات الخزينة، وتعتبر هذه الأخيرة من أبرز هذه الأوراق التي تصدرها الحكومات لفترات معينة تتراوح من ثلاثة

أشهر إلى سنة على الأكثر، وهي تتميز بسهولة التصرف فيها دون أن يتعرض حاملها لخسائر رأسمالية، وتستخدمها الحكومة في ممارسة سياستها النقدية لسحب أو ضخ السيولة في السوق حسب ما تمليه الحاجة (1).

ومن أهم العوائق التي تقف كعقبة أمام نجاح هذه الأسواق في البلدان التي تمر بمرحلة الانتقال الاشتراطات القانونية لحياسة الصناديق الاحتياطية والمؤسسات المالية بشأن حياسة كميات كبيرة من هذه السندات واستمرار السيولة المفرطة في النظام المصرفي، ونقص الخبرة التجارية أو القدرة على الحصول على التمويل بسهولة للوسطاء وغيرهم من المشتركين في السوق .

وعليه فمن الضروري استحداث سوق ثانوية في السندات الحكومية وزيادة حجم المعاملات في السوق الرئيسية مع بذل الجهد للقضاء على العوائق السالفة الذكر، وعندما يتم إنشاء حجم كاف من الأوراق المالية يمكن الترخيص بالتعامل فيها لبائعين حصلوا على تدريب سليم، ويكون هؤلاء مسئولين عن تسويق الأوراق المالية الحكومية وتوفير أحدث المعلومات عن أسعار البيع والشراء وأسعار الفائدة بشأنها مع مختلف آجال الاستحقاق، ولضمان استمرار قوة السوق الثانوي ينبغي أن يضع البنك المركزي خطوطا توجيهية للوسطاء تتعلق بالأداء الملازم لراس المال وان يراقب أنشطتهم ومدى تعرضهم للمخاطر، وتتطوي عملية إعادة الشراء على تحقيق زيادة في سيولة السندات التي تجري في السوق الرئيسية، والسماح للبنك المركزي بتصحيح التطورات النقدية التي تطرأ بين فترات المزادات العلنية . ومثل هذه المخططات تحقق أدائها بشكل طيب في العديد من الدول، مثل إندونيسيا، تايلاندا وماليزيا. وينبغي بالطبع أن يتم التنسيق بطرق سلمية بين اتفاقات إعادة شراء الاحتياطي وسياسة إعادة الخصم بغية إعطاء الإشارة الصحيحة فيما يتعلق بموقف السياسة النقدية (2) .

¹ - فريد بن طالبي ، المرجع نفسه ، ص 127 .

² - كونغ هيومي و ونغ ، إصلاح أدوات السياسة النقدية، التمويل والتنمية، المجلد 29، العدد 1 مارس 1992، ص 18 .

وفي الأخير يمكن القول أن معظم الدول النامية التي تمر بمرحلة الانتقال عملت على توفير شروط جديدة تتماشى مع مرحلة الانتقال، خاصة فيما يخص السياسة النقدية حيث ركزت على تطوير وإصلاح وتحسين قطاعاتها في تفعيل دور السياسة النقدية وفي تعزيز النمو الاقتصادي المتوازن والمستدام .

وقد عرفت هذه الإصلاحات تطورا كبيرا في السنوات الأخيرة نتيجة الجهود الكبيرة التي بذلتها معظم الدول رغم اختلاف عمق الإصلاحات، ومع ذلك فإن هذه الدول تقوم بتعزيز هذه الإصلاحات من خلال النتائج المحققة، ومن خلال استخلاص دروس من التجارب الناجحة والاستفادة من الدروس الفاشلة .

وكما أشرنا سابقا فإن السياسة النقدية تعتبر جزءا من السياسة الاقتصادية فهي تحتاج إلى الجزء الآخر من السياسة الاقتصادية خاصة السياسة المالية، وكذلك تحتاج السياسة النقدية لشروط ومعايير جديدة في ظل التوجهات الجديدة فإن السياسة المالية تحتاج لشروط ومعايير جديدة تتماشى مع هذه التغيرات .

المطلب الثالث: آثار الاقتصادية للسياسة النقدية

نستطيع تقييم السياسة النقدية من خلال الآثار التي تتركها على الاقتصاد والمجتمع ويمكن تقسيم هذه الآثار إلى قسمين: (1)

1- الآثار الإيجابية للسياسة النقدية

وتتلخص هذه الآثار فيما يلي:

- ضبط معدلات نمو عرض النقد ضمن الأهداف المرسومة للسياسة النقدية، عن طريق التأثير على الاحتياطات النقدية للبنوك، بما يكفل نجاح هذه السياسة.
- السيطرة على المشكلات الاقتصادية وذلك بضبط معدلات التضخم باستخدام السياسات الانكماشية، وتحقيق التشغيل الأمثل للاقتصاد، وذلك بالقضاء على البطالة باستخدام السياسة النقدية التوسعية.
- المحافظة على استقرار سعر صرف العملة.
- المحافظة على استقرار النشاطات الاقتصادية، عن طريق جمع المدخرات وتشجيع الاستثمارات.

¹ - جمال خريس وآخرون، مرجع سابق، ص ص 119، 120.

- تسويق الأوراق التي تصدرها الحكومة، وتشجيع البنوك في الإقبال عليها من خلال رفع معدلات الفائدة المدفوعة عليها.

2- الآثار السلبية للسياسة النقدية

على الرغم من وجود آثار إيجابية إلا أن هناك آثار سلبية يمكن تلخيصها فيما يلي:

- إعاقة التنمية الاقتصادية عن طريق توجيه جزء من الاستثمارات إلى مجالات غير منتجة.
- نقص السيولة المتاحة للبنوك، وذلك من خلال تقليص فرص القطاعات الإنتاجية من الحصول على التمويل اللازم لها.
- ارتفاع أسعار الفائدة على الودائع بمختلف أنواعها، يؤدي هذا إلى فشل المشاريع الاستثمارية التي تعتمد على التسهيلات المقدمة من البنوك التجارية.
- استخدام أدوات السياسة النقدية يكلف خزينة الدولة في بعض استثمارات البنك المركزي.

خلاصة الفصل

نستنتج مما سبق أن السياسة النقدية بأنها عملية استخدام مجموعة مختلفة من الأدوات والسياسات الهادفة إلى التأثير على عرض النقد، وذلك لضمان التوازن الاقتصادي على المدى القصير والمتوسط، وينتقل تأثيرها عبر مختلف قنواتها وفقا لاختيار الهدف وتماشيا مع الأداة المستخدمة التي تستطيع السلطة النقدية(البنك المركزي) التأثير عليها .

كما للسياسة النقدية عدة أدوات منها مباشرة وغير مباشرة يتم استخدامها بالتحديد لمواجهة الفجوات التضخمية والانكماشية وذلك لإتباعها عدة آليات للوصول إلى الهدف المحدد من طرف البنك المركزي، وحسب فعالية هذه السياسة والآثار المترتبة عليها سواء إيجابية او سلبية.

الفصل الثاني:

أساسيات حول سوق الأوراق المالية

تمهيد:

تعتبر أسواق الأوراق المالية مرآة حقيقية للأوضاع الاقتصادية للدولة و كذا الشركات المقيدة بها، حيث تساهم في زيادة وعي المستثمرين بوضع الشركات و المشروعات، فقد وجدت هذه الأسواق في الأساس لإشباع رغبات و حاجات المتعاملين و من ثم أضحت ضرورة حتمية إستلزمته المعاملات الإقتصادية إذ تعمل على تحقيق التوازن بين قوى العرض و الطلب كما تتيح الحرية الكاملة لإجراء كافة المعاملات و المبادلات.

كما حظيت أسواق الأوراق المالية في عصرنا الحالي بمكانة عظيمة لأنها تمثل ركنا صاما و أساسيا من أركان البنية الإقتصادية و المالية و على هذا الأساس نتناول في هذا الفصل المباحث التالية:

المبحث الأول: الإطار النظري لسوق الأوراق المالية.

المبحث الثاني: التعامل في سوق الأوراق المالية.

المبحث الثالث: مؤشرات سوق الأوراق المالية.

المبحث الأول: الإطار النظري لسوق الأوراق المالية

يعتبر سوق الأوراق المالية أداة هامة في تقويم الاقتصاد لأي دولة و عنصر أساسي في تقويم الشركات و المشروعات، هذا الأخير يحتوي على مجموعة كبيرة من الأسواق، لهذا سنعمل على تحديد مكانته من بين الأسواق الأخرى و تحديد تعريف دقيق له من خلال هذا المبحث.

المطلب الأول: نشأة و تطور أسواق الأوراق المالية (1)

تعود البدايات الأولى لظهور و تشكل أسواق الأوراق المالية إلى القرن السادس عشر الميلادي و التي تحولت في النصف الثاني من القرن السابع عشر الى أسواق منظمة لحركة و تداول رؤوس الأموال، وساهم في دفع هذه الأسواق إلى الظهور و انتشار شركات المساهمة و إقبال حكومات بعض الدول و الملوك خاصة بريطانيا إلى الإقتراض من كبار المدخرين و المرابين و تجار الذهب، بهدف تمويل نفقات الدولة المختلفة و كذا تمويل الحروب فضلا عن إحتياج الشركات المساهمة للتمويل، وقد جاء هذا الإقتراض ليخلق حركة قوية للتعامل بالصكوك المالية و الذي أدى إلى ظهور أسواق الأوراق المالية، وكان التعامل في بادئ الأمر يتم على قارعة الطريق في الدول الكبرى كفرنسا و إنجلترا و أمريكا، ثم إستقر التعامل في أعقاب ذلك في أبنية خاصة و التي أصبحت تعرف فيما بعد بأسواق الأوراق المالية.

وقد زادت أهمية أسواق الأوراق المالية في تعبئة المدخرات و المواد المالية و خاصة في الدول الرأسمالية بإعتبارها إحدى المتطلبات الأساسية لتمويل و دعم الإقتصاد، مما أدى إلى تعميم و إنتشار هذه الأسواق المالية، ولقد إرتبط تطور أسواق الأوراق المالية تاريخيا بالتطور الإقتصادي و الصناعي الذي مرت به دول العالم ولاسيما الدول الرأسمالية، ففي فرنسا مثلا ظهرت أول سوق للأوراق المالية في عام 1924 بموجب أمر ملكي، و في بريطاني أنشأت سوق (بورصة) لندن للأوراق المالية عام 1776 أي في القرن السابع عشر، و إستمرت 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 الأوروبية الأخرى و كذلك

¹ - عصام حسين، أسواق الأوراق المالية "البورصة"، دارأسامة، عمان، 2007، ص 10-13.

في الولايات المتحدة الأمريكية فلم تظهر إلا في نهاية القرن السابع عشر و بداية القرن الثامن عشر ، ولمدة طويلة، فقد أنشأت أول بورصة للأسهم في الولايات المتحدة الأمريكية عام 1821 و في الشارع نفسه الذي كانت تتم فيه هذه التعاملات في السابق و هو "ول ستريت الأمريكية"، و بورصة نيويورك عام 1821، ثم بورصة طوكيو عام 1878، ثم شرعت الدول تباعا في إنشاء أسواق الأوراق المالية على غرار البورصات العالمية سالفة الذكر، و بقيت بورصة باريس في المركز الثاني عالميا بعد بورصة لندن، لكن بعد قيام الثورة الفرنسية 1789، أدى اقتصاد الحرب إلى خلق حالة من التضخم القوي، وانهيار العملة الوطنية و بالتالي أغلقت البورصة و لم تتمكن السلطة الحكومية من تسديد ديونها العامة و لقد ساعد مثل هذا الأمر كل من الطبقة الأرستقراطية و البرجوازية التقليدية على زيادة حذرهم من موضوع الادخار وزاد من رغبتهم لتركيز أموالهم و ثروتهم في المجال العقاري، و بحلول 1830 استثمرت رؤوس أموال هامة في شراء الأسهم، و يعتبر المثال الأهم شراء أسهم الشركات الضخمة المتخصصة في بناء خطوط السكك الحديدية، التي تجمع بين التمويل الكبير و الفوائد الصناعية الضخمة و الادخار الخاص و كذلك رؤوس الأموال الأجنبية (الإنجليزية خاصة) .

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

و أخيرا و مع نهاية عقد الثمانينات يمكننا ملاحظة بأن ترتيب أسواق الأوراق المالية الدولية قد تغير لصالح الولايات المتحدة الأمريكية و اليابان من حيث حجم رؤوس الأموال المتداولة فيها و تعود المرتبة الأولى من فترة لأخرى بالتناوب إما لبورصة نيويورك أو بورصة طوكيو تاركة وراءها البورصات الأوروبية⁽¹⁾.

المطلب الثاني: مفهوم سوق الأوراق المالية و أقسامه

¹ - عصام حسين، المرجع نفسه، ص 14.

الفرع الأول: مفهوم سوق الأوراق المالية

هناك عدة تعاريف لسوق الأوراق المالية يذكر منها:

التعريف الأول: هو ذلك المكان العمومي الذي يلتقي فيه المحتاجون لرؤوس الأموال من المستثمرين و الذين إستطاعوا أن يجمعوا و يجمدوا الإدخار قصد توظيفه في شراء الأسهم و السندات و تتم العملية بمساعدة هيئات و أشخاص مختصين و مرخصين⁽¹⁾.

التعريف الثاني: هو المكان المنظم لتداول الأسهم و السندات على إختلاف أنواعها الخاصة بالشركات العاملة في القطاع الخاص، أو المشترك بين العديد من فئات المستثمرين، الذين تتنوع و تختلف مصالحهم فيما يتعلق بقرارات استثماراتهم في تلك الأوراق المالية، كما أنه يعتبر المكان الذي يتم فيه نقل مدخرات الأفراد و الوحدات ووضعها تحت تصرف الوحدات المحتاجة لها⁽²⁾.

التعريف الثالث: أسواق الأوراق المالية هي أماكن اجتماع تجري فيها المعاملات في ساعات محددة من قبل ، ومعلن عنها على الأوراق المالية، و ذلك عن طريق سمسرة محترفين مؤهلين و مختصين في هذا النوع من المعاملات على أن يتم التعامل بصورة علنية سواء بالنسبة للأوراق المالية أو بالنسبة للأسعار المتفق عليها من كل نوع⁽³⁾.

الفرع الثاني: أقسام سوق الأوراق المالية:

تنقسم سوق الأوراق المالية إلى قسمين هما:

1- السوق الأولية (سوق الإصدار):

هي السوق التي تختص بإصدار الأوراق المالية و هذا السوق يكون فيه البائع للورقة المالية هو مصدرها الأصلي، كما أنه في إطار هذا النوع من الأسواق يتم التعامل بالأوراق المالية الجديدة التي تم

¹ - محفوظ جبار ،سلسلة التعريف بالبورصة الجزء الأول، دار هومة، الجزائر، ط1 ، 2002، ص45 .

² -محمد الصيرفي، البورصات، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، ط1 ، 2008، ص35.

³ -محمد سويلم إدارة البنوك و بورصات الأوراق المالية، الشركة العربية للنشر و التوزيع، بدون سنة نشر، ص272.

إصدارها لأول مرة عن طريق ما يسمى بالاكنتاب العام أو الخاص، ومنه فإن النفع في هذه السوق يعود على الشركة المصدرة⁽¹⁾.

2- السوق الثانوية (سوق التداول):

وهي عبارة عن الأسواق التي يتم فيها التعامل بالأوراق المالية التي سبق إصدارها في السوق الأولية و تم الإكنتاب فيها و يشمل تداول هذه الأوراق المالية بيعا و شراءا بين حاملها و أي مستثمر آخر فالملاحظ في هذه السوق أن متحصلات بيع الأوراق المالية لا تذهب إلى الجهة التي أصدرتها بل تذهب إلى حاملي هذه الأوراق الذين يحصلون على ناتج عملية البيع، وينقسم إلى نوعين من الأسواق:⁽²⁾

2-1- الأسواق المنظمة:

يطلق على الأسواق المنظمة بورصة الأوراق المالية و تعد البورصة بمثابة كيان له مكان مادي ملموس له إجراءات و شروط تنظم العضوية و القيد و التسجيل و التشغيل و التداول و توقيتات محددة بالقانون، وتكون الأوراق المالية متداولة فيها مسجلة و متوافة لشروط التداول، محاط بشفافية الإفصاح عن المعلومات و تسجيلها و عرضها بشكل مستمر و تحتضن معظم دول العالم سوق للأوراق المالية المنظمة أو أكثر مثل سوق نيويورك للأوراق المالية.

2-2- الأسواق غير المنظمة:

هي أسواق لا تحوز على موقع جغرافي محدد فضلا عن تعاملها بالأوراق المالية غير المسجلة على الرغم من قدرة أطرافها التعامل مع الأوراق المالية المسجلة من خلالها بيوت السمسة. وتدعى معاملات الأسواق غير المنظمة بالمعاملات فوق الطاولة لتمييزها عن المعاملات في الطاولة للسوق المنظمة، و تكاد تكون هذه السوق منتشرة في الوقت الحاضر بشكل كبير بناء على ما وفرته أجهزة الحاسوب من إمكانيات الإتصال و عرض و تسجيل و خزن كبير لهذه السوق و من أبرز أسواق الأوراق

¹- عصام حسين ، مرجع سابق، ص 18.

²عبد الغفار حنفي، رسمية قرياقص، أسواق المال، بورصات مصارف شركات التأمين، دار الجامعة الإسكندرية، مصر، 2003، ص 17

المالية غير المنظمة سوق "ساندك". وفي إطار اسواق الأوراق المالية غير المنظمة هناك أسواق أخرى
فرعية:

السوق الثالثة:

قطاع من السوق غير المنظمة الذي يتكون من بيوت سمسة من غير أعضاء الأسواق المنظمة
ولكن لهم الحق في التعامل في الأوراق المالية المصدرة في تلك الأسواق، وهي مؤسسات سمسة كبيرة
مستعدة لبيع و شراء الأوراق المالية بكميات و مبالغ كبيرة و هذه الأسواق مستمرة لا تحدد بالتعاملات في
أوقات عمل السوق المنظمة بل تستمر لها بعد ذلك أما جمهور العملاء في هذا السوق فهو المؤسسات
الإستثمارية الكبيرة مثل صناديق المعاشات، البنوك التجارية، بيوت السمسة، و تنشأ هذه السوق بصفة
أساسية بهدف تخفيض أعباء العمولة التي يحصل عليها السماسرة خصوصا عند التعامل بأحجام كبيرة
لحساب المؤسسات الاستثمارية الكبيرة⁽¹⁾.

السوق الرابعة:

حالتها من حال السوق الثالثة إذ تعتبر شكلا من أشكال السوق غير المنظمة و تعرف بأنها سوق
للتعامل المباشر بين الشركات الكبيرة مصدرة الأوراق المالية و بين أغنياء المستثمرين دون الحاجة إلى
السماسرة أو تجار الأوراق المالية و يتم التعامل فيها بسرعة، وبتكلفة بسيطة من خلال شبكة إتصالات
الالكترونية و تليفونية⁽²⁾.

وتوفر هذه السوق إمكانية إجراء المعاملات بسرعة بسبب الإتصال المباشر، الذي يتم من خلاله تحديد
الأسعار التي تكون مناسبة للمتعاملين و بالشكل الذي يتضمن في الغالب انخفاضا في تكاليف المعاملات
لبعدها عن رسوم التسجيل و التعامل و العمولات المرتفعة وما إلى ذلك و لهذا فإن السوق هذه تعتبر منافسا

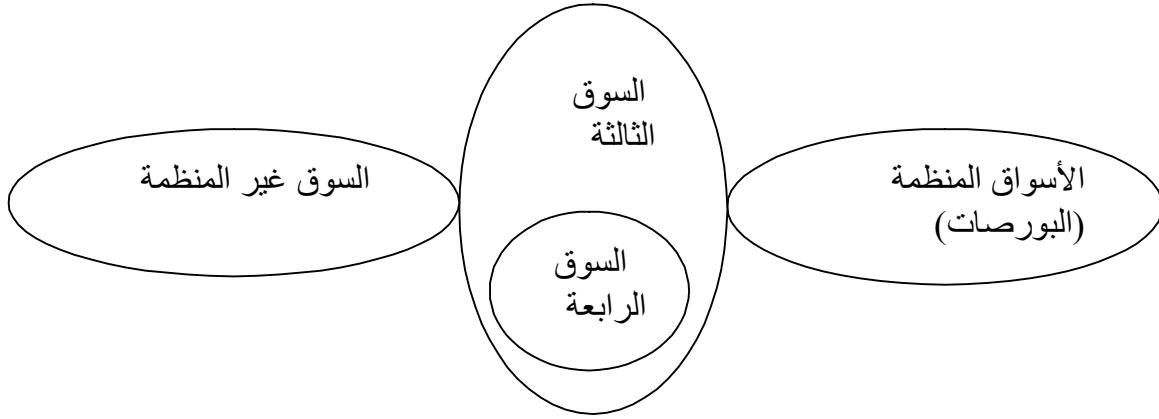
¹ - عاطف وليد أندروس، أسواق الأوراق المالية بين ضروريات التحول الإقتصادي و التحرير المالي و متطلبات تطويرها، دار الفكر
الجامعي، الإسكندرية، ط1، 2007، ص 58 .

² - محمد عبده محمد مصطفى، كيفية التعامل في البورصة و الأوراق المالية، مركز القرار الإستثماري، القاهرة، 1998، ص 14.

قويا للأسواق المنظمة و للأسواق غير المنظمة الأخرى ويشمل التعامل في السوق الرابعة كافة الأوراق المالية دون أن يقتصر على أوراق مالية معينة.

ويوضح الشكل (2) العلاقة التي تربط بين الأسواق المنظمة و الأسواق غير المنظمة وبين كل من السوق الثالثة والرابعة و التي تمثل في مجموعها مكونات السوق الثانوية و هي في نفس الوقت هما أسواق غير منظمة و يمكنها التعامل في أوراق مالية متداولة في الأسواق المنظمة و الأسواق غير المنظمة⁽¹⁾.

الشكل رقم (2) مكونات السوق الثانوية و العلاقة بينهما



المصدر: عاطف و ليد اندراوس، أسواق الأوراق المالية بين ضروريات التحول الاقتصادي و التحرير المالي و متطلبات تطويرها، الفكر الجامعي، الإسكندرية ، ط1، 2007، ص 56 .

المطلب الثالث: وظائف و أهمية سوق الأوراق المالية:

وجدت سوق الأوراق المالية من أجل الربط بين أصحاب العجز و أصحاب الفائض ولم تقتصر على هذه المهمة بل تعددت وظائفها و كذا أهميتها وهذا ما سنبرزه فيما يلي:

الفرع الأول: وظائف سوق الأوراق المالية

تنوعت وظائف سوق الأوراق المالية، إلا أنه يمكن جمعها في وظيفتين أساسيتين إلى جانب وظائف أخرى وجدت نتيجة للتطور الذي تعرضت له البورصات و الداعي لتحسين أدائها و يمكن تلخيصها فيما يلي:⁽¹⁾

¹ - عاطف و ليد أندراوس، مرجع سابق ص 56 .

1- ضرورة إتاحة سوق مستمرة للأوراق المالية و ذلك لإمكان استرداد المستثمر لمدخراته:

فالمستثمر يقبل على شراء الأوراق المالية طالما يمكن بيعها في أي وقت و إستعادة قيمتها عند الحاجة إليها، فالتعامل في البورصات يتم من خلال مدخرات الأفراد (الطبيعيين أو الإعتباريين) المستثمرة في شكل أسهم وسندات، و المعروف أن دوافع الإدخار لدى هؤلاء متنوعة، وبصفة عامة يلاحظ أن المدخر يحتاج لمدخراته طبقا لظروفه الطارئة والتي لا تكون محددة بزمان معين، كما يرغب أيضا في استرداد هذه الأموال دون خسارة محسوسة.

ونجاح البورصة على تحقيق هذه الوظيفة الأصلية و هي السرعة التي تساعد المستثمر على التخلص

فيها من استثماراته في أي وقت، إلى جانب إعطاء الحق للمساهم في التنازل عن أسهمه يتطلب أمرين:

• إيجاد طبقة من الوسطاء يقومون بعملية البيع و الشراء سواء لحسابهم او لحساب الغير، وبذلك يهيئوا

للمستثمر سوقا مستمرا لما يمتلكه من أوراق مالية، وهذه الخطوة جاءت مع الخطوة الأولى في نفس الوقت.

• وجود نشاط في التعامل في هذه الأوراق بالقدر الذي يسمح بتحقيق رغبات المستثمرين و درجة

التعامل بمثابة دعاية طيبة للإستثمار في الأوراق المالية، فكلما كان هناك نشاط في التعامل دل ذلك ارتفاع

درجة السهولة في تسويقها و العكس صحيح، وعموما يتوقف نشاط التعامل على مجموعة من العوامل

بعضها داخلي خاص بالبورصة، وبعضها خارجي يتعلق بحجم قاعدة الملكية، للأسهم والسندات المقيدة

بالبورصة فكلما كبرت هذه القاعدة كلما كانت احتمالات البيع و الشراء كبيرة، والعكس ما إذا كانت هذه

الملكية مركزة في أيدي قلة من المستثمرين يصعب معها وجود البائع والمشتري وقت اللزوم.

¹ -عبد الغفار حنفي، رسمية قرياقص، أسواق المال: بنوك تجارية- أسواق الأوراق المالية شركات التأمين- شركات الإستثمار، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2001 . ص 287 - 291 .

2- مراعاة تحديد الأسعار المناسبة للأوراق المالية:

وهذه الوظيفة مرتبطة إرتباطا وثيقا بالوظيفة الأولى، فلا يجب أن توفر البورصة تسهيل التسويق على حساب الأسعار، فإلى جانب حرص المدخر على أن يكون لديه فرص كبيرة لبيع أوراقه المالية، كلما احتاج إلى ذلك فإنه يحرص على أن يكون السعر الذي يبيع به مناسباً لاستثماراته.

وسوق الأوراق المالية لها دورا في تحقيق عدالة الأسعار من خلال الإلتقاء الواسع للطلب و العرض معا، فهي بما لديها من أجهزة و إمكانات و إتصالات السماسرة ببعضهم ، وإتصالاتهم بعملائهم بوسائل الإتصال المختلفة تعمل على تجميع الطلب والعرض في مكان واحد، مما يترتب عليه سعرا عادلا للبائع حتى لا يتعرض لضغط الحاجة و يبيع مضطرا بخسارة.

تساهم كذلك سوق الأوراق المالية في تحقيق السعر المناسب، وذلك عن طريق إلزام الشركات المقيدة بها من ضرورة مدها بالمعلومات الكافية عن أعمالها التي قد تؤثر مباشرة على قيمة الأسهم، و بذلك يتمكن المتعاملون من تقييم الأوراق المتداولة على أسس معلومة، و التصرف على أساس مدى الإقبال على الأنواع المختلفة من هذه الأوراق، و بالتالي تتخفض أعمال المضاربة التي ليس لها أساس إقتصادي سليم، والتي قد تحدث نتيجة لجهل المتعاملين بخصائص ما يتعاملون فيه من أوراق مالية.

بالإضافة للوظيفتين الرئيسيتين السابقتين، هناك وظائف مكملة رئيسية لسوق الأوراق المالية نذكرها فيما يلي:

يلي:

1- تفادي التقلبات العنيفة للأسعار:

يعتبر تلقي الأخبار و سماعها من قبل المتعاملين في سوق الأوراق المالية عنصرا يحكم تصرفات التداول و الذي يتوقف على مدى التشاؤم أو التفاؤل، وسوق الأوراق المالية في هذا الإطار نقوم بتصحيح حدة التقلبات ، والتي ترجع لهذه الإنفعالات و التي قد تكون خاطئة، وذلك من خلال قيام أعضائها المتخصصين و عملائها المحترفين بتلقي أثر هذه الإنفعالات أو يشتررون ما يرون بحكم خبرتهم أنه عرض زائد نتيجة للتشاؤم، وكذلك يواجهون أي طلب زائد نتيجة للتفاؤل الذي لا مبررله، ويساعد ذلك على كسر

حدة هذا الارتفاع أو الهبوط المفاجئ في الأسعار، وبعد أن تستقر الأمور وتهدأ الإنفعالات، يعاود المحترفون في البورصة القيام بعمليات عكسية لما سبق القيام به إلى أن تستقر الأسعار في أوضاعها الطبيعية.

ب- توفير فرص استثمارية متنوعة و متفاوتة من حيث المخاطر:

وذلك من خلال كثرة و تنوع الأوراق المالية من جانب و توفير البيانات والمعلومات عن هذه الأوراق التي تتم التعامل فيها حيث تصدر البورصة النشرة بالأسعار الرسمية لهذه الأوراق كل يوم، مبينة الأوراق التي حدث عليها التعامل و حركة الأسعار بها، وهو ما يمكن المستثمر من مقارنة و دراسة مدى الإقبال على الأنواع المختلفة من هذه الأوراق، و بالتالي يعتبر مرشدا عند إختياره للأوراق التي يرغب الإستثمار فيها .

ج- مساعدة المنشآت في الحصول على ما تحتاجه من تمويل طويل الأجل:

فالإقبال على شراء الإصدارات الجديدة للمنشآت المقيدة بالبورصة، يكون أكبر فيما لو لم تكن مقيدة، فالقيد بالبورصة يعتبر بمثابة إعتراف بقدرة هذه المنشأة و كفاءتها، بما يخلق درجة من الإطمئنان و الثقة في أوضاعها، وهو ما يسهل من توجيه المستثمرين لمدخراتهم نحو هذه الأوراق المالية، و بالتالي تحصل المنشأة على ما تحتاجه من أموال لتمويل إحتياجاتها طويلة الأجل.

د- تعتبر البورصة مؤتمرا للحالة الإقتصادية:

فالبورصة تساعد في تحديد الاتجاهات العامة في عملية التنبؤ، فهي تعتبر بمثابة المركز الذي يتم فيه تجميع التذبذبات التي تحدث في الكيان الإقتصادي وتسجيلها، فحجم المعاملات يدل على أهمية الأموال السائلة المتداولة، و كذلك فإن الأسعار التي يتم التعامل بها تنبئ عن السعر العام العائد المبالغ المستثمرة، و بالإضافة فإن ما يستخلص من جداول الأسعار العامة يعتبر ارتفاع أو هبوط الميل لدى المنتجين نحو الإنتاج، و هذه المعلومات تساعد على توجيه المستثمر للأوراق المالية التي تدر عليهم الأرباح التي يرغبونها.

الفرع الثاني: أهمية سوق الأوراق المالية

تزداد أهمية أسواق الأوراق المالية في العصر الحديث من خلال زيادة الطلب على الأموال للقيام بإنشاء المشاريع الإستثمارية في المجتمع و يمكن تلخيص أهمية أسواق الأوراق المالية في المجتمع في العناصر التالية:⁽¹⁾

- تجميع مدخرات الأفراد لتنشيط مجالات الإستثمار العام و الخاص و تنشيط الإقتصاد القومي ككل.
- إيجاد منافذ شرعية للمدخرات لنقل ممتلكاتهم لغيرهم.
- تكوين تراكم رأسمالي لآجال قصيرة و طويلة.
- تحقيق مصالح البائع و المشتري للحصول على الكمية الحقيقية للأوراق المالية.

تعتبر سوق الأوراق المالية أحد القطاعات المهمة في رأس المال الذي يعمل على تحقيق السيولة للأموال المستثمرة في شكل أسهم و سندات بمعنى أنها الجهاز الذي يتم عن طريقه تمويل رأس المال الممثل في تحويل الأوراق المالية إلى نقود جاهزة و العكس بسهولة و يسر.

- الإحتفاظ بالمدخرات القائمة بتوفير منافذ الإستثمار القانونية.

المطلب الرابع: القيم المتداولة في سوق الأوراق المالية

نظرا للأهمية التي إكتسبتها أسواق الأوراق المالية و التي نتجت أساسا عن التطورات الكبيرة التي شهدتها العالم كان من الضروري التطرق ولو بشكل مبسط إلى أهم الأوراق المالية المتداولة في تلك الأسواق من أسهم و سندات و مشتقات.

الفرع الأول: الأسهم

تعتبر الأسهم أهم الأدوات و الوسائل المستخدمة في تعاملات أسواق الأوراق المالية و يرتبط عمل هذه الأسواق بهذه الأسهم، ولهذا سيتم تناول هذه الأخيرة بالدراسة و التحليل.

1- تعريف الأسهم: يمكن تقديم عدة تعاريف للأسهم:

¹- أمين عبد العزيز حسن، الأسواق المالية، دار قباء الحديثة، القاهرة، 2007، ص 14.

التعريف الأول: يعرف السهم بأنه صك يثبت لصاحبه الحق في ملكية حصة من صافي أصول شركة المساهمة ويضمن له الحق في الحصول على حصة من أرباح الشركة تناسب ما يملكه من أسهم، وتكون مسؤولية المساهم محدودة بمقدار ما يملكه من أسهم⁽¹⁾.

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

التعريف الثالث: السهم هو عبارة عن ورقة مالية تثبت إمتلاك حائزها في جزء من رأس مال المؤسسة التي أصدرته مع الإستفادة من كل الحقوق و تحصل كل الأعباء التي تنتج عن امتلاك هذه الورقة⁽³⁾.
ومن خلال التعاريف السابقة يمكن أن تقدم مجموعة من الإستخلاصات أهمها:

- الأسهم تمثل حق ملكية لحاملها.

- الأسهم هي حق المساهم في شركة الأموال و ليست دين عليه.

- مجموع قيم هذه الأسهم تمثل رأس مال الشركة.

2- قيم السهم: للسهم عدة قيم يمكن إيجازها فيمايلي:

1-2- القيمة الإسمية: هي القيمة التي تحدد عند الإصدار أو الإكتتاب أي القيمة التي تصدر بها السهم، وجملة القيمة الإسمية تمثل رأس مال الشركة الذي يظهر في الميزانية العمومية⁽⁴⁾.

2-2 القيمة الدفترية: هي تعادل قيمة السهم عند التصفية و تحسب من خلال جمع قيم الموجودات المادية و المالية و النقدية مطروحا منها قيم الإلتزامات، ومن ثم يجري تقييم الناتج على عدد الأسهم العادية.

¹ - طارق عبد العال حماد، دليل التعامل في البورصة، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2007، ص 11.

² - شمعون شمعون، البورصة، الأطلس للنشر، الجزائر، 1999، ص 21.

³ - السيد متولي عبد القادر، الأسواق المالية و النقدية في عالم متغير، دار الفكر، عمان، ط1، 2010، ص 147.

⁴ - هوشيار معروف، الاستثمار و الأسواق المالية، دار صفاء للنشر و التوزيع، الأردن 2003، ص 92.

2-3 القيمة السوقية: هي سعر السهم خلال التداول في الأسواق الثانوية التي تخضع لظروف العرض و الطلب، و قد تكون هذه القيمة أكبر أو أقل من القيمة الدفترية ويكون الهدف الإستراتيجي لمنشأة الأعمال منحصر في تعظيم القيمة السوقية للسهم العادي أو تعظيم ثروة الملاك⁽¹⁾.

3- خصائص الأسهم:

تتصف الأسهم بالخصائص التالية:⁽²⁾

3-1 القابلية للتداول: توفر هذه الخاصية للسهم مرونة كبيرة في سوق الأوراق المالية يجعل بإمكان التنازل عنه بالطرق التجارية، وخاصية التداول هي صفة مطلقة بالنسبة لأسهم الشركات المساهمة.

3-2 الأسهم متساوية القيمة: لا يجوز إصدار أسهم عادية عن نفس الشركة بقيمة مختلفة.

3-3 المسؤولية المحددة للمساهم: المساهم مسؤول مسؤولية محدودة بقدر حصته في رأس المال .

3-4 عضوية الجمعية العمومية للشركة: المساهم يعتبر عضوا في الجمعية العمومية للشركة وله حق التصويت و رقابة أعمال الشركة.

3-5 النصيب في الربح و الخسارة: نصيب السهم في الربح أو الخسارة يتوقف على ما تحققه الشركة من أرباح أو خسائر.

4-أنواع الأسهم : تنقسم الأسهم إلى ثلاثة فئات كما يلي :

4-1- من حيث الشكل:

يمكن أن نصنف الأسهم حسب شكلها كما يلي:⁽³⁾

أ/ الأسهم الاسمية : وهي أسهم تحمل اسم صاحبها ونوع ورقة الأسهم التي يمتلكها في السجل وتشمل على مايلي:

¹ - حمزة محمود الزبيدي، الاستثمار في الأوراق المالية، مؤسسة العراق ، عمان، 2004، ص 175.

² - محمد الصيرفي، مرجع سابق، ص 155، 154.

³ - شمعون شمعون، مرجع سابق، ص 22، 23.

- الاسم و اللقب، 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.

ب/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 .

ج/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.

4-2- من حيث نوع الحصة التي تدفع: وتنقسم إلى أربعة أنواع:

أ/أسهم نقدية: وهي الأسهم التي تدفع في مقابلها مساهمات نقدية، ولا تصبح قابلة للتداول بالطرق التجارية إلا بعد تأسيس الشركة بصفة نهائية، أي عند صدور العقد لتأسيس الشركة (1).

ب/أسهم عينية: الأسهم العينية هي التي تمثل حصة عينية من رأس مال الشركة المساهمة وتتمثل الحصة العينية في عقار أو في مصنع أو في الآلات أو بضائع تجارية على أن تتم تقدير القيمة العينية و المصادقة عليها في الجمعية التأسيسية كما يجب الوفاء بقيمة الأسهم العينية عند الاكتتاب (2).

ج/ الأسهم المختلطة: وهي الأسهم التي تجمع بين الأسهم النقدية و الأسهم العينية، حيث يتم دفع قيمتها من خلال دفع جزء نقدا و الجزء الآخر عينا.

¹ - رشيد بوكساني ، معوقات أسواق الأوراق المالية وسبا تفعيلها، رسالة لنيل درجة دكتوراه، قسم العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، ص 57.

² - صلاح السيد جودة، بورصة الأوراق المالية، علميا وعمليا، مكتبة الإشعاع الفنية، الإسكندرية، ط1، 2000، ص ص 159، 160.

د/أسهم أو حصص التأسيس: وتصدرها الشركة عن تأسيسها وليس لها قيمة اسمية، إنما كل ما في الأمر أن لها نصيب من الأرباح لا يدخل في رأسمال الشركة ويكتفي بذكر عددها عند إعداد الميزانية العمومية، وتمنح للمؤسسين لقاء جهودهم (1).

4-3- من حيث الحقوق التي يتمتع بها صاحبها:

وتصنف الأسهم حسب الحقوق التي يتمتع بها صاحبها كما يلي:

أ/الأسهم العادية : تمثل الأسهم العادية أموال ملكية يتمتع حاملها بحقوق حددتها الأعراف وقوانين الشركات ولكن أفضل وصف الأسهم العادية يأتي من خلال التعرف على حقوق حملتها التي يضمنها لهم قانون الشركات و هي : (2)

-حق الحصول على نصيبه من الأرباح عند توزيعها والحق في الأرباح المحتجزة.

-الحق في الحضور في اجتماعات الهيئة العاملة للمساهمين وفي التصويت في القضايا المطروحة على هذه الهيئة.

-حق نقل الملكية عن طريق البيع و إهدائها أو توريثها.

-حق الأولوية في الاكتتاب عند طرح الشركة لأسهم جديدة.

-حق الترشيح لعضوية مجلس الإدارة إذا كان يملك الحد الأدنى المطلوب في الأسهم وحق انتخاب مجلس الإدارة و مساءلتهم.

ب/الأسهم الممتازة:هي شكل من أشكال الملكية القانونية ولكنها تختلف عن الأسهم العادية في عدة نقاط مهمة هي (3):

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

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

¹ - محمد صبري هارون، أحكام الأوراق المالية الأسهم و السندات، دار النفائس، عمان الأردن، 2009، ص 34.

² - السيد متولي عبد القادر، مرجع سابق، ص 147.

³ - عبد النافع عبد الله الزرري، غازي توفيق فرج ، الأسواق المالية ، دار وائل ، عمان ، 2001، ص ص 159، 160.

- 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 فإن إصدار المزيد الأسهم الممتازة يساهم في تخفيض نسبة الأموال المقترضة إلى الأموال المملوكة، ويترتب على ذلك زيادة المقدرة 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 أنه يتطلب من الشركة في السنة القادمة أن تسدد أرباح الأسهم الممتازة المتأخرة و المستحقة قبل أن تقوم بتوزيع أية أرباح على حملة الأسهم العادية.

الفرع الثاني: السندات

يمكن التطرق إليها فيما يلي:

1- تعريف السند: يمكن تقديم بعض التعاريف للسند فيما يلي:

التعريف الأول: هي صكوك متساوية القيمة قابلة للتداول وغير قابلة للتجزئة تمثل قرضا جماعيا طويل الاجل يعقد عن طريق الاكتتاب العام ويجرى العمل على أن تصدر السندات في شكل شهادات اسمية أو لحاملها قابلة للتداول ويوقع عليها مجلس الإدارة⁽¹⁾.

التعريف الثاني: ورقة مالية ذات قيمة اسمية واحدة قابلة للتداول تصدرها الشركة المساهمة العامة وتطرحها للحصول على قرض تتعهد الشركة بموجبه بسداد القرض و فوائده وفقا لشروط الإصدار⁽²⁾.

¹ - محمد يوسف ياسين ، البورصة -تنازع القوانين- اختصاص المحاكم، منشورات الحلبي الحقوقية، بيروت، ط1، 2004، ص45.

² - زياد رمضان ، مروان شموط، الأسواق المالية ، الشركة العربية المتحدة، مصر، 2008، ص106.

التعريف الثالث: السند عبارة عن عقد أو أداة دين طويل الأجل تصدره الشركات أو الحكومة ، وطبقا لهذا العقد يقبل المقرض -مصدر السند- أن يدفع قيمة السند مع الفوائد المستحقة في تواريخ محددة لحامل السند، ويحمل السند قيمته الاسمية و تاريخ استحقاق معين ومعدل فائدة محددة⁽¹⁾.

وتتوافر السندات على المعلومات التالية⁽²⁾ :

القيمة الاسمية: وهي القيمة التي يتم بها إصدار السند لأول مرة.

معدل الكوبون : حيث يتحصل المستثمر على كوبونات على أساسها يتم تحصيل الفوائد الدورية على السند.

أجل الاستحقاق: هو تاريخ استحقاق السند أي التاريخ المتفق عليه لرد قيمة القرض للمستثمر وعادة ما يكون لمدة طويلة نسبيا.

القيمة الجارية: وهي القيمة التي يتداول بها السند في الأسواق المالية.

2-خصائص السندات :

للسندات الخصائص التالية⁽³⁾:

- السند مستند دين لحامله على الجهة المقرضة ، ولا يحق لحامله التدخل في إدارة الشركة.
- لحامل السند الحق في الحصول على العائد، أي الفوائد سواء حققت الشركة ربحا أو تحملت خسائر، و لا يمكن تأجيل سداد الفائدة.
- تنقطع صلة حامل السند بالشركة، فور قيام الشركة بتسديد قيمة السند.
- تحقق السندات ميزة ضريبية للشركة المصدرة، وذلك بخصم 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.

¹ - عبد النافع عبد الله الزرري و غازي توفيق ، مرجع سابق ،ص 160.

² - منير ابراهيم هندي، أدوات الاستثمار في أسواق رأس المال : الأوراق المالية و صناديق الاستثمار ، المكتب العربي الحديث، الإسكندرية، 2003، ص ص 31،32.

³ -سمير عبد الحميد رضوان، أسواق الاوراق المالية ودورها في تمويل التنمية الاقتصادية، المعهد العالي للفكر الإسلامي، 1996،ص291.

- إن الفترة الطويلة للتسديد، تجعل سعر السند أكثر حساسية لتغيرات سعر الفائدة.

3-أنواع السندات:

تقسم السندات إلى عدة أقسام أهمها:

3-1- تقسيم السندات حسب الجهة المصدرة: وتنقسم إلى ما يلي: (1)

السندات الشركة: تقوم الشركة بإصدار سندات ذات قيمة ثابتة في حالة احتياجاتها لتمويل خارجي أو احتياجاتها لسيولة نقدية للتوسع في مشروعاتها.

السندات على الدولة: تتمثل في القروض الحكومية مثل سندات التنمية وسندات الإسكان، و كل ما تصدره الدولة من سندات متنوعة في حالة حاجتها لقروض، فهذه السندات تصدر عن الخزينة العامة أو المؤسسات العامة.

السندات الدولية: هي الصادرة عن المؤسسات و المنظمات الدولية.

3-2- تقسيم السندات من حيث أسلوب السداد: يمكن تمييز نوعين حسب أسلوب السداد (2):

أ- سندات تسدد عند تاريخ استحقاقها : حيث تقوم الجهة المصدرة بتسديد حقوق حاملها عندما يصل تاريخ الاستحقاق .

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

3-3- تقسيم السندات حسب الحقوق المقدمة لمالكها : ويمكن التمييز بين (3):

أ- سندات قابلة للتحويل الى اسهم : تتميز بميزة اضافية عن غيرها وهي امكانية تحويلها الى أسهم عادية اذا رغب المستثمر في ذلك ، وهذه السندات يفضلها المستثمر كثيرا خاصة اذا حققت الشركة معدلات نمو مرتفعة .

¹-وليد صافي ،أنس بكري ، الاسواق المالية والدولية، دار المستقبل ، عمان، 2009، ص108.

1-هوشيار معروف ،مرجع سابق ،ص 105.

³ سعيد توفيق عبيد ، الاستثمار في الاوراق المالية ، مكتبة عين الشمس ، مصر ، 1998 ، ص 52.

ب- سندات ذات علاوة: لمالكها الحق في التعويض بمبلغ يفوق سعر اصدارها، والمقصود بالعلاوة مبلغ من المال يدفع من طرف المصدر لحامل السند عند ميعاد الاستحقاق، اضافة الى مبلغ اصدار السند .

3-4- تقسيم السندات حسب معدلات الفائدة: يمكن التمييز بين نوعين هما (1):

أ- سندات ذات المعدلات الثابتة : وتتميز هذه السندات بميزة اساسية وهي ثبات معدل الفائدة طوال فترة الاستحقاق ويستلم المستثمر مبلغ ثابت في نهاية كل سنة ، كما تحصل على القيمة الاسمية للسند في نهاية تاريخ الاستحقاق .

ب- السندات ذات المعدلات المتغيرة : في فترات التضخم السريع أي عند ارتفاع معدلات الفائدة يصبح الاستثمار في السندات بمعدلات ثابتة سيئة للغاية لذلك فان ادخال معدلات الفائدة المتغيرة على السندات الثابتة يسمح بتأمين تعويض حقيقي للمدخرين في مثل هذه الفترات .

3-5- تقسيم السندات حسب ما تحققه الشركة : وتنفرع الى (2):

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

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

3-6- تقسيم السندات على اساس الضمان : (3)

تصدر السندات اما مضمونة او غير مضمونة :

أ- السندات المضمونة : مثل السندات العقارية تكفل لحاملها الحق في وضع يده على الاصل محل الضمان والذي يكون في العادة اصلا حقيقيا ، آلات ، او مباني ، او تجهيزات ... الخ ، وذلك في حالة توقف المدين عن الوفاء لاصل السند او بقائده .

¹ - السعيد متولي عبد القادر ، مرجع سابق ، ص 142.

² - عبده محمد مصطفى محمد ، تقييم الشركات والاوراق المالية لاغراض التعامل في البورصة ، الدار الجامعية ، الاسكندرية ، 1998، ص 15.

³ - مروان عطون ، الأسواق النقدية المالية والبورصات ومشكلاتها في عالم النقد والمال ، ديوان المطبوعات الجامعية ، الجزائر ، ط2 ، 2003، ص 65 .

ب- **السندات غير المضمونة** : يعتمد الدائن على تعهد المصدر بالدفع، ويكون مضمونا باجمالي أصول الشركة ومركزها المالي ، والضمانة الوحيدة التي تتوفر لحامل هذا النوع هي الأولوية الذي يكون له عن الدائنين الآخرين ، وذلك عند استيفاء حقه في الفوائد من الأرباح والشركة أو حقه في الدين الأصلي (القيمة الاسمية للسند) من اصول الشركة عند الافلاس او عند التصفية .

الفرع الثالث: المشتقات المالية

1- **تعريف المشتقات المالية** : المشتقات المالية هي عبارة عن عقود فرعية تبنى او تشتق من عقود أساسية لادوات استثمارية اوراق مالية ، عمولات اجنبية ... لينشا عن تلك العقود الفرعية ادوات استثمارية مشتقة⁽¹⁾.

2- **أنواع المشتقات المالية** : وهم انواع المشتقات المالية هي :

أ- **العقود المستقبلية** : يعرف العقد المستقبلي بانه التزام متبادل بين طرفين يفرض على احدهما ان يسلم الاخر او يستلم منه وبواسطة طرف ثالث (الوسيط) كمية محددة من اصل او سلعة معينة في مكان وزمان محددين وبسعر محدد.

وهناك تعريف آخر وهو : " أنها عقود تعطي الحق في شراء او بيع كمية من اصل معين بسعر محدد مسبقا ، على ان يتم تسليم في تاريخ لاحق في المستقبل ، ويلتزم كل من الطرفين (البائع والمشتري) بايداع نسبة من قيمة العقد لدى السمسار الذي يتعامل معه ، وذلك اما في صورة نقدية او في صورة أوراق مالية ، بغرض حماية كل طرف من المشكلات التي قد تترتب على عدم مقدرة الطرف الآخر على الوفاء بالتزاماته " ⁽²⁾

ب- **العقود الآجلة** : وهي التي تقوم بين البائع والمشتري ، يتعهد فيها البائع بتسليم المشتري مستقبلا اصلا ماليا معينة لكميات معينة وبسعر معين وفي تاريخ معين ، وتنظم في بورصة للعقود لضمان جدية التنفيذ وبالتالي تخفيض المخاطر المترتبة عليها بالمقارنة بالعقود الآجلة للاصول المالية التي لا تنظم في أسواق مماثلة⁽³⁾.

¹ - محمد مطر، فايز تيم ، ادارة محافظ استثمارية ، دار وائل للنشر ، الأردن ، ط1 ، 2005 ، ص 245.

² - السيد متولي عبد القادر ، مرجع سابق ، ص 253.

³ - فيصل محمود الشواورة ، الاستثمار في بورصة الاوراق المالية ، دار وائل للنشر ، الاردن ، ط1 ، 2008 ، ص 88.

ج- عقود الخيار :

تعريف عقود الخيار : عقود الخيار تمثل ورقة مالية ذات سمة خاصة ، يعطي هذا العقد لحامله الحق في شراء او بيع ورقة مالية خلال فترة محددة ، ويطلق عليه الاختيار الأمريكي ، او في تاريخ محدد ويسمى الاختيار الاوربي بسعر متفق عليه (1).

أنواع عقود الخيار : هناك نوعان من الخيارات :

خيار الشراء : يعطي لصاحبه الحق في الشراء ، وليس الالتزام بالشراء ، ا يكون لصاحب الخيار الحق في شراء الاصل لسعر محدد متفق عليه ، وبالتالي اذا انخفض سعر الاصل عن السعر المحدد فان صاحب الخيار غير ملزم بالشراء وفقا للسعر المحدد المتفق عليه سابقا ، اذ يمكنه الشراء من السوق بالسعر المنخفض في هذه الحالة ، وعلى العكس اذا ارتفع سعر الاصل فانه يكون لصاحب الخيار الحق ان يشتري الاصل بالسعر المنخفض السابق الاتفاق عليه (2).

خيار البيع : هذا الخيار يعطي الحق في بيع الأصل بسعر معين دون الالتزام بذلك ، فاذا ارتفع سعر الاصل عن السعر المتفق عليه يكون من حق صاحب الخيار عدم الالتزام بالبيع وفقا لهذا السعر المتفق عليه ، واللجوء الى السوق للبيع بالسعر الأعلى .

د- عقود المبادلات: (3)

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

ولقد مورست عقود المبادلات لأول مرة في عام 1970 بالنسبة للعملة الاجنبية وفي عام 1981 بالنسبة لاسعار الفائدة ، ومن ثم دخلت مبادلات السلع والرهون والضرائب، وتتميز عقود المبادلات بمجموعة من الخصائص نذكر منها :

¹ - منير ابراهيم هندي ، مرجع سابق ، ص 65.

² - محمد مطر ، فايز تيم ، مرجع سابق ، ص 258.

³ - هوشيار معروف ، مرجع سابق ، ص 169.

- مقايضة بين طرفين مع امكانية دخول طرف ثالث عند وجود مخاطر ائتمانية .
- مقاصة ، حيث قد تشمل العوائد الاطراف الثلاثة معا.
- تمكن اهمية عقود المبادلات في دورها الفعال عند التحوط من المخاطر المختلفة ، وعند محاولة بلوغ العوائد كافة الاطراف ، وليبيان هذه الاهمية نذكر منها :
 - ان مخاطر الفشل لا تمس عادة الاصول المعتمدة للعوائد المعينة ، وذلك لانها افتراضية او تخيلية ، وهذا ما يقلل من حجم هذه المخاطر .
 - ان العقود التي تربط الاسعار المعومة بالاسعار الثابتة تزيد من حالات التأكد بالنسبة للاسئتمانات المستقبلية ، خاصة وانها تسهم في تعديل المحفظة الاستثمارية حسب الظروف الجارية والمستقبلية للاسواق .
 - تعديل المخاطر المتعلقة بتدفقات العملة الاجنبية مثل الدخل الذي تتوقعه منشأة ما للاستثمار في الخارج او المخاطر المتأتية من تحرك اسعار الفائد الاجنبية في البلد المعني بالاستثمار بشكل مختلف لتحرك أسعار الفائدة المحلية .

المبحث الثاني : التعامل في سوق الأوراق المالية :

يتم التعامل في سوق الأوراق المالية من خلال أوامر يصدرها المستثمرون للسماسة ومدوبيهم، ويجب ان يحدد الامر نوع الورقة المالية المطلوب التعامل فيها وكمياتها والأسعار الخاصة بالتداول لذا سنتناول في هذا المبحث الأعضاء والمتعاملون، اساليب قيد وتداول الاوراق المالية، اجراء التعامل في سوق الاوراق المالية .

المطلب الاول : الاعضاء والمتعاملون في سوق الاوراق المالية

الفرع الأول: الأعضاء:

يقصد بأعضاء سوق الاوراق المالية اولئك الذين يسمح لهم بالمشاركة في عمليات تداول الاوراق المالية المسجلة بها وبداخل المنصة او سوق الاوراق المالية .

ولأعضاء مهام مختلفة حسب طبيعة كل عضو، و تبعا لهذه المهام يمكن تصنيف أعضاء سوق

الأوراق المالية كالتالي: (1)

1- سماسة العمولة:

يطلق على سماسة العمولة أيضا السماسرة الوكلاء، ويحمل السمسار الوكيل عضوية البورصة و يشكل السماسرة بالعمولة نحو 1/2 عدد أعضاء البورصة، و يعمل السمسار كوكيل لأحد بيوت أو شركات السمسرة التي تقوم بإقراضه رسم العضوية و يضل 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 .

2- سماسة الصالة:

عندما ترد لسماسة العمولة أوامر لا يستطيعون تنفيذها بشكل شخصي بسبب عددها أو بسبب نشاط السوق، يعهد بعملية تنفيذها إلى ما يسمى بسمسار الصالة، ولا يعمل سمسار الصالة لحساب بيت سمسرة

¹ - عاطف وليم اندراوس، مرجع سابق ، ص ص 32،33.

معين بل يقدم الخدمة لمن يطلبها نظير الحصول على جزء من العمولة الخاصة بالسمسار الوكيل، ومن ثم يدفع رسم العضوية من أمواله الخاصة و يقدم سماسرة الصالة باعتبارهم مستقلين خدمة هامة للبورصة تتمثل في ضمان أن أنشطة البورصة يتم تنفيذها بشكل سريع و كفى.

3- التجار المسجلون:

يعمل عدد كبير من اعضاء البورصة لحسابهم، و تبعا لذلك فهم لا يعملون لحساب أي طرف سواء كان الجمهور أو الأعضاء الآخرون في البورصة، و يتابع هؤلاء الأفراد البورصة عن كثب و باهتمام بحثا عن فرص الشراء او البيع، فهم عندما يشترون يشعرون سريعا في البيع لاقتناص الفرص المربحة. ويعتمد ربح التجار المسجلون على معدل دوران السهم أو الأوراق المالية محل التعامل و على الدقة في تقدير التحركات السعرية المتوقعة في المستقبل لهذه الأوراق، و لا يتحمل التجار أي عمالات بيد أنهم يمكنهم الحصول على هامش أقل من أقرانهم من الفئات الأخرى العاملة في البورصة، و سرد ذلك أنهم يخضعون لعدد ضخم من القواعد و اللوائح التي تتحكم في أنشطتهم نتيجة لطبيعتهم لخاصة التي تجنح إلى الأنشطة المضاربية.

4- تجار الطلبيات أو الأوامر الصغيرة:

يتم التعامل في البورصة بكميات كبيرة و يقوم الكثير من المستثمرين و المضاربين بالشراء و البيع بموجب طلبيات تقل عن 100 سهم فيما يسمى بالطلبات الشادة أو الكسرية أو الصغيرة، ويتم تنفيذ هذه الطلبيات من خلال ما يسمى بتجار الطلبيات الصغيرة حيث يقومون بشراء الأوراق المالية بكميات كبيرة ثم يبيعون بكميات صغيرة لمن يريد الشراء في مقابل الحصول على عمولة غالبا ما تكون أكبر قياسا بالعمولات التي يتقاضاها تجار الطلبيات الكبيرة.

5- المتخصصون:

هم أعضاء البورصة الذي يتخصص كل منهم في التعامل في ورقة مالية معينة أو في مجموعة محددة من الأوراق المالية، و يدفع المتخصص رسم العضوية البورصة من أمواله الخاصة، و يجمع

المتخصص بين نشاط السمسرة و الاتجار،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 سبيله لقيام بعملية التخصص في أوراق مالية معينة و لضمان نجاح ذلك يقوم المتخصص بالمهام التالية⁽¹⁾.

1- إدارة عمليات المزاد للحفاظ على وجود سوق منظمة و عادلة الورقة أو الأوراق المالية التي يتخصص فيها، فهو الذي يحدد أسعار الافتتاح لهذه الأوراق كل يوم، و أثناء النهار يقوم بتقديم العطاءات التجارية و يعرض الأسعار على السماسرة.

2- تنفيذ أوامر الشراء و البيع لسماسرة الصالة.

3- يلعب دور المحفز و المنشط في سوق الأوراق المتخصصة فيها حيث يعتبر المتخصص بمثابة نقطة إتصال بين السماسرة من خلال أوامر الشراء و البيع، حيث يجمع بين مندوبي المشتريين و البائعين معا بما يضمن تنفيذ المعاملات.

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

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

5- استقرار الأسعار لكي يضمن المتخصص أن التعامل في الأوراق المالية التي يتخصص فيها بالشكل سلس و بأقل قدر ممكن من التقلبات السعرية، يقوم المتخصص بالتدخل عكس اتجاه السوق، فهو يقوم بالشراء و البيع لكي يهدأ و يخفض من أوجه الإختلالات السعرية غير المعقولة.

¹ - عاطف وليم اندراوس، المرجع نفسه، ص 34.

الفرع الثاني: المتعاملون في سوق الأوراق المالية:

يتم تصنيف المتعاملين في سوق الأوراق المالية كما يلي: (1)

1- المستثمرون: يمكن تقسيمهم إلى نوعين أساسيين هما:

1-1- **المستثمر العادي:** وهو المستثمر الذي يتعامل في الأوراق المالية بهدف الحصول على عائد مناسب.

1-2- **المستثمر الداخلي:** و هو المستثمر الذي يقوم بشراء الأوراق المالية لشركة معينة بهدف المشاركة في إدارة الشركة و التأثير في مجريات الأمور بها، و يكون العائد من الأوراق المالية في المرتبة الثانية بالنسبة له.

2- **المضاريون الهواة:** و هم مجموعة تستهويهم أرباح المضاربة، فيقومون بالمضاربة دون علم أو دراية أو خبرة، و منهم من يعتمد على الإشاعات و منهم المغامرون الذين يقبلون على الأوراق المغمورة أملا في ارتفاع شأنها و منهم القطيع الذي ينفاد وراء الآخرين.

3- **المضاريون المحترفون:** و هم الذين اتخذوا مضاربة حرفة لهم و تقوم هذه الفئة بالمضاربة بناءا على التحليلات اللازمة سواءا الفنية أو الخاصة بالسوق أو الاقتصاد و من ثمة التنبؤ بما ستكون عليه الأسعار.

المطلب الثاني: أساليب قيد و تداول الأوراق المالية:

يتم قيد الأوراق المالية بالبورصة و تداولها عن طريق الاكتتاب في الأسهم و السندات التي تصدرها إحدى الشركات، و قيد تداول الأوراق المكتتب فيها عن طريق السوق الأول أو السوق الثاني المنظم، عن طريق عمليات الشراء و البيع التي تتم ببورصة الأوراق المالية.

¹ - محمد أمين زويل، بورصة الأوراق المالية، دار الوفاء، مصر، 2000، ص 52.

الفرع الأول: تداول الأوراق المالية

يتم تداول الأوراق المالية بأساليب مختلفة، و يقصد بتداول الأوراق المالية عمليات الاكتتاب في السوق الأولية بحيث أن هذا التداول يسمح بمرور الأوراق المالية إلى التداول في بورصة الأوراق المالية، و من أهم أساليب التي يتم تداول الأوراق المالية مصدرها ما يلي:

1- عملية الاكتتاب المحدود: و هي العملية التي تقوم بها الجهة المصدرة لفتح رأس مالها للاكتتاب لفئات المجتمع لغرض منها هو التمويل.

و لو نجحت المؤسسة التي طرحت أوراقها المالية للاكتتاب المحدود في تغطية الاكتتاب بالكامل، فإن هذا يتطلب قيد هذه الأوراق في البورصة، لذلك يجب على المؤسسة سمسارا من الأعضاء العاملين بالبورصة، بتقديم طلب قيد رسمي يوضح خصائص الورقة، و يدعى السمسار لحضور اجتماع لجنة الجداول، و هي لجنة فرعية تابعة للجنة التسجيلات لبحث الطلب، و إذا تمت الموافقة عليه يعرض طلب المؤسسة لتداولها في البورصة في جريدتين صباحيتين رئيسيتين يوميتين، و بهذا يتم خلق سوق حرة لتداول الأوراق المالية وفقا لشروط و قوانين بورصة الأوراق المالية⁽¹⁾.

2- عملية الاكتتاب المباشر: و هو من الطرق الشائع في الاكتتاب، و في هذه الحالة يقوم السمسار كعضو عامل في البورصة بمساعدة أحد بيوت الإصدار، بالاتفاق مع عدد من كبار المستثمرين على شراء الأوراق المالية المصدرة، لإحدى المؤسسات التي تتميز بخصائص إدارية و تمويلية جيدة، و بمجرد تنظيم عملية الاكتتاب يقدم السمسار طلب البورصة الأوراق المالية، و يمر بنفس إجراءات الاكتتاب المحدود. يضاف لذلك ضرورة الحصول على تصريح من لجنة إصدار رأس المال، و القيام بالإعلان عن الإصدار مع إيداع صورة من الإعلان لدى موثق الشركات، و لا تحصل الشركة على تصريح بالاكتتاب و التعامل في الأسهم إلا إذا كان الاكتتاب قد تم فعلا بالكامل.

¹ - محمد عثمان إسماعيل حميد، أسواق رأس المال و بورصة الأوراق المالية ومصادر تمويل مشروعات الأعمال، دار النهضة العربية، القاهرة، 1993، ص 61.

3- **عملية الاكتتاب العام:** و هو بيع الأوراق المالية للجمهور، فإذا كانت المؤسسة المصدرة للأوراق المالية مسجلة في البورصة، فإن الاكتتاب أو الإصدار العام يتم عن طريق أحد السماسرة العاملين بالبورصة، للاتفاق على حجم وشكل الإصدار، و هل من الأفضل للمؤسسة إصدار أسهم عادية أو ممتازة أو سندات، والشروط الواجب توفرها و الحقوق الخاصة بجملة الأوراق المالية المصدرة، ثم تتخذ كافة إجراءات التصريح من قبل البورصة و الإعلان عنه حتى يصبح الاكتتاب نافذا (1).

4- **العرض للبيع:** بموجب هذه الطريقة تم عرض الورقة المالية للبيع على الجمهور نيابة عن الشركة، و لكن نيابة عن أحد العملاء مالك الورقة المالية، و لكن بسعر أعلى عن سعر شرائها، و يتم هذا البيع في الصفات العادية التي تتم في البورصة.

5- **الإصدار عن طريق العطاءات:** و يهدف لحصول الشركة المصدرة للورقة المالية على الفروق المتوقعة في الأسعار، حيث تقوم الشركة بتحديد سعر مبدئي للورقة المالية، ثم يتقدم المستثمرون بعطاءاتهم لشراء الكمية المصدرة بحد أقصى يتم تحديده للمستثمر الواحد، و يتم البيع لأصحاب العطاءات الذين يتقدمون بسعر أعلى (2).

الفرع الثاني: قيد الأسواق المالية

بعد عملية الاكتتاب و القيام بالإجراءات القانونية اللازمة تتم عملية قيد الأوراق المالية و تكون عملية التنفيذ وفقا لشروط معينة، حيث تقيد هذه الأوراق في الجداول الأسعار الرسمية أو المؤقتة.

1- **جداول الأسعار الرسمية:** تقيد فيها الأوراق المالية المستوفاة لكافة شروط القيد بالبورصة، و يتم قيد الأوراق المالية الحكومية في هذا الجدول بقرار من الوزير المختص، أما بالنسبة للشركات فيتم بناء أعلى طلب يقدم للجنة التسجيل بالبورصة، خلال سنة على الأكثر من تاريخ قفل باب الاكتتاب العام في إدارتها المالية المصدرة، و خلال الثلاث شهور التالية لنشر ميزانية السنة الثالثة، إذا كانت أوراقها المالية لم تطرح للاكتتاب العام.

¹ - محمد عثمان إسماعيل حميد، المرجع نفسه، ص 62.

² - أمين عبد العزيز حسن، مرجع سابق، 2007، ص ص 127، 128.

2- **جداول الأسعار المؤقتة:** و هو الجدول الذي تقيد فيه الأوراق المالية غير المستوفاة لشروط القيد في البورصة، و في هذا الجدول تقيد الشركات التي لم تطرح أوراقها المالية لاكتتاب العام، بشرط تقديم ميزانية عمومية مرضية عن سنة واحدة، أو التي أصدرت شهادات مؤقتة لحين طبع أوراقها المالية، و لم تدفع قيمتها بالكامل، و يختص بالقيد في هذا الجدول لجنة البورصة.

المطلب الثالث: إجراءات التعامل في سوق الاوراق المالية

تمثل قواعد و إجراءات التعامل الأساسي الذي يحكم تصرفات المتعاملين، ومن ثم فإن دقة صياغتها وسهولة فهمها هما مطلبان أساسيان لتسيير الاتصال بين الاطراف المعنية ، و لتمهيد السبيل أمام المتعاملين الابرام صفقات ناجحة .

الفرع الأول: الأوامر

هناك عدة أنواع من أوامر التعامل في الاوراق المالية و التي يصدرها المستثمر للسهم، وهذه الاوامر تختلف باختلاف هدف المستثمر وتوقعاته للأسعار، وبالتالي تتوقف كفاءة وفعالية تلك الاوامر على مدى حسن التوقعات ومن أهم تلك الاوامر ما يلي:

1- الاوامر المحددة لسر التنفيذ: (1)

يمكن للمستثمر تنفيذ أمره إما على أساس أفضل سعر سائد في البورصة أو على أساس السعر الذي يحدده، و على ذلك يمكن تقسيم الاوامر تبعاً لحدود ومدى الاسعار إلى اوامر السوق و الاوامر المحددة.

1-1- اوامر السوق: يتم تنفيذ اوامر السوق بأكثر سرعة ممكنة عند أفضل سعر سائد في البورصة، ويمثل أفضل سعر في حالة اوامر الشراء أدنى سعر يمكن الشراء به ، فيما يمثل أفضل سعر بالنسبة الاوامر البيع أعلى سعر يمكن البيع به، وثمة ميزة واضحة للأوامر السوق تتمثل في السرعة التي يتم بها تنفيذ هذه الاوامر، بيد أنه في مواجهة هذه الميزة ثمة عيب أساسي لهذه الأوامر يتمثل في أن المستثمر لا يعرف السعر الذي يتم به تنفيذ الأمر إلا عند إخطاره به من قبل السمسار وبعد أن يتلقى الأخير تأكيد من

¹ - عاطف وليم اندراوس ، مرجع سابق ، ص ص 39، 40.

المستثمر بتنفيذ الامر، ويسبب هذا مشكلة أكبر حينما يكون التعامل في أوراق مالية خاملة غير نشطة أو في أوراق مالية تتصف بالتقلب الشديد، حيث يصاب المستثمر بخسائر كبيرة في تلك الأحوال.

1-2 الأوامر المحدودة : تتغلب الاوامر المحدودة على العيوب التي تعتري أوامر السوق و أهمها عدم معرفة المستثمر المسبقة بسعر تنفيذ الامر، وبموجب الاوامر المحددة يضع العميل سعر معيناً لتنفيذ الصفقة يلتزم به السمسار عند تنفيذ الأمر، وبالتالي فهو يكون على علم بالسعر الذي يمكن أن يتم به تنفيذ الصفقة، وتبعاً لذلك يمكن القول أن الأوامر المحددة تساعد في وضع حدود للمخاطر التي يتوقع أن يواجهها المستثمر.

2- الاوامر المحددة لوقت التنفيذ: (1)

ويقصد بها تلك الاوامر التي يكون الزمن هو الفاصل في تنفيذها أو عدم تنفيذها وقد تكون مدة الامر يوم او اسبوع او شهر، أو قد يكون الأمر مفتوحاً أي لا يوجد تاريخ محدد لتنفيذه .

1-2-1 أوامر محددة بيوم : يقصد بالأمر المحدد بيوم الامر الذي يظل سارياً لما تبقي من ساعات اليوم، فإذا ما تسلم السمسار الامر في الساعة العاشرة صباحاً فإنه يظل ساري المفعول إلى ان تغلق البورصة أبوابها في ذلك اليوم، ويعد الأمر المحدد بيوم من اكثر الاوامر شيوعاً، وغالباً ما يكون مبنياً على توقعات مسبقة بأن ذلك اليوم هو أفضل يوم للتعامل في الورقة المالية المعينة.

2-2-2 أوامر محددة بأسبوع أو شهر: بالنسبة للأمر الذي مدته أسبوع فإنه ينتهي بنهاية الاسبوع الذي صدر فيه، كذلك فإن الامر الذي مدته شهر ينتهي سريانه بنهاية الشهر الذي صدر فيه.

2-3-3 الأمر المفتوح: يقصد بالأمر المفتوح ذلك الأمر الذي ساري المفعول حتى يتم تنفيذه أو يقرر المستثمر 'إلغاؤه'.

3- الأوامر التي تجمع بين سعر ووقت التنفيذ: (1)

من الأمثلة على هذا النوع من الاوامر المحدد سعر التنفيذ خلال فترة زمنية معينة، و الامر المفتوح بسعر محدد.

3-1- الأمر المحدد للسعر خلال فترة معينة : يقصد بها الأوامر التي تحدد سعر معيناً للتنفيذ ،غير أنها تشترط اتمام الصفقة خلال فترة زمنية معينة قد تكون يوم أو شهر أو أكثر، وهي بذلك تجمع بين مزايا الأوامر المحددة لسعر ومزايا الأوامر المحدده للزمن.

3-2- الأمر المفتوح في حدود سعر معين : يقصد به الأمر الذي لا يحدد له فترة معينة للتنفيذ غير أنه يشترط اتمام الصفقة حينما يصل سعر السوق إلى السعر الذي يحدده المستثمر أو سعر أفضل منه.ولا يتلائم هذا النوع من الأوامر مع المستثمر الذي لديه ثقة بأن إعطاء وقت كافي للأمر كفيل بتنفيذه بالشروط التي يريدها.

4- الأوامر الخاصة: وتنقسم إلى

4-1-أوامر الإيقاف: وتدعى كذلك بأوامر إيقاف الخسارة، ويتطلب التنفيذ تحديد سعر للإيقاف من قبل المستثمر مشابهاً بذلك للأمر المحدد، إلا أن التنفيذ يختلف لأن أمر الإيقاف يتضمن التنفيذ عند سعر معين، أو يتعداه صعوداً و هبوطاً مختلفاً بذلك عن الأمر المحدد الذي لا ينفذ إلا عند سعر معين، و يأخذ أمر الإيقاف الشكلين التاليين :

أ- أمر إيقاف (شراء، بيع) غير محدد: بعد تحديد سعر الإيقاف ووصول الورقة المالية إليه لابد من التنفيذ حتى وإن تعداه، ففي حالة أمر الإيقاف الخاص بالبيع لابد للسمسار من تنفيذ الأمر عند وصول السعر إلى السعر المحدد للإيقاف، أو انخفض عنه بينما في حالة أمر إيقاف الشراء لابد من التنفيذ عند وصول السعر إلى ما هو محدد للإيقاف، أو أعلى منه.

¹ - منير ابراهيم هندي ، الاوراق المالية و أسواق المال، المرجع نفسه، ص 130.

ب- أمر إيقاف (بيع، شراء) غير محدد: وهي أوامر إيقاف تقلل من تأثير ظروف عدم التأكد في سعر التنفيذ عند تجاوزه سعر الإيقاف، كما هو في حالة أمر الإيقاف غير المحدد، إذ أن هذا الأمر يتضمن سعرين في الأمر، سعر إيقاف يجري التنفيذ عند الوصول إليه، و سعر محدد لا يجري التنفيذ عند الوصول إليه بسعر الإيقاف .

4-2- أوامر الإيقاف المحددة: تستخدم هذه الأوامر للتغلب على مشكلة عدم التأكد الخاصة بتنفيذ سعر مرتبط بأمر إيقاف ففي أوامر الإيقاف المحدد يضع المستثمر حد أدنى لسعر البيع، وحدا أقصى لسعر الشراء ، و لا يتم التعامل إلا بذلك السعر أى بسعر أفضل منه⁽¹⁾ .

4-3- أمر التنفيذ حسب مقتضى الأحوال: يقصد بالأمر حسب مقتضى الأحوال أن يترك للسمسار الحق في إبرام الصفقة حسب ما يراه، وقد تكون حرية السمسار في هذا النوع من الأوامر مطلقة، فهو الذي يختار الورقة محل التعامل و السعر، وما كانت الصفقة شراء أم بيعاً، وتوقيت تنفيذها، أما الأوامر المقيدة فنقتصر فيها حرية السمسار على توقيت التنفيذ و السعر الذي تبرم على أساسه الصفقة⁽²⁾ .

الفرع الثاني: طرق تنفيذ الأوامر

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

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 و علنية، سواء شفويًا أم مكتوبًا على لوحة التداول، فإذا وجد السماسرة مجيباً لأوامرهم فإنه يطلب من كاتب المقصورة تدوين ذلك، ويترتب على التدوين حق التقدم في عقد صفقة متى تساوت كمية الصكوك المراد

¹ - محمد صالح الحناوي وآخرون ، الاستثمار في الأسهم و السندات (بورصة الأوراق المالية) ، الدار الجامعية ، الاسكندرية ، 2003، ص 32.

² - منير ابراهيم هندي ، الأوراق المالية و أسواق المال، مرجع سابق ،ص 134.

³ - محمد الصيرفي ، مرجع سابق ، ص ص 126 ، 127.

التعامل فيها، وكان السعر المعلن للشراء في 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 إقفال يشترط أن يكون سعر العرض أقل، وسعر الطالب أزيد من سعر آخر عملية عقدت.

الطريقة الثانية: الصفقات التطبيقية

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

الفرع الثالث: تكلفة تنفيذ الأوامر

هناك تكاليف لتنفيذ أوامر البيع و الشراء لا بد أن تأخذ بعين الاعتبار، عند الرغبة في التحقق من موقف المستثمر النهائي جراء التنفيذ. و يمكن تقييم هذه التكاليف إلى: (1)

1- تكاليف مباشرة: و تتضمن تكاليف تنفيذ الأمر بصورة مباشرة و تتمثل في:

¹ - محمود محمد الداغر، الأسواق المالية: مؤسسات - أسواق - بورصات، دار الشروق، عمان، ط1، 2007، ص ص 256، 257.

1-1- عمولة السمسرة: و هو ما يدفع لسمسار و غالبا ما يجري ذلك بالتفاوض علما أنهلا ترتبط بالعملية المنفذة، و غالبا ما تحدد الأطراف السائدة هذه العمولة لكل صفقة و تنخفض العمولة بازدياد مرات التعامل.

1-2- الخصم على السعر: الذي يمنحه المشتري للبائع على ظروف السوق و تعاملات المشتري و البائع.

1-3- الرسوم المستحقة لإدارة البورصة: في حالة البورصة المنظمة و بعض رسوم نقل الملكية و التسجيل.

1-4- الضريبة على هامش الفرق: ما بين سعر الشراء و البيع و تدعى بضرائب صناع السوق (التخصيص و التجار).

تدعى هذه التكاليف في مجموعها بتكاليف المعاملات، و هي تكاليف مباشرة و هناك تكاليف مباشرة أخرى تشمل: فرض بعض الزيادات السعرية في حالة تنفيذ أوامر طلبية كسرية، فضلا عن فوائد القروض المستخدمة في الاستثمار، بالإضافة إلى الضرائب المفروضة على التوزيعات والأرباح الرأسمالية التي يحققها المستثمر.

2- التكاليف غير المباشرة:

و هي تكاليف ترتبط بتوسع الاهتمام بتكلفة الفرصة البديلة، و التي نحسب على أساس عائد الفرصة البديلة للاستثمار في الأوراق المالية و قد يكون حساب الأخيرة صعبا نسبيا إلا أن تقديره ممكنا و لا بد أن يأخذ بالحسبان، وصولا إلى التكلفة الحقيقية لتحديد نتائج القرار الاستثماري لصفقة الشراء و البيع للأسهم، و بذلك فإن مجموع التكاليف المباشرة و غير المباشرة تمثل بمجملها التكاليف الكلية للعملية.

الفرع الرابع : أنظمة التسعير

للوصول إلى سعر معين في سوق الأوراق المالية لا بد من توافر بائعين و مشتريين لأسهم معينة، و تجنب من فروقات كبيرة في الأسعار، و تتضمن لوائح أنظمة أسواق الأوراق المالية عادة أحكاما خاصة

بالفروق القصوى، المسموح بها للأسعار المتتالية بعد السعر الأول المعروض بشكل يتجاوز فيه نسبة معينة تنص عليها لوائح تلك الأسواق⁽¹⁾.

و تتمثل أهم نظم التسعير فيما يلي⁽²⁾:

1- نقطة توازن: تكون نقطة التوازن نتيجة حلا في العرض و الطلب عند نقطة معينة، و يختل هذا الوضع في حال قصور العرض عن مجارة الطلب، عندما لا يمكن تلبية طلبات المشتريين، و العكس في حال مجارة الطلب للعرض حيث لا يتم أيضا تلبية طلبات البائعين.

2- التسعير بالمناداة: يتم التسعير عن طريق المناداة باجتماع الوسطاء و منادتهم بأعلى أصواتهم على العروض و الطلبات التي في حوزتهم، و يستعمل التعبيرات لدي J'ai، أخذ Je Prends للدلالة على رغبة الوسيط في البيع و الشراء، و نظرا للضجيج يلجأ الوسيط لاستعمال إشارة باليد أفقيا في حال الشراء، و عموديا في حال البيع.

3- التسعير بالمعارضة: تدون في سجل خاص لكل ورقة مالية مختلف عروض البيع و طلبات الشراء و تؤدي مجموع التسجيلات لمعرفة مقدار ما يطلب بيعه أو شراؤه من الأسهم وحدود الأسعار المعروضة، و يعتمد نجاح هذه الطريقة على فعالية شخصين: المسعر و هو موظف البورصة، و الخبير و هو مندوب أحد الوسطاء.

و يعتمد المسعر في هذه الطريقة إلى تعبئة السجل حسب البطاقات التي يتلقاها كل صباح من الوسطاء الذين سجلوا طلباتهم في حدود معينة.

4- التعبير بواسطة الصندوق: تستعمل هذه الطريقة بصورة خاصة عندما لا يستطيع السوق الرجوع إلى التوازن عن طريق التعبير بالمعارضة، حيث يعتمد الوسطاء إلى وضع عروضهم و طلباتهم في صندوق

¹ - صلاح الدين حسن السيسي، بورصات الأوراق المالية: الأهمية، الأهداف، السبل، مقترحات النجاح، عالم الكتب، ط1، 2003، ص 18.

² - محمد يوسف ياسين، مرجع سابق، ص ص 105، 106.

خاص كصندوق البريد، و تقوم إدارة البورصة بإعداد أو تحديد السعر حسب ما يتضمنه الصندوق من عروض و طلبات.

المبحث الثالث: مؤشرات سوق الأوراق المالية

تعتبر مؤشرات أسواق الأوراق المالية أداة من أدوات تحليل السوق من جهة و أداة للتنبؤ بحركة تطوره من جهة أخرى، لذا سنتناول في هذا المبحث مفهوم مؤشرات السوق و أهم مزاياها و كذلك كيفية بناءها.

المطلب الأول: مفهوم مؤشرات سوق الأسواق المالية و أهم مزاياها

الفرع الأول: مفهوم مؤشر سوق الأوراق المالية

هناك عدة تعاريف لمؤشرات سوق الأوراق المالية نذكر منها:

التعريف الأول: مؤشر السوق هو عبارة عن قيمة رقمية تقيس التغيرات الحادثة في سوق الأوراق المالية و يتم تكوين المؤشر و تحديد قيمته في مرحلة البداية، ثم تتم مقارنة قيمة المؤشر بعد ذلك عند أي نقطة رسمية، و بالتالي يمكن التعرف على تحركات السوق سواء إلى الأعلى أو إلى الأسفل، إذ يعكس المؤشر أسعار و اتجاهاته و ليس الورقة المالية، و الذي بدوره يعطي مؤشرا واضحا للاقتصاد ككل⁽¹⁾.

التعريف الثاني: المؤشر هو قيمة عددية يقاس بها التغير في سوق الأسواق المالية، ويعبر عن المؤشر كنسبة مئوية للتغير عند لحظة زمنية، يعينها مقارنة بقيمة ما في فترة الأساس أو نقطة البدء، و يقيس المؤشر تحركات أسعار الأسهم أو السندات أو الصناديق ارتفاعا أو انخفاضا، الأمر الذي يعكس سعر السوق و اتجاهاتها، أما عن مؤشر الأسهم فهو بالنسبة للمستثمر معيار لقياس مستوى سوق الأسهم ككل، و أيضا لقياس أداء سهم معين بالنسبة للسوق ككل⁽²⁾.

من خلال ما سبق يمكن إعطاء تعريف شامل لمؤثر سوق الأوراق المالية:

" هو تقنية لقياس تطور الأسعار، وكميات الأوراق المالية المتداولة في سوق الأوراق المالية المنظمة أو غير المنظمة أو كلاهما معا، من أجل التعرف على أداء السوق بصفة عامة أو قطاع السوق بصفة خاصة بطريقة مستمرة و منتظمة في فترات زمنية محددة".

الفرع الثاني: مزايا مؤشر سوق الأوراق المالية

¹ - محمود محمد الداغر، مرجع سابق، ص 292.

² - عصام حسين، مرجع سابق، ص 35.

تبرز أهمية المؤشر من خلال التي يحققها للسوق و التي منها (1):

1- يلخص المؤشر أداء السوق الإجمالي، إذ يتكون من أسهم الشركات في كل القطاعات المختلفة للاقتصاد، لذا فهو يمثل أسلوبا سهلا لتحويل أداء الاقتصاد إلى صورة كمية، إذ تعكس المؤشرات الظروف الاقتصادية السائدة في سوق الأَصم، و بالتالي فإنه يمكن تكوين مؤشرات تعكس الأداء الاقتصادي لقطاع معين.

2- تساعد المؤشرات على قيام السوق بإعادة تنظيم نفسه و عملياته مرة أخرى، إذ يمكن للمراجحين في السوق تحديد مشكلات و التي يمكن أن تؤدي إلى انحراف الأسعار أو تصويب اتجاه السوق، الأمر الذي يعكس أسعار الأوراق المالية بشكل دقيق.

3- أحد الاتجاهات في تحديد سعر السهم يتمثل في خصم التدفقات النقدية المستقبلية له، فإذا كان من المتوقع أن تتغير هذه التدفقات (بالزيادة أو النقص)، فسوف يعكس المؤشر هذه التوقعات للمساهمين و المستثمرين.

4- يمكن للمستثمرين مقارنة أداة مؤشر سوق الأسهم بمؤشرات أسواق الأسهم في العالم، الأمر الذي يساعد في تحديد اتجاهات السوق بالمقارنة بالأسواق الأخرى، مما قد تتجم عنه زيادة الاستثمارات الأجنبية و خاصة في حالة أن يكون السوق من الأسواق الواعدة.

و بالإضافة إلى المزايا المشار إليه، فإن هناك شروط و أسس يتوجب توافرها في المؤشرات و لعل أهم هذه الشروط:

1- يجب أن يكون فيه (المؤشرة) عبارة عن أسهم تمثل جميع الأنشطة الاقتصادية.

2- يجب أن تكون طريقة حسابه واضحة بالنسبة إلى المستثمر العادي.

3- يجب أن يتضمن حجما كبيرا من الأسهم.

4- يجب أن يحدد وزن و أهمية نسبية كل سهم وأن يكون الوزن معروفا.

¹ - عباس كاظم الدمعي، السياسات النقدية و المالية و أداء سوق الأوراق المالية، دار صفاء للنشر و التوزيع، عمان، ط1، 2010، ص

المطلب الثاني: بناء مؤشرات سوق الأوراق المالية

تبين مؤشرات سوق الأوراق المالية على ثلاثة أسس هي:

أولاً: **ملائمة العين**: تعرف العين فيما يتعلق ببناء المؤشر بأنها مجموعة من الأوراق المالية المستخدمة في

حساب ذلك المؤشر، و تتوقف ملائمة العينة على ثلاث جوانب هي: (1)

الاتساع: و يعين مقدار تغطية أسهم العينة المختارة للسوق الذي تعكسه، و هذا يعني عدم تحيز أسهم

العينة، فالأسهم داخل العينة لا بد أن تستجيب لمتطلبات القدرة على عكس حالة السوق أو الصناعة التي

تشملها.

الحجم: القاعدة العامة هي أنه كلما كان عدد الأوراق المالية التي يشملها المؤشر أكبر، كلما كان المؤشر

أكثر تمثيلاً و أقرب إلى الدقة.

المصدر: و هو مصدر الحصول على المعلومات لأسعار أو عدد الأسهم التي يتكون منها المؤشر، حيث

ينبغي أن يكون المصدر هو السوق الذي تتداول فيه الأوراق المالية.

و ما تجدر الإشارة إليه إذا كان المؤشر يعبر عن أسهم قطاع معين مثل: القطاع الصناعي، فيجب أن تكون

كافة الشركات الصناعية ممثلة في العينة، دون تحيز لنوع من الشركات الصناعية بعينها.

ثانياً: الأوراق النسبية لمفردات العينة

يقصد بالأوزان في هذا الصدد القيمة النسبية للسهم، داخل العينة. و في هذا الصدد توجد ثلاثة مداخل

شائعة لتحديد الوزن النسبي للسهم داخل مجموعة الأسهم التي يقوم عليها المؤشر و هي:

1- المؤشرات المبنية على أساس السعر: (2)

فإنه طالما يوجد سهم واحد لكل منشأة مختارة لبناء المؤشر، فإن وزن كل سهم يتحدد آلياً على أساس

نسبة سعر السهم إلى مجموع أسعار أسهم الفردية التي يقوم عليها المؤشر فلو أن المؤشر يتكون من ثلاثة

¹ - محمود محمد الداغر، مرجع سابق، ص 300.

² - منير إبراهيم هندي، الأوراق المالية و أسواق المال، مرجع سابق، ص 252، 253.

أسهم فقط أ، ب، ج و أن أسعارها هي 50 جنيه، 40 جنيه، 10 جنيه على التوالي، حينئذ تصبح القيمة الكلية لمجموع الأسهم التي يتكون منها المؤشر أي القيمة المطلقة للمؤشر تساوي 100 جنيه، و بناء عليه تكون الأوزان للأسهم الثلاثة هي 5، 4، 1 على التوالي، و إذا ما طرأ تحسن على أسعار الأسهم الثلاثة لتصبح 80 جنيه، 50 جنيه، 20 جنيه على التوالي، حينئذ ترتفع القيمة المطلقة للمؤشر إلى 150 جنيه مما يعني أن متوسط العائد على المؤشر يبلغ معدله 50% و هو ما يوضحه الجدول التالي:

جدول رقم(1): حساب عائد المؤشر باستخدام مدخل السعر

السهم	س1 (سعر 1)	س2 (سعر 2)
أ	50	80
ب	40	50
ج	10	20
القيمة المطلقة للمؤشر	100	150
متوسط العائد على المؤشر = $100 / (100 - 150) = 50\%$		

2- المؤشرات المبنية على أساس الأوزان المتساوية:

يعتمد حساب قيمة هذا المؤشر على افتراض أنه يحسب استثمار مبالغ متساوية في الأسهم التي يتكون منها هذا المؤشر عند بداية تكوينه، و بالتالي يعزل هذا المؤشر فكرة التحيز للأسعار مثلما في المؤشر المبني على أساس الأسعار (و هي أحد العيوب التي يعاني منها هذا المؤشر)، و من ثم فإن التغيرات اللاحقة في قيم المؤشر (الأوزان المتساوية)، و تعكس اتجاهها حقيقياً للتغيرات الحادثة في أسعار مجموعة التي يتكون منها السوق، و يمكن تتبع خطوات حساب هذا المؤشر كالاتي:

1- تحديد وزن نسبي اختياري واحد للسهم (أو سهم صاحبة أقل سعر).

2- تحديد الوزن النسبي لأي سهم آخر يتكون منه المؤشر باستخدام المعادلة التالية:

3- حساب قيمة المؤشر من خلال ضرب الأوزان النسبية لكل سهم في سعر سهم السوقى⁽¹⁾.

3- المؤشرات المبنية على أساس القيمة:

يتم احتساب هذا المؤشر على أساس القيمة المرجحة للشركات الداخلة في المؤشر، و يمكن حسابه من خلال تتبع الخطوات التالية:

1- إيجاد القيمة السوقية (القسمة السوقية = عدد الأسهم المتبادلة x سعر السهم)

2- إيجاد الوزن لكل سهم (وزن السهم = $\frac{\text{القيمة السوقية للسهم}}{\text{القيمة السوقية الكلية للأسهم}}$)

3- احتساب قيمة المؤشر على أساس القيمة:

$$(2) \frac{\text{أسعار الأسهم (أوزانها) في اليوم المعلن}}{\text{أسعار الأسهم (أوزانها) في اليوم الأساس}}$$

ثالثاً: إجراءات حساب قيمة المؤشر⁽³⁾ تختلف المؤشرات من حيث الكيفية التي تحسب على أساسها قيمة

المؤشر التي تنشر في الصحف و في هذا العدد هناك مجموعة من المؤشرات تحسب قيمتها على أساس

أرقام فقياسية، و مجموعة أخرى تحسب قيمتها على أساس متوسط أسعار الأسهم التي يتكون منها المؤشر .

و بالنسبة إلى المجموعة الأولى يحسب المتوسط في معظم المؤشرات على أساس متوسط حسابي، و

في عدد قليل منها يحسب المتوسط على أساس متوسط الهندسي و بالطبع ينبغي أن يثمر المستثمر على

طريقة حساب قيمة المؤشر، فالمؤشر المحسوب على أساس المتوسط الحسابي، يسفر عن معدل عائد

يختلف على العائد من مؤشر مماثل محسوب على أساس متوسط هندسي الذي توضحه المعادلة التالية:

¹ - عباس كاظم الدعيمي، مرجع سابق، ص 185.

² - عباس كاظم الدعيمي، المرجع نفسه، ص 183.

³ - منير إبراهيم، الأوراق المالية و أسواق المال، مرجع سابق، ص 259.

حيث ه: تمثل المتوسط الهندسي، ن تمثل حجم العينة أي عدد الأسهم التي يقوم عليها المؤشر، أما س فتمثل سعر السهم.

المطلب الثالث: أهم المؤشرات العالمية

تقاس حركة و اتجاهات الأسهم في أسواق الأوراق المالية من خلال المؤشرات، و التي يتكون كل منها من مجموعة من الشركات من المفترض أن تعكس حالة السوق و مدا كفاءته، بالإضافة لمعدل ارتفاع أو انخفاض أسعار الأسهم و من أهم المؤشرات العالمية:

1-مؤشر الداوجونز:

يعتبر مؤشر داوجونز أحد أقدم المؤشرات في بورصات الولايات المتحدة الأمريكية حيث تم بنائه في 26 مايو عام 1896 عن طريق تشارلز داوونشر لأول مرة في صحيفة وول ستريت و يمثل متوسط لأسعار أسهم ثلاثين شركة من أكبر الشركات الأمريكية، ويتم حساب مؤشر داوجونز بقسمة مجموع اسعار الأسهم على عددها⁽¹⁾.

هناك أربعة مؤشرات "داوجونز" نسردها يلي: ⁽²⁾

- مؤشر داوجونز الصناعي أو مؤشر داوجونز لمتوسط الصناعة.

-مؤشر داوجونز للنقل مبني على أسعار أسهم 20 شركة نقل أمريكية كشركات الطيران و السكك الحديدية، والشحن.

-مؤشر داوجونز للمرافق مبني على أسعار أسهم 15 شركة من شركات المرافق الأمريكية، شركات الكهرباء

- مؤشر داوجونز المركب مبني على 65 شركة و هو يتشكل من معدل أسهم شركات المؤسسات الثلاثة.

2- مؤشر ستاندرد آند بورز 500:

¹ - عاطف وسيم اندراوس، مرجع سابق، ص ص 115 - 116.

² - هوشيار، مرجع سابق، ص 192.

في عام 1923 بدأت شركة ستاندرد آند بورز الأمريكية بنشر مؤشر أسعار لبورصة نيويورك، يعتمد على معدل أسعار 233 سهما و تتضمن مؤشرات إضافية لـ 26 مجموعة صغيرة، وقد ارتفع عدد الشركات في هذا المؤشر إلى 500 شركة في عام 1957⁽¹⁾.

كما تتضمن العينة التي يقوم عليها مؤشر ستاندرد آند بورز 500، 500 سهم تمثل 400 منشأة صناعية، 40 منشأة منافع عامة (كالكهرباء و الماء)، 20 منشأة للنقل، 40 منشأة تعمل في المجال المالي، و كلها منشآت كبيرة الحجم تتداول أسهمها إما في إحدى البورصات الكبرى أو في السوق غير المنظمة، و قد اشتق من هذا المؤشر أربعة مؤشرات هي:

مؤشر الصناعة (400 سهم)، ومؤشر منشآت المنافع العامة (40 سهم) ومؤشر النقل (20 سهم)، ومؤشر المنشآت المالية (40 سهم)⁽²⁾.

3- مؤشر كاك 40 cac :

ترجع تسمية هذا المؤشر إلى نظام التداول لبورصة باريس الذي يحمل نفس الاسم ويشمل هذا المؤشر 40 سهما مختارا من بين أكبر الشركات في فرنسا سواء كانت فرنسية أو أجنبية، ويتم حسابه على أساس القيمة السوقية⁽³⁾.

4- مؤشر نيكي الياباني (Nikkei) :

يعد من أهم المؤشرات الآسيوية على الإطلاق، ويتكون من أكبر وأهم 200 شركة مدرجة في بورصة طوكيو للأوراق المالية، ويتم حسابه يوميا في جريدة (نايهن كازاي شيمبون) منذ 1971 وهو متوسط مرجح لسعر السهم بالين الياباني، ويتم تعديل مكوناته مرة واحدة سنويا⁽⁴⁾.

¹ - طاهر حيدر حردان، مبادئ الاستثمار، دار المستقبل، عمان، ط1، 1997، ص170.

² - منير ابراهيم هندي، الأوراق المالية وأسواق المال، مرجع سابق، ص 269.

³ - هوشيار معروف، مرجع سابق، ص 194.

⁴ - عباس كاظم الدعيمي، مرجع سابق، ص 194.

خلاصة الفصل :

يعتبر سوق الأوراق المالية سوقا تباع و تشتري فيها الأوراق المالية، أي أنه ذلك المكان المنظم الذي يلتقي فيه البائعون و المشترين من خلال السماسرة لتبادل السلع وهي تلك الأدوات المالية التي هي أساس التعامل في السوق و أساس الربط بين عارضي الأموال و طالبيها . وتتكون سوق الأوراق المالية من السوق الأولية التي يتم فيها اصدار الأوراق المالية و سوق ثانوية التي يقوم فيها حاملي تلك الأوراق المالية ببيعها من أجل توفير السيولة أو الاستثمار في أوجه بديلة .

وتختلف الأوراق المالية داخل سوق الاوراق المالية من أسهم، سندات، مشتقات، هذه الأوراق التي يجب تقديمها قبل القيام بأي خطوة في الاستثمار، كما أ، التعامل في هذه الأوراق المالية له ضوابطه وقواعده يجب على المتعاملين فيها أخذها بعين الاعتبار، كما تساهم هذه السوق من خلال وظائفها المتعددة في تنشيط الاقتصاد وتحديد الأسعار المناسبة للأوراق المالية.

الفصل الثالث

آلية تأثير التغير السلبي في القيمة على سوق الأوراق المالية

تمهيد:

تلعب السياسة النقدية دورا محوريا ينعكس على النشاط الاقتصادي من خلال القرارات التي تتعلق بها و باستخدام أدواتها، حيث تهدف إلى تحقيق الاستقرار النقدي و مكافحة البطالة المرتفعة عن طريق الاستثمارات المحلية وجذب الاستثمارات الخارجية، كما تعد سوق الأوراق المالية حيزا جيدا لتطبيق هذه السياسة، فهي تمثل مركزا حيويا في النظم الاقتصادية لأي دولة.

ويشير التاريخ الاقتصادي الى أن مصر من الدول السبّاقة لإنشاء وتطوير سوق للأوراق المالية وكذلك سياستها النقدية، فقد مرت سوق مصر بعدة مراحل ساهمت في تفعيل العلاقة بينهما، لذلك سنتطرق في هذا الفصل إلى:

المبحث الأول: تأثير السياسة النقدية على سوق الأوراق المالية.

المبحث الثاني: السياسة النقدية في مصر خلال الفترة 1990-2010.

المبحث الثالث: انعكاسات السياسة النقدية على سوق مصر للأوراق المالية.

المبحث الاول : تأثير السياسة النقدية على سوق الاوراق المالية

توجد العديد من الدراسات أثبتت أن هناك علاقة ارتباط بين السياسة النقدية وبين مستوى الاسعار في سوق الاوراق المالية ، حيث تعكس السياسة النقدية سياسة البنك المركزي والتي يتم من خلالها التأثير على المعروض من النقود والائتمان ، ومنه تؤثر هذه الاخيرة على الأسعار في سوق الاوراق المالية .

المطلب الاول : تأثير سياسة سعر إعادة الخصم على سوق الاوراق المالية

سعر إعادة الخصم هو سعر الفائدة الذي يقدم به البنك المركزي القروض إلى البنوك التجارية حيث أن: (1)

زيادة سعر اعادة الخصم : عندما 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 الاقراض يؤدي أيضا إلى تأثر بعض الشركات مما يستلزم غلقها، وأيضا ارتفاع بعض المنتجات وزيادة البطالة نتيجة غلق بعض الشركات، هذا ما يحدث في الاقتصاد، اما ما يحدث على مستوى الأوراق المالية فإننا نلاحظ :

- انخفاض أسعار الأسهم.
- خروج بعض الأسهم للشركات ذات الإنتاج غير الاساسي.

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

- **الانخفاض في سعر اعادة الخصم :** عندما يخفض البنك المركزي من سعر إعادة الخصم، هذا يؤدي الى وجود معروض نقدي معتبر لدى البنوك التجارية، مما يدفع هذه الأخيرة الى خفض أسعار الفائدة

¹-خاسف جمال الدين، استعمال التحليل الأساسي في التنبؤ بأسعار الاوراق المالية،مذكرة مقدمة كجزء من متطلبات شهادة الماجستير،تخصص دراسات مالية،جامعة فرحات عباس، سطيف،2004،ص64.

على الاقتراض، هذا ما يعمل على خفض تكلفة الانتاج بالنسبة للشركات وبالتالي معروضها من الانتاج مع زيادة الارباح .

اما بالنسبة لسوق الأوراق المالية هذا يؤثر من جهتين :

بالنسبة للاسهم : فهذه الأخيرة ترتفع اسعارها .

بالنسبة للسندات، بما أن أسعار فائدة الادخار انخفضت فالأموال تحول من السوق النقدي الى

السوق المالي، مما يؤدي الى ارتفاع أسعار السندات .

المطلب الثاني: تأثير سياسة السوق المفتوحة على سوق الأوراق المالية

ان أهمية عمليات السوق المفتوحة بالنسبة لتحليل الإستثمار دات شقين (1) :

*الأول : ان شراء وبيع الأوراق المالية الحكومية لها تأثير مباشر على أسعار الفائدة وأسعار السندات.

*الثاني: ان هناك تأثير غير مباشر على أسعار الأوراق المالية ناتج عن تأثير السياسة النقدية على قدرة

المنشآت على كسب الأرباح.

فعندما يشتري البنك المركزي أوراق مالية على الخزنة (أذون الخزنة) فإنه يرفع الأسعار ويتسبب في

هبوط العوائد، ويزداد فرق السعر بين مديونية الخزنة و مديونية الشركات، ونتيجة لذلك يشتري المستثمرون

الأوراق المالية للشركات، مما يرفع أسعارها ويؤدي الى انخفاض عوائدها، وينتقل التأثير على عوائد عمليات

الشراء في السوق المفتوحة بواسطة البنك المركزي الى أدوات الدين الأخرى .

ويحدث العكس عندما يبيع البنك المركزي الأوراق المالية الحكومية ، حيث يعمل ذلك على خفض

أسعارها وزيادة اسعار الفائدة، وبالتالي يقل فرق السعر بين مديونية الحكومة ومديونية الشركات، ويتحول

المستثمرون من شراء الأوراق المالية للشركات الى شراء الاوراق المالية الحكومية، مما يخفض سعر السندات

التي تصدرها الشركات ويزيد من عاندها . وهكذا فان تأثير بيع الاوراق المالية الحكومية بواسطة البنك

المركزي ينتقل الى ديون الشركات وكافة أشكال المديونية.

¹ - طارق عبد العال حماد ، التحليل الفني والأساسي للأوراق المالية ، الدار الجامعية ، الاسكندرية ، 2002 ، ص ص 15، 14.

أما المصدر الثاني للتأثير فهو تأثير التغيرات في الظروف النقدية على قدرة المنشأة على كسب الأرباح، ونظرا 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 تمويل وبالتالي انخفاض الأرباح ، وتنعكس الزيادة في تكلفة الائتمان على الاسعار التي تحددها المنشآت لمنتجاتها وهو ما يمكن أن يقلل من الطلب على انتاج الشركة ، ويزيد هذا الانخفاض في الطلب بدوره من التكلفة التمويلية ويتسبب في هبوط الأرباح .

وبالإضافة الى التأثير على الأرباح فإن اتباع 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 ممكنا 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 ضغطا من مصدرين يدفع أسعار الأسهم للانخفاض ومن المحتمل أن يؤدي ارتفاع أسعار الفائدة الى مكاسب أقل وإلى معدلات عائد مطلوبة أعلى وهذان العنصران يخفضان أسعار الاوراق المالية .

ويمكن التعبير عما سبق باستخدام نموذج تقييم نمو أرباح الأسهم كما يلي: (1)

$$R = \frac{D_0(1+g)}{K-g} \quad \text{ق} - \frac{ت(1+n)}{n-g}$$

حيث:

ق = قيمة الأسهم (V)

ت = توزيعات الأرباح المدفوعة في الوقت الحالي (D_0)

ن = معدل نمو أرباح وتوزيعات الشركة (g)

ع = معدل العائد الذي يطلبه المستثمرون على الأسهم (K)

¹ - طارق عبد العال حماد، المرجع نفسه ، ص ص 16، 17.

و واضح من هذه المعادلة أن قيمة السهم تتأثر بثلاثة متغيرات هي التوزيعات ومعدل النمو ومعدل العائد المطلوب ، ولأن التشدد في منح التسهيلات الائتمانية من قبل البنك المركزي قد يخفض من معدل النمو المنشأة وقدرتها على دفع توزيعات الأرباح ولذلك فإن قيمة ت أو ن أو كليهما سوف تتخفض مما يتسبب في هبوط سعر السهم ، وبالإضافة إلى ذلك فإن معدل العائد المطلوب (ع) سوف يرتفع ويزيد هذا من قيمة المقام ويتسبب في انخفاض أسعار الاسهم وهكذا يشير التشدد في منح الائتمان وارتفاع أسعار الفائدة بوجه عام إلى أن قيمة الأسهم سوف تتخفض ، أما من حيث نموذج تقييم النمو المتواصل فإن سياسة التضييق النقدي تتخفض قيمة البسط وتزيد من قيمة المقام الأمر الذي يدفع قيمة الأسهم للانخفاض في اتجاه الهبوطي .

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

المطلب الثالث: تأثير سياسة الاحتياطي القانوني على سوق الأوراق المالية

الاحتياطي القانوني عبارة عن احتياطي من السيولة تحتفظ به البنوك التجارية لدى البنك المركزي متمثلة في نقود سائلة إضافة إلى بعض الاصول الأخرى كالأسهم والسندات ، حيث أن البنك المركزي يفرض على البنوك التجارية ان 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 وهذا ما يؤدي الى زيادة المعروض من النقود وبالتالي ازدهار الاقتصاد من خلال تشجيع الاستثمار وزيادة إنتاج الشركات من خلال زيادة الطلب على منتجاتها، هذه الزيادة في الطلب تؤدي

بالضرورة إلى زيادة مداخيل أو أرباح تلك الشركات مما يؤدي إلى انتعاش أسعار أوراقها المالية وبالتالي
انتعاش اسواق الاوراق المالية. (1)

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

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

¹-خاسف جمال الدين، مرجع سابق، ص64.

المبحث الثاني: السياسة النقدية في مصر (1990-2010)

تعتمد السلطات المصرية على جملة من السياسات أهمها السياسة النقدية لتحقيق أهدافها الاقتصادية و المتمثلة في التطور و النمو الاقتصادي، و سنطرق إلى واقع هذه السياسة في مصر كما يلي:

المطلب الأول: نشأة الجهاز المصرفي وتطوره

يرجع تاريخ التفكير بإنشاء المصارف في مصر إلى القرن التاسع عشر، عندما أراد محمد علي باشا الكبير إنشاء بنك له امتياز وسلطة تسعير العملة و الأوزان و تسعير سائر أصناف الزراعة والتجارة على غرار المصارف المتواجدة في البلدان الاوربية، وقد عادت الفكرة للظهور في عهد الخديوي اسماعيل، والتي تزامنت مع تضخم الديون وزيادة التدخل الأجنبي والرغبة في تنظيم المعاملات وخدمة الدين ، إلا أن نهاية القرن التاسع عشر شهدت تأسيس المصرف الأهلي مصرف تجاري بمشاركة رؤوس أموال أجنبية مساهمة برأسمال إنجليزي، وبالتحديد عام 1898 لتمويل التجارة والمعاملات الدولية، فضلا عن تواجد عدد من فروع للمصارف الأجنبية العاملة في مصر .

وفي عام 1920 تم تأسيس بنك مصر بوصفه أول مصرف برأسمال وإدارة مصرية، إذ لم يقتصر نشاطه على تمويل العمليات التجارية فحسب، بل امتد إلى تأسيس شركات زراعية وصناعية وتجارية تعمل في مجالات متعددة.

لقد أدى البنك الأهلي بعض وظائف البنك المركزي (كاحتكاره إصدار أوراق النقد) ، واستمر بوظيفته هذه حتى عام 1960 عندما صدر قانون رقم 250 والذي تم بموجبه تقسيم البنك الأهلي إلى مصرفين أحدهما يمارس أعمال الصيرفة المركزية، وهو البنك المركزي المصري ، والثاني مصرف تجاري وهو البنك الأهلي المصري، ويقف البنك المركزي على قمة الجهاز المصرفي الذي يتكون من المصارف التجارية التابعة للقطاعين العام والخاص والمشارك ومصارف الاستثمار والأعمال وكذلك المصارف المتخصصة .

ولقد عهد للبنك المركزي المصري الذي مارس أعماله في كانون الثاني 1961 سلطة وضع السياسة النقدية والائتمانية وتنفيذها وتنظيمها باستخدام الوسائل المتاحة وتحقيق أهدافها، و المتمثلة في تحقيق

الاستقرار السعري والنقدي، وأن يكون استقرار الأسعار هو الهدف الرئيسي لهذه السياسة الذي يتقدم غيره من الأهداف، وبناء عليه يلتزم البنك المركزي المصري ولحد هذه اللحظة وعلى المدى المتوسط بتحقيق معدلات منخفضة للتضخم تسهم في بناء الثقة والمحافظة على معدلات مرتفعة للاستثمار والنمو الاقتصادي، وإن تعزز الحكومة لهذا الاستقرار في الأسعار والتزامها بسياسة مالية رشيدة يعد أيضا أمرا مهما لتحقيق هذا الهدف، ويسهم في وضع السياسة النقدية وتنفيذها في مصر لجنة من المفكرين تتكون من تسعة أعضاء تتضمن محافظ البنك المركزي، ونائبه وستة أعضاء من مجلس إدارة البنك، وتنفذ قرارات اللجنة عبر مجموعة من الأدوات والإجراءات، لوضع السياسة النقدية موضع التنفيذ⁽¹⁾ .

المطلب الثاني: تطور السياسة النقدية في مصر خلال الفترة 1990-2010

مست السياسة النقدية في مصر عدة تطورات ففي فترة كان التركيز الاساسي في اصلاح السياسة النقدية وذلك باستخدام ادوات غير مباشرة لإدارة السيولة وتعزيز ارصدة البنوك من العملة المحلية من خلال تحرير سعر الفائدة وسياسة السقوف الائتمانية .ومن ثم فقد عملت الحكومة مع مطلع عام 1991 على ازالة السقوف الاسمية على اسعار الفائدة التجارية وسمحت للبنوك بوضع اسعار الودائع والقروض المناسبة لها وذلك بالاسترشاد بأسعار الفائدة على انون الخزانة العامة. أيضا فقد تم ازالة قيود التحكم على الاقراض بالنسبة للقطاع الخاص والعام وذلك خلال عامي 1992، 1993 .

ونتيجة لهذه التغييرات، فقد ارتفع سعر الفائدة الاسمي على الودائع ليصل حوالي 16% في عام 1992/91 والذي انخفض بعد ذلك ليصل الى 10% في عام 1996/95 وأيضا سعر الاقراض انخفض من 19% الى 14% خلال نفس الفترة.

وقد صاحب اصلاح السياسة النقدية تدفقات كبيرة في رأس المال الاجنبي والتي بلغت حوالي 11% من الناتج المحلي الاجمالي في نهاية يونيو 1994 .

¹عباس كاضم دعمي ، مرجع سابق ، ص 236-238.

وتخوفا من حدوث زيادة في السيولة المحلية نتيجة لتدفقات رأس المال الاجنبي، فقد قامت الحكومة بإصدار وبيع سندات حكومية خصوصا اذون الخزانة العامة وذلك للتحكم في نسبة السيولة ومعدل نموها ونتيجة لهذه السياسات، فقد انخفض معدل نمو السيولة من / في عام / الى في عام / . وعلى / ايضا فقد انخفض معدل التضخم خلال نفس الفترة من الى حوالي . وعلى ذلك، فقد ترتب على تحرير اسعار الفائدة مع انخفاض معدلات التضخم بصورة ملحوظة الى وجود اسعار فائدة حقيقية موجبة على الودائع المحلية (1)

كما قامت الحكومة المصرية بإصدار عديد من التشريعات الاقتصادية لدعم السياسة النقدية وزيادة فعاليتها لعل أهمها صدور القانون رقم لسنة بتعديل بعض أحكام القانون رقم لسنة في شأن البنك المركزي المصري والجهاز المصرفي، ثم قانون البنك المركزي والجهاز المصرفي والنقد رقم لسنة ، والقانون رقم لسنة بشأن مكافحة غسل الأموال، بالإضافة إلى قرار تحرير سعر الصرف في يناير وغيرها من القوانين والقرارات ذات الشأن وفيما يلي عرض لأهم التطورات النقدية والائتمانية خلال الفترة - :

-تطور حجم السيولة المحلية تشير بيانات الشكل رقم () بالملحق الإحصائي إلى نمو

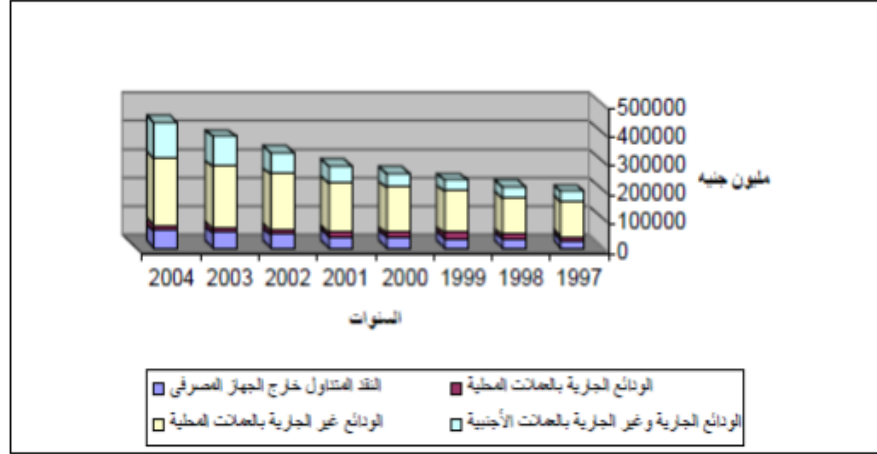
حجم السيولة المحلية من نحو مليار جنيه في نهاية يونيو إلى نحو مليار خلال فترة جنيه في نهاية يونيو ، أي بما يزيد عن الضعف، وبمتوسط معدل نمو سنوي بلغ خلال فترة الدراسة ويلاحظ أن معدل النمو السنوي في حجم السيولة المحلية كان في حدود ضعف معدل النمو السنوي لإجمالي الناتج المحلي بالأسعار الثابتة وهو ما يحقق هدف السياسة النقدية في الحفاظ على درجة ملائمة من

¹ -محمود عبد العزيز توني، الاصلاح الاقتصادي والتكيف الهيكلي في مصر خلال (1990-2003)،معهد البحوث و الدراسات الافريقية،جامعة القاهرة، 2005، ص ص 5،6.

الاستقرار النقدي. وتمثل الزيادة في السيولة المحلية نمو كل منه المعروض النقدي وأشباه النقود على النحو

التالى: (1)

الشكل رقم () : تطور السيولة المحلية -



المصدر: حسين عبد المطلب الأسرج، تحليل أداء السياسة النقدية في مصر خلال الفترة (1997-2004)، مجلة اقتصاديات شمال إفريقيا، العدد 5، ص 138.

أ تطور (المعروض النقدي كمية وسائل الدفع الجارية من الشكل (3) يتضح أن كمية المعروض النقدي قد تضاعفت خلال فترة الدراسة لتصل إلى نحو 77.6 مليار جنيه وبما يمثل % 17.9 من إجمالي السيولة في نهاية يونيو 2004 مقابل نحو 39.1 مليار جنيه وبما يمثل % 20.2 من إجمالي السيولة في نهاية يونيو 1997 محققة بمتوسط معدل نمو سنوي بلغ % 10.3 خلال الفترة 1997-2004.

وتمثل الزيادة في كمية وسائل الدفع المشار إليها محصلة الارتفاع في كل من النقد المتداول خارج الجهاز المصرفي والودائع الجارية بالعملة المحلية حيث بلغ متوسط النمو السنوي لها % 11.7 ، % 7.4 على الترتيب خلال فترة الدراسة . ويعد زيادة النقد المصدر على النقد المتداول خارج خزائن البنك المركزي انعكاسا لسياسة إعادة هيكلة النقد المتداول التي ينتهجها البنك المركزي بهدف ترشيد استخدام أوراق النقد وبما يحقق التوازن الملائم للنقد المصدر من فئاته المختلفة مع احتياجات السوق.

¹ - حسين عبد المطلب الأسرج، تحليل أداء السياسة النقدية في مصر خلال الفترة (1997-2004)، مجلة اقتصاديات شمال إفريقيا، العدد 5، ص 139، ص 138.

ب -كمية أشباه النقود: 3

1997 357.3 154.8

2004 12.7 %

1997 %79.8

2004 %82.1

2004 233.6 116.8

1997 %10.3

2004 %18.4 123.7

2004 38.1 1997

%5.8 %12.5

2004 1997 %1.6

.

2-الأصول المقابلة:

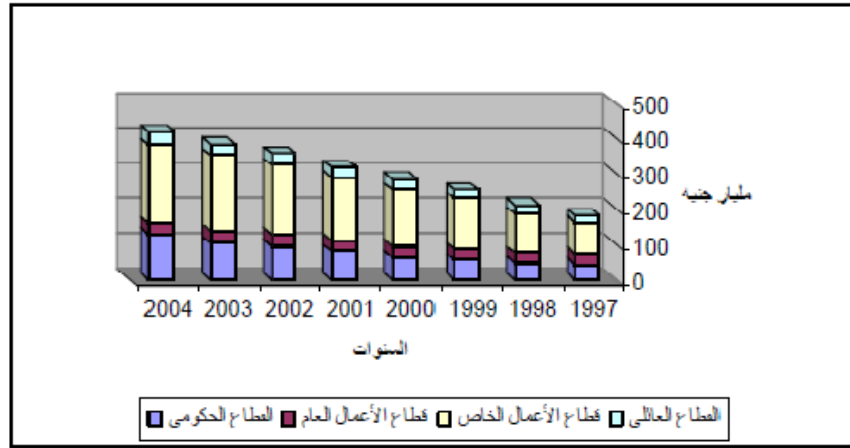
أ-صافي الأصول الأجنبية:

2002 17.3 56.1

2004 1997

45.2 %77.9

الشكل رقم (4) : تطور الأصول المقابلة 2004-1997



المصدر: حسين عبد المطلب الأسرج، تحليل أداء السياسة النقدية في مصر خلال الفترة (1997-2004)، مجلة اقتصاديات شمال إفريقيا، العدد 5، ص 141.

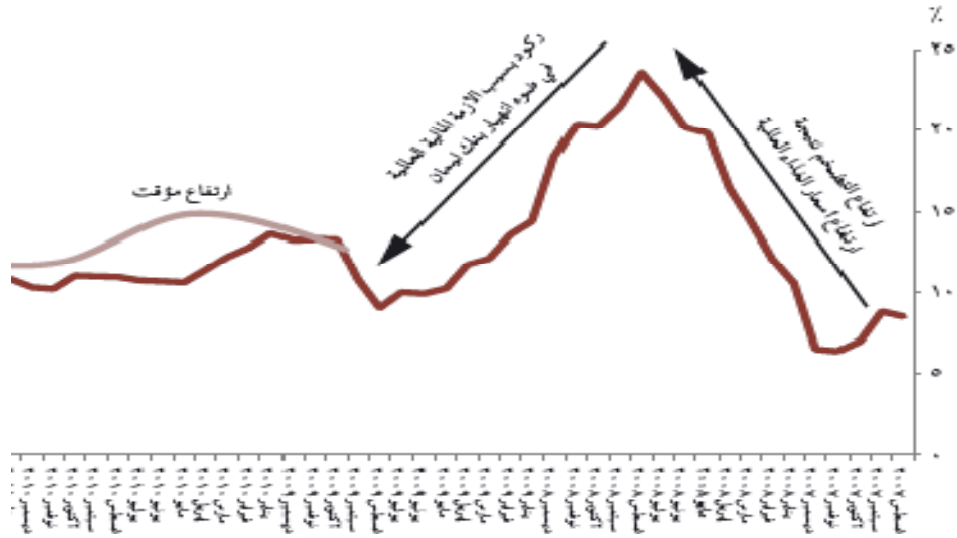
ج صافي البنود الأخرى: في الوقت الذي مارس كل من الائتمان المحلى وصافي الأصول الجنية أثرا توسعيا على السيولة المحلية، كان لصافي البنود الأخرى أثرا انكماشيا عليها في معظم سنوات الدراسة. فيلاحظ من الشكل (3) بالملحق الإحصائي، انخفاض الرصيد السالب لصافي البنود الأخرى (حسابات رأس المال وصافي الأصول والخصوم غير المبوبة) بمقدار 17.1 مليار جنيه لتصل إلى سالب 28.61 مليار جنيه عام 2003 مقابل سالب 45.71 مليار جنيه عام 1997 بمتوسط معدل انخفاض قرره 7.51% خلال فترة الدراسة. إلا أنها ارتفعت إلى سالب 32.3 مليار جنيه في يونيو 2004⁽¹⁾.

كما شهدت السياسة النقدية في مصر تقدما ملحوظا منذ أوائل عام 2004، حيث طرأ عليها تغييرات ملموسة أدت إلى إعادة صياغة الاستراتيجية الخاصة بها، وتتركز أولويات السياسة النقدية حاليا على تحقيق استقرار الأسعار والمحافظة على هذا الاستقرار، ويكشف استعراض الاتجاهات الأخيرة في السياسة النقدية عن التحديات التي تنطوي عليها عملية الموازنة بين مكافحة التضخم وحفز النمو في ظل الصدمات العالمية والقيود المفروضة على فعالية أدوات السياسة النقدية.

¹ - حسين عبد المطلب الأسرج، المرجع نفسه، ص 141.

وتجدر الإشارة إلى أن معدلات التضخم في ظل الصدمات العالمية والضغط المحلية قد تباينت مع الوقت. فقد ارتفع التضخم بفعل زيادة الأسعار العالمية، ثم أصبح معتدلا مع تباطؤ الاقتصاد وانخفاض الأسعار تدريجيا. (الشكل 6).

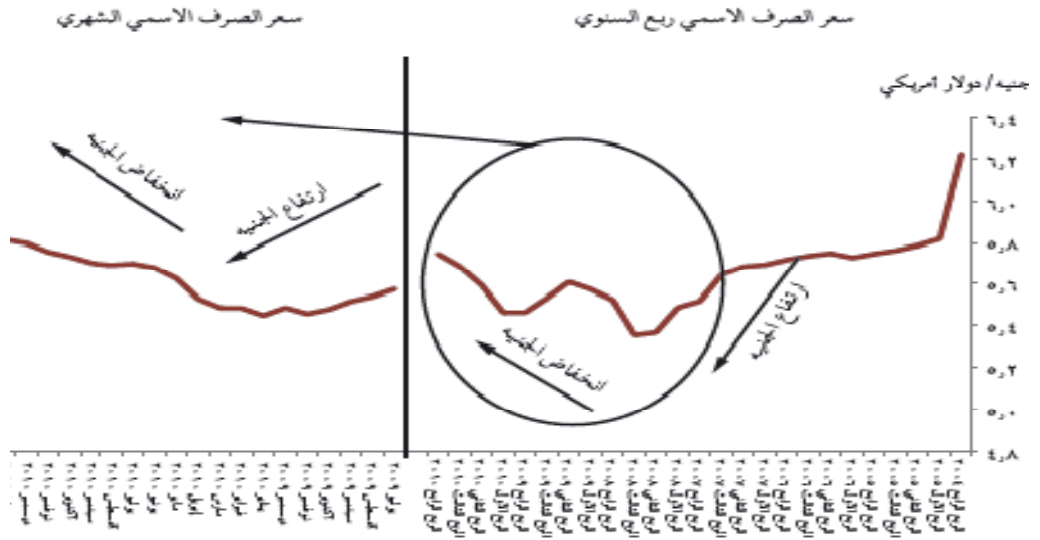
الشكل (6) التضخم الكلي (على أساس سنوي مقارن)



المصدر: البنك المركزي المصري، إحصاءات التضخم.

وتم تصميم سياسة سعر الصرف بهدف الموازنة بين احتواء الضغوط التضخمية من ناحية ودعم النمو الاقتصادي من ناحية أخرى. فبينما يمثل زيادة سعر الصرف أمرا ضروريا لخفض تكلفة الواردات خلال الفترات التي تشهد معدلات مرتفعة من التضخم، نجد في المقابل أن خفض سعر الصرف مطلوبا أحيانا لحفز تنافسية الصادرات خلال فترات النمو البطيء. وفي الحقيقة، فإن ارتفاع سعر صرف الجنيه أمام الدولار غالبا ما يتوكل مع دورات التضخم المرتفع، في حين أن فترات انخفاض سعر الصرف غالبا ما تقترن بضعف النمو الاقتصادي، الأمر الذي تقاوم بعد اندلاع الثورة بفعل تباطؤ الطلب الخارجي من ناحية وزيادة التدفقات الرأسمالية الخارجة من ناحية أخرى (الشكل 2).

الشكل : (7) سعر الصرف الاسمي (جنيه /دولار)، ربع سنوي مقابل شهري

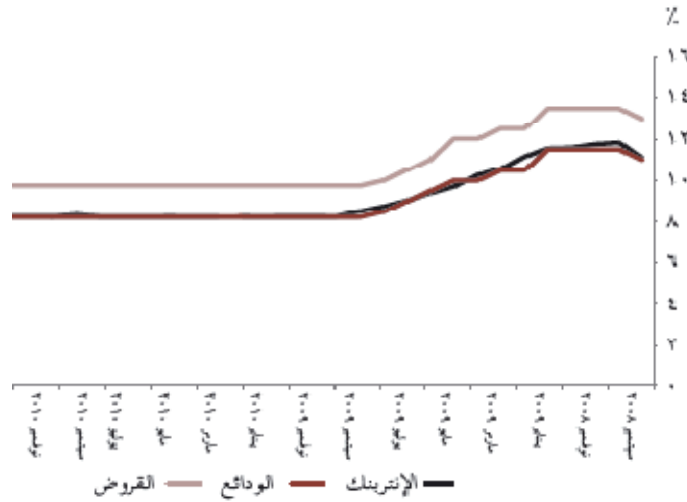


المصدر الإحصاءات المالية الدولية؛ البنك المركزي المصري النشرة الإحصائية الشهرية .

ويخضع اتجاه أدوات السياسة النقدية لاعتبارات الدورة الاقتصادية ففي ظل الأزمة المالية العالمية، أتبعَت سياسة التيسير النقدي لحفز الطلب على الائتمان وزيادة النمو في القطاع الخاص وفي الوقت الذي بدأ فيه الاقتصاد في إظهار علامات التعافي، انتهت دورة التيسير النقدي في سبتمبر ، وبالتالي لم يتم الإعلان عن أي تغييرات أخرى في أسعار الفائدة الأساسية، وهو ما يدل على تبني موقف محايد، حيث لجأ البنك المركزي المصري إلى طرق غير تقليدية للحد من الضغوط التضخمية لتجنب رفع سعر الفائدة وما قد يترتب عليه من تباطؤ وتيرة التعافي الاقتصادي(الشكل) (1)

¹ - ماجدة قنديل، السياسة النقدية في مصر: تحديات الحاضر و اولويات المستقبل، اراء في السياسة الاقتصادية،المركز المصري للدراسات الاقتصادية، العدد 28، 2011، ص ص2،3.

الشكل (8): أسعار فائدة الإنترنت وعلى الودائع والقروض



المصدر: البنك المركزي المصري، النشرة الإحصائية

وخلاصة الأمر، فإن تفعيل الأدوات غير التقليدية من شأنه إزالة التشوهات الهيكلية وزيادة فعالية أدوات السياسة النقدية التقليدية. ويعد استهداف التضخم والمحافظة على استقرار النمو مع ضمان اتساق سعر الصرف مع الأساسيات الاقتصادية هدفا رئيسيا لتحقيق الموازنة بين الاستقرار الخارجي والأولويات الداخلية للسياسة النقدية في ضوء تطورات الاقتصاد ومتطلبات الأهداف الاقتصادية والاجتماعية.

المطلب الثالث: الأدوات النقدية للبنك المركزي المصري

ظل البنك المركزي يستخدم أدوات الرقابة المباشرة للتحكم في الائتمان على المستوى الكلي للاقتصاد و توجيهه نحو القطاعات المختلفة، وذلك منذ تأسيسه عام 1961، غير أن البنك بدأ بالانتقال إلى أدوات التحكم غير المباشر مع بداية التسعينات في ظل التحول المتسارع و المتواصل صوب السوق الحر، ومع ذلك فإنه لا يزال يجمع ما بين أدوات التحكم المباشر وغير المباشر وذلك إلى أن تتم تهيئة المناخ لنمو سوق المال و تنشيطها وإمكانية القيام بعمليات السوق المفتوحة لتحقيق أهداف السياسة وفيما يأتي عرض لأهم أدوات الرقابة التي يستخدمها البنك المركزي و كالاتي:

1- نسبة الاحتياطي القانوني:

تعد هذه النسبة أقدم وسيلة نقدية اتبعت في مصر عام 1943 عندما تم الاتفاق ما بين البنك الاهلي الذي يقوم ببعض وظائف البنك المركزي و المصارف التجارية على تحديد نسبة الاحتياطي المحتفظ بها لدى البنك الأهلي وفيما بعد أوجب قانون المصارف و الائتمان المادة(2) الزام كل مصرف تجاري الاحتفاظ بنسبة معينة من الودائع لدى البنك المركزي كحد ادنى، وقد أعطى القانون السلطات النقدية حق تغير الاحتياطي الإلزامي حتى يتلاءم و الظروف الاقتصادية و المالية المتغيرة (1).

و حتى عام 1989 كانت نسبة الاحتياطي النقدي تتأرجح ما بين 17.5 - 25% من إجمالي ودائع البنوك التجارية، إلا أنه في عام 1991 وقبل بدء التحول الى أسلوب الرقابة غير المباشرة على الائتمان تم تعديل هذه النسبة، إذ تم إلزام البنوك بأن تحتفظ لدى البنك المركزي ومن دون فوائد بأرصدة لا تقل نسبتها عن 15% من إجمالي ودائعها بالعملة المحلية و 10% من ودائعها بالعملة الأجنبية بفائدة و استمرت هذه النسبة حتى عام 2004، إذ بلغت نسبة الاحتياطي التي تحتفظ بها البنوك التجارية لدى البنك المركزي و من دون فوائد بأرصدة لا تقل نسبتها عن 14% من إجمالي ودائعها بالعملة المحلية و 10% من ودائعها بالعملة الأجنبية(2).

إن الهدف من استخدام نسبة الاحتياطي كأداة للتحكم في حجم الائتمان على المستوى الكلي، بالإضافة إلى استخدامها وسيلة للتحكم في مستوى السيولة بحوزة الجهاز المصرفي، هو تعطيل جزء من الموارد المالية عن المشاركة أو المساهمة في الفعاليات الاقتصادية المختلفة.

2- عمليات السوق المفتوحة:

لم يمارس البنك المركزي المصري عمليات السوق المفتوحة كأداة من أدوات السياسة النقدية غير المباشرة إلا بعد عام 1991، وذلك في إطار التحول إلى سياسة الرقابة غير المباشرة على الائتمان، عندما قام بإصدار أدوات خزانة تختلف آجالها ما بين 3 إلى 6 شهور وسنة بهدف تمويل العجز المزمّن في الميزانية العامة للدولة دون اللجوء إلى الاقتراض المباشر من المصرف المركزي، بالإضافة إلى امتصاص

¹ - عبد الغفار حنفي، رسمية قرياقص، أسواق المال وتمويل المشروعات، الدار الجامعية، الاسكندرية، 2002، ص 236.

² -عباس كاظم الدعمي، مرجع سابق، ص 241.

فائض السيولة في الجهاز المصرفي و توفير أصول مالية يمكن تداولها في الأسواق القانونية، وبالتالي يكون لعمليات السوق المفتوحة أثر فعال خصوصا عندما يتم تنويع الأوراق المالية الحكومية قابلة 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 ارتفاع حجمها، مما يعني دخول البنك المركزي بئنا للأوراق الحكومية، وهذا يتماشى مع سياسته الرامية إلى خفض السيولة داخل الاقتصاد للمحافظة على الاستقرار النقدي.

3- سعر البنك (سعر اعادة الخصم):

نص قانون المصارف و الائتمان مع المصارف و الائتمان على أن يقوم البنك المركزي المصري بعقد عمليات الائتمان مع المصارف الخاضعة لأحكام هذا القانون طبقا للشروط التي يضعها البنك مع تحديد أسعار الخصم (الفائدة) بحسب طبيعة العمليات الائتمانية و آجالها و مقدار الحاجة إليها ووفقا لسياسة النقد و الائتمان.

و لم يستخدم البنك المركزي المصري الفائدة بوصفها اداة من أدوات السياسة النقدية و الائتمانية إلا بعد صدور قانون رقم(120) لسنة 1975، بعد أن كان القيد الوارد في القانون المدني يحظر التعامل بأسعار فائدة تزيد عن 7% و الذي وقف حالا دون استخدام هذه الأداة و لكن القانون المذكور أعطى لمجلس إدارة البنك المركزي تحديد أسعار الخصم و الفائدة الدائنة و المدنية دون التقيد بالحدود المنصوص عليها في أي قانون آخر، إذ لم تتجاوز أسعار الفائدة المدنية 4% و الدائنة 6 % حتى صدور هذا القانون، واتبع 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، وبلغ أعلى سعر فائدة معلن على الودائع لمدة سنة 12% سنويا و لمدة خمس سنوات 15% سنويا، وذلك في نهاية عام 1990.

4- ضوابط التوسع الائتماني:

أحد الأساليب وأدوات السياسة النقدية ذات الأثر المباشر و الفعال في الحد من التوسع الائتماني، فمن أجل أن لا يؤدي التوسع في الائتمان إلى خلق اتجاهات تضخمية، و مع توجيه الائتمان نحو المشروعات الانتاجية، بالإضافة إلى التأثير في جانب الطلب تم وضع سقف ائتمانية معينة لمقدار ما تقدمه البنوك التجارية من قروض و تسهيلات للقطاع العام و الخاص بعدم تجاوز السقف المحددة خلال السنة المالية، مع استبعاد الاستثمارات التي تقوم بها المصارف في الأوراق المالية في السقف الائتمانية المحددة لكل مصرف لدعم وتشجيع تلك المصارف على تمويل التنمية و تنشيط سوق المال في مصر باستثمارات حقيقية. لقد اقترن البدء بهذا الاسلوب بالبرامج التمويلية التي كان متفقا عليها مع صندوق النقد الدولي عام 1962 و تم استخدامها لمدة محددة، ثم عاد البنك المركزي الى إتباعها خلال الأعوام 1976-1981 بوصفها أداة فعالة للحد من التوسع الائتماني بالضغط التضخمية، ومع نهاية عقد الثمانينات تم وضع سقف ائتمانية 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 وفي ظل التحول نحو أسلوب الرقابة غير المباشرة على الائتمان تم إلغاء هذه السقف الكمية تدريجيا و كان ذلك بالتحديد عام 1992، وعليه كان إجمالي القروض الائتمانية المقدمة من المصارف التجارية قد ارتفع خلال السنوات الأخيرة من الدراسة مقوما بالدولار من (51) و (54) و (62) مليار دولار للأعوام 2003، 2004، 2005 على التوالي.

و يظهر توزيع التسهيلات الائتمانية وفقا للعملة المحلية و الأجنبية حسب القطاعات المدنية حصول قطاع الأعمال الخاص على ما نسبته 65.3% من إجمالي التسهيلات بالعملة المحلية نهاية عام 2006، يليه القطاع العائلي بما نسبته 15.8%، ثم قطاع الأعمال العام بنسبة 12.9% والقطاع الحكومي ما نسبة 4% و العالم الخارجي بنسبة 2% أما بالنسبة للتسهيلات الائتمانية بالعملات الأجنبية، فقد حصل قطاع الأعمال الخاص على نسبة 71.3% من إجمالي التسهيلات بالعملة الأجنبية يليه القطاع الحكومي بما نسبة 14.8% ثم قطاع الأعمال بنسبة 9.4%، القطاع العائلي بنسبة 2.5% والعالم الخارجي بنسبة 2%، في

حين أن التسهيلات الائتمانية المقدمة بالعملة المحلية ما زالت تمثل الجزء الأكبر من إجمالي التسهيلات الائتمانية، إذ بلغت نسبتها 72.8% نهاية عام 2006، وهذا يعني ان المدخرين ما زالوا يفضلون الايداع بالعملة المحلية، إذ تشكل هذه الاخرى الجزء الأكبر من الزيادة في الودائع تبلغ نسبتها 70% في حين اقتصرت الزيادة في الودائع بالعملات الأجنبية على ما نسبته 30%⁽¹⁾.

5- نسبة السيولة:

تهدف نسبة السيولة التي يتولى البنك المركزي مسؤولية تحديدها بموجب القانون إلى ضمان توظيف المصارف للحد الأدنى من الموارد المالية المتاحة لها في أصول نقدية أو سريعة التحول إلى أصول سائلة من أجل تدعيم المراكز المالية لتلك المصارف، ومن ثم فإن للبنك المركزي صلاحية تحديد مكونات نسبة السيولة و المعدلات التي يتعين على المصارف الخاضعة للإشراف و الالتزام بها، وهي بذلك (نسبة السيولة) تعد إحدى الأدوات المباشرة التي يستخدمها البنك المركزي للتأثير في حجم الائتمان سواء بالعملة المحلية أو بالعملة الأجنبية.

ولقد استمر البنك المركزي المصري في تحديد نسبة السيولة و مكوناتها على أساس 30% للعملة المحلية، ولم يتم تعديل هذه النسبة لمدة تزيد عن 20 سنة، حتى تم تعديل هذه النسبة في إطار الأعداد للرقابة غير المباشرة على الائتمان، واعتباراً من 1991 حدد البنك المركزي الحد الأدنى لنسبة السيولة بالعملة المحلية التي يتعين على المصارف الالتزام بها و هي 20%، في حين يبلغ الحد الأدنى لهذه النسبة 25% للعملات الأجنبية، ولقد حافظت البنوك مجتمعة خلال عامي 2005، 2006 من الدراسة على الحد المقرر لنسبتي السيولة بالعملة المحلية و الأجنبية و هي 20% و 25% على التوالي، وبلغ متوسط هذه النسبة بالعملة المحلية 34.9% و متوسط النسبة بالعملات الأجنبية 52.7% خلال 2005 / 2006، ويتم احتساب هذه النسبة على أساس المتوسط اليومي لأيام العمل الفعلية خلال أشهر .

¹ - عباس كاظم الدعي، المرجع نفسه، ص 242-244.

6- الوسائل الأخرى:

أ- استخدام البنك المركزي نوعا من الأساليب المباشرة على الرقابة و الائتمان و نقصد أسلوب الإقناع الأدبي من خلال قيامه بإقناع المصارف بضرورة الالتزام بالتوجيهات و التوصيلات الصادرة لها سواء كانت مكتوبة أو عن طريق الاتصال الشخصي وبما يخدم النشاط الاقتصادي.

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

ج- منع البنك المركزي المصري المصارف من التعامل أو المضاربة بالمعادن النفيسة بأي شكل من الأشكال، لما تميز به هذه المعادن من التذبذب الشديد في أسعارها، وكذلك لغرض درس المخاطر التي تتعرض لها أموال المصرف و العملاء.

د- انسجاما مع التدابير الدولية فيما يتعلق بقياس مدى كفاية رأس المال المصرفي التي أقرتها لجنة بازل فقد قرر البنك المركزي المصري بأن تلتزم المصارف المسجلة لديه برأسمالي أسمى (رأسمال المدفوع و الاحتياطات و الأرباح المرحلة) لا يقل 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 أن هذه النسبة تم تعديلها خلال السنوات اللاحقة ليصبح رأس المال الأساس الذي تلتزم به المصارف لا يقل عن 10%، في حين يتضمن رأس المال المساند 45% من الزيادة بين القيمة السوقية و القيمة الدفترية لكل الاستثمارات المالية المتاحة للبيع و المحتفظ بها حتى تاريخ الاستحقاق.

هـ - وفي إطار الجهود التي تبذلها مصر لإصدار التشريعات المتعلقة بعمليات غسيل الأموال و مخاطرها فقد وقعت مصر اتفاقيتين دوليتين لمكافحة غسيل الأموال وهما اتفاقية الأمم المتحدة (اتفاقية فيينا) عام 1988، و الاتفاقية العربية في تونس عام 1994.

و- وفي إطار العمل على تطوير وتنويع أدوات السياسة النقدية بهدف تنشيط عمليات السوق المفتوحة قام البنك المركزي المصري باستخدام أداتين جديدتين هما عمليات البيع النهائي (Out Right) و عمليات إعادة الشراء المعكوسة (Reverse Repos) للأذونات على الخزنة⁽¹⁾.

¹ - عباس كاظم الدعيمي، المرجع نفسه، ص 245-247.

المبحث الثالث: انعكاسات السياسة النقدية على سوق مصر للأوراق المالية

يتأثر سوق مصر للأوراق المالية كغيره من الأسواق المالية الأخرى بالسياسة النقدية عن طريق مجموعة من الأدوات التي من شأنها التأثير بطريقة مباشرة أو غير مباشرة على أداء السوق وفعاليتها.

المطلب الأول: نشأة سوق مصر وتطوره

يشير التاريخ الاقتصادي إلى أن بورصة الأوراق المالية في مصر من أقدم البورصات على المستوى العالمي، بعد أن تكونت أولى شركات المساهمة المصرية عام 1750 و بدأت التفكير في مزاوله نشاط البورصة و لكن لم يكن هناك مكان مخصص لذلك، فكان رجال الأعمال يجتمعون في المقاهي و الطرقات لبيع الأسهم وشرائها بشكل غير رسمي، وابتدأ من عام 1883 إلى عام 1898 قامت عدة محاولات لإنشاء سوق لبيع و شراء الأوراق المالية إذ اجتمع عدد من السماسرة و التجار و باستئجار مبنى لهم يقع خلف حديقة الأزبكية بذلك كانت أول بورصة في القاهرة و كان ذلك بالتحديد عام 1890 و لكن نشاطها كان قليلا و غير منظم مما أدى إلى إغلاقها⁽¹⁾.

واستمرت هذه المحاولات لإنشاء سوق منظمة لبيع الأوراق المالية وشرائها، ففي عام 1898 كانت محاولة أخرى لإنشاء سوق منظمة و اختيار أحد الفنادق لذلك الغرض إلا أنه هو الآخر كان نشاطه قليلا وضعيفا و لكن تزايد النشاط الاقتصادي في مصر في الربع الأخير من القرن التاسع عشر و بعد ان بلغ عدد الشركات التي يتم التعامل بأسهمها بما يقرب من 79 شركة يشكل رأسمالها 29 مليون جنيه، الأمر الذي استوجب ايجاد سوق للأوراق المالية، مما دفع ذلك بتدخل المشرع و اقيمت أول بورصة رسمية عام 1903 في القاهرة بعدها تم إنشاء بورصة الاسكندرية عندما أصدرت الحكومة المصرية آنذاك أول لائحة رسمية لتنظيم عمليات التداول في البورصة بعد ان اتسع نشاطها و ازدادت ارباح الاستثمار بالأوراق المالية.

ويمكن استخلاص مراحل تطور سوق مصر للأوراق المالية بمراحل عدة تبعا لارتباطها بالفلسفة الاقتصادية السائدة و التي تباينت ما بين الحرية الاقتصادية و التخطيط الاقتصادي الشامل و حتى استقر

¹ - عبد الغفار حنفي ، رسمية قرياقص، أسواق المال وتمويل المشروعات، مرجع سابق، ص 67.

الوضع الراهن على اقتصاد السوق في ظل الاصلاحات الاقتصادية التي اتبعتها الحكومة المصرية و لعل هذه المراحل هي: (1)

المرحلة الاولى (1883-1958) :

شهدت هذه الحقبة انشاء بورصتي القاهرة و الاسكندرية على التوالي، وعلى الرغم مما بدأتها هذه السوق من انخفاض في نشاط التداول في هذه المرحلة بسبب القانون الخاص بتحديد نسب توزيع الأرباح لحملة الأسهم، مما أدى إلى الهبوط المتتالي في القيمة السوقية ثم إلى وضع حد أدنى للأسعار و دخول الحكومة في بعض الاحيان مشترية لغرض حماية سوق الأوراق المالية من الانهيار خصوصا مع بداية الحرب العالمية الأولى و الثانية 1939، 1914 و التي شهدت فيها نشاط اسواق مصر للأوراق المالية ركودا حادا استمر طوال سنوات الحرب نتيجة الظروف التي فرضتها الحرب وتراكم ديون الشركات ومن ثم تعدد حالات الإفلاس والخسائر، إلا أن هناك بعض مدد الانتعاش التي تخللت هذه المرحلة بدأت مع صدور القوانين الخاصة بالبورصة و التي من شأنها أن تنظم عمليات التداول ففي عام 1907 صدرت لائحة رسمية تنظم عملية التداول أدخلت حيز التنفيذ في عام 1910 في بورصة القاهرة و 1913 في بورصة الاسكندرية اسهمت في انتعاش نشاط السوقين و في عام 1933 صدر المرسوم الملكي الذي يمثل لائحة جديدة للبورصات المصرية تنظم عمليات التداول شهدت بعدها السوق المالي المصرية نشاطا ملحوظا إلى حد أنها صنفت كخامس نشاط بورصة في العالم، ومنذ منتصف الخمسينيات و نتيجة للتطور الاقتصادي الكبير الذي شهده الاقتصاد المصري تم تطوير لائحة البورصات المصرية اخذت على عاتقها مسؤولية جذب المدخرات المحلية و الأجنبية للنهوض بالخطط التنموية، إذ ساهم بدوره في انعاش السوق المالي، وخصوصا بعد صدور القانون رقم 161 لسنة 1957 و الذي بموجبه اكتسبت البورصات المصرية شخصيتها الاعتبارية وتحملت بموجبها مسؤولية رئيسة في تمويل المشروعات الاستثمارية الخاصة بالتنمية الاقتصادية، إذ بلغ عدد الشركات المساهمة في السوق المالي مع نهاية تلك المرحلة 925 شركة اتصفت حركة تداولها بالنشاط،

¹ -عباس كاظم الداعي، مرجع سابق ، ص 311-313.

فضلا عن ارتفاع اسعار الأوراق المالية، وهكذا فإن هذه المرحلة شهدت حالات من الركود الحاد ينتابها حالات من الانتعاش أسهمت فيها الحكومة من خلال اصدارها للأنظمة و اللواعة المنظمة لبورصة مصر للأوراق المائية.

المرحلة الثانية (1959-1973):

وتمثل حقبة الخمسينيات و الستينيات و تتميز بكثرة صدور القوانين و القرارات الاشتراكية، التي أدت بدورها إلى تغيرات جذرية في الاقتصاد المصري و انعكست سلبا على سوق المال إذ واجهت صعوبات وعقبات جمة، علما أن تلك السوق أصيبت بشكل تام و بخاصة بعد صدور القانون 116 لسنة 1961 الخاص بتعطيل العمل ببورصتي القاهرة و الاسكندرية لمدة شهرين، إذ هبط حجم التعامل من 66،7 مليون جنيه عام 1958 الى 38 مليون جنيه عام 1961 و استمر هذا التدهور حتى وصل إلى 2،8 مليون جنيه عام 1968، ثم أن عدد الشركات اخفض هو الآخر ليصل الى 30 شركة عام 1968 بعد أن كان 925 عام 1958 و بالنظر إلى هذه الأرقام فإنه يمكننا أن نتصور مدى الاضرار الذي أصاب سوق الأوراق المالية و تدهور نشاطه وقف العمل بها، إذ لم تعد السوق المالية المصدر الأساسي لمد المشروعات و الهيئات باحتياجاتهم من الموارد المالية و من ثم ادى هذا الوضع إلى لجوء كثير من الأفراد الى التخلي عن ما في حوزتهم من أوراق مالية بأول سعر خوفا من الخسارة المحتملة و قد انعكس ذلك في التدهور المستمر في أسعار هذه الأوراق و من ثم اهتزاز الثقة في هذا النوع من الاستثمارات.

المرحلة الثالثة (ما بعد 1974 مرحلة سياسة الانفتاح الاقتصادي)

بدأت منذ أوائل السبعينات و يطلق عليها حقبة الانفتاح الاقتصادي إذ اعتمدت على حرية حركة رؤوس الأموال العربية و الأجنبية، و قد ساعد هذا الانفتاح صدور مجموعة من القوانين و القرارات التي تهدف إلى تنمية سوق المال المصري كالقانون رقم 43 لسنة 1973 وتعديلاته وقانون الضريبة على الدخل رقم 57 لسنة 1981 و قانون الشركات رقم 159 لسنة 1981 وقانون تعديل اللائحة العامة للبورصات رقم 121 لسنة 1986، كذلك شهدت هذه المرحلة إنشاء هيئة السوق المالي المصري و صدور القانون رقم 146

لسنة 1988 بهدف تنظيم الشركات التي تعمل في مجال تلقي الأموال، وفي عام 1992 صدر قانون رقم (95) الخاص بتطوير سوق المال و الذي يعد نقطة تحول مهمة إذ سمح بإنشاء صناديق الاستثمار و إقامة شركات متخصصة في الأوراق المالية و شركات المقاصة وقد استمرت الجهود المبذولة لتطوير الأداء و تنشيط المعاملات في سوق الأوراق المالية حتى عام 2005، 2006 وذلك من خلال صدور العديد من القوانين التي تسهم في تحسين البيئة التشريعية و التنظيمية من ناحية الترويج لجذب المزيد من المستثمرين سواء على المستوى المحلي أو الخارجي إذ ساهمت تلك الإجراءات على تطوير العمل في البورصة، فقد بلغ عدد الشركات المدرجة في البورصة للسنة المالية 2006/2005 (656، 603) شركة على التوالي الأمر الذي يعكس مدى الانتعاش الذي شهدته البورصة المصرية بالمقارنة مع المرحلة السابقة، إذ أن مسألة تطوير الأسواق المالية تمثل محورا أساسيا من محاور برامج الإصلاح التي جاءت متماشية مع الاصلاحات الاقتصادية التي تبنتها الحكومة، الى جانب ذلك شهد جانب الاصلاح استكمالاً للبنية الأساسية لسوق الأوراق المالية استخدام نظام التداول الآلي و تشير المعلومات الى حركة التداول و على اساس يومي عن ربط البورصة المصرية مع كبرى شركات الاتصال في العالم كذلك تم انتظام سوق مصر الى قاعدة معلومات الأسواق المالية العربية، وقد ادخل النظام الآلي (الالكتروني) لأول مرة في البورصات المصرية عام 1993 ولجميع مراحل عمليات التداول.

المطلب الثاني: الأدوات المتداولة في سوق مصر للأوراق المالية

وفيما يلي يتم تناول أهم الأدوات المتداولة في سوق الأوراق المالية وفقا للقوانين والأنظمة المعمول بها

في مصر وهي:

1- 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 الاسمية، لكن بصدور القانون 95 لسنة 92 سمح

بإصدار الأسهم لحاملها على أن لا يكون لحاملها هذه الأسهم حق التصويت في الجمعيات العمومية .

ومن 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 وحساب الأرباح و الخسائر للشركة المصدرة عن مدة سنتين ماليتين متتاليتين، والحكمة من تقرير هذا القيد هو حماية المساهمين و الدائنين من المبالغة في تقدير قيم الحصص العينية⁽¹⁾.

2- 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، وتتصف سوق السندات في مصر بالضحالة وعدم التنوع نتيجة لضعف المشاركة الحكومية واعتماد كثير من الشركات على الاقتراض المصرفي وأهم صور السندات في السوق المصرية للأوراق المالية سندات الشركات و البنوك، و السندات الحكومية مثل سندات الإسكان وسندات التنمية و سندات الخزنة، وتجدر الإشارة إلى أن القانون رقم 159 كان يشترط في مادته رقم 149 أن تكون السندات المصدرة اسمية، إلا أن هذا الشرط تغير مع صدور القانون 95 في مادته 12 التي أجازت إصدار السندات لحاملها بموافقة الجمعية العمومية. وثمة شروط لطرح السندات في اكتتاب عام أهمها الحصول على ترخيص من الهيئة العامة للسوق، و أن تؤدي الشركة المصدرة رأسمالها بالكامل، وأن تعتمد ميزانية واحدة على الأقل للشركة قبل إصدار السندات المطروحة للاكتتاب العام⁽²⁾.

3- حصص التأسيس :

وهي صكوك تصدرها شركات المساهمة بغير قيمة اسمية لبعض الأشخاص أو الهيئات بغير مقابل، وذلك مقابل ما قدموه من خدمات أثناء التأسيس أو مقابل التنازل عن حق من الحقوق المعنوية (مثل حق الاختراع أو العلامات التجارية) . وتمنح هذه الصكوك لأصحابها نصيبا من الأرباح، يحدده نظام الشركة،

¹ - عبد الستار بكري حسن، بورصات الأوراق المالية في مصر: نشأتها و تطورها و أدواتها وأوضاع التعامل فيها، مكتبة الاسكندرية، الاسكندرية، ط1998، ص126.

² - عبد الستار بكري حسن، المرجع نفسه، ص128.

وهي قابلة للتداول بالطرق التجارية. وقد ظهرت هذه الحصص لأول مرة في نظام شركة قناة السويس، ثم ذاع هذا النظام بعد ذلك ذيوماً كبيراً في العالم.

ولما كانت هذه الحصص تقتطع من أرباح الشركة دون أن يشارك أصحابها في رأس المال اللازم لمباشرة نشاطها، فإنه غالباً ما يتم التدخل لوضع قيود على إصدارها وتداولها، وكيفية تحديد الأرباح التي تخصص لها (1).

4- صكوك التمويل :

صكوك التمويل من الأوراق المالية التي نصت عليها لأول مرة المادة (15) من القانون رقم (146) لسنة 1988 في شأن شركات تلقي الأموال لاستثمارها، ثم جاءت اللائحة التنفيذية لقانون رأس المال رقم (95) لسنة 1992، وأعدت النص على صكوك التمويل كورقة مالية من الأوراق التي تصدرها شركات المساهمة وشركات التوصية بالأسهم. وتلجأ الشركات المساهمة وشركات التوصية بالأسهم إلى إصدارها لمواجهة الحاجات التمويلية لها أو لتمويل نشاط أو عملية بذاتها.

مما سبق، يتضح أن الأوراق المالية التي يرد عليها التعامل، والتي تخضع لوساطة شركات السمسرة في القانون المصري، هي الأسهم، والسندات، وحصص التأسيس، وصكوك التمويل (2).

المطلب الثالث: تأثير السياسة النقدية على سوق الأوراق المالية في مصر خلال الفترة 1990-2010

تؤثر السياسة النقدية على سوق الأوراق المالية في مصر من خلال العلاقة بين المتغيرات الخارجية (المؤشرات النقدية) المتمثلة في عرض النقود، أسعار الفائدة، سعر الصرف، وكذلك معدل التضخم و المتغيرات الداخلية (مؤشرات أداء سوق الأوراق المالية) كمعدل دوران الأسهم و عدد الشركات، ويمكن توضيح هذا التأثير كما يلي:

1- التأثير من خلال عرض النقود في مصر:

¹ - حسين عبد المطلب الأسرج، دور سوق الأوراق المالية في تنمية الادخار في مصر، رسالة مقدمة لنيل درجة الماجستير في الاقتصاد، جامعة الزقازيق، مصر، 2002، ص 61.

² - حسين عبد المطلب الأسرج، المرجع نفسه، ص ص 61، 62.

وفي هذا الإطار نحاول ان نحلل العلاقة بين تأثير عرض النقود في مصر على أداء سوق الأوراق المالية فيها، وذلك من خلال دراسة العلاقة بين عنصر عرض النقود MS2 ومعدل دوران الأسهم.

ويعد معدل دوران الأسهم من أهم المعايير التي يجب أن يأخذها المستثمر في الاعتبار قبل اتخاذ قرار الاستثمار بالأوراق المالية، كما أنه يعد أحد معايير المفاضلة ليس فقط فيما بين الأسهم المدرجة في سوق ما بل تتعدى ذلك لتشمل المفاضلة فيما بين الأسواق المالية المختلفة بالنسبة للمستثمرين الأجانب.

ويمكن القول إن معدل دوران الأسهم يستهدف بصفة أساسية قياس درجة سيولة سوق مالي ما أو سهم ما دون الآخر ويقصد بالسيولة في هذه الحالة توافر أوامر الشراء والبيع في معظم أيام التداول أو من الأفضل في جميع أيام التداول، أو بمعنى آخر إمكانية تحويل السهم إلى نقدية بسرعة وبأقل تكلفة ويسعر يقارب آخر سعر للتداول.

وكلما زادت معدلات التداول على السهم ارتفعت سيولته بما يتيح فرصاً للمستثمرين للدخول والخروج من هذا السهم متى أرادوا، وبالتالي تقلص عامل المخاطرة على الاستثمار في السهم، حيث تؤدي السيولة إلى توفير فرص أوسع للشراء والبيع وتزيد من الجاذبية الاستثمارية لسهم ما أو سوق ما وتعمل السيولة على انتظام الأسعار أو استقرارها في السوق حيث تؤدي إلى انخفاض التقلبات الحادة في السعر ومن ثم انخفاض حدة التذبذب فيه وهو ما يطلق عليه في بعض الأحيان عمق السوق، وهناك مؤشر آخر لقياس مدى سيولة سهم ما غير معدل دوران السهم يتمثل في نسبة أيام التداول لسهم معين إلى إجمالي أيام التداول، وذلك خلال فترة معينة.

وينصح دائماً بشراء الأسهم ذات معدل الدوران المرتفع مقارنة بمعدل الدوران للشركات الأخرى المثلية أو مقارنة بمتوسط معدل الدوران لأسهم القطاع الذي تنتمي إلى الشركة محل التقييم، أما الأسهم ذات معدلات الدوران المنخفضة فمن غير المستحب المجازفة بالاستثمار فيها حتى لو كانت تعطي معدلات عائد أو ربحية سنوية مرتفعة إلى حد ما وذلك نظراً لما سينتج عن ذلك من تجميد للاستثمارات وتقليل درجة مرونة

المستثمر في التحول من استثمار الى آخر أو من سهم الى آخر في ضوء التغيرات التي تحدث في البيئة الاستثمارية المحيطة بالشركات المختلفة.

إن الجدول التالي يبين لنا تطور كل من عرض النقود ومعدل دوران الأسهم بالبورصة المصرية خلال الفترة 2010/1990.

جدول رقم (2): تطور عرض النقود ومعدل دوران الأسهم بمصر خلال الفترة 2010/1990.

السنوات	مليار جنيه MS2	%معدل دوران الأسهم
1990	669.074	4.06
1995	075.0152	8.36
2000	276.0255	34.84
2002	728.0328	21.09
2004	911.0434	15.48
2006	682.0534	50.69
2007	610.452	45.6
2008	756.553	61.9
2009	808.603	60.1
2010	888.176	43.0

المصدر:

-عرض النقود (MS2) 1990-2006 عباس كاظم الدعي ، ص 252.

-عرض النقود 2007-2010، التقرير المالي الشهري (تقرير احصائي دوري يصدر عن وزارة المالية المصرية كل شهر) ص 46.

-معدل دوران الأسهم 1990-2006 ، عباس كاظم الدعي، ص 323،324.

-معدل دوران الأسهم 2007-2010 عن الموقع

<http://data.albankaldawli.org/indicator/CM.MKT.TRNR>

من خلال معطيات الجدول السابق نلاحظ ان العرض النقدي والذي يدخل في عادة العملات الورقية والمعدنية التي يتداولها الأشخاص في تعاملاتهم اليومية أي النقود المتداولة قد شهد تطورا ملحوظا خلال فترة الدراسة وهو ما يفسر زيادة حجم الكتلة النقدية المتداولة بالسوق النقدية المصرية بشكل مستمر. وبالمقابل فإن مؤشر دوران الأسهم بالبورصة يشهد تذبذباً في تغيراته حيث في بداية الفترة يرتفع بوتيرة متزايدة إلى أن يبدأ في الانهيار خلال سنتي 2002 و 2004 على التوالي. وهما السنتين التين شهد فيهما عرض النقود تذبذبا كذلك، اي أن للعرض النقدي تأثير في هذا الاختلال، أما السنوات الموالية فقد عاود معدل دوران الاسهم تحسنه بالموازاة مع زيادة الكتلة النقدية المعروضة باستثناء أواخر سنة 2010 أين سجل المعدل تراجعاً وذلك نتيجة التغيرات المختلفة السياسية والاقتصادية التي شهدتها مصر بداية من هذه السنة.

وعليه فان ما يمكن استنتاجه من تغيرات العرض النقدي مع مؤشر دوران الاسهم بالبورصة المصرية هو ان المتغيرين تربطهما علاقة طردية واضحة حيث أن مؤشر دوران الاسهم في البورصة المصرية يتأثر بالكتلة النقدية المتداولة فكلما زادت الكتلة النقدية نلاحظ تحسن معدل دوران السهم والعكس صحيح.

2- التأثير من خلال سعر الفائدة :

إن العنصر الثاني الذي ندرجه في تحليلنا للعلاقة الموجودة بين السياسة النقدية في مصر وأداء سوق الأوراق المالية فيها، هو تأثير سعر الفائدة والمتمثل في الفائدة على أدونات الخزينة العمومية على مؤشر دوران الأسهم بالبورصة المصرية، والتي يمكن تحليلها من خلال معطيات الجدول التالي:

جدول رقم (3): تطور معدل الفائدة على أدونات الخزينة ومعدل دوران الأسهم بمصر خلال الفترة

.2010/1997

السنوات	الفائدة على أذونات الخبزينة %	معدل دوران الأسهم %
1997	8.8	28.23
1998	8.8	22.25
1999	9.0	29.23
2000	9.1	34.84
2001	7.2	22.15
2002	5.5	21.09
2003	6.9	13.40
2004	9.9	15.48
2005	8.6	33.06
2006	9.0	50.69
2007	8.9	45.6
2008	7.4	61.9
2009	11.6	60.1
2010	10.2	43.0

المصدر:

-الفائدة 1997-2006 عباس كاظم الدعمي، ص ص 255، 256.

-الفائدة 2007-2010 ، التقرير المالي الشهري (تقرير احصائي دوري يصدر عن وزارة المالية المصرية

كل شهر) ص 41.

-معدل دوران الأسهم 1997-2006 ، عباس كاظم الدعمي، ص ص 323،324.

-معدل دوران الأسهم 2007-2010 عن الموقع

<http://data.albankaldawli.org/indicator/CM.MKT.TRNR>

إن ما يمكن ملاحظته بشكل عام حول تطور أسعار الفائدة على أذونات الخبزينة بمصر خلال فترة

الدراسة هو أنها قد شهدت استقرار عام طيلة الفترة الأولى إلى غاية سنة 2008 وذلك بمتوسط معدل بلغ

نسبة 8.25%، في حين شهدت بعد ذلك ارتفاع محسوس إلى ان وصلت الى نسبة 10.2 % سنة 2010، وبالمقابل فإن تغيرات معدل دوران الأسهم كانت مشابهة نسبيا للتغيرات التي مست معدل أسعار فائدة أدونات الخزينة خلال فترة الدراسة. إلا أن العائد على أدون الخزينة المصرية وسندات خارجية لأجل عشرة أعوام قد شهدت انخفاض لأدنى مستوى منذ 2010 . وهو راجع بشل خال لعدم الاستقرار السياسي الذي تشهده مصر.

وعليه فان ما يمكن استنتاجه من تغيرات أسعار الفائدة على أدونات الخزينة مع مؤشر دوران الاسهم بالبورصة المصرية هو ان المتغيرين تربطهما علاقة طردية واضحة حيث أن مؤشر دوران الاسهم في البورصة المصرية يتأثر أسعار الفائدة على أدونات الخزينة فكلما زادت هذه الأخيرة نلاحظ زيادة في معدل دوران السهم والعكس صحيح.

3- التأثير من خلال سعر الصرف:

الجنيه المصري هو الوحدة الأساسية الحالية للعملة في مصر، وينقسم الجنيه إلى 100 قرش أو 1000 مليم صادرة عن البنك المركزي المصري، ويستخدم رمز الأيزو 4217 للإشارة إلى الجنيه المصري بالأحرف EGP ، ولقد تم إقرار إصدار الجنيه المصري عام 1834 ، وتم صكه وتداوله عام 1836 . وفي دراستنا سوف نقوم باستعراض تغيرات سعر الصرف الجنيه المصري مقابل الدولار وتأثير ذلك على مؤشر دوران الأسهم في البورصة المصرية خلال الفترة 2010/1990، والجدول التالي يبين لنا هذه التطورات.

جدول رقم (4): تطور سعر صرف الجنيه المصري ومعدل دوران الأسهم خلال الفترة 1990/2010.

السنوات	جنيه /دولار	معدل دوران الأسهم%
1990	2.707	4.06
1991	3.250	2.64
1992	3.330	3.42
1993	3.353	2.13
1994	3.386	8.37
1995	3.391	8.36
1996	3.392	18.23
1997	3.388	28.23
1998	3.388	22.25
1999	3.398	29.23
2000	3.512	34.84
2001	3.973	22.15
2002	4.500	21.09
2003	5.861	13.40
2004	6.194	15.48
2005	5.791	33.06
2006	5.740	50.69
2007	5.636	45.6
2008	5.431	61.9
2009	5.542	60.1
2010	5.622	43.0

المصدر:

-سعر الصرف 1990-2002 عباس كاظم الدعيمي، ص 259.

-سعر الصرف 2003-2010 التقرير المالي الشهري (تقرير احصائي دوري يصدر عن وزارة المالية

المصرية كل شهر) ص 21.

-معدل دوران الأسهم 1990-2006 ، عباس كاظم الدعيمي، ص 323،324.

- معدل دوران الأسهم 2007-2010 عن الموقع

<http://data.albankaldawli.org/indicator/CM.MKT.TRNR>

عرف سعر الصرف الجنيه المصري استقرارا كبير طيلة الفترة 1990/ 2002 في حدود 3000 جنيه مصري، وذلك راجع للسياسة النقدية المتبعة من قبل السلطات النقدية في مصر بالحفاظ على استقرار العملة الوطنية، إلا انه تغير الوضع في السنوات المالية وذلك بانخفاض قيمة الجنيه المصري مقابل الدولار إلى ان وصل الى ما قيمته 5622 سنة 2010، ويرجع ذلك الى تحول السياسة النقدية في مصر الى التركيز على استقرار الاسعار من خلال ضبط معدلات التضخم، وبالمقابل فإن هذه السياسة قد اثرت في الاسواق المالية من خلال تأثير مثل معدل دوران الاسهم في البورصة المصرية بنفس التغيرات السابقة. وهو ما يوضحه الجدول السابق. اي ان تأثير تغيرات سعر الصرف قد حافظت على نفس العلاقة المؤشرات السابقة في تغيرات معدل دوران الاسهم بالبورصة.

4-التأثير من خلال معدل التضخم :

يهدف البنك المركزي المصري إلى تطوير إطار السياسة النقدية وإدارة سعر الصرف للجنيه المصري، لتحقيق معدلات تضخم منخفضة في الأجل المتوسط، ما سيسهم في دعم النمو الاقتصادي والاستثمار، بالإضافة إلى تقليل فجوة التضخم بين مصر وشركائها التجاريين، بما يحسن من مستويات الدخل الحقيقية للمواطنين، ويدعم من القدرة التنافسية للصادرات. وعلى هذا الأساس فإن مستوى التضخم يلعب دور في التأثير على عدة مؤشرات اقتصادية مختلفة، وهنا فاننا نحاول ان ندرس مدى تأثير التضخم في سوق الاوراق المصرية من خلال دراسة تغيراته موازاة مع تغيرات مؤشر عدد الشركات في السوق المالية المصرية. والجدول التالي يبين هذه التغيرات.

جدول رقم (5): تطور معدل التضخم ومؤشر عدد الشركات في البورصة المصرية خلال الفترة

2010/1991.

السنوات	معدل التضخم %	مؤشر عدد الشركات
1991	19.5	627
1992	13.7	656
1993	11.2	674
1994	9.0	700
1995	10.7	680
1996	7.0	661
1997	4.5	700
1998	4.6	954
1999	3.5	1036
2000	2.8	1070
2001	2.0	1136
2002	2.4	1122
2003	4.4	800
2004	11.3	767
2005	4.8	656
2006	7.6	603
2007	7.1	435
2008	16.2	373
2009	13.3	306
2010	10.1	212

المصدر:

-معدل التضخم 1991-2006 عباس كاظم الدعي، ص 261 .

-معدل التضخم 2007-2010 ماجدة قنديل مجلة آراء في السياسة الاقتصادية، ص 2.

-مؤشر عدد الشركات 1991-2006 عباس كاظم الدعيمي، ص ص 324،323.

-مؤشر عدد الشركات 2007-2010 البورصة المصرية التقرير السنوي 2012، ص 18.

شهدت معدلات التضخم في فترة التسعينيات من القرن الماضي في مصر معدلات مرتفعة قاربت المعدل 19.5% في بدايتها، إلا انها تحسنت في نهايتها وبشكل جيد وهي الفترة التي شهدت بها البورصة المصرية أكبر قدر من الشركات المتداولة بها، وواصلت ذلك باستثناء سنة 2004 اذ بلغت معدل 11.3%، كما انه بالسنوات الاخيرة عاود معدل التضخم بالارتفاع كنتيجة حتمية الاوضاع غير المستقرة بالاقتصاد المصري فضلا عن تأثير الازمة الاقتصادية الراهنة، وهو ما يفسر كذلك تراجع عدد الشركات المتداولة في البورصة والتي تراجعت ارباح الكثير منها وكذا افلاس البعض منها لنفس الاسباب السابقة. وهنا نستنتج ان معدل التضخم له تأثير مباشر على حجم الشركات المتداولة في الاسواق المالية . حيث تربطه علاقة طردية بين المتغيرين.

خلاصة الفصل:

شهدت السياسة النقدية في مصر عدة تطورات فقد اتجهت إلى تحقيق استقرار الأسعار والمحافظة على هذه الأسعار لاحتواء الضغوط التضخمية، وذلك من خلال مواءمة بين المعروض النقدي و الطلب عليه، ولقد استخدم البنك المركزي المصري الأدوات المتاحة للسياسة النقدية في إدارة السيولة ونسبة الاحتياطي و غيرها، مع المحافظة على معدلات مرتفعة للاستثمار و النمو الاقتصادي، وهو ما يؤثر على أداء وفعالية سوق الأوراق المالية.

ولهذا نستخلص أن وضعية سوق الأوراق المالية في مصر وكذا نشاطه مرتبطة ارتباطا وثيقا بالتغيرات

التي شهدت السياسة النقدية خلال فترة الدراسة.

العلماء العلماء

عالجت هذه الدراسة الموسومة "أثر السياسة النقدية على نشاط سوق الأوراق المالية" موضوعا ذا أهمية كبرى للاقتصاد، نظرا لما يحضى به من اهتمام عند متخذي القرار في معظم بلدان العالم، وقد تم الأخذ بالتجربة المصرية خلال الفترة (1990-2010) كدراسة حالة بهدف توضيح معطيات الجانب النظري، وصولا إلى فهم المشكلة بمختلف أبعادها.

حيث تعد السياسة النقدية من أهم ركائز الاقتصاد لأي دولة سواء متقدمة أو سائرة في طريق النمو ويمثل سوق الأوراق المالية حيزا ملائما و إطار نشطا لتطبيق تلك السياسة التي تعتمد على جملة من الأدوات التي تسعى إلى تحقيق الاستقرار الاقتصادي العام.

فبالنسبة لمصر فإزاء تراجع الاقتصاد الوطني و تضخم حجم المديونية وتزايد الاختلالات الهيكلية، اضطرت الحكومة المصرية إلى انتهاج برنامج شامل للإصلاح الاقتصادي، وقد 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 ادارية، الى نظام آخر يؤدي فيه القطاع الخاص دورا أساسيا و يتم تخصيص الموارد اعتمادا على آليات السوق وعلى حافز الربح و المبادلة الفردية. كما أصبح الاقتصاد المصري خلال العقدين الماضيين أكثر اندماجا في الأسواق العالمية، ومن ثم أصبح أكثر عرضة للتأثر بتقلبات الدورات الاقتصادية، ومن هنا تأتي أهمية أن تتسم السياسة النقدية برؤية أكثر شمولية، مع إيلاء أولوية أكبر لتنشيط الناتج عند مستوى يتناسب مع الاستغلال الأمثل للموارد المتاحة فضلا عن الحد من التضخم وتحديدًا فإن زيادة حجم التدفقات الرأسمالية الوافدة تؤدي إلى تفاقم تقلبات سعر الصرف، الأمر الذي يستدعي من البنوك المركزي و التخفيف من حدة هذه التقلبات.

وفي مجمل نتائج الدراسة فقد توصلنا الى تقييم الفرضيات السابقة، كما أدرجنا بعض النتائج المهمة في في البحث وختمنا بتوصيات فقد تمركزت الفرضية الأولى حول طبيعة سوق الأوراق المالية، حيث اتضح لنا أن سوق الأوراق المالية في مصر هو كغيره من الأسواق المالية يعد الحيز أو القناة التي تضمن تدفق أموال من أصحاب الفائض المالي إلى أصحاب العجز بهدف تمويل المشروعات.

وتمحورت الفرضية الثانية حول طبيعة العلاقة التي تجمع بين السياسة النقدية و سوق الأوراق المالية فقد تبين لنا أنهما مكملتين لبعض من خلال علاقة الترابط والتكامل الموجودة بينهما.

وفيما يتعلق بالفرضية الثالثة و التي تدور حول تأثيرات السياسة النقدية على سوق مصر للأوراق المالية، فقد اتضح أن السلطات النقدية المصرية عملت على تطبيق سياستها النقدية من خلال عدة أدوات والتي كانت

لها تأثيرات متباينة على السوق المصري أي أن السياسة النقدية في مصر تؤثر على أداء سوق الأوراق المالية من خلال عدة مؤشرات تتمثل أساسا في عرض النقود و سعر الفائدة ،سعر الصرف وكذا معدل التضخم.

- نتائج الدراسة:

من خلال هذه الدراسة توصلنا إلى مجموعة من الاستنتاجات تمثلت فيما يلي:

- * السياسة النقدية هي تلك الاجراءات التي يتبناها البنك المركزي من أجل تحقيق عدة أهداف.
- * سوق الأوراق المالية هو ذلك الاطار أو الحيز الذي يتم فيه إصدار و تداول مختلف الأدوات المالية طويلة الأجل.
- * يتم التعامل في سوق الأوراق المالية بواسطة عدة أدوات من بينها الأسهم و السندات.
- * يتم تأثير أدوات السياسة النقدية على أداء سوق الأوراق المالية عن طريق قنوات عديدة.
- * اتسمت السوق المصرية للسندات بالضعف و الضحالة لأسباب عدة أهمها تفضيل المستثمرين للودائع المصرفية على السندات و عدم وجود تنوع في أدوات الدين.
- * لم يمارس البنك المركزي المصري عمليات السوق المفتوحة إلا بعد إصلاح 1991.
- * يعتمد البنك المركزي المصري في تطبيق السياسة النقدية على ضوابط التوسع الائتماني و نسبة السيولة إلى جانب الأدوات الأخرى.
- * تميزت السوق المصرية للأوراق المالية خلال فترة ما بعد الإصلاحات بدرجة تركز معقولة في كل من رأس مال السوق و التداول بالمقارنة بنظيرتها في بعض الدول النامية.
- * هناك علاقة قوية بين مؤشرات السياسة النقدية ومؤشرات أداء سوق الأوراق المالية في مصر.

توصيات الموضوع:

بعد عرض استنتاجات هذا الموضوع يمكن وضع التوصيات التالية:

- العمل على تحقيق التنوع في أدوات التعامل في السوق المصرية، من خلال إدخال العديد من الأدوات المستحدثة التي تميز الأسواق المتطورة، وثمة ضرورة لإدخال أساليب تغطية المخاطر، كعقود الخيارات و المستقبلات غيرها.

- العمل على تطوير سوق السندات، باعتبارها أحد العناصر الأساسية لأي سوق متطورة بالأوراق المالية.

- العمل على إدخال العديد من أدوات الدين الغائبة عن السوق المصرية، كسندات الدخل، و السندات المضمونة بأصول عقارية، وكذا السندات القابلة للتحويل إلى أسهم.

- العمل على تشجيع و جذب شركات الأعمال للاستثمار في سوق الأوراق المالية بدلا من التوجه الكبير نحو الاقتراض المصرفي.

- إعادة تأهيل النظام المصرفي المصري و العمل على فتح فروع مصرفية جديدة تتماشى مع النمو السكاني.

قائمة المراجع

قائمة المراجع :

أولاً : الكتب

- 1- أحمد جامع، التحليل الاقتصادي الكلي، دار الثقافة الجامعية، القاهرة، 1990.
- 2- أحمد فريد مصطفى ، سهير محمد السيد حسن، السياسات النقدية والبعد الدولي لليورو، مؤسسة شباب الجامعة، الاسكندرية، 2000.
- 3- أمين عبد العزيز حسن، الأسواق المالية، دار قباء الحديثة، القاهرة، 2007.
- 4- السيد متولي عبد القادر، الأسواق المالية و النقدية في عالم متغير، دار الفكر، عمان، ط1، 2010.
- 5- ألكسندر وليم تاينوتاس، أينوك تشارلز، إستخدام أدوات غير مباشرة في السياسة النقدية التمويل والتنمية، (المجلد 23، العدد 01، مارس 1996).
- 6- الفولي أسامة محمد ، شهاب مجدي محمود ،مبادئ النقود والبنوك ،الإسكندرية ،دار الجامعة الجديدة ،1997.
- 7- بلعروز بن علي، محاضرات في النظريات والسياسات النقدية ، الديوان الوطني للمطبوعات الجامعية ، 2004.
- 8- جمال خريس وآخرون، النقود و البنوك،دار الميسرة للنشر و التوزيع ز الطباعة، الأردن،2002.
- 9- حمزة محمود الزبيدي ،الاستثمار في الأوراق المالية ،مؤسسة العراق ، عمان،2004.
- 10- زكريا الدوري ، يسري السامرائي، البنوك المركزية و السياسات النقدية، دار اليازوري العلمية للنشر و التوزيع، الأردن، 2006.
- 11- زياد رمضان ، مروان شموط، الأسواق المالية ، الشركة العربية المتحدة، مصر،2008.
- 12- سعيد توفيق عبيد ، الاستثمار في الاوراق المالية ، مكتبة عين الشمس ، مصر ، 1998.
- 13- سمير عبد الحميد رضوان، أسواق الاوراق المالية ودورها في تمويل التنمية الاقتصادية، المعهد العالي للفكر الإسلامي،1996.

- 14- شمعون شمعون، البورصة، الأطلس للنشر، الجزائر، 1999.
- 15- صلاح الدين حسن السيسي، بورصات الأوراق المالية: الأهمية، الأهداف، السبل، مقترحات النجاح، عالم الكتب، ط1، 2003.
- 16- صلاح السيد جودة، بورصة الأوراق المالية، علميا وعمليا، مكتبة الإشعاع الفنية، الإسكندرية، ط1، 2000.
- 17- طارق عبد العال حماد، التحليل الفني والأساسي للأوراق المالية، الدار الجامعية، الاسكندرية، 2002.
- 18- طارق عبد العال حماد، دليل التعامل في البورصة، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2007.
- 19- طاهر حيدر حردان، مبادئ الاستثمار، دار المستقبل، عمان، ط1، 1997.
- 20- عاطف وليد أندرواس، أسواق الأوراق المالية بين ضروريات التحول الإقتصادي و التحرير المالي و متطلبات تطورها، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، ط1، 2007.
- 21- عباس كاظم الدمعي، السياسات النقدية و المالية و أداء سوق الأوراق المالية، دار صفاء للنشر و التوزيع، عمان، الطبعة الأولى، 2010.
- 22- عبد الستار بكري حسن، بورصات الأوراق المالية في مصر: نشأتها و تطورها و أدواتها وأوضاع التعامل فيها، مكتبة الاسكندرية، الاسكندرية، ط1، 1998.
- 23- عبد الغفار حنفي، رسمية قرياقص، أسواق المال: بنوك تجارية- أسواق الأوراق المالية شركات التأمين- شركات الإستثمار، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2001.
- 24- عبد الغفار حنفي، رسمية قرياقص، أسواق المال، بورصات مصارف شركات التأمين، دار الجامعة الإسكندرية، مصر، 2003.
- 25- عبد الغفار حنفي، رسمية قرياقص، أسواق المال وتمويل المشروعات، الدار الجامعية، الاسكندرية، 2002.
- 26- عبد المجيد قدي، المدخل إلى السياسات الاقتصادية الكلية، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2003.

- 27- عبد المطلب عبد الحميد، اقتصاديات النقود والبنوك، الدار الجامعية، مصر، 2007.
- 28- عبد المطلب عبد الحميد، السياسات الاقتصادية على مستوى الاقتصاد القومي (تحليل كلي) ، مجموعة النيل العربية للنشر، القاهرة، 2003.
- 29- عبد النافع عبد الله الزرري، غازي توفيق فرج ، الأسواق المالية ، دار وائل ، عمان ، 2001.
- 30- عبده محمد مصطفى محمد ، تقييم الشركات والاوراق المالية لاغراض التعامل في البورصة ، الدار الجامعية ، الاسكندرية ، 1998.
- 31- عصام حسين، أسواق الأوراق المالية "البورصة"، دارأسامة، عمان، 2007.
- 32- فيصل محمود الشاورة ، الاستثمار في بورصة الاوراق المالية ، دار وائل للنشر ، الاردن ، ط 1 ، 2008 .
- 33- كونغ هيومي و ونغ ، إصلاح أدوات السياسة النقدية، التمويل والتنمية، المجلد 29، العدد 1 مارس 1992.
- 34- محفوظ جبار ،سلسلة التعريف بالبورصة الجزء الأول، دار هومة، الجزائر، ط 1، 2002.
- 35- محمد أمين زويل، بورصة الأوراق المالية، دار الوفاء، مصر، 2000.
- 36- محمد الصيرفي، البورصات، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، ط 1 ، 2008.
- 37- محمد سويلم إدارة البنوك و بورصات الأوراق المالية، الشركة العربية للنشر و التوزيع، بدون سنة نشر.
- 38- محمد صالح الحناوي وآخرون ، الاستثمار في الأسهم و السندات (بورصة الأوراق المالية) ، الدار الجامعية ، الاسكندرية ، 2003.
- 39- محمد صبري هارون، أحكام الأوراق المالية الأسهم و السندات، دار النفائس، عمان الأردن، 2009.
- 40- محمد عبده محمد مصطفى، كيفية التعامل في البورصة و الأوراق المالية، مركز القرار الإستثماري، القاهرة، 1998 .
- 41- محمد عثمان إسماعيل حميد، أسواق رأس المال و بورصة الأوراق المالية ومصادر تمويل مشروعات الأعمال، دار النهضة العربية، القاهرة، 1993 .

- 42- محمد مطر، فايز تيم ، ادارة محافظ استثمارية ، دار وائل للنشر ، الأردن ، ط1 ، 2005.
- 43- محمد يوسف ياسين ، البورصة -تتازع القوانين- اختصاص المحاكم، منشورات الحلبي الحقوقية، بيروت، ط1، 2004.
- 44- محمود محمد الداغر، الأسواق المالية: مؤسسات- أسواق - بورصات، دار الشروق، عمان، ط1، 2007.
- 45- مروان عطون ، الأسواق النقدية المالية والبورصات ومشكلاتها في عالم النقد والمال ، ديوان المطبوعات الجامعية ، الجزائر ، ط2 ، 2003.
- 46- ملاك وسام، النقود و السياسات النقدية الداخلية، دار النهل اللبناني، بيروت، 2004.
- 47- منير ابراهيم هندي، أدوات الاستثمار في أسواق رأس المال : الأوراق المالية و صناديق الاستثمار ، المكتب العربي الحديث، الإسكندرية ، 2003.
- 48- منير ابراهيم هندي ، الاوراق المالية و أسواق المال، منشأة المعارف ، الاسكندرية ، 2007.
- 49- هوشيار معروف، الاستثمار و الأسواق المالية، دار صفاء للنشر و التوزيع، الأردن 2003.
- 50- وليد صافي ،أنس بكري ، الاسواق المالية والدولية، دار المستقبل ، عمان، 2009.

ثانيا: الرسائل الجامعية

- 1- حسين عبد المطلب الأسرج، دور سوق الأوراق المالية في تنمية الادخار في مصر، رسالة مقدمة لنيل درجة الماجستير في الاقتصاد، جامعة الزقازيق، مصر، 2002.
- 2- خاسف جمال الدين، استعمال التحليل الأساسي في التنبؤ بأسعار الاوراق المالية،مذكرة مقدمة كجزء من متطلبات شهادة الماجستير،تخصص دراسات مالية،جامعة فرحات عباس، سطيف، 2004.
- 3- رشيد بوكساني ، معوقات أسواق الأوراق المالية وسبا تفعيلها، رسالة لنيل درجة دكتوراه، قسم العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر.
- 4- فريد بن طالبي ، السياسات النقدية والسياسات المالية وعوامل نجاحها في ظل التغيرات الدولية ، حالة الجزائر ، رسالة ماجستير غير منشورة ، كلية العلوم وعلوم التسيير ، 2002.

ثالثا: الأبحاث و الدراسات

- 1- الصادق علي توفيق وآخرون ،السياسات النقدية في الدول العربية ،صندوق النقد العربي ،معهد السياسات الاقتصادية ،سلسلة بحوث ومناقشات حلقات العمل ،أبو ظبي ،العدد الثاني ، 1996.
- 2- حسين عبد المطلب الأسرج، تحليل أداء السياسة النقدية في مصر خلال الفترة (1990-2003)، مجلة اقتصاديات شمال إفريقيا، العدد 1999.
- 3- ماجدة قنديل،السياسة النقدية في مصر:تحديات الحاضر و اولويات المستقبل،اراء في السياسة الاقتصادية،المركز المصري للدراسات الاقتصادية ،العدد 28، 2011.
- 4- محمود عبد العزيز توني، الاصلاح الاقتصادي والتكيف الهيكلي في مصر خلال (1990-2003)،معهد البحوث و الدراسات الافريقية،جامعة القاهرة، 2005.