



الجمهورية العربية السورية

جامعة دمشق

كلية الاقتصاد

قسم المصارف والتأمين

ماجستير أسواق مالية

أثر زيادة الكتلة النقدية في سوق الأوراق المالية

(دراسة عملية سوق دمشق للأوراق المالية)

**The Impact Of Money Supply Growth On The Performance Of
Stock Market**

(A Case Study Of Damascus security Exchange)

بحث علمي أعد لنيل درجة الماجستير في الأسواق المالية

إعداد الطالب
إعداد الطالب

وسام زياد سجاد

بإشراف الأستاذ الدكتور
بإشراف الأستاذ الدكتور

علي كتمان

دمشق 2012

بِسْمِ اللَّهِ الرَّحْمَنِ الرَّحِيمِ

قَالُوا سُبْحَانَكَ لَا عِلْمَ لَنَا إِلَّا مَا

عَلَّمْنَا إِنَّكَ أَنْتَ الْعَلِيمُ الْحَكِيمُ

آية 32 البقرة

أفكار

إلى من منحني كل شيء .. ولم يأخذ مني شيء ..
إلى من رباني بحبات العرق .. وماء العيون ..
إلى من له الفضل الأول في كل نجاح نلته

أبي.... زياد

إلى من برضاه تكتمل سعادتي.. إلى بحر العطاء دون حساب...

لأنه فارقنا قبل هذه اللحظة بسنوات.....
لأنني فارقته قبل بداية المشوار بسنوات....
ولأنني افتقده في هذه اللحظات.....

عمي... أبو نضال

إلى روحه الطاهرة.....

إلى من استمد منها الدفء والحنان
إلى من ربطني على العفة والكرامة والشرف
إلى من غرست في حب العلم منذ نعومة أظفاري

أمي..... نهال

إلى من تعجز الكلمات أن توفيقها حقها.....
وأجمل السطور تخر ساجدة أمام عظمة تضحياتها.....
إلى الحروف المقدسة التي تشع حبا وعطفا

خالتي..... أم نضال

إلى نبع الحنان....

إلى من رسمت الدنيا بعيونها.....

وتهدت في حبها.....

وحلفت إنني ما أخونها وأصونها.....

زوجتي..... علا

إلى من ملكت قلبي وروحي.....

إلى البستان المليء بالورد..

أم وئام... رائده

والتي ما بخلت علي يوما بعطر ورودها الفواحة...

يوزن المرء بمن صاحب واختار رفيقا.....

وأنا اخترت فزدت رقا ورقيا....

هو لي نبع من الإخلاص يبقى أبديا...

أخي وحبيبي... وئام

إلى من أحمد الله أنه أكرمني به عضيدا..

إلى من أبصرت بأحداقهم ضوء النهار....

إلى من شاركوني ومازالوا أحزاني وأفراحي....

وكانوا وما زالوا لي عوناً في مشواري....

إلى من ملأوا قلبي خيراً ودربي نورا...

إخوتي (رهام.. بشري.. رفيف.. ثامر)

إلى أحبائي...

أبو يزن.. صافي

إلى من لم يبخل علي بنصائحه وإرشاداته القيمة.....

إلى من نقشوا معي أجمل الذكريات على جدار الزمن...

إلى جميع الأصدقاء الذين ضاقت السطور عن ذكرهم.....

أصدقائي

وهم في القلب دائما.....

سلكاً وتقديراً

الحمد لله رب العالمين القائل: ﴿رَبِّ أَوْزَعْنِي أَنْ أَسْكُرَ بِعَمَلِي الْإِنْفُ أَنْعَمْتَ عَلَيَّ وَعَلَى وَالِدَيَّ

وَأَنْ أَعْمَلَ صَالِحًا تَرْضَاهُ وَأَصْلِحْ لِي فِي عِبَادَتِكَ الْإِسْلَامِ﴾

لا يسعني في هذا المقام إلا أن أحمده الله سبحانه وتعالى أن وفقني على إتمام دراستي
وبحثي هذا .

عندما يكبر المعنى تصغر الكلمات...

وتتهادى الحروف فارغة باردة....

يحتم علينا الواجب أن نقف وقفة عز وافتخار وإجلال وإكبار...

لنرفع بأعلى صوتنا كلمات شكر مجللة لينابيع العطاء ومناهل العلم والمعرفة.....

إلى من ساهم في إنجاز هذا البحث ...

إلى الأستاذ الدكتور الفاضل: **علي كنعان**

ولجنة الحكم:

الدكتور: **عفيف صندوق** و الدكتور **ياسر مشعل**

الفهرس

ح	الفهرس.
ت	الإهداء.
ج	شكر وتقدير.
ذ	قائمة الجداول.
ر	قائمة الأشكال.
ز	المقدمة.
س	أهمية البحث.
س	أهداف البحث.
س	مشكلة البحث.
ش	فرضيات البحث.
ش	منهج البحث.
ص	الدراسات السابقة.
ص	مكان الدراسة.
1	الفصل الأول: الكتلة النقدية.
1	مقدمة.
3	المبحث الأول: العرض النقدي (المعروض النقدي).
3	المطلب الأول: مفهوم العرض النقدي.
11	المطلب الثاني: محددات العرض النقدي.
21	المبحث الثاني: الطلب على النقد.
21	المطلب الأول: مفهوم الطلب على النقد.
24	المطلب الثاني: محددات الطلب على النقد في سورية.
34	المبحث الثالث: الكتلة النقدية في سورية.
34	المطلب الأول: مفهوم الكتلة النقدية.
36	المطلب الثاني: الكتلة النقدية بالمعنى الضيق M1.
41	المطلب الثالث: الكتلة النقدية بالمعنى الواسع M2.
45	المطلب الرابع: العوامل المؤثرة على تغيرات الكتلة النقدية في سورية.
49	الفصل الثاني: أسس ومبادئ الأسواق المالية.
49	مقدمة.
50	المبحث الأول: جوهر وطبيعة الأسواق المالي.
50	المطلب الأول: نشأة الأسواق المالية وتطورها.
52	المطلب الثاني: مفهوم الأسواق المالية وخصائصها.
54	المطلب الثالث: أنواع الأسواق المالية.
59	المطلب الرابع: أهمية الأسواق المالية وشروط إقامتها وقواعد نجاحها.
63	المطلب الخامس: أدوات الأسواق المالية.

72	المطلب السادس: كفاءة سوق الأوراق المالية.
75	المبحث الثاني: المضاربة في الأسواق المالية.
75	المطلب الأول: مفهوم المضاربة ووظائفها .
77	المطلب الثاني: نظريات المضاربة.
79	المطلب الثالث: العوامل التي تؤثر على قرار المضارب.
80	المبحث الثالث: كيفية تحديد أسعار الأسهم.
80	المطلب الأول: العناصر المؤثرة في تحديد أسعار الأسهم.
84	المطلب الثاني: كيفية تحديد سعر الأسهم في السوق.
90	المبحث الرابع: بورصة دمشق للأوراق المالية.
90	المطلب الأول: مؤسسات السوق المالي في الجمهورية العربية السورية.
96	المطلب الثاني: أقسام سوق دمشق للأوراق المالية والشركات المدرجة فيه.
102	الفصل الثالث: الكتلة النقدية وأسعار الأسهم.
102	مقدمة.
103	المبحث الأول: أثر زيادة الكتلة النقدية في المستوى العام للأسعار في سورية.
116	المبحث الثاني: أثر زيادة الكتلة النقدية على الناتج المحلي الإجمالي في سورية.
122	المبحث الثالث: أثر الكتلة النقدية على الادخار والاستثمار
131	المبحث الرابع: أثر المضاربة في الأسعار في بورصة دمشق للأوراق المالية
140	المبحث الخامس: الكتلة النقدية وأسعار الأسهم (الدراسة العملية).
146	النتائج.
152	التوصيات.
154	قائمة المراجع.

قائمة الجداول

رقم الصفحة	اسم الجدول	رقم الجدول
11	تطور العرض النقدي في سورية خلال الفترة 2000-2010. بملايين الليرات السورية	1
37	تطور عناصر العرض النقدي M1 خلال الفترة من 2000 حتى 2010 وعلاقتها بالنواتج المحلي الإجمالي في سورية بملايين الليرات السورية.	2
39	تطور مكونات العرض النقدي خلال الفترة 2000-2010. بملايين الليرات السورية.	3
40	التطور النسبي لمكونات العرض النقدي بالمعنى الضيق خلال 2000-2010.	4
41	مكونات العرض النقدي الواسع M2 خلال الفترة 2000-2010 بملايين الليرات السورية.	5
43	تطور مكونات العرض النقدي الواسع M2 خلال الفترة 2000-2010. بملايين الليرات السورية.	6
44	التغيرات النسبية في مكونات العرض النقدي بالمعنى الواسع M2.	7
46	التغير في صافي الموجودات الأجنبية في سورية بملايين الليرات السورية.	8
47	التغير النسبي في صافي الديون على الحكومة المركزية خلال الفترة 2004-2010.	9
47	نسبة الديون الممنوحة للقطاعات الاقتصادية الحكومية من عرض النقد M2 خلال الفترة 2004-2010.	10
48	تطور نسبة الديون الممنوحة للقطاعات غير الحكومية خلال الفترة 2004-2010.	11
98	الشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية ورموزها ونوع القطاع والسوق.	12
111	الفرق بين معدل نمو السيولة المحلية ومعدل نمو الناتج المحلي الإجمالي بالأسعار الثابتة لعام خلال الفترة 2004-2010.	13
114	تطور فائض المعروض النقدي بالأسعار الثابتة 2002-2009 (مليون ليرة سورية).	14
115	تطور فائض المعروض النقدي بالأسعار الجارية (التضخم المكبوت) 2002-2009 (مليون ليرة سورية).	15
118	التغيرات في العرض النقدي والتغيرات في الناتج المحلي الإجمالي بالأسعار الثابتة خلال الفترة 2002-2009.	16
119	التغيرات في العرض النقدي والتغيرات في الناتج المحلي الإجمالي بالأسعار الجارية خلال الفترة 2002-2009.	17

120	تطور حجم الكتلة النقدية في سورية بملايين الليرات السورية.	18
121	العلاقة بين الكتلة النقدية والناتج المحلي الإجمالي في سورية بملايين الليرات السورية.	19
124	مساهمة الاستثمار في زيادة الناتج المحلي الإجمالي ومساهمة العرض النقدي في زيادة الاستثمارات في سورية	20
127	العلاقة بين النقد والاستهلاك والدخل والادخار والناتج	21
135	استراتيجيات المضاربين، والمعلومات المطلوبة لتنفيذها	22
137	أثر المضاربين على سيولة السوق وكفاءته	23
140	البيانات الشهرية لمؤشر سوق دمشق للأوراق المالية والعرض النقدي للأعوام 2010-2009	24
143	البيانات الشهرية لمؤشر سوق دمشق للأوراق المالية والناتج المحلي الإجمالي للأعوام 2010-2009	25

قائمة الأشكال

رقم الشكل	اسم الشكل	رقم الصفحة
1	مقاييس العرض النقدي (التوليفات النقدية)	8
2	مصيصة السيولة في سورية	128
3	العلاقة بين العرض النقدي والطلب عليه في سورية في ظل سعر فائدة ثابت	129

المقدمة:

إن دراسة الأسواق المالية أصبحت من الموضوعات الهامة وتحظى باهتمام كبير من قبل الأكاديميين وصناع القرار في المؤسسات المالية وذلك نظراً لتزايد الدور والوظائف التي تؤديها هذه الأسواق، خاصة بسبب سرعة استجابة هذه الأسواق للمتغيرات المحلية والخارجية. وباعتبار أن أسواق المال تلعب دوراً استراتيجياً وهاماً في عملية التنمية الاقتصادية وبشكل خاص من الناحية التمويلية فهي تقوم بحشد المدخرات الوطنية وتحويلها إلى القنوات الاستثمارية الأنسب من خلال توفير قاعدة بيانات ضرورية لبيان فرص الاستثمار المتاحة للمستثمرين المحليين والأجانب. ولقد شهدت السنوات الأخيرة تطورات كبيرة في أسواق المال وآلية عملها بالإضافة إلى تنوع الأدوات المالية التي تتعامل بها هذه الأسواق، وليس هذا فحسب بل إن انفتاحها أمام المستثمرين الأجانب أفراداً كانوا أم مؤسسات إضافة إلى الدور الهام الذي أصبحت تظطلع به في مسيرة التنمية خاصة في البلدان النامية، والتي تفتقر إلى وجود مثل هذه الأسواق بالإضافة إلى حاجتها إلى توفير بيئة استثمارية ملائمة. وبالإضافة لما سبق يمكن القول أن أسواق رأس المال في الدول المتقدمة تطورت تاريخياً تحت تأثير ما يلي:

1-التوسع الكبير في إنشاء الشركات المساهمة والمشروعات و زيادة حجم وحدات الأعمال الكبيرة بصورة أسرع من نمو الوسائل المتاحة للتمويل.

2-الأوراق المالية التي عرضتها الحكومات لأغراض التمويل (سندات حكومية، سواء التمويل الحربي، تمويل برامج التنمية الاقتصادية والاجتماعية).

أما بخصوص الأسواق المالية في الدول النامية، فقد تطورت هذه الأسواق ونمت بشكل متسارع، وعلى الرغم من تطورها واندماجها مع الأسواق الإقليمية والعالمية إلا أن حجم هذه الأسواق لا يزال متواضعاً، إضافة إلى محدودية آلية عملها وأدواتها، والقيود الحذرة التي لا تزال مفروضة على الاستثمار الأجنبي والتي تعيق من حرية هذه الأسواق واندماجها مع الأسواق الأخرى وهذا ما أدى في كثير منها إلى حدوث أزمات كبيرة في اقتصادياتها(الكويت، دول جنوب شرق آسيا).

أما سورية فتعتبر من أقدم وأعرق الدول العربية في مجال تأسيس سوق الأسهم وتداول أسهم الشركات المساهمة وكان مكان السوق أحد تفرعات سوق الحميدية مابين العصورونية وباب البريد وكان يسمى "سوق البورص" و يعني سوق الأوراق المالية، يضم محلات على طرفيه تتداول فيها أسهم شركات الإسمنت و الكونسرو و المغازل و المناسج.... الخ ولم يكن هذا السوق لتداول الأسهم فقط بل كان لصرف العملة ولبيع المواد الأولية المستوردة ومنها النسيج. وكان التجار يستوردون البضائع من أروبة واليابان وكانت هذه البضائع تُباع وتُشتري وهي على ظهر البواخر في هذا السوق.

أهمية البحث:

تكمن أهمية البحث في النقاط التالية:

- 1- إتاحة الإمكانية للجمهور للتعرف على دور الكتلة النقدية في سورية والأسواق المالية والاستفادة من النتائج التي يتم التوصل إليها.
- 2- توعية المستثمرين وزيادة ثروتهم المعلوماتية حول كيفية تحديد أسعار الأسهم في سوق دمشق للأوراق المالية.
- 3- قد تفيد هذه الدراسة بعض الدارسين والباحثين والمهتمين بالبحث العلمي.

أهداف البحث:

يهدف البحث إلى تحقيق النقاط التالية:

- 1- تكوين صورة واضحة عن عناصر الكتلة النقدية.
- 2- تكوين صورة واضحة عن دور الأسواق المالية في الاقتصاد الوطني.
- 3- محاولة الوصول إلى تحليل واقعي ودقيق لدور الكتلة النقدية وتأثيرها على أسعار الأسهم والنتائج المحلي والادخار والاستثمار.

مشكلة البحث:

إن الدول تسعى لتحقيق الاستقرار في أسعار الأسهم بهدف تلافي حدوث الأزمات, ولكن الحاجة إلى التمويل والقروض لتمويل عجز الموازنة يزيد حجم الإصدار النقدي.

وسورية بدأت حديثا بطرح سندات الخزينة لتمويل عجز الموازنة لكنها مازالت تعتمد بدرجة كبيرة على المصرف المركزي في تمويل عجز الموازنة لذلك تؤدي زيادة الإصدار النقدي لارتفاع الأسعار بشكل عام وزيادة أسعار الأسهم في سوق دمشق بشكل خاص لذلك ينبغي على الدولة التوقف عن زيادة حجم الإصدار النقدي لأغراض تمويل العجز.

والأسئلة التي يثيرها البحث هي :

- 1- هل حجم الكتلة النقدية في سورية يتناسب مع الناتج المحلي الإجمالي؟
- 2- هل تؤدي زيادة الكتلة النقدية لحدوث التضخم؟
- 3- هل تؤدي زيادة الكتلة النقدية لزيادة الأسعار؟
- 4- هل تؤدي زيادة الكتلة النقدية للتأثير في أسعار الأسهم في سوق دمشق للأوراق المالية؟

فرضيات البحث:

ينطلق الباحث في بحثه من الفرضيتين التاليتين:

الفرضية الأولى:

يوجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين زيادة حجم الكتلة النقدية وزيادة الناتج المحلي الإجمالي (التضخم).

الفرضية الثانية:

يوجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين زيادة حجم الكتلة النقدية وارتفاع أسعار الأسهم في البورصة.

الفرضية الثالثة:

يوجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين زيادة الناتج المحلي الإجمالي وزيادة أسعار الأسهم في بورصة دمشق للأوراق المالية.

منهج البحث:

يعتمد الباحث في دراسته على المنهج الوصفي والقياسي بحيث:
المنهج الوصفي يسمح لنا بالوقوف على الإطار النظري للكتلة النقدية في سورية وكذلك الإطار النظري للأسواق المالية.
والمنهج القياسي يتيح لنا استخدام الأساليب الإحصائية من أجل تحليل العلاقة بين زيادة حجم الكتلة النقدية والمستوى العام للأسعار وبين زيادة حجم الكتلة النقدية وأسعار الأسهم في البورصة.

الدراسات السابقة:

يورد الباحث بعض الدراسات التي تناولت موضوع الكتلة النقدية والأسواق بشكل مفصل:

الدراسة الأولى:

رسالة ماجستير بعنوان تطور الكتلة النقدية في سورية منذ عام 1970-1993 وأثرها الاقتصادية، إعداد الطالب محمد صالح جمعة، إشراف الدكتور علي كنعان، جامعة دمشق حيث تناول بها اثر تطور الكتلة النقدية وعناصرها خلال فترة الدراسة وأثر زيادة الكتلة النقدية على كل من الأسعار والدخول فقط، وسوف تشمل دراستي بالإضافة لأثر زيادة الكتلة النقدية على الأسعار أثر زيادة الكتلة النقدية على الناتج المحلي الإجمالي وأثر الكتلة النقدية في الاستثمار والادخار وأثرها على أسعار الأسهم.

الدراسة الثانية:

رسالة ماجستير بعنوان عجز الموازنة العامة في سورية وأثرها في ارتفاع الأسعار وإعادة توزيع الدخل خلال الفترة 1998-2008، إعداد الطالب ربيع عنقة، إشراف الأستاذ الدكتور إلياس نجمة، جامعة دمشق، 2010، حيث من مجمل ما تناوله في بحثه تناول الباحث في بحثه تطور عناصر العرض النقدي وأثرها في ارتفاع الأسعار وأثر الكتلة النقدية في الادخار والاستثمار.

الدراسة الثالثة:

رسالة دكتوراه بعنوان السياسة النقدية في سورية وأثرها في نمو الناتج المحلي الإجمالي خلال الفترة 1970-2000، إعداد الدكتور محمد صالح جمعة، جامعة دمشق، من مجمل ما تناوله الباحث في بحثه تناول اثر العرض النقدي على الناتج المحلي الإجمالي.

الدراسة الرابعة:

رسالة ماجستير بعنوان تحليل دور سوق الأوراق المالية في تشجيع الاستثمار في سورية، إعداد الطالب أنس المملوك، إشراف الدكتور عابد فضليه، جامعة دمشق، 2010. حيث تناول فيه دور سوق دمشق في تشجيع الاستثمار.

مكان وزمان الدراسة

سوق دمشق للأوراق المالية.

2010-2009

الفصل الأول الكتلة النقدية

مقدمة

تضم الكتلة النقدية المستخدمة في بلد ما مجموعة مختلفة من أشكال النقود والتي تستخدم لغرض قياس القيم والمبادلات وحفظ القيمة والاستثمارات والمضاربات المالية والنقدية المختلفة، وتضم هذه التشكيلة مجموعة كبيرة من البنى النقدية والعناصر النقدية التي تراكمت مع تطور الاقتصاديات العالمية في مراحلها المختلفة من مرحلة المشاعية الإقطاعية مروراً بالاقتصاديات الرأسمالية وصولاً إلى اقتصاديات الخدمات، وما نتج عنها من توسع كبير في عالم المال والمصارف والأسواق المالية والنقدية، عبر ما يسمى الائتمان الذي أفرز المشتقات والشبكات المصرفية، وتحويلات السويفت والإنترنت والتجارة الإلكترونية والبنوك الإلكترونية وتضم البنى النقدية المعاصرة حسب درجة تطورها:

- 1- النقود المعدنية المجسدة بالذهب والفضة.
- 2- النقود الورقية النائبة أو المغطاة بالذهب أو الفضة.
- 3- النقود الورقية المصدرة والمعدنية المصدرة بقوة القانون.
- 4- النقود الخطية أو المصرفية المصدرة في إطار عملية الائتمان.
- 5- المشتقات المالية الناجمة عن عمليات المضاربة في الأسواق المالية وعبر المصارف والمؤسسات المالية المتعددة.

وبالطبع هذه الأشكال المختلفة للنقود، تشكل فيما بينها البنى النقدية والتي تكون متباينة فيما بين الدول، وحسب درجة التطور الاقتصادي والمصرفي ومستوى التدخل فيها.

تلعب الكتلة النقدية في معظم الاقتصادات دوراً هاماً في تحديد مستوى الأسعار ومستوى الإنتاج و ميزان المدفوعات ، والكتلة النقدية ليس مجرد عملية تتحكم فيها السلطات النقدية و حدها ، بل عملية تنجم عن تفاعل متشابك لسلوك شتى الجهات الاقتصادية فالسلطة النقدية تقرر حجم الفوائد . بينما تقرر البنوك التجارية حجم القروض التي ستحتفظ بها . أما الجمهور فيقرر كيف يوزع ما لديه من ثروة نقدية بين الإنفاق والإدخار .

حيث يقصد بالكتلة النقدية مجموع الأوراق النقدية المصدرة والنقود المعدنية الموجودة خارج الخزينة والمصارف، وكذلك الودائع لدى المصرف المركزي والمصارف المتخصصة، وبإضافة الودائع لأجل وودائع التوفير والودائع بالقطع الأجنبي والصناديق المختلفة في الأسواق النقدية يتكون ما يسمى بالعرض النقدي.

الفصل الأول :الكتلة النقدية

وبالتالي سوف نقسم هذا الفصل إلى ثلاث مباحث, المبحث الأول نستعرض فيه المعروض النقدي من خلال مطلبين,الأول مفهوم العرض النقدي,والثاني محددات العرض النقدي. ونستعرض في المبحث الثاني الطلب على النقد من خلال مطلبين, الأول مفهوم الطلب على النقد,والثاني محددات الطلب على النقد في سورية.و في المبحث الثالث نستعرض الكتلة النقدية في سورية من خلال أربع مطالب,الأول مفهوم الكتلة النقدية,الثاني الكتلة النقدية بالمعنى الضيقM1, الثالث الكتلة النقدية بالمعنى الواسعM2,والرابع العوامل المؤثرة على تغيرات الكتلة النقدية في سورية.

المبحث الأول: المعروض النقدي

“قبل الميلاد بثلاثة آلاف سنة فهم أرسطو إن النقد يقوم بثلاثة وظائف: مقياس للقيمة ووسيط في المبادلات وأداة للاكتناز¹”.

وبشكل مترافق مع تطور الحياة الاقتصادية والسياسية والاجتماعية، لعب النقد دوراً هاماً في النظرية الاقتصادية بدءاً من ظهور أفكار الكلاسيك انتقالاتاً إلى مجديهم وصولاً إلى الكينزيين ومجديهم، وانتهاءً بالأفكار والخبرات والتجارب النقدية المستقاة من الواقع الاقتصادي المتغير بسرعة، حيث كان النقد محايداً، ثم أصبح عاملاً مؤثراً في النشاط الاقتصادي، واليوم يعتبر شريان الاقتصاد العالمي، وبخاصة بعد توسع وتضخم رقم أعمال الأسواق المالية والنقدية الدولية، والتي أصبحت اليوم تعادل نحو عشرة أضعاف رقم الإنتاج الإجمالي العالمي، وذلك عبر تطور الأدوات والوسائل النقدية المعاصرة وأهمها المشتقات المالية.

وسوف نقوم بهذا المبحث بالبحث بمفهوم العرض النقدي ومقاييسه ومحدداته

المطلب الأول: مفهوم العرض النقدي (المعروض النقدي):

أولاً: مفهوم العرض النقدي

يعرف الاقتصاديون العرض النقدي بأنه²:

مجموعة المطالبات الموجودة التي تستعمل كواسطة للتبادل في لحظة زمنية معينة. وهو يشدد على كلمة موجودة باعتبار أن عرض النقود يجب أن يكون في حيازة الأشخاص ومؤسسات الاقتصاد ويعتبر أن النقود لا توجد إلا إذا دخلت في الحيازة. والهدف من ذلك هو التمييز بين الكمية الموجودة من النقود في حيازة الأفراد والمؤسسات التي تشكل عرض النقود في لحظة زمنية معينة، وبين الكمية التي يرغب الأفراد والمؤسسات في حيازتها في تلك اللحظة والتي تشكل الطلب على النقود. ويؤدي الإخلال بينهما إلى التضخم النقدي إذا كان عرض النقود يزيد عن طلبها وإلى الانكماش إذا كان العكس.

ويرى ديوزنبري³ أن عرض النقود: يتألف من النقود المعدنية والأوراق النقدية المتداولة عدا الموجود في صناديق المصارف مضافاً إليها الودائع تحت الطلب أو الحسابات القابلة للسحب بالشيكات.

د.أكرم حوراني، د. عبد الرزق حساني، اقتصاد نقدي، منشورات جامعة دمشق، دمشق، 2008،¹

² د. محمد صالح جمعة، السياسة النقدية في سورية وأثرها في نمو الناتج المحلي الإجمالي خلال الفترة 1970-2000، دار الرضا للنشر، دمشق، 2005، ص 139

بينما يرى سامولسن⁴: إن هناك تعريفين للعرض النقدي أولهما التعريف الضيق ويشمل مجموع النقود المعدنية والأوراق النقدية المتداولة خارج المصارف مضافا إليها الودائع تحت الطلب. وثانيهما التعريف الواسع الذي يتضمن بالإضافة إلى التعريف الضيق ودائع لأجل وودائع ادخار.

ويعرف الدكتور موفق السيد حسن⁵ العرض النقدي بأنه ليس سوى الكمية الاسمية من النقود الموضوعة بتصرف الأشخاص الاقتصاديين التي يرتبط تحديدها بالتعريف المعطى لمفهوم النقد.

فنجد مما سبق إن العرض النقدي هو كمية وسائل الدفع المتاحة في المجتمع وكمية وسائل الدفع عبارة عن إجمالي النقود وعلى اختلاف أنواعها الموجودة في مجتمع في فترة معينة من الزمن. وباعتبار أن أهم النقود السائدة في المجتمعات في الوقت الحاضر هي عبارة عن النقود الورقية ونقود الودائع بعد تخلي المجتمعات عن التعامل بالنقود السلعية. فإن أهم مكونات العرض النقدي هي العملة الورقية وأجزائها المعدنية ونقود الودائع أو النقود المصرفية (الودائع الجارية).

لهذا فإن كمية وسائل الدفع تشتمل على صافي النقد المتداول (خارج المصرف المركزي والمصارف) إضافة إلى الودائع الجارية لدى المصارف التجارية.

ومع تطور المجتمعات وأنظمتها المالية والمصرفية ظهرت في الاقتصاديات المعاصرة وسائل أخرى تؤدي بعض وظائف النقود، منها بقية أنواع الودائع لدى المصارف مثل الودائع لأجل والتي تختلف عن الودائع الجارية (تحت الطلب) بأنه لا يمكن سحبها من المصرف إلا بعد مضي فترة معينة متفق عليها بين الدائن والمدين، إضافة إلى دفاتر الادخار (التوفير) المصرفية وغير المصرفية والأصول المالية الأخرى التي تعتبر بديلا قريبا جدا لنقود التعاملات. هذه الأدوات والوسائل لا يمكن استخدامها في تسوية الالتزامات والمدفوعات بسرعة تامة مثل النقود الورقية أو نقود الودائع بسبب انخفاض سيولتها، لهذا يطلق عليها اسم⁶ (أشباه النقود) تمييزا لها عن النقود العادية بشقيها الورقي والمصرفي. وتشكل أشباه النقود مع كمية وسائل الدفع إجمالي السيولة المحلية في الاقتصاد الوطني.

وتعتبر هذه المفاهيم مقاييس هامة تتم مراقبتها من قبل السلطات النقدية من أجل دراسة الوضع النقدي واستخدام السياسات المناسبة للتحكم في العرض النقدي.

ثانيا: مقاييس العرض النقدي:

وبالطبع فإن عرض النقود تطور بشكل مترافق مع تطور أشكال النقود ومع درجة التطور الاقتصادي والمصرفي والمالي والدولي. وتضم الكتلة النقدية المعروضة مستويات مختلفة ومتعددة من التوليفات النقدية أو ما يعرف بالمقاييس الكمية للنقود:

³ المرجع السابق، ص 139

⁴ Paul A, Somulson : economics. Bthendition: international student edition. New York. p261

⁵ موفق السيد حسن، التطورات الحديثة للنظرية النقدية والسياسة النقدية "عرض النقد والسياسة النقدية" مجلة جامعة دمشق، المجلد الخامس عشر، العدد الثاني، دمشق، 1999، ص 8.

⁶ صافي سجاج، المصرف المركزي والسياسة النقدية "دور مصرف سوريا المركزي في رسم السياسة النقدية"، رسالة ماجستير، جامعة دمشق، 2006، ص 54.

الفصل الأول :الكتلة النقدية

1- R:

وهي الاحتياطات وتتكون من :

- النقد في صناديق المصارف.
- ودائع المصارف لدى المصرف المركزي التي تتكون من :
×نسب الاحتياطي القانوني.
×بعض الاحتياطات الفائضة المودعة لدى المصرف المركزي.

2- M0:

يمثل هذا المقياس القاعدة النقدية أو النقد المركزي والتي تتضمن العملات الورقية والمعدنية المتداولة والاحتياطات القانونية المودعة في المصرف المركزي⁷.

3- المفهوم الضيق (M1):

وتدعى نقود التعاملات أو الأساس النقدي وتعبر عن حجم الأموال التي يمكن استخدامها في التداول مباشرة وتتكون M1 من:

- أ- النقود الورقية والقطع النقدية الموضوعة في التداول⁸.
 - ب- الودائع تحت الطلب أو لدى الإطلاع: والمقصود بالودائع لدى الإطلاع تلك الودائع التي تكون متاحة بمجرد الطلب من زبائن المصرف وتشمل ودائع الحسابات الجارية، والودائع ليوم واحد. وبعض هذه الودائع تكون مدرة للفائدة⁹.
- أي أن هذا المفهوم ينظر إلى النقد كوسيط في التبادل¹⁰.
- حيث يمكن كتابة عرض لهذا المفهوم بالمعادلة التالية¹¹ :

$$M1=C+D$$

حيث إن:

C: النقود الورقية والقطع النقدية الموضوعة في التداول (النقد لدى الجمهور).

D: الودائع تحت الطلب

ويرى هذا المفهوم أن هناك علاقة مباشرة بين العرض النقدي والأهداف الاقتصادية العامة، فعندما يزداد العرض النقدي مع تغير الطلب عليه، فإن ذلك يؤدي إلى تشجيع الطلب على السلع والخدمات من قبل المستهلكين وزيادة الطلب على عناصر الإنتاج من قبل المنتجين مما

⁷د. عبد الرزاق حساني، النظرية والسياسة النقدية والتوازن الاقتصادي "واقع السياسة النقدية وآفاقها"، رسالة دكتوراه، جامعة دمشق، 2002، ص13

⁸المرجع السابق، ص55.

⁹د. عبد الرزاق حساني، مرجع سابق، ص1313.

¹⁰د. محمد صالح جمعة، مرجع سابق، ص141.

¹¹ Gordon. Robert J: Macroeconomics, 6th edition, thmoson, 1993, p445.

يؤدي إلى زيادة الإنتاج , وزيادة العمالة في المجتمع , كما يؤدي أيضا إلى ارتفاع المستوى العام للأسعار نتيجة عجز العرض النقدي عن إدراك تطور الطلب المتنامي للأفراد على السلع والخدمات.

4- المفهوم الواسع (M2):

يشمل العرض النقدي تبعا لهذا المفهوم:

أ- M1 (النقد المتداول والودائع تحت الطلب)

ب- شبه النقد: الذي يتضمن الودائع لأجل وودائع التوفير والتأمينات المقيدة والودائع بالقطع الأجنبي والتي لا تستخدم كوسيط في التبادل إلا في حالة تحويلها إلى نقد متداول ويستند هذا التعريف إلى وجود علاقة ارتباط قوية بين الدخل القومي والعرض النقدي كوسيط في التبادل, وإلى وجود درجة عالية من الإحلال بين الودائع لأجل والودائع تحت الطلب والنقد المتداول¹².

ويكون العرض النقدي الموسع قد أضاف إلى الكتلة النقدية عناصر أخرى زادت من كمية النقد, مما يؤدي إلى زيادة الارتباط بين النقد والنشاط الاقتصادي في المجتمع. ويستطيع الباحثون إجراء الدراسات والمقارنات بين المتغيرات الاقتصادية الكلية والنقد الوطني.

وهنا نجد إن العرض النقدي بالمعنى الأوسع :

$$M2=M1+SD+TD$$

حيث إن:

TD: شبه النقد.

SD: وودائع التوفير.

5- العرض النقدي الحديث (M3):

لقد اتخذت بعض الآراء في البلدان الرأسمالية المتقدمة معنى أشمل لعرض النقد بسبب التطور الذي شهدته هذه البلدان وخاصة في مجال التعامل بالأسواق المالية وظهور مؤسسات مالية وسيطة تتعامل بالأسول المختلفة¹³.

فقد طورت المدرسة الاقتصادية الانكليزية (نيوكينزية) مفهوم النقد فأضافت إلى العرض النقدي الموسع بعض وسائل الدفع التي ظهرت حديثا وتسهم في زيادة حجم النقد, وبذلك طورت المفهوم السابق ليشمل:

¹²د. محمد صالح جمعة, مرجع سابق, ص 141

¹³د. ناظم الشمري, د. محمد الشروف, مدخل في علم الاقتصاد, جامعة العلوم التطبيقية, دار زهران للنشر, عمان, 1999, ص 322

أ- M2.

ب- الودائع الادخارية وشهادات الإيداع ذات العائد لدى المصارف التجارية.

ت- الودائع والمساهمات في صناديق الاستثمار ونوادي الاستثمار.

ث- بطاقات الاعتماد ذات العائد.

ج- بطاقات البيع والشراء لدى المؤسسات الاستهلاكية¹⁴.

وهذا المقياس يعكس وظيفتي النقد كوسيط في المبادلات وكحافظ للقيمة.

6- العرض النقدي الأمريكي (M4):

لقد توسعت المدرسة النقدية الأمريكية في تحديد معنى النقد فأضافت عناصر أخرى للنقد شملت:

أ- M3.

ب- الشيكات السياحية.

ت- قبولات المصارف من الأوراق التجارية والدولارات الأوربية.

ث- سندات الادخار.

ج- التزامات وزارة الخزانة الأمريكية.

ح- ودائع الأفراد الأمريكيين بالدولار الأوربي¹⁵.

7- M5:

ويتكون من:

• M4.

- النقود المتولدة نتيجة تحركات رؤوس الأموال العالمية سواء لغاية الاستثمار المباشر أو التوظيف في الأسواق المالية أو المضاربة على الأسهم أو العملات, إضافة إلى الطلب المتولد على النقود لغاية السياحة والدراسة والمؤتمرات والهجرة واللجوء الناجم عن حالات الاضطرابات السياسية والأمنية¹⁶.

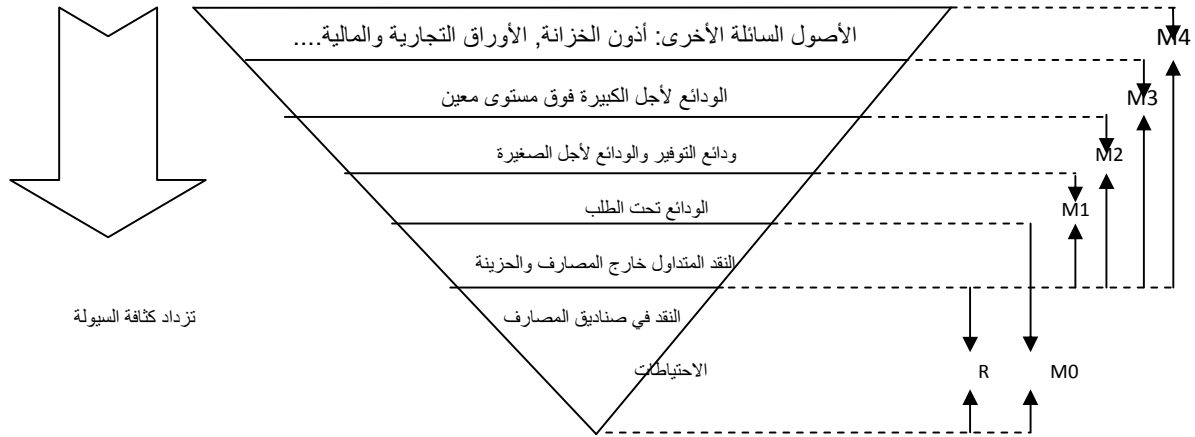
¹⁴د. علي كنعان, النظام النقدي والمصرفي السوري, "مشكلاته واتجاهات إصلاحه", دار الرضا للنشر, الطبعة الأولى, دمشق, 2000, ص171

¹⁵د. علي كنعان, المرجع السابق, ص172

¹⁶د.أ. كرم حوراني, د. عبد الرزق حساني, اقتصاد نقدي, منشورات جامعة دمشق, دمشق, 2008, ص16-17.

الفصل الأول: الكتلة النقدية

ويوضح الشكل التالي عرض لمحتوى كل من هذه التوليفات:



الشكل رقم (1) مقاييس العرض النقدي (التوليفات النقدية)

ونجد إن معظم المؤلفين يتفقون على إن عرض النقد هو كمية مضاعفة من النقود قوية الأثر (القاعدة النقدية) وإن حجم هذه الكمية المضاعفة يعتمد على نسبة النقد المتداول إلى الودائع تحت الطلب, وعلى نسبة الاحتياطي النقدي إلى الودائع تحت الطلب.

حيث يتحدد عرض النقد من خلال المعادلة التالية:

$$M1 = m1 * B$$

$$B = C + R$$

حيث:

$M1$: عرض النقد بالمعنى الضيق.

C : النقد المتداول لدى الجمهور. (خارج الجهاز المصرفي)

$m1$: المضاعف النقدي.

B : القاعدة النقدية (النقود قوية الأثر).

R : إجمالي الاحتياطيات النقدية للقطاع المصرفي.

ونجد إن المقياسان الأول والثاني يتناسبان مع النظام النقدي في معظم الدول النامية. ويرجع ذلك إلى أن معظم هذه الدول لا تتوفر فيها أسواق نقدية يمكن من خلالها استخدام الأصول النقدية كأذون الخزانة وشهادات الإيداع وغيرها من الأصول التي تصدرها الحكومات أو المصارف

ومؤسسات الأعمال التي تستخدم كأصول حافظة للقيمة، تتمتع بقدر عال من السيولة النسبية بحيث يتم إدراجها في العرض النقدي. ومن هذه الدول سورية.

ومن المفيد ذكره هنا إن اختيار مقياس معين للعرض النقدي يعتمد على ثلاث ركائز أساسية هي:¹⁷

- 1- درجة تحكم السلطات النقدية بالعرض النقدي.
- 2- وجود استقرار في العلاقة بين ذلك المتغير ومجمّل الطلب الكلي الاسمي في الاقتصاد.
- 3- قابلية التنبؤ بتلك العلاقة.

ثالثاً: مقياس العرض النقدي في سورية

لا تعمل أية دولة بمعزل عن الأعراف النقدية الدولية، جميعها يعمل بالأنظمة التي حددها صندوق النقد الدولي وسورية كغيرها من الدول التي تعمل بالكتلة النقدية الضيقة والموسعة ونظراً لعدم وجود اتفاقيات لاستخدام M3 و M4 لذلك لا يعمل بها.

استناداً لذلك نميز في سورية مايلي:

1- النقد في النقدية بالعملة الأجنبية M1:

حيث نجد أن العرض النقدي يشتمل على مايلي:

أ- النقد المصدر:

يمثل النقد الذي أصدرته السلطات النقدية ويتكون من:

- النقد المتداول خارج المصارف المحلية.
- النقد في الصندوق لدى المصارف المحلية.

ب- النقود الاحتياطية M0:

وهي تتمثل في:

- النقد المصدر .
- ودائع المصارف المحلية.
- ودائع القطاعات الأخرى ماعدا ودائع الحكومة المركزية لدى السلطات النقدية.

¹⁷ محمود حميدات، مدخل للتحليل النقدي، ديوان المطبوعات الجامعية، الطبعة الثالثة، الجزائر، 2005، ص 46

الفصل الأول: الكتلة النقدية

وتعتبر الأساس للنقد بتعريفها الأوسع. ويطلق عليها أحيانا القاعدة النقدية أو النقود قوية الأثر وذلك بسبب سيولتها المطلقة.

ت - الكتلة النقدية M1

وهي تتكون من مايلي:

- النقد المتداول خارج المصارف .
 - والودائع تحت الطلب بالليرة السورية لدى الجهاز المصرفي (ماعداد ودائع الحكومة).
- ويقصد هنا بالكتلة النقدية عرض النقد بمعناه الضيق.

1- اللبس في النقد في المصنف الدولي M2:

أ- شبه النقد:

وهو يتكون من:

- الودائع لأجل بالليرة السورية.
- ودائع التوفير بالليرة السورية.
- الودائع بالعملات الأجنبية لكل من :
 - ✧ المؤسسات العامة الاقتصادية.
 - ✧ القطاع الخاص (مقيم).
 - ✧ المؤسسات المالية غير المصرفية لدى الجهاز المصرفي.

ب- عرض النقد M2

يطلق عليه أحيانا السيولة المحلية أو التعريف الواسع للنقد وهو يتألف من:

- الكتلة النقدية M1.
- شبه النقد.

ويعادل أيضا مجموع كل من صافي الموجودات الأجنبية ووصافي الموجودات المحلية للجهاز المصرفي .

ويمكن من خلال الجدول التالي توضيح العرض النقدي في سورية خلال العشر سنوات الماضية:

جدول رقم(1) تطور نمو العرض النقدي في سورية خلال الفترة 2000-2010 بملايين الليرات

الفصل الأول: الكتلة النقدية

السنة	العرض النقدي الضيق M1	العرض النقدي الواسع M2	معدل نمو M1	معدل نمو M2
2000	368688	586163	-	-
2001	419939	730394	13.9%	24.6%
2002	503030	875427	19.8%	19.9%
2003	550316	946756	9.4%	8.1%
2004	610859	1073550	11%	13.4%
2005	697700	1200692	14.2%	11.8%
2006	687438	1310694	-1.5%	9.2%
2007	731669	1472608	6.4%	12.4%
2008	827260	1656100	13.1%	12.5%
2009	916018	1810734	10.7%	9.22%
2010	1061846	2039278	15.9%	12.6%

المصدر: النشرات الربعية لمصرف سوريا المركزي للسنوات المذكورة، النسب من إعداد الباحث.

المطلب الثاني: محددات العرض النقدي:

سوف نتعرف في هذا المطلب على المحددات الأساسية لعرض النقد، وهذه المحددات ترتبط بالأطراف المؤثرة على النشاط الائتماني والمصرفي وهي كل من:

- المصرف المركزي.
- المصارف التجارية.
- الأفراد.

وسنحاول توضيح كل المحددات التي يكون مصدرها كل طرف من الأطراف الثلاثة على الشكل التالي:

أولاً: المصرف المركزي.

إن الوظيفة الأساسية التي يقوم بها البنك المركزي تتمثل في رقابته على الائتمان المصرفي وما باقي الوظائف الأخرى التي يقوم بها سوى وظائف تكميلية لهذه الوظيفة وحتى يستطيع البنك المركزي ممارسته لمهمته في الرقابة على الائتمان المصرفي لا بد من توفر وسائل محددة لقيامه بهذه المهمة، بمعنى آخر لا بد للبنك المركزي من استخدام أدوات أو وسائل معينة تؤثر في كمية ونوعية الائتمان الذي تقدمه المصارف بهدف تحقيق أغراضه من هذه الرقابة، وهي أغراض أو أهداف السياسة النقدية والائتمانية.

ومن الأدوات أو الوسائل التي يمكن أن يستخدمها البنك المركزي بهدف التأثير على كمية الائتمان الذي تقدمه المصارف التجارية وبالتالي التأثير على عرض النقد هي نسبة الاحتياطي النقدي القانوني التي يفرضها على المصارف التجارية وسعر الخصم وعمليات السوق المفتوحة¹⁸.

1- نسبة الاحتياطي الإلزامي:

وهي نسبة من الودائع التي تفرض السلطة النقدية على المصارف الاحتفاظ بها في خزانتها أو لدى المصرف المركزي وبالتالي جعلها غير متاحة للإقراض.

وتقوم هذه السياسة على تغيير معدل هذه الاحتياطيات، فإذا زادت هذه النسبة فإنها تحجب فوراً جزءاً من السيولة المتوفرة لدى المصارف وتمنع انسيابه إلى التداول عن طريق الإقراض، أو أنها تؤدي في حال كون الاحتياطيات الحرة¹⁹ لدى المصارف منخفضة إلى سحب أو استدعاء بعض القروض فتتقلص بالتالي السيولة النقدية وترتفع كلفتها، وبالتالي نجد أن هناك سياسة انكماشية.

أما إذا انخفضت النسبة (نسبة الاحتياطي القانوني) فإنها تؤدي إلى زيادة توفر الاحتياطيات الحرة لدى المصارف وربما تخفيض كلفة إقراضها وتكون تلك سياسة توسعية²⁰.

ويتضمن تطبيق سياسة الاحتياطيات الإلزامية جانبين أساسيين:

¹⁸ د. ناظم الشمري، النقود والمصارف والنظرية النقدية، الطبعة الأولى، دار زهران للنشر، الجامعة المستنصرية وجامعة العلوم

التطبيقية، 1999، ص 225

¹⁹ الاحتياطيات الحرة = الاحتياطيات العاملة - إعادة الحسم والاقتراض المباشر من المصرف المركزي.

الاحتياطيات العاملة = الاحتياطيات الأولية - الاحتياطيات القانونية

الاحتياطيات الأولية وهي تتضمن:

1- النقدية في الصندوق.

2- الاحتياطيات القانونية المحتفظ بها لدى المصرف المركزي.

3- الأرصدة المحتفظ بها لدى المصارف والتي لا يحتسب عليها أي فائدة.

²⁰ مايو، توماس، النقود والبنوك والاقتصاد، ترجمة د. أحمد عبد الخالق، دار المريخ للنشر، السعودية، 2002، ص 512

الجانب الهيكلي:

ويتجلى في ديمومة تكريس سلطة المصرف المركزي على المصارف.

الجانب الظرفي:

ويتجلى في استخدام السلطات النقدية لهذه الأداة من أجل ضبط الأوضاع الاقتصادية عبر ممارسة تأثير مضاد للتضخم أو إنعاش للنشاط الاقتصادي من خلال التحكم بعرض النقد مقارنة بسعر الخصم وعمليات السوق المفتوحة وذلك لسببين هما:

الأول: لا يرتبط تأثيرها على كمية النقود المتداولة بقرار المصارف التجارية كما هو الحال بالنسبة لسعر الخصم.

الثاني: لا يرتبط تأثيرها بوجود أسواق مالية متطورة أو برغبة الجمهور، كما هو الحال في عمليات السوق المفتوحة²¹.

ونسبة الاحتياط القانونية هي إحدى أدوات السياسة النقدية الغير مباشرة وأن أهميتها تختلف من دولة لأخرى حسب درجة تقدمه. ولكن يؤخذ عليها مأخذين هما:

أ- أنها غير مميزة:

وذلك بأنها تتعامل مع البنوك الصغيرة والكبيرة على حد سواء، كما أنها لا تميز بين البنوك التي لديها احتياطيات فائضة، وتلك التي ليس لديها مثل هذه الاحتياطيات.

ب- التكرار:

إن تكرار التغيرات في نسبة الاحتياطي النقدي القانوني، يربك وضع البنوك²².

وفي سورية لا يمكن اعتبار الاحتياطي النقدي كأداة نقدية حقيقية في سورية، بل هي مجرد أداة تنظيمية لا أكثر²³، فالمصرف المركزي لم يستخدم هذه النسبة كوسيلة للتأثير في مستوى السيولة الفعلية أو حجم الائتمان الذي يمكن أن تقدمه المصارف أو قدرتها على خلق الودائع في أي فترة من الفترات إلى أن تم تعديلها عام 2004م من أجل تنظيم السيولة المصرفية بإلزامها بالاحتفاظ بـ 20% من إجمالي المطالبات كسيولة احتياطية، إضافة إلى تعديل معدلات الاحتياطي الإلزامي إلى

²¹ رزان الشريف، السياسة النقدية في ضوء المتغيرات الاقتصادية المعاصرة في الاقتصاد السوري، رسالة ماجستير، جامعة دمشق، 2007، ص 7

²² د. عبد المنعم سيد علي، اقتصاديات النقود والمصارف، الأكاديمية للنشر، الأردن، 1998، ص 197

²³ أيهم حميدي، أثر التطورات النقدية على ميزان المدفوعات في سورية 2000-2006م، رسالة ماجستير، جامعة دمشق، 2009، ص 22.

الفصل الأول: الكتلة النقدية

5% وفقاً لقرار مجلس النقد والتسليف رقم 72 تاريخ 2004/9/12، ثم صدور قرار مجلس النقد والتسليف رقم 389 تاريخ 2008/5/5م، القاضي بتعديل نسبة الاحتياطي لتصبح 10%، ولكن نجد مثلاً في أمريكا أن نسبة الاحتياطي القانوني لها حدين حد أقصى وحد أدنى حيث يستطيع المصرف المركزي (بنك الاحتياطي الفدرالي الأمريكي) تغيير هذه النسبة بين الحدين، وإن هذا التحديد قد لا يكون فعالاً في حالتين:

أ- إذا كانت المصارف التجارية تحتفظ بنسبة من الأموال الجاهزة أعلى من النسبة القصوى القانونية.

ب- إذا كان قسم كبير من المصارف العاملة في بلد معين فروعا لمصارف أجنبية، وبالتالي فهي قادرة على اللجوء إليها كمصدر تمويل.²⁴

وفيما يلي بعض النماذج الرياضية لتحديد عرض النقد من خلال عمل نسبة الاحتياطي القانوني وهي كما يلي:²⁵

$$\begin{aligned} M1 &= m1RM & (1) &= M1 = m1 RM \\ M2 &= m2 RM & (2) &= M2 = m2 ?RM \end{aligned}$$

حيث:

M1: تمثل العرض النقدي بالمعنى الضيق.

m1: المضاعف النقدي للنقود بالمعنى الضيق ويحسب كما يلي:

$$m1 = \frac{(1+C)}{(C+RD+R+(b.Rt))}$$

حيث: C: تمثل نسبة العملة المتداولة إلى الودائع تحت الطلب

RD: نسبة الاحتياطي القانوني للودائع تحت الطلب.

R: نسبة الاحتياطيات الفائضة.

b: نسبة الودائع الآجلة إلى الودائع تحت الطلب.

Rt: نسبة الاحتياطي القانوني للودائع الآجلة.

ونشير إلى القاعدة النقدية بالرمز RM وتتألف من: مجموع العملة المتداولة خارج المصارف والخزينة CY والاحتياطيات القانونية للودائع تحت الطلب RD والاحتياطيات القانونية للودائع الآجلة Rt والاحتياطيات الفائضة R أي إن:

²⁴ د. كمال شرف د. هاشم أبو عراج، النقود والمصارف الطبعة الثانية، جامعة دمشق، 2003-2004، ص 240.

²⁵ صندوق النقد العربي، السياسات الاقتصادية الكلية، وثائق دورة تدريبية عقدت في أبو ظبي خلال الفترة 3 إلى 16/6/2000.

$$RM = CY + RD + R_t + R$$

أما:

M2: تمثل العرض النقدي بالمعنى الواسع بإضافة شبه النقد.

m2: المضاعف النقدي بالمعنى الواسع ويحسب كما يلي:

$$m2 = \frac{(1 + C + b)}{C + RD + R + (b \cdot R_t)}$$

وبالتالي نتوصل إلى الاستنتاج بأن تغير العرض النقدي يتحدد بالتغيرات في كل من القاعدة النقدية والمضاعف النقدي للنقد m1, m2 وبالتالي فإن معرفة المضاعف النقدي تمكننا من تحديد مقدار العرض النقدي استجابة لحدوث تغير في القاعدة النقدية .

فمثلا لو فرضنا مايلي:

$$C=0.60 , RD=0.20 , R=0.10, b=0.70 , R_t=0.05$$

فيكون

$$m1 = \frac{(1+0.60)}{(0.60+0.20+0.05+(0.70 \cdot 0.10))} = 1.73$$

$$m2 = \frac{(1+0.60+0.10)}{0.60+0.20+0.05+(0.70 \cdot 0.10)} = 2.5$$

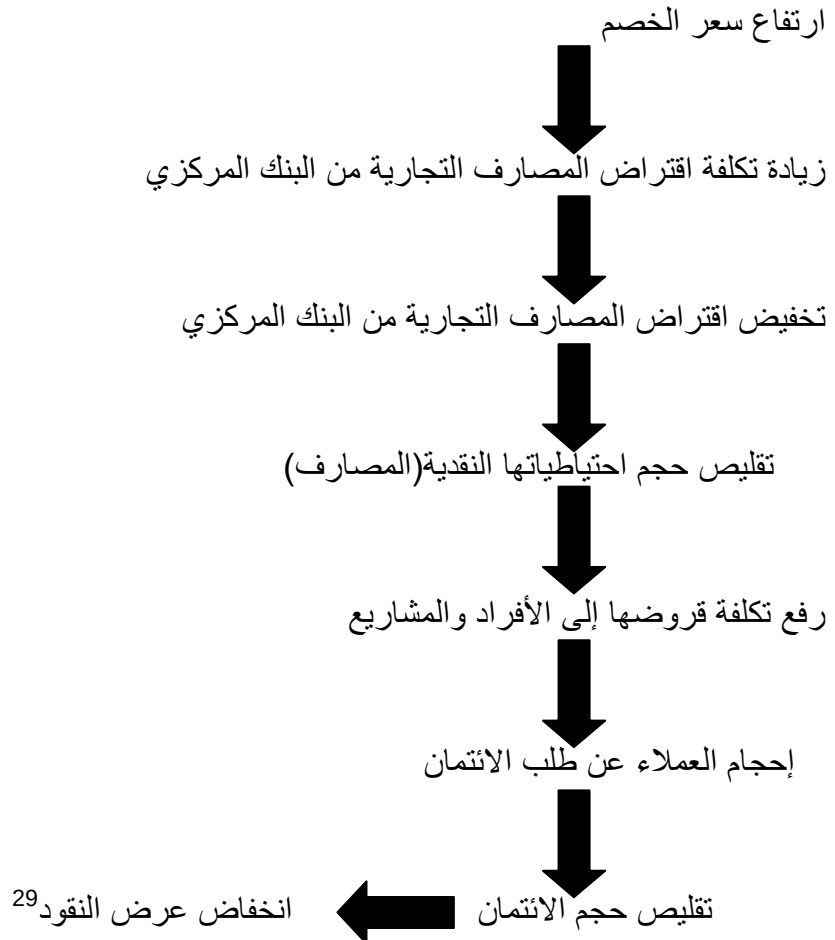
أي إن زيادة بمقدار وحدة واحدة في القاعدة النقدية تؤدي إلى زيادة مقدارها 1.73% بالمعنى الضيق و 2.5% بالمعنى الواسع.

أي إذا قامت السلطات النقدية بزيادة الإصدار النقدي ليرة واحدة فإن ذلك سوف يؤدي إلى زيادة العرض النقدي بالمعنى الضيق بمقدار 1.73% وزيادة العرض النقدي بالمعنى الواسع ب 2.5%.

2- الخصم Discount rate

يقصد بسعر الخصم سعر الفائدة الذي يتقاضاه البنك المركزي, نظير إعادة خصمه الأوراق التجارية التي تقدمها البنوك التجارية لخصمها والاقتراض منه, بصفته الملجأ الأخير للإقراض²⁶. والأوراق المالية المقدمة هي عبارة عن كمبيالات وحوالات الخزينة التي تلجأ المصارف إلى خصمها أي تحويلها إلى أرصدة نقدية سائلة قبل موعد استحقاقها, عندما تكون هذه المصارف بحاجة إلى سيولة لتغطي بها أوجه نشاطها الائتماني والاستثماري²⁷. ولما كان سعر الخصم من وجهة نظر المصارف عبارة عن كلفة تتحملها لقاء خصمها للأوراق المالية, فإن زيادة سعر الخصم من قبل البنك المركزي يعني زيادة كلفة الحصول على أرصدة نقدية تكون بحاجة إليها المصارف.

وهذا يعني وجود علاقة عكسية بين سعر الخصم من جهة وعرض النقد من جهة أخرى حيث أن²⁸:



²⁶ د. أحمد جامع, النظرية الاقتصادية "التحليل الاقتصادي", الجزء الثاني, الطبعة الرابعة, ص 500

²⁷ د. ناظم الشمري, مرجع سابق, ص 226-227.

²⁸ د. زكريا الدوري, د. يسرى السامري, البنوك والسياسة النقدية, ص 193

ويمكن القول أن آلية سعر الخصم تتضمن جانبان:

الجانب الأول سعري:

وهو يمثل الفائدة التي تدفعها المصارف أو المؤسسات المالية عن اقتراضها من المصرف المركزي.

الجانب الثاني غير سعري:

وهو يمثل الحدود أو السقوف للمبالغ التي تستطيع المصارف أن تقتترضها من المصرف المركزي.

ومن الملاحظ إن المصرف المركزي يلجأ إلى سياسة تعدد أسعار الخصم ليمارس دوراً أكثر فاعلية في توزيع الائتمان على القطاعات والأنشطة الاقتصادية حيث يتم وضع أسعار تفصيلية لبعضها دون الآخر.³⁰

وتتوقف فعالية آلية الخصم في التأثير في عرض النقد على مجموعة من العوامل نذكرها باختصار:

- أ- مدى اعتماد البنوك التجارية على البنك المركزي كمصدر لمواردها النقدية.³¹
- ب- مستوى النشاط الاقتصادي السائد أثناء تغيير سعر البنك.
- ت- مدى اتساع سوق النقد وخاصة سوق الخصم.
- ث- مدى أهمية سعر الفائدة

3- هيكلية السيولة النقدية:

وهي عبارة عن قيام البنك المركزي بشراء أو بيع السندات من السوق الحرة للسندات³² وهي :

إما **عمليات حركية** والهدف منها تغيير مستوى الاحتياطيات لدى البنوك أو حجم العملة في التداول ومن ثم يتغير حجم القاعدة النقدية. أو **عمليات دفاعية** ويقصد بها عمليات السوق المفتوحة التي يقوم بها المصرف المركزي لإلغاء الآثار على القاعدة النقدية الناجمة عن العوامل الأخرى مثل تغييرات الودائع التي تقوم بها الخزنة العامة لدى البنك أو الثغرات في الرصيد الصافي لعمليات المقاصة.

²⁹ محاضرات في مادة اقتصاد مالي ونقدي للطلاب الماجستير بعنوان مفهوم النقد، قسم أسواق مالية، بإشراف د. عبد الرزاق حسان، جامعة دمشق، 2010، ص 28.

³⁰ د. عبد الرزاق حساني، الوضع الراهن لاقتصادنا النقدي، رسالة ماجستير، جامعة دمشق، 1993، ص 63.

³¹ د. زينب حسن عوض الله، "اقتصاديات النقود والمال"، 1994، ص 144.

³² أحمد أبو الفتوح الناقية، نظرية النقود والبنوك والمؤسسات المالية، ص 122.

فإذا أراد البنك أن يزيد من كمية وسائل الدفع الموجود في التداول، يقوم بشراء السندات ويدفع ثمنها لبائعيها من البنوك التجارية أو الأفراد والمشروعات التي تحتفظ بحساباتها لدى البنوك التجارية³³.

حيث ينظر لعملية البيع من وجهة السلطة النقدية كالتالي:

إن البيع يمتص السيولة ويخفض قيم الأذون والسندات، وبالتالي يرفع من سعر الفائدة الحقيقي في الأسواق المالية والنقدية، الأمر الذي يؤدي إلى تخفيض الودائع لدى المصارف التجارية. فإذا أراد المصرف المركزي إحداث تقليص في تسليف المصارف، قام ببيع السندات الحكومية للجمهور، وهذا يؤدي إلى تقليص أولي في الكتلة النقدية مساوياً قيمة السندات المباعة، فإذا مول الجمهور شراء السندات عن طريق تخفيض ودائعه، تنخفض ودائع المصارف وموجوداتها النقدية الجاهزة بالقيمة نفسها، مما يؤدي إلى تخفيض نسبة أموالها الجاهزة، فإذا أوشكت هذه النسبة أن تنخفض دون النسبة القانونية أو النسبة الدنيا التي تعتقد المصارف بأنه من الضروري الحفاظ عليها، فإن ذلك يدفع هذه المصارف إلى تقليص قروضها، مما يؤدي إلى تقليص ثاني للكتلة النقدية.

وتعد المصارف التجارية المشتري الأساسي لهذه الأوراق المالية الحكومية، ومن منطلق ذلك تلعب هذه المؤسسات المالية دوراً رئيسياً في الأسواق النقدية والرأسمالية³⁴.

أما عملية الشراء تزود السوق بالسيولة وترفع أثمان الأذونات والسندات وبالتالي ينخفض معدل الفائدة الحقيقي وبهذا تزيد الاحتياطيات لدى النظام المصرفي عبر الودائع. ويمكن توضيح ذلك بأن قيام المركزي بشراء السندات من الجمهور يؤدي إلى حدوث توسع في الكتلة النقدية، وفي حال قيام الأفراد بإيداع أثمان السندات في المصارف التجارية، أدى ذلك إلى زيادة ودائع المصارف وموجوداتها من النقد بالقيمة نفسها، مما يؤدي إلى ارتفاع نسبة الأموال الجاهزة، مما يؤدي إلى توسع المصارف في قروضها، ويؤدي إلى زيادة ثانية ومساوية في الكتلة النقدية. ولعمليات السوق المفتوحة أثران هما:

الأول كمي: يظهر من خلال التأثير في مستوى السيولة المحلية.

الثاني سعري: يتجسد عبر التأثير في سعر الفائدة في السوق النقدي³⁵.

³³ د. محمد دويدار، مبادئ الاقتصاد السياسي، الجزء الثاني "الاقتصاد النقدي"، منشورات الحلبي الحقوقية، لبنان، الطبعة الأولى، 2001، ص 373.

³⁴ Peter S. Rose: Money and Capital Market. 8th edition, Texas University, The MC Graw hill, 2003, p84.

³⁵ Fredic S. Mishkrn. The Economics of Money, Banking and Financial Markets, 7th edition, 2004, p393.

الفصل الأول: الكتلة النقدية

وتتميز عمليات السوق المفتوحة بالميزات التالية³⁶:

- أ- تتم بمبادرة من البنك المركزي والذي يكون له الرقابة الكاملة على حجم عمليات السوق المفتوحة.
- ب- عمليات السوق المفتوحة مرنة.
- ت- يمكن عكسها بسرعة.
- ث- يمكن ممارستها بسرعة فهي لا تنطوي على تأخيرات إدارية.

ومع هذه المميزات نجد إن فعالية السوق تتوقف على مجموعة من العوامل أهمها:

- ✓ وجود سوق نقدية متطورة.
- ✓ أن تشكل الودائع نسبة عالية من الكتلة النقدية.
- ✓ أن تكون المصارف التجارية معتادة على الاحتفاظ بنسبة من الأموال الجاهزة قريبة من النسب الدنيا القانونية.
- ✓ عدم وجود مصدر خارجي تلجأ إليه المصارف لتعويض الانخفاض في قيمة ودائعها المسحوبة.

ونجد مما سبق إن المصرف المركزي يركز على حجم الائتمان المصرفي لا الودائع فالسياسة النقدية في الوقت الحاضر تعتبر الائتمان المصرفي مجرد وسيلة للتحكم بعرض النقود بما يتناسب مع متطلبات الاقتصاد الوطني³⁷.

إلا أن هذا النظام قد تواجهه بعض المشاكل في حالات عدم استقرار أو تغير العلاقة بين العرض النقدي والتضخم أو الناتج الاسمي، وحدث ضعف في تحكم السلطات النقدية في المتغير النقدي المستهدف³⁸.

ثانياً: الأفراد:

وذلك من خلال مدى تقدم الوعي الادخاري والعادات المصرفية للأفراد حيث أنه يؤثر على مكونات عرض النقد وهي عبارة عن العملة المتداولة خارج الجهاز المصرفي والودائع بشقيها الجارية والثابتة (الادخارية)، فكلما كانت عادات الأفراد المصرفية متقدمة كلما زادت الأهمية النسبية للودائع الجارية من إجمالي مكونات عرض النقد، وكلما كان الوعي الادخاري متقدماً لدى الأفراد كلما زادت

³⁶ مؤيد السمارة، رسالة ماجستير، متغيرات السياسة النقدية وأثرها في استقرار دالة الطلب على النقد، جامعة دمشق، 2008، ص 56.

³⁷ عبد الرزاق حساني، رسالة ماجستير، مرجع سابق، ص 79.

³⁸ MISKEN, M, S, INTERNATIONAL EXPERIENCES WITH DIFFERENT MONETARY POLICY REGIMES, NBER WORKING PAPER, 1999, P7044.

الفصل الأول: الكتلة النقدية

الأهمية النسبية للودائع الثابتة من إجمالي مكونات الودائع وإجمالي مكونات عرض النقد في الوقت ذاته³⁹.

إذ إن زيادة الأهمية النسبية للعملة المتداولة خارج الجهاز المصرفي يعني في الوقت نفسه زيادة نسبة التسرب النقدي إلى الودائع الجارية وهذا يعني انخفاض قدرة المصارف على التوسع في منح الائتمان ومن ثم انخفاض القدرة على زيادة عرض النقد، لأن العلاقة عكسية بين التسرب النقدي من جهة وعرض النقد من جهة أخرى.

كما إن زيادة الأهمية النسبية للودائع الثابتة من إجمالي الودائع يزيد من قدرة المصارف على التوسع في خلق الائتمان إذ ستكون الأرصدة القابلة للإقراض متاحة أكثر بحكم انخفاض حجم الاحتياطيات على الودائع وبالتالي تؤدي زيادة الائتمان إلى زيادة عرض النقد، أي إن العلاقة عكسية بين نسبة الودائع لأجل والودائع تحت الطلب.

ثالثاً: المصارف

أن المصارف التجارية يمكن أن تؤثر في تغير عرض النقد من خلال سياستها الائتمانية المتأثرة بجانبين هما⁴⁰:

1- حجم الاحتياطيات.

2- التوقعات.

فكلما زاد حجم الاحتياطيات التي تحتفظ بها المصارف التجارية كلما انخفضت الأرصدة النقدية المتاحة لأغراض الإقراض ومن ثم يتأثر عرض النقد بالانخفاض على عكس الحال عندما تحتفظ المصارف باحتياطيات أقل من أرصدها النقدية المتاحة للإقراض ستكون أكبر، وبالتالي تؤثر بالزيادة على عرض النقد، كما إن مقدار القروض التي تحصل عليها المصارف التجارية من بعضها ومن المصرف المركزي تؤثر أيضاً على الأرصدة النقدية القابلة للإقراض وبالتالي على عرض النقد.

أما فيما يتعلق بالتوقعات فالمقصود بها توقعات الإدارة المصرفية بالنسبة للسحوبات المستقبلية على الودائع، فلو توقعت الإدارة المصرفية زيادة مقدار سحب المودعين لودائعهم فإن ذلك يتوجب الاحتفاظ باحتياطيات مناسبة من قبل إدارة المصرف للسحب المتوقع من قبل المودعين وهذا يؤدي إلى تقليص قدرة المصارف على التوسع في خلق الائتمان ويؤدي إلى تقليص عرض النقد والعكس صحيح. لا بد من التنبيه، إلى إن أهمية هذه العوامل ومقدار تأثيرها في عرض النقد يرتبط بالدرجة الأساسية بمدى التقدم والتطور الاقتصادي والمصرفي في البلد وخاصة فيما يتعلق بتطور الأسواق المالية والنقدية التي يعتبر تطورها أساس لاستخدام المركزي لأدواته النقدية فضلاً عن ارتباط ذلك بتطور العادات المصرفية للأفراد.

³⁹ د. ناظم الشمري، مرجع سابق، ص 229

⁴⁰ د. ناظم الشمري، مرجع سابق، ص 229

المبحث الثاني: الطلب على النقد

يرتبط موضوع الطلب على النقود بصلب النظرية النقدية التي رافقها التطور النابع من تطور الفكر الاقتصادي المعاصر، بدءاً بالفكر الكلاسيكي ومروراً بالفكر الكينزي والإضافات التي تلتها وانتهاءً بمدرسة شيكاغو والذي يتزعمه (مليتون فريدمان).

ولذلك سوف نقوم بهذا المبحث بالتعرف على مفهوم الطلب على النقد من خلال مطلبين الأول من خلاله نتعرف على مفهوم الطلب على النقد ومحددات الطلب على النقود، ومن خلال المطلب الثاني نتعرف على الطلب على النقد عند كل من الكلاسيك والكلاسيكيين المعاصرين وكذلك الطلب على النقود عند الكينزيين والنقوديين ومحددات الطلب على النقود في سورية

المطلب الأول: مفهوم الطلب على النقد

أولاً مفهوم الطلب على النقد:

إن فكرة التحليل الاقتصادي وعلى رأسها تحليل مفهوم الطلب على النقد تقوم على عملية الاستلال المنطقي التي يقوم بها الباحث الاقتصادي مستعيناً بالمنطق والإدراك السليم في محاولة اكتشاف العلاقات التي تربط بين المتغيرات الاقتصادية والظواهر الاقتصادية والقوانين العامة التي تحكمها حيث يمثل الفكر الاقتصادي الأداة الفعالة من أجل تحليل وتفسير الظواهر الاقتصادية ووضع الحلول المناسبة وآليات التنبؤ للمستقبل والبعيد.

“ويعد مفهوم الطلب على النقد حديث العهد نسبياً، إذ لم يظهر في الأدبيات الاقتصادية إلا في نهاية القرن التاسع عشر. وتعود المبادرة الأولى إلى ليون فالراس عام 1874. عندما استخدم مصطلح “الرصيد النقدي المرغوب به” قاصداً كمية النقد التي يرغب شخص اقتصادي في حيازتها مهما كانت غايات هذه الحيازة”⁴¹.

“ولكن سرعان ما أصبح الطلب على النقد موضوعاً هاماً ورئيساً في التحليل النقدي، فمن خلاله يمكن استنباط العلاقات السلوكية السببية التي تسمح بفهم أثر الظواهر النقدية في الاقتصاد، إذ كان هدف النظرية الاقتصادية إيضاح العلاقات القائمة بين المتحول النقدي من جهة والمتحولات الإستراتيجية من جهة أخرى. فإن الطلب على النقد في مواجهة عرض محدد يكاد يجسد النظرية

⁴¹د. موفق حسن، التطورات الحديثة للنظرية الاقتصادية والسياسة النقدية ومفهوم النقد والطلب عليه، مجلة جامعة دمشق، المجلد الأول، العدد الأول، 1999، ص 32.

الفصل الأول: الكتلة النقدية

النقدية بكاملها ويترجم غاياتها، ومن ثم فإن الإحاطة بمحدداته من خلال إحكام تابع الطلب على النقد كان وما زال يشكل واحد من أهم الموضوعات السائدة في الدراسات النقدية.⁴²

وإن الطلب على النقود يشكل أحد أطراف معادلة التوازن الاقتصادي هذه المعادلة التي يمثل فيها عرض النقود طرفها الثاني، إذ لم تعد السلطات النقدية مهتمة بالتركيز على جانب عرض النقد لوحده بل أصبح تركيزها منصبا أيضا على تنبؤاتها الدقيقة في التغيرات التي يمكن أن تحصل في جانب الطلب على النقود من خلال التأثير في العوامل التي تمارس تأثيرا على هذا الطلب، حتى يمكن لهذه السلطات من بلوغ أهدافها إذ إن العامل النقدي بجانبه (الطلب على النقود وعرض النقود) يمارس دورا هاما وكبيراً في مجمل النشاط الاقتصادي إذ يؤثر ويتأثر بالمتغيرات الاقتصادية الكلية من قبل الاتجاهات والمدارس الاقتصادية.

ولما كان الطلب على وجه العموم يعرف بأنه الرغبة **WILLING** المدعمة بالقدرة الشرائية **ABILITY** فإن هذا يؤسس لأهم محددات الطلب الفعال وفقا لما حدده كينز في تعريف الطلب على النقد خاصة بأنه كمية النقد التي يرغب ويقدر الأفراد الاحتفاظ بها على شكل أصول سائلة.⁴³

في ضوء التطور التاريخي، لقد مر تحليل الطلب على النقود، عبر مراحل عدة وكان **J.B.SAY** و **D.RICARDO** في طليعة الاقتصاديين الكلاسيكيين الذين تناولوا النقد في أبحاثهم خارج أي تصور زمني حيث كان النقد عنصرا محايدا في التحليل الاقتصادي كونه لا يلبي وفق هذا المنظور سوى وظائف تتمحور في إيضاح القيم وتسهيل التبادل. وجاء قانون المنافذ لساي ليقول: (أن المنتجات لا تتبادل إلا مع المنتجات وأن العرض يخلق الطلب المساوي له) ليرسخ دعائم الحكم بالحياد، وبالتالي فإن الحاجة للنقود عند الكلاسيكيين ارتبطت بثلاث عوامل:

- 1- حجم الإنتاج.
- 2- هيكلية الأسعار النسبية.
- 3- المستوى العام للأسعار.

حيث إن العاملين الأول والثاني ووفقا للتحليل الكلاسيكي يرتبطان بعناصر حقيقية بحتة، أي بعناصر غير نقدية.⁴⁴

⁴²د.موفق حسن، التطورات الحديثة للنظرية الاقتصادية والسياسة النقدية ومفهوم النقد والطلب عليه، مرجع سابق، ص32.

⁴³د.توفيق عبد الرحيم حسن، مبادئ الاقتصاد الجزئي، دار الصفاء، عمان، 2005، ص129.

⁴⁴د.زينب عوض الله، مبادئ علم الاقتصاد، الدار الجامعية، بيروت، 1997، ص106.

ثانياً: محددات الطلب على النقد

في الحقيقة هناك ثلاثة عوامل رئيسية تحدد الطلب على النقود تتمثل بما يلي⁴⁵:

1- حساس الطلب:

إن ارتفاع سعر الفائدة يجعل الأفراد داخل الاقتصاد يخفضون طلبهم على النقد وبالتالي فإن الطلب على النقد يتراجع عندما يرتفع سعر الفائدة.
أي إن هناك علاقة عكسية بين الطلب على النقد وسعر الفائدة.

2- مستوى الأسعار:

عندما يرتفع المستوى العام للأسعار, فإن ذلك سوف يجعل الأفراد وأصحاب الأعمال ينفقون أكثر من قبل لشراء سلعهم وحاجاتهم الاعتيادية. وبالتالي ومن أجل الحفاظ على نفس المستوى من السيولة كما كان قبل ارتفاع الأسعار فإنهم سيذهبون للاحتفاظ بالمزيد من النقد على شكل سائل.
إن التحليل الكينزي لطلب الأفراد على النقود يهتم بالقيمة الحقيقية للنقود, أي بمقدار ما يستطيع الأفراد الحصول عليه من سلع وخدمات حقيقية في ظل كمية معينة من النقود.
ومن ثم فإن القيمة الحقيقية للنقود تمثل كمية النقود التي في يد الأفراد مقسومة على المستوى العام للأسعار, كما يلي

$$\text{القيمة الحقيقية للنقود} = \frac{\text{كمية النقود التي في يد الأفراد}}{\text{المستوى العام للأسعار}}$$

وعليه فإن ارتفاع المستوى العام للأسعار يؤدي إلى انخفاض القيمة الحقيقية للنقود ومن ثم نقص ما يحصل عليه الأفراد من سلع وخدمات حقيقية⁴⁶.
الأمر الذي يدفع الأفراد إلى زيادة طلبهم على النقود الاسمية للمحافظة على مستوى ما يرغبونه من سلع وخدمات.

فنجد مما سبق إن العلاقة هنا بين مستوى الأسعار والطلب على النقود هي علاقة طردية.

⁴⁵ PAUL R. KRUGMAN, INTERNATIONAL ECONOMICS, THEORY AND POLICY, 17TH EDITION, 2006, P342.

⁴⁶ د. إسماعيل أحمد الشناوي وآخرون, إقتصاديات النقود والأسواق المالية, الدار الجامعية, الإسكندرية, 2006, ص 169

3- الناتج المحلي الإجمالي GDP:

عندما يرتفع الناتج المحلي الإجمالي، كمقياس للدخل، فإن العديد من السلع والخدمات ستكون معروضة للبيع داخل الاقتصاد.

وبالتالي فإن هذا الازدياد في القيم الحقيقية للصفقات سيقود إلى ارتفاع الطلب على النقد⁴⁷.

أي إن العلاقة هنا علاقة طردية بين الناتج المحلي الإجمالي والطلب على النقود

المطلب الثاني: محددات الطلب على النقد في سورية

عندما نتحدث عن طلب النقود للأفراد نتساءل:

لماذا يريد الأفراد الاحتفاظ بالنقود، أو بعبارة أخرى لماذا يفضل الأفراد النقود على غيرها من الأصول النقدية والمالية على الرغم من أن النقود بذاتها لا تدر عائداً ينتفع به؟

إن الطلب على النقود لا يتحدد في مدى ما تشبعه هذه السلعة من رغبات لدى الإنسان، بل بما يمكن فعله من خلال هذه السلعة المميزة، وهنا لا بد من الرجوع إلى أفكار المدارس الاقتصادية:

أولاً: المدارس الاقتصادية

1- : الصيغتان الكلاسيكية والكلاسيكية المحدث للطلب على

النقد:

تستند هاتان الصيغتان في الحقيقة إلى النظرية الكمية للنقود. فقد جرى التعبير عن هذه النظرية خلال العقود الثلاثة الأولى من القرن العشرين الماضي من خلال هاتين الصيغتين المتميزتين، وإن تكن متقاربتين وتنتهيان إلى نتائج متشابهة. وقد جاءت الصيغة الأولى سابقة تاريخياً للصياغة الثانية علماً بأن صياغتهما من قبل اقتصاديين يمثلون المدرستين الكلاسيكية⁴⁸ والكلاسيكية المحدث، وكان كلاهما يهدف في الأساس لا إلى صياغة نظرية حول الطلب على النقود وإنما إلى الكيفية التي يتحدد بها المستوى العام للأسعار⁴⁹.

⁴⁷ د. إسماعيل أحمد الشناوي وآخرون، مرجع سابق، ص 168

⁴⁸ حيث يفترض الكلاسيك:

الفصل الأول: الكتلة النقدية

ومن أوائل رواد النظرية الكمية⁵⁰ جان بودان والذي لاحظ الصلة بين كمية النقود المعروضة والمستوى العام للأسعار بأنها مترادفة أو طردية، كون الإنتاج الحقيقي ثابت أو محدود خلال فترة المشاهدات.

ويعود الفضل في أول صياغة متكاملة لهذه النظرية إلى الاقتصادي الأمريكي ارفنج فيشر IRVING FISHER الأستاذ الجامعي بجامعة بيل الأمريكية، وقد استند في صياغته تلك إلى معادلة التبادل المشهورة⁵¹:

$$MV=PT$$

حيث: M = كمية النقود في التداول (عملة + نقود مصرفية).

$$V = \text{سرعة دوران النقود.}$$

$$P = \text{المستوى العام للأسعار.}$$

$$T = \text{حجم التبادل أي مجموع السلع والخدمات التي تم تبادلها بالنقود خلال فترة زمنية معينة.}$$

ولربط كمية النقود بمستوى الناتج فقد استبدلت (T) بالمتغير (Y) والذي يمثل كمية السلع والخدمات المنتجة خلال فترة زمنية معينة فأصبحت المعادلة كالتالي

$$MV=PY$$

حيث MV : تمثل مجموع الإنفاق على السلع والخدمات النهائية في فترة زمنية محددة. فإذا كانت كمية النقود المتداولة M تساوي 500 مليون ليرة وسرعة دوران النقود خلال هذه الفترة تساوي 4 فهذا يعني أن كمية النقود تستطيع تحقيق إنفاق كلي على السلع والخدمات بما يساوي (500×4) ، أي 2000 مليون ليرة خلال الفترة نفسها. وهذا يعني أيضا أن مستوى الاتفاق الكلي في الاقتصاد لا

1- حالة التشغيل الكامل في الاقتصاد وهذه الفرض يتناسب مع مرحلة التطور الاقتصادي في القرن التاسع عشر والعشرين. أي لما

قبل الكساد الكبير 1929-1933 حيث كانت قوى الإنتاج في تصاعد مستمر، والانتقال من الاقتصاد الإقطاعي إلى الصناعي والتجاري، يزدهر باستمرار مع الأخذ بالاعتبار توسع التجارة عبر المحيطات ونهب ثروات المستعمرات وخيراتها.

2- النقد العالمي المستخدم أساسا في التجارة الدولية أو المعاملات الداخلية يتكون أساسا من الذهب والفضة، أو فيما بعد من النقود النائبة والمغطاة 100% بالمعادن الثمينة.

3- الأسعار مرنة للغاية، وإن قوى السوق كفيلة بتحقيق استقرار الأسعار، غير التجارة الدولية وحركات الذهب النقدي من وإلى البلدان، والتي تؤثر على كمية النقود، وبالتالي على الأسعار، لتحقيق التوازن.

4- مرونة الأجور، وقدرتها على تصحيح أي خلل يحدث في سوق العمل، وأن العمال يستطيعون عبر حرية تصرفهم، من قبول الأجر الذي يناسبهم، عبر قوى العرض والطلب، ومساندة نقاباتهم.

5- الاقتصاد يقوم على الإنتاج الحقيقي وأساسه الزراعة والصناعة، والتجارة تقوم بخدمة القطاعين.

6- عدم وجود سوق متطورة. بل سوق محدودة للسندات.

⁴⁹د. عبد المنعم السيد علي، د. نزار سعد الدين العيسى، النقود والمصارف والأسواق المالية، دار الحامد للنشر، الطبعة الأولى، عمان، 2004، ص 235.

⁵⁰د. أكرم حوراني، د. عبد الرزاق حساني، الاقتصاد النقدي، مرجع سابق ص 18.

⁵¹د. عبد المنعم السيد علي، د. نزار سعد الدين العيسى، النقود والمصارف والأسواق المالية، مرجع سابق، ص 235.

الفصل الأول: الكتلة النقدية

يعتمد على كمية النقود المتداولة فحسب، بل يعتمد أيضا على كفاءة استخدام النقود في التبادل والتي تقاس بسرعة دوران النقود (V)، أو عدد المرات التي يتم فيها إنفاق كل وحدة نقدية واحدة كالليرة مثلا، على الإنتاج خلال سنة معينة.

ويمثل (PY) القيمة الاسمية للنواتج القومي أي قيمة ما ينتج خلال السنة من سلع وخدمات نهائية.

ولكن الشيء المثير للجدل في هذه المعادلة وهو كيفية تفسير سرعة دوران النقود (V)؟ وهل قيمتها ثابتة أم متغيرة؟ وبالتالي إن النظرية الكلاسيكية للطلب على النقد يمكن أن توضح من خلال الإجابة على هذين السؤالين⁵².

لغاية الثلاثينيات من القرن العشرين اعتبر التبادل هو الغرض الرئيسي للاحتفاظ بالنقود. وهذا مفهوم ضمنى من معادلة التبادل التي اعتبرت النقود مجرد أداة للدفع أو وسيلة للتبادل. لذا فإن العامل الأهم الذي يحدد سرعة دوران النقود هو نظام الدفع المتبع في كل اقتصاد. فإذا كان نظام دفع الأجور والرواتب نظاما شهريا مثلا فالفرد يحتاج إلى الاحتفاظ بكمية من النقود تكفي لتغطية مصروفاته لمدة شهر كامل لحين استلامه الراتب في نهاية كل شهر من أشهر السنة. وبطبيعة الحال تنخفض كمية النقود لدى هذا الفرد تدريجيا كلما انفق جزءا منها. فإذا كان راتبه 30000 ل.س. ويحتاج لإنفاق 1000 ل.س. يوميا فالمبلغ الذي يحتفظ به في اليوم الأول 29000 ل.س. واليوم الثاني 28000 ل.س. وهكذا حتى نهاية الشهر. أما إذا كان نظام الدفع أسبوعيا (حيث الشهر يتضمن 4 أسابيع) فالكمية التي يحتفظ بها الفرد لتغطية مصروفاته أو مشترياته لمدة أسبوع واحد هي 7500 ل.س. ونلاحظ إن معدل كمية النقود المحتفظ بها خلال الأسبوع أقل من الحالة السابقة. بينما تكون سرعة دوران النقود أكبر من الحالة السابقة.

وبما إن نظام الدفع لا يتغير في الأمد القصير في أي بلد من البلدان فإن سرعة دوران النقود افترضت ثابتة، أو بعبارة أخرى، أنها أصبحت تقرر مؤسسيا فأصبحت بذلك كمية النقود لأغراض التبادل (M) تتناسب طردا مع قيمة الإنتاج. فإذا ارتفعت قيمة الإنتاج 10% مثلا فإن الطلب على النقود يرتفع 10% أيضا.

وبالتالي نجد إن فيشر من خلال هذه النظرية يفترض مايلي⁵³:

- 1- الطلب على النقود هو تابع للدخل النقدي فقط.
- 2- الأفراد يطلبون النقود لأغراض المعاملات فقط وهذا الطلب يتحدد بعاملين هما:
 - أ- مستوى المبادلات الناجمة عن مستوى الدخل النقدي P.Y.
 - ب- درجة تطور أدوات ووسائل تنفيذ المبادلات، أي سرعة دوران النقود.

ونلاحظ تجنب فيشر أية إشارة لأثر سعر الفائدة.

⁵² عبد المنعم السيد علي، د. نزار سعد الدين العيسى، النقود والمصارف والأسواق المالية، مرجع سابق، ص 236

⁵³ د. أكرم حوراني، د. عبد الرزاق، الاقتصاد النقدي، مرجع سابق، ص 21

لقد انتقدت الصيغة التي قدمها فيشر للنظرية الكمية في النقود لعدة أسباب أهمها⁵⁴:

- 1- إهمال الوظائف الأخرى للنقود غير كونها أداة للدفع مثل الطلب عليها كخزين قيمة.
- 2- ركزت المعادلة على العلاقة الميكانيكية بين النقود والإنتاج ولم تعط تفسيراً سلوكياً لها.
- 3- ربطت الطلب على النقود بسرعة دورانها أي كلمة زادت سرعة دوران النقود قلت الحاجة للاحتفاظ بالنقود (نلاحظ هنا وجود العلاقة العكسية) والعكس صحيح.
- 4- أظهرت الإحصاءات الكلية بأن سرعة دوران النقود لم تبقى ثابتة عموماً بعكس افتراض النظرية الكمية.

نظراً لهذه الانتقادات قام بعض أساتذة كمبرج البريطانية وعلى رأسهم الاقتصادي الإنجليزي المعروف ألفريد مارشال، بتقديم صيغة أخرى للطلب على النقود تستند أيضاً إلى نظرية كمية النقود الكلاسيكية. وأطلق على هذه الصيغة الجديدة اسم الصيغة الكلاسيكية المحدثّة أو معادلة كمبرج والتي تتمثل بالمعادلة التالية⁵⁵:

$$M = KPY$$

حيث نلاحظ إن هذه الصيغة تختلف عن سابقتها بالرمز (k) والذي يساوي¹/_V، ولكن الاختلاف بين الصيغتين هو ليس اختلاف شكلي أو جبري في المعادلتين و يمكن توضيحه بسهولة كما يلي:

$$MV = PY$$

$$\text{نصل إلى مايلي: } V = \frac{PY}{M}, \text{ ومن معادلة كمبرج نصل إلى مايلي: } K = \frac{M}{PY} \text{ و } V = \frac{1}{K}$$

وبالتالي فإن الطلب على النقود يتحدد بنسبة من الدخل وذلك كون⁵⁶:

- 1- ضرورة النقود كوسيط في المبادلات، أي كلما أنه زادت قيم Y من السلع والخدمات المتبادلة في الاقتصاد القومي، كلما تطلب ذلك كمية أكبر من النقود، وبالتالي العلاقة طردية ما بين كمية النقود المطلوبة والدخل النقدي.
- 2- استخدام النقود كمخزن للثروة بمعنى إن مقدار ثروة الأفراد يؤثر في طلبهم على النقود والثروة المتحصلة ناجمة عن توزيع الدخل النقدي على الأفراد، وكلما زاد الدخل النقدي، مكن ذلك من زيادة الثروة أو النقود المستخدمة لحفظ الثروة وهذا يؤكد "الطلب على النقد كجزء من الثروة يرتبط طردياً مع حجم الدخل النقدي. وبالتالي سواء استخدم الطلب لغاية المبادلات أو الاحتفاظ بالثروة فإنه يرتبط طردياً مع حجم الدخل النقدي.

⁵⁴ عبد المنعم السيد علي، د. نزار سعد الدين العيسى، النقود والمصارف والأسواق المالية، مرجع سابق، ص 237.

⁵⁵ د. أكرم حوراني، د. عبد الرزاق، الاقتصاد النقدي، مرجع سابق، ص 22

⁵⁶ د. أكرم حوراني، د. عبد الرزاق، الاقتصاد النقدي، مرجع سابق، ص 22

أن الاختلاف الحقيقي بين الصيغتين يكمن في النظرة إلى هذه المعادلة أو تفسيرها وبتلخص فيما يلي⁵⁷:

✓ تمثل V في معادلة فيشر الرغبة في إنفاق النقود، فكما ذكرنا سابقاً إنها تمثل عدد مرات إنفاق الوحدة النقدية خلال السنة وهذا يعتمد على الرغبة في الإنفاق. أما مقلوبها $\frac{1}{V}$ فيمثل الفترة الزمنية التي يحتفظ بها الأفراد بالوحدة النقدية الواحدة خلال السنة. فإذا كانت $V=6$ مرات سنوياً أي إن الليرة الواحدة تنفق 6 مرات في السنة كمعدل، فإن $K=\frac{1}{V}$ ، وبالتالي فإن $\frac{1}{6}$ يعتمد على رغبة المجتمع للاحتفاظ بالنقود لتغطية مشترياته وهذا إشارة واضحة للطلب على النقد

✓ وضعت معادلة فيشر بالأصل بشكل تدفقات (Flow) فالجانب الأيسر (MV) يمثل تدفق الإنفاق Expenditure Flow خلال فترة زمنية معينة، والجانب الأيمن (PY) يمثل تدفق الدخل (أو الناتج) الاسمي Nominal Income Flow خلال نفس الفترة. أما صيغة كامبردج فقد تحولت التدفقات إلى مقادير كمية ساكنة. فالجانب الأيسر (M) يمثل القيمة الاسمية لكمية النقود المتداولة أو ما يسمى بعرض النقود، بينما يمثل الجانب الأيمن (KPY) يرغب المجتمع الاحتفاظ بها بشكل نقود.

✓ الصيغة الكلاسيكية المحدثة أهملت سرعة الدوران بالكامل واستعيز عنها بفكرة الطلب على النقود حيث يعرف بأنه الطلب الناشئ عن الرغبة للاحتفاظ بأرصدة نقدية CASH BALANCES لأغراض التبادل ولأغراض احتياطية كمستودع للقيمة. ولهذا يطلق على هذه الصيغة اسم منهج الأرصدة النقدية CASH BALANCES APPROACH الذي يأخذ في الاعتبار وظيفة النقود كمستودع للقيمة بالإضافة إلى وظيفتها كوسيلة للتبادل.

✓ يمكن استخدام معادلة كامبردج لتوضيح التأثيرات السعرية على الطلب على النقود بتحويلها إلى الشكل الحقيقي REAL FORM وذلك بقسمة طرفي المعادلة على المستوى العام للأسعار (p) فنحصل على المعادلة التالية:

$$KY = \frac{M}{P}$$

حيث يمثل $\frac{M}{P}$ القيمة الحقيقية لعرض النقد Real Supply of Money.

بينما يمثل ky الأرصدة الحقيقية التي يحتفظ بها الجمهور بشكل نقود، أو القيمة الشرائية التي يرغب الجمهور بالاحتفاظ بها بشكل نقدي. أي القيمة الحقيقية للطلب على النقود.

⁵⁷ عبد المنعم السيد علي. د. نزار سعد الدين العيسى، النقود والمصارف والأسواق المالية، مرجع سابق، ص 238-239.

2- الميعة النقدية:

طور كينز نظريته في الطلب على النقود من خلال كتابه "النظرية العامة للتوظيف والنقود والفائدة" The General Theory of Employment, Interest and Money في عام 1936، مستندا على أفكار من سبقوه خصوصا مارشال وبيجو بالإضافة إلى نقده لبعض الأفكار النقدية الكلاسيكية⁵⁸.

تمثل فكرة "تفضيل السيولة" قلب التحليل الحديث للنقود ودورها في النظام الاقتصادي. لقد استعمل كينز تعبير "تفضيل السيولة" ليعني الطلب على النقود للاحتفاظ بها⁵⁹.

وقد توصل كينز أثناء تحليله إلى دوافع الطلب على النقود وهي⁶⁰:

✓ دافع المعاملات. Transactions motive

✓ دافع الاحتياط. Precautionary motive

✓ دافع المضاربة. The Speculative motive

أ- دوافع الطلب على النقود عند كينز:

ب- 1- دافع المعاملات:

يقصد بدافع المعاملات (المبادلات) رغبة الأفراد في الاحتفاظ بنقود سائلة للقيام بالنفقات الجارية خلال فترة المدفوعات، أي الفترة التي يتقاضى فيها الشخص راتبه الدوري، ورغبة المشروعات في الاحتفاظ بالنقود السائلة لدفع نفقات التشغيل من ثمن المواد الأولية وأجور العمال والنفقات الضرورية لسيرورة المشروعات كإيجارات العقارات وغير ذلك (تمويل رأس المال العامل). والعامل المهم والأساسي الذي يعتمد عليه الطلب على النقود لهذه الغرض هو الدخل، باعتبار أن العوامل الأخرى (العام للأسعار، ومستوى العمالة ..) لا تتغير في العادة في مدة قصيرة

⁵⁸ ويختلف كينز عن الكلاسيك بما يلي:

1- اعترافه للأفراد بحيازة النقود كأصل من الأصول التي تدخل في محافظ أصولهم وبالتالي إن الزيادة في العرض النقدي لن تؤدي إلى زيادة في الإنفاق النقدي بنفس النسبة. على عكس الكلاسيك الذين اعتبروا إن النقد وسيط للتبادل فقط. 2- رفض كينز فكرة حيادية النقود وإثباته إن العرض النقدي يؤثر على العديد من المتغيرات الحقيقية في الاقتصاد. 3- رفض كينز قانون ساي القائل إن العرض يخلق الطلب الموافق له وبالتالي رفض إن التوازن يحدث عند مستوى التشغيل الكامل، وأقر كينز إن التوازن يحدث عند مستويات أقل من التشغيل الكامل. 4- رفض كينز إن الادخار ومن ثم الاستهلاك يتحدد بسعر الفائدة واعتبرهما يتحددان من مستوى الدخل. ورفض تعادلتهما باستمرار. 5- سعر الفائدة يتحدد في ظل مستوى معين للعرض والطلب عكس الكلاسيك الذين اعتبروه يتحدد بتقاطع دالة الادخار مع الاستثمار. 6- توصل كينز إن الطلب على النقد يعتمد على الدخل وسعر الفائدة بينما اعتبر الكلاسيك إنه يعتمد على الدخل فقط وإن سرعة دوران النقود ليست ثابتة وتتأثر بحالة الاقتصاد وتقلب مع تغير سعر الفائدة السوقي

⁵⁹ J.M. Keynes, The General Theory of Employment Interest and Money, New York, Harcourt, Brave and inc, 1936, p166.

⁶⁰ D.Lalder, The Demand for Money: Theories and Evidence, Scranton, pen. International Textbook co, 1964, p44

الفصل الأول: الكتلة النقدية

يستمد دافع المبادلات وجوده من وظيفة النقد كوسيلة للتبادل, إذا يتم استخدام النقود من قبل حاملها بهدف مواجهة نفقاتهم الجارية, ويأتي نتيجة الفجوة الواقعة بين فترة استلام الدخل وإنفاقه (النفقات أكثر تكرارا من استلام الدخل), مما يجعل الأفراد والمؤسسات تحتفظ بقدر متوسط من النقود على شكل وسائل لتسديد قيمة طلباتهم⁶¹.

وبالتالي يستنتج كينز إن "طلب الأفراد على النقود وهو تابع طردي للدخل النقدي"

ويمكن وضع دالة الطلب هذا الشكل التالي⁶²:

$$L_t = K \cdot Y$$

حيث : L_t هو الطلب على النقود لأغراض التبادل.

K النسبة من الدخل التي يحتفظ بها المجتمع بشكل أرصدة نقدية.

Y الدخل الحقيقي.

- كلما ازداد الناتج يزداد احتفاظ الأفراد بالنقود لمواجهة المعاملات.

ب.2- دافع الاحتياط:

يعود الطلب على السيولة لغرض الاحتياط إلى توفر درجة عدم التأكد من ظروف المستقبل التي يمكن التعرض لها (كساد, بطالة, حروب)

وتتجلى حالات عدم التأكد التي تقتضي تفضيل السيولة بدافع الحيلة بمظهرين⁶³:

1- في مواجهة الاحتمالات المستقبلية التي تتطلب نفقات مباغته.

2- في مواجهة احتمال خطر خسارة رأسمالية (عند الاضطرار إلى تحويل الأصول المالية إلى نقد في مواجهة نفقات مباغته) في حالات عدم التأكد من مستوى العمر المستقبلي لمعدل الفائدة المرتبط بعلاقة عكسية مع سعر الأصول المالية كالسندات مثلا.

وبالتالي يعتمد مقدار ما يحتفظ به من الأرصدة النقدية على حجم الدخل. (العلاقة طردية) .

⁶¹ محاضرات في مادة اقتصاد مالي ونقدي للطلاب الماجستير بعنوان النظرية النقدية الكنزية, قسم أسواق مالية, بإشراف د. عبد الرزاق

حساني, جامعة دمشق, 2010, ص 13

⁶² عبد المنعم السيد علي. د. نزار سعد الدين العيسى, النقود والمصارف والأسواق المالية, مرجع سابق, ص 242

⁶³ د. موفق حسن, التطورات الحديثة للنظرية الاقتصادية والسياسة النقدية ومفهوم النقد والطلب عليه, مرجع سابق, ص 36.

الفصل الأول: الكتلة النقدية

وبالإضافة إلى حجم الدخل يوجد عوامل أخرى⁶⁴:

- 1- طبيعة الأفراد والظروف النفسية المحيطة به (تفاؤل, تشاؤم)
- 2- درجة التأكد السائدة في المجتمع, مثل أوقات الحروب والأزمات يزداد الاحتفاظ بالنقود.
- 3- درجة النمو وتنظيم سوق الأوراق المالية. وبالتالي إمكانية تحويل الأوراق إلى نقود سائلة.
- 4- استقرار ظروف العمل.

وبالتالي يمكن صياغة دالة الطلب على النقد

$$M_t = I_1(Y)$$

ب.3- دافع المضاربة⁶⁵:

يرتبط هذا الدافع بوظيفة النقد كحافظ للقيمة.

ويقول كينز "الطلب على النقود بدافع المضاربة لا يستجيب لأي تأثير عدا الحوادث الحالية المتغيرة في النشاط الاقتصادي العام ومستوى الدخل, ولكن تشير التجربة إلى أن الطلب على النقود للمضاربة يعرض استجابة مستمرة للتغيرات التدريجية لسعر الفائدة"⁶⁶

وبالتالي "إن تفضيل السيولة لدافع المضاربة هي نزعة احتمالية تحدد كميات النقد التي يحتفظ بها العامة عند سعر فائدة معطى"⁶⁷

وإن العوامل التي تدفع شخص للاحتفاظ بجزء كبير من مدخراته على شكل سائل عندما يكون سعر الفائدة منخفض حسب كينز يعود لأسباب التالية:

- 1- عند معدل فائدة منخفض تكون تكلفة السيولة قليلة وبالتالي الأرصة المطلوبة من أجل المضاربة كبيرة وهنا لن يكون الفرد مهتم بشراء الأصول ذات العائد المنخفض.
- 2- إن التغيرات في سعر الفائدة تؤدي إلى تغيرات عكسية في أسعار السندات.

وبالتالي الطلب على النقود يعتمد على سعر الفائدة. (العلاقة عكسية). وتصبح دالة الطلب على النقود بدافع المضاربة $M = L(i)$.

⁶⁴ د. ضياء مجيد, الاقتصاد النقدي, مؤسسة شباب الجامعة للنشر, الإسكندرية, 1998, ص 120.
⁶⁵ المضاربة: هي عملية يقوم بها الشخص الاقتصادي مبنية على التوقعات بشأن سعر الفائدة المستقبلية لتحقيق ربح من خلال بيع الأصول أو الاحتفاظ بها مع المقارنة مع النقد.

⁶⁶ J.M. Keynes, The General Theory of Employment Interest and Money, New York, Harcourt, Brace and inc, 1936, p196-197

⁶⁷ المرجع السابق مباشرة, ص 168

ب- الأسس التي قامت عليها نظرية كينز في الطلب على النقود:

ويمكن حصر تلك الأسس بما يلي:

1- الطلب على النقود هو جزء من الثروة التي تتكون من عدة أصول مختلفة عن النقود "كوحدة نقدية".

2- كل أصل من أصول الثروة يحقق عائد، ويمكن اعتبار السندات كممثل لبقية أصول الثروة كونها الأشمل والأكثر شيوعاً في التبادل. وأن السندات تغل عائداً يتحدد بمقدار "الفائدة" المحددة عليها خلال أجل الاستحقاق.

الأفراد يوزعون ثروتهم على مجموعة من الأصول بعد المقارنة ما بين العائد الذي تحققه السندات، والنقود التي ليس لها عائد، ومع ذلك فإن الأفراد يحتفظون بجزء منها كونها تتميز عن الأصول الأخرى بأنها أصل كامل السيولة، وبالتالي فإن الاحتفاظ بالسيولة يعد عائداً بحد ذاته، أي إن السيولة بما تحققه من مزايا تجعل الأفراد يطلبونها، على الرغم من أنها لا تدر عائداً، بينما الأصول الأخرى للثروة ومنها السندات تدر عائداً، واضحاً ومباشراً⁶⁸.

3- «القيمة النقدية»:

وهي إضافة مليتون فريدمان وتسمى أيضاً مدرسة شيكاغو.

حيث يقول فريدمان: إن كمية النقود التي يطلبها الأفراد تتغير تغيراً طردياً مع مستوى الأسعار. وبعبارة أخرى فإن فريدمان قبل وجهة النظر القائلة إن الطلب على النقود إنما له مرونة الوحدة بالنسبة لمستوى الأسعار وتتراوح المرونة بين 0.8 - 1 (الواحد الصحيح)⁶⁹.

ويخلص فريدمان إلى القول إن الطلب على النقود يتحدد في العوامل التالية:

1- مستوى الأسعار.

2- مستوى الدخل الحقيقي والنتائج القومي.

3- سعر الفائدة.

4- معدل الارتفاع في المستوى العام للأسعار.

حيث تؤدي التغيرات في العاملين الأولين إلى تغيرات في الطلب على النقود، بينما التغيرات في العاملين المتبقين ستؤدي إلى التغير في مقدار الطلب على النقود باتجاه معاكس⁷⁰.

⁶⁸ د. أكرم حوراني، د. عبد الرزاق، الاقتصاد النقدي، مرجع سابق ص 24

⁶⁹ د. علي كنعان، النظام النقدي والمصرفي السوري، مرجع سابق، ص 178

ثانياً: محددات الطلب على النقد في سورية:

لمعرفة محددات الطلب على النقد في سورية يمكننا استخدام التحليل الكينزي , أو تحليل مدرسة شيكاغو, لكنه لا يمكننا التوصل إلى نفس النتائج التي تم التوصل إليها في الاقتصاديات الأوربية من جهة, ولا يمكننا تعديل مفردات السياسة النقدية في سورية من جهة لكي توصلنا إلى التحليل الذي نريد من جهة أخرى, "ولهذا يرى الأستاذ الدكتور علي كنعان حيث يكتب في كتابه بعنوان النظام النقدي والمصرفي السوري مشكلاته واتجاهات إصلاحه بأنه يرى بأن الطلب على النقود في سورية يتحدد في العوامل التالية:

أ- محددات الدخل:

إن انخفاض الدخل في سورية لدى القسم الأعظم من السكان سوف يدفعهم إلى بيع بعض ممتلكاتهم بهدف زيادة مستوى الدخل لمواجهة متطلبات المعيشة, لكن ذلك لن يتكرر أكثر من مرة واحدة أو مرتين وينتهي الأمر إلى انخفاض الطلب على السلع والخدمات, ويعقب ذلك سلسلة من الانخفاضات في الإنتاج والدخل والتوظيف وبالتالي سيطرة حالة الجمود.

لكن زيادة حجم الإصدار النقدي وتحرير التجارة الخارجية قد أدى لزيادة المستوى العام للأسعار وحصل التضخم بين عامي 2005-2008, وترافق هذا بانخفاض مستوى الدخل للنسبة العظمى من السكان ومن ثم فإن الطلب على النقود يتزايد لدى الفقراء ويتراجع لدى الأغنياء نظراً لوصولهم لحالة التخمّة العالية, ونظراً لارتفاع أسعار الفائدة لذلك يتراجع طلب الفقراء على النقد وأيضاً طلب الأغنياء لمشاريع استثمارية وهذا ما يؤدي لسيطرة حالة الركود.

ب- محددات سعر الفائدة:

إن انخفاض مستوى الدخل لدى الطبقة الفقيرة يرافقه ارتفاع مستوى الدخل لدى الطبقة الغنية, وبالتالي فإن سعر الفائدة المنخفض سوف يدفع الأفراد إلى الاحتفاظ بالنقد, وبما إن سعر الفائدة هو أدنى من معدل التضخم فإن الأفراد الميسورين ذوي الدخول لن يدخروا بهذا السعر, والنتيجة الطبيعية هي الاحتفاظ بالنقد في المنازل أو إخراجها خارج الحدود الوطنية".

⁷⁰ سامي خليل, النظرية والسياسة النقدية, دار كاظمة للنشر والتوزيع, الكويت, 1982, ص 174.

المبحث الثالث: الكتلة النقدية في سورية

سوف نقوم بهذا المبحث بالتعرف على مفهوم الكتلة النقدية في سورية ومكوناتها والعوامل المؤثرة على تغيرات الكتلة النقدية في سورية

المطلب الأول: مفهوم الكتلة النقدية

كانت الكتلة النقدية بالمفهوم الضيق (M1) هي السائدة في العرض النقدي في سورية وكانت تتقارب مع المفهوم الواسع للنقد حتى أواخر الثمانينات، وذلك نظرا لضعف الوعي المصرفي وعدم وجود عادات مصرفية متطورة وعدم فعالية النظام المصرفي إجمالاً، إضافة إلى الاعتماد على أسلوب الدفع النقدي وإحجام الناس عن استثمار أموالهم في المصارف بسبب ارتفاع معدلات التضخم في سورية في معظم السنوات. ومع وجود فعالية لمجلس النقد والتسليف كانت الحكومة السورية تقوم بزيادة الإصدار النقدي بشكل دائم لكي توفر وسائل الدفع اللازمة في الاقتصاد الوطني، والتركيز على قطاع الإنتاج المادي وتشجيع الاستثمار الحكومي والخاص في الصناعة، وبذلك كان هناك إهمال أو تجاهل لقطاع الخدمات المالية والمصرفية وأدوات السياسة النقدية ومالها من أهمية في المساهمة في تمويل الاقتصاد الوطني بقطاعاته المختلفة..

وقد تألفت الكتلة النقدية في سورية في تلك الفترة من العناصر التالية⁷¹:

1- النقد الورقي والمعدني. المصدر (خارج الخزينة)

2- الودائع تحت الطلب.

وبدءاً من أواخر الثمانينات وأوائل التسعينات من القرن العشرين بدأت عوامل الاستقرار تظهر في الاقتصاد السوري، وفتحت الدولة مجالات الإنتاج والاستيراد للقطاع الخاص، مما خفف من عمليات المضاربة بالعملة والتوجه نوعاً ما إلى الإنتاج والاستثمار، وبدأت بعد ذلك أشباه النقد بالارتفاع وظهرت وسائل دفع لم تكن موجودة سابقاً، وبالتالي أصبح مفهوم النقد بالمعنى الواسع (M2) هو الأكثر تعبيراً عن حقيقة الوضع النقدي في سورية.

وقد أدى تعدد أسعار الصرف وانخفاض الفوائد الدائنة إلى استمرار ارتفاع نسبة النقد خارج المصارف والخزينة إلى إجمالي الكتلة النقدية نتيجة الاحتفاظ بكميات كبيرة من النقود خارج المصارف ومجالات الاستثمار الممكنة.

وبالتالي نجد إن مصرف سورية المركزي قسم الكتلة النقدية بحسب دليل الإحصاءات النقدية والمصرفية الصادر عن صندوق النقد الدولي إلى قسمين⁷²:

⁷¹ هدر رجب، الطلب الكلي والركود الاقتصادي، رسالة ماجستير، جامعة دمشق، 2005، ص 97.

الأول: العرض النقدي بالمعنى الضيق M1:

وهو يتكون من:

1- النقد المتداول خارج المصارف

وهو عبارة عن النقد المصدر ناقص النقد لدى المصارف

2- الودائع تحت الطلب.

وهي تتضمن ودائع كل من :

أ- المؤسسات العامة الاقتصادية.

ب- القطاع الخاص (مقيم).

ت- المؤسسات المالية غير المصرفية.

الثاني: العرض النقدي بالمعنى الواسع M2:

وهو يتكون من

1- M1.

2- شبه النقد والذي يتكون من:

أ- الودائع لأجل⁷³.

وهي تضم ودائع كل من:

✓ المؤسسات العامة الاقتصادية.

✓ القطاع الخاص (مقيم)⁷⁴.

✓ المؤسسات المالية غير المصرفية.

⁷² ربيع جميل عنقة. عجز الموازنة العامة في سورية وأثره في ارتفاع الأسعار وإعادة توزيع الدخل خلال الفترة 1998-2007، رسالة ماجستير، جامعة دمشق، 2010، ص 63
73 لا تتضمن قيم شهادات الإيداع الصادرة عن المصارف المرخصة حيث تم استثناءها من العرض النقدي كون تواريخ استحقاقها تزيد عن عام واحد

⁷⁴ تم استثناء كافة ودائع غير المقيمين وترحيلها إلى الالتزامات الأجنبية حسب دليل الإحصاءات النقدية 2000.

ب- ودائع التوفير بالليرة السورية⁷⁵.

ت- الودائع بالقطع الأجنبي.

وهي تضم ودائع كل من:

✓ المؤسسات العامة الاقتصادية.

✓ القطاع الخاص (مقيم).

✓ المؤسسات المالية غير المصرفية

ث- التأمينات لقاء الاستيراد

وتعتبر عملية الإصدار النقدي بشكل متزايد هي احد أهم الأسباب في زيادة الكتلة النقدية في سورية نظرا لارتفاع نسبة النقد المصدر في بنية الكتلة النقدية, مما ينعكس سلبا في معظم الأحيان على المؤشرات الاقتصادية المختلفة, وذلك نتيجة عدم وجود استقلالية للسلطة النقدية عن الحكومة, إضافة إلى عدم وجود سياسة نقدية واضحة تستهدف تخفيض هذه النسبة بشكل مدروس, ورفع نسبة الودائع وأشباه النقود في بنية الكتلة النقدية

المطلب الثاني الكتلة النقدية بالمعنى الضيق M1

وكما تحدثنا سابق فإن الكتلة النقدية بالمعنى الضيق M1 تتكون من النقد المتداول خارج الميزانية والودائع تحت الطلب.

ونجد إن السلطات السورية النقدية قد أخذت بهذا المفهوم (العرض النقدي بالمعنى الضيق) منذ زمن بعيد نظرا إلى الأسباب التي ذكرناها أعلاه.

وفيما يلي جدول يوضح تطور عناصر العرض النقدي بالمعنى الضيق M1 خلال عدد من السنوات.

⁷⁵ جميعها تعود لقطاع الأفراد المقيمين

الفصل الأول: الكتلة النقدية

جدول رقم(2)تطور عناصر العرض النقدي M1 خلال الفترة من 2000حتى2010 وعلاقتها بالنواتج المحلي الإجمالي في سورية.بملايين الليرات السورية.

السنة	النقد المتداول خارج المصارف	الودائع تحت الطلب	إجمالي الكتلة النقدية M1	معدل النمو السنوي %	النواتج المحلي الإجمالي بالأسعار الجارية	الكتلة النقدية الناتج
2000	203881	164807	368688	18	903944	40.79%
2001	229294	190645	419939	13.9	974008	43.11%
2002	258374	244656	503030	19.8	1016519	49.49%
2003	284999	265317	550316	9.4	1067265	51.56%
2004	332659	278201	610860	11.0	1266891	48.22%
2005	384729	312971	697700	14.2	1506440	46.31%
2006	399167	288272	687439	-1.5	1704974	40.32%
2007	422365	309304	731669	6.4	2017825	36.26%
2008	468815	358445	827260	13.1	2445060	33.83%
2009	492952	423066	916018	10.7	2519151	36.36%
2010	540188	521657	1061846	15.9	-	-

المصدر المجموعة الإحصائية للأعوام المذكورة المنشورة على موقع المصرف المركزي www.banquecentrale.gov.sy

نلاحظ من خلال الجدول السابق زيادة حجم الودائع المصرفية. فبعد أن كانت تشكل 164807 مليون ل.س في عام 2000 أي ما نسبته 80% من حجم النقد. أصبحت في عام 2003 بحدود 265317 مليون ل.س أي ما نسبته 93% من حجم النقد. ونلاحظ كذلك استمرار تطور الودائع فقد بلغت في عام 2007 بحدود 309304 مليون ل.س أي ما نسبته 73% من حجم النقد وكذلك فقد بلغت في عام 2010 حوالي 495547 مليون ليرة سورية أي ما نسبته 49% من حجم النقد.

ونلاحظ أيضاً من الجدول تطور حجم النقد المصدر فقد كان في عام 2000 بحدود 203881 مليون ل.س بينما بلغ في عام 2006 بحدود 399167 مليون ل.س وبلغ في عام

2010 بحدود 513232 مليون ل.س وتعود هذه الارتفاعات في الودائع تحت الطلب إلى الأسباب التالية⁷⁶:

- 1- نمو الوعي المصرفي لدى الأفراد المستثمرين وتطوره مما دفعهم بشكل مستمر إلى فتح حسابات مصرفية وزيادة حجم التعامل المصرفي.
- 2- نمو الوعي الادخاري وتطوره حيث انتشرت قنوات ادخار جديدة مثل صندوق توفير البريد والادخار الفردي وغيرها.
- 3- تطور حجم الإنتاج، مما دفع الأفراد المنتجين إلى زيادة التعامل المصرفي.
- 4- تطور حجم الاستيراد، مما زاد في حصيلة التعامل المصرفي.
- 5- انتشار المصارف الخاصة بشكل ملحوظ في كافة المحافظات.

إن هذه الأسباب قد أدت بشكل ملحوظ إلى تطور حجم الودائع المصرفية خلال الفترة السابقة، إلا أن مقارنة حجم النقد بالنتائج توضح لنا تراجع حجم الكتلة النقدية الضيقة M1 مقابل زيادة هذا الناتج، فقد بلغت الكتلة النقدية M1 للنتائج في عام 2000 حوالي 40.79% في حين ارتفعت عام 2005 إلى 46.31% لكنها انخفضت عام 2009 لتصل إلى 36.36% ويرجع ذلك إلى مايلي:

- 1- زيادة حجم الناتج المحلي الإجمالي نتيجة زيادة معدلات التضخم.
- 2- الاعتماد على التمويل الخارجي للمشاريع الحكومية الكبيرة مثل الكهرباء والماء والصرف الصحي وإقامة المصانع الكبيرة وغيرها.
- 3- الاعتماد على المدخرات السورية العاملة في الخارج في تمويل الاستيراد مما يعني زيادة العرض النقدي دون زيادة النقد.
- 4- خروج جزء من الكتلة النقدية إلى الدول المجاورة على شكل مدخرات أو بحثاً عن مشاريع جديدة للاستثمار ذات مردود أعلى .
- 5- تخفيض حجم الإصدار بشكل تدريجي والاعتماد على المدخرات الوطنية في تمويل عمليات الاستثمار.

ويمكننا وضع جدول فيما يلي يوضح تطور مكونات العرض النقدي خلال الفترة 2000-2010.

⁷⁶د. علي كنعان، النظام النقدي والمصرفي السوري، مرجع سابق، ص 175

الفصل الأول: الكتلة النقدية

جدول رقم (3) تطور مكونات العرض النقدي خلال الفترة 2000-2010. بملايين الليرات السورية.

السنة	التغير في النقد المتداول خارج المصارف	التغير في الودائع تحت الطلب	التغير في الكتلة النقدية بالمعنى الضيق M1
2000	21796	33673	55469
2001	25413	25838	51251
2002	29080	54011	83091
2003	20661	20661	47286
2004	47660	12884	60543
2005	52070	34771	86841
2006	14438	-24700	-10262
2007	23198	21032	44230
2008	46450	49141	95591
2009	24136	64621	88758
2010	47237	98591	145828

المصدر: النشرات الربعية للمصرف المركزي للأعوام المذكورة.

الفصل الأول: الكتلة النقدية

جدول رقم(4) التطور النسبي لمكونات العرض النقدي بالمعنى الضيق خلال 2000-2010

السنة	التغير النسبي في النقد المتداول خارج المصارف %	التغير النسبي في الودائع تحت الطلب %	التغير النسبي في الكتلة النقدية بالمعنى الضيق M1 %
2000	12.0	25.7	18
2001	12.5	15.7	13.9
2002	12.7	28.3	19.8
2003	10.3	8.4	9.4
2004	16.7	4.9	11.0
2005	15.7	12.5	14.2
2006	3.8	-7.9	-1.5
2007	5.8	7.3	6.4
2008	11.0	15.9	13.1
2009	5.1	18.0	10.7
2010	9.6	23.3	15.9

المصدر: النشرات الربعية للمصرف المركزي

نلاحظ من الجدول رقم (3) أن هناك ازدياد دائم في النقد المتداول عن السنة السابقة لكن نجده في عام 2005 قد ازداد عن 2004 بمبلغ 52070 مليون ل.س بينما نجد فقط إن الزيادة عام 2010 بمبلغ 47237 مليون ل.س.

وكذلك نلاحظ من جدول رقم(4) التغير في نمو النقد فقد بلغت 12% عام 2000 بينما بلغ 15.7% عام 2005 وتراجع عام 2010 إلى 9.6% وحيث نلاحظ انخفاض نسبة تطوره وذلك للأسباب التالية⁷⁷:

1- زيادة التعامل مع المصارف.

2- انتشار المصارف الخاصة.

ونلاحظ من الجدول رقم (4) ازدياد في الودائع تحت الطلب فقد بلغت الزيادة في عام 2000 بحدود 33763 مليار ل.س بينما نجدها انخفضت في عام 2006 بحدود 24700 مليون ل.س بينما نجدها قد ازدادت بمبلغ كبير في عام 2010 حيث بلغت الزيادة 985911 مليون ل.س وذلك للأسباب المذكورة سابقا.

نلاحظ من الجدول السابق غياب الاستقرار في نمو العرض النقدي M1 حيث نجده في عام 2000 18% ومن ثم ينخفض نموه في عام 2001 إلى 13.9% بينما نجده في عام 2006 يتراجع نموه 1.5% ومن ثم نجد نموه في الأعوام 2008 و2009 و2010 13.1% و10.7% و15.9%

⁷⁷ محمد مجمعة، تطور الكتلة النقدية في سورية منذ عام 1970-1993 وأثارها الاقتصادية، رسالة ماجستير جامعة دمشق، 1998، ص 17

المطلب الثالث: الكتلة النقدية بالمعنى الواسع M2:

أن استخدام الكتلة النقدية بالمعنى الضيق M1 لا يعكس حقيقة الوضع النقدي في سورية، نظراً إلى تطور وسائل الدفع الأخرى (أشبه النقد)، وأصبح من غير الممكن الاعتماد عليها في حسابات الدخل والإنتاج والاستهلاك والادخار.

وقد تحدثنا سابقاً عن مكونات الكتلة النقدية بالمعنى الواسع M2، وفيما يلي جدول يوضح عناصرها. جدول رقم (5) يوضح مكونات العرض النقدي الواسع M2 خلال الفترة 2000-2010 بملايين الليرات السورية

السنة	الكتلة النقدية M1	مكونات شبه النقد				شبه النقد	العرض النقدي M2	الناتج المحلي الإجمالي بالأسعار الجارية	M2/الناتج
		ودائع لأجل	ودائع التوفير	ودائع بالقطع	تأمينات لقاء عمليات الاستيراد				
2000	368688	6334	165260	22372	23510	217476	586164	903944	0.64
2001	419939	7899	216291	51214	35050	310454	730393	974008	0.74
2002	503030	7225	261676	61339	42157	372397	875427	1016519	0.86
2003	550316	7776	300065	39439	49160	396440	946756	1067265	0.89
2004	610860	18479	306179	63408	74625	462691	1073551	1266891	0.85
2005	697700	48142	271529	94707	88614	502992	1200692	1506440	0.80
2006	687439	123194	237685	155513	106863	623255	1310694	1704974	0.77
2007	731669	174443	233584	183258	149655	740940	1472609	2017825	0.73
2008	827260	243113	235118	208278	142331	828840	1656100	2445060	0.68
2009	916018	314057	249272	191586	139802	894717	1810735	2519151	0.72
2010	1061846	403379	264128	184627	125297	977432	2039278	-	-

المصدر: النشرات الربعية للمصرف المركزي للأعوام المذكورة.

الفصل الأول: الكتلة النقدية

يلاحظ من خلال الجدول رقم(5) إن الكتلة النقدية الموسعة M2 تشمل أكثر عناصر الدفع في سورية وهي أفضل من الكتلة النقدية الضيقة لأنها تعبر عن حقيقة الدفع النقدي ويسهل من خلالها إجراء المقارنات بين النقد والناجح المحلي، والدخل والاستهلاك، والاستثمار والادخار.

ونلاحظ من الجدول رقم(5) إن كل من الودائع لأجل وودائع التوفير وودائع القسط الأجنبي والتأمينات لقاء الاستيراد في ازدياد منتظم، حيث نجد إن الودائع لأجل قد بلغت في عام 2000 بحدود 6334 مليون ل.س بينما بلغت 48142 مليون ل.س. في عام 2005 ووصلت إلى 403379 مليار ل.س في عام 2010، وبينما وودائع التوفير بلغت حوالي 156260 مليون ل.س عام 2000 وازدادت لتصل 264128 مليون ل.س عام 2010، وودائع القسط الأجنبي قد بلغت في عام 2000 بحدود 22372 مليون ل.س وزادت لتصل 184627 مليون ل.س في عام 2010. وكذلك بالنسبة للتأمينات لقاء الاستيراد فقد بلغت في عام 2010 بحدود 125297 مليون ل.س.

وبالتالي فإن زيادة الودائع الآجلة وودائع التوفير وودائع القسط الأجنبي بسبب زيادة الوعي المصرفي وزيادة التعامل مع المصارف، ومن ثم زيادة التعامل الخارجي مما أدى إلى زيادة التأمينات لقاء عمليات الاستيراد أدى ذلك إلى زيادة شبه النقد أحد مكونات الكتلة النقدية M2 والذي ترافق مع زيادة الكتلة النقدية M1 مما يؤدي إلى زيادة الكتلة النقدية M2.

وفيما يلي جدول يوضح تطور مكونات العرض النقدي عن السنوات السابقة.

الفصل الأول: الكتلة النقدية

جدول رقم (6) يوضح تطور مكونات العرض النقدي الواسع M2 خلال الفترة 2000-2010. بملايين الليرات السورية.

السنة	الكتلة النقدية M1	مكونات شبه النقد				شبه النقد	العرض النقدي M2
		ودائع لأجل	ودائع التوفير	ودائع بالقطع الأجنبي	تأمينات لقاء عمليات الاستيراد		
2000	55469	936	27004	7167	7075	42182	97650
2001	51251	1565	51031	28842	11540	92978	144231
2002	83091	-674	45385	10125	7107	61943	145033
2003	47286	551	38389	21900-	7003	24043	71329
2004	60543	10703	6114	23969	25465	66251	126794
2005	86841	29664	-34650	31299	13989	40301	127142
2006	-10262	75052	-33844	60806	18249	120264	110002
2007	44230	51249	-4101	27744	42791	117684	161914
2008	95591	68670	1534	25020	-7324	87900	183491
2009	88758	70945	14154	-16692	-2529	65877	154635
2010	145828	89322	14857	-6959	-14504	82716	228543

المصدر: النشرات الربعية للمصرف المركزي للأعوام المذكورة.

الفصل الأول: الكتلة النقدية

وفيما يلي جدول رقم (7) يوضح التغيرات النسبية في مكونات العرض النقدي بالمعنى الواسع M2

السنة	الكتلة النقدية %M1	مكونات شبه النقد				شبه النقد %	العرض النقدي % M2
		ودائع لأجل %	ودائع التوفير %	ودائع بالقطع الأجنبي %	تأمينات لقاء عمليات الاستيراد %		
2000	18	17.3	19.5	47.1	43.0	24.1	20.0
2001	13.9	24.7	30.9	128.9	49.1	24.1	24.6
2002	19.8	8.5-	21.0	19.8	20.3	20.0	19.9
2003	9.4	7.6	14.7	35.7-	16.6	6.5	8.1
2004	11.0	137.6	2.0	60.8	51.8	16.7	13.4
2005	14.2	160.5	-11.3	49.4	18.7	8.7	11.8
2006	-1.5	155.9	-12.5	64.2	20.6	23.9	9.2
2007	6.4	41.6	-1.7	17.8	40.0	18.9	12.4
2008	13.1	39.4	0.7	13.7	-4.9	11.9	12.5
2009	10.7	29.2	6.0	-8.0	-1.8	7.9	9.3

المصدر: النشرات الربعية لمصرف سورية المركزي للأعوام المذكورة.

ونلاحظ من جدول رقم (7) إن معدل نمو الكتلة النقدية الموسعة قد بلغ عام 2000 بحدود 20% ثم تراجع فيما بعد ليصل إلى 9.3% عام 2009 وذلك للأسباب التالية⁷⁸:

- 1- انخفاض حجم النقد المصدر.
- 2- زيادة حجم الودائع الآجلة بمعدلات مستقرة.
- 3- الإجراءات المقيدة التي تتبعها الدولة .
- 4- تثبيت سعر الفائدة لكل من القطاعين العام والخاص.

⁷⁸د. علي كنعان، النظام النقدي والمصرفي السوري، مرجع سابق ص 177

المطلب الرابع : العوامل المؤثرة على تغيرات الكتلة النقدية في سورية

تنشأ هذه التغيرات من سلوك الحكومة ممثلة بالبنك المركزي والمصارف المتخصصة ووزارة المالية، وهي جميعها لها الحق في خلق النقود في المجتمع، ومن دوافع خلق النقود هو العجز في الموازنة العامة للدولة، وإتباع إحدى السياسات النقدية لمعالجة الكساد أو التضخم في الاقتصاد الوطني، وبالتالي فإن العرض النقدي يتأثر بسلوك الحكومة في الاقتراض والإيداع لدى المصرف المركزي بصورة خاصة والمصارف المتخصصة بصورة عامة.

وبالتالي فإنه يمكن تصنيف العوامل التي تؤثر في عرض النقد على نوعين :

الأول خارجي يمثل التغير في حجم الموجودات الأجنبية المتراكمة لدى الجهاز المصرفي (المصارف المحلية والمصرف المركزي)، وذلك يعكس أوضاع ميزان المدفوعات. والثاني **داخلي** يمثل التغير في الائتمان المصرفي سواء المقدم للحكومة ومؤسساتها أو القطاع الخاص. ويرتبط هذا العامل بالمركز النقدي للحكومة (فائض أو عجز الموازنة)، وبسياسات المصارف (الائتمانية والاستثمارية).

أولاً: الموجودات الأجنبية الصافية السنوية:

وهي الفرق بين موجودات البلاد من العملات الأجنبية والتزاماتها منها. تتمثل الموجودات الأجنبية في حقوق السحب الخاصة لدى صندوق النقد الدولي، إضافة إلى الذهب والعملات الأجنبية، وتتمثل التزاماتها في استعمال موارد صندوق النقد الدولي، إضافة إلى الالتزامات والديون الأخرى

وقد بلغ معدل النمو الوسطي لصافي الموجودات الأجنبية عام 2002 حوالي 26.8% حيث كانت تبلغ (669469 مليار ليرة سورية) وهو معدل مرتفع ويعود سبب هذه الارتفاع إلى مايلي:

- 1- الفائض الكبير المتحقق في الميزان التجاري وزيادة الاحتياطيات الأجنبية.
 - 2- القوانين والإجراءات المتخذة في إطار تشجيع الاستثمار والتصدير وسياسة القطع الأجنبي.
 - 3- إعادة تقييم الموجودات وفق سعر الصرف المجاور.
 - 4- دور مجلس النقد والتسليف في تطبيق السياسة الانكماشية وضبط الإنفاق.
- ثم نلاحظ انخفاض معدل نمو صافي الموجودات الأجنبية حيث بلغت في عام 2009 بحدود 591644 مليار ليرة سورية. وذلك لعدة أسباب أبرزها⁷⁹:

- 1- قيام النظام المصرفي الوطني بتمويل التجارة بشقيها الاستيراد والتصدير وخصوصاً تمويل الاستيراد لمجموعة واسعة من المواد الأولية والوسيطة والنهائية.
- 2- رفع سقف بيع الدولار للمقيمين بغرض العلاج وكذلك المسافرين لجميع الدول.
- 3- الحصار المفروض على سورية من بعد اغتيال الحريري، والعدوان الإسرائيلي على لبنان في تموز عام 2006م.
- 4- السياسة الانفتاحية والتحريرية التي مارسها مجلس النقد والتسليف.

⁷⁹أيهم الحميدي، رسالة ماجستير، مرجع سابق، ص 32

الفصل الأول: الكتلة النقدية

وحسب تحليل معادلة القاعدة النقدية، إن زيادة الموجودات الأجنبية تشكل الأساس لتوسع القاعدة النقدية، مما يعني أن الموجودات الأجنبية تعتبر العامل الفعال في توسع النقود الاحتياطية B التي يرمز لها في سورية بالرمز (ن)، وتعكس هذه الموجودات بشكل رئيسي الفوائض في ميزان المدفوعات السوري الذي يعود أساساً إلى الفائض التجاري (عوائد النفط). وقد كان لصافي الموجودات الأجنبية تأثيراً توسعياً على عرض النقد، وأدى ذلك إلى زيادة صافي الأصول الأجنبية لدى المصرف المركزي والمصارف التجارية، كما ذكرنا هذا الأثر كان في عام 2006.

أما الآن نلاحظ انخفاضاً حاداً في قيمة الزيادة في صافي الأصول الأجنبية للأسباب السابقة الذكر وبالتالي أصبح صافي الأصول الأجنبية يمارس أثراً انكماشياً على عرض النقود ويمكن توضيح التغير في صافي الموجودات الأجنبية عن السنة السابقة من خلال الجدول التالي: جدول رقم (8) يوضح التغير في صافي الموجودات الأجنبية في سورية بملايين الليرات السورية

السنة	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
صافي الموجودات الأجنبية	52030	997	-15709	-24556	-116905	13863	8240

المصدر: النشرات الربعية للمصرف المركزي للأعوام المذكورة.

ثانياً: صافي الموجودات المحلية:

تتكون هذه الموجودات من التسليف المحلي أي الديون الممنوحة للحكومة وللقطاعات الاقتصادية الرئيسية ومن بقية البنود الأخرى. وهي تتكون مما يلي:

أ- الديون المحلية الممنوحة للدولة:

تمثل الفرق بين إجمالي الديون الممنوحة إلى الدولة (من المصارف المتخصصة والمصرف المركزي) والودائع الحكومية لدى الجهاز المصرفي. وتعد من أهم العوامل المؤثرة على العرض النقدي بسبب لجوء الحكومة إلى تمويل عجز الموازنة عن طريق الإصدار النقدي بواسطة المصرف المركزي، على الرغم من اللجوء إلى زيادة العرض النقدي عن طريق عجز الموازنة من المصرف المركزي نتيجة للتوصيات المتبعة والمتمثلة بشكل خاص باستهداف زيادة العرض النقدي وتبني مستويات منخفضة لأسعار الفائدة، أصبح عاملاً يعيق التنمية فعلاً بسبب بروز التضخم والآثار التي تنجم عنه⁸⁰.

- 1- تمويل نما صافي مديونية الحكومة بمعدلات متزايدة في الآونة الأخيرة وذلك للأسباب التالية:
- 2- تمويل مشاريع البنية التحتية.

⁸⁰ رزان الشريف، مرجع سابق، ص 68

الفصل الأول: الكتلة النقدية

3- تمويل عمليات شراء المحاصيل الزراعية الإستراتيجية الحبوب- القطن - .
وعند النظر إلى بيانات الحكومة من خلال النشرات الربعية للمصرف المركزي نلاحظ خصوصا في السنوات الأخيرة أن مديونية الحكومة زادت بمعدلات صغيرة مما يعني إن الحكومة لم تقترض كثيرا بل سحبت من ودائعها، وهذا يفسر تزايد قيمة صافي مديونية الحكومة.

جدول رقم (9) يوضح التغير النسبي في صافي الديون على الحكومة المركزية خلال الفترة 2010-2004

السنة	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
التغير	46.2	81.3	12.3	-26.1	-57.5	53.0	49.9

المصدر النشرات الربعية للمصرف المركزي للأعوام المذكورة.

ب- الديون الممنوحة للقطاعات الاقتصادية الحكومية:

جدول رقم (10) يوضح نسبة الديون الممنوحة للقطاعات الاقتصادية الحكومية من عرض النقد M2 خلا الفترة 2010-2004

السنة	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
التغير	17.0	16.6	18.1	22.3	29.0	29.4	30.0

المصدر النشرات الربعية للمصرف المركزي للأعوام المذكورة.

نلاحظ من الجدول السابق إن نسبة الديون الممنوحة للقطاعات الاقتصادية الحكومية من عرض النقد M2 في ازدياد مستمر من سنة إلى أخرى حيث بلغت هذه النسبة في عام 2004 ما يقارب 17% وازدادت لتبلغ 30% عام 2010.

وترجع الأسباب التي تؤدي إلى زيادة الديون الممنوحة إلى القطاعات الاقتصادية الحكومية إلى:
1- أساليب العمل التقليدية في القطاعات الاقتصادية للدولة التي تؤدي بدورها إلى ضعف الإنتاجية وبالتالي ضعف الربحية الاقتصادية.

2- تدني مستوى التشغيل وزيادة تكاليف المستوردات دفعت مؤسسات القطاع العام الاقتصادي إلى الاقتراض من المصرف المركزي لتمويل احتياجاتها التمويلية، الأمر الذي أدى إلى زيادة الكتلة النقدية وتوسعها نتيجة عدم مرونة الجهاز الإنتاجي وضعفه، حيث يقف عاجزا عن امتصاص الكتلة النقدية الزائدة الناتجة عن عجز معدلات العرض عن إدراك نمو الطلب المتنامي للأفراد والمؤسسات.

في الديون الممنوحة إلى القطاعات غير الحكومية الخاص والتعاوني

والمختص (ع):

وهي تختلف بحسب سياسة الدولة في تشجيع القطاع الخاص وإعطائه دورا أكبر في التنمية الاقتصادية والاجتماعية.

وفيما يلي جدول يوضح تطور نسبة الديون الممنوحة للقطاعات غير الحكومية خلال الفترة 2004-2010

جدول رقم (11) تطور نسبة الديون الممنوحة للقطاعات غير الحكومية خلال الفترة 2004-2010

السنة	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
نسبة الديون	35.1	50.6	14.5	19.7	27,7	27.1	25.4

المصدر النشرات الربعية للمصرف المركزي للأعوام المذكورة.
وطبعا كلمت زادت هذه الديون تعبر عن دعم الدولة للقطاعات المختلفة.

الفصل الثاني أسس ومبادئ الأسواق المالية

مقدمة

لقد أصبحت العلاقات الاقتصادية الدولية خلال العشرينيتين الأخيرتين تشهد إنشاء تكتلات اقتصادية إقليمية ودولية ضخمة , مما أدى إلى ظهور تحديات جديدة أهمها التحرر الاقتصادي و التجاري, بما في ذلك حركة رؤوس الأموال, وهذا ما جعل موضوع الأسواق المالية يحظى باهتمام بالغ في كافة الدول حيث أصبح وجودها ضرورة ملحة تضي الحوية في السير الحسن للنظام الاقتصادي الحر, الذي أصبح التوجه الجديد و الحتمي للدول.

إن حاجة الوحدات الاقتصادية إلى تحقيق تساوي بين مدخراتها وحجم استثماراتها أدت إلى خلق الحاجة إلى الأصول المالية وبالتالي إلى أسواق المال, هذا كون الاستثمار في الأصول الحقيقية لهذه الوحدات , تفوق مدخراتها وبالتالي فهي تحتاج إلى المزيد من الموارد المالية و التي تقدمها لها وحدات اقتصادية أخرى بحوزتها مدخرات تفوق استثماراتها ومن هنا تظهر أهمية الأسواق المالية في حشد المدخرات الوطنية , وتوجيهها في قنوات استثمارية عن طريق استخدام أدوات مالية تتمثل أساسا في الأسهم و السندات التي يتم تداولها بصفة منتظمة في بورصة الأوراق المالية باعتبارها مصدر هام للتمويل وعامل جذب للعديد من المستثمرين. ولقد تسارعت الدول إلى إنشاء مثل هذه الأسواق , وهذا بهدف التخفيض من حدة الديون الخارجية من جهة والبحث عن مصادر التمويل الداخلية بهدف دفع التنمية الاقتصادية من جهة أخرى.

ولقد شهدت السنوات الأخيرة تطورات كبيرة في أسواق المال والية عملها بالإضافة إلى تنوع الأدوات المالية التي تتعامل معها هذه الأسواق وليس هذا فحسب بل انفتاحها أمام المستثمرين الأجانب أفرادا كانوا أم مؤسسات بالإضافة إلى الدور الهام الذي أصبحت تضطلع به في مسيرة التنمية وخاصة في البلدان النامية والتي تفتقر إلى وجود مثل هذه الأسواق بالإضافة إلى حاجتهم إلى توفير بيئة استثمارية ملائمة.

وتتطلب عملية التنمية الاقتصادية في أية دولة رؤوس أموال مجمعة , حيث انه من غير الممكن أن تتحقق معدلات التنمية المنشودة في ظل غياب التكوينات الرأسمالية وتمثل الأسواق المالية حلقة الاتصال بين القطاعات التي تقوم بالادخار ولديها طاقة تمويلية فائضة وبين القطاعات التي تفتقر إلى السيولة لتمويل الاستثمارات والتي بدورها تخدم أهداف التنمية في أي دولة. وقد أكدت العديد من الدراسات التطبيقية الحديثة عن العلاقة الوطيدة التي تربط تطور أسواق رأس المال بمعدلات النمو الاقتصادي . وبصفة عامة يمكن القول أن أسواق رأس المال تقوم بدفع عملية التنمية الاقتصادية والنمو الاقتصادي إلى الأمام.

وسوف نقسم هذا الفصل إلى أربعة مباحث, المبحث الأول نستعرض فيه جوهر وطبيعة الأسواق المالية, الثاني نستعرض فيه المضاربة في الأسواق المالية, الثالث كيفية تحديد سعر الأسهم في السوق, والمبحث الرابع نستعرض فيه لمحة عن بورصة دمشق للأوراق المالية.

المبحث الأول: جوهر وطبيعة الأسواق المالية

إن التطورات السياسية والاقتصادية التي عرفها العالم في نهاية القرن الماضي كانت بمثابة إعادة الهيكلة للنظام العالمي على جميع الأصعدة وهذا ما ساعد أغلب الدول في الاتجاه نحو الحرية الاقتصادية التجارية وبالتالي حرية انتقال رؤوس الأموال عبر الحدود التي سهلتها التطورات التكنولوجية الهائلة و المتسارعة والتي كانت بدورها الداعم الأساسي لتشكيل أسواق مالية متطورة تستخدمها الدول للاستفادة من الفرص الاقتصادية في ظل المنافسة الدولية وبالتالي أصبحت مطلب أساسي من متطلبات التنمية الاقتصادية لكل الدول وخاصة النامية وأصبح درجة تطور الأسواق المالية مؤشر على مستوى التطور الاقتصادي.

و تعكس الأسواق المالية الوجه الحضاري الحديث للاقتصاديات القومية و الدولية المختلفة و قد ارتبط تطور الأسواق المالية بالتطور الاقتصادي و الصناعي الذي مرت به معظم دول العالم و خاصة الدول الرأسمالية , ويعتمد بعض الاقتصاديين على وجود و درجة تطور الأسواق المالية للتمييز بين الدول المتقدمة و الدول المتخلفة.

و قد ذكرت كتب التاريخ أن التعامل بالصفوف و الأوراق المالية كان يتم على قارعة الطريق في الدول الكبرى مثل فرنسا و انكلترا و أمريكا و بعد استقرار التعامل بالأوراق المالية أصدرت الدول القرارات الخاصة بإقامة الأسواق المالية في أبنية و أماكن خاصة بها⁸⁰

المطلب الأول: نشأة الأسواق المالية وتطورها:

تمثل سوق المال Stock Exchange المكان الذي يتم التعامل فيه بالأوراق المالية طويلة ومتوسطة الأجل (الأسهم والسندات) من قبل وسطاء مؤهلين وفي أوقات معينة. وتطلق كلمة بورصة على مكان الالتقاء بين المتعاملين على مجمل الصفقات التي يتم التعاقد عليها.

وتشير الدلائل التاريخية إلى إن كلمة بورصة تنسب إلى مصدرين الأول: أسم أحد كبار التجار الأغنياء والذي يدعى (فان دان بورص) Van Den Bourse الذي عاش في القرن التاسع في بلجيكا والذي كان يلتقي عدد غير قليل من التجار للقيام بعمليات البيع والشراء⁸¹.

أما الثاني فيدل على إن أصل لفظة البورصة تعود إلى اسم فندق في مدينة بروج Bruges في بلجيكا إذ كان منقوشا على واجهته شعار عملة عليها ثلاث صور Toris Boures وكان يجتمع في هذا الفندق مجموعة من التجار والوسطاء لتصرف الأعمال بالبيع والشراء.

ويعود إنشاء أول بورصة للأوراق المالية إلى عام 1536م في مدينة إنفرس في بلجيكا ثم في أمستردام عام 1806م⁸².

⁸⁰ تشارلز دولف الابن، الأسواق أم الحكومات، ترجمة حسين حجاج، دار البشير، 1996، ص18.

⁸¹ د.صلاح الدين السيبي، قضايا معاصرة بورصات الأوراق المالية العربية والدولية، دار الأمان، 1998، ص119.

⁸² د.رسمية أبو موسى، الأسواق المالية والنقدية، الطبعة الأولى، دار المعزز للنشر، عمان، 2005، ص9.

الفصل الثاني: أسس ومبادئ الأسواق المالية

أما في فرنسا ظهر التعامل بالأوراق المالية منذ عام (1595) في مدينة ليون ثم ظهرت أول سوق مالية عام (1724) بموجب أمر ملكي . و تطورت العمليات المالية و توسعت و ازداد عدد الأسواق المالية في فرنسا إلى (7) أسواق. و في انكلترا استقرت أعمال السوق المالية في مبنى خاص أوائل القرن التاسع عشر و أطلق على المكان اسم التبادل الملكي⁸³.

أما في الولايات المتحدة فيعود تاريخ تأسيسها لعام 1792م New York Stock Exchange حيث اتفق مجموعة من التجار (24 تاجرا) للاجتماع بجانب الحائط الذي بناه المستوطنون الهولنديون لحماية قطعانهم من الرياح وكان المجتمعون يتبادلون الأوراق المالية وقد أطلق على هذا المكان اسم Wall Street نسبة لهذا الحائط .وأصبح هذا المكان يضم أكبر بورصة في العام ويطلق عليها New York Stock Exchange .

ونجد إن الأسواق المالية قد مرت منذ بداية ظهورها بمراحل عديدة هي:

المرحلة الأولى: تميزت هذه المرحلة بوجود عدد كبير من البنوك الخاصة و محلات الصرافة و ارتفاع نسبي في مستوى المعيشة و إقبال الأفراد على استثمار مدخراتهم في مشروعات تجارية و زراعية و صناعية و عقارية . مما أدى ذلك إلى اتساع المعاملات التجارية و مما أدى ذلك كبر حجم هذه المشروعات التي أصبحت بحاجة إلى رؤوس أموال كبيرة أصبح الفرد يعجز عن تمويلها مما أدى إلى لجوءه إلى البنوك للاقتراض و ما قد يترتب على ذلك من عواقب وخيمة⁸⁴.

المرحلة الثانية:تمثلت بداية هذه المرحلة بظهور البنوك المركزية مثل البنك المركزي السعودي في عام 1688م والبنك الإنكليزي عام 1694م وقيامها بوظائفها المختلفة ,بوصفها ضابط إيقاع حركة البنوك التجارية,والتي كانت تتمتع بحرية مطلقة في المرحلة الأولى⁸⁵.

المرحلة الثالثة:⁸⁶ظهرت خلال هذه المرحلة البنوك المتخصصة في الإقراض المتوسط والطويل الأجل, إذ كان كل بنك يتخصص بقطاع معين مثل البنوك الصناعية والزراعية والتجارية والعقارية. أصبحت هذه البنوك تقوم بعمليات إصدار سندات متوسطة و طويلة الأجل لسد احتياجاتها من الأموال و لكي تقوم بتمويل المشاريع المختلفة.

المرحلة الرابعة:شهدت هذه المرحلة ظهور الأسواق النقدية المحلية والاهتمام بسعر الفائدة ,وزاد نشاط التعامل بالأوراق التجارية وشهادات الإيداع القابلة للتداول وسجلت هذه المرحلة أيضا ظهور سوق الأوراق المالية طويلة الأجل المتمثلة بالأسهم والسندات والقروض متوسطة و طويلة الأجل.وتعد هذه المرحلة بداية حصول الاندماج بين السوقين النقدي والرأسمالي.

المرحلة الخامسة: كان للتقدم العلمي والتكنولوجي تحت ما يسمى بثورة الاتصالات والمعلوماتية دورا أساسيا باندماج الأسواق المحلية بالأسواق الدولية واتساع حجم المعاملات الدولية وزيادة حدة المنافسة بين المتعاملين مما جعل هذه المرحلة حلقة متقدمة في النظام المالي الدولي.

⁸³ د. فواز الحموي, إدارة المؤسسات المالية, جامعة دمشق, 2006, ص80.

⁸⁴ د. حسني علي خربوش, د. عبد المعطي أرشيد, الأسواق المالية المفاهيم و التطبيقات, دار زهران للنشر, 1998.

⁸⁵ د. زكريا الدوري, د. يسرى السامرائي, البنوك المركزية والسياسة النقدية, دار البازوري للنشر والتوزيع, عمان, 2006, ص13.

⁸⁶ د. محمد الشبلي, د. طارق الشبلي, مقدمة في الأسواق المالية والنقدية, الطبعة الأولى, دار الرشيد للنشر, عمان, 2000, ص16-19.

المطلب الثاني: مفهوم الأسواق المالية وخصائصها :

أولاً: مفهوم الأسواق المالية

أن التباين في مفاهيم السوق المالية جاء بسبب تطور الظروف الاقتصادية والاجتماعية والتغير والتنوع في احتياجات الأفراد وتطور الوسائل فيما بينهم. وكما إن تشكل الأسواق المالية مناطق جذب استثمارية لأنها تحدد القيم الحقيقية لأسعار الأسهم والسندات وبالتالي يمكن من خلال ذلك التعرف على قيمة الأصول الثابتة والسائلة في كل منشأة وبالتالي يزداد الطلب فيها على الاستثمارات في كل دولة تمتلك سوقاً مالية مستقرة ونشطة.

وقد تعددت التعاريف التي تناولت مفهوم الأسواق فالدكتور منير هندي يرى بأن السوق المالي هو ذلك المكان المخصص لبيع وشراء الأصول المالية Financial Assets من أسهم وسندات، وتوجيه مدخرات الأفراد نحو الاستثمار.

بينما أشار كل من Anthony Sunders and Marcia Millon بأنها التراكيب التي يتم من خلالها تمويل النفقات⁸⁷.

ويعرف الدكتور محمد عثمان حميد السوق المالي بأنها "المكان الذي يلتقي فيه البائع والمشتري لأصول مالية، من خلال إجراءات قانونية وإدارية ومالية تمثل النظام الذي يعمل من خلاله السوق المالي ويساهم الوسيط المالي في تحويل المدخرات الموجودة لدى الأفراد إلى أصول مالية وإعادة تمويل النقد مرة أخرى أو عدة مرات للتعامل في السوق الأمر الذي يؤثر إيجابياً على الاقتصاد المصرفي"⁸⁸. فيما ذهب بعض الكتاب والباحثين إلى عدم الاهتمام بالمكان المحدد وعد السوق المالية تمثل همزة الوصل بين الادخار والاستثمار إذ أنها تهئ الفرصة للأرصدة الفائضة عن حاجة مالكيها لتكون في متناول الباحثين عنها⁸⁹.

ويعرفها البعض بأنها الميكانيكية التي يتم من خلالها إقراض واقتراض الأموال⁹⁰. ويعرف الأستاذ الدكتور علي كنعان السوق المالي بأنها تجمع تجاري يلتقي فيه المتعاملون لإجراء صفقات البيع والشراء للأصول المالية المتداولة وذلك من خلال الوسطاء والسماسرة الذين يسهلون إجراء الصفقات وتسهم السوق في جميع المدخرات الوطنية واستثمارها بحيث تحقق الاستخدام الأمثل والكفاءة للموارد المتاحة وتؤدي لزيادة معدلات النمو⁹¹.

ويمكن تعريف السوق المالي: بأنه الحيز الذي يتم فيه لقاء البائع والمشتري لتداول الأوراق المالية حيث يتم تداول كل ما هو معروض ومطلوب في هذا الحيز، وهذا الحيز يمكن أن يكون حقيقياً (كالسوق الاعتيادي) ويمكن أن يكون افتراضياً (كالعمليات التي تتم عن طريق شبكة الانترنت)

⁸⁷ Anthony Sunders and Marcia Millon, Financial Markets Institution, Published by MC GRAW-Hill, NEW YORK, 2000, P4

⁸⁸ د. محمد حميد، أسواق رأس المال وبورصة الأوراق المالية، دار النهضة العربية، القاهرة، 1993، ص 41.

⁸⁹ د. زياد رمضان، الاستثمار في المالي والحقيقي، الطبعة الثانية، دار وائل للنشر، عمان، 2002، ص 117.

⁹⁰ J. Fred Wesaton and Others, Essentials of Managerial Finance, 11th edition, Prentice, New York, 1993, p31.

⁹¹ د. علي كنعان، الأسواق المالية، مرجع سابق، ص 12.

ثانياً: خصائص الأسواق المالية⁹²:

تمتاز سوق الأوراق المالية بعدد من الخصائص وهي:

1- مكان يلتقي فيه المتعاملون:

تشكل سوق الأوراق المالية المكان الذي يتم فيه تداول الأوراق والأصول المالية وتعد السوق المالية إحدى الأسواق التخصصية التي تجمع بين البائعين والمشتريين لبيع وشراء الأصول المالية، وهي سوق تسودها المنافسة الكاملة بعيداً عن الاحتكار من خلال ما تقوم به من تقديم المعلومات المتوفرة عن كل ما يتعلق بالسوق وعن جميع المتعاملين عبر اللوائح السعرية العلنية وعقد الصفقات بشكل علني وتقديم كافة المعلومات عن الشركات والمصارف والخطط والمشاريع التي ترغب بها الشركات وذلك ليتمكن المستثمر من اختيار الأسهم التي يستطيع إجراء التوقع لها.

2- مكان لتداول الأوراق المالية:

تتعدد أنواع الأوراق المالية التي يتم تداولها في السوق وتقسّم إلى المجموعات التالية:

- ✓ الأسهم والسندات التي تصدرها الشركات المساهمة.
- ✓ الأوراق التجارية بكافة أنواعها (سند لأمر - سند لحامله - السفتجة - الكمبيالة)
- ✓ القروض المصرفية قصيرة وطويلة الأجل.
- ✓ الأوراق المالية التي تصدرها الدولة مثل أذونات الخزنة والسندات طويلة الأجل.
- ✓ جميع الأوراق المالية القابلة للتداول في السوق.

3- تتكوّن السوق من عدة أركان:

يتكون السوق المالي من ثلاثة أركان رئيسية وهي:

أ- فئة المقرضين والمستثمرين:

ويقصد بهؤلاء الأفراد الذين تزيد دخولهم النقدية عن حاجاتهم الاستهلاكية والذين لديهم ادخارات كذلك المؤسسات المالية كالبنوك وبيوت السمسة والشركات الاستثمارية القادرة على استثمار بعض أموالهم في مشاريع استثمارية يعود عليهم بالنفع أو عوائد مالية وفيرة ومخاطر ضئيلة وبمقدور هؤلاء الأفراد والمؤسسات القيام بدور المقرض أو المستثمر في السوق المالي إذا ما استطاع هؤلاء الحصول على عوائد مالية مقبولة إضافة إلى عاملي الأمان والاستقرار وهذا ما يسعى إليه كل مستثمر.

ب- فئة المصدرين أو المقرضين:

وتتضمن هذه الفئة الأفراد والمؤسسات التي تكون بحاجة إلى الأموال لأن إيراداتهم النقدية تقل عن احتياجاتهم الاستهلاكية وفي هذه الحالة تستطيع هذه الفئة الحصول على الأموال المطلوبة بواسطة إصدار أوراق مالية قابلة للتداول في أسواق رأس المال والتي يشترط في مصدر الورقة المالية أن يكون مؤسسة أو مصرفاً أو شركة استثمار

⁹²أنس هشام المملوك، تحليل دور سوق الأوراق المالية في عملية تشجيع الاستثمار في سورية، رسالة ماجستير، جامعة دمشق، 2010، ص12

ت- فئة الوسطاء أو الوكلاء⁹³

وتقوم هذه الفئة بدور الوسيط بين جمهور المستثمرين وفئة المقترضين أو المصدرين للأوراق المالية. وعندما يكون الشخص طبيعياً أو معنوياً ويقوم الوسطاء بمجموعة من الأعمال:

- ✓ عمال السمسرة.
- ✓ التعهد بتغطية الإصدارات.
- ✓ العمل على تقليل المخاطر التي يمكن أن يتعرض لها المستثمر.
- ✓ العمل على إطالة فترة استحقاق الدين.

4- وسيلة التجميع المصنوعة يدوياً

تساهم أسواق الأوراق المالية بجذب المدخرات لتوظيفها في الاقتصاد عن طريق تداول الأسهم والسندات أو الأوراق التجارية الأخرى وتشجع أصحاب الادخارات على توظيف أموالهم بشكل قانوني ومنظم ويبعد عن الاقتصاد شبح جامعي الأموال والمتلاعبين بأموال المدخرين وطرق الادخار والاستثمار غير النظامية بحيث تضمن للمدخر الذي اشترى سهماً محدداً لشركة معينة يستطيع الحصول في نهاية العام على العائد نتيجة توزيع الأرباح في هذه الشركة المساهمة.

5- دور الدولة في زيادة معدلات النمو الاقتصادي

تؤدي السوق إلى تنوع أدوات الادخار وتنوع أدوات الاستثمار وبالتالي تسهم في عملية التوظيف الكفء للموارد المتاحة وإذا ما كانت القوانين صارمة في إجراء الرقابة على الاستثمار والتوظيف وحركة التعامل فإن ذلك سوف يسرع عمليات النمو الاقتصادي فينمو الدخل الفردي والنتاج الإجمالي وينعكس الأمر إيجابياً على حياة المواطنين⁹⁴.

المطلب الثالث: أنواع الأسواق المالية

هنالك تصنيفات عديدة للأسواق المالية تختلف فيما بين الدول وفيما بين البورصات نفسها وترتبط بدرجة تطور كل سوق.

ويمكن النظر للأسواق المالية من أكثر من زاوية، يتم بموجبها التصنيف وفق أكثر من أساس وكما يأتي:

⁹³ منيرة مسعود، الأطر التنظيمية والتشريعية للأوراق المالية البورصات، "دراسة مقارنة"، نقابة المحامين، دمشق، 2002، ص 15-16.

⁹⁴ د. علي كنعان، الأسواق المالية، مرجع سابق، ص 14.

أولاً: التصنيف حسب طريقة التداول

تصنف الأسواق المالية بحسب طريقة التداول إلى أسواق أنية أو حاضرة Spot Market عندما يتم تداول الأوراق المالية بين البائعين والمشتريين بصورة فورية، بعد إتمام الصفقة أما إذا تم التنفيذ في تاريخ لاحق بعد إتمام الصفقة فتكون السوق في هذه الحالة سوق أجلة Forward Market.

ثانياً: التصنيف حسب طبيعة الاستثمار

يعد هذا التصنيف الأكثر شيوعاً، إذ يعتمد في الكثير من الدراسات ويتبنى من أجل الورقة المالية كأساس للتصنيف فتصنف سوق الأوراق المالية إلى:

1- سوق النقود Money Market

هي السوق التي يتم من خلالها تبادل الأوراق المالية التي تختص بالقروض فيما بين المصارف أو فيما بين المصارف والمؤسسات المالية (شركات تأمين- شركات وساطة و استثمار) أو فيما بين المصارف المحلية والمصارف الأجنبية ويتم تداول مجموعة من الأوراق المالية في هذه السوق أهمها:

- ✓ شهادات الإيداع المصرفية القابلة للتداول.
- ✓ الكمبيالات المصرفية.
- ✓ الأوراق التجارية.
- ✓ قرض فائض الاحتياط الإلزامي.
- ✓ أذون الخزينة.

أي يتم في هذه السوق تداول الأوراق التجارية والقروض المصرفية قصيرة الأجل وأذون الخزينة وذلك لفترة عادة تبدأ بيوم وتكون أقل من سنة وقد تطورت هذه الأوراق وازداد حجم المضاربات نظراً لانخفاض حجم المخاطر التي تتعرض لها⁹⁵. ويلعب سعر الفائدة دوراً متميزاً في هذه الأوراق وفي هذه السوق لأنه في حالات تقلب سعر الفائدة يحقق المستثمر أرباحاً تتراوح بين سعر الفائدة والسعر الذي يحصل عليه المستثمر نتيجة تخلي المالك عن جزء من هذا السعر.

وسوق النقد يحقق المزايا التالية:

- ✓ انخفاض درجة المخاطرة لأن هذه الأوراق تتصف بالأجل القصير وبالتالي التقلبات قليلة في الفترة القصيرة .
- ✓ سداد الديون: يلاحظ انخفاض درجة المخاطرة في سداد الديون نظراً لأن المؤسسات التي تصدر الأوراق المالية قصيرة الأجل هي مصارف أو شركات ذات ملاءة كبيرة وقادرة على سدادها.
- ✓ يمكن للمصرف المركزي التدخل وتطبيق السياسة النقدية التي يرغب بها ففي حالات انخفاض قيمة العملة الوطنية وارتفاع معدلات التضخم يبيع المركزي الأوراق النقدية ويجمع العملة

⁹⁵د. علي كنعان، الأسواق المالية، جامعة دمشق، 2005، ص23.

الفصل الثاني: أسس ومبادئ الأسواق المالية

الوطنية وبالعكس في حالة الركود يشتري الأوراق المالية وينشر السيولة بهدف زيادة حجم التداول⁹⁶.

✓ تخلق هذه السوق علاقات ترابطية بين المصارف والشركات من جهة وبين المصارف والمستثمرين من جهة أخرى وكما أنها تزيد العلاقة والتعاون بين المصارف المحلية والأجنبية.

2- حيز السوق المالي Capital Market

وهي الأسواق المكلفة بتجميع المدخرات والأموال وتوجيهها نحو الاستثمارات طويلة الأجل أما أنواع هذه الأسواق فتقسم إلى مجموعتين:

- ✓ أسواق الأسهم (أسهم عادية – أسهم ممتازة).
- ✓ سوق السندات التي تصدرها الشركات المساهمة.

ثالثاً: التصنيف حسب طبيعة الإصدار

تقسم الأسواق حسب هذا التصنيف إلى السوق الأولي والسوق الثانوي على الشكل التالي:

1- السوق الأولي (الإصدار)

وهي سوق الإصدارات الجديدة، حيث تنشأ عندها علاقة مباشرة بين مصدر الورقة المالية والمكتتب بها وتعتبر هذه الأسواق بمثابة سوق الجملة حيث تباع الأوراق المالية بشكل حزم إلى الجمهور وتلعب المؤسسات المالية الوسيطة بمختلف أنواعها دوراً رئيساً في هذه الأسواق، لا سيما مصارف الاستثمار والمصارف التجارية وإذ تتولى مهمة تسويق الإصدارات أو التعهد بتسويقها أما لصالحها أو لصالح الجهة المصدرة لقاء عمولة طبقاً للاتفاقية المعقودة للإصدار⁹⁷.

ويوجد أسلوبان لإصدار الأوراق المالية في هذه السوق هما الأسلوب المباشر Direct Approach حيث قيام الجهة المصدرة بالاتصال بعدد من المؤسسات المالية المستثمرة الضخمة لأجل بيع الأسهم والسندات التي أصدرتها، أما الأسلوب الثاني فهو أسلوب المزاد Auction Approach المتبع من قبل وزارة الخزانة الأمريكية لتسويق الأوراق المالية التي أصدرتها من خلال دعوة المستثمرين المحتملين لتقديم عطاءات بالأعداد والأسعار المراد شراءها، إذ يتم اعتماد العطاءات ذات السعر الأعلى⁹⁸.

2- السوق الثانوي

هي الأسواق التي يتم فيها عادة بيع وشراء الأوراق المالية التي سبق إصدارها وتم التعامل بها في الأسواق الأولية وتعد التالية للسوق الأولية، أي إن التعامل في هذه الأسواق يتم بإصدارات سابقة. وهناك علاقة وتأثير متبادل بين عمل السوقين، إذ أن تطور واتساع عمل السوق الأولية يقود على تطور واتساع السوق الثانوية، من خلال التطور والتنوع والتوسع في الإصدارات الجديدة من خلال السوق الأولية والتي

⁹⁶ د. علي كنعان، اقتصاديات المال والسياسات المالية والنقدية، إصدار الحسين، دمشق، 1997، ص 252.

⁹⁷ د. أرشد فؤاد التميمي، وآخرون، الاستثمار بالأوراق المالية، دار المسيرة للنشر والتوزيع، عمان، 2004، ص 121.

⁹⁸ Schall Hariy , Introduction to Financial Management, MC Graw-Hill, New York ,1988,P27.

الفصل الثاني: أسس ومبادئ الأسواق المالية

تتيح إمكانية التطور والتوسع في نشاط السوق المالية الثانوية، والتي تستخدم تلك الإصدارات لاحقاً في تعاملاتها، ويتضح وفقاً لهذا المفهوم صعوبة الفصل بين عمل وتطور واتساع هذين السوقين⁹⁹.

رابعاً: التصنيف حسب التنظيم

يوجد نمطان أساسيان للإطار المؤسسي لأنظمة التداول الأول: يمثل السوق المنظمة والثاني يمثل السوق غير المنظمة¹⁰⁰.

1- السوق المنظمة (التي تسمى) Organized Market

عبارة عن مكان مادي ملموس يتم فيه التقاء البائعين بالمشتريين للأوراق المالية أو من ينوب عنهم (الوسطاء) والتعامل يكون من خلال المزايدة، ويطلق على السوق المنظمة أيضاً سوق الأوراق المالية Stock Exchange، ويجري التداول من قبل شركات مسجلة تتبع القوانين الخاصة بعملية التداول. ويقصد كذلك بالسوق المنظمة البورصة وتعرف¹⁰¹ بأنها عبارة عن مكان معلوم ومحدد مسبقاً يجتمع فيه المتعاملون بغرض القيام بعمليات التبادل (بيعا وشراء) ويتوفر في هذه السوق العقلانية والشفافية وتحدد الأسعار استناداً للعرض والطلب وتوقعات المضاربين وترصد السوق التغيرات والمستجدات في السوق والاتجاهات العامة.

وتصنف أسواق الأوراق المالية المنظمة Organized Securities Markets إلى¹⁰² مركزية ومحلية ويقصد بالسوق المركزي Central Market السوق الذي يتم التعامل فيه بالأوراق المالية المسجلة لدى لجنة الأوراق المالية دون النظر إلى الموقع الجغرافي للمنشأة أو اللجنة المصدرة لتلك الأوراق. ومن الأمثلة على البورصات التي تدرج تحت هذه السوق، بورصة لندن وبورصة طوكيو وبورصة نيويورك للأسهم. أما بورصات المناطق أو البورصات المحلية Regional Exchange فتتعامل فيما تبقى من الأوراق المالية المسجلة والتي غالباً ما تكون لمنشآت صغيرة، ولا يوجد مانع قانوني يحد من تعامل هذه الأسواق بالأوراق المتداولة في السوق المركزي، وتوفر البورصات المحلية فرصاً للمستثمرين والسماح للتعامل بعدد كبير من الأوراق المالية، بسبب الانخفاض الكبير في عمولة السمسرة Commission وبساطة إجراءات التعامل في السوق.

وتلعب الأسواق المنظمة (البورصات) دوراً هاماً في تجميع المدخرات الوطنية وإعادة استثمارها في الوحدات الإنتاجية نتيجة لما توفره من أموال سائلة لحملة الأسهم، وتعمل السوق على تمويل خطط التنمية الاقتصادية وخاصة المشاريع التي تحتاج للرسميل الضخمة التي لا تتوفر لدى الدولة، لذلك تقتض الدولة من هذه السوق لتمويل مشاريعها.

⁹⁹ د. فليح حسن خلف، الأسواق المالية والنقدية، عالم الكتب الحديث للنشر والتوزيع، الأردن، 2006، ص 42-46.

¹⁰⁰ د. أحمد عبد اللطيف، بورصة الأوراق المالية، جامعة القاهرة، 1998، ص 8-11.

¹⁰¹ د. محسن أحمد الخضير، كيف تتعلم البورصة، إيثران للنشر والتوزيع، القاهرة، 2001، ص 10.

¹⁰² د. منير هندي، إدارة الأسواق المالية والمنشآت المالية، الطبعة الأولى، منشأة المعارف للنشر، الإسكندرية، 1999، ص 394.

2- السوق غير المنظمة (Unorganized Market)

وهي سوق غير محددة بموقع جغرافي معين تتعامل بالأوراق المالية غير المسجلة في البورصات النظامية ولا يدفع المتعاملون في هذه السوق العمولات النظامية الموجودة في السوق النظامية، وهي قابلة للتفاوض وعادة ما تكون العمولات ناجمة عن فروقات الأسعار بين البيع والشراء. ويكون التسجيل في هذه السوق والتعامل من خلال الكمبيوتر والمضاربة من خلال الإنترنت ويسجل الكمبيوتر جميع عمليات البيع والشراء ولا يستدعي العمل في هذه السوق الوجود في قاعة التداول، بل عبر الإنترنت وشبكات الاتصال وتحرير القيمة عبر شيكات مسحوبة على البنوك. ومن أهم هذه الأسواق سوق نازداك NASDAQ والاتحاد الوطني لتجارة الأوراق المالية للبيع والشراء الإلكتروني National Association of Securities Dealers :Automated Quotation System¹⁰³ ويجري نشر الأسعار والكميات المباعة والمعمولة عبر شبكات الاتصال.

ويطلق البعض على المعاملات في السوق غير النظامية بالمعاملات فوق الطاولة Over The Counter Market(otc)¹⁰⁴. وتنطوي تحت السوق غير النظامية سوقان هما:

أ- السوق الثالث Third Market

يمثل قطاع من السوق غير المنظم ويتكون من بيوت السماسرة غير المسجلين في السوق المنظمة، والذين لديهم الحق في التعامل بالأوراق المالية المسجلة وغير المسجلة وبأي عدد ويلجأ العديد من المؤسسات والشركات إلى التعامل في هذه السوق، بسبب انخفاض الكلفة ويسر التعامل وبساطة الإجراءات، على عكس ما هو موجود في السوق النظامي¹⁰⁵. والمستثمرين في هذه السوق هم من المؤسسات المالية الكبيرة مثل صناديق التقاعد وصناديق الأموال المؤتمن عليها التي تدار من قبل البنوك التجارية. وصناديق الاستثمار المشتركة وشركات التأمين.

ب- السوق الرابع Fourth Market

يكون التعامل في هذه السوق بصورة مباشرة وبدون وساطة بين المؤسسات الكبيرة والتجار الأغنياء، والهدف منها استبعاد شركات التجارة والسمسرة في الأوراق المالية، لغرض تخفيض النفقات خصوصا في الصفقات الكبيرة، إذ تقوم هذه المؤسسات بالبحث عن بائع أو مشتري من خلال شبكة اتصال إلكترونية تسمى Instant، فيتم التعامل بأعداد كبيرة وبتكلفة منخفضة فضلا عن سرعة إجراء الصفقات¹⁰⁶.

وتعد هذه السوق منافسا قويا للأسواق المنظمة إذ يمكن التعامل بكافة الأوراق المالية في السوق.

¹⁰³ د. محمود الداغر، الأسواق المالية، دار الشروق للنشر، عمان، 2005، ص 244

¹⁰⁴ David S. Kidwll and Richard L, Peterson ,Financial Institution, Market and Money, third Edition, USA, 1987, P37.

¹⁰⁵ امجد إبراهيم البراجنة، اختبار العلاقة بين توزيع الأرباح وكل من القيمة السوقية والدفترية للأسهم المتداولة في سوق فلسطين للأوراق المالية رسالة ماجستير، الجامعة الإسلامية، غزة، 2009، ص 81

¹⁰⁶ د. أرشد فؤاد التميمي، د. أسامة سلامة، الاستثمار بالأوراق المالية، تحليل وغدارة، الطبعة الأولى، دار المسيرة عمان، 2004، ص 120.

المطلب الرابع: أهمية الأسواق المالية وشروط إقامتها وقواعد نجاحها:

أولاً: أهمية الأسواق المالية:

تعزى أهمية الأسواق المالية إلى الأسباب التالية¹⁰⁷:

- 1- أن الأسواق المالية توفر للمدخر مكاناً لاستثمار مدخراته، ولتسهيلها عند الحاجة.
- 2- توفيرها مجموعة من الأدوات المالية التي تهيئ للمستثمر خيارات أوسع في شتى المجالات الاستثمارية، كما توجه المستثمرين نحو المشروعات التي في صالحهم وترشيد الإنفاق الاستثماري، وتحذرهم من مخاطر الاستثمار في المجالات الأخرى.
- 3- تعتبر سوق الأوراق المالية أداة إشباع للمستثمر الصغير الذي لا يستطيع أن ينشأ مشروعاً لقلة رأس ماله وكذلك تعطي فرصة للمستثمر الكبير لشراء الأسهم والسندات المطروحة للتداول.
- 4- تساهم الأسواق في إعطاء مؤشر يومي عن اتجاهات الأسعار وظروف الاستثمار ومعدلات الادخار. حيث يتم تسجيل حركة الأسعار لجميع الصفقات وعروض البيع وطلب الشراء في سوق المزايدة، حيث تحدد فيها الأثمان من خلال قوى العرض والطلب ويتم نشرها، ويعتمد عليها الأفراد والمشروعات عند اتخاذ قراراتهم الاستثمارية.
- 5- تساهم سوق الأوراق المالية في تقويم الأداء الاقتصادي للشركات والمشروعات، وإيجاد حلقة اتصال بين جميع فعاليات شبكة الاقتصاد الكلي، منها المصارف وبيوت التمويل والشركات والمؤسسات الاستثمارية، والمساهمة في تنشيط أعمالها.
- 6- تساهم السوق في تعبئة المدخرات الوطنية وإعادة توظيفها وتوجيهها نحو المشروعات الأمر الذي ساهم في تطور الاقتصاد الوطني وزيادة معدلات النمو¹⁰⁸.
- 7- تساهم الأسواق في جذب رؤوس أموال خارجية للمشاركة في شركات محلية وفقاً لقوانين الاستثمار والإجراءات الإدارية المنظمة للنشاط الاقتصادي¹⁰⁹.
- 8- تساعد الأسواق في الحكم على كفاءة السياسات النقدية والمالية للدولة، وتمهد الطريق أمام السلطات الحكومية المختصة للمزج بين السياستين المالية والنقدية، ليكملا بعضهما بهدف التأثير في حجم الطلب الكلي وبلوغ الهدف المنشود الذي تحدده الظروف الاقتصادية المتغيرة.
- 9- ساهمت الأسواق المالية في تأسيس الشركات المساهمة التي أصبحت نواة فعالة وأساساً للنمو في الاقتصاديات الوطنية وعلى مستوى الاقتصاد العالمي¹¹⁰.
- 10- تقلل من مخاطر التضخم والانكماش المالي، حيث تعتبر سوق الأوراق المالية الحقل الذي تعمل فيه الدولة لتحقيق الاستقرار النقدي عن طريق بيع وشراء الأوراق المالية تغيير كمية النقود لمعالجة التضخم والانكماش¹¹¹.

¹⁰⁷ د. صبري نوفل، الاستثمار في الأوراق المالية، مقدمة التحليل الفني والأساسي، كتاب أهرام الاقتصادي، العدد 100، دار المعرفة الجامعية، القاهرة، 1995، ص 44.

¹⁰⁸ د. علي كنعان، الأسواق المالية مرجع سابق، ص 9.

¹⁰⁹ د. شعبان محمد إسلام البروراي، بورصة الأوراق المالية، دار الفكر بدمشق، 2002، ص 46.

¹¹⁰ د. علي كنعان، الأسواق المالية مرجع سابق، ص 9.

¹¹¹ د. أحمد عيد الرحمن، العولمة والمظاهر والأسباب، مجلد 26، 1998، ص 43.

- 11- تتيح الفرصة للاستثمارات قصيرة الأجل، حيث إن المؤسسات المالية من شركات ومصارف ونحوها تقود عادة بتوظيف الأموال في مشاريع استثمارية طويلة الأجل أو متوسطة، ولكن هذا التوظيف لا يستغرق كل أموال المؤسسة بصورة مستمرة، فتبقى فوائض مالية ومن غير المعقول الاحتفاظ بها على هيئة نقدية صرفة، فتقوم باستثمارها عن طريق سوق الأوراق المالية.
- 12- الكفاءة في توجيه الموارد، حيث تؤدي دور المنظم في توزيع الموارد¹¹²
- 13- الإسهام في تمويل خطط التنمية. عن طريق طرح أوراق مالية حكومية في السوق.
- 14- يؤثر سوق الأوراق المالية في النظام الاقتصادي والنقدي ويتأثر بهيكلية كلا النظامين: فبعد التغيرات الهيكلية التي حدثت في أغلب الاقتصاديات العالمية والقيام بإصلاحات اقتصادية فقد أدى ذلك إلى توفر الظروف الاقتصادية التي تتطلب إنشاء سوق للأوراق المالية¹¹³.
- ✓ ضرورة تجميع المدخرات الوطنية وتوظيفها في نشاط الاستثمار لتمويل عملية التنمية بشكل مستثمر وعند حاجة الاستثمار لتمويل المطلوب وللاستفادة منها وترشيد استخدامها.
- ✓ تتفاوت كمية المدخرات حسب الظروف الاقتصادية والاجتماعية فتكثر أوت تقل من فترة إلى أخرى، فالسوق المالية تساعد في التوافق بين فترة جمع المدخرات من خلال الأوعية الادخارية وفترة حاجة المنشأة للتمويل.

ثانياً: شروط إقامة الأسواق المالية:

- لا تستطيع أي دولة أو أي نظام اقتصادي لمجرد الرغبة إصدار القرار بإقامة سوق الأوراق المالية نظراً لأن هذه السوق تتمتع بحساسية عالية وتؤثر بشكل مباشر على الإنتاج والاستثمار وعلى كافة الفعاليات الاقتصادية إضافة إلى كونها تستطيع إعادة هيكلة قطاع الادخار والمدخرين وبالتالي يمكن لسوق المال أن تعيد ترتيب القطاعات الاقتصادية أو إحداث موجه من التكتلات الاقتصادية بين الشركات مما يؤثر على الشركات الصغيرة والمتوسطة.
- ولكي تقوم سوق الأوراق المالية لابد من توفر مجموعة من الشروط الأساسية منها¹¹⁴:
- 1- وجود إطار تشريعي وتنظيمي مرن قادر على التطور والتكيف بشكل مستمر مع الظروف والمستجدات يستطيع حماية حقوق المتعاملين ومعاقبة الشركات التي تخل بشروط الاستثمار والتداول في السوق.
 - 2- تبني فلسفة اقتصادية ليبرالية قائمة على الثقة في قدرات السوق على تحريك النشاط الاقتصادي في ظل اعتبارات الكفاءة الاقتصادية والسلوك الرشيد لكل من الأفراد والهيئات القائمة بالنشاط الاقتصادي وتأتي أهمية هذه الفلسفة في إطار الحاجة لأن يلعب راسم المال الخاص دوره الريادي في تجميع المدخرات الخاصة وإعادة توزيعها بحيث تحقق أعلى معدل ممكن للعائد في ظل أدنى مستوى ممكن من المخاطر التي يتعرض لها حائز الثروة¹¹⁵.

¹¹²د. عبد الحق بوعترس، إدارة وتنظيم بورصة القيم المنقولة، مؤتمر الأسواق المالية ودورها في جذب الاستثمارات، كلية الاقتصاد، جامعة تشرين، 2003، ص 5-6

¹¹³د. نضال الشعار، سوق دمشق للأوراق المالية، دار الضاد للطباعة والنشر، حلب، 2002، ص 21.

¹¹⁴د. علي كنعان، الأسواق المالية، مرجع سابق، ص 15.

¹¹⁵أنس هشام المملوك، تحليل دور سوق الأوراق المالية في عملية تشجيع الاستثمار في سورية، مرجع سابق، ص 25-26.

- 3- وجود مؤسسات (شركات مساهمة) إنتاجية و خدمية و مؤسسات مالية و نقدية متطورة بحيث تعمل هذه الشركات حسب مبدأ فصل الإدارة عن الملكية لان مثل هذه المؤسسات تشكل الأساس الذي يقوم عليه السوق فإذا لم تتوفر شركات مساهمة مالية و إنتاجية فما هو الشيء الذي يمكن تداوله في هذه السوق.
- 4- وجود مؤسسات مالية و مصرفية متطورة قادرة على تعبئة المدخرات الوطنية و إقراضها للشركات الصناعية و الخدمية , بحيث تتمتع هذه المصارف بحرية العمل و الاستثمار و استقبال الأموال و تحويلها للخارج دون رقابة حكومية وفق قوانين تضمن الهوية المستقلة لهذه المصارف.
- 5- حرية تحويل النقد الوطني أو الأجنبي من و إلى الدولة دون رقابة قانونية , أو استنادا إلى قوانين واضحة و صريحة بحيث لا يقع المتعامل معها ضحية سوء الفهم.
- 6- وجود مدخرات مالية لدى القطاع الخاص أو الأفراد أو المؤسسات المالية بحيث تشكل المدخرات المادة الأساسية في التعامل.
- 7- وضوح إجراءات و قوانين الاستثمار بحيث تتمتع هذه الإجراءات بالمرونة و البساطة و الدقة و الوضوح مما يشجع الأفراد و الشركات على إنشاء شركات مساهمة وطنية أو مشتركة مع القطاعات الأجنبية في مجال الإنتاج و الخدمات و القطاع المصرفي و المالي . وبالتالي يؤدي إلى زيادة عدد المؤسسات المالية الموجودة في الدولة.
- 8- الاهتمام بوسائل الأعلام و مراقبتها . حيث إن تكوين الشركات أو طرح السندات لا بد أن يصطحبه إعلان مناسب حتى يعلم كل مستثمر و كل مدخر بالفرصة التي قد تحتاج لتوظيف أمواله و حتى نحافظ على مصلحة صغار المدخرين فإنه لا بد من مراقبة هذه البيانات الواردة في الإعلانات حتى تكون لها صبغة جدية و يتطلب ذلك التدخل لحذف البيانات غير الصحيحة¹¹⁶.
- 9- ربط سوق الأوراق المالية محليا وإقليميا ودوليا عن طريق وسائل الاتصال بمختلف أنواعها والأخذ بما يستحدث في هذا المجال بحيث تسمح بحدود معينة برأس المال غير الوطني بالدخول للسوق¹¹⁷.
- 10- الاستقرار السياسي داخل الدولة و عدم وجود رقابة على النقد و ذلك من أجل جذب الاستثمارات و رؤوس الأموال و تحويلها من ادخارات إلى مشروعات اقتصادية.

ثالثا: قواعد نجاح الأسواق المالية:

- أن نجاح الأسواق وتطورها يحتاج للتنظيم والانضباط والرقابة والقواعد العملية في الإدارة والتعامل وغيرها وبالتالي لنجاح أي بورصة لابد من توفر القواعد التالية¹¹⁸:
- 1- خلق جو من الثقة بين المتعاملين في الأوراق المالية وذلك من خلال وضع الضوابط الكفيلة بحماية المستثمر وتنمية الوعي الاستثماري لدى المواطنين.
 - 2- توفر الخبرات والكفاءات القادرة على إنشاء وإدارة سوق المال وفي هذا المجال لا بد من توفر التعاون بين سوق المال والجامعات بهدف إعداد برامج تدريبية وتدریس مقررات وتكوين الكفاءات اللازمة للعمل في الأسواق المالية.
 - 3- الإدارة والتنظيم: يحتاج أي عمل اقتصادي للإدارة والتنظيم فكلما كانت الإدارة فاعلة وعملية كلما استطاعت وضع تنظيمات وإجراءات عملية واضحة تستطيع من خلالها مراقبة سير العمل وضمان

¹¹⁶ www.alasuaq.net

¹¹⁷ البنك المركزي المصري، دراسة عن تطوير أسواق المال العربية، مؤتمر آفاق الاستثمار في الوطن العربي، القاهرة، 1998.

¹¹⁸ د. علي كنعان، الأسواق المالية، مرجع سبق، ص 25-26-27

الفصل الثاني: أسس ومبادئ الأسواق المالية

النجاح. وتحديد الإجراءات نظرا لقدرة المتلاعبين على إبرام صفقات وهمية أو رفع الأسعار دون المبررات الاقتصادية أو إنشاء معلومات بارتفاع أسهم شركة ما أو انخفاض سعر سهم شركة أخرى، لذلك لابد من وجود التنظيم الذي يضبط التعامل.

4- الرقابة والتدقيق:

إذا حددت إدارة السوق التنظيمات الإدارية وحددت الهياكل التي تشرف على التعامل لا بد من إجراء الرقابة الجيدة وهذا الأمر يتطلب مايلي:

✓ نشر المعلومات بشكل مستمر عن التعامل في السوق.

✓ تحديد قواعد المراقبة وذلك لمنع الغش والاحتيال.

✓ تحديد العقوبات لكل مخالفة يرتكبها المستثمر.

إن هذه الإيضاحات والمعلومات يساعد ويسهل على اللجان الرقابية في السوق كشف الغش والمخالفات والحد من تطورها لأن زيادة عمليات الغش في الأسواق المالية يؤدي إلى عدم الثقة وبالتالي حدوث الأزمات.

5- الاعتماد على أنظمة محاسبية متطورة تساعد على كشف الأخطاء وتصويبها في الأوقات المحددة وتساعد الشركات والمستثمرين على التعرف على حقيقة الوضع المالي للشركة وحقيقة الوضع المالي للمستثمر الذي يملك تلك الورقة المالية.

6- تنوع الأدوات الاستثمارية:

تسعى إدارة السوق لزيادة حجم الأوراق المالية وتنويعها فكلما ازداد عدد الشركات المسجلة كلما زاد العرض أمام المستثمر، إضافة إلى ذلك ينبغي على كل مستثمر أن يوجه مدخراته لتشتكي محفظة مالية بدلا من شراء أسهم شركة واحدة تعرضه لاحقا للإفلاس.

7- الإعلام والوضوح والشفافية:

يسعى الإعلام في أي نظام اقتصادي لكشف الخطأ بهدف معالجته في أوقات مبكرة وبالتالي فإن السوق أحوج من غيرها للإعلام الذي يستطيع أن يروج للشركات الناجحة ويدفع الشركات الخاسرة على تعديل أوضاعها ومن جهة أخرى فإن تسليط الضوء بشكل مستمر على حجم التعامل والأسهم المباعة وحركة الصعود والهبوط ودراسة تطورات السوق سوف يخفف من خطر الانحرافات ويجنب السوق الوقوع في الأزمات.

8- استخدام التقانات المتطورة:

ينبغي على إدارة السوق استخدام شبكة متطورة من الاتصالات والكمبيوترات والانترنت والمواصلات والعلاقات المصرفية بحيث تسهل عمليات التداول الداخلي من جهة والاتصال مع الأسواق العالمية من جهة أخرى فكلما تطورت التقانات المصرفية كلما أدى ذلك للاستقرار وتخفيف حجم الانحرافات في السوق وتنشيط السوق وجذب مستثمرين أجانب إليها كذلك تساهم التقانات المتطورة في كشف الانحرافات بسرعة وتلافي حدوثها ثانية في المستقبل.

المطلب الخامس: أدوات الأسواق المالية

هناك العديد من الأدوات الاستثمارية في سوق الأوراق المالية تنقسم إلى:

أولاً: أدوات سوق النقد:

إن تعدد وتنوع هذه الأدوات يعتمد على درجة التطور الاقتصادي والذي يتباين من بلد إلى آخر فكلما كان البلد أكثر تطوراً تعددت وتنوعت الأدوات المالية في سوق النقد. وتتميز هذه الأوراق بأجلها القصير، وتعد المؤسسات الحكومية والشركات الكبيرة المصدر الأساسي لها، وعموماً تقسم هذه الأدوات إلى:

1- الأوراق الخرجية Treasury Bills:

هي أوراق مالية تصدرها الحكومة (البنك المركزي) ويحصل حاملها على عائد ثابت في تاريخ محدد وتصدر بتاريخ استحقاق مختلفة عادة ما تكون 91 يوماً أو 182 يوماً. وتباع هذه الأوراق بخخص، أي أنه لا يتم دفع الفائدة للمستثمر بل يتم تحديد السعر بناءً على مقدار الخصم¹¹⁹. وتمثل أيسر وسائل الاقتراض الحكومي¹²⁰.

2- الأوراق التجارية Commercial Papers:

هي وعد غير مؤكد بالدفع تصدرها الشركات المعروفة والتي تتمتع بوضع مالي جيد ويكون الضامن لها قدرة المقرض الإيرادية والثقة الائتمانية ويقوم المقرضون أو المستثمرون بشراء تلك الأوراق. وعادة ما يتراوح استحقاقها ما بين عدة أيام و270 يوماً كما أنها تباع بخخص.

3- القبولات المصرفية Banker's Acceptances:

أمر بالدفع قصير الأجل قليل المخاطرة يستخدم لخدمة التجارة الخارجية تصدره مؤسسة اقتصادية أو تجارية للمصرف الذي تتعامل معه لتسديد مبلغ معين خلال مدة زمنية معينة. وهي قابلة للتداول في سوق النقد. إذ يمكن لحاملها بيعها بخخص معين. فمثلاً في التعامل التجاري بين شركتين، الشركة الأولى تطلب ضمانات مصرفية من الشركة الثانية لكي ترسل لها بضاعة ما، في هذه الحالة تقوم الشركة الأولى بإيداع مبلغ معين من قيمة البضاعة المطلوبة لدى المصرف الخاص بها ليقدّم الضمانات للشركة الثانية.

4- شهادات الإيداع Certificate of Deposit:

هي عبارة عن إيصال طرحه البنوك يثبت أن حامله قد أودع مبلغاً معيناً ولمدة محدودة وبفائدة معلومة. ويمكن لحامل تلك الشهادات إما الاحتفاظ بها حتى تاريخ استحقاقها أو بيعها في السوق الثانوية.

¹¹⁹ المعهد العربي للتخطيط بالكويت، سلسلة "جسر التنمية"، الأسواق المالية، العدد السابع والعشرون، مارس، 2004، ص5

¹²⁰ Paul Roth, Mastering Foreign Exchange and Money Markets, First Published, Great Britain, London, 1997, p185

5- سوق اليورو دولار Eurodollars Market

سوق اليورو دولار يتألف من تلك المصارف الواقعة خارج الحدود (خارج الولايات المتحدة بالأصل) والتي تقبل بالإيداعات المقيمة بالدولار الأمريكي إضافة إلى الفروع الخارجية للمصارف المحلية التي تقبل مقداراً كبيراً من الإيداعات قصيرة الأجل وتمنح بالمقابل قروضاً قصيرة الأجل بالدولار الأمريكي. حيث تقوم المصارف التي تعاني من حاجة للأموال من الاقتراض من هذه المصارف.

6- الاتفاقيات لإعادة الشراء: Repurchase Agreements¹²¹

وهي تمثل أحد أساليب الاقتراض التي يلجأ إليها التجار المتخصصون في بيع وشراء الأوراق المالية لتمويل مخزون إضافي من أوراق مالية سهلة التسويق، وذلك لليلة واحدة أو لبضع أيام قليلة. وتمثل هذه الاتفاقيات بيع أوراق مالية من طرف معين إلى آخر مع التعهد بإعادة شرائها في تاريخ محدد وبسعر متفق عليه يتجاوز سعر البيع. وتستخدم المصارف هذه الاتفاقيات كمصدر للأموال عندما تكون هناك حاجة مؤقتة لها (لبضعة أيام فقط) . إذ أنها تقوم ببيع بعض الأوراق المالية الحكومية التي بحوزتها مثل أذون الخزانة إلى طرف آخر (شركة ، مصرف ، مستثمر ..) يتمتع بفائض مؤقت بالأموال و من ثم تعمل على إعادة شرائها بعد فترة قصيرة . ويبلغ حجم الصفقة الواحدة مليون دولار . ويقل العائد على اتفاقيات إعادة الشراء لأن الضمان الذي يدعم القرض في اتفاقيات إعادة الشراء يجعل هذا النوع من القروض أقل في درجة المخاطرة.

7- فائض الاحتياطي الإلزامي: Reserve Requirement Surplus¹²²

يمكن للبنوك التي يوجد لديها فائض في الاحتياطي الإلزامي أن تقرضه لبنوك أخرى تعاني من عجز فيه ولا تعتبر تلك القروض أوراقاً مالية بالمعنى المفهوم، ذلك أنها تتمثل في تعهد غير مكتوب-مضمون من البنك المركزي أو مؤسسة النقد التي تدير ذلك الاحتياطي-يلتزم فيه البنك المقرض بسداد قيمة القرض مصحوباً بفائدة تتحدد وفقاً لقانون العرض والطلب. وتتراوح آجال هذه القروض بين يوم واحد وحتى سبعة أيام.

ثانياً: أدوات سوق رأس المال:

تصنف الأدوات الاستثمارية في هذه السوق إلى أدوات ملكية وأدوات مديونية.

1- أدوات الملكية: Equity Instruments

تعد الأسهم عبارة عن شهادات ملكية تخول حائزها الحصول على جزء من الموجودات المالية والحقيقية للشركة، وتقسم الأسهم إلى الأسهم العادية والأسهم الممتازة هما:

¹²¹ د. منير هندي، الأوراق المالية وأسواق رأس المال، توزيع منشأة المعارف، الإسكندرية، 1993، ص 55-56.

¹²² د. منير هندي، الأوراق المالية وأسواق رأس المال، مرجع سابق، ص 54-55.

أ- الأسهم العادية Common Stock

هي مستند ملكية ليس لها حق امتياز أو أفضلية على الأنواع الأخرى من الأسهم, وهناك مجموعة من الحقوق لحملة الأسهم العادية هي¹²³:

- ✓ التمتع بحصة من أسهم الشركة وحسب نسبة المساهمة.
- ✓ تحويل ملكية الأسهم من شخص إلى آخر.
- ✓ الحصول على جزء من الأرباح الناجمة عن الاستثمار والتي يتقرر توزيعها.
- ✓ الإطلاع على سجلات الشركة.
- ✓ الأولوية في الاكتتاب بالأسهم التي تطرحها الشركة لزيادة رأسمالها.
- ✓ الحصول جزء من موجودات الشركة عند تصفيتها.
- ✓ حقوق التصويت في اختيار أعضاء مجلس الإدارة والمشاركة في الأمور المهمة التي تخص الشركة¹²⁴.

ويمكن التمييز بين العديد من القيم للسهم وهي:

✓ القيمة الاسمية Pat Value.

هي القيمة المنصوص عليها في عقد الشركة ونظامها الداخلي وفي ضوء هذه القيمة يتم توزيع الأرباح, وتمثل القيمة المدونة على قيمة السهم.

✓ القيمة الدفترية Book Value.

وهي قيمة السهم كما يظهر في الدفاتر والسجلات المحاسبية للشركة وهي تكون مساوية لقيمة حقوق الملكية (الاحتياطيات, الأرباح المحتجزة, الأسهم) مقسومة على عدد الأسهم المصدرة. أي أن:

$$\frac{\text{القيمة الدفترية للسهم في حالة عدم وجود أسهم ممتازة}}{\text{عدد الأسهم}} = \frac{\text{حقوق الملكية}}{\text{عدد الأسهم}}$$

$$= \frac{\text{مجموع الأصول} - \text{الإلتزامات}}{\text{عدد الأسهم}}$$

$$\frac{\text{القيمة الدفترية للسهم في حالة وجود أسهم ممتازة}}{\text{عدد الأسهم}} = \frac{\text{حقوق الملكية}}{\text{عدد الأسهم}}$$

✓ القيمة السوقية Market Value.

وهي تتحدد بتفاعل قوى العرض والطلب في سوق الأوراق المالية, وهي متغيرة من وقت لآخر, وقد تكون أعلى أو أدنى من القيمة الاسمية والدفترية

¹²³ د. محمد صالح الحناوي, د. جلال إبراهيم, وبورصة الأوراق المالية بين النظرية والتطبيق, الطبعة الأولى, الدار الجامعية, الإسكندرية, 2005, ص 34

¹²⁴ Mohamed Ibrahim Noor and Adnan Taich Al-Nami, Financial and Banking, First Edition, Dar AL-Massira, Oman, 2003, p168

✓ القيمة التصفوية ¹²⁵ Liquidation Value.

وهي القيمة التي يتوقع حصول المساهم في (الشركة المساهمة) عن السهم العادي عند تصفية الشركة، بعد تسديد ديون الشركة وحصول حملة الأسهم الممتازة على حقوقهم، إذ يقسم المتبقي على حملة الأسهم العادية، وتحسب وفق الصيغة التالية:

$$\text{القيمة التصفوية} = \frac{\text{القيمة السوقية للأصول} - \text{الالتزامات وحقوق الأسهم الممتازة}}{\text{عدد الأسهم العادية}}$$

✓ قيمة السهم حسب عائدته Dividend Value

وهي القيمة التي بتخلي عنها المستثمر نظير امتلاكه للسهم، وتحسب كما يلي:

$$\text{قيمة السهم حسب العائد} = \frac{\text{القيمة الاسمية للسهم} * \text{نسبة التوزيع}}{\text{معدل العائد المتوقع على الاستثمار}}$$

✓ القيمة الحقيقية Intrinsic Value (القيمة العادلة أو النظرية)

وهي تلك القيمة التي تتحدد أو تبررها حقائق اقتصادية ومالية تعكس قيمة موجودات الشركة، مقسوم الأرباح، ومعدلات النمو في الأرباح، هذه القيمة تمثل ما يجب أن يكون عليه السعر أو قيمة السهم في سوق الأوراق المالية. وهي تعكس حالة توازن السوق.

ب- الأسهم الممتازة Preferred Stocks

السهم الممتاز عبارة عن ورقة مالية تجمع بين بعض سمات الأسهم العادية وبعض سمات السندات، فله حصة محددة من الأرباح، وقد يستدعى في تاريخ استحقاق لاحق على الرغم من أن هذه الميزة بعيدة عن الأسهم لكنها قريبة من السندات، وأيضاً يمثل حصة من الملكية يحق لحاملها المشاركة بالأرباح المتحققة، وبذلك يشبه السهم العادي.

ويختلف السهم الممتاز عن السهم العادي في جوانب عديدة منها¹²⁶:

- ✓ يعطي السهم الممتاز الأولوية في موجودات الشركة في حالة تصفيتها بعد تسديد حقوق الدائنين.
- ✓ يحصل حامل السهم الممتاز على حصته من الأرباح (عند اتخاذ قرار بتوزيع الأرباح) قبل حامل السهم العادي.
- ✓ الأسهم الممتازة أقل خطورة من الأسهم العادية.
- ✓ تتمتع أسعار الأسهم الممتازة بالثبات شبه النسبي، في حين أسعار الأسهم العادية متغيرة بصورة مستمرة تقريباً.
- ✓ تعد الأسهم الممتازة أقل انتشاراً من الأسهم العادية.
- ✓ لا يساهم حاملي الأسهم الممتازة في الإدارة باستثناء أنواع معينة.
- ✓ نصيب الأسهم الممتازة من الأرباح المتحققة يمثل نسبة ثابتة من قيمتها، في حين تكون هذه نسبة متغيرة في الأسهم العادية.

¹²⁵ د. فليح حسن، مرجع سابق، ص 209

¹²⁶ د. جميل الزايدانين، أساسيات في الجهاز المالي، الطبعة الأولى، دار وائل للنشر، عمان، 1999، ص 223-224

الفصل الثاني: أسس ومبادئ الأسواق المالية

لذا يمكن القول بأن الأسهم الممتازة تمثل أوراق مالية هجينة تجمع بين خصائص الملكية والدين. وتقسم إلى مايلي:

ب-1- الأسهم الممتازة المجمعة للأرباح Participating Preferred Stocks

هي الأسهم التي يحق لحاملها إذا لم يحصل على الربح بسبب عجز الشركة عن الدفع في سنة معينة، ترحل هذه الأرباح غير الموزعة إلى السنوات اللاحقة.

ب-2- الأسهم الممتازة غير المجمعة للأرباح

وهي الأسهم التي لا يحق لحاملها المطالبة بالجزء المتبقي من الأرباح، والذي عجزت الشركة عن دفعه، حتى إذا توفرت هذه الأرباح في سنوات لاحقة.

ب-3- الأسهم الممتازة القابلة للسداد (القابلة للاستدعاء) Callable Preferred Stocks

حيث تقوم الشركة بإصدار هذه الأسهم وتحتفظ بحقها في سداد قيمة هذه الأسهم لأصحابها بعد مدة زمنية معينة، ويكون لحملتها نسبة مرتفعة محددة من الأرباح.

ب-4- الأسهم الممتازة القابلة للتحويل Convertible Preferred Stocks

ويحق لحملة هذا النوع من الأسهم تحويلها إلى أوراق مالية من نوع آخر، كأن تكون أسهم عادية وميزة التحويل هذه مفيدة لكل من المساهم والشركة، فعندما يطمئن المساهم إلى قوة المركز المالي للشركة يقوم بتحويل الأسهم الممتازة إلى عادية، ويخفف هذا التحويل عن الشركة عبء الأسبقية.

ب-5- الأسهم الممتازة المشاركة في الأرباح Cammulatir Preferred Stocks

هذا السهم يوفر لحامله ميزة إضافية لحق الأولوية في توزيع الأرباح، وذلك بمشاركة المساهمين العاديين في الأرباح الموزعة بصورة كاملة أو جزئية.

ب-6- الأسهم الممتازة المضمونة Guaranteed Preferred Stocks

تقوم بعض الشركات بإصدار نوع معين من الضامنة في الحصول على نسبة معينة من الأرباح.

2- أدوات التمويل:

تهدف الأسواق المالية إلى إتاحة الفرصة إزاء المقترضين لتقديم القروض للمقترضين لسد احتياجاتهم المالية سواء كانوا شركات أم حكومات، عن طريق إصدار أدوات المديونية، إذا يجرأ المبلغ إلى فئات يتم تسديدها وتسويقها للجمهور.

ويمكن تعريف السند بأنه عقد أو اتفاق بين المنشأة (المقترض) والمستثمر المقرض، بحيث يقرض الطرف الثاني الطرف الأول مبلغاً معيناً، والذي يتعهد بدوره بإعادة أصل المبلغ مع فائدة متفق عليها في تواريخ محددة، وقد يتضمن العقد شروط أخرى لصالح المقرض مثل رهن بعض الأصول الثابتة ضماناً للسداد. وتقسم أدوات المديونية إلى¹²⁷:

أ- السندات الحكومية Government Bonds وهي السندات التي تصدرها الحكومة

لمواجهة احتياجاتها المالية، أو تغطية العجز في الموازنة العامة أو التأثير على المعروض النقدي

¹²⁷ عامر عمران المعموري، فاعلية أداء الأسواق المالية في ظل الأزمات الاقتصادية في بلدان مختارة، رسالة دكتوراه، جامعة

بغداد، 2009، ص 29-30-31

الفصل الثاني: أسس ومبادئ الأسواق المالية

ويطلق عليها بالأوراق المالية الخالية المخاطرة، لما تتمتع به من ضمان لأصل المبلغ والفائدة إضافة إلى قابليتها للتسويقية المرتفعة ومن أنواعها:

أ-1- أدونات الخزينة Treasury Bills

أ-2- إشعارات الخزينة Treasury Note

وهي عبارة عن أدون وسندات.

أ-3- سندات الخزينة: تمثل أدوات مديونية طويلة الاجل بمدد استحقاق بين عشر سنوات إلى ثلاثين سنة تدفع عنها الحكومة فائدة سنوية ثابتة. وهناك أنواع من هذه السندات يمكن إطفائها قبل موعد استحقاقها

ب- سندات الشركات

أدوات دين تقوم بإصدارها الشركات العاملة في جميع القطاعات الاقتصادية وهناك أنواع عديدة منها¹²⁸.

ب-1- السندات المضمونة Secured Bond

هي نوع من السندات يوفر حماية لحاملها عن رهن جزء من مجودات الشركة وتسمى بسندات الرهن وقد تكون سندات رهن مفتوحة النهاية إذ يجوز للشركة المعنية بإصدارات إضافية استنادا للرهن أو الضمان السابق، أو قد تكون مغلقة النهاية لا تسمح للشركة بإصدارات إضافية لحماية قيمة الضمان السابق.

ب-2- سندات قابلة للتحويل إلى أسهم Bond Convertible to Equity

وهو سند ذو سعر فائدة ثابت وأجل معلوم يعطي حامله حق خيار تحويله إلى أسهم في رأس مال الشركة المقرضة على أساس سعر تحويلي يحدد عند إصدار السند.

ب-3- السندات ذات أسعار فائدة معومة Floating Rate Bond

سندات يكون فيها سعر الفائدة غير ثابت مرتبط بحالة التضخم ومعدلاته وإمكانية تغييره بالارتفاع أو الانخفاض حسب الحالة الاقتصادية، وظهر النوع الأول منه في إيطاليا عام 1970.

ب-4- السندات غير المضمونة Unsecured Bonds

يعد المركز الائتماني للشركات أساس ضمان هذه السندات، ويتم سداد مستحقاتها بعد سداد مستحقات السندات المضمونة، وعدم السداد لا يعني إشهار إفلاس الشركات المصدرة لها، إذ بالإمكان تأجيل دفع الفائدة وفقا لشروط الإصدار.

ب-5- السندات المضمونة بالتملك Bond with Warrants

سند ذو سعر فائدة ثابت وأجل معلوم يعطي لحامله حق الاكتتاب برأسمال الشركة المقرضة على أساس سعر محدد عن الإصدار، وتتسم هذه السندات بإمكانية فصل حق الضمان بالتملك عن السند ذاته والتداول بكل منهما على انفراد، وهذا النوع من السندات تتعامل به الشركات ذات المراكز الائتمانية الضعيفة.

ب-6- السندات القابلة للإعادة Put Bonds

وهي تسمح للمستثمر بإعادته إلى جهة الإصدار سعر محدد مسبقا، أي إن الجهة المصدرة تكون على استعداد لإعادة شرائه بسعر ثابت أدنى من قيمته الاسمية¹²⁹.

¹²⁸د. أرشد فؤاد، د. أسامة سلامة، مرجع سابق، ص 91-93

ب-7- السندات ذات القسمة التصفية Zero Coupon Bonds

تباع بخصم من قيمته الاسمية، على أن يسترد المستثمر قيمتها الاسمية عند الاستحقاق كما يمكن بيعها في السوق بالسعر السائد إذا رغب المستثمر بالتخلي عنها قبل موعد استحقاقها.

ب-8- السندات الرديئة Junk Bonds وهي أداة استثمارية غير جيدة، لأنها تنطوي على مخاطر كبيرة بسبب ضعف الجدارة الائتمانية للشركة المصدرة أي ارتفاع نسبة المديونية (الأموال المقترضة/مجموع الموجودات) لذا يكون عائدها مرتفع لتعويض المستثمر عن المخاطرة

ثالثاً: المشتقات Derivatives:

لم يكن ظهور المشتقات المالية مجرد ابتكار لنوع جديد من الأوراق المالية بل كان نتيجة وضرورة حتمية للتطورات الاقتصادية والمالية، وتعتمد قيمتها على قيمة الأصل موضوع العقد لذا تعرف أحياناً¹³⁰ بالموجودات المشتقة أو مطالبات طارئة أو مصطنعة.

ويمكن تعريف المشتقات بأنها عقود تتم تسويتها في تاريخ مستقبلي، ولا تتطلب استثمارات مبدئية أو تتطلب مبلغاً مبدئياً صغيراً بقيمة العقود، وتعتمد قيمتها (أي المكاسب أو الخسائر) على الأصل المعني. أي موضوع العقد¹³¹. ويتم التعامل في عقود المشتقات من قبل المتحوظين والمضاربين والمراجحين. وهناك أربع أنواع من المشتقات بيانها فيما يلي:

1- الخيارات Options:

عقد الخيار هو عقد بين طرفين أحدهما مشتري الخيار Buyer والآخر بائع أو محرر الخيار Writer وبموجبه يعطى للطرف الأول أي المشتري الحق في أن يشتري (إذا رغب) من الطرف الثاني أي المحرر، أم أن يبيع (إذا رغب) للطرف الثاني أصلاً معيناً بسعر معين وبتاريخ معين حسب الاتفاق. ذلك مقابل أن يقوم الطرف الأول بدفع علاوة أو مكافأة للطرف الثاني، وهي مكافأة غير قابلة للرد. وليست جزءاً من قيمة الصفقة. ويطلق على محرر الخيار اسم صاحب المركز القصير short position بينما مشتري الخيار صاحب المركز الطويل long position. وتطبق عقود الخيار عادة على الأوراق المالية كالأسهم وكذلك على مؤشرات الأسواق المالية وعلى العملات¹³².

وقد أنشئ أول سوق منظم للخيارات في مدينة شيكاغو عام 1973، والذي عرف ببورصة شيكاغو للاختيار¹³³ Chicago Board Options Exchange (CBOE). وتصنف الخيارات في عدة تصنيفات على النحو التالي¹³⁴:

1-1- الأنواع الرئيسية: خيارات شراء، خيارات بيع، الضمانات

✓ خيار الشراء call option وهو عبارة عن عقد بين طرفين، محرر العقد (البائع) ومشتري الخيار، بموجبه يمنح للمشتري الحق في الاختيار بين أن يشتري عدد معيناً من أصل معين أو لا يشتري

¹²⁹ سامي شكري، د. مروان عوض، "المالية الدولية" العملات الأجنبية والمشتقات المالية بين النظرية والتطبيق، الطبعة الأولى، دار الحامد للنشر، عمان، 2004، ص 104.

¹³⁰ Bodied etal, "Investment", Mc.Grew- HILL/Irwin, Sixth Edition, New York, 2005, p54.

¹³¹ د. عبد الرزاق قاسم، د. أحمد العلي، إدارة الاستثمارات والمحافظ لاستثمارية، جامعة دمشق، 2010-2011، ص 240.

¹³² د. عبد الرزاق قاسم، د. أحمد العلي، إدارة الاستثمارات والمحافظ لاستثمارية، مرجع سابق، ص 243.

¹³³ Huang, S and Randal. M. "Investment Analysis and Management", Boston : Allen and bacon, 1987, p346.

¹³⁴ د. طارق عبد العال حماد، المشتقات المالية: المفاهيم "إدارة المخاطر المحاسبية، الدار الجامعية، القاهرة، ص 42-44.

- ✓ خيار البيع put option وهو عبارة عن عقد بين طرفين, محرر العقد (البائع) ومشتري الخيار, بموجبه يمنح المحرر للمشتري الحق في الاختيار بين أن يبيع عدد معين من أصل معين أو لا يشتري.
- ✓ الضمانات: عبارة عن عقود خيار شراء تصدر بواسطة الشركة على أسهما.

2-1- حسب تاريخ التنفيذ: عقود الخيار الأمريكية option American, عقود الخيار الأوروبية European option:

- ✓ الأوروبية: عقود لا يجوز للمشتري بموجبها تنفيذ العقد إلا في يوم الاستحقاق (تاريخ انتهاء صلاحية العقد).
- ✓ الأمريكية: عقود يجوز للمشتري تنفيذها في أي وقت خلال سريان العقد. وهي الأعظم من عقود الخيار. والعقود الأمريكية تكون قيمتها أعلى من قيمة الخيار الأوروبي

2-1- حسب التغطية: مغطاة, غير مغطاة:

- وفي هذه لا بد أيضا من التمييز بين عقد خيار شراء وعقد خيار البيع على النحو التالي:
- ✓ عقد خيار الشراء المغطى: يكون فيه محرر العقد مالكا للسهم (الأصل موضوع العقد).
- ✓ عقد خيار الشراء غير المغطى: يكون فيه محرر العقد غير مالك للسهم مما يضطر إلى شراء السهم من السوق لتسليمه للمشتري.
- ✓ عقد خيار البيع المغطى: يكون البائع قد باع السهم المبرم عليه العقد وهو يملكه.
- ✓ عقد خيار البيع غير المغطى: عندما يدخل البائع طرف في عقد خيار بيع دون أن يقوم بتغطية مركزه من خلال البيع على المكشوف.

2-1- حسب الربحية: مربحة, غير مربحة, متعادلة. على الشكل التالي:

البيان	عقود خيار الشراء	عقود خيار البيع
In-The-money الخيار المربح	سعر السوق < سعر التنفيذ	سعر السوق > سعر التنفيذ
out-of-the-money الخيار غير المربح	سعر السوق > سعر التنفيذ	سعر السوق < سعر التنفيذ
At-the-money الخيار المتكافئ	سعر السوق = سعر التنفيذ	سعر السوق = سعر التنفيذ

2- العقود الآجلة: Forward Contracts

يقصد بالعقد الآجل بأنه التزام بين طرفين لشراء أو بيع أصل مالي أو عيني بسعر ثابت محدد مسبقا على أن يتم التسليم في وقت لاحق.

ويدرج في العقد نوع الأصل أو السلعة وكميتها ودرجة الجودة والسعر وطريقة التسليم, وتمثل العقود الآجلة عقود غير نظامية لا تم تداولها في أسواق البورصة, تستعمل من قبل الشركات والبنوك كأدوات وقائية للحد أو التخفيف من مخاطر أسعار الصرف في الأسواق الدولية, كما يستخدمها المستثمرون للوقاية من تقلبات أسعار الفائدة إذ يعرف هذا النوع بالعقود الآجلة لأسعار الفائدة.¹³⁵

¹³⁵ Frederic S. Mishkin, "The Economic of Money, Banking and Financial Market: 6th THE Edition, Addison-Wesley, USA, 2001, P337.

3- العقود المستقبلية: Futures Contracts

تعرف العقود بأنها التزام نمطي لبيع أو شراء أصل معين بسعر محدد وبتاريخ مستقبلي محدد، إذ أن الأصل والسعر والكمية يتفق عليها عند توقيع العقد الذي ينفذ في المستقبل¹³⁶. وهي عبارة عن عقد معياري منظم بواسطة البورصة بين طرفين يفرض على أحدهما أن يسلم الآخر كمية محددة من أصل معين في تاريخ لاحق في مكان محدد وبسعر يحدد الآن . وبذلك فإن هذا العقد ينشأ بين طرفين يكون أحدهما مشتر للعقد والآخر بائعاً له . أما الأصل الذي يسري عليه التعامل بموجب العقد فيمكن أن يكون أصلاً حقيقياً أو أصلاً مالياً . ويجب أن تحدد في العقد العناصر التالية بالإضافة إلى طرفي العقد (البائع والمشتري) :

- تاريخ العقد ، نوع الأصل محل العقد ، تاريخ التسليم ، الكمية ، سعر التنفيذ أو سعر التسوية ، مكان وطريقة التسليم . ويتم التعامل في أسواق العقود المستقبلية بطريقة المزاد المفتوح عن طريق وسطاء أو بيوت مقاصة Clearing Houses توكل إليها عادة تنظيم التسويات التي تتم يومياً بين طرفي العقد بعد الأخذ بالحسبان الآثار التي تترتب على حق كل منهما بسبب التقلبات السعرية التي تحدث في سعر العقد . ولأجل الالتزام المتبادل بين طرفي العقد المستقبلي (المشتري والبائع) يلتزم كل منهما بأن يسلم الوسيط بتاريخ نشوء العقد هامشاً معيناً (Margin) تتراوح قيمته بين 5-15% من القيمة الإجمالية للعقد ولا يتم استرداده إلا عند تصفية العقد . ويقوم الوسيط عادة بإجراء تسوية يومية بين طرفي العقد تعكس التغيرات السعرية التي تحدث على سعر العقد ومن ثم يعكس أثر ذلك على رصيد كل منهما في سجلاته

4- عقود المبادلة (المقايضة): Swap Contract¹³⁷

عقد المبادلة هو اتفاق تعاقدى يتم بواسطة وسيط بين طرفين أو أكثر لتبادل الالتزامات أو الحقوق . ويتعهدان بموجبه إما على مقايضة الدفعات التي تترتب على التزامات كان قد قطعها كل منهما لطرف آخر وذلك دون إخلال بالتزام أي منهما تجاه الطرف الثالث غير المشمول بالعقد . أو بمقايضة المقبوضات التي تترتب لكل منهما على أصول يملكها وذلك دون إخلال بحق كل منهما لتلك الأصول . وتسمى الأطراف التي توافق على الدخول في المبادلة Counterparties وبهذا المفهوم تحدد شروط عقد المقايضة أو المبادلة عدة عناصر رئيسية هي :

- ✓ طرفي العقد .
- ✓ الالتزام أو الأصل المشمول بعقد المقايضة .
- ✓ قيمة المدفوعات أو المقبوضات محل المقايضة .
- ✓ العملة التي تسدد بها المدفوعات أو تحصل بها المقبوضات .

¹³⁶ Charles Jone, "Investment_ Analysis and Management", 5th edition, New York, John Wiley and Sons, 2000, p498.

¹³⁷ عبد الرزاق قاسم، د. أحمد العلي، إدارة الاستثمارات والمحافظ لاستثمارية، مرجع سابق، ص 243

الفصل الثاني: أسس ومبادئ الأسواق المالية

✓ السعر الآجل لمقايضة العملة المتفق عليه .

✓ مدة سريان العقد .

إن عقد المبادلة ملزم لطرفي العقد على خلاف ما هو معروف عن عقود الخيار ، ولا تتم تسوية الأرباح والخسائر بشكل يومي كما في العقود المستقبلية ، أيضاً لا تتم تسوية هذا العقد لمرة واحدة فقط كما هو الحال في العقود الآجلة ولذلك يعرف البعض عقود المبادلة بأنها سلسلة من العقود الآجلة تسري عقود المقايضة على عدة أدوات ومن أهمها

عقود مبادلة أسعار الفائدة . عقود مبادلة العملات . عقود مبادلة البضائع . حق الاختيار على عقود المبادلة والنوعين الأول والثاني هما الأكثر شيوعاً عالم المال

المطلب السادس: كفاءة سوق الأوراق المالية

توازن سوق الأوراق المالية ضرورة لا بد منها وذلك لضمان حق المستثمرين والمضاربين وخاصة الصغار منهم حيث من المؤكد اقتصادياً أن سعر الأوراق المالية (الأسهم والسندات) يكون مساوي لقيمتها عندما تكون السوق المعروضة فيها في حالة توازن، وعادة ما يتحقق توازن السوق عندما تكون قوى العرض والطلب داخل السوق متساوية أما قيمة التوازن للأوراق المالية فهي تساوي خصم القيمة الحالية للتدفقات النقدية المستقبلية من قبل المستثمرين في تلك الأوراق، وفي قيمة التوازن يكون معدل العائد المطلوب على الأوراق المالية ومعدلات العائد المتوقعة متساوية تماماً.

أولاً: مفهوم كفاءة السوق Efficient Market

هذه الفرضية تسمى أحياناً بفرضية الكفاءة المعلوماتية أو كفاءة التسعير ووفق هذه النظرية فإن أسعار الأسهم تكون عادلة عندما تعكس القيمة الحقيقية الواقعية للأسهم ولأن وظائف الأسواق المالية هدفها الأساسي تخصيص الموارد المالية للمشاريع الأكثر إنتاجية ، فإنه لا بد من تحقيق الكفاءة لتتمكن هذه الأسواق من تحقيق أهدافها بشكل أمثل وبالتالي يجب أن تعكس أسعار الأسهم قيمتها الحقيقية الواقعية للأسباب التالية:

- ✓ وجود متعاملين على قدر كبير من المعرفة العلمية والعملية.
- ✓ معلومات متوفرة للجميع وتكاليف الحصول عليها قليلة.
- ✓ أن تكون المعلومات صادقة وصحيحة.
- ✓ أن يحصل عليها الجميع في نفس اللحظة.
- ✓ أن تصل المعلومات لكل المتعاملين بسرعة وأن تعكس سعر الورقة في نفس اللحظة.
- ✓ أن الأسعار تتحرك بصورة عشوائية دون إمكانية السيطرة عليها من قبل المتعاملين¹³⁸.

¹³⁸ د. حسني علي خربوش، د. عبد المعطي أرشيد، الأسواق المالية، دار زهران للنشر، عمان، 2003، ص 154.

الفصل الثاني: أسس ومبادئ الأسواق المالية

وفي السوق الكفاء يعكس سعر سهم الشركة المعلومات المتاحة عنها سواء كانت تلك المعلومات على شكل: قوائم مالية، معلومات تبثها وسائل الأعلام، السجل التاريخي لسعر السهم، أو تحليلات وتقارير عن الحالة الاقتصادية العامة لأداء الشركة¹³⁹.

ويعرف Belkeoui السوق الكفاء بأنها تلك السوق التي تكون في حالة توازن مستمر بحيث تكون أسعار الاستثمارات فيها مساوية لقيمتها الحقيقية وتتحرك عشوائياً دون إمكانية السيطرة عليها، وذكر sroo بأن سوق رأس المال الكفاء هو السوق الذي فيه تعكس أسعار الأسهم بشكل كامل كل المعلومات المتوفرة¹⁴⁰.

ثانياً: خصائص السوق الكفاء¹⁴¹:

- 1- المنافسة الكاملة في السوق أو ما يطلق عليها عدالة السوق فعندما يزداد عدد المتعاملين ينعدم الاحتكار وتصبح قوة المضاربين مؤثرة على السعر بنفس مستوى المعلومات الواردة.
- 2- كفاءة التشغيل: أي يجب أن تتوفر كافة الآليات التي تمكن من إصلاح أي خلل في التسعير أي العلاقة بين المعلومة والسعر تأخذ دورها بحرية في السوق بحيث تؤدي لصعود الأسعار أو هبوطها كما ويجب أن تكون تكاليف الشراء من (عمولات وضرائب) غير مؤثرة على عمليات الشراء فكلما انخفضت تكاليف الشراء كلما ساعد ذلك على تحقيق الكفاءة، إضافة لذلك يؤدي وجود التخصيص إلى ضبط حركة السوق لأن هؤلاء يحددون سعر كل ورقة يعملون بها.
- 3- كفاءة السعر: أي يجب أن يبنى سعر الورقة على أساس معلوماتي وليس على الإشاعة أو الدعاية غير الدقيقة فإذا كان ذلك فإن السوق غير كفوءة.
- 4- الأمن والأمان وإمكانية الحماية ضد المخاطر وعلى إدارة السوق حماية المستثمر من الصفقات غير الأخلاقية أو الوهمية التي يروج لها البعض دون وجه حق يؤثر على المتعاملين الآخرين.
- 5- العقلانية وإمكانية التعامل مع السوق بحدود الربح وبناء الربح على معلومات واردة إلى السوق تسمح بارتفاع الأسعار كما يجب توفر البدائل عند وجود عدة خيارات أمام المستثمر لكي يتصف بالعقلانية فعند انخفاض حجم الخيارات تنخفض درجة العقلانية وينقلب السوق إلى احتكار.

ثالثاً: الصيغ المختلفة لكفاءة سوق الأوراق المالية:

1- الصيغة الضعيفة: Weak-Form

بموجب هذه الصيغة تكون المعلومات التي تعكسها الأسعار السوقية للأسهم معلومات تاريخية متعلقة بتحركات الأسعار وأحجام التداول السابقة. وعليه فإن أهمية المعلومات التي أدت إلى ارتفاع سعر سهم ما في المدة السابقة ليست ذا جدوى في التنبؤ بالسعر مستقبلاً. ويعود السبب في ذلك إلى إن كافة المتعاملين في السوق قد حصلوا على هذه المعلومات التي انعكست بأسعار اليوم، وفي ضوء ذلك سوف تكون

¹³⁹ د. واثق أبو عمر، النظرية المعاصرة لمحفظة الأوراق المالية والتداول في البورصات العالمية، الطبعة الأولى، دار الرضا للنشر، سوريا، 2003، ص 28.

¹⁴⁰ Ross, Stephen, A. Westerfield, Randolph w. and JAFFE, Jeffrey F. "Corporate Finance 6th edition Mc Graw-Hill Companies, inc 2002, p34.

¹⁴¹ د. علي كنعان، الأسواق المالية، مرجع سابق، ص 145-146.

الفصل الثاني: أسس ومبادئ الأسواق المالية

التحركات في أسعار الأسهم أو العوائد مستقبلاً مستقلة بشكل كامل عن التغيرات التي طرأت في تلك الأسعار أو العوائد في المدد السابقة¹⁴².

2- الصيغة الضعيفة للقيمة Semi-Strong Form

وفقاً لهذه الصيغة فإن أسعار الأسهم لا تعكس فقط التغيرات السابقة في أسعار تلك الأسهم بل أيضاً كافة المعلومات المتاحة للجمهور والتنبؤات الخاصة بالشؤون الدولية والاقتصادية في الدولة والصناعة والمنشأة، ويعني هذا إن السعر يتوقف على ما يتاح من معلومات وبالتالي لن يحقق أي مستثمر أي أرباح غير اعتيادية على حساب الآخرين، إذ تستجيب أسعار الأسهم مباشرة لهذه المعلومات وبذلك يحدث تساو بين القيمة الحقيقية للسهم وسعره وتحقق الأرباح فقط قبل وصول هذه المعلومات¹⁴³.

3- الصيغة القوية للقيمة Strong-Form

تقضي هذه الصيغة بأن سعر السهم الحالي يعكس جميع المعلومات العامة والمتاحة للجميع بشكل علني، وتلك المعلومات التي تملكها قنوات خاصة ذات صلة مباشرة بمصدر المعلومة (مثل إدارة الشركة المصدرة للسهم وكبار العاملين) وهذا يعني من غير الممكن لأي مستثمر عام أو مطلع أن يحقق أرباحاً غير اعتيادية على حساب مستثمرين آخرين حتى عند الاستعانة بخبرات محلي ومستشاري الاستثمار في السوق ويعود في ذلك إلى إن التغيرات في سعر الورقة المالية (السهم) تغيرات عشوائية مستقلة، وإذا هناك من يملك معلومات خاصة فعن أسعار السوق سوف لن تعكس بالكامل جميع المعلومات¹⁴⁴. وأجريت العديد من الدراسات والبحوث لفح واختبار هذه الصيغة ألا أن نتائجها أشارت إلى صعوبة تحقيقها، ويعود السبب إلى الصعوبة في تحديد من يملك معلومات خاصة.

رابعاً: سمات كفاءة سوق الأوراق المالية¹⁴⁵

1- كفاءة التسعير Price Efficiency (الكفاءة الحثائية)

ويقصد بها أن المعلومات الخارجية الجديدة تصل إلى السوق بسرعة دون فاصل زمني كبير مما يجعل أسعار الأسهم مرآة تعكس كافة المعلومات المتاحة وبدون تكلفة أي أن الفرصة متاحة للجميع للحصول على المعلومات وبذلك تصبح السوق عادلة أمام الجميع. وتتوقف تصرفات المضاربين على ردود أفعالهم فالبعض يبادر ويشتري فيحصل على الأرباح المتوقعة والبعض الآخر قد يتأخر في الشراء بسبب الكسل أو عدم وجود الخبرة مما يعرضه للخسارة.

2- كفاءة التشغيل Operational Efficiency (الكفاءة الداخلية)

¹⁴² Black, J and Tonks, I, Asset Price Variability in a Rational Expectations Equilibrium, European Economic Review, 1992, Vol, 36, p1367-1377.

¹⁴³ د. عبد الغفار حنفي، استراتيجيات الاستثمار في بورصة الأوراق المالية، الطبعة الأولى، الدار الجامعية للنشر والتوزيع، الإسكندرية، 2007، ص 187.

¹⁴⁴ د. أرشد فؤاد، مرجع سابق، ص 144.

¹⁴⁵ د. عي كنعان، الأسواق المالية، مرجع سابق، ص 149.

ويقصد بها قدرة سوق المال على خلق التوازن بين العرض والطلب دون أن يتكبد المتعاملين فيها تكلفة عالية للسمسرة ودون أن يتاح للتجار والمتخصصين أي صناع السوق فرصة لتحقيق مدى أو هامش ربح مبالغ فيه. وكفاءة التشغيل تعتمد على كفاءة التشغيل فلكي تعكس قيمة الورقة المالية المعلومات الواردة ينبغي أن تكون التكاليف التي يدفعها المستثمرون لإتمام الصفقات عند حدها الأدنى مما يشجعهم على بذل الجهد للحصول على المعلومات الجديدة وتحليلها مهما كان حجم التأثير الذي تحدثه تلك المعلومات على السعر الذي تباع به الورقة وبالطبع إذا كانت تكلفة المعلومات مرتفعة سوف يكون العائد المتوقع ضئيلاً.

المبحث الثاني: المضاربة في الأسواق المالية

تعتبر المضاربة في الأسواق المالية أحد أهم العمليات التي يقوم بها المتعاملون في السوق، وتنبع أهميتها من قدرتها على تحقيق وخلق التوازن في الأسعار من جهة وفي السوق من جهة ثانية. هذا إذا ما قامت هذه العملية على مبادئ السوق الصحيحة والدقيقة، حيث أن استخدامها القائم على أساس التلاعب سينحو بالسوق إلى حالة الاضطراب والفوضى كما نحا به استخدامها الصحيح إلى التوازن والاستقرار. لقد كانت وما زالت المضاربات في أسواق المال، أساساً لخلق الثروات والرساميل للمضاربين منذ ظهور هذه الأسواق وحتى هذه اللحظة، ولا يكاد يخلو تصنيف لهؤلاء الذين حصدوا ثروات العالم، من مضارب جنى جل ثروته من أعمال المضاربة في أسواق المال العالمية، وغالباً ما تحتاج هذه العملية إلى شخصية ذكية ودقيقة تستطيع التعامل السريع والمباشر مع المعلومات والتنبؤات في السوق، كي تستطيع الاستفادة منها في خلق الربح والثروة.

المطلب الأول: مفهوم المضاربة ووظائفها:

أولاً: مفهوم المضاربة Speculation

كثيراً ما يتردد بين المعنيين بشؤون المال والاستثمار مصطلح المضاربة. وينشط مضمونه في الوقت الذي تشهد به بورصات الأوراق المالية حركة تداول نشطة. حيث يشتري المضارب الأوراق المالية القابلة للبيع بهدف تحقيق أرباح في المستقبل القريب توقعاً لزيادة الأسعار أي أن المضارب يبحث عن فرصة لتحقيق عوائد كبيرة بوقت قصير.

حيث إن التعريف القانوني للمضارب¹⁴⁶: هو أن المضارب يجب أن تتوفر فيه ثلاث صفات، هي:

- ✓ أن يشتري أو يبيع أصلاً مالياً.
- ✓ أن يواجه عدم تأكد في السعر أو الربح المتوقع من بيع السهم.
- ✓ أن يكون هدفه من البيع أو الشراء ليس الانتفاع من الأصل، إنما الزيادة الرأسمالية في قيمة الأصل. وبالتالي لا ينطبق تعريف المضارب على الحالات التالية¹⁴⁷:

¹⁴⁶ Guth, M.A.S. "Intrinsic Uncertainty and Common – Knowledge Priors in Financial Economic", *Journal of Financial Research*, 1984, 12(4): 269-283.

¹⁴⁷ د. عبد الرحيم عبد الحميد الساعاتي، المضاربة والقمار في الأسواق المالية المعاصرة "تحليل اقتصادي وشرعي"، مجلة جامعة الملك عبد العزيز: الاقتصاد الإسلامي، مجلد 20، عدد 1، عام 2007، ص 7

الفصل الثاني: أسس ومبادئ الأسواق المالية

- ✓ من يشتري سلعة ثم يبيعها لاحقاً بسعر معروف مسبقاً، فهو ليس مضارباً، وهذه العملية تعرف بالموازنة (arbitrage).
 - ✓ من يشتري سلعة بغرض تعظيم منفعتها المتوقعة، لأنه سوف يستهلك السلعة ولا يحصل على زيادة رأسمالية من بيعها لاحقاً، فهو ليس مضارباً.
 - ✓ المصنع الذي يؤجل شراء مدخلاته لتوقع انخفاض سعرها، لأنه لن يعيد بيع تلك المدخلات بعد ارتفاع سعرها، فهو ليس مضارباً.
 - ✓ المستهلك الذي يشتري السلعة لتوقع ارتفاع سعرها، لأنه لن يبيعها، ولن يستفيد من الزيادة الرأسمالية في قيمتها، إذ أن الغرض من الشراء هو الاستهلاك، وبالتالي فهو ليس مضارباً.
- والمضاربة طبقاً لذلك هي حالة توظيف للأموال في ظروف خاصة، تعتمد على توقعات المضارب بشأن الأسعار في المستقبل القريب، الذي لا يتعدى الأشهر والأسابيع وحتى ساعات التداول، لتحقيق عوائد في صورة أرباح رأسمالية (فروقات أسعار البيع والشراء). وقد تقابل هذه الأرباح مخاطر رأسمالية كبيرة إذا ما اختلفت التوقعات.
- إن المضاربة وفقاً لمضمونها ترادف الاستثمار، إلا أن ظروفها استثنائية قد تعود بآثار سلبية على المستثمر والسوق إذا لم تكون في حدودها الطبيعية. ومع ذلك فإذا كانت المضاربة في حدودها الطبيعية، فإنها تضيف صفة السيولة والعمق لبورصة الأوراق المالية.
- تتخذ المضاربة صوراً متعددة. فقد يشتري المضارب الورقة المالية ليحتفظ بها لمدة زمنية قصيرة يتوقع خلالها ارتفاع الأسعار، حيث يحقق أرباحاً رأسمالية. وتسمى المضاربة في هذه الحالة بإستراتيجية الاحتفاظ القصير Short-Holding. أو قد يبيع المضارب ورقة مالية لا يمتلكها وقت البيع، على أن يتم التسليم المادي للورقة في وقت لاحق بالمستقبل القريب، توقعاً من المضارب بانخفاض الأسعار. مثل هذه الحالة تسمى المضاربة بإستراتيجية البيع القصير¹⁴⁸ short-selling.
- طبقاً لمفهوم المضاربة، يمكن القول إن الاستثمار يمثل القاعدة والمضاربة الاستثناء، وبالتالي يمكن تحديد الفروقات الأساسية بين الاستثمار والمضاربة وفق الآتي¹⁴⁹:
- 1- الاستثمار يمتد لأكثر من سنة، في حين المضاربة لا تتعدى الأشهر أو الأسابيع وحتى الأيام والساعات.
 - 2- للاستثمار مبادئ عملية بينما التوقعات قاعدة للمضاربة.
 - 3- يعتمد المستثمر الرشيد معيار المبادلة بين العائد والمخاطرة في حين المضارب يتخذ من الأرباح الرأسمالية المحتملة أساساً في صياغة قراراته.
 - 4- يعزز الاستثمار ثروة الفرد والمجتمع في حين المضاربة غير الطبيعية قد تؤدي بانهيئات بالأسعار وأسواق المال. لذا فإن الاستثمار يحقق نمواً في رأس المال ويحافظ على نشاط السوق وتوازنه. في حين المضاربة تؤدي إلى تآكل رأس المال في حالة عدم تحقق التوقعات.
 - 5- يحاول المستثمر تجنب المخاطر من خلال الموازنة بين العائد والمخاطرة، في حين المضارب يبدي استعداد عالٍ لتحمل المخاطر طبقاً لتوقعاته.
- نجد مما سبق إن المضاربة تعتمد على التنبؤ وكذلك شخصية المضارب وقدرتها على اغتنام الفرص المناسبة دورت هاما في إتمام المضاربة وتحقيق المكاسب سواء في الربح أو تجنب الخسائر، فمن المعلوم أن عملية المضاربة تنطوي على مخاطر جمة خاصة إذا كانت السوق شديدة التشعب، أو عندما تصبح أسعار المنتجات عرضة للتأثر بعوامل غير موضوعية، تنطوي على أحكام شخصية وغير حقيقية. كأن يصدر تصريح سياسي أو نقد ما أو تحليل معين من ذوي الاختصاص فيؤثر على الأسعار في السوق.

¹⁴⁸ د. محمد خليل الشماع، الإدارة المالية، مطبعة الزهراء، بغداد، 1992، ص 20.

¹⁴⁹ د. أرشد فؤاد التميمي، د. أسامة عومي سلام، مرجع سابق، ص 19.

المطلب الثاني: نظريات المضاربة¹⁵⁰:

أولاً: نظرية معلومات الأسعار Information Price Theory

تعتبر هذه النظرية الأساس في تفسير المعلومات التي تظهرها الأسعار. وحسب هذه النظرية، فإن وظيفة الأسعار ليست لتحقيق توازن السوق فقط، حيث تتساوى الكمية المطلوبة مع الكمية المعروضة، بل هي أيضاً مؤشراً للتحركات المستقبلية. وحيث إن الأسعار توفر معلومات عن المضاربة على التحركات المستقبلية للأسعار، فإن ارتفاع الأسعار اليوم يتأكد بارتفاعات متتالية بعد ذلك، حيث يعلم الناس عن المعلومات (الخاصة) التي سببت الارتفاع. ولكن إذا كانت الأسعار تعكس كل المعلومات السوقية، فإنه لن يكون هناك حافز لشراء المعلومات من المحللين، حيث يستطيع الجميع استنتاج المعلومات من اتجاه الأسعار مجاناً. ولكن إذا لم تُشتر المعلومات، فإن السوق لن تعكس تلك المعلومات، لذلك يجب أن توجد جهة تشتري تلك المعلومات. ولحل هذه المعضلة، قام كل من غروسمان وستجلتز (Grossman & Stiglitz¹⁵¹) بتطوير نموذج افترض فيه أن الأسعار إنما تعكس المعلومات جزئياً فقط، ولذلك يقوم بعض المتعاملين في السوق بشراء المعلومات حتى يكونوا مطلعين على الاتجاه المستقبلي للسوق، بينما يختار الآخرون استنتاج المعلومات من التحركات السعرية الحالية. ويعوض المتعامل المطلع عن تكلفة المعلومات بحصوله على ميزة نسبية مقارنة بالمتعامل غير المطلع.

وفي حالة التوازن يتلقى المتعاملون المطلعون معلومات جيدة عن بعض الأصول للشركات التي يتعاملون في أسهمها، فيبادرون بالشراء بكميات كبيرة، فترتفع الأسعار، بينما يشاهد المتعاملون غير المطلعين ارتفاع الأسعار، فيستنتجون أن هناك معلومات جيدة عن تلك الأصول، فيبادرون بالشراء، ولكن بأسعار أعلى من المتعاملين المطلعين، أي بتكلفة أكبر، وكذلك في حالة الأخبار السيئة يبيع غير المطلعين بأسعار أقل من المطلعين وبذلك تكون خسارتهم أكبر.

وقد تعرف شليفير وسمر¹⁵² (Shleifer & Summers) على ثلاث مشكلات تواجه نظرية معلومات الأسعار للمضاربة.

- ✓ يواجه المتعامل غير المطلع عدم تأكد في تفسير المعلومات المستنتجة من ارتفاع أسعار الأصول، فهل هو نتيجة تحسن في تلك الأصول، أم أنه محاولة من البائعين لجذب المتعاملين غير المطلعين وتضليلهم؟ فقط في حالة افتراض سيادة المنافسة الكاملة لا يستطيعون ذلك، وهذه الحالة لا توجد.
- ✓ سرعة نقل المعلومات تحد من مدى استغلال المتعامل المطلع على المعلومات الخاصة التي اشتراها، حيث لا تشترط النظرية التصرف السريع من قبل المتعامل المطلع فور تلقيه المعلومة.

¹⁵⁰ د. عبد الرحيم عبد الحميد الساعاتي، المضاربة والقمار في الأسواق المالية المعاصرة "تحليل اقتصادي وشرعي"، مرجع سابق ص 8-9.

¹⁵¹ Grossman, S.J. and Stiglitz, J.E. "Information and Competitive Price Systems", *American Economic Review*, 1976, 254-264.

¹⁵² Shleifer, A. and Summers, L.H. "The Noise Trader Approach", *Journal of Economic Perspectives*, 1990, 4(2): 19-33.

✓ إن تأثير المعلومات المرتجعة تزعزع أسس نظرية معلومات الأسعار، وذلك لأن سعر السلعة يتأثر بسعرها السابق وليس بمعلومات جديدة.

وبناء على رأي بيرنرز وكورك¹⁵³ (Burners & Quirk) فإن ارتفاع الأسعار قد يعكس الاعتقاد بأن الأسعار قد ترتفع في الفترة القادمة بمعزل عن المتغيرات الاقتصادية الأساسية مثل الدخل. وفي غياب المنافسة، فإن التفاعل الاستراتيجي يلعب الدور الرئيس في تغير الأسعار، حيث إن الشراء من قبل المتعامل المطلع يؤدي إلى ارتفاع الأسعار، وبعد ذلك تصبح الأسعار متغيراً استراتيجياً تحت سيطرة المتعامل المطلع، الذي يستطيع تحقيق أرباح من خلال التلاعب في الأسعار السوقية، وتضليل المتعامل غير المطلع، الذي يقوم بالبيع والشراء بناء على تأثير المعلومات المرتجعة.

ثانياً: نظرية الفقاعة السعرية Price Bubble Theory

تتكون الفقاعة السعرية حينما تكون العلاقة بين السعر السوقي للأصل المالي والتغير المتوقع فيه علاقة موجبة، وهذا يعني أن سعر الأصل سوف يرتفع إذا توقع المتعامل ارتفاع سعره. وهذا يؤدي إلى أن تكون العلاقة بين سعر الأصل المالي والتغير الحقيقي فيه موجبة. وينتج عن هذه الحالة أن التوقعات الذاتية الاعباطية للتغير في الأسعار تقود التغيرات الفعلية فيها بمعزل عن المتغيرات الاقتصادية الحقيقية كالإيرادات والدخل، وبذلك تتكون الفقاعة السعرية وطبقاً لرأي فلود وجاربر¹⁵⁴ (Flood & Garber) فإن هناك حاجة لدراسة الفقاعة السعرية ببناء نموذج هيكلي لعمليات السوق، تمثل فيه المتغيرات الأساسية وحيث إن نظرية الفقاعة السعرية تتناقض مع نظرية معلومات الأسعار، نظر إلى الفقاعة السعرية على أنها سلوك غير سوي، نتج عن عدم توفر المعلومات لجميع الأطراف بدرجة متساوية، أما كندلبرجر¹⁵⁵ (Kindleberger) فاعتبر أن الفقاعة تنتج بسبب سلوك غير رشيد من بعض أو كل المتعاملين في السوق، بينما اعتبر كل من بلانشارد وواتسون¹⁵⁶ (Blanchard & Watson) وليتش¹⁵⁷ (Leach) أن الحافز للمتعاملين للشراء بوجود الفقاعة السعرية هو اعتقادهم بأنها سوف تستمر بصفة دائمة. أما دي لونج وآخرون¹⁵⁸ (De Long et al) فقد بينوا أن المضارب الرشيد يستغل تأثير المعلومات المرتجعة، وليس الاتجاه العام للأسعار، ولا يهتم أن بعض المتعاملين سوف يضطرون إلى امتلاك أصول ذات أسعار مبالغ فيها، طالما أنه ليس هو، وأنه يستفيد من وجود الفقاعة بحصوله على فروق الأسعار. وقد وجد وانج أن وجود مستثمرين ليس لديهم المعلومات الكاملة عن السوق يؤدي إلى زيادة مخاطر السوق، ويؤدي إلى وجود استراتيجيات استثمارية مختلفة. وقد وضع كل من فريدمان وأوكي أمثلة رقمية لتكوين الفقاعة حينما يهدف المستثمر إلى العوائد والتوقعات طويلة الأجل، وفي

¹⁵³ Burness, S.R.C. and Quirk, J. *Speculative Behavior and Operation of Competitive Market Under Uncertainty: A Survey Article*, Staff Paper 80-11, Department of Economic, Montana State University, Bozeman, 1980.

¹⁵⁴ Flood, R.P. and Garber, P.M. *Speculation Bubbles, Speculative Attack and Policy Switching*, The MIT Press, 1994, p: 3-

¹⁵⁵ Kindleberger, C.P. *Manias, Panics and Crashes*, (New York: Basic Books) 1989.

¹⁵⁶ Blanchard, O.J. and Watson, M.W. "Bubbles Rational Expectations, and Financial Markets, in *Crises in Economic and Financial Structure*", ed. by Wachtel, P., Lexington, Mass: Lexington Book, 1982.

¹⁵⁷ Leach, J. "Rational Speculation", *Journal of Political Economy*, 1991, 99(1): 131-144.

¹⁵⁸ De Long, J.B., Schleifer, A., Summer, L.H. and Waldman, R.J. "Positive Feedback Investment Strategies and Destabilizing Rational Speculation" *Journal of Finance*, 1990, 45(2): 379-395.

نموذجهم تتكون الفقاعة السعرية نتيجة المبالغة في الأسعار، ولكنها تعدل نفسها ذاتياً. كما وجد سميث وآخرون وكنغ وآخرون أن الفقاعة توجد بسبب عدم المعرفة، وليس بسبب التلاعب في الأسعار نتيجة المعلومات المرتجعة. أما آلن وجورتون فيريان أن الفقاعة تنتج بسبب الحوافز لدى مدراء صناديق الاستثمار، حيث إن عوائدهم تعتمد على عوائد الصناديق المدارة، لذلك يقوم المدراء بشراء الأصول ذات الأسعار المرتفعة، على أمل استمرار معدلات الارتفاع، بينما استخدم غوث نظرية الألعاب لتحليل الفقاعة السعرية، ووجد أنه بوجود احتمال بمجموع واحد صحيح، يمكن أن تتكون فقاعة سعرية.

المطلب الثالث: العوامل التي تؤثر على قرار المضارب:

ينشأ قرار المضارب بإتمام عملية المضاربة بناء على تفاعل عاملين اثنين هما: العامل الموضوعي والعامل الشخصي، حيث يندرج تحت هذين العاملين كل المفردات الأخرى التي يأخذ المضارب بها لجهة القيام بالمضاربة أو عدم القيام بها.

أولاً: العامل الموضوعي¹⁵⁹:

وعلى مكوناته يعتمد المضارب في اتخاذ قراره المستند بذلك إلى الحسابات والتحليل المبني على المعطيات الواقعية والحقيقية، فقرار المضاربة على إحدى الأوراق المالية مثلاً، يجب أن ينبع -استناداً للعامل الموضوعي- من إجراء تقاطعات عديدة وحسابات دقيقة، لجمع ما يلحظ من الثوابت والمتغيرات التي قد تطرأ في المستقبل كدراسة كافة العوامل والعناصر المؤثرة على قوة مصدر الورقة المالية المضارب عليها، سواء أكان المصدر شركة أو مؤسسة ما، وعلى متانة مركزه المالي، وقدرته على الوفاء بالتزاماته، وتمويل استثماراته وتحقيق ربحية مناسبة في المستقبل، بعد ذلك يقوم المضارب بمتابعة المتغيرات التي تطرأ، ويحدد الثوابت التي لا تتغير مقاطعاً بينهما متحسباً لدرجة تأثير كل منهما على قراره.

عندما ينوي المضارب المضاربة على إحدى الأوراق المالية الخاصة بشركة ما أو مؤسسة ما، فإنه وقبل أن يتخذ قراره في المضاربة، يتحتم عليه التعرف على عدة أمور وعوامل، عليها يبنى قراره في المضاربة أو عدمها، هذه العوامل هي:

- ✓ الخطة الاستثمارية للمصدر.
- ✓ الموازنة العامة للمصدر.
- ✓ الموقف التسويقي لمنتجاته.
- ✓ رصيد النقدية والسيولة.
- ✓ حجم المخزون واتجاهه.
- ✓ الأصول المعنوية.
- ✓ المدينون.
- ✓ الأصول الثابتة.
- ✓ الدائنون والخصوم.

¹⁵⁹ باسل عزيز صقر، محددات إقامة سوق الأوراق المالية وإمكانية تطبيقها في سورية، مرجع سابق، ص 74-75.

الفصل الثاني: أسس ومبادئ الأسواق المالية

بعد أن يتعرف المضارب على هذه الأمور، والتي تخص الشركة أو المؤسسة صاحبة الورقة المالية المنوي المضاربة عليها ينشأ قرار المضارب بالمضاربة أو عدمها.

ثانياً: العامل الشخصي (النمطي)

وهو العامل المتعلق بشخصية المضارب، وقدرته ومدى خبرته ودرايته بالسوق والمؤثرات الحقيقية وغير الحقيقية فيه، كما يتعلق هذا العامل بالسوق وحساسيته للمعلومات والمؤثرات على الأسعار. في السوق الكفاء، أي معلومات جديدة ستعكس بسرعة وبصورة كاملة على الأسعار.

ويندرج تحت العامل الشخصي:

- ✓ الشائعات التي تطلق من حين لآخر.
- ✓ الآراء التي يطلقها المتخصصون وغير المتخصصين.
- ✓ قدرة المضارب على الارتباط مع كبار المتعاملين في البورصة.
- ✓ قدرة المضارب على الاستشفاف ومعرفة اتجاهات التعامل.

المبحث الثالث: كيفية تحديد أسعار الأسهم

لكي يستطيع المضارب الدخول إلى الأسواق المالية والمضاربة بالأسهم والسندات يحتاج إلى العديد من المعلومات والإحصاءات حول أسعار وتطورات هذه الأسهم والتعرف على السياسة الاقتصادية التي تتبعها الحكومة، وحركة المتغيرات الاقتصادية ووضع الاقتصاد الوطني من رواج أو كساد أو ما شابه ذلك عوامل داخلية، وسوق المال يعتبر مرآة حقيقية للاقتصاد الوطني فكل إجراء أو سياسة تتخذها الحكومة تظهر آثارها مباشرة في سوق المال على شكل ارتفاع أو انخفاض في أسعار الأسهم والسندات، كما وتؤثر الإجراءات الداخلية في كل شركة على أسعار أسهمها صعوداً أو هبوطاً.

المطلب الأول: العناصر المؤثرة في تحديد أسعار الأسهم¹⁶⁰:

أولاً: مؤثرات السياسة الاقتصادية العامة:

تؤثر القرارات والإجراءات الاقتصادية والاجتماعية والسياسية على أسواق المال حيث تساهم هذه الإجراءات في تحسين أسعار الأسهم أو تخفيضها استناداً لكل إجراء وأثاره الاقتصادية وأهم هذه الإجراءات:

1- القدرة الإنتاجية للدولة:

ويقصد بها حجم الناتج ونوعية السلع والخدمات وحجم الصادرات والطاقت الإنتاجية والخبرات والكوادر العاملة في الاقتصاد الوطني، وتوجيهات الصناعة الوطنية، والعلاقة هنا طردية كلما زادت القدرة الإنتاجية للدولة كلما أثر ذلك إيجاباً على سوق المال

¹⁶⁰د. علي كنعان، الأسواق المالية، مرجع سابق، ص 101-108

2- معدل النمو الاقتصادي:

يعتبر معدل النمو الاقتصادي الوطني من أهم المؤشرات على أداء الاقتصاد الوطني حيث يلخص معدا النمو حركة الإنتاج والتصدير واستخدام العمالة والاستهلاك والتضخم وغيرها من المتغيرات الاقتصادية وبالتالي كلما ازداد معدل النمو الاقتصادي كلما كان ذلك مؤشرا على التحسن وزيادة الاستثمار وزيادة الأرباح.

أن معدل النمو الاقتصادي بما يحمله من مدلول اقتصادي واجتماعي يعبر عن حالة الاقتصاد ويدفع المضاربين لزيادة الثقة بالاقتصاد الوطني من جهة ويجذب المستثمرين الأجانب للسوق المالية الوطنية من جهة أخرى، ويؤدي لتحسن الأسعار في السوق المالية.

3- التضخم

ينجم التضخم عن الخلل الهيكلية بين العرض والطلب مما يؤدي في نهاية الأمر لارتفاع المستوى العام للأسعار، فالتضخم يخفي وراءه زيادة في حجم الطلب بكافة أشكاله، زيادة في الطلب على الاستهلاك وزيادة الطلب على الإنتاج والاستثمار وزيادة في طلب الأفراد على حيازة الأصول بدلا من الاحتفاظ بالنقد السائلة، لذلك نجد بأن ارتفاع الأسعار سوف يولد حلقة حلزونية تكبر باستمرار، فكلما ازداد الطلب يزداد الارتفاع في الأسعار حسب التحليل الكينزي.

أن زيادة معدل التضخم تدفع بالمضاربين في سوق المال للتخلي عن السيولة وتوظيفها في الأصول مما يزيد من حجم المضاربة ويزيد من ارتفاع أسعار الأسهم والسندات لذلك تبنى نشرة الأسعار في البورصة على نشرة إحصاءات التضخم الشهرية، فالدول التي تنشر معدلات التضخم يوميا-أسبوعيا- شهريا نجدها تؤثر على الأسعار في البورصة بشكل فوري وسريع.

4- هي في النقد والسياسة النقدية

يؤدي المعروض النقدي وخاصة زيادة عرض النقد لتشكل ضغوط تضخمية في الاقتصاد الوطني، لذلك تركز السياسات النقدية على تحقيق الاستقرار النقدي وبالتالي ينبغي على المصرف المركزي التدخل للحد من تأثير عرض النقد على المستوى العام للأسعار وهنا يتدخل المصرف المركزي في السوق المالية عن طريق ما يسمى بالسوق المفتوحة حيث يبيع ما لديه من أوراق مالية وتجارية فيجمع السيولة ويهدأ روع الأسعار، والعكس في حالة الركود.

أن وجود سوق المال يساعد المصرف المركزي على تحقيق سياساته والتأثير على السوق المالية بشكل مباشر ففي حالات التضخم يتجه المركزي للبيع ويجمع السيولة ويخفض الأسعار وفي حالات الركود يشتري الأوراق المالية، فيدفع السيولة للسوق ويحصل التحسن في الأسعار.

5- الإنفاق الحكومي

ينتظر المراقبون في سوق المال صدور الموازنة العامة للدولة بفارغ الصبر وشدة الحذر حيث توضح مفردات الموازنة رغبة الحكومة وتوجهاتها للعام القادم وبالتالي كلما زادت الدولة من حجم الإنفاق الاستثماري وخاصة مشاريع القاعدة الأساسية كلما ساعد ذلك على تنشيط الاستثمار وهنا ترتفع أسعار

الأسهم نظرا لإمكانية زيادة الطلب على الاستثمار وتأسيس شركات جديدة وبالمقابل إذا زادت الدولة من حجم الإنفاق على الخدمات (الإنفاق الجاري) فإن ذلك سوف يؤدي لزيادة الاستهلاك وبالتالي لن يؤثر ذلك على أسعار الأسهم.

6- تنشيط وتنشيط الاستثمار

أن خطة الدولة وإستراتيجيتها في تنشيط الاستثمار تنجم عن حاجة الاقتصاد لمزيد من الاستثمارات، لذلك تصدر مجموعة من الإجراءات التي تشجع من خلالها الاستثمار المحلي والأجنبي، وتتأثر سوق المال من خلال هذه الإجراءات حيث كلما ازدادت حركة الاستثمار الإنتاجي أو الخدمي كلما انعكس ذلك إيجابا على الأسعار في البورصة وتحسنت الأسعار، وبالمقابل إذا انخفض حجم الاستثمار يلاحظ تراجع في أسعار الأسهم.

ثانيا: الظروف المالية:

يقصد بالظروف العالمية حالة الاقتصاد العالمي من حرب أو ركود أو اضطرابات سياسية أو اجتماعية وغيرها مما يؤثر بشكل مباشر على أسعار الأسهم وعلى حجم الاستثمار في الأسواق المالية وتظهر آثار هذه الاضطرابات حسب أنواعها وقربها وبعدها عن السوق المالية والاضطرابات الكبيرة تؤثر بشكل أوسع على الطلب والإنتاج والاستثمار العالمي استنادا للأنواع التالية:

- ✓ حالات الحروب والاضطرابات السياسية والاجتماعية خاصة في الأقاليم القريبة أو في الأقاليم الحساسة وخاصة في الدول المتقدمة ذات التأثير الأوسع على الاقتصاد العالمي.
- ✓ انهيار البورصات في دولة من الدول يؤدي إلى تراجع الاستثمار في الأصول المالية في دول أخرى مما يؤثر سلبا على أسعار الأسهم ويتوقف المضاربون عن الاستثمار.
- ✓ الرواج والكساد في الاقتصاد العالمي كما تؤثر الاضطرابات السياسية على الاستثمار والإنتاج والمضاربة في الأسواق المالية تؤثر الاضطرابات الاقتصادية والأزمات الاقتصادية في الأقاليم الهامة على كافة الفروع الاقتصادية.
- ✓ الأحداث الطارئة التي تصيب القادة والسياسيين على رأس عملهم تدفع الأفراد للحذر والترقب وبالتالي إيقاف الاستثمار في الأصول المالية.

ثالثا: الظروف الخاصة بكل منشأة أو شركة:

ويقصد بها الظروف التي تمر بها كل شركة سواء كانت تتعلق بالسياسات والإجراءات الداخلية أو ما يتعلق منها في الوسط الصناعي والتجاري وبالتالي فإن التباين بين المنشآت حتى لو كانت تعمل بنفس الصناعة واختلاف المستوى التكنولوجي واختلاف الشكل الإداري والتنافسي وهيكل التمويل وما شابه ذلك يؤثر على حركة أسهمها وعلى الأسعار الأمر الذي يدفع الأفراد للإقدام على شراء هذه الأسهم أو الإحجام عنها وقد حصلت انهيارات لبعض الشركات نتيجة السياسات الخاطئة وبالتالي تقسم الظروف الخاصة بالشركات للعوامل التالية:

1- حجم الأرباح التي توزع فيها النقد كإحدى أهدافهم:

يتأثر الربح في كل شركة بالوضع الاقتصادي العام، فكلما ازداد معدل النمو الاقتصادي وازداد حجم الإنتاج الوطني كلما حققت الشركات زيادة في معدلات الأرباح وبالتالي يحصل المساهمون على زيادة في عائدات السهم الواحد الأمر الذي يدفع المضاربين لزيادة حجم الشراء من الأسهم التي تزداد أرباحها بمعدلات أفضل. في حين ينخفض الطلب على الأسهم التي لا تزداد أرباحها أو كانت مستقرة ولفترة طويلة.

2- الإفصاح المالي والمحاسبي:

لقد اهتمت لجنة المعايير المحاسبية الدولية منذ تأسيسها عام 1970 بإصدار المعايير المحاسبية التي تعالج أوضاع الشركات الصناعية والتجارية وخاصة مدى تطابق القوائم المالية المنشورة مع المعايير الدولية.

إن قواعد الإفصاح المالي والمحاسبي تفرض على الشركات المساهمة نشر كافة الاحتياطات المحتجزة وغيرها من المعلومات التي يمكن الاعتماد عليها عند المقارنة بين شركة وأخرى لاختيار الأسهم أو المضاربة بها.

ويساعد الإفصاح المالي والمحاسبي المضاربين في أسواق المال لدراسة وضع الشركة المحاسبية ومقارنتها مع غيرها من الشركات بهدف الاختيار والمضاربة فكلما زادت درجة الإفصاح في الشركة كلما ازداد الطلب على سهم هذه الشركة وكلما أخفت الشركة بعض المعلومات والإحصاءات كلما ابتعد المضاربون عن الاتجار بأسهمها.

3- خطة النقدية والإستراتيجية:

تحدد كل شركة خطة سنوية لإنتاجها من السلع والخدمات وتتضمن هذه الخطة معدل الأرباح المتوقعة وحجم الصادرات إذا كانت الشركة تتعامل بمنتجات خاصة بالتصدير وحجم القوى العاملة واستنادا لهذه الخطة يمكن تقدير حجم الأرباح والربح الخاص بكل سهم وهذا ما يدفع المضاربين للإقدام على شراء أسهم هذه الشركة أو تلك كما وتحدد الشركة في خطتها الإستراتيجية لمدة خمس سنوات اتجاهات التطوير وإدخال تقانات حديثة أو تبديل خطوط إنتاج أو استبدال خطوط قديمة بأخرى حديثة ترفع من نوعية السلع المنتجة أو التوسيع وإنتاج أصناف جديدة لها مواصفات معينة تزيد من ربحية الشركة. أو قد يظهر في إستراتيجية الشركة افتتاح فروع في المحافظات أو ورشات لتصنيع أجزاء من السلعة أو ورشات الصيانة وغيرها.

أن خطة الشركة السنوية وإستراتيجيتها العامة تنشر معطى للمساهمين وتقوم وسائل الإعلام الخاصة بالبورصة بتغطية هذه التطورات في كل شركة مما يفسح المجال أمام المضاربين على التعرف على وضع كل شركة واختيار الأسهم استنادا لمعطيات محددة

4- التحالفات الاستراتيجية الوطنية مع نفس كاتل أجنبية:

أن ظاهرة اندماج الشركات الإنتاجية مع بعضها البعض أو اندماج شركات إنتاجية مع شركات الأموال أو شركات الخدمات سمة من سمات العصر، فقد شهد العالم عدة اندماجات بين كبريات الشركات العالمية.

أن هذه التحالفات أو الاندماجات أو الشراء يرفع من قدرة الشركة المادية ويرفع من قيمة موجوداتها وانتشارها وأرباحها لذلك يقدم المضاربون بل يتهافون في مثل هذه الحالات على شراء أسهم الشركات التي أقامت هذه التحالفات وهذا يؤدي إلى ارتفاع أسعار الأسهم لمثل هذه الشركات ليس لارتفاع الأرباح بل للتوسع والانتشار والسيطرة على الأسواق المحلية والعالمية.

المطلب الثاني: كيفية تحديد سعر السهم في السوق:

أن الأسعار هي أساس كل التعاملات لذا فلا بد من النظر إلى كيفية فهم تحديد الأسعار و تكوينها. والفهم الجيد لكيفية تحديد الأسعار في البورصات المختلفة والمعرفة الوافية للأنواع المختلفة لأوامر البيع والشراء يقلل من معدل المخاطرة ومن ثم فسوف تكون في موقف يسمح لك ببدء عملية التداول (البيع/الشراء) فأسعار الأسهم يحكمها العرض والطلب (Supply & Demand). فالسعر يتحدد في أي سوق طبقا لتفاعل قوى العرض والطلب.

حيث يقوم المستثمرون والمضاربون بعرض أوامر الشراء والبيع في البورصة من خلال الوسيط المالي وحينما يتساوى سعر الشراء مع سعر البيع سوف تتم الصفقة حينئذ. على سبيل المثال سهم شركة XYZ آخر سعر للسهم = 8 - طلب سعر الشراء = 90 (Bid) - عرض سعر البيع = 92 (Ask)

وسعر الشراء هو أفضل سعر يمكن أن يدفعه المشتري وسعر البيع هو أقل سعر يمكن أن يبيع به البائع الأسهم. وبعد أسعار البيع والشراء يوجد هناك العديد من أوامر البيع والشراء التي تكون موجودة في سجل أوامر البيع والشراء كما هو مبين أدناه: مثال رقم (1)

أمر الشراء	الكمية (عدد الأسهم)	أمر البيع	الكمية
79.5	200	80	200
79	100	81	300
75	400	85	500
70	1000	90	3000
69	100	91	100

المصدر: إعداد الباحث

في هذا المثال لن تتم أي صفقة (بيع/شراء) لأن أمر الشراء لا يساوى أمر البيع من حيث السعر وأن كان هناك تماثل في عدد الأسهم (الكمية) المعروضة للبيع.

مثال رقم (2)

أمر الشراء	الكمية (عدد الأسهم)	أمر البيع	الكمية
80	200	80	200
79	100	81	300
75	400	85	500
70	1000	90	3000
69	100	91	100

المصدر إعداد الباحث

في هذا المثال ستنتم الصفقة (بيع/شراء) لأن أمر الشراء يساوي أمر البيع من حيث السعر وأن كان هناك تماثل في عدد الأسهم (الكمية) المعروضة للبيع.

أولاً: أنواع أوامر البيع والشراء

يوجد عدة أنواع من أوامر البيع والشراء هي¹⁶¹:

1- حجم الأوامر Order's Size

وهي مقدار ما يرد من أوامر إلى قاعة التبادل، إلا أن ذلك لا يعني عدم وجود ضوابط وقيود على حجم الأوامر، فقد نصت قوانين الأسواق على أن حجم الأوامر الواردة إلى قاعة التبادل يبقى طليقا وغير مقيد، طالما أن عمليات البيع والشراء تأخذ صورة المزاد العلني، وأن عدد الأسهم المباعة أو المشتراة لا يتعدى من حيث النسبة ما سمح به القانون، إذ أن ارتفاع هذه النسبة عن 5% من مجموع أسهم الشركة يحتاج إلى إذن خاص من لجنة البورصة، مما يعني أن ضبط النسبة المباعة أو المشتراة من الأسهم لأي أمر تحدده وتقره لجنة البورصة وقانون السوق، ولا يجوز لأي كان خرق هذه النسبة إلا بإذن خاص من لجنة البورصة. وتقسم الأوامر من حيث الحجم إلى:

أ- أوامر غير كسرية Round Lots

وهي تلك الأوامر التي تحتوي على كمية من الأسهم تبدأ من 100 سهم أو مضاعفاتها، ولعل ما تتميز به هذه الأوامر من سهولة وتكلفة عادية جعلها مرغوبة أكثر من الأوامر الكسرية.

ب- الأوامر الكسرية Odd Lots (الأوامر المفردة)

وهي الأوامر التي تحتوي على أقل من 100 سهم، وقد ترد هذه الأوامر إلى قاعة التداول بمفردها أو قد تكون جزءا من الأمر الكلي للمستثمر ومتممة للمجموع العام للأمر، وغالبا ما تكون هذه الأوامر ذات تكلفة عالية. مثلا قد يرد أمر يحتوي على كمية قدرها 825 سهم، هذا الأمر سوف يعامل على أنه أمران: الأول غير كسري يحتوي على 800 سهم والثاني كسري يحتوي 25 سهم فاجتماع أمرين/كسري وغير كسري/ في أمر واحد يجعل منه أمرا مكلفا، إذ أن الجزء الكسري ينطوي تنفيذه على تكلفة أعلى من حيث العمولة لاعتماده على نوع من السماسرة.

¹⁶¹ باسل عزيز صقر، محددات إقامة سوق الأوراق المالية وإمكانية تطبيقها في سورية، رسالة ماجستير، مرجع سابق، ص 68-72

2- الأوامر المحددة Price Limit Orders

وتقسم إلى نوعين:

أ- أوامر السوق Market Orders

ويحكم بسعر تنفيذ الأمر وقت ورود إلى قائمة التداول، حيث يتم أخذ أخفض سعر متوفر في السوق ساعة ورود الأمر إلى قاعة التداول. وتتميز هذه الأوامر بسرعة تنفيذها، حيث لا يتعدى زمن تنفيذ الأمر بضع ثوان. ولا يكون المستثمر قادراً على معرفة سعر تنفيذ عملية البيع أو الشراء إلا بعد إتمام العملية.

ب- الأوامر المحددة LIMIT Orders

في هذه الأوامر يقوم المستثمر بتحديد السعر المطلوب بتنفيذ الصفقة، ويتم تسجيل هذا النوع لدى المختص في قاعة التداول كي يتم تنفيذ الصفقة حين وصول السعر إلى المستوى المحدد من قبل المستثمر. ويتميز هذا النوع من الأوامر بتوفر المعلومات المتعلقة بسعر التنفيذ المحدد أصلاً من المستثمر، إلا إن مقابل هذه الميزة، هناك العديد من العقبات التي قد تحول دون تنفيذ الأمر وهي:

- ✓ أن سعر السوق قد لا يصل إلى المستوى المحدد بالأمر.

- ✓ بما أن الأوامر تنفذ بحسب أسبقية ورودها إلى المختص، فإن الكميات المعروضة للبيع أو الشراء، قد لا تكون كافية عند السعر المحدد، مما يجعل من احتمال تغير السعر وتجاوز السعر المحدد في الأمر كبيراً، يرتبط في ذلك بمستوى السيولة السوقية للسهم وبحجم العرض والطلب على هذا السهم، ويضاف إلى ذلك بعض الأمور التي تتعلق بطبيعة وشكل التداول في السوق بشكل عام وبالسهم موضوع الأمر بشكل خاص.

وللأوامر المحددة عدة أشكال أهمها:

- أ- ALL or Non Orders: أي أن الأمر إما ينفذ بشكل كلي أو يرفض بمجموعه.
- ب- Immediate Or Cancel Order: أي أن التنفيذ يتم بشكل فوري والجزء الذي لا ينفذ يعتبر لاغياً.
- ت- Fill Or Kill Orders: أي إما أن ينفذ الأمر كله وبشكل فوري أو أن يلغى كله فوراً.

3- الأوامر اليومية Day Orders

يعتمد تنفيذ هذه الأوامر على تحديد المدة الزمنية التي يجب أن يتم خلالها التنفيذ. وتقسم هذه الأوامر إلى ثلاثة أنواع هي:

أ- الأوامر اليومية Day Orders

وفيها تكون المدة المحددة لتنفيذ الأمر هي يوم واحد من التعامل. حيث يبقى الأمر ساري المفعول خلال اليوم وحتى وقت الإقفال.

ب- الأوامر الأسبوعية أو الشهرية Month Or Week Orders

وهنا ينتهي الأمر بنهاية الأسبوع أو الشهر الذي تم فيه تقديمه إلى قاعة التداول، لذلك فليس من الضروري أن تكون مدة صلاحية الأمر أسبوع أو شهر.

ت- الأوامر المفتوحة Open Orders

هذه الأوامر تنتهي حينما يتم تنفيذها أو إلغاؤها بمعنى أنه ليس لها مدة محددة، ولكن إدراجها تحت الأوامر الزمنية والتي تعتمد على تحديد المدة الزمنية لإنجاز هذه الأمر جاء من أن قواعد البورصة حددت لهذه الأوامر مدة كل ستة أشهر لتجديدها من أجل أن تبقى سارية المفعول.. ويؤخذ عليها طول المدة الزمنية حيث من الممكن وقوع مستجدات معلوماتية تتعارض مع رغبة المستثمر من حيث البيع أو الشراء.

4- الأوامر المحددة زمنياً ووقتياً Time & Price Orders

وتنقسم هذه الأوامر إلى نوعين اثنين:

أ- الأمر السعري الزمني المحدد

وهو الأمر الذي يحتوي على سعر تنفيذ معين وزمن محدد لتنفيذ الأمر، قد يكون يوم أو شهر.

ب- الأمر السعري المفتوح

وهو الأمر الذي يحتوي على سعر تنفيذ محدد وفترة زمنية مفتوحة.

5- الأوامر الخاصة Special Orders

لها شروط خاصة يحددها المستثمر في السوق، وغالباً ما تتعلق هذه الشروط بطريقة وسعر التنفيذ، وتلعب ظروف السوق دوراً مهماً ومحورياً في التعديل أحياناً بهذه الشروط. وتنقسم هذه الأوامر إلى:

أ- أوامر الإيقاف Stop Orders

وهي نوع من الأوامر لا يتم تنفيذه في البيع أو الشراء، إلا إذا وصل سعر السهم إلى حد معين أو تعدها، حيث يتم تحديد هذا الحد من قبل صاحب الأمر. يطلق البعض على هذه النوع من الأوامر أسم أمر ستوب معرفاً إياه بأنه: أمر بسعر محدد مضاف إليه شرط ستوب، ويسمح بتحديد الشراء أو البيع في أفضل الظروف

ب- أوامر التنفيذ الحرة Discretionary Orders

ويتمتع فيها السمسار بحرية كبيرة في إبرام الصفقات وعقدها، حيث يعطي المستثمر السمسار الحق في اختيار الورقة المالية وتحديد سعرها الملائم وتوقيت شرائها دون الرجوع إليه وفي بعض الأحيان تكون هذه الأوامر مقيدة من حيث السعر ووقت التنفيذ.

الفصل الثاني: أسس ومبادئ الأسواق المالية

وتلعب الثقة بين المستثمر والسمسار الدور الأهم في نجاح هذه الأوامر، وعليها تتوقف الصلاحيات الممنوحة للسمسار من حيث انتقاء الصفقات والسعر والوقت المناسب لإتمام الأمر والعملية، ويؤخذ عليها إمكانية استغلال السمسار لهذه الثقة.

ويوجد عدة طرق لتحديد السعر المناسب في السوق لأسهم أية شركة ولو أن السعر الحقيقي في نهاية الأمر هو السعر الذي تتم به عملية شراء وبيع فعلية. وعند تحديد سعر شراء أسهم شركة ما يؤخذ في الاعتبار الكميات المطلوبة شراؤها أو رغبة المشتري في التحكم على نصيب أكبر من السوق لمنتج معين أو التحكم في سياسة شركة معينة وهذه العوامل من شأنها رفع سعر الشراء. ولذلك لا توجد طريقة واحدة معينة لتحديد سعر الشراء للأسهم بل يؤخذ عدة طرق وعوامل تؤثر على البائع والمشتري وتساعدهم على تحديد سعر مناسب بينهما للشراء والبيع.

ثانياً: أهم طرق تحديد السعر

1- طريقة خصم قيمة التدفقات النقدية المتوقعة مستقبلاً:

وهذه الطريقة تعتمد على أن الشركة المزمع شراء أسهمها شركة عاملة في السوق وتعتمد هذه الطريقة أيضاً على قوة الشركة الاقتصادية في المستقبل.

وملخص هذه الطريقة أن يعد كشف للتدفقات النقدية المتوقعة خلال الفترة القادمة لمدة تتراوح بين 5 إلى 10 سنوات بدون حساب الفائدة اللازمة للحصول على رأس مال كخطوة أولى، ثم تحسب القيمة الحالية لرصيد كل عام مع الأخذ في الحسبان تكاليف الحصول على رأس المال اللازم في تلك السنة. وكشف التدفقات النقدية يعد عن طريق تقديرات الإيرادات ورأس المال العامل والمصروفات الرأسمالية، مع ملاحظة أن الديون المستحقة على الشركة يجب أن تخصم من صافي رأس المال قبل الوصول إلى صافي حقوق المساهمين.

وعند استخدام هذه الطريقة يجب العناية بالنقاط الآتية التي تؤثر على دقة نتيجة الحساب وقيمة الرصيد:

- ✓ الافتراضات التي تبني عليها الشركة الإيرادات والمصروفات لعمل كشوف التدفقات النقدية.
- ✓ المدة المحددة لعمل التدفقات النقدية.
- ✓ الرصيد في آخر المدة المتخذة أساساً للتدفقات النقدية.
- ✓ سعر الخصم الذي تحتسب على أساسه القيمة الحالية.

2- طريقة هوامل البصيرة:

وهذه الطريقة تفترض أن أسعار الأسهم في السوق حددت على أساس البيانات المتوفرة عن هذه الأسهم في السوق وأن الطلب والعرض لهذه الأسهم من أفراد مثقفين وذوى عقلية متزنة. وبمعنى آخر فإن هذه الطريقة تفترض أن السوق في حالة تقييم مستمر لأسهم كل شركة والتعبير عن هذه القيمة بالأسعار التي تحدد قيمة السهم الحقيقية في السوق.

أما إذا كان هناك اعتقاد بأن السوق ليس سوق مثالي فإن سعر السهم في السوق لن يمثل القيمة الحقيقية للسهم. خصوصاً أن الاعتماد على القيمة السوقية يتطلب أخذ مجموعة من شركات متجانسة في آل حقل من حقول الأنشطة المختلفة واستخراج معدل فائدة الاستثمار لهذا النشاط، ثم مقارنة معدل العائد من

الاستثمار في الشركة المطلوب دراستها مع هذا المتوسط للوصول إلى قيم سهم هذه الشركة ومن الطبيعي أنه من الصعب جدا تجانس ظروف الشركات حتى في نفس الحقل لاختلاف المؤثرات في كل شركة.

3- طريقة القيمة هذه للتصفية للأصول:

وهذه الطريقة لا تصلح إلا في الحالات التي يرى المشتري للأسهم أن أصول الشركة ستحقق ربحا عند بيعها وتصفية الشركة أكثر من الاستمرار في نشاط الشركة أو تؤخذ هذه الطريقة لبعض أصول الشركة المزمع الاستغناء عنها بمعرفة المشتري وبيعها في السوق، مع استمرار نشاط الشركة بباقي الأصول الثابتة.

إلى جانب القيمة التي نصل إليها باتخاذ إحدى الطرق الثلاثة السابقة، للوصول إلى سعر شراء أسهم شركة، يجب الأخذ في الاعتبار بعض العوامل الأخرى التي تدفع المشتري إلى دفع مبالغ أكثر من القيمة التي يتم الوصول إليها بالطرق الواردة أعلاه، وهذه العوامل هي:

- ✓ رغبة المشتري في الحصول على اسم تجارى مشهور يحقق له أرباح أأثر من المعتاد.
- ✓ رغبة المشتري في الحصول على الطرق السليمة لإنتاج سلعة.
- ✓ رغبة المشتري في الدخول إلى سوق جديدة، يتوقع إمكانية زيادتها مستقبلا.
- ✓ إمكان خفض تكاليف الإنتاج بشراء الشركة الجديدة، وإدماجها مع شركة مملوكة للمشتري.
- ✓ الحصول على تخفيض في الضرائب أو إعفاءات ضريبية إذا ما تم شراء شركة معينة.

المبحث الرابع: بورصة دمشق للأوراق المالية

في إطار سياسة التحديث والتطوير التي تنتجها سوريا وتماشيا مع التطورات الاقتصادية العالمية صدرت العديد من التشريعات اللازمة لإتمام البنية القانونية لإنشاء بيئة استثمارية متكاملة الملامح منها:

✓ القانون رقم 22 لعام 2005م والمتضمن إحداث هيئة الأوراق المالية والأسواق المالية السورية وأسندت إليها إعداد مشروع قانون سوق دمشق للأوراق المالية.

✓ المرسوم التشريعي رقم 47 لعام 2006م المتضمن تشكيل مجلس مفوضي هيئة الأوراق والأسواق المالية السورية وأولى مجلس المفوضين عناية بالغة لإعداد مشروع قانون سوق دمشق للأوراق المالية

✓ المرسوم التشريعي رقم 55 الخاص بسوق دمشق للأوراق المالية في شهر تشرين الأول لعام 2006م الذي نص على أن تتمتع السوق بالشخصية الاعتبارية والاستقلال المالي والإداري. حيث نص المرسوم في مادته الخامسة: تحدث في الجمهورية العربية السورية سوق لتداول الأوراق المالية تسمى (سوق دمشق للأوراق المالية)، تتمتع بالشخصية الاعتبارية والاستقلال المالي والإداري، ولها بهذه الصفة تملك الأموال المنقولة وغير المنقولة والتصرف بها، والقيام بجميع التصرفات القانونية لتحقيق أهدافها بما في ذلك إبرام العقود، ولها حق التقاضي، ولرئيس مجلس الإدارة أن يوكل محاميا ليمثلها في الإجراءات القضائية، وهي ترتبط بالهيئة وتعمل تحت إشرافها. وتقوم الهيئة بمراقبة الأسواق المالية والتأكد من قيامها بعملها وفق أسس الكفاءة والعدالة والشفافية. ويكون المقر الرئيسي لها مدينة دمشق. وقد حددت المادة السادسة من المرسوم رقم 55 إن السوق تهدف إلى توفير المناخ المناسب لتسهيل استثمار الأموال وتوظيفها وتأمين رؤوس الأموال اللازمة لتوسيع النشاط الاقتصادي من خلال ترسيخ أسس التداول السليم والواضح والعاقل للأوراق المالية.

كما اهتم مجلس الإدارة بإعداد الكادر البشري المؤهل من خلال اختيار الكفاءات الشابة المؤهلة علميا والواعية لحجم المسؤولية الملقاة على عاتقها بتأسيس سوق مالية في بيئة اقتصادية سليمة وأمنة وتدريبها على كيفية عمل الأسواق المالية.

المطلب الأول: مؤسسات السوق المالي في الجمهورية العربية السورية:

أولاً: هيئة الأوراق والأسواق المالية السورية¹⁶²:

وهي هيئة ناظمة لعمل الأسواق المالية ترتبط برئيس مجلس الوزراء وتتمتع بالشخصية الاعتبارية وبالاستقلال المالي والإداري ويكون مقرها دمشق، ولها جميع الصلاحيات اللازمة للقيام بالمهام والوظائف المنوطة بها، وبما يحقق أهدافها، ويحظر عليها القيام بأي عمل أو نشاط بقصد الربح، أو إقراض الأموال أو إصدار الأوراق المالية، وتعمل الهيئة على تحقيق الأهداف الأساسية التالية:

1- تنظيم وتطوير الأسواق المالية والأنشطة والفعاليات الملحق بها بما يضمن تحقيق العدالة والكفاءة والشفافية ويساهم في الحد من المخاطر المرتبطة بمعاملات الأوراق المالية.

¹⁶² القانون رقم 22، قانون هيئة الأوراق المالية.

2- حماية المواطنين والمستثمرين في الأوراق المالية من الممارسات غير العادلة أو غير السليمة، أو التي تنطوي على احتيال أو غش أو تلاعب أو تدليس.

3- تشجيع النشاط الادخاري والاستثماري بما يخدم مصلحة الاقتصاد الوطني.
وتكون الهيئة الجهة المسؤولة عن إصدار التعليمات والقيام بكافة الوظائف الكفيلة بتحقيق أهدافها ولها في سبيل ذلك القيام بما يلي:

- 1- تنظيم ومراقبة الإفصاح الكامل عن المعلومات المتعلقة بالأوراق المالية.
- 2- تنظيم ومراقبة إصدار الأوراق المالية والتعامل بها.
- 3- تنظيم ومراقبة أعمال ونشاطات الجهات الخاضعة لرقابة الهيئة وإشرافها.
- 4- مراقبة الأسواق المالية.

وتخضع لإشراف الهيئة الجهات التالية:

- 1- الشركات المصدرة للأوراق المالية.
- 2- شركات الخدمات والاستشارات والوساطة المالية المرخص لها.
- 3- مصارف وشركات الاستثمار وصناديق الاستثمار المشترك المرخص لها.
- 4- الأسواق المالية.
- 5- شركات ومكاتب المحاسبة والتدقيق المعتمدة.

وتتكون موارد الهيئة مما يلي:

- 1- البدلات والعمولات التي تتقاضاها وفقا للقانون 22.
- 2- الغرامات المالية التي تفرض على المخالفين بموجب أحكام القانون 22.
- 3- المساعدات والتبرعات والهبات التي تحصل عليها الهيئة شريطة موافقة مجلس الوزراء عليها.

ثانياً: سوق دمشق للأوراق المالية:

مؤسسة ذات استقلال مالي وإداري تتمتع بالشخصية الاعتبارية، وهي السوق الثانوية التي يتم فيها تداول أوراق مالية تم إصدارها سابقاً في السوق الأولي وتهدف سوق دمشق للأوراق المالية إلى توفير المناخ المناسب لتسهيل استثمار الأموال وتوظيفها وتأمين رؤوس الأموال اللازمة لتوسيع النشاط الاقتصادي من خلال ترسيخ أسس التداول السليم والواضح والعدل للأوراق المالية

1- مهام صندوق كبح جماح الأوراق المالية:

- وتتحدد مهام السوق حسب المادة السادسة من المرسوم رقم 55 لعام 2006 كمايلي:
- ✓ وضع وتطبيق الإجراءات وأساليب العمل الكفيلة بضمان تداول كفؤ وشفاف وتوفير آليات عمل وأنظمة متطورة.
 - ✓ التأكد من عدالة متطلبات الإدراج وكفايتها وشفافيتها، وتطبيق قواعد التداول السليم، وتوفير المعلومات الصحيحة عن الأوراق المالية المدرجة في السوق.
 - ✓ توفير قواعد وإجراءات سليمة وسريعة ذات كفاية للمقاصة والتسوية من خلال مركز المقاصة والحفظ المركزي.

الفصل الثاني: أسس ومبادئ الأسواق المالية

- ✓ وضع معايير مهنية لشركات الخدمات والوساطة المالية المرخص لها ومعتديهم وتطبيقها في السوق، وكذلك معايير التدريب والخبرة لأعضائها.
- ✓ التحقق من قوة ومثانة الأوضاع المالية لشركات الخدمات والوساطة من خلال المراجعة الدورية لمدى التزامها بمعايير كفاية رأس المال، ووضع الترتيبات المناسبة لحماية الأموال والأوراق المالية.
- ✓ إعداد التقارير ونشر المعلومات والمؤشرات عن أداء ونشاط السوق.
- ✓ إقامة علاقات تعاون مع الأسواق والبورصات والمنظمات الإقليمية والدولية ذات العلاقة.
- ✓ إبداء الرأي في تطوير التشريعات والأنظمة ذات العلاقة بعمل السوق.

2- مفهوم الأوراق المالية في السوق كمنعقد:

- ويقصد بالأوراق المالية بالمرسوم رقم 55 لعام 2006 حسب المادة الثالثة منه مايلي:
- ✓ أسهم الشركات المساهمة السورية القابلة للتداول.
 - ✓ أدوات الدين القابلة للتداول التي تصدرها الشركات المساهمة السورية.
 - ✓ أدوات الدين العام القابلة للتداول الصادرة عن حكومة الجمهورية العربية السورية.
 - ✓ الوحدات الاستثمارية الصادرة عن صناديق وشركات الاستثمار.
 - ✓ أي أوراق مالية أخرى سورية أو غير سورية، متعارف عليها أنها أوراق مالية، ويتم اعتمادها كذلك من قبل المجلس.
- يتم حالياً تداول أسهم الشركات المساهمة السورية المدرجة في السوق مقسمة إلى القطاعات التالية:
- القطاع الزراعي.
 - قطاع التأمين.
 - قطاع البنوك.
 - القطاع الصناعي.
 - قطاع الخدمات.
- مع إمكانية إدراج شركات مساهمة جديدة من قطاعات أخرى مختلفة، وبالإضافة للأسهم ستقوم السوق بإدراج:
- الأوراق المالية الحكومية الصادرة عن الجمهورية العربية السورية (أذونات - سندات)،
 - وحدات صناديق الاستثمار المشترك .
 - الصكوك الإسلامية،
 - وأدوات الدين التي تصدر عن الشركات المساهمة السورية.
 - الوحدات الاستثمارية الصادرة عن صناديق وشركات الاستثمار .

3- الهيكل التنظيمي للسوق كمنعقد الأوراق المالية:

تشتمل السوق على المديریات والمكاتب التالية:

- ✓ أمانة السر.
- ✓ مكتب المخاطر والالتزام.
- ✓ مكتب التدقيق الداخلي.

الفصل الثاني: أسس ومبادئ الأسواق المالية

- ✓ مديرية الشؤون القانونية.
- ✓ مديرية تقانة المعلومات.
- ✓ مديرية الدراسات النوعية.
- ✓ مديرية الشؤون الإدارية والمالية.
- ✓ مديرية الموارد البشرية.

4- إدارتي حيدوق كمختبر للأوراق المالية:

- يدير السوق مجلس إدارة مكون من تسعة أعضاء، يسمون بقرار من رئيس مجلس الوزراء، بناءً على اقتراح من مجلس مفوضي هيئة الأوراق والأسواق المالية السورية. يتضمن المجلس:
- ✓ عضوين ممثلين عن اثنين من الشركات المساهمة المصدرة للأوراق المالية، الأعضاء في السوق.
 - ✓ عضوين ممثلين عن اثنين من شركات الخدمات والوساطة المالية المرخص لها.
 - ✓ ثلاثة أعضاء من أصحاب الخبرة والمؤهلات في الأسواق المالية يختارهم المجلس.
 - ✓ عضو ممثل عن هيئة الأوراق والأسواق المالية السورية.
 - ✓ عضو ممثل عن مصرف سورية المركزي.
- كما يُعين مدير تنفيذي للسوق، ونائب له بقرار من رئيس مجلس الوزراء بناءً على توصية من مجلس مفوضي الهيئة، واقتراح من مجلس إدارة السوق، ويتم اختيارهما من ذوي الكفاءة والخبرة العملية في إدارة الأسواق المالية، والحائزين على المؤهلات العلمية المناسبة (دكتوراه أو ماجستير في العلوم الاقتصادية والمالية أو الأسواق المالية).

5- العضوية في حيدوق كمختبر للأوراق المالية:

- العضوية في السوق قانوناً، إلزامية لكافة شركات الخدمات والوساطة المالية المرخص لها (باستثناء شركات الاستشارات المالية ذات المسؤولية المحدودة)، والشركات المصدرة للأوراق المالية التي يتم قبول إدراج أسهمها في السوق، حيث يحدد نظام العضوية في السوق شروط ومتطلبات العضوية ومسؤولياتها

6- الأوراق المالية الحيدوق كمختبر للأوراق المالية:

- تتكون موارد السوق مما يلي:
- ✓ بدلات الانتساب واشتراكات الأعضاء السنوية.
 - ✓ العمولات التي تستوفيهما السوق لقاء عمليات البيع والشراء.
 - ✓ الاعتمادات التي تخصصها لها الدولة.
 - ✓ المنح والهبات التي تحصل عليها السوق من أية جهة توافق عليها الهيئة.
 - ✓ الغرامات المتحققة عن المخالفات المرتكبة لأنظمة السوق.
 - ✓ أي موارد أخرى تقررها الهيئة.

7- التداول:

يتم تداول الأسهم في سوق دمشق للأوراق المالية وفقاً لمبدأ المزاد المستمر (Continuous Auction). إن عملية شطب الأوامر وإلغاء تنفيذها مسموحة لكن بما يتناسب مع أنظمة السوق، أما بالنسبة للبيع الآجل و البيع على الهامش أو إقراض واقتراض الأسهم فهو غير مسموح به حالياً. وتؤكد السوق على أن قيود الملكية المدونة في سجلات السوق وحساباتها، سواء كانت خطية أو إلكترونية، وأي وثائق صادرة عنها هي الدليل القانوني على تداول الأوراق المالية المبينة فيها بتاريخ تلك السجلات أو الحسابات أو الوثائق ما لم يثبت عكس ذلك.

8- المقاصة والتسوية

تتم التسوية في سوق دمشق في اليوم الثاني (T+2) أي بعد التداول بيومين، وتتعامل السوق مع بنك تسوية وحيد هو مصرف سورية المركزي، بحيث يتوجب على الوسطاء القيام بعمليات تسوية صافي حساب معاملاتهم عن طريقه.

9- البنية التحتية لسوق دمشق للأوراق المالية:

قامت سوق دمشق للأوراق المالية منذ إنشائها بإصدار مجموعة من الأنظمة والتعليمات اللازمة لضمان تحقيق السوق لأهدافها ومهامها على مستوى عال من الكفاءة والعدالة والتي تم وضعها بناء على المعايير الدولية في هذا المجال، وقلمت سوق دمشق بمواكبة التطورات الدولية بما يضمن كفاءتها وزيادة الشفافية وحماية المستثمرين فيها.

وصدر النظام الداخلي لسوق دمشق للأوراق المالية الذي يتضمن مجموعة من الأحكام تتعلق بتشكيل الهيئة العامة للسوق ومجلس إدارتها ومديرها التنفيذي إضافة إلى التزامات الأعضاء وإجراءات التفتيش معهم وفرض غرامات على المخالفين منهم للأحكام والتشريعات.

كما حددت تعليمات تداول الأوراق المالية المتضمنة إجراءات تداول الأوراق المالية في السوق من خلال نظام التداول الإلكتروني ومعايير السلوك المهني لأعضاء السوق وكافة الأمور الإدارية والتنظيمية المتعلقة بالتداول.

وحددت مسؤولية الشركات المساهمة العامة المدرجة في السوق كما يلي:

- ✓ الإفصاح عن المعلومات للمساهمين والمستثمرين بصورة دقيقة وواضحة وغير مضللة وفي الأوقات المحددة وفقاً لمتطلبات الجهات الرقابية والتشريعات المعمول بها.
- ✓ نشر جميع المعلومات الإيضاحية التي تتعلق بأوضاعها المالية والتشغيلية والذي يضمن سلامة التعامل والحفاظ على حقوق المستثمرين متى طلب منها ذلك.
- ✓ يحظر على الشركات المساهمة تقديم أي معومات غير صحيحة من شأنها التأثير على أسعار الأوراق المالية لأن ذلك يمثل تضليلاً للمستثمرين.

10- الأساليب المتبعة في سوق دمشق للأوراق المالية لحماية جمهور

المستثمرين:

- ✓ وضعت إدارة سوق دمشق عدد من الضوابط لحماية المستثمرين يذكر من هذه الضوابط مايلي:
- ✓ لا يمكن بيع الأوراق المالية إلا التي تملكها.
- ✓ لا يوجد بيع على الهامش.
- ✓ لا يمكن بيع الورقة المالية التي تم شراؤها في نفس اليوم.
- ✓ يتم نشر البيانات لجميع المستثمرين بشكل فوري.
- ✓ الرقابة المباشرة على التداول لمنع الممارسات غير السليمة.
- ✓ الحدود السعرية حيث كانت في البداية 2% ومن ثم عدلت لمدة يوم واحد إلى 5% ثم خفضت إلى 3%.

ثالثاً: مركز المقاصة والحفظ المركزي:

وهو مركز يتبع سوق دمشق للأوراق المالية ويقوم بمزاولة عمليات إيداع الأوراق المالية المتداولة في السوق وتسجيلها ونقل ملكيتها ومقاصتها وتسويتها لقاء بدلات. وتتحمل السوق كامل نفقات المركز وتعود للسوق جميع موارده، وتكون العضوية في المركز إلزامية للشركات المساهمة المصدرة للأوراق المالية المدرجة أسهما في السوق ولشركات الخدمات والوساطة المالية الأعضاء في السوق، بالإضافة إلى أية جهات آخر يعتمد عليها مجلس المفوضين.

رابعاً: شركات الخدمات والوساطة المالية:

- حيث يقصد بشركات الخدمات والوساطة المالية التي تباشر نشاطاً أو أكثر من الأنشطة التالية:
- ✓ تقديم الاستشارات وتحليل المعلومات المتعلقة بالأوراق المالية.
 - ✓ الوساطة في الأوراق المالية.
 - ✓ إدارة الإصدارات الأولية.
 - ✓ إدارة الاستثمار في الأوراق المالية وصناديق الاستثمار.
 - ✓ أمانة الاستثمار.
 - ✓ إدارة حسابات الحفظ الأمين للأوراق المالية.
 - ✓ أية خدمات أخرى يتم اعتمادها من قبل الهيئة.

خامساً: الشركات المساهمة:

وتقوم هذه الشركات بطرح أوراقها المالية من أسناد قروض أو أسهم على الاكتتاب العام للمواطنين بعد أخذ موافقة هيئة الأوراق والأسواق المالية السورية من أجل الحصول على أموال مقابل تلك الأوراق.

المطلب الثاني: أقسام سوق دمشق للأوراق المالية والشركات المدرجة فيه:

أولاً: أقسام سوق دمشق للأوراق المالية:

تقسم سوق دمشق للأوراق المالية إلى مايلي:

1- السوق النظامية:

وهي التي يتم من خلالها تنظيم التعامل بأسهم شركات تحكمها شروط إدراج خاصة يحددها مجلس مفوضي هيئة الأوراق والأسواق المالية.

2- السوق المرونة:

وهي التي يتم من خلالها تنظيم التعامل بأسهم شركات تحكمها شروط إدراج ميسرة خاصة بهذه السوق تعمل على توفير السيولة المبكرة للأوراق المالية المدرجة وذلك إلى حين توفر الشروط الخاصة بإدراجها في السوق النظامية، وتقسم إلى:

أ- السوق الموازية - أ

ب- السوق الموازية - ب

3- السوق البديلة:

وهي السوق التي يتم من خلالها تداول أدوات الدين التي تصدرها الشركات المساهمة السورية وأدوات الدين العامة.

ويعتبر السوق النظامي والموازي سوقان افتراضيان حيث تجري التداولات على الأسهم المدرجة في كليهما ضمن سوق دمشق وعبر أجهزتها، إلا أن تقسيم الشركات بهذا الشكل هو لبيان اختلاف أوضاع الشركات.

حيث يشترط توفر الشروط التالية لإدراج الشركات في السوق النظامية:

- ✓ مضي مدة ثلاث سنوات على الأقل من تاريخ بدء الإنتاج الفعلي أو الاستثمار وفقاً لطبيعة نشاط الشركة.
- ✓ أن لا يقل رأس مال الشركة عن ثلاث مئة مليون ليرة سورية، أو ما يعادلها بالعملة الأجنبية وأن يكون مدفوعاً بالكامل.
- ✓ أن لا يقل عدد المساهمين في الشركة عن ثلاث مئة مساهم.
- ✓ أن لا يقل صافي حقوق المساهمين في الشركة عن مئة بالمائة من رأس مالها المدفوع.
- ✓ أن تكون الشركة حققت ربحاً صافياً في آخر سنتين ماليتين وألا يقل هذا الربح في أي من هاتين السنتين عن خمسة بالمائة من رأس مال الشركة.

الفصل الثاني: أسس ومبادئ الأسواق المالية

- ✓ أن لا تقل نسبة الأسهم الحرة¹⁶³ في الشركة إلى عدد الأسهم المكتتب بها عن عشرين بالمائة، وذلك بتاريخ انتهاء سنتها المالية.
- ✓ أن تكون بياناتها وتقاريرها المالية عن آخر سنتين معدة وفقاً لمعايير المحاسبة والتدقيق الدولية، وأن لا تتضمن تقارير مفتشي الحسابات عن هاتين السنتين أية تحفظات تؤثر على المركز المالي للشركة.
- بينما يشترط مايلي لإدراج الأسهم في السوق الموازية – أ
 - ✓ مضي سنة واحدة على الأقل من تاريخ بدء الإنتاج الفعلي أو الاستثمار وفقاً لطبيعة نشاط الشركة.
 - ✓ أن لا يقل رأس مال الشركة عن مئة مليون ليرة سورية أو ما يعادلها بالعملة الأجنبية ، وأن يكون مدفوعاً بالكامل.
 - ✓ أن لا يقل عدد المساهمين في الشركة عن مئة مساهم.
 - ✓ أن لا يقل صافي حقوق المساهمين في الشركة عن 90 % من رأس مالها المدفوع.
 - ✓ أن لا تقل نسبة الأسهم الحرة¹⁶⁴ في الشركة إلى عدد الأسهم المكتتب بها عن عشرة بالمائة
 - ✓ أن تكون بياناتها وتقاريرها المالية عن آخر سنة معدة وفقاً لمعايير المحاسبة والتدقيق الدولية، وأن لا تتضمن تقارير مفتشي الحسابات عن آخر سنة أية تحفظات تؤثر على المركز المالي للشركة
 - ويشترط لإدراج الأسهم في السوق الموازية ب مايلي:
- ✓ أن تكون الشركة قد استكملت إجراءات شهرها وذلك ابتداءً من تاريخ 2005/1/1
- ✓ أن لا يقل رأس مال الشركة عن خمسين مليون ليرة سورية وأن يكون مدفوعاً بالكامل.
- ✓ أن لا يقل عدد المساهمين في الشركة عن خمسين مساهم.
- ✓ أن لا يقل صافي حقوق المساهمين في الشركة عن 75 % من رأس مالها المدفوع.
- ✓ أن لا تقل نسبة الأسهم الحرة في الشركة إلى عدد الأسهم المكتتب بها عن عشرة بالمائة
- ✓ أن تكون بياناتها وتقاريرها المالية عن آخر سنة معدة وفقاً لمعايير المحاسبة والتدقيق الدولية، وأن لا تتضمن تقارير مفتشي الحسابات عن آخر سنة أية تحفظات تؤثر على المركز المالي للشركة.
- وتدرج الأسهم ضمن السوق الموازية (ب) بالقيمة الدفترية أو الاسمية لسهم الشركة أيهما أقل.

¹⁶⁴ الأسهم الحرة: وهي أسهم الشركة التي لا تعود ملكيتها إلى أحد الأطراف التالية:

- 1- أعضاء مجلس الإدارة (أسهم نصاب العضوية فقط).
- 2- الشركات الأم أو التابعة أو الشقيق
- 3- مؤسسو الشركات (أسهم نصاب التأسيس المحددة ف النظام الأساسي للشركة والقوانين والتشريعات النافذة)
- 4- القطاع العام.
- 5- أسهم الخزينة

ثانياً: الشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية:

جدول رقم (12) يوضح أسماء الشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية ورموزها ونوع القطاع والسوق

الرقم	رمز الشركة	اسم الشركة	نوع القطاع	السوق	تاريخ الإدراج
1	ARBS	البنك العربي- سورية	بنوك	نظامي	2009
2	IBTF	المصرف الدولي للتجارة والتمويل	بنوك	نظامي	2009
3	BSO	بنك سورية والمهجر	بنوك	نظامي	2009
4	BASY	بنك عوده سورية	بنوك	نظامي	2009
5	BBSF	بنك بيمو السعودي الفرنسي	بنوك	نظامي	2009
6	BOJS	بنك الأردن سورية	بنوك	موازي-أ	2010
7	SHRQ	بنك الشرق	بنوك	موازي-أ	2010
8	BBS	بنك بيبيلوس سورية	بنوك	موازي-أ	2009
9	SIIB	بنك سورية الدولي الإسلامي	بنوك	موازي-أ	2009
10	SGB	بنك سورية والخليج	بنوك	موازي-ب	2010
11	QNBS	بنك قطر الوطني - سورية	بنوك	موازي-ب	2010
12	FSBS	فرنسبنك-سورية	بنوك	موازي-ب	2010
13	AROP	السورية الدولية للتأمين- أروب	تأمين	نظامي	2009
14	NIC	الشركة السورية الوطنية للتأمين	تأمين	نظامي	2010
15	UIC	الشركة المتحدة للتأمين	تأمين	نظامي	2009
16	ATI	شركة العقيلة للتأمين التكافلي	تأمين	موازي-أ	2010
17	SAIC	شركة الاتحاد التعاوني للتأمين	تأمين	موازي-ب	2011
18	SAIC	شركة سولدارتي للتأمين	تأمين	موازي-ب	2011
19	UG	المجموعة المتحدة للنشر والإعلان والتسويق	خدمات	نظامي	2009
20	AHT	الشركة الأهلية للنقل	خدمات	موازي-أ	2009
21	NAMA	الشركة الهندسية الزراعية للاستثمارات-نماء	زراعي	موازي-أ	2009
22	AVOC	الشركة الأهلية لصناعة الزيوت	صناعي	نظامي	2009

المصدر: إعداد الباحث عن بيانات سوق دمشق للأوراق المالية

نلاحظ من الجدول السابق أن عدد الشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية 22 شركات وهو عدد قليل مقارنة مع الأسواق العالمية، ونلاحظ أن هذه الشركات تتوزع بين خمس قطاعات هي قطاع البنوك (المصارف)، قطاع التأمين، قطاع الخدمات، قطاع الزراعة وقطاع الصناعة. ونلاحظ أن توزع الشركات المساهمة ضمن القطاعات الخمس السابقة غير متوازن، حيث أن الواضح من الجدول السابق أن عدد الشركات المدرجة ضمن قطاع البنوك هو 12 شركة وما تبلغ نسبته 60% من الشركات المدرجة في السوق وذلك بسبب أن البنوك أنشئت حديثاً حيث كانت بنيتها منذ البداية تعتمد على

دخول المساهمين، فكان سهلاً عليها الإدراج في سوق دمشق للأوراق المالية، وتتوزع هذه الشركات بين السوق النظامي والموازي، حيث يبلغ عدد الشركات في السوق النظامي خمس شركات، وسبع شركات في السوق الموازي حيث يوجد أربع شركات ضمن السوق الموازي-أ والباقي ضمن السوق الموازي-ب وهي 3 شركات.

بينما بلغ عدد الشركات ضمن قطاع التأمين 6 شركات وهو ما نسبته 72% من الشركات المدرجة ضمن السوق ثلاث من هذه الشركات ضمن السوق النظامي واحدة ضمن السوق الموازي-أ واثنان ضمن السوق الموازي-ب، وشركات قطاع الخدمات يبلغ عددها اثنان وهو ما نسبته 10% من الشركات المدرجة، ويوجد شركة واحدة ضمن السوق الموازي-أ تمثل القطاع الزراعي ضمن السوق النظامي وهو ما نسبته 5%، وكذلك بالنسبة للقطاع الصناعي شركة واحدة بنسبة 5%.

ونلاحظ في سوق دمشق غياب قطاعات أخرى مهمة في الاقتصاد السوري عن الإدراج في السوق، ومع وهو ما يجعل خيارات المستثمر محدودة في الاستثمار، حتى مع وجود القطاعات الخمس (بنوك-خدمات-تأمين-صناعة-زراعة) نلاحظ عدد الشركات ضمنها محدود باستثناء قطاع المصارف فبإجمالي القطاعات الخيارات محدودة أمام المستثمر، حيث من المفروض أن يكون المستثمر قادراً على تشكيل محفظة استثمارية متوازنة ومتنوعة.

وأن توزع الشركات بين السوق النظامي أو السوق الموازي بشقيها الموازي - أ والموازي - ب لا يختلف من ناحية التداول والتسوية شيئاً، ونوع السوق يرجع فقط لتحقيق شروط الإدراج من قبل الشركة المدرجة فقط المبينة سابقاً.

ثالثاً: مؤشر سوق دمشق للأوراق المالية DWX:

يتم استخدام مؤشرات الأسعار في أسواق المال بصفة عامة بغرض قياس أداء السوق من ارتفاع أو انخفاض، حيث أن ارتفاع وانخفاض مؤشرات أسعار الأوراق المالية يرتبط بصورة رئيسية بارتفاع أسعار الأوراق المالية المدرجة وانخفاضها.

ويقيس المؤشر مستوى الأسعار في السوق بالاستناد إلى عينة من أسهم الشركات التي يتم تداولها في أسواق المال وغالباً ما يتم اختيار العينة بطريقة تتيح للمؤشرات عكس حالة سوق رأس المال المستهدف قياسه.

حيث يوجد نوعان من المؤشرات، مؤشرات عامة وتضم المؤشرات التي تقيس حالة السوق بصفة عامة ككل، ومؤشرات قطاعية تقيس حالة السوق بالنسبة لكل قطاع أو صناعة.

ونظراً لأن نشاط الشركات المدرجة في السوق المالية يمثل عادةً الجانب الأكبر من النشاط الاقتصادي في الدولة، وإذا اتسمت سوق الأوراق المالية بقدر من الكفاءة فإن المؤشر المصمم بعناية لقياس حالة السوق ككل من شأنه أن يكون مرآة للحالة الاقتصادية العامة للدولة.

هذا ويساعد المؤشر المستثمرين بإعطائهم فكرة سريعة عن العائد المتولد عن محفظة الأوراق المالية للمستثمر، كما يمكن استخدام المؤشر لوضع تصور عن حالة السوق في المستقبل، إلى جانب استخدامه لقياس المخاطر المنتظمة لمحفظة الأوراق المالية.

ومن أكثر الطرق استخداماً في إعداد المؤشرات هي طريقة رسملة السوق لحساب مؤشرات الأسعار حيث يتم من خلال هذه الطريقة استخدام القيمة السوقية للأوراق المالية (عدد الأسهم $\times$ سعر السهم في السوق)

الفصل الثاني: أسس ومبادئ الأسواق المالية

كأساس لاحتساب المؤشر، ويمكن تعديل هذه الطريقة لتكون مرجحة بنسبة الأسهم الحرة "نسبة الأسهم المتاحة للتداول" أي (عدد الأسهم الكلي $\times$ سعر السهم في السوق $\times$ نسبة الأسهم الحرة)، نظراً لأن عدم الأخذ بنسبة الأسهم الحرة في حساب المؤشر لا يعطي صورة حقيقية للسوق ولا يكون المؤشر قياساً سليماً. وبالنسبة لسوق دمشق للأوراق المالية، ونظراً لضآلة عدد الشركات المدرجة سوف يكتفى حالياً بمؤشر عام يعتمد على طريقة رسملة السوق دون ترجيحه بنسبة الأسهم الحرة، وعند تزايد عدد الشركات وتوفر التنوع القطاعي في السوق مستقبلاً ستقوم السوق بإعداد مؤشرات قطاعية باستخدام طريقة رسملة السوق المرجحة بنسبة الأسهم الحرة، وهي الطريقة المستخدمة حالياً في معظم الأسواق العالمية والعربية ولغرض تبسيط فهم مقومات هذا المؤشر، فيما يلي شرح لخطوات احتسابه¹⁶⁵:

1- تم اعتماد كافة الشركات المدرجة في السوق النظامي والموازي، حيث أن قيم الأساس كما هي بتاريخ 2010/06/15 كالتالي:

رمز الشركة	عدد الأسهم	السعر الأساس كما هو بتاريخ 2010/06/15	القيمة السوقية للشركة بناءً على السعر الأساس
ARBS	6,000,000	1,116.00	6,696,000,000
AROP	2,000,000	736.00	1,472,000,000
BASY	5,350,000	2,696.26	14,424,991,000
BBSF	6,500,000	1,607.00	10,445,500,000
BSO	7,200,000	1,677.33	12,076,776,000
IBTF	10,000,000	1,220.59	12,205,900,000
UG	3,000,000	527.00	1,581,000,000
UIC	1,700,000	883.00	1,501,100,000
AHT	400,000	1,173.15	469,260,000
AVOC	3,000,000	692.20	2,076,600,000
NAMA	560,000	704.00	394,240,000
SIIB	10,000,000	1,101.08	11,010,800,000
BBS	8,000,000	672.75	5,382,000,000
QNBS	10,000,000	541.50	5,415,000,000
		القيمة السوقية للشركات ككل	85,151,167,000

المصدر موقع سوق دمشق للأوراق المالية www.dse.sy

- 2- اعتمدت جلسة تداول 2009/12/31 يوم بداية احتساب المؤشر (يوم الأساس)، كما تم تحديد عدد نقاط البداية للمؤشر في هذا التاريخ بقيمة أساس بلغت 1,000 نقطة (المعامل).
- 3- تم احتساب المؤشر باستخدام المعادلة التالية بافتراض عدد نقاط البداية للمؤشر هو 1,000 نقطة: المؤشر المتقل بالقيمة السوقية = القيمة السوقية لجميع الشركات بناءً على آخر سعر وسطي * المعامل

القيمة السوقية لجميع الشركات بناءً على الأسعار الوسطية الأساس

¹⁶⁵ موقع سوق دمشق للأوراق المالية www.dse.sy

أي أن

$$\text{قيمة المؤشر في } 2009/12/31 = 1000 \times \frac{58,841,220,000}{1000} = 58,841,220,000$$

حيث أن 58,841,220,000 القيمة السوقية الأساس للشركات الداخلة في المؤشر بتاريخ 2009/12/31.

ما يميز هذا المؤشر أنه يعتمد أسلوب التثقيل بالقيمة السوقية للشركات الداخلة في احتساب معادلته، حيث تعطى كل شركة وزناً بقدر ما تشكل قيمتها السوقية من القيمة السوقية للعينة ككل، وتتكون عينة المؤشر من جميع الشركات المدرجة في السوق الموازي و النظامي.

الفصل الثالث الكتلة النقدية وأسعار الأسهم

مقدمة

إن نجاح السلطة النقدية يمكن أن يقاس بمدى قدرتها على زيادة الأرصدة الإنتاجية, وهذا يتأتى من عاملين: الأول مستوى التوسع النقدي فكلما زاد الطلب الكلي بالنسبة للعرض الكلي من السلع والخدمات , زادت احتمالات التضخم, وصعبت إضافة وحدة جديدة من الأرصدة الإنتاجية الحقيقية, الثاني مدى تقلب معدل التوسع النقدي إذ كلما اشتد ذلك التقلب انخفضت ثقة المتعاملين في استقرار الأسعار. ولجؤوا إلى بناء توقعاتهم وفقا لأسوأ الفروض, وهو ارتفاع معدل التضخم. أي إن تكلفة إنتاج الأرصدة الحقيقية سوف تزيد بزيادة معدل التوسع النقدي من جهة, وبزيادة تقلب ذلك المعدل من جهة أخرى, وللمحافظة على استقرار الأسعار, تقوم السياسة النقدية بالموازنة الدقيقة بين معدل التوسع النقدي ومعدل النمو الاقتصادي بحيث يكفي التوسع النقدي لتمويل الزيادة في النشاط الاقتصادي المرتبط بالنمو لا أكثر ولا أقل, وبالتالي ينتفي التضخم تماما من خلال سياساتها وأدواتها.

وسوف نقسم هذه الفصل إلى خمس مباحث: الأول اثر زيادة الكتلة النقدية في المستوى العام للأسعار في سورية, الثاني أثر زيادة الكتلة النقدية في الناتج المحلي الإجمالي في سورية, الثالث أثر الكتلة النقدية في الادخار والاستثمار, الرابع أثر المضاربة في الأسعار في الأسواق المالية, والخامس الكتلة النقدية وأسعار الأسهم

المبحث الأول: أثر زيادة الكتلة النقدية في المستوى العام

للأسعار في سورية:

يذكر جولينوز: إن التضخم يحدث عندما يكون حجم النقود المتداولة التي يتم مبادلتها بالسلع والخدمات يزيد بمعدل أسرع من عرض السلع الموجودة.

والضغوط التضخمية في الاقتصاد القومي تحدث عندما يزداد الدخل النقدي، والذي يؤدي بدوره إلى زيادة الإنفاق الذي ينتج عنه زيادة الطلب الكلي للسلع والخدمات، دون أن يصحب ذلك زيادة مقابلة في العرض الكلي للسلع والخدمات، وبالتالي فإن مصدر الارتفاع التضخمي في الأسعار يرجع إلى زيادة النقود في المجتمع عن حجمها الأمثل الذي يحقق الاستقرار في المستوى العام للأسعار.

يرى فريدمان: أن ضبط التغير في عرض النقود بما يتناسب مع معدل التغير الإجمالي في الدخل القومي مع الأخذ بعين الاعتبار معدل التغير الإجمالي في سرعة دوران النقود شرطاً أساسياً لتحقيق الاستقرار النقدي في مستوى الدخل، وبالتالي الاستقرار في المستوى العام للأسعار¹⁶⁵.

يمثل فائض كمية النقود عن حجمها الأمثل إفراطاً نقدياً يسبب ارتفاعاً في الأسعار بسبب الاختلال بين العرض الكلي والطلب الكلي، حيث يقف العرض عاجزاً عن سد الطلب المتنامي للأفراد والمؤسسات، أي باختصار (تقف معدلات تطور العرض عاجزة عن إدراك معدلات تطور الطلب).

يرى النقديون: أن النمو السريع في العرض النقدي يترتب عليه زيادة في المستوى العام للأسعار باستمرار وبمعدل مرتفع مما يولد التضخم¹⁶⁶.

سوف نقوم بتحليل أثر زيادة النقود في الأسعار من جانبين. جانب العرض وجانب الطلب كما يلي:

أولاً: جانب الطلب:

يشد الطلب على النقود لأنها تلعب دوراً هاماً في عمليات الإنتاج وإعادة الإنتاج والتبادل والاستهلاك، فهي تطلب لاستخدامها في كافة المجالات للقيام بوظائفها المتمثلة في وسيط للتبادل ومقياس للقيمة ومستودع للقيمة (كما بينا في الفصل الأول). فالنقود تطلب لمواجهة النفقات الجارية، والحوادث الطارئة أو إجراء المبادلات اليومية، وشراء المواد الأولية، وتأمين الاحتياجات اللازمة للقيام بعملية الإنتاج وتسويقه. وتطلب النقود أيضاً لاستخدامها في عمليات الاستثمار والمضاربة وتحقيق الأرباح المرتفعة.

¹⁶⁵ د. صبحي قريصة، د. أحمد رمضان، النقود والبنوك، الدار الجامعية، بيروت، 1990، ص 283

¹⁶⁶ د. مبارك عبد النعيم، د. أحمد الناقية، النقود والبنوك، الإسكندرية للكتاب، الإسكندرية، 1995، ص 301

ويتضمن جانب الطلب على النقود:

1- دوافع الطلب على النقود:

أ- الطلب على النقود بدافع المعاملات:

يستمد دافع المعاملات وجوده من وظيفة النقود كوسيلة للتبادل حيث يتم استخدام النقود في تسوية المبادلات, و دافع المعاملات يقصد به رغبة المتعاملين الاقتصاديين سواء كانوا أفراد أو مؤسسات في الاحتفاظ بقدر معين من النقود في شكلها السائل بغية مواجهة نفقاتهم الجارية.

و يعتبر هذا الدافع من أهم و أكثر الدوافع انتشارا, و يتعلق هذا الدافع بحاجة كل من القطاع العائلي و قطاع الأعمال للنقود سواء لتحقيق المعاملات الجارية أو التجارية ولذا أرجع كينز هذا الدافع إلى سببين:

✓ دافع الدخل:

أن الأفراد يتسلمون دخولهم في نهاية فترة زمنية معينة, و لذا نجد أن هناك فترة تقضى ما بين تسلم هؤلاء الأفراد لدخولهم و بين إشباعهم لحاجيتهم أي

أن هناك فاصل زمني ما بين استلام الدخل و إنفاقه في صورة إنفاق جاري في خلال هذا الفاصل الزمني لابد للأفراد أن يحتفظوا بمقدار معين من النقود في صورة سائلة لتحقيق طلباتهم العاجلة.

✓ دافع المشروع:

يتعلق بسيولة المشروع حيث إن هناك حد أدنى من السيولة لابد أن يحتفظ به المشروع لكي يستطيع مواجهة طلباته العاجلة و إلا فقد سيولته, و من ثم فإن جميع المشروعات تحتفظ بجزء من أموالها في صورة سائلة كهامش أمان تستطيع أن تحقق به توازن هياكلها المالية .

و نخلص من ذلك أن الطلب على النقود لهذا الغرض يتوقف على مستوى الدخل القومي بمعنى إن زيادة مستوى الدخل القومي سوف يسمح بتحقيق مستوى مرتفع من العمالة و هذا يؤدي إلى زيادة الإنتاج و من ثم زيادة دخول الأفراد و تولد دخول جديدة مم يؤدي إلى زيادة الطلب الكلي الفعال, و هذا معناه زيادة الطلب على النقود بغرض المعاملات الجارية و التجارية.

و عليه يمكن استنتاج أهم العوامل المساهمة في تحديد الطلب على النقود لغرض المعاملات هي :

- فترة الدفع (سرعة التداول) :

كلما كانت فترة الدفع كبيرة تؤدي إلى ازدياد الطلب على النقود لغرض المعاملات.

- درجة التكامل بين المشروعات:

كلما ازدادت كلما قل الطلب على النقود لإجراء المعاملات فيما بين تلك المشروعات و العكس .

- حجم المعاملات :

بحيث كلما ازداد حجم المعاملات ازداد الطلب على النقود لإتمام هذه المعاملات.

ب-الطلب على النقود بدافع الاحتياط(الطوارئ):

يحتاج الفرد أو المشروع إلى الاحتفاظ بالنقود الحاضرة أو السائلة لتوقي خطر متوقع أو لمواجهة ظروف طارئة، كالمرض، أو السفر، أو كوارث الحريق، أو ارتفاع الأسعار، مما يتطلب أن يكون لديه نقود تمكنه من تغطية الالتزامات المترتبة على هذا الخطر أو الظرف في الحال دون تأخير قد ينجم عن تحويل بعض النقود المدخرة إلى نقود سائلة.

ويختلف حجم النقود السائلة لهذا الدافع على مقدار الدخل، والظروف التي يعمل في ظلها الفرد أو المشروع، والحالة النفسية للفرد، ومدى استقرار المجتمع، ودرجة نمو وتطور المؤسسات المالية في الدولة.

إذ كلما زاد دخل الفرد، أو كانت حالته النفسية مضطربة، والمجتمع الذي يعيش فيه غير مستقر تتقلب أسعاره، وتنبئ ظروفه العامة بالخطر، أو كانت البنوك والبورصة في الدولة في وضع غير آمن، ونظامها لا يوفر التحويل النقدي للأموال المدخرة بسرعة، كان كل ذلك كافياً لأن يحتفظ الفرد، أو المشروع بمبالغ سائلة بحجم أكبر من المبالغ التي يمكن لفرد أو مشروع آخر أن يحتفظ بها في ظل ظروف مختلفة.

ويمكن تفسير اختلاف سلوك الأفراد وأرباب الأعمال تجاه النقود في حالتي الرواج والكساد، حيث توقع حالة الرواج تدفع المنتجين إلى شراء مزيد من المواد الخام لاستعمالها في زيادة الإنتاج لتلبية لزيادة الطلب، مما يترتب عليه زيادة إنفاق النقود السائلة والمدخرة، والعكس في فترة الركود حيث يقل الطلب على الإنتاج، ومن ثم تقل مشتريات أرباب الأعمال، ويقل إنفاقهم من النقود السائلة، مع الاحتفاظ بما لديهم من مدخرات.

ت-الطلب على النقود بدافع المضاربة:

إن هذا العامل ينبع من الشعور بعدم التأكد شأنه في ذلك شأن دافع الاحتياط إلا أنه بالنسبة لعامل المضاربة فإن عدم التأكد ينصب أساساً على التغيرات في أسعار الفائدة السائدة و منه نجد أن تفضيل السيولة من أجل المضاربة يرتبط ارتباطاً عكسياً بمستوى أسعار الفائدة السائدة .

حيث إن توقع ارتفاع الأسعار يدفع الفرد للتخلي عن السيولة و توقعه زيادة سعر الفائدة يجعله يحتفظ بقدر من السيولة.

نجد أن تفضيل السيولة من أجل المضاربة إنما يرتبط أساساً بعامل عدم التأكد و توقع حدوث تغيرات في أسعار الأوراق المالية و أسعار الفائدة السائدة.

2- خصائص الجلب النقدي:

أ- طلب الحكومة لتمويل العجز:

تقوم الدولة باللجوء إلى الاستدانة من المصرف المركزي لتغطية إنفاقها العام. حيث تكون الدولة غير قادرة على تأمين احتياجاتها من الأموال والموارد المالية من خلال المصادر التقليدية الأخرى المتمثلة بالضرائب أو القروض أو فوائض القطاع العام الاقتصادي.

إن انخفاض الإيرادات العامة للدولة وإيرادات الضرائب بسبب جمود الجهاز المالي وعجز الحكومة عن تخفيض إنفاقها العام، مما يؤدي لظهور العجز والبحث عن مصادر تمويله، وإصدار نقود جديدة، دون وجود تغطية نقدية مما يؤدي إلى نشوء قوة شرائية جديدة تزيد من الطلب على السلع والخدمات، دون أن يقابل ذلك زيادة في إنتاج السلع والخدمات، فالعرض يتصف بعدم المرونة وعجزه عن إدراك تطور الطلب وإشباعه، وبالتالي فإن الأسعار سوف ترتفع لإعادة التوازن بين الطلب والعرض. (هذه حالة جمود الجهاز الإنتاجي وهذا ما نلاحظه في سوريا).

تجدر الإشارة بأن سياسة التمويل بالعجز، إذا كان الهدف منها هو تأمين التوسع الاقتصادي وتخليص الاقتصاد من الركود والبطالة، فإن هذه السياسة لا تؤدي للتضخم إذا كان التمويل يوجه لمشاريع ذات مردود سريع وإنتاجية عالية تستطيع امتصاص الكتلة النقدية الزائدة، وبالتالي يمكن عودة السيولة الموضوعية في التداول إلى الخزينة وتسديد الحسابات المكشوفة لدى المصرف المركزي.

ونلاحظ أن اقتصادنا السوري لا تنطبق عليه هذه الحالة فهو يعاني من تفاقم في المديونية الداخلية وزيادة الاستهلاك وضغط متزايد في الطلب على الاستيراد لسد فجوة الإنتاج المحلي، وعجز كبير في ميزان المدفوعات الأمر الذي ينطوي على مخاطر عديدة تتمثل في التضخم وتدهور سعر صرف الليرة السورية.

من الجدير بالذكر أن تزايد مديونية الدولة تجاه مصرف سورية المركزي تكونت بشكل كبير أساسي نتيجة تراكم سندات الدين العام التي تصدرها وزارة المالية بشكل سنوي لتغطية خسائر الدعم التموينية، لتصدق بمرحلة لاحقة من مجلس الشعب، ثم تصدر بمراسيم تشريعية على أن تستحق بعد فترات طويلة المدى.

إن سياسة تمويل العجز من خلال الاقتراض من المصرف المركزي قد أدت لزيادة حجم الدين الحكومي الداخلي من 345019 مليون ليرة سورية عام 2000م إلى 417912 مليون ليرة سورية عام 2010م وهو ما يشكل 39% من حجم الكتلة النقدية M1 البالغة 10.61845 مليون ليرة سورية لعام 2010م¹⁶⁷.

إن عجز الموازنة يزيد حجم الكتلة النقدية في سورية دون مبرر.

¹⁶⁷المصدر النشرة الربعية لمصرف سورية المركزي لعام 2011

ب- طلب الأفراد:

يتمثل في القروض الاستهلاكية.

إن حصول الأفراد على القروض الاستهلاكية تؤدي إلى زيادة العرض النقدي وبالتالي ارتفاع الأسعار إذا لم يرافق الزيادة في العرض النقدي زيادة في الإنتاج..

ت- طلب المنتجين والمستهلكين:

يتمثل في القروض الإنتاجية.

بلغ حجم القروض الاستهلاكية والإنتاجية في سورية لعام 2000م حوالي 263967 مليون ل.س وازدادت في عام 2010 لتصل إلى 1312945 مليون ل.س وهي تشكل 48% من حجم الناتج المحلي البالغ 2700000 مليون ل.س لعام 2010م.

إن زيادة حجم الطلب على النقود سوف يرفع سعر الفائدة لكن الدولة تثبت سعر الفائدة وتستخدم السياسة الإدارية في تخفيض القروض، أي لا يعطى القرض لمن يرغب وهذا يخفض حجم الطلب على النقد.

ثانياً: جانب العرض:

لقد بينا في الفصل الأول مفهوم العرض النقدي بشكل موسع وقد بينا كذلك مقاييسه وبيننا وعرفنا العرض النقدي بأنه كمية وسائل الدفع المتاحة في المجتمع وكمية وسائل الدفع عبارة عن إجمالي النقود وعلى اختلاف أنواعها الموجودة في مجتمع في فترة معينة من الزمن. وباعتبار أن أهم النقود السائدة في المجتمعات في الوقت الحاضر هي عبارة عن النقود الورقية ونقود الودائع بعد تخلي المجتمعات عن التعامل بالنقود السلعية فإن أهم مكونات العرض النقدي هي العملة الورقية وأجزائها المعدنية، ونقود الودائع أو النقود المصرفية (الودائع الجارية).

وينشأ عرض النقود عن طريق المصرف المركزي، أو وزارة المالية أو البنوك التجارية وذلك من خلال التوسع في منح القرض لأي عميل كان (مؤسسة أو شركة أو شخص).

فعندما يكون هناك عجز في الميزانية، فإن العرض النقدي يزداد لتمويل عجز الميزانية لأن النفقات تكون أكبر من الإيرادات، بينما إذا كان هناك فائض في الميزانية، فإن العرض النقدي سينخفض لأن الإيرادات تكون أكبر من النفقات.

إن زيادة الإصدار النقدي من قبل السلطات النقدية دون وجود رقابة حقيقية على إصدار النقد سوف يؤدي إلى زيادة الأسعار نتيجة عدم وجود تغطية إنتاجية قادرة على امتصاص الكتلة النقدية الزائدة، فالعرض الإنتاجي من السلع والخدمات لا يكفي لامتصاص النقود الزائدة وبالتالي ترتفع الأسعار لأنها الوسيلة الوحيدة لإعادة التوازن بين العرض والطلب.

أن جمود العرض وعدم قدرته على اللحاق بالطلب وإدراكه يسبب الارتفاع العام في الأسعار

يرى فالراس: إن الإفراط في عرض النقود= الإفراط في الطلب على خدمات وعناصر الإنتاج+ الإفراط في الطلب على الأصول المالية+ الإفراط في الطلب على السلع والخدمات، وبالتالي فإن الإفراط في عرض النقود يولد إفراطاً في الطلب على النقود، ويرتب على ذلك ارتفاع في الأسعار¹⁶⁸. ويتضمن جانب العرض النقدي:

1- هناك خمس أسباب في النقود (وهي نقطة في الفصل الأول)

2- أسباب زيادة العرض في النقود:

وتأتي هذه الزيادة عن طريق:

أ- التوسع في منح القروض والائتمان:

عندما يقوم المصرف المركزي أو البنوك التجارية بالتوسع في منح الائتمان لأي عميل (مؤسسة أو شخص)، فإن عرض النقود سيزداد، فالمصرف المركزي يقوم بمنح القروض إلى الدولة ومؤسساتها الاقتصادية للقيام بواجباتها وتسديد التزاماتها وتلبية احتياجاتها المالية أو التمويلية للاستمرار في عملية الإنتاج، ورفع مستوى التشغيل والإنتاج، وبقاء التقدم التكنولوجي ثابتاً، وعدم استخدام التقنيات الحديثة الكفيلة بتحسين نوعية الإنتاج وزيادته، فيبقى الإنتاج عاجزاً عن امتصاص النقود الزائدة التي تزيد من الطلب الاستهلاكي على السلع والخدمات، مما يؤدي إلى اختلال العلاقة بين الطلب الكلي والعرض الكلي، وتكون النتيجة ارتفاع الأسعار لإعادة التوازن بين العرض والطلب.

فالجهاز الإنتاجي غير المرن وغير القادر على إنتاج السلع والخدمات التي تقابل الزيادة في القوة الشرائية هي التي تسبب دون أي شك الزيادة في الأسعار حتى يستطيع العرض أن يجري ويواكب تطور الطلب المتنامي والمتزايد على السلع والخدمات الناتجة عن زيادة الكتلة النقدية. كما أن زيادة الطلب على الاستيراد لسد فجوة الإنتاج المحلي لها مخاطر عديدة تتجلى في عجز ميزان المدفوعات، وتدهور سعر صرف الليرة السورية، والخوف الشديد من تقادم المديونية.

أيضاً تقوم البنوك التجارية بمنح القروض للعملاء بهدف تحقيق الربح، وبالتالي زيادة عرض النقود التي تؤدي إلى زيادة الطلب الاستهلاكي على السلع الاستهلاكية والاستثمارية، وكما ذكرنا سابقاً إن عدم وجود مواد إنتاجية كافية من السلع والخدمات لإشباع وسد هذا الطلب المتزايد الناتج عن زيادة العرض النقدي فإن الأسعار سترتفع لإعادة التوازن بين العرض والطلب.

إن التوسع في عمليات منح القروض والائتمان دون وجود دراسة عملية ومخططة سابقاً للمؤسسات الاقتصادية وغير الاقتصادية ساهمت في زيادة العرض النقدي، وبالتالي في ارتفاع الأسعار لعدم مرونة وضعف الجهاز الإنتاجي، غير القادر على امتصاص الكتلة النقدية الزائدة، وإشباع الطلب المتنامي للأفراد والمؤسسات على السلع الاستهلاكية والاستثمارية في سوريا.

¹⁶⁸ رمضان قريعية، اقتصاديات النقود والبنوك، مرجع سابق، ص 252

ب- حالة ميزان المدفوعات¹⁶⁹:

إن تأثير ميزان المدفوعات على العرض النقدي يمكن معالجته من خلال الفرضيتين التاليتين:

✓ فرضية وجود عجز في ميزان المدفوعات: إن وجود عجز في ميزان المدفوعات يخلق فجوة انكماشية في العرض النقدي تؤدي إلى انخفاض في المستوى العام للأسعار الداخلية بالنسبة للأسعار الخارجية، وبالتالي تنشط الصادرات وتنكمش الواردات. (هنا تضطر الدولة لزيادة الإصدار مما يؤدي إلى انخفاض قيمة العملة وارتفاع الأسعار).

فالعجز في ميزان المدفوعات يؤدي إلى تخفيض القيمة الخارجية للنقد الوطني، وبالتالي تكون أسعار المنتجات الوطنية بالعملة الأجنبية رخيصة. بينما تكون أسعار المنتجات الأجنبية بالعملة الوطنية غالية الثمن، فتتنشط الصادرات وتنكمش الواردات، ويتلاشى العجز تدريجياً في ميزان المدفوعات، وهذه الحالة لا تنطبق إلا إذا كان العجز في ميزان المدفوعات لا يترافق بارتفاع في المستوى العام للأسعار الداخلية.

ولكن الواقع يشير إلى أن العجز في ميزان المدفوعات يفتح الطريق أمام موجات التضخم وخصوصاً في سورية وذلك بسبب:

- زيادة الإنفاق الاستهلاكي والاستثماري على الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي.
- ارتفاع تكاليف المواد المستوردة (المعدات- الآلات- الأدوات- المواد الأولية...) نتيجة انخفاض القيمة الخارجية للعملة الوطنية، وبالتالي ارتفاع أسعار المنتجات الأجنبية بالنسبة للعملة الوطنية، وتكون النتيجة التضخم وارتفاع الأسعار.

وحتى الدولة رغم وجود عجز في ميزان المدفوعات رفعت قيمة الليرة السورية كانت عند 45-46 ليرة للدولار منذ عام 2006م وحتى العام 2010م وهذا ما أدى لزيادة حجم المستوردات وانخفاض حجم الصادرات أي ناتج العجز في ميزان المدفوعات.

ومع ذلك يثبت المصرف المركزي قيمة الليرة السورية (مرتفعة) حتى حصول الأزمة في عام 2011م.

✓ فرضية وجود فائض في ميزان المدفوعات: إن وجود فائض في ميزان المدفوعات يمكن أن يساهم بشكل كبير في زيادة الطلب الاستهلاكي والاستثماري على السلع والخدمات، مما يؤدي إلى ارتفاع الأسعار بسبب ضعف الجهاز الإنتاجي وعدم مرونته الكافية لإنتاج السلع والخدمات القادرة على سد الطلب الناتج عن زيادة القوة الشرائية للأفراد والمؤسسات، الأمر الذي ينطوي على مخاطر عديدة تتمحور في:

- زيادة الطلب على الاستيراد لسد فجوة الإنتاج المحلي، وبالتالي فإن العجز سيعود إلى ميزان المدفوعات.
- تدهور سعر صرف الليرة السورية ومخاطر المديونية الخارجية.

¹⁶⁹د. محمد صالح جمعة، تطور الكتلة النقدية في سورية 1970-1993 وأثارها الاقتصادية، رسالة ماجستير، جامعة دمشق، ص 79-80

الفصل الثالث: الكتلة النقدية وأسعار الأسهم

كل ذلك نتيجة عدم وجود إنتاج محلي كاف قادر على سد الطلب المتنامي والمتزايد للأفراد والمؤسسات على السلع والخدمات الاستهلاكية والاستثمارية، لذلك فإن الطلب على الاستيراد سيزداد لسد الفجوة التي أحدثتها زيادة العرض النقدي.

ث- توسع الحكومة في منح القروض للقطاعات الاقتصادية المختلفة وخاصة القطاع العام لسد الخسائر التي يتعرض لها (عام — خاص — مشترك)، فالحكومة تكون متحمسة دائما لتحقيق التنمية الاقتصادية والاجتماعية وزيادة عمليات الإنفاق الاستثماري في القطر (الخروج من حالة الركود)، فتقوم بالتوسع في منح القروض للقطاعات الاقتصادية المختلفة، مما يؤدي إلى زيادة الدخل النقدية لهذه القطاعات، وبالتالي زيادة الطلب على كافة أنواع السلع والخدمات الاستهلاكية والاستثمارية بصورة تفوق إمكانيات العرض الإنتاجي مما يؤدي إلى اختلال العلاقة بين الطلب الكلي والعرض الكلي، وتكون النتيجة ارتفاع الأسعار لإعادة التوازن بين الطلب الكلي والعرض الكلي.

ج- زيادة رواتب وأجور العاملين: يطالب العمال بزيادة أجورهم، فتقوم الحكومة بزيادة الرواتب والأجور دون أن تتحمل عبء هذه الزيادة بل تتحمل هذه الزيادات عن طريق رفع الأسعار (أسعار الطاقة - مازوت — بنزين — غاز)، أسمنت، أسمدة كيميائية، مواد أساسية.....)

ح- إذا زيادة رواتب الأفراد والمؤسسات والشركات تؤدي إلى زيادة الطلب الاستهلاكي والاستثماري الذي يؤدي نتيجة جمود العرض الإنتاجي وعدم مقدرة على اللحاق بالطلب وإدراكه إلى ارتفاع الأسعار وتآكل القوة الشرائية وانخفاضها بسبب ضعف الجهاز الإنتاجي وعدم مرونته، وعدم كفاءة المؤسسات الاقتصادية، وتدني مستوى التشغيل فيها، الأمر الذي أدى إلى انخفاض معدلات النمو الحقيقية وتدني مستوى الأرباح وبالتالي يكون التضخم هو النتيجة الحتمية التي لا مفر منها لإعادة التوازن بين العرض المحلي والطلب الكلي.

خ- تمويل طلب الأفراد عن طريق القروض الاستهلاكية

د- تمويل عجز الموازنة عن طريق الإصدار النقدي الذي يؤدي إلى ارتفاع الأسعار حيث تكون الزيادة في العرض النقدي دون أن يقابلها زيادة في الإنتاج

- يمكننا أن نبين أثر زيادة الكتلة النقدية على الأسعار من خلال عدة مقاييس تبين لنا معدلات التضخم السائدة في القطر من هذه المقاييس نذكر:

- معامل الضغط التضخمي أو الاستقرار النقدي:

نستطيع التعرف على معامل الضغط التضخمي من خلال مقارنة معدل نمو السيولة المحلية¹⁷⁰ مع معدل نمو الناتج المحلي الإجمالي بالأسعار الثابتة، ويختار الاقتصاديون السيولة المحلية كمقياس لعرض النقود لما لوحظ في أمريكا سنة 1962 من ثبات العلاقة بين الناتج القومي والسيولة المحلية أكثر من وسائل

¹⁷⁰ لقد بينا المقصود بالسيولة المحلية في الفصل الأول.

الفصل الثالث: الكتلة النقدية وأسعار الأسهم

الدفع الجارية، حيث كانت سرعة تداول النقود أكثر ثباتاً في الأولى، عنها في الثانية مما يساعد الدولة في اتخاذ سياسة فعالة لها¹⁷¹.

والجدول التالي (جدول رقم (13)) يبين لنا الفرق بين معدل نمو السيولة المحلية ومعدل نمو الناتج المحلي الإجمالي بالأسعار الثابتة خلال الفترة 2004-2010.

السنة	معدل نمو السيولة المحلية % (M2)	معدل نمو الناتج المحلي الإجمالي بالأسعار الثابتة %	معامل الضغط التضخمي %	معدل التضخم %
2004	13.4	6.9	6.5	19.5 ¹⁷²
2005	11.8	6.2	5.6	16.8
2006	9.2	5	4.2	12.6
2007	12.4	5.7	6.7	20.1
2008	12.5	4.3	8.2	24.6
2009	9.3	4	5.3	15.9
2010	12.6	6.6	6.2	19.6

المصدر: المجموعة الإحصائية

من خلال الجدول السابق يتضح ارتفاع معامل الاستقرار النقدي خلال جميع السنوات السابقة حيث بلغت أعلى قيمة له 8.2% عام 2008، الأمر الذي يدل على قصور العرض السلعي والخدمي عن زيادة السيولة النقدية، وبالتالي تكون النتيجة ارتفاع الأسعار، حيث كان يلغي التفاوت عبر آلية الأسعار نتيجة قصور العرض السلعي الخدمي عن العرض النقدي.

يتأثر معدل التضخم بشكل أساسي وطردى مع درجة الانفتاح على الاقتصاد الخارجي بما ينسجم مع مقولة (العولمة الاقتصادية). والاقتصاد السوري يشهد درجات كبيرة من الانفتاح والاندماج مع الاقتصاد العالمي والتي يعبر عنها بالنسبة الكائنة بين (إجمالي الصادرات والواردات إلى الناتج المحلي الإجمالي) أي أن: درجة الانفتاح الخارجي = التجارة الخارجية = (صادرات + واردات) / الناتج إن نسبة ودرجة الانكشاف التجاري أي الانفتاح على العالم الخارجي تزداد من سنة إلى أخرى حتى وصلت إلى حدود 63% عام 2007 و 67% عام 2008.

وهناك عوامل داخلية وخارجية تؤثر في معدل التضخم، ومن العوامل الداخلية مثلاً: ارتفاع التكاليف- هوامش الربح الكبيرة- سيطرة الاحتكارات- زيادة الكتلة النقدية- عدم كفاية معدلات النمو الاقتصادي- تراجع إنتاج قطاع الزراعة والصناعة- تصدير المواد الأولية ذات المحتوى التكنولوجي المنخفض- عدم الاستغلال الأمثل للموارد المتاحة- زيادة الأجور بمعدلات أعلى من معدلات زيادة إنتاجية العمل لأنه إلى حد ما يعبر عن معدل التضخم بالتفاضل الكائن بين (معدل نمو الأجر) ومعدل نمو الإنتاجية أي أن: معدل

¹⁷¹ د. يوسف محمد كمال، فقه الاقتصاد النقدي، دار الصابوني، القاهرة، 1993، ص 356.

¹⁷² للحصول على معدل التضخم نعتبر أن كل 1% معامل ضغط تضخمي ترفع معدل التضخم بمعدل 3%، حيث نقوم بضرب معامل الضغط التضخمي بـ 3 للحصول على معدل التضخم.

تضخم الكلفة = معدل نمو الأجر - معدل نمو الإنتاجية, إضافة إلى زيادة الطاقات المعطلة وغير المستغلة- عدم ملائمة أسعار الفائدة- تأخر تنفيذ المشروعات الإنتاجية- سوء الإدارة.. الخ.

أما العوامل الخارجية فتتجلى في (زيادة المستوردات وعدم ترشيدها ما يؤدي إلى استيراد التضخم- وجود كتلة نقدية خارج إطار التعامل الرسمي وخاصة مع الوافدين إلى سورية- زيادة المستوردات من السلع الكمالية على حساب السلع الاستثمارية - استمرار شروط التبادل التجارية لمصلحة الاقتصاديات الخارجية.. الخ).

ويمكن تعريف التضخم في سورية بأنه ظاهرة اقتصادية تنتج عن عدم قدرة الجهاز الإنتاجي السوري الاستجابة لمتغيرات الطلب الكلي بجانبه الاستهلاكي والاستثماري خلال فترة زمنية طويلة نسبياً. ينتج عن ذلك ارتفاع مستمر في الأسعار أو زيادة الكتلة النقدية المتداولة عن قيم السلع والخدمات المنتجة والمقابلة لها.

ويؤدي التضخم إلى سوء تخصيص الموارد في الاقتصاد ويوجهها إلى غير الاستعمالات المثلى لها، ففي أوقات التضخم يميل سلوك المستهلكين والمنتجين إلى أن يصبح أقرب ما يكون إلى المضاربة. بالنسبة للمنتجين تظهر إيرادات المنشآت أعلى من حقيقتها. وقد يؤدي ذلك إلى قيام المنشآت باستثمارات غير منتجة وبالتالي إساءة توزيع الموارد وذلك بسبب عدم مقدرة السوق على نقل المعلومات بشكل صحيح نتيجة الخلل الذي يلحق بمؤشرات الأسعار في السوق, أما بالنسبة للمستهلكين فإنهم سيميلون إلى شراء السلع والخدمات التي يتوقعون ارتفاع أسعارها، وهذا ما يدفع المنتجين إلى توجيه مواردهم نحو إنتاج هذه السلع على الرغم من عدم وجود ضرورة لإنتاجها وهذا يؤدي إلى تعميق سوء تخصيص الموارد.

من ناحية أخرى فإن التضخم يضعف الكفاءة الاقتصادية لأنه يحرف مؤشرات الأسعار، إذا ارتفع سعر السوق لسلعة معينة في اقتصاد ذي تضخم منخفض، فإن البائعين والمشتريين يعلمون أنه كان هناك تغيير فعلي في شروط عرض أو طلب تلك السلعة. وكما يؤدي التضخم إلى انخفاض القوة الشرائية للنقد الوطني وزيادة الطلب على النقود السائلة. ويؤثر التضخم سلباً على كل المؤشرات الاقتصادية والمالية والميزان التجاري وميزان المدفوعات.. الخ. وكذلك على الاستثمارات من خلال تراجع القوة الشرائية لليرة السورية وخلل متطلبات الاستقرار النقدي وتراجع الكفاءة الاقتصادية والدخل الحقيقي الذي يعبر عنه بالنسبة بين الدخل وأسعار المستهلك في السوق الداخلية وأيضاً يؤثر التضخم سلباً على مقومات الاستقرار الاجتماعي وخطط التنمية المستقبلية سواء ما يخص منها الجانب الإنتاجي أم الخدمي وتهميش الطبقات الفقيرة ومن هنا عرف (ميشيل روكار) رئيس وزراء فرنسا الأسبق أن (التضخم هو ضريبة يدفعها الفقراء لمصلحة الأغنياء) بسبب مساهمته في تعميق الهوة بين طبقات المجتمع كما أنه يساهم في إساءة العلاقة بين الدائن والمدين.

ويؤدي التضخم أيضاً إلى زيادة مستويات البطالة بسبب تراجع الاستثمارات وزيادة تكاليف التشغيل. ويؤدي إلى تراجع ثقافة الإنتاج والتوجه نحو شراء الأصول الثابتة مثل الأراضي والمباني والسيارات أي تجميد الأموال في أصول ثابتة لا تولد قيمة مضافة. وإلى زيادة تهريب الأموال وعمليات الفساد وعدم التحكم بأسعار الصرف وزيادة انتشار السوق السوداء.

- معيار الإفراط النقدي¹⁷³:

يستند هذا المعيار إلى أن التغير في نصيب الوحدة المنتجة من النقود هو السبب الرئيسي وراء ارتفاع الأسعار. ويرى فريدمان: أن الاستقرار في المستوى العام للأسعار لا يتحقق إلا بنجاح السلطات النقدية بتحديد (الحجم الأمثل للنقود)، الذي يجب أن يلغي معدل تغيره في كل فترة زمنية، الأثر الذي يمارسه معدل التغير في الناتج القومي ومعدل تغير الطلب على النقود أو سرعة دورانها محافظاً على مستوى الأسعار السائدة في سنة الأساس.

وبحسب هذا المعيار إن ارتفاع نصيب الوحدة المنتجة من كمية النقود عن حجمها الأمثل يؤدي إلى نشوء إفراط نقدي يسبب الارتفاع التضخمي في الأسعار.

ويقترح الدكتور رمزي زكي الصيغة التالية لحساب كمية النقود عن حجمها الأمثل:

$$M_{ext} = Q_0 Y_t - M_t$$

حيث: M_{ext} : حجم الإفراط النقدي.

Q_0 : متوسط نصيب الوحدة من الناتج المحلي الحقيقي من كمية النقود المتداولة السائدة في سنة الأساس عن مستوى معين من الأسعار.

Y_t : حجم الناتج المحلي الحقيقي بالأسعار الثابتة في السنة.

M_t : كمية النقود المتداولة فعلياً في السنة.

يفترض وفق هذه الصيغة ثبات الطلب على الاحتفاظ بالنقود، إلا أنه يتم دائماً تغير الطلب على النقود أو سرعة دورانها، وخاصة في أوقات التضخم والانكماش.

يحسب نصيب الوحدة المنتجة من كمية النقود من القانون التالي:

نصيب الوحدة المنتجة من كمية النقود = كمية النقود / كمية الناتج المحلي الإجمالي.

ويجب أن تنخفض هذه النسبة حسب رأي الكلاسيك إلى 15-20% في أكثر الأحيان وإلى 30% حسب كينز، الأمر الذي يؤدي إلى ارتفاع الأسعار وتضاعفها.

إن كل إفراط نقدي يؤدي إلى ارتفاع تضخمي في الأسعار من شأنه أن يتحول إلى تضخم فعلي إذا توفرت فيه الشروط التالية:

- ✓ أن تترافق الضغوط التضخمية مع ازدياد مضطرب في العرض النقدي.
- ✓ أن تتحول الدخول الناجمة عن تدفقات الإنفاق الأولي إلى إنفاق استهلاكي بجزء كبير منه.
- ✓ أن يكون تطور العرض (الإنتاج) عاجزاً عن إدراك معدل تطور الطلب.
- ✓ أن يزيد معدل نمو العرض النقدي عن معدل نمو الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي.

¹⁷³ د. محمد صالح جمعة، تطور الكتلة النقدية في سورية 1970-1993 وآثارها الاقتصادية، رسالة ماجستير، جامعة دمشق، ص 90-91.

الفصل الثالث: الكتلة النقدية وأسعار الأسهم

إن جميع هذه الشروط تنطبق في الواقع على الاقتصاد السوري، حيث أن الجهاز الإنتاجي ضعيف ويتصف بعدم المرونة وعاجز عن تأمين الازدياد المستمر في الطلب الاستهلاكي، كما أن الإنتاج الزراعي مازال متقلب من سنة إلى أخرى، ومعدلات نمو العرض النقدي هي أكبر بكثير من معدلات نمو الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي، ولا تزال الموازنة العامة تعاني من عجوزات مالية مستمرة نسبياً.

- معيار فائض المعروض النقدي

يتحقق فائض المعروض النقدي نتيجة زيادة كمية النقود في الاقتصاد عن تلك النسبة التي يرغب الأفراد الاحتفاظ بها بصورة نقدية. ويعتمد صندوق النقد الدولي هذه الطريقة لقياس فائض المعروض النقدي وفق المعادلة الرياضية التالية¹⁷⁴:

$$G = \Delta M - \left(\frac{M}{GDP} \times \Delta GDP \right)$$

حيث أن: G: تمثل الفجوة التضخمية.

ΔM : تمثل التغير في عرض النقود M2.

M: تمثل عرض النقود M2

GDP: تمثل الناتج المحلي الإجمالي.

ΔGDP : تمثل التغير في الناتج المحلي الإجمالي.

وعند دراستنا لهذه الطريقة سننتطرق لحساب فائض المعروض النقدي بالأسعار الثابتة وفائض المعروض النقدي بالأسعار الجارية (التضخم المكبوت).

جدول رقم (14) يوضح تطور فائض المعروض النقدي بالأسعار الثابتة 2002-2009 (مليون ليرة سورية)

السنوات	RGDP	(1) Δ RGDP	M2	Δ M2	(2) M/ GDP	2*1	RG	G/ RGDP
2002	1006431		875427					
2003	1017619	11188	946756	71329	0.93	10405	60920	6
2004	1085992	68373	1073551	126794	0.99	67590	59204	5.45
2005	1151462	65469	1200692	127142	1.04	68268	58874	5.11
2006	1211339	59877	1310694	110002	1.08	64788	45214	3.73
2007	1284035	72696	1472609	161914	1.15	83372	78542	6.12
2008	1341516	57481	1656100	183491	1.23	70960	112531	8.39
2009	1422178	80662	1810735	154635	1.27	102700	51935	3.65

المصدر: النشرات الربعية للمصرف المركزي للسنوات المذكورة.

¹⁷⁴ د. رمزي زكي، مشكلة التضخم في مصر، الهيئة المصرية للكتاب، القاهرة، 1980، ص 154

الفصل الثالث: الكتلة النقدية وأسعار الأسهم

جدول رقم(15) يوضح تطور فائض المعروض النقدي بالأسعار الجارية(التضخم المكبوت)2002-
2009(مليون ليرة سورية)

السنوات	NGDP	(1) Δ NGDP	M2	Δ M2	(2) M2/NGDP	2*1	NG	G/ NGDP
2002	1016519		875427		0.86			
2003	1067265	50746	946756	71329	0.89	45016	26313	2.47
2004	1266891	199626	1073551	126794	0.85	169161	-42367	-3.34
2005	1506440	239549	1200692	127142	0.80	190930	-63788	-4.23
2006	1704974	198534	1310694	110002	0.77	152622	-42620	-2.50
2007	2017825	312851	1472609	161914	0.73	228319	-66405	-3.29
2008	2445060	427235	1656100	183491	0.68	289377	-105886	-4.33
2009	2519151	74091	1810735	154635	0.72	53256	101379	4.02

المصدر: النشرات الربعية للمصرف المركزي للسنوات المذكورة.

تشير الأرقام الواردة في الجدول رقم (14) إلى زيادة العرض النقدي M2 بين عامي 2002-2008 بنسبة 91.4%. كما تشير الأرقام إلى إن التغير في العرض النقدي M2 قد فاق التغير في حجم الطلب على النقود خلال جميع السنوات المذكورة وهذا يعني اختلال العلاقة بين عرض النقود والطلب عليها وبالتالي المساهمة في زيادة الفجوة التضخمية من 60920 مليون ل.س عام 2003 إلى 112531 مليون ل.س عام 2008 بينما انخفضت عام 2009 إلى 51935 مليون ل.س، كما بلغت نسبة فائض المعروض النقدي من الناتج الحقيقي 8.85 % عام 2008 و 3.93 % عام 2009.

ومن خلال الجدول رقم(15) من خلال حساب فائض المعروض النقدي بالأسعار الجارية(التضخم المكبوت) نجد نسب فائض المعروض النقدي سجلت قيما سالبة في الفترة 2004-2008 وصلت إلى - 4.23 % عام 2005 في حين بلغت في عام 2008 حوالي 4,33 %.

إن حجم الفائض النقدي لم يظهر من خلال هذه الإحصائيات، وهذا يدل على وجود نقود أخرى لم تظهر هنا وتتمثل في القروض التي يمنحها المصرف المركزي للحكومة، وهي تعد جزءا من الكتلة النقدية لأنها لا تخضع للسداد، فإذا أضفنا حجم القروض من المصرف المركزي نستطيع التوصل إلى حجم الفائض النقدي وتقدير معدل التضخم الحقيقي.

المبحث الثاني: أثر زيادة الكتلة النقدية على الناتج المحلي

الإجمالي في سورية:

تهدف جميع الإجراءات النقدية إلى زيادة الإنتاج لأنه يشكل المصدر الأساسي للدخل والمصدر الأساسي للإيرادات العامة وعليه تقع جميع إجراءات التوزيع، فكلما زاد الناتج ازداد الدخل وتزداد الأجور والأرباح، ويمكن أن يؤدي ذلك إلى تحسين¹⁷⁵ الأوضاع المعيشية للسكان، لقد استخدمت الدولة سياسة الإصدار (زيادة الإصدار) وذلك لتحقيق الأهداف التالية:

1- تلبية احتياجات الاقتصاد الوطني من النقد نظرا إلى إن الأفراد يستخدمون طريقة الدفع نقدا بدلا من طريقة الدفع بال شيكات (النقد الخطية) وذلك لتخلف طرق الدفع وتخلف العادات المصرفية، وهذا ما يدفع الدولة بشكل مستمر إلى زيادة الإصدار بهدف زيادة الإنتاج وتلبية احتياجات الاقتصاد.

2- تلبية احتياجات الخزينة العامة لأن الدولة تستدين من المصرف المركزي لتمويل نفقاتها العامة عندما لا تكفي الإيرادات العامة. وبما أن الدولة تستخدم سياسة الإعفاءات الضريبية والسماح الضريبي لتشجيع الإنتاج فإن الواردات الضريبية هي أقل من النفقات العامة، وهذا ما يفرض على الدولة زيادة الإصدار.

3- اعتماد الدول النامية وسورية على وظيفتين للنقد (وظيفة وسيلة للدفع ووظيفة وسيلة للتداول) وإهمال الوظائف الأخرى، وهذا ما يدفع الدولة إلى زيادة الإصدار لتلبية هاتين الوظيفتين، بينما في الدول المتقدمة يستخدم الأفراد النقود الخطية وطرق الدفع بال شيكات كثيرا، ولا تزيد الدولة الإصدار لتلبية احتياجات الاقتصاد، لأن طريقة الدفع بالنقود الخطية توفر على الدولة زيادة الإصدار.

4- استخدام سياسة التضخم المرغوب فيه الذي جاءت به النظرية الكينزية والذي يقول: بما أن التضخم يساعد على زيادة الأجور والأرباح والأسعار ينعكس ذلك إيجابا على التشغيل والعمالة، فإنه من المرغوب فيه أن تفتعل الدولة التضخم، أما إذا بلغ حدودا عالية وأدى ذلك إلى زيادة الأسعار أكثر من زيادة الدخل فيصبح مضرا بالاقتصاد الوطني وينصح بعدم استخدامه.

¹⁷⁵د. علي كنعان، النظام النقدي والمصرفي السوري "مشكلاته واتجاهات إصلاحه"، دار الرضا للنشر، الطبعة الأولى، دمشق، 2000، ص36-

الفصل الثالث: الكتلة النقدية وأسعار الأسهم

يشبه معظم الاقتصاديون وظيفة النقود في الاقتصاد بوظيفة الدم في جسم الإنسان لما لها من دور هام في ترسيخ دعائم النمو وتحقيق التنمية الاقتصادية والاجتماعية نظرا لارتباطها الوثيق بكافة المجالات الاقتصادية والاجتماعية وعلى جميع الأصعدة (الاستهلاك — الادخار — الاستثمار — الأسعار — الأجور.....الخ). فالنقود هي القوى المحركة لعجلات الإنتاج وزيادة النمو الاقتصادي.

وهناك ارتباط تام ووثيق بين المتغيرات في العرض النقدي والتغيرات في الناتج المحلي الإجمالي، حيث إن زيادة (انخفاض) أحدهم يؤدي إلى زيادة (انخفاض) الآخر بنفس الاتجاه إما صعودا أو هبوطا. فمن المعلوم إن الائتمان المحلي الممنوح لكافة القطاعات الاقتصادية من أهم العوامل المؤثرة في تغيرات العرض النقدي لا سيما أن مساهمة السياسة النقدية في التنمية الاقتصادية وزيادة معدل النمو الاقتصادي تكون عن طريق التغيرات التي تدخلها على العرض النقدي من حيث الزيادة أو التقليل حسب ما يتطلبه الوضع الاقتصادي خلال فترة زمنية معينة.

ومن الممكن أن نبين درجة العلاقة بين التغيرات في العرض النقدي والتغيرات في الناتج المحلي الإجمالي من خلال مقياس معامل الارتباط الذي يقيس مقدار الارتباط بين أي متغيرين، ومن الجدير بالذكر أن معامل الارتباط يتميز بالخصائص التالية:

- ✓ تتراوح قيمته العددية بين الصفر والواحد الصحيح.
- ✓ هذا المقياس يساوي صفرا في حالة الانعدام ويساوي الواحد في حالة الارتباط التام.
- ✓ يكون الارتباط موجبا بين أي متغيرين عندما يكون معامل الارتباط أكبر من الصفر بمعنى أن التغيرات في كليهما تتجه مع بعضها في الاتجاه نفسه صعودا أو هبوطا ولكن بنسب مختلفة .

ويبين الجدول رقم (16) تغيرات عرض النقد والتغيرات في الناتج المحلي بالأسعار الثابتة خلال الفترة 2009-2002.

الفصل الثالث: الكتلة النقدية وأسعار الأسهم

جدول رقم (16) التغيرات في العرض النقدي والتغيرات في الناتج المحلي الإجمالي بالأسعار الثابتة خلال الفترة 2009-2002

السنوات	تغيرات العرض النقدي M2	تغيرات الناتج المحلي الإجمالي بالأسعار الثابتة
2002	145033	56186
2003	71329	11188
2004	126794	68373
2005	127142	67687
2006	110002	58368
2007	161914	68953
2008	183491	57481
2009	154635	80662

المصدر: النشرات الربعية الصادرة عن مصرف سوريا المركزي للأعوام المذكورة.

وباستخدام البرنامج الإحصائي SPSS نستطيع حساب معامل الارتباط بين المتغيرين (تغيرات العرض النقدي) و (تغيرات الناتج المحلي الإجمالي بالأسعار الثابتة).

Correlations

		VAR00001	VAR00002
VAR00001	Pearson Correlation	1	.697
	Sig. (2-tailed)		.055
	N	8	8
VAR00002	Pearson Correlation	.697	1
	Sig. (2-tailed)	.055	
	N	8	8

نجد من الجدول السابق أن معامل الارتباط بين تغيرات العرض النقدي والتغيرات في الناتج المحلي الإجمالي بالأسعار الثابتة 69.7%.

حيث إن 0.697 من التغيرات في الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي ناجمة عن التغيرات في العرض النقدي.

الفصل الثالث: الكتلة النقدية وأسعار الأسهم

أي إن زيادة العرض النقدي تؤدي إلى زيادة الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي.

حيث إن زيادة الناتج المحلي الإجمالي لمواجهة زيادة العرض النقدي تؤدي إلى تجنب التضخم

ونستطيع كذلك حساب درجة الارتباط بين تغيرات العرض النقدي والتغيرات في الناتج المحلي الإجمالي بالأسعار الجارية كما في الجدول رقم (17)

جدول رقم (17) التغيرات في العرض النقدي والتغيرات في الناتج المحلي الإجمالي بالأسعار الجارية خلال الفترة 2002-2009

السنوات	تغيرات العرض النقدي M2	تغيرات الناتج المحلي الإجمالي بالأسعار الجارية
2002	145033	42511
2003	71329	50746
2004	126794	195874
2005	127142	239549
2006	110002	198534
2007	161914	312851
2008	183491	427235
2009	154635	74091

المصدر: النشرات الربعية الصادرة عن مصرف سوريا المركزي للأعوام المذكورة.

Correlations

		VAR00001	VAR00002
VAR00001	Pearson Correlation	1	.588
	Sig. (2-tailed)		.126
	N	8	8
VAR00002	Pearson Correlation	.588	1
	Sig. (2-tailed)	.126	
	N	8	8

نجد من الجدول السابق أن معامل الارتباط بين تغيرات العرض النقدي والتغيرات في الناتج المحلي الإجمالي بالأسعار الجارية 58.8%.

الفصل الثالث: الكتلة النقدية وأسعار الأسهم

حيث إن 0.588 من التغيرات في الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي ناجمة عن التغيرات في العرض النقدي.

يلاحظ من خلال دراسة العلاقة بين النقد والناتج بالأسعار الثابتة والناتج بالأسعار الجارية وحسب الفرضية الأولى التي نحن بصدد اختبارها بأن زيادة حجم النقد تؤدي لزيادة الناتج (وارتفاع الأسعار).

إن زيادة الناتج في سورية تنجم عن زيادة النقد، حيث أكدت الإحصائيات بأن 58% من زيادة الناتج في سورية ناجمة عن زيادة النقد، أي ثلثي الزيادة تضخمية والثلث ينجم عن الزيادة في العوامل الأخرى لذلك شكلت في الماضي وتشكل زيادة الإصدار النقدي ضغوطاً تضخمية أدت لمعدل تضخم تراوح بين 25-30% خلال الخطة الخمسية العاشرة.

وهذه العلاقة يمكن أن تعتبر مؤشراً للتوصل إلى توقعات حول تطور الناتج المحلي الإجمالي. وفيما يلي جدول رقم (18) يبين معدلات نمو الكتلة النقدية في سورية بملايين الليرات السورية.

السنوات	M1 العرض النقدي	M2 العرض النقدي	معدل نمو M1 %	معدل نمو M2 %
2002	503030	875427	19.8	19.9
2003	550316	946756	9.4	8.1
2004	610860	1073551	11.0	13.4
2005	697700	1200692	14.2	11.8
2006	687439	1310694	-1.5	9.2
2007	731669	1472609	6.4	12.4
2008	827260	1656100	13.1	12.5
2009	916018	1810735	10.7	9.3
2010	1061846	2039278	15.9	12.6

المصدر: النشرات الربعية لمصرف سورية المركزي للأعوام المذكورة

الفصل الثالث: الكتلة النقدية وأسعار الأسهم

جدول رقم(19)العلاقة بين الكتلة النقدية والناتج المحلي الإجمالي في سورية بملايين الليرات السورية

السنوات	M1	M2	الناتج المحلي الإجمالي بالأسعار الجارية	نمو الناتج	الناتج/M2	الناتج/M1
2002	503030	875427	1016519	0.07	0.86	0.49
2003	550316	946756	1067265	0.05	0.89	0.52
2004	610860	1073551	1266891	0.18	0.85	0.48
2005	697700	1200692	1506440	0.18	0.80	0.46
2006	687439	1310694	1704974	0.15	0.77	0.40
2007	731669	1472609	2017825	0.18	0.73	0.36
2008	827260	1656100	2445060	0.21	0.68	0.34
2009	916018	1810735	2519151	0.03	0.72	0.36

المصدر: النشرات الربعية لمصرف سورية المركزي للأعوام المذكورة

عند دراسة العلاقة بين الناتج المحلي الإجمالي بالأسعار الجارية والكتلة النقدية، من خلال المقارنة بين معدلات نمو كل من الناتج المحلي الإجمالي بالأسعار الجارية والكتلة النقدية.

نجد مما سبق أن معدلات نمو الكتلة النقدية M1 خلال السنوات المدروسة 2002 و 2003 أعلى من معدلات نمو الناتج المحلي الإجمالي بالأسعار الجارية، لتضبط فيما بعد معدلات نموها وتصبح أدنى من معدل نمو الناتج المحلي.

أما معدلات نمو الكتلة النقدية M2 فكانت مختلفة عن تحركات الناتج المحلي الإجمالي. ونجد أن أعلى نسبة لـ M2 من الناتج المحلي الإجمالي بلغت عام 2003م 89%، ثم أخذت بالتناقص في الأعوام التالية حيث بلغت 0.72 عام 2009.

وكما ذكرنا فإن زيادة الكتلة النقدية تؤدي إلى زيادة الناتج المحلي الإجمالي. (زيادة تضخمية). إلا إنه من الناحية العملية لم تستطع السياسة النقدية من خلال زيادة عرض النقد أن تؤدي إلى زيادة فعلية في الناتج المحلي وذلك للأسباب التالية:

- ✓ أن توظيف القروض في مجال الاستثمار لا يعطي أثراً إيجابية نظراً إلى توجه بعض القروض إلى قطاعات خدمية أو عقارية وهي مخصصة للإنتاج كما هو مخطط.
- ✓ إن الدولة تبالغ في زيادة المعروض النقدي حيث تشير المدرسة النقدية إلى أن معدل نمو عرض النقد يجب ألا يتجاوز نصف معدل نمو الناتج وبذلك تفقد هذه الزيادة أثارها الإيجابية في زيادة الناتج وتتحول إلى قوة ضغط تضخمية. حيث كانت الزيادة في النقد في عام 2009م 9,3% في حين كانت زيادة الناتج 3% وهذا يعني حسب النظرية النقدية يجب أن تكون زيادة النقد 1,5% وليس 9,3%، أي إن الفائض هو 9,3%-1,5%=7,8%، وهو عنصر الضغط من النقد على الناتج (معدل تضخم صافي).

المبحث الثالث: أثر الكتلة النقدية على الادخار والاستثمار :

يعبر الاستثمار على مستوى المنشأة أو المشروع عن شراء أو تكوين أصول إنتاجية مثل المباني والمعدات والتجهيزات والآلات وغيرها، وذلك بقصد توظيفها في العملية الإنتاجية والحصول على السلع أو الخدمات الإنتاجية. ويختلف الاستثمار الإنتاجي عن الاستثمار في الأصول المالية، مثل شراء الأوراق المالية والأسهم والسندات وغيرها، ويطلق على الاستثمار في الأصول الإنتاجية مصطلح الاستثمار الحقيقي أو الإنتاجي إذا ما أردنا تمييزه عن الاستثمار في الأصول المالية.

أما على المستوى الكلي فإن الاستثمار يضم جميع الاستثمارات الفردية الصغيرة والكبيرة والحكومية في المشروعات الإنتاجية وفي جميع قطاعات الاقتصاد الوطني بشرط أن تكون الأجهزة والآلات حديثة غير مستعملة. أما الادخار فهو ذلك الجزء من الدخل الذي لا يستهلك.

تعاني اقتصاديات البلدان النامية من نقص المدخرات الوطنية المعدة للاستثمار نظرا إلى الأسباب التالية:

- 1- وجود تشوه هيكلي في الاقتصاد الوطني حيث تنمو القطاعات الخدمية وخاصة التجارة على حساب القطاعات الأخرى "الصناعة" و "الزراعة".
- 2- اهتمام رجال الأعمال بقطاع التصدير والاستيراد الذي يدر دخلا مرتفعا بعكس قطاعي الصناعة والزراعة الذين تتخفف فيهما الأرباح وتزداد المخاطر.
- 3- هيمنة فئة من التجار ورجال الأعمال على القرار الاقتصادي في الدول النامية مما يؤدي إلى إصدار قرارات تخدم مصالح فئة أو قطاع على حساب فئة أو قطاع آخر.
- 4- عدم وجود سوق مالية لتجميع المدخرات لوطنية وتوظيفها في المجال الصحيح مما يفسح المجال لنشوء السماسرة وجامعي الأموال - مقابل فوائد مرتفعة - ثم إخراجها خارج الحدود الوطنية.

إن هذه الأسباب والظروف تجعل من غير المعقول توظيف المدخرات الوطنية في القطاع المصرفي في النشاطات الصناعية، بل تتجه أكثر التوظيفات إلى قطاع التجارة والخدمات واستيراد السلع الكمالية والسيارات وغيرها.

إذا عدنا للمدارس الاقتصادية نجد أن أنصار المدرسة الكلاسيكية يرون أن كل ادخار يتحول إلى استثمار وأن رجال الأعمال يدخرون جزءا من أرباحهم لكي يعيدوا توظيفها ثانية في الاستثمار. واعتبروا أن سعر الفائدة يؤدي دورا بارزا في الادخار والاستثمار لأن الادخار دالة طردية لسعر الفائدة والاستثمار دالة عكسية له. ويعد الكلاسيك الادخار هو عرض النقود. والاستثمار هو الطلب على

الفصل الثالث: الكتلة النقدية وأسعار الأسهم

النقود¹⁷⁶. ونلاحظ أن ألفرد مارشال يؤكد على سعر الفائدة هو ثمن استخدام رأس المال، حيث يميل هذا السعر إلى مستوى التوازن عندما يتعادل الطلب الكلي على النقد مع العرض الكلي¹⁷⁷.

أما ملتون فريدمان فإنه يرى أن سعر الفائدة يتحدد بواسطة قوى الادخار والإنتاج فلو أن سعر الفائدة ظاهرة نقدية بحتة لاستطاعت السلطات النقدية أن تدفعه إلى أي مستوى ترغب فيه، وبذلك تربط المدرسة النقدية الحديثة سعر الفائدة بالإنتاج أي بالطلب على الاستثمار وظروف الإنتاج في كل دولة¹⁷⁸.

أما المدرسة الكينزية فإنها تربط سعر الفائدة بالدخل، وبالسلوك الذي يتخذه كل مستهلك، فإذا ازداد الدخل وفضل المستهلك الاحتفاظ بالنقد لفترة قادمة فإن سعر الفائدة سوف يميل إلى الانخفاض، أما إذا فضل المستهلك عدم تأجيل الاستهلاك (التفضيل النقدي) فإن سعر الفائدة سوف يميل إلى الارتفاع وبذلك ربطت الكينزية الطلب على الادخار بالدخل وبمستوى التفضيل النقدي (تأجيل الاستهلاك).

إن حجم المدخرات الوطنية يتأثر بلا شك بالظروف الاقتصادية المحيطة وبكل من الاستثمار والإنتاج وسعر الفائدة وحجم السندات المتداولة وحجم الاستهلاك الوطني والاستيراد والتصدير وغيرها، وإذا أردنا إسقاط هذه النظريات على الاقتصاد السوري يتبين مايلي:

- 1- ثبات سعر الفائدة عند مستوى 9%- منذ عام 1981 وحتى 2003/6/7 في سورية.
 - 2- الاستثمار يتمتع بإعفاءات ومزايا ضريبية متعددة بموجب قوانين الاستثمار.
 - 3- يحصل كل مستثمر على 50% من قيمة مشروعه بالقروض المحلية وعند سعر فائدة 9% كما هو الحال في المشاريع الوطنية.
 - 4- تستطيع المصارف تمويل أي مشروع مهما بلغت تكاليف تأسيسه بالعملة الوطنية نظرا إلى توافر السيولة اللازمة في القطاع المصرفي الحكومي.
- وأبرمت سورية عدة اتفاقيات ثنائية لتشجع وحماية الاستثمارات العربية والأجنبية.

¹⁷⁶د.محمد صالح جمعة، السياسة النقدية في سورية واثرها في نمو الناتج المحلي الإجمالي خلال الفترة 1970-2000، رسالة

ماجستير، جامعة دمشق، ص265

¹⁷⁷د.سمير محمد عبد العزيز: تمويل التنمية الاقتصادية، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية، 1988، ص40.

¹⁷⁸د.سامي خليل، النظريات والسياسة النقدية، مرجع سابق، ص170-171.

الفصل الثالث: الكتلة النقدية وأسعار الأسهم

ويبين الجدول التالي مساهمة الاستثمار في زيادة الناتج المحلي الإجمالي ومساهمة العرض النقدي في زيادة الاستثمارات في سورية.

جدول رقم (20) مساهمة الاستثمار في زيادة الناتج المحلي الإجمالي ومساهمة العرض النقدي في زيادة الاستثمارات في سورية.

السنة	العرض النقدي M2	الناتج المحلي الإجمالي بالأسعار الجارية	إجمالي الاستثمار			معدل نمو الاستثمار	الاستثمار الناتج %	الاستثمار العرض النقدي %
			المجموع	الاستثمار الخاص	الاستثمار العام			
2000	586164	903944	99331	56761	156092	-	17.27	26.63
2001	730393	974008	117137	81023	198160	0.26	20.34	27.13
2002	875427	1016519	125192	81377	206569	0.04	20.32	23.60
2003	946756	1067265	160130	88636	248766	0.20	23.31	26.28
2004	1073551	1266891	141330	133170	274500	0.10	21.67	25.57
2005	1200692	1506440	167155	179582	346737	0.26	23.02	28.88
2006	1310694	1704974	172212	199307	371519	0.07	21.79	28.35
2007	1472609	2017825	178317	233819	412136	0.10	20.42	27.99
2008	1656100	2445060	158399	250326	408725	-0.008	16.72	24.68
2009	1810735	2519151	195275	256491	451766	0.10	17.93	24.95

المصدر: النشرات الربعية لمصرف سورية المركزي.

نلاحظ من الجدول السابق أن معدل نمو الاستثمار قد بلغ في عام 2001 حوالي 26% ثم انخفض عام 2006 ليصل إلى 7% وليعود لينخفض عام 2008 إلى نمو سلبي -0.8% ومن ثم ليعود ليرتفع إلى 10% عام 2009.

ومن جانب آخر نجد أن مساهمة الاستثمار في زيادة الناتج المحلي الإجمالي قد ارتفعت من 17.27% عام 2000 إلى 23.05% عام 2005 ثم لتتراجع عام 2009 إلى 17.93% رغم ارتفاع الناتج المحلي الإجمالي خلال الفترة المذكورة الأمر الذي يعكس زيادة غير حقيقية في الناتج المحلي الإجمالي ويفسر زيادته بارتفاع الأسعار وليس الكميات المنتجة.

كما يتبين من الجدول السابق أن حجم الاستثمار إلى العرض النقدي قد بلغ عام 2000 حوالي 26.63% ليرتفع إلى 28.35% عام 2005 ثم لينخفض عام 2009 ليصل إلى 24.95% مما

الفصل الثالث: الكتلة النقدية وأسعار الأسهم

يدل على وجود كتلة نقدية فائضة غير مستقرة تشكل عاملاً ضاغطاً باتجاه حدوث الظواهر التضخمية وهذا دليل واضح على وجود ظاهرة الركود التضخمي في سورية.

ورغم محاولات الحكومة الجادة لتشجيع الاستثمار من خلال الإعفاءات والمزايا وقوانين الاستثمار¹⁷⁹ التي قدمت للمستثمرين، فما يزال المناخ¹⁸⁰ الاستثماري في سورية غير ملائم لجذب الاستثمارات، وذلك للأسباب التالية:

- 1- **البنية التحتية:** إن التأخر في إنجاز المدن الصناعية في كافة المحافظات المجهزة بكافة الخدمات الضرورية (كهرباء، ماء، طرق، مصارف، خدمات اتصالات، ... الخ) يشكل عقبة كبيرة أمام المستثمرين مما يدفعهم لمواجهة مشكلة تأمين الأرض المناسبة المسموح بالترخيص بها ويحملهم أعباء إضافية، خاصة إذا كانت هذه المناطق بعيدة عن الخدمات الضرورية ويوقعهم في مشاكل الترخيص الإداري.
- 2- **النظام المصرفي والتعاملات المالية:** بالرغم من قيام عدد من المصارف الخاصة مازال القطاع المصرفي في سورية يعاني من نقص واضح في تقديم الخدمات المصرفية (إيداعات، قروض، تسليفات ائتمانية، خدمات مصرفية أخرى مختلفة). ويعود ذلك إلى عدم تطوير العمل المصرفي ومواكبته للتغيرات الجارية في هذا المجال إلى جانب نقص الكفاءات والخبرات المصرفية وما يرافق ذلك من إجراءات روتينية مطولة الأمر الذي يعرقل إنجاز العمليات المصرفية ويطيل زمن إنجازها في حين تتسابق المصارف في تنوع الخدمات المصرفية والسرعة في تقديم الخدمة. فالمصارف السورية تفقد إلى المرونة في التعامل وعدم وضوح خطة التسليف والائتمان لديها ووضع قيود متشددة على التسليف والائتمان المصرفي ويوضح هذا انخفاض نسبة التسليفات الائتمانية إلى الإيداعات المصرفية.
- 3- **أسعار الفائدة:** يعتبر تثبيت أسعار الفائدة عند حد معين لفترة طويلة تحييد لأهم أدوات السياسة الاقتصادية النقدية التي تلعب دوراً فاعلاً في تشجيع الاستثمار وتوجيهه نحو الأنشطة الاقتصادية التي ترغب الدولة في تنميتها حيث تحتاج بعض الأنشطة الاقتصادية إلى دعم ورعاية من قبل الدولة ويتم ذلك في أغلب الدول من خلال منح قروض استثمارية بفوائد مخفضة، في حين يعاني المستثمرون حالياً من ارتفاع سعر الفائدة على القروض الصناعية، إذ تصل فائدة القرض في بعض الحالات إلى 15 % بما فيها الأعباء الإضافية.

¹⁷⁹ وقوانين الاستثمار في سورية هي:

- 1- قانون تشجيع الاستثمار رقم 10 لعام 1991 وتعديلاته بموجب المرسوم 7 لعام 2000 والذي جاء تنويعاً لتدعيم المناخ الاستثماري في سورية في إطار التوجه نحو تشجيع استثمار أموال المواطنين العرب والسوريين المقيمين والمغتربين ورعايا الدول العربية والأجنبية في المشاريع الاستثمارية في سورية والذي أعطى كثيراً من الحوافز والمزايا للمستثمرين بحيث تتدفق الاستثمارات إلى سورية بكل حرية وتخرج من أرباحها وأصولها بكل حرية.
- 2- المرسوم 10 لعام 1986 شركات القطاع الزراعي المشترك .
- 3- القرار رقم 186 لعام 1985 لتشجيع الاستثمار في قطاع السياحة .
- 4- القانون رقم 348 لعام 1969 لتشجيع رساميل المغتربين والرساميل العربية
- 5- المرسوم رقم 103 لعام 1952 لتشجيع الاستثمار في القطاع الصناعي.
- 6- المرسوم التشريعي رقم 58 لعام 1970 والذي تضمن إعفاء الودائع من رسوم الطوابع عن جميع عمليات ودائع التوفير لدى المصارف وصناديق التوفير وكذلك ضريبة الدخل على رفع رؤوس الأموال المتداولة وعلى جميع الفوائد الناتجة عن ودائع التوفير كما يتضمن بأن تتمتع تلك الودائع بضمانة الدولة وحمايتها.
- 7- القانون رقم 36 لعام 1972 والذي نص على إعفاء الفنادق الدولية من الدرجتين الممتازة والأولى التي تستثمر ضمن الفنادق من جميع الضرائب والرسوم الجمركية وغيرها.

¹⁸⁰ مناخ الاستثمار هو مجمل الأوضاع القانونية والاقتصادية والسياسية والاجتماعية التي تكون البيئة التي يتم فيها الاستثمار وتظل مكونات هذه البيئة متغيرة ومتداخلة إلى حد كبير.

- 4- **الضرائب والرسوم:** إن تطبيق نظام ضريبي يتصف بالوضوح والشفافية والعدالة في التكاليف أهم بالنسبة للمستثمر الجاد من إعفاءات سخية يعقبها ضرائب متعددة ومتشابكة وبنسب مرتفعة ترهق المكلف. الرسم القنصلي. رسوم تصديق المخططات من نقابة المهندسين.
- 5- **التعامل بالقطع الأجنبي:** يقف المستثمرون مطولا أمام القيود والشروط الموسوعة على التعامل بالقطع الأجنبي خاصة المستثمر غير السوري وتشكل بالنسبة لبعضهم عاملا منفرا وتعطي صورة غير جيدة عن مناخ الاستثمار، صحيح أنه تم إعطاء بعض المرونة وتخفيف القيود على التعامل بالقطع الأجنبي لكن لا تزال هناك قيود وشروط للتعامل بالقطع الأجنبي تسبب ردة فعل سلبية من قبل بعض المستثمرين. يعاني المستثمرون، من جهة ثانية، من مشاكل في تحويل الأرباح إلى الخارج وتأمين القطع اللازم لذلك، خاصة المشاريع التي لا يتوفر لها قطع أجنبي من خلال نشاطها.
- 6- **الإجراءات الإدارية:** إن تعدد الجهات المشرفة على الاستثمار وتعقيد إجراءات الحصول على التراخيص المطلوبة يشكل عقبة كبيرة أمام المستثمرين ويكلفهم الكثير من الوقت والجهد والمال، إضافة إلى ما تعانيه بعض الإدارات المشرفة على الاستثمار من الر وتين والبيروقراطية ويساعدها في ذلك وجود بعض الأنظمة والقرارات التي تحكم إجراءات الحصول على التراخيص المطلوبة. وأكثر هذه التراخيص صعوبة هي الترخيص الإداري الذي يتطلب موافقة كافة الجهات للحصول عليه، والتراخيص المؤقتة التي تشترط الانتقال إلى المناطق الصناعية.

كما يواجه المستثمر معوقات أخرى أبرزها:

- ✓ عدم توافر معلومات كافية لدى المستثمر عن فرص الاستثمار.
- ✓ قيود في تشريعات الاستثمار
- ✓ تعدد الجهات الرسمية التي تشرف على الاستثمار أو التي تصدر التراخيص والموافقات
- ✓ شعور المستثمر بعدم توافر مميزات كافية بشروط التمويل مقارنة بدول أخرى.
- ✓ السياسات الضريبية والجمركية وتعقيد الإجراءات.
- ✓ بطء حل النزاعات القضائية التي قد تنشأ بين المستثمر وجهات أخرى.
- ✓ ضعف المصادر التمويلية وعدم تطوير أساليب وأدوات شركات التأمين في التأمين على الاستثمارات.
- ✓ عدم وجود دليل شامل لدراسات جدوى المشروعات الاستثمارية.
- ✓ دخول بعض المنتجات الأجنبية للسوق المحلي عن طريق قنوات شرعية أو غير شرعية حيث تباع بأسعار أقل من مثيلاتها السورية وفي مستوى جودتها.

وما يهمنا من دراسة هذه الفقرة بيان دور النظام المصرفي ودور النقد في تمويل الاستثمار. من خلال الجدول السابق رقم 20 يتبين بأن معدل الاستثمار هو أقل من 10% وسطيا وهو يعود للصعوبات التي شرحناها من جهة ولاارتفاع سعر الفائدة من جهة أخرى. وأهم من ذلك كله أن تسهم المصارف في تمويل الاستثمار فكانت ومازالت متدنية جدا حتى المصارف الخاصة تمول عمليات تجارية قصيرة الأجل للمستثمرين فقط. وعلى صعيد آخر يعتبر الادخار عاملا أساسيا في تمويل الاستثمار ويجب أن يتساوى الادخار مع الاستثمار حتى يتحقق التوازن الاقتصادي في أي بلد، فإذا انخفض الادخار عن الاستثمار ظهرت فجوة الموارد المحلية والتي تنعكس في عجز ميزان الحساب الجاري في ميزان المدفوعات الأمر الذي يؤدي إلى سحب جزء من الاحتياطيات الأجنبية أو إلى استعمال موارد خارجية.

الفصل الثالث: الكتلة النقدية وأسعار الأسهم

ويبين الجدول التالي العلاقة بين النقد والاستهلاك والدخل والادخار.

جدول رقم (21) العلاقة بين النقد والاستهلاك والدخل والادخار.

السنة	العرض النقدي M2	الدخل المتاح	الاستهلاك الكلي	الادخار	معدل نمو %M2	الاستهلاك / الدخل	الادخار / الدخل	الادخار/M2
2003	946756	999870	787686	212184	8.1	0.79	0.21	0.22
2004	1073551	1181389	1007946	173443	13.4	0.85	0.15	0.16
2005	1200692	1391636	1199749	191887	11.8	0.86	0.14	0.16
2006	1310694	1599890	1317603	282287	9.2	0.82	0.18	0.22
2007	1472609	1917165	1440530	476635	12.4	0.75	0.25	0.32
2008	1656100	2313781	1665812	647969	12.5	0.72	0.28	0.39
2009	1810735	2386412	1810366	576046	9.3	0.76	0.24	0.32

المصدر: المجموعة الإحصائية لعام 2009

نلاحظ من الجدول السابق أن نسبة الاستهلاك إلى الدخل المتاحة قد انخفضت من 0.85 عام 2004 إلى 0.76 عام 2009، علماً أن الكتلة النقدية تنمو بمعدلات مرتفعة خلال هذه السنوات، حيث بلغت بالمقابل 13.4 % عام 2004 و 9.4 عام 2009.

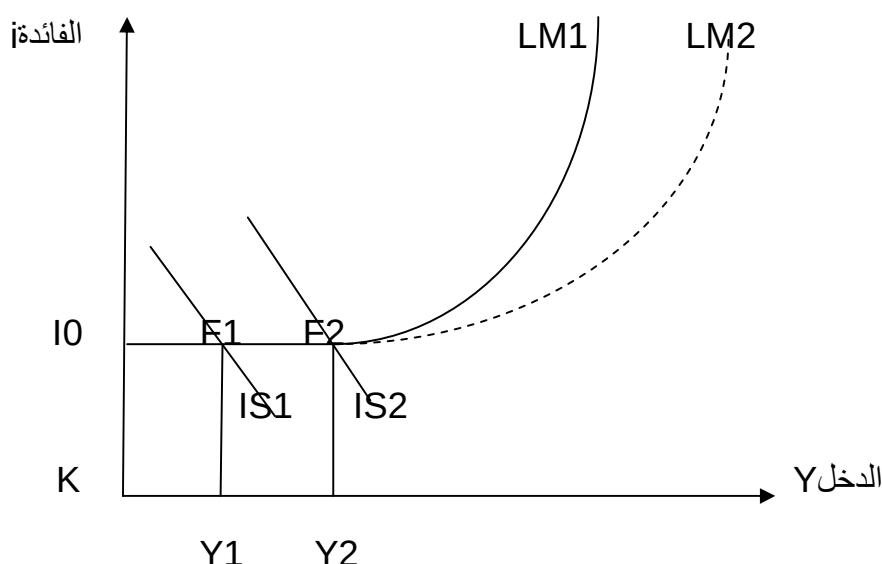
حيث تشير القاعدة النقدية إلى زيادة النقد التي يرافقها زيادة في الاستثمار وزيادة في الاستهلاك، بينما في سورية يلاحظ تزايد النقد دون تزايد الاستهلاك وهذا يدل على سوء توزيع الدخل القومي وارتفاع معدلات الادخار بالمقابل، وبما أن الاستثمار يتراجع فإن المدخرات تخرج إلى دول أجنبية للاستثمار في الأسواق المالية أو المضاربات أو الاستثمارات الصناعية للسوريين، وهذا ما يؤدي إلى زيادة الفجوة بين الأغنياء والفقراء وزوال الطبقة الوسطى التي كانت تعتمد على دخلها الناجم عن العمل والملكية في آن واحد .

مقابل المعطيات السابقة نلاحظ أن حجم الادخار قد ارتفع من 88.1 مليار ليرة عام 1994 ليصل إلى 576046 مليون ل.س عام 2009 أي ما يعادل من الدخل القومي 22 % وهذه النسبة غير اقتصادية لأنه كلما ازداد الادخار نقص الاستهلاك وتأثر الطلب الكلي، وبالتالي فإن سعر الفائدة لا يؤثر في الادخار الوطني، بل يتزايد الادخار نتيجة زيادة أرباح الشركات الخدمية والتجارية التي لا تستطيع توظيفه في ظل هذه الظروف الراهنة، أما الاستثمار فقد ازداد كما يبين الجدول رقم 20 من 156092 مليون ل.س عام 2000 إلى 451766 مليون ل.س عام 2009، وبالتالي يترتب على هذه الإحصاءات تراجع الإنتاج، لكن زيادة معدلات التضخم لا تدع الناتج يتراجع، بل هو في زيادة مستمرة. ولتوضيح اثر الادخار

الفصل الثالث: الكتلة النقدية وأسعار الأسهم

والاستثمار في الدخل فإننا نوصف الحالة الراهنة في سورية بـ "مصيصة السيولة"¹⁸¹ كما هي موضحة في الشكل التالي:

شكل رقم (2) مصيصة السيولة في سورية



يتبين من خلال الشكل البياني أن المنحنى IS_1 يقطع المنحنى LM في الجزء الأفقي منه حيث تمثل هذه الحال كما يقال مصيصة السيولة عندما يكون سعر الفائدة عند أدنى مستوى له أو عندما تقوم الدولة بتثبيت سعر الفائدة ولجميع أنواع الاستثمار دون تمييز، وبالتالي فإن المستثمرين سوف يوظفون في ظل هذه الظروف، وسوف ينتقل المنحنى IS_1 إلى IS_2 ليتقاطع مع LM في نقطة جديدة هي F_2 حيث تشير هذه النقطة إلى سعر الفائدة السابق I_0 نفسه وإلى زيادة في الدخل من KY_1 إلى KY_2 .

ويظهر من خلال الشكل البياني أن السياسة النقدية ليس لها أي تأثير في الدخل لأن انتقال LM جهة اليمين لم يؤثر في سعر الفائدة أو الدخل، فالسلطات النقدية زادت عرض النقود حسب حاجة الاقتصاد وحسب خطة الموازنة في تمويل العجز بغض النظر عن سعر الفائدة، والدولة متمثلة في مشاريع القطاع

¹⁸¹ يتحدد الطلب على النقود عند كينز بثلاثة أغراض:

1. غرض المبادلات

2. غرض الاحتياط

3. غرض المضاربة؛

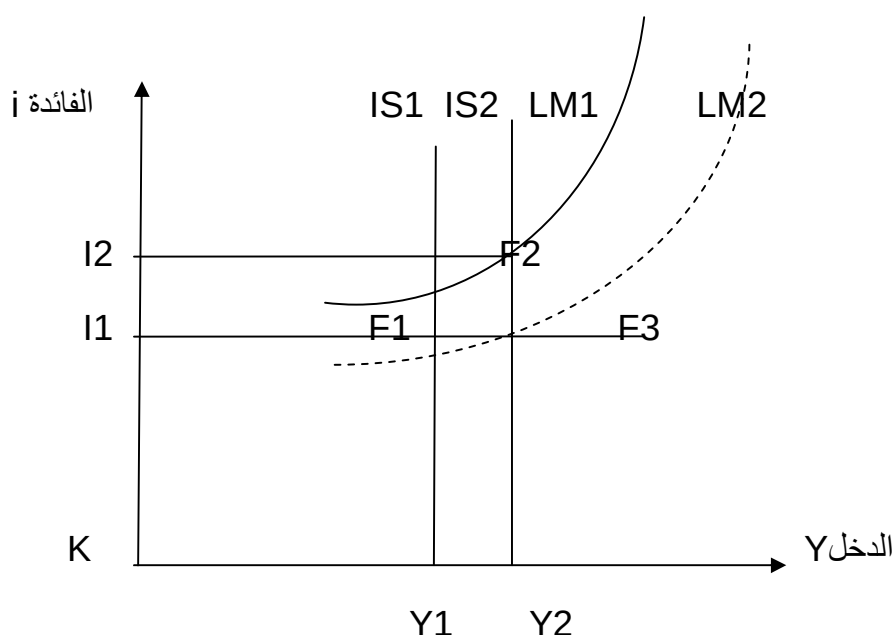
في هذا الغرض تطرق كينز في تحليله إلى فكرة فخ السيولة ومفادها عند وصول سعر الفائدة إلى مستوى منخفض (وهو أدنى مستوى يمكن أن يصل إليه) فإن المضاربين سيحتفظون بأي كمية من النقود تقع في حوزتهم على شكل أرصدة نقدية عاطلة دون التوجه نحو الاستثمار في شراء السندات وهنا يقع الاقتصاد في فخ السيولة. والنتيجة أن كينز يرى عدم فعالية السياسة النقدية في هذا الوضع، أي أنه عندما يصل سعر الفائدة إلى أدنى مستوى له يستحيل زيادة الناتج القومي عند ذلك المستوى. لذلك طالب كينز بضرورة اعتماد السياسة المالية من أجل زيادة حجم الناتج والتخلص من حالة الكساد الاقتصادي، أي عدم فعالية السياسة النقدية من مصيصة السيولة.

الفصل الثالث: الكتلة النقدية وأسعار الأسهم

العام تحصل على القروض الرخيصة، أي أن القطاع العام ومن يحصل على القروض من القطاع الخاص يتمتع الآن بشروط "مصيصة السيولة"، فقد ارتفعت القروض الكلية في الاقتصاد من 79.1 مليار ل.س عام 1990 لتصل إلى 282,6 مليار ل.س عام 2003 أي بمعدل نمو 352,5% عند سعر فائدة ثابت وعرض نقدي ينمو 9% سنوياً وتراجع ملحوظ في حجم الاستثمار في السنوات الأخيرة بينما بلغ حجم القروض عام 2009 ما يقارب 108,2 مليار ل.س

إن هذه القروض لا توظف في قطاع الإنتاج، بل في الخدمات والتجارة وفي مشاريع القطاع العام الخدمية، أي في قطاع الخدمات المساعدة، وقد ظهرت حالة مصيصة السيولة ولم يتأثر العرض والطلب بالنقد فقد ازداد الدخل القومي من 822034 مليون ل.س عام 2000 ليصل إلى حوالي 2367959 مليون ل.س عام 2009 أي بمقدار 1545925 مليون ل.س ، وقد نجمت هذه الزيادة عن العوامل التالية:

- ✓ زيادة حجم الإنفاق العام.
 - ✓ استمرار معدل التضخم بالارتفاع مما يؤدي إلى زيادة أجزاء محددة من الربح لبعض القطاعات.
 - ✓ المساعدات المالية التي تقدمها الدولة لقطاع الزراعة (دعم أسعار القمح والقطن والشوندر والحبوب وغيرها) مما يساعد على زيادة الدخل في هذا القطاع.
- إن مفعول السياسة النقدية لم يظهر بوضوح من خلال تأثير الادخار والاستثمار في الدخل القومي، وبذلك لا نستطيع استخدام التحليل النقدي الكينزي أو الكلاسيكي نظراً إلى اختلاف العوامل الاقتصادية من جهة واختلاف أدوات السياسة النقدية من جهة أخرى.
- إلا أن عوامل الاستثمار وعلاقتها بسعر الفائدة لا تظهر بمرونة، وبالتالي يجب أن يأخذ المنحنى IS في سورية الشكل العمودي حسب الشكل البياني التالي:
- شكل رقم (3) العلاقة بين العرض النقدي والطلب عليه في سورية في ظل سعر فائدة ثابت



يظهر المنحنى IS عمودياً، ويأخذ هذا الشكل عندما لا يتأثر الاستثمار أو الاستهلاك بسعر الفائدة صعوداً أو هبوطاً، وهذه الحالة متوافرة في سورية حيث تثبت الدولة سعر الفائدة بشكل بسيط أي تحركه بنقاط ضعيفة فالتضخم وصل إلى 30% عام 2006 م وبقي سعر الفائدة عند 8-9% بينما في أوروبا انخفض السعر إلى الصفر تقريباً عندما انخفض معدل نمو الناتج ووصل إلى 5,25% عندما وصل معدل التضخم إلى 10%، وأصبح المستثمر لا يأخذ مستويات أسعار الفائدة في الحسبان عند دراسة قرار التمويل، وفي هذه الحالة ينتقل المنحنى IS1 إلى IS2 نتيجة للتغير في الإنفاق الحكومي أو في الاستهلاك أو في الاستثمار، وإذا أخذنا التغيرات السابقة وهي الزيادة في الإنفاق الحكومي والزيادة في حجم القروض المصرفية والزيادة في معدلات التضخم نستطيع تفسير زيادة منحنى الاستثمار والادخار IS جهة اليمين ليصبح IS2 وهو يقطع المنحنى LM1 في النقطة F2 التي توضح زيادة العرض والطلب النقديين بصورة طفيفة، لكن تقاطع المنحنى IS2 مع LM2 في النقطة F3 يشير إلى شبه ثبات سعر الفائدة وزيادة الدخل القومي من KY1 إلى KY2، أي أن الدخل قد ارتفع بفضل السياسة المالية وليس بفضل السياسة النقدية، وهنا يتوجب على الدولة إطلاق سعر الفائدة وتحفيز الطلب عن طريق زيادة حصة الرواتب والأجور من الدخل لكي يتم تشجيع الاستهلاك وتشجيع الاستثمار، وعندها يظهر الأثر الواضح لدور النقد في الاقتصاد، وقد فعلت الدولة ذلك عام 2003 حيث حررت سعر الفائدة وجعلته يتحرك حسب حاجة الاقتصاد الوطني.

المبحث الرابع: أثر المضاربة في الأسواق المالية

مصطلح المضاربة هو ترجمة لمصطلح speculation الذي ورد تعريفه لغة¹⁸² كفعل لازم بمعنى : تحمل الشخص مخاطر تجارية غير عادية أملا في الحصول على مكاسب كبيرة، أو بمعنى تقليب الرأي في موضوع معين، أو تقويمه بشكل غير قاطع، في حين تم تعريف المضاربة كفعل متعد بمعنى: الاعتقاد بصحة شي اعتمادا على أدلة غير كافية، أو لإظهار التردد والشك في أمر معين. أما في الاصطلاح، فلا يوجد تعريف متفق عليه للمضاربة في الأسواق المالية. وحسب الاصطلاح الشائع، ينصرف مفهوم المضاربة في الأسواق المالية إلى شراء وبيع الأوراق المالية لغرض الربح من التغيرات السريعة في أسعارها. والمضاربة بهذا المفهوم يمكن أن توجد في أي سوق مالية، لكنها تتركز عادة في أسواق المشتقات المالية (المستقبليات والخيارات) لأن المشتقات تمنح المضارب، أكثر من الأوراق المالية الأخرى، قوة إضافية تسمح له بتحقيق أرباح كبيرة من تقلبات صغيرة في الأسعار، خلال فترات قصيرة نسبيا. ويقابل المضاربة في هذه الأسواق التحوط hedging والذي يقصد به شراء أو بيع المشتقات المالية، للحد من مخاطر فعلية تواجه المتداول في الواقع. وقد تقصر بعض المراجع مصطلح المضاربين على المتداولين لهذا الغرض في أسواق المشتقات¹⁸³. أما في أسواق الأسهم والسندات، فيقابل المضاربة مصطلح الاستثمار ويراد به شراء الأسهم والسندات لغرض الحصول على ما تدره من عوائد، investment تتمثل في الأرباح الموزعة والفوائد. ويستخدم المضارب في هذه الأسواق أدوات و وسائل تعظم أرباحه ومخاطره خلال فترة قصيرة نسبيا، مثل الشراء بالهامش، والبيع المسبق (أو ما يسمى بالبيع القصير أو المكشوف). وهناك من يوسع من مفهوم المضاربة بحيث يطلقها على أي متداول يهدف لتحقيق الربح من التغيرات في الأسعار، دون التقييد بدرجة مخاطرة عالية أو فترة تداول قصيرة نسبيا¹⁸⁴. وهذا التعريف للمضاربة، سواء بالمعنى الضيق أو الموسع، غير مفيد في التفريق بين المضاربة وغيرها من استراتيجيات التداول الأخرى، وبالتالي في تقويم المضاربة، وتقديم توصيات محددة لمنظمي الأسواق المالية للتعامل معها، خاصة وأن مصطلح المضاربة في الأسواق المالية أصبح من أكثر المصطلحات استخداما بمعاني متعددة من قبل الممارسين والمختصين وجمهور المتداولين في الأسواق المالية. والسوق المالي يضم المتداولين والمضاربين¹⁸⁵ حيث يقسم المتداولون إلى ثلاثة أصناف:

1- المتداول المصلح Utilitarian Trader:

يشمل المتداول الذي غرضه الأساسي الحصول على بعض المنافع الخاصة بالإضافة إلى الربح. وينشأ تداول هذا الصنف لأسباب خارجية لا علاقة لها بدقائق ما يحدث في الأسواق المالية. ويهتم المتداولين لمنفعة أن تتم تداولاتهم بسرعة وأقل تكلفة ممكنة، ما يجعلهم يفضلون السوق التي تتسم بسيولة عالية، ولهذا يسمون أحيانا بمتداولي السيولة. ويدخل تحت هذا الصنف الأنواع الآتية من المتداولين:

¹⁸² د. محمد السحبياني، المضاربة في الأسواق المالية مع الإشارة لحالة سوق الأسهم السعودية، الرياض، ص2
¹⁸³ Hull, J. (1997). Options, Futures, and Other Derivatives, Prentice Hall Merriam-Webster Online Dictionary (2007). Retrieved May 25, 2007 from www.mw.com.
¹⁸⁴ Harris, L. Trading & Exchanges: Market Microstructure for Practitioners. Oxford University Press. (2003).

¹⁸⁵ د. محمد السحبياني، المضاربة في الأسواق المالية مع الإشارة لحالة سوق الأسهم السعودية، الرياض، ص4-9

أ- المستثمر Investor:

وغرضه الأساسي استثمار مدخراته في شراء الأوراق المالية، للإنفاق منها على حاجاته الاستهلاكية في المستقبل، أو بيع استثماراته السابقة في الأوراق المالية لغرض الإنفاق منها على حاجاته الاستهلاكية الحاضرة. ويفضل هؤلاء عادة التداول بشكل غير مباشر في السوق من خلال صناديق الاستثمار.

ب- المتحوط Hedger:

وغرضه الأساسي تبادل المخاطر التي يواجهها في نشاطه الاقتصادي باستخدام المشتقات المالية، مثل العقود الآجلة، والمستقبليات، والخيارات.

ت- المقامر Gambler:

وغرضه من التداول المتعة و الإثارة التي تصاحب مراهنته على الأحداث المستقبلية. و المقامر وإن كان يأمل في الربح، إلا أنه لا يعتمد على أية أسباب لتحقيقه. و لا يمثل المتداولون لغرض المقامرة فقط إلا نسبة قليلة جدا ؛ لأن الغالب أن يخلط المتداول المقامرة بإستراتيجية تداول أخرى كالاستثمار أو التحوط أو المضاربة. ونظرا لصعوبة التفرقة بين المخاطرة المحسوبة والمقامرة، فإن معظم المقامرين لا يدركون في الواقع أنهم كذلك، بل يعتقدون أنهم يتبعون استراتيجيات تتسجم مع أهدافهم الاستثمارية. ويتميز المقامرون بكثافة تداولهم خاصة في المشتقات المالية، وعدم قدرتهم على التعبير بشكل واضح عن استراتيجيات تداولهم. وبقدر ما يضر المقامرون أنفسهم، فإنهم يجعلون السوق أكثر ثقلا.

ث- الهاوي Fledgling:

وهو من يتداول ليتعلم كيف يتداول، فإن أتقن التداول باستخدام إستراتيجية أو أكثر، انتقل إلى فئة المتداولين للربح، وإن فشل ترك السوق، ومن يستمر منهم مع فشله يصبح من فئة المتداولين المسترسلين . وتقدر نسبة من ينجح في التحول من الهاوية إلى الاحتراف بنحو 5%.

ج- المتداول لمنفعة غير Cross-subsidizer:

وهو من يتداول لغرض نقل الثروة لطرف آخر، مثل مدير صندوق الاستثمار الذي يتداول لزيادة دخل سمسار معين من العمولات كمكافأة له على تقديم خدمات معينة، بدلا من قيام المتداول بشراء هذه الخدمات مباشرة من السمسار وتحميل تكلفتها على الصندوق.

ح- متجنب الضرائب

ويشمل المتداولين لغرض تقليل الضرائب التي للحكومة؛ من خلال استغلال بعض الثغرات في النظام الضريبي.

2- المتحيز للربح Profit-motivated trader:

ويشمل من يتداول في السوق لمجرد أنه يتوقع تحقيق أرباح. ولا يتداول هذا الصنف إلا إذا كانت لديهم أسباب مقنعة بأنهم سيربحون من وراء ذلك، ولذلك نجدهم يحققون أرباحا في المتوسط. ويدخل تحت هذا الصنف نوعان رئيسان من المتداولين، هما:

أ- المضارب Speculator:

وغرضه الأساسي تحقيق الربح من توقع تغير الأسعار في المستقبل، اعتماداً على المعلومات التي يجمعونها أو يحللونها، أو في بعض الأحيان يصنعونها.

ب- التاجر Dealer :

وغرضه الأساسي الربح من توفير السيولة للآخرين. ويركز التاجر على تحقيق أفضل توازن بين العرض والطلب، لأن الفروق بين أفضل العروض والطلبات هي مصدر ربحهم. وأهم أصنافهم صانعي الأسواق، الذين يقومون عادة بتوفير السيولة من خلال الإعلان المستمر عن عروض وطلبات لبقية المتداولين في السوق.

3- المتداول الفعّال Futile trader:

وهو المتداول الذي يظن أنه متداول للربح بخلاف ذلك؛ لأن توقعاته حول الأسعار المستقبلية غير رشيدة، ما يتسبب في اتخاذ قرارات خاطئة حول توقيت دخوله إلى السوق أو الخروج منه، ولذا فهم يخسرون في المتوسط. ويرجع خطأ توقعات هذا الصنف من المتداولين؛ إما إلى فشلهم في الوصول إلى المعلومات الضرورية لتحقيق الربح، أو نقص مهارتهم وضعف قدرتهم على تحليل المعلومات، أو اعتمادهم في تداولاتهم على سمسرة أو مستشارين أو مديري صناديق لا يتصرفون لمصلحتهم. وعادة ما يربح هذا الصنف من التداول مع بعض المتداولين، ولكنهم يخسرون من متداولين أكثر مهارة وأفضل معلومات.

تبين من تصنيف المتداولين أعلاه أن الغرض الأساسي للمضارب هو تحقيق الربح من توقع تغير الأسعار في المستقبل، اعتماداً على المعلومات التي يجمعها ويحللها، أو في بعض الأحيان يصنعها. ونستعرض فيما يلي أنواع المضاربين الذين يدخلون تحت هذا التعريف، مع توضيح الاستراتيجيات التي يتبنونها، ونوع المعلومات التي يستخدمونها:

1- المتحيز Informed :

وهو المضارب الذي يتداول بناء على ما لديه من معلومات عن قيمة الورقة المالية. ويشمل الأصناف الآتية:

أ- متداول القيمة Value Trader

وهو المضارب الذين يقوم بتقدير قيمة الورقة المالية من خلال جمع وتحليل كل المعلومات المتاحة عن الورقة المالية ذات العلاقة. وتشير كثير من المراجع إلى هذا النوع من المضاربين بمسمى المحللين الأساسيين.

ب- متداول الأخبار News Trader

وهو المضارب الذي يبادر بالتداول بعد الأخبار الجديدة. وعلى خلاف متداول القيمة، يركز متابع الأخبار على تقدير التغير في القيمة، وليس القيمة نفسها. والأخبار الجديدة قد تكون عامة أو خاصة، ولهذا يدخل ضمن هذا الصنف من يتداول بناء على معلومات داخلية.

ت-المحلل الفني للمعلومات Information-Oriented Technical Trader

وهو الذي يبني تداولاته على أنماط التداول الدالة على انحراف السعر عن القيمة، اعتماداً على تحليل الخصائص الإحصائية للأسعار التاريخية ومقارنتها بمعلومات التداول الأخرى (مثل الكميات، والمراكز المالية، و السيولة النقدية وغيرها)، بشكل أكبر من اعتمادهم على المعلومات الأساسية عن الورقة المالية.

ث-الموازن Arbitrageur

هو المضارب الذي يبني تداولاته على مقارنة أسعار الأوراق المالية في أسواق مختلفة، في حال إدراجها في أكثر من سوق، أو مقارنة أسعار الأوراق المالية بعدد من العوامل الأساسية المؤثرة على الورقة المالية، وأسعار الأوراق المالية المماثلة.

2- المخابرات المتطفلة Parasitic

يدخل تحته صنفان:

أ- متوقع الأوامر Order Anticipator

وهو المضارب الذي يقلد استراتيجيات التداول التي ينفذها متداولون آخرون، وأبرز أنواع المضاربين من هذا الصنف:

✓ المستبق front-runner:

وهو المضارب الذي يبادر بالتداول ليسبق التداولات التي علم أن متداولون آخرون قرروا تنفيذها.

✓ المحلل الفني للنفسيات sentiment-oriented technical trader :

هو الذي يبني تداولاته على الأوامر المتوقعة إرسالها إلى السوق اعتماداً على نماذج متنوعة للتنبؤ بحركة الأسعار واتجاهات التداول؛ مثل الرسوم البيانية للأسعار، وتحليل المؤشرات الفنية.

✓ المبتز squeezer:

وهو المضارب الذي يتصرف بعد معرفة التداولات التي وقد يكون للمبتز دور في هذا الاضطراب من اضطر متداولين آخرين للقيام خلال احتكار السوق في أحد جانبيه، بحيث يضطر كل من يريد إغلاق مركزه المالي أن يتداول معه، وبالأسعار التي يضعها.

ب-المضارب المغرر bluffer:

وهو المضارب الذي ينتج معلومات غير صحيحة، تفسد معلومات وتوقعات بقية المتداولين، ويتصرف بناء عليها لمصلحته. ويفترق المضارب المغرر عن غيره من المضاربين في أنه يصنع المعلومات التي يستخدمها في إستراتيجيته، في حين أن المضاربين الآخرين يتداولن بناء على معلومات عامة أو خاصة استأثروا بها على غيرهم. و المضارب المغرر نوعان:

✓ ناشر الإشاعة rumormonger:

وهو المضارب الذي يستخدم التغرير القولي من خلال نشر الإشاعات أو التصريح بمعلومات خاطئة تؤثر في تصرفات بقية المتداولين.

✓ المتلاعب manipulator:

الفصل الثالث: الكتلة النقدية وأسعار الأسهم

وهو المضارب الذي يستخدم التغيرير الفعلي، كالتداولات التي تولد أسعار أو كميات تفسد معلومات بقية المتداولين. ويدخل تحت هذا الصنف المتداولون الذين يستخدمون مختلف صور التلاعب، التي تتطرق إليها لوائح سلوكيات الأسواق المالية والرقابة عليها.

وفيما يلي جدول يبين استراتيجيات المضاربين، والمعلومات المطلوبة لتنفيذها.

جدول رقم (22) استراتيجيات المضاربين، والمعلومات المطلوبة لتنفيذها.

نوع المضارب	إستراتيجية التداول	المعلومات المطلوبة
1- المتداول المطلع.	بيع الأوراق المالية التي تكون قيمتها المقدرة أعلى من سعرها، وشراء التي تكون قيمتها المقدرة أقل من سعرها.	المعلومات الأساسية عن الورقة المالية.
أ- متداول القيمة.	تقدير قيمة الورقة المالية.	جميع المعلومات الأساسية المتاحة عن الورقة المالية.
ب- متداول الأخبار.	تقدير التغير في قيمة الورقة المالية.	الأخبار المؤثرة في القيمة سواء كانت عامة أو خاصة.
ج- المحلل الفني للمعلومات.	التعرف على أنماط التداول غير المتفقة مع قيمة الورقة المالية.	أنماط الأسعار التي تدل على انحرافها عن القيمة.
د- الموازن.	البيع أو الشراء للاستفادة من فروق أسعار الأوراق المالية في الأسواق المالية المختلفة.	الفروق بين أسعار الأوراق المالية المتماثلة أو المتشابهة.
2- المضارب المتطفل.	التداول قبل الآخرين	التداول الذي قرر أو أجبى إليه بعض المتداولين
أ- متوقع الأوامر).	التداول قبل الأوامر التي تقرر إرسالها إلى السوق	الأوامر التي قرر بعض المتداولين إرسالها للسوق..
ب- المحلل الفني للنفسيات.	التداول قبل الأوامر المتوقع إرسالها إلى السوق	التداولات التي يتوقع أن ينفذها بعض المتداولين.
ج- المبتز.	التداول قبل الأوامر التي اضطر بعض المتداولين لإرسالها	مراكز المتداولين الآخرين.
2- المضارب المتطفل.	استدراج بقية المتداولون للقيام بتداولات غير رشيدة.	المتداولون الذين يمكن استدراجهم.
أ- ناشر الإشاعات.	نشر الشائعات.	الشائعات.
ب- المتلاعب.	تنفيذ تداولات مغررة	التداولات التي يقومون بها وأثرها على بقية المتداولون.

ومما سبق نلاحظ مايلي:

- ✓ المتداول للربح في الغالب متداول مطلع يستطيع التوصل لرأي موثوق حول قيمة الورقة المالية، من خلال تحليل جميع البيانات ذات العلاقة سواء المتاحة على نطاق واسع أو ضيق، وبناء على ذلك يضارب في هذه الورقة باتخاذ قرار ببيعها أو شرائها أملا بأن يصدق توقعه حول قيمتها، مع الأخذ في الاعتبار أن القيمة مجهولة، ورأيه لا يعدو أن يكون تقديره الخاص لها، والذي قد يختلف كثيرا أو قليلا عن تقدير غيره من المتداولين. أما المتداول لمنفعة والمسترسل ففي الغالب أنه متداول غير مطلع، إما لأنه لا يستطيع، أو لا يرغب الوصول إلى رأي موثوق حول قيمة الورقة المالية عند اتخاذ قرار التداول.
- ✓ المسترسلون يخسرون في المتوسط لصالح المتداولين للربح. وعليه فالفارق الرئيس بين المضارب والمسترسل أن الأول يربح في حين أن الثاني يخسر في المتوسط. ويتطلب تقدير نسبة المضاربين إلى المسترسلين بناء على هذا المعيار الحصول على معلومات مفصلة عن التداولات في السوق من واقع محافظ عينة ممثلة للمتداولين.
- ✓ مع أن صور التلاعب والتداول بناء على المعلومات الداخلية ممنوعة في أغلب أنظمة الأسواق المالية، فإن التمييز بين استراتيجيات المتلاعبين وغيرها من الاستراتيجيات المشروعة أمر صعب من الناحية العملية.
- ✓ هناك اتفاق على تعريف المضاربة، كما أن تصنيف استراتيجيات التداول والمتداولين، وتحديد ما يدخل منها تحت مفهوم المضاربة أمر اصطلاحي. كما تختلط المضاربة بأهداف أخرى للمتداول، ما يزيد من صعوبة التمييز بين المضارب وغيره في الواقع العملي. ولهذا ينبغي عدم مقارنة أصناف المضاربة أعلاه بالمفاهيم المتداولة للمضاربة في وسائل الإعلام أو لدى جمهور المتداولين، و النظر بشكل مستقل لهذا التصنيف في ضوء أغراض المتداولين واستراتيجياتهم التي تم استعراضها.
- ✓ علاوة على ذلك، لا يتوافق تصنيف المتداولين لأنفسهم غالبا مع تصنيف المتداولين والمضاربين أعلاه؛ فقد يصنف المتداول نفسه بأنه مضارب لأنه يتبع إحدى الاستراتيجيات التي يستخدمها المضاربون أعلاه، ولكنه يعد مسترسلا حسب التصنيف أعلاه؛ لأنه يخسر في المتوسط.
- ✓ الفرق بين المحلل الفني للمعلومات والمحلل الفني للنفسيات دقيق، ولذا يصعب التمييز بينهم عمليا. ومن الفروق بينهما أن المحلل الفني للمعلومات متداول مطلع يسترشد دائما بقيم الأوراق المالية، أو على الأقل لا يغامر بالتداول إلا إذا كان يعتقد بوجود دور فاعل لمتداولي القيمة في عدم انحراف أسعار الأوراق المالية بشكل كبير عن قيمها، في المقابل يركز المحلل الفني للنفسيات على توقع تيار الأوامر، ويتصرفون بناء على ذلك دون أي استرشاد بالقيم الأساسية للأوراق المالية. ولصعوبة التفريق بين هذين النوعين من المتداولين نجد أكثر المراجع المتخصصة تضمهم تحت مسمى واحد هو المحللين الفنيين، أو تقسمهم باعتبارات أخرى¹⁸⁶.
- ✓ قد يتلاشى الفرق بين المحلل الفني للمعلومات والنفسيات عندما يضعف دور فئة متداولي القيمة، ويصبح أغلب المتداولين في السوق من المحللين الفنيين للنفسيات.
- ✓ هناك صنف مهم من المتداولين في السوق، إضافة للمتداولين أصالة الذين تم ذكرهم، وهم المتداولون بالوكالة عن غيرهم مقابل عمولة، وهم السماسرة.

¹⁸⁶فهد الحويمان، المال والاستثمار في الأسواق المالية، الرياض، الطبعة الثانية، 1427

الفصل الثالث: الكتلة النقدية وأسعار الأسهم

ولمعرفة أثر المضاربة على السوق نضع الجدول التالي الذي يبين أثر المضاربين حسب تصنيفهم على السوق من حيث سيولة السوق وكفاءته
جدول رقم (23) أثر المضاربين على سيولة السوق وكفاءته¹⁸⁷

نوع المضارب	أثره على السيولة	أثره على الكفاءة
3- المتداول المطلع.	متفاوت	إيجابي
ت- متداول القيمة.	إيجابي؛ يسهم في توفير السيولة، وخاصة ببعدها المتعلق بالمرونة؛ لأن تداولاته تعود بالأسعار إلى أوضاعها التوازنية بعد أي اختلال في العرض والطلب يتسبب فيه المتداولين غير المطلعين، خاصة أنه يستخدم في الغالب أوامر مقيدة تعزز سيولة السوق.	إيجابي، حيث يسهم في تقليل الفرق بين سعر الورقة المالية وقيمتها.
ث- متداول الأخبار.	سلبي؛ لأنه يسارع للاستفادة من الأخبار التي اطلع عليها بإرسال أوامر سوقية تستهلك السيولة.	إيجابي؛ حيث يسهم في تقليل الفرق بين سعر الورقة المالية وقيمتها.
ج- المحلل الفني للمعلومات.	سلبي؛ لأنه يسارع للاستفادة من المعلومات التي توصل إليها بإرسال أوامر سوقية تستهلك سيولة السوق.	إيجابي؛ حيث يسهم في تقليل الفرق بين سعر الورقة المالية وقيمتها.
د- الموازن.	إيجابي؛ يربط بين السيولة المتوافرة في أكثر من سوق.	محايد.
4- المضارب المتطفل.	سلبي.	متفاوت.
(ب- متوقع الأوامر).	سلبي؛ لأن الإسراع في تنفيذ تداولاته، يتطلب منه استخدام أوامر سوقية تستهلك السيولة . كما يؤدي وجوده في الأجل الطويل إلى فقدان الثقة في السوق وإضعاف سيولته.	متفاوت في الأجل القصير؛ فهو إيجابي إن استبق متداولاً مطلعاً ، وسلبي إن استبق متداولاً غير مطلع . ولكنه سلبي في الأجل الطويل لأنه وجوده يقلل من أرباح المضاربين المطلعين، ومن ثم حافزهم لجمع المعلومات وتحليلها.
ت- المستبق.	سلبي؛ لأن تداولاته تقلل من السيولة المتاحة، ومن ثم ارتفاع تكلفة التداول على من ينجح المحلل في توقع واستباق أوامرهم.	سلبي؛ لأنه يبني تداولاته على نماذج لا تعبر للقيمة أهمية كبيرة، ولهذا قد تبتعد بالسعر عن القيمة، خاصة في ظل ضعف قوة متداولي القيمة.
ث- المحلل الفني للنفسيات.	سلبي، يؤدي الاحتكار إلى ارتفاع تكلفة	سلبي؛ حيث يؤدي الاحتكار
ج- المبتز.		

¹⁸⁷د. محمد السحبياني، المضاربة في الأسواق المالية مع الإشارة لحالة سوق الأسهم السعودية، الرياض، ص 17-18.

التداول، كما يؤدي وجوده في الأجل الطويل إلى فقدان الثقة في السوق وإضعاف سيولته. متفاوت.	عادة إلى أسعار مختلفة عن قيم الأوراق المالية. سلبي.
2- المضارب المتطفل. (ب-المغرر).	
ت- ناشر الإشاعات.	متفاوت؛ فهو يشجع في الأجل القصير المتداولين على توفير السيولة، عند أسعار غير توازنية، أما في الأجل الطويل فيزيد من احتمال وقوع الغبن في التداول، فتقل ثقة المتداولين في السوق، وينصرفون عن التداول فيه.
ث- المتلاعب.	متفاوت؛ كما هو الحال بالنسبة لناشر الإشاعة. سلبي؛ حيث يسهم في زيادة الفرق بين سعر الورقة المالية وقيمتها.

للسوق هدفين رئيسيين يتمثلان في توفير السيولة وتحقيق الكفاءة. يتمثل هدف السيولة في جذب أكبر قدر ممكن من البائعين و المشترين. وهناك أربعة أبعاد للسيولة :

- 1- الاتساع: مقدار الفرق بين أفضل عرض وطلب، مضافا إليه عمولة السوق والسماسرة .
 - 2- العمق: عدد الأسهم المطلوبة والمعرضة عند الأسعار المختلفة .
 - 3- الفورية: سرعة إتمام الصفقة .
 - 4- المرونة: سرعة رجوع الأسعار لوضعها السابق بعد أي صفقة كبيرة تخل بتوازن العرض والطلب، ولم تكن مبنية على معلومات خاصة .
- و هناك ارتباط قوي بين سيولة السوق وتكلفة التداول؛ فكلما كانت السوق أكثر سيولة بأبعادها المختلفة، أدى ذلك إلى تقليل تكلفة التداول، ومن ثم زيادة عدد الراغبين في التداول فيها. ويتمثل هدف الكفاءة في توفير آلية لاكتشاف الأسعار تقلل ما أمكن، وفي أسرع وقت، من الفرق بين سعر الورقة المالية وقيمتها الحقيقية. فالسوق الكفؤ هي التي تستطيع أن تدمج المعلومات الجديدة عن الأسهم في أسعارها في أقل وقت ممكن، ما يقلل من الفرق بين سعر السهم وقيمتها، فيقل احتمال الغبن، وتزداد ثقة المتداولين بالسوق.

ويبين الجدول السابق أثر المضاربين حسب تصنيفهم على الهدفين الرئيسيين للسوق. يتضح من الجدول السابق أن المضاربين متفاوتون من حيث تأثيرهم في توفير السيولة وتحقيق الكفاءة.

فالمضاربون المطلعون لهم أثر إيجابي على الكفاءة؛ لأن تداولاتهم تسهم في دمج المعلومات الجديدة عن الأوراق المالية في أسعارها في أقل وقت ممكن، ما يقلل من الفرق بين سعر الورقة المالية وقيمتها. أما أثرهم على السيولة فمتفاوت. حيث يسهم متداول القيمة في توفير السيولة، وخاصة ببعدها المتعلق بالمرونة؛ فمعرفة القيمة تجعلهم في وضع يمكنهم من القيام بتداولات تسهم بعودة الأسعار إلى أوضاعها التوازنية بعد أي اختلال في العرض والطلب يتسبب فيه المتداولين غير المطلعين، كما أنهم يستخدمون في الغالب أوامر مقيدة تعزز من سيولة السوق .

أما متداول الأخبار والمحلل الفني للمعلومات فآثرهم سلبي في الغالب على السيولة، لأنهم يسارعون للاستفادة من المعلومات التي توصلوا إليها من خلال إرسال أوامر سوقية تستهلك السيولة في السوق. وفيما يتعلق بالموازن فآثره على السيولة إيجابي، لأن تداولاته تربط بين السيولة المتوافرة في أكثر من سوق.

في المقابل، نجد أن أثر المضاربين المتطفلين المتوقعين للأوامر سلبي على سيولة السوق؛ لأن إستراتيجية المستبق تتطلب منه الإسراع في تنفيذ تداولاته، باستخدام أوامر سوقية تستهلك السيولة، وينتج عن إستراتيجية المبتز احتكار يؤدي إلى ارتفاع تكلفة التداول. أما من ناحية تأثير المضاربين المتوقعين للأوامر على الكفاءة فسلبي في حالة المبتز؛ لأن الاحتكار يؤدي إلى أسعار غير كفؤ، ومتفاوت بالنسبة للمستبق؛ لأن تأثيره إيجابي إن استبق متداولاً مطلعاً، وسلبي إن استبق متداولاً غير مطلع. ويعد أثر المتطفلين المتوقعين للأوامر على السيولة والكفاءة سلبي في الأجل الطويل، لأن وجودهم في السوق يزيد من احتمال وقوع الغبن على بقية المتداولين، فتقل ثقتهم في السوق، وينصرفون عن التداول فيه، ولأنهم يقللون في الوقت نفسه من أرباح المضاربين المطلعين، ومن ثم حافزهم لجمع المعلومات وتحليلها.

ومن الواضح أن أثر المضاربين المغررين سلبي على كفاءة السوق؛ لأن استراتيجياتهم تقوم على استدراج بقية المتداولين لتوفير السيولة، وتنفيذ الصفقات عند أسعار تبتعد بدرجة أو بأخرى عن قيم الأوراق المالية. أما أثرهم على السيولة فمتفاوت، حيث تسهم تداولاتهم في الأجل القصير في تشجيع المتداولين على توفير السيولة، ولكن عند أسعار غير توازنية، أما في الأجل الطويل، فيؤدي نفوذهم في السوق إلى زيادة احتمال وقوع الغبن في التداول، فتقل ثقة المتداولين في السوق، وينصرفون عن التداول فيه، ما يتسبب في إضعاف سيولة السوق.

والخلاصة، أن المضاربين متفاوتون في أثرهم على سيولة السوق وكفاءته، وأن المطلعين منهم لهم أثر إيجابي على كفاءة السوق، وخاصة متداول القيمة الذي يتميز بتأثيره الإيجابي على سيولة السوق، ومحاربة المتلاعبين؛ لأن استراتيجياتهم في التداول تتعارض مع استراتيجيات المتلاعبين وتفشلها. فاستراتيجيات المتلاعبين تؤدي إلى ابتعاد الأسعار عن القيم، في حين تقتضي إستراتيجية المتداول بالقيمة التدخل بالبيع أو الشراء في هذه الحالة، بما يفسد استراتيجيات المتلاعبين. ويتطلب نجاح إستراتيجية المضاربين المطلعين على القيمة أن تكون قوتهم المالية أكبر من تلك التي يملكها المتلاعبون؛ أما إذا كان العكس هو الواقع، فإن المضاربين المطلعين على القيمة، ومعهم كفاءة السوق، يذهبون ضحية للمتلاعبين.

أما المتطفلون، سواء متوقعي الأوامر أو المغررين، فآثرهم في الغالب سلبي سواء على كفاءة السوق و/أو سيولته. ولا يتوقف أثرهم السلبي عند إفشال تحقيق أهداف السوق، بل يتجاوزها إلى الاقتصاد بشكل عام، ولهذا نجد أن أغلب التشريعات المنظمة لعمل الأسواق المالية تجرم تداولات المستبقين، والمحتكرين، ومختلف أساليب نشر الشائعات، وصور التلاعب.

المبحث الخامس: الكتلة النقدية وأسعار الأسهم (الدراسة

العملية)

أولاً: علاقة الكتلة النقدية بأسعار الأسهم:

قام الباحث باستخدام البيانات الشهرية للربط بين العرض النقدي وأسعار الأسهم وذلك لحدثة سوق دمشق للأوراق المالية. (بداية تداولات سوق دمشق للأوراق المالية كانت في شهر آذار من عام 2009).

جدول رقم (24) البيانات الشهرية لمؤشر سوق دمشق للأوراق المالية والعرض النقدي (M2) خلال الفترة 2010-2009

الفترة	مؤشر سوق دمشق DWX ²	العرض النقدي ((مليون) ¹
شهر 4 عام 2009	1088.97 ³	1677401
شهر 5 عام 2009	1098.74	1674200
شهر 6 عام 2009	1097.94	1689501
شهر 7 عام 2009	1024.04	1744161
شهر 8 عام 2009	1018.72	1749718
شهر 9 عام 2009	994.63	1782779
شهر 10 عام 2009	992.52	1769948
شهر 11 عام 2009	1029.39	1824069
شهر 12 عام 2009	1070.49	1810734
شهر 1 عام 2010	1083.95	1826221

¹النشرات الربعية لمصرف سورية المركزي للفترة المدروسة

²نشرات التداول الشهرية المنشورة على موقع سوق دمشق للأوراق المالية

³مؤشر سوق دمشق لعام 2009 تم حسابه من قبل الباحث، حيث إن مؤشر سوق دمشق للأوراق المالية كان في بداية حسابه في الشهر الأول من عام 2010.

الفصل الثالث: الكتلة النقدية وأسعار الأسهم

1844497	1126.84	شهر 2 عام 2010
1860465	1145.05	شهر 3 عام 2010
1864370	1255.58	شهر 4 عام 2010
1862504	1357.21	شهر 5 عام 2010
1910983	1415.93	شهر 6 عام 2010
1934483	1469.27	شهر 7 عام 2010
1950728	1561.91	شهر 8 عام 2010
1971202	1661.77	شهر 9 عام 2010
1992440	1722.64	شهر 10 عام 2010
2026710	1645.28	شهر 11 عام 2010
2039278	1719.04	شهر 12 عام 2010

قام الباحث باستخدام البرنامج الإحصائي spss لحساب الارتباط بين مؤشر سوق دمشق للأوراق المالية (أسعار الأسهم) والعرض النقدي.

حيث إن أسعار الأسهم هي المتغير التابع، والمتغير المستقل متمثل في العرض النقدي.

وعند استخدام البرنامج الإحصائي SPSS توصل الباحث إلى مايلي:

Descriptive Statistics

	Mean	Std. Deviation	N
VAR00001	1847923.4286	110649.71928	21
VAR00002	1265.7101	263.72968	21

نلاحظ من الجدول السابق إن عدد المفردات هو 21 مفردة وإن متوسط مؤشر سوق دمشق للأوراق المالية (متوسط الأسعار) 1265.71 .

ونلاحظ أيضا أن متوسط العرض النقدي 1847,923.42 ل.س.

Correlations

		VAR00001	VAR00002
VAR00001	Pearson Correlation	1	.888(**)
	Sig. (2-tailed)		.000
	N	21	21
VAR00002	Pearson Correlation	.888(**)	1
	Sig. (2-tailed)	.000	
	N	21	21

** Correlation is significant at the 0.01 level (2-tailed).

نلاحظ من الجدول السابق أن معامل الارتباط بين مؤشر سوق دمشق للأوراق المالية والعرض النقدي إيجابي يبلغ 88.8%.

حيث إن 0.888 من التغيرات في أسعار الأسهم ناجمة عن التغيرات في بيانات العرض النقدي. نلاحظ من خلال العلاقة الرياضية مايلي:

- 1- زيادة عرض النقد تؤدي لارتفاع مؤشر الأسهم في سوق دمشق للأوراق المالية.
- 2- يلاحظ من خلال الإحصاءات بأن المؤشر ارتفع من 1088 نقطة عام 2009 الشهر الرابع حتى وصل إلى 1719 نقطة في كانون الأول عام 2010 وذلك مقابل زيادة في عرض النقد بلغت 362 مليار ل.س.
- 3- إن هذه العلاقة تضخمية توضح بأن زيادة عرض النقد لم يرافقها زيادة في الناتج وأن المستثمرين يعملون في قطاع الخدمات.
- 4- توضح هذه العلاقة للدولة بأنه يجب إعادة النظر بالزيادات النقدية أو إعادة النظر بتشريعات الاستثمار لتشجيع الاستثمار ومن ثم زيادة الناتج بحيث تؤدي زيادة النقد إلى زيادة الناتج دون وجود فجوة تضخمية.

ثانياً: علاقة أسعار الأسهم بالنتائج المحلي الإجمالي بالأسعار

الجارية:

قام الباحث باستخدام البيانات الشهرية للربط بين أسعار الأسهم والنتائج المحلي الإجمالي ولذلك لحدثة سوق دمشق للأوراق المالية. (بداية تداولات سوق دمشق للأوراق المالية كانت في شهر آذار من عام 2009).

جدول رقم (25) البيانات الشهرية لمؤشر سوق دمشق للأوراق المالية والنتائج المحلي الإجمالي بالأسعار الجارية خلال الفترة 2010-2009

الفترة	مؤشر سوق دمشق DWX ⁵	النتائج المحلي الإجمالي بالأسعار الجارية (مليون ل.س) ⁴
شهر 4 عام 2009	1088.97 ⁶	158799
شهر 5 عام 2009	1098.74	189765
شهر 6 عام 2009	1097.94	195432
شهر 7 عام 2009	1024.04	208000
شهر 8 عام 2009	1018.72	209000
شهر 9 عام 2009	994.63	187542
شهر 10 عام 2009	992.52	184325
شهر 11 عام 2009	1029.39	183421
شهر 12 عام 2009	1070.49	125000
شهر 1 عام 2010	1083.95	200000
شهر 2 عام 2010	1126.84	223750

⁴ بيانات النتائج المحلي الإجمالي لا توجد شهرياً وتوجد سنوياً ولذلك قام الباحث بقسمة الناتج المحلي الإجمالي على 12 (عدد الأشهر) وإعطاء الأشهر أرقام مختلفة تقريبية.

⁵ نشرات التداول الشهرية المنشورة على موقع سوق دمشق للأوراق المالية

⁶ مؤشر سوق دمشق لعام 2009 تم حسابه من قبل الباحث، حيث إن مؤشر سوق دمشق للأوراق المالية كانت بداية حسابه في الشهر الأول من عام 2010.

الفصل الثالث: الكتلة النقدية وأسعار الأسهم

223750	1145.05	شهر 3 عام 2010
224000	1255.58	شهر 4 عام 2010
229000	1357.21	شهر 5 عام 2010
235000	1415.93	شهر 6 عام 2010
238500	1469.27	شهر 7 عام 2010
243000	1561.91	شهر 8 عام 2010
220000	1661.77	شهر 9 عام 2010
219000	1722.64	شهر 10 عام 2010
215000	1645.28	شهر 11 عام 2010
214000	1719.04	شهر 12 عام 2010

قام الباحث باستخدام البرنامج الإحصائي spss لحساب الارتباط بين مؤشر سوق دمشق للأوراق المالية (أسعار الأسهم) والنتائج المحلي الإجمالي بالأسعار الجارية.

حيث إن أسعار الأسهم هي المتغير التابع، والمتغير المستقل متمثل في الناتج المحلي الإجمالي بالأسعار الجارية.

وعند استخدام البرنامج الإحصائي SPSS توصل الباحث إلى مايلي:

Correlations

		VAR00001	VAR00002
VAR00001	Pearson Correlation	1	.557(**)
	Sig. (2-tailed)		.009
	N	22	21
VAR00002	Pearson Correlation	.557(**)	1
	Sig. (2-tailed)	.009	
	N	21	21

** Correlation is significant at the 0.01 level (2-tailed).

نلاحظ من الجدول السابق أن معامل الارتباط بين مؤشر سوق دمشق للأوراق المالية (أسعار الأسهم) والنتائج المحلي الإجمالي بالأسعار الجارية يبلغ 55.7%.

الفصل الثالث: الكتلة النقدية وأسعار الأسهم

نجد مما سبق إن علاقة الارتباط بين الناتج وأسعار الأسهم ضعيفة حيث توضح هذه العلاقة مايلي:

- 1- إن أسعار الأسهم ازدادت بغض النظر عن زيادة الناتج وهذا ما يفسر وجود تضخم.
- 2- تأثرت أسعار الأسهم بزيادة عرض النقد كما مر معنا في العلاقة السابقة.
- 3- إن زيادة الناتج المحلي الإجمالي كانت زيادة تضخمية غير حقيقية, فلو كانت زيادة الناتج حقيقية لكان تأسست مشاريع جديدة وشركات جديدة أدت للتحسن في الأسعار وليس زيادتها بهذا الشكل التضخمي.
- 4- على الدولة تصحيح العلاقة بين الناتج وأسعار الأسهم, لأن زيادة الناتج تؤثر بشكل مباشر على أسعار الأسهم وهي زيادة حقيقية غير تضخمية.

النتائج

1- وجدنا إن العرض النقدي هو عبارة عن كمية وسائل الدفع المتاحة في المجتمع، وكمية وسائل الدفع عبارة عن إجمالي النقود وعلى اختلاف أنواعها الموجودة في مجتمع في فترة معينة من الزمن.

2- بمعزل عن الأعراف النقدية الدولية، جميعها يعمل بالأنظمة التي حددها صندوق النقد الدولي وسورية كغيرها من الدول التي تعمل بالكتلة النقدية الضيقة والموسعة ونظرا لعدم وجود اتفاقيات لاستخدام M3 و M4 لذلك نجد اقتصار مقاييس العرض النقدي في سوريا على المقاييس M1 و M2.

3- إن المقاييس الأولى والثاني من مقاييس العرض النقدي يتناسبان مع النظام النقدي في معظم الدول النامية، وذلك إن معظم هذه الدول لا تتوفر فيها أسواق نقدية يمكن من خلالها استخدام الأصول النقدية كأذون الخزانة وشهادات الإيداع وغيرها من الأصول التي تصدرها الحكومات أو المصارف ومؤسسات الأعمال.

4- إن اختيار مقياس معين للعرض النقدي يعتمد درجة تحكم السلطات النقدية بالعرض النقدي (ممثلة في سورية بالمصرف المركزي عن طريق التحكم بنسبة الاحتياطي القانوني وسعر الخصم وعمليات السوق المفتوحة)، ووجود استقرار في العلاقة بين ذلك المتغير ومجمل الطلب الكلي الاسمي في الاقتصاد، وكذلك قابلية التنبؤ بتلك العلاقة.

5- أن أسباب التغير في عرض النقد:

- لجوء الحكومة إلى سياسة التمويل بالعجز عن طريق خلق نقود جديدة حتى تستطيع تغطية نفقاتها الجارية وتتمكن من القيام بعملية الإنفاق الاستهلاكي والاستثماري
- زيادة الودائع تحت الطلب للعامة، وينتج من ذلك زيادة الإنفاق على السلع والخدمات حيث يزداد الطلب على السلع والخدمات نتيجة زيادة عرض النقد.
- توسع البنوك في منح الائتمان للعملاء.
- زيادة الدخل المتاح للأفراد يؤدي إلى زيادة الطلب النقدي على السلع والخدمات.
- زيادة الطلب الاستهلاكي والاستثماري يؤدي إلى زيادة الطلب على السلع الاستهلاكية والاستثمارية.

6- إن الديون الممنوحة للدولة في سورية هي أهم عامل مؤثر على العرض النقدي بسبب العجوزات المستمرة التي تعاني منها الدولة

7- وجد الباحث إن هناك ارتفاعات مستمرة في النقود المصرفية وذلك يعود إلى نمو الوعي المصرفي لدى الأفراد المستثمرين وتطوره، ونمو الوعي الادخاري، وتطور حجم الإنتاج، مما دفع الأفراد المنتجين إلى زيادة التعامل المصرفي. وتطور حجم الاستيراد، انتشار المصارف الخاصة بشكل ملحوظ في كافة المحافظات.

إلا إن هذه الارتفاعات كانت في عام 2010 أقل من السنوات السابقة وذلك يعود إلى زيادة المصارف وتفتح الوعي المصرفي لدى الجمهور وانتشار المصارف الخاصة.

8- إن نسبة الكتلة النقدية M1 للناتج المحلي قد تراجعت في الفترة الأخيرة وذلك يعود إلى: زيادة حجم الناتج المحلي الإجمالي نتيجة زيادة معدلات التضخم، والاعتماد على التمويل الخارجي للمشاريع الحكومية الكبيرة مثل الكهرباء والماء والصرف الصحي وإقامة المصانع الكبيرة وغيرها، والاعتماد على المدخرات السورية العاملة في الخارج في تمويل الاستيراد مما يعني زيادة العرض النقدي دون زيادة النقد، وخروج جزء من الكتلة النقدية إلى الدول المجاورة على شكل مدخرات أو بحثاً عن مشاريع جديدة للاستثمار ذات مردود أعلى، وتخفيض حجم الإصدار بشكل تدريجي والاعتماد على المدخرات الوطنية في تمويل عمليات الاستثمار.

9- وجد الباحث إن معدل نمو العرض النقدي M2 في تراجع وذلك بسبب انخفاض حجم النقد المصدر، وزيادة حجم الودائع الآجلة بمعدلات مستقرة، والإجراءات المقيدة التي تتبعها الدولة، وتثبيت سعر الفائدة لكل من القطاعين العام والخاص.

10- زيادة عدد الشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية حيث كان عدد الشركة المدرجة في بداية تداولات السوق 4 شركات ثم ازدادت لتصل إلى 22 شركة، موزعة على الشكل التالي:

- 12 شركة ضمن قطاع البنوك.
- 6 شركات ضمن قطاع التأمين.
- شركتان ضمن قطاع الخدمات.
- شركة واحدة ضمن القطاع الزراعي.
- شركة واحدة ضمن القطاع الصناعي.

النتائج

ونلاحظ عدم توازن توزيع الشركات حيث النسبة العظمى لقطاع البنوك حيث تبلغ 60%. وذلك لأن البنوك أنشئت حديثاً حيث كانت بنيتها منذ البداية تعتمد على دخول المساهمين، فكان سهلاً عليها الإدراج في السوق.

واقترصار قطاع الخدمات على شركتين وقطاع الزراعة والصناعة على شركة واحدة مما يجعل الخيارات محدودة بالنسبة للمستثمر بالنسبة لهذه القطاعات.

11- حجم التداول في سوق دمشق للأوراق المالية ضعيف وذلك بسبب:

- الحدود السعرية الضيقة.
- قلة عدد الشركات المدرجة مقارنة بالأسواق العالمية.
- منع بيع السهم في يوم الشراء نفسه.
- سيكولوجية المستثمر السوري.
- افتتاح السوق في مرحلة أزمة عالمية للأسواق المالية.
- ثقافة المواطن السوري الضئيلة عن مفهوم السوق المالي وأهدافه.
- قلة الأسهم المتداولة في السوق بالنسبة إلى ملكية الأسهم بالشركات المساهمة.
- عدم الاستقرار الداخلي التي تشهد سوريا في الآونة الأخيرة بسبب تعرضها إلى مؤامرة خارجية.

12- اقتصر التداول في سوق دمشق للأوراق المالية فقط على الأسهم مع غياب بقية الأوراق المالية الأخرى.

13- حساب مؤشر سوق دمشق للأوراق المالية اعتماداً على طريقة رسملة السوق دون ترجيحها بالأسهم الحرة وذلك لضآلة الشركات المدرجة في السوق.

14- يوجد ضمن سوق دمشق للأوراق المالية 3 أسواق متمثلة في السوق النظامي والسوق الموازي_أ والسوق الموازي-ب.

حيث إن لكل سوق من الأسواق شروط إدراج مختلفة (مبينة في الفصل الثاني).

ومع وجود هذه الأسواق إلا إن طريقة التداول (بيع شراء) وغيرها من العمليات تكون نفسها بحيث لا يؤثر نوع السوق على طريق العملية.

15- إن زيادة الكتلة النقدية تؤدي إلى زيادة المستوى العام للأسعار, إن كل إفراط نقدي يؤدي إلى ارتفاع تضخمي في الأسعار من شأنه أن يتحول إلى تضخم فعلي إذا توفرت فيه الشروط التالية:

- أن تترافق الضغوط التضخمية مع ازدياد مضطرب في العرض النقدي.
- أن تتحول الدخول الناجمة عن تدفقات الإنفاق الأولي إلى إنفاق استهلاكي بجزء كبير منه.
- أن يكون تطور العرض (الإنتاج) عاجزاً عن إدراك معدل تطور الطلب.
- أن يزيد معدل نمو العرض النقدي عن معدل نمو الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي.

إن جميع هذه الشروط تنطبق في الواقع على الاقتصاد السوري, حيث أن الجهاز الإنتاجي ضعيف ويتصف بعدم المرونة وعاجز عن تأمين الازدياد المستمر في الطلب الاستهلاكي, كما أن الإنتاج الزراعي مازال متقلب من سنة إلى أخرى, ومعدلات نمو العرض النقدي هي أكبر بكثير من معدلات نمو الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي, ولا تزال الموازنة العامة تعاني من عجوزات مالية مستمرة نسبياً.

16- إن زيادة الكتلة النقدية تؤدي إلى زيادة الناتج المحلي الإجمالي, حيث العلاقة طردية بين العرض النقدي والناتج المحلي حيث وجدنا من دراسة علاقة الارتباط 0.697 من التغيرات في الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي ناجمة عن التغيرات في العرض النقدي.

وإن معدلات نمو الكتلة النقدية أعلى من معدل نمو الناتج المحلي الإجمالي.

ونجد إنه من الناحية العملية لم تستطع السياسة النقدية من خلال زيادة عرض النقد أن تؤدي إلى زيادة فعلية في الناتج المحلي وذلك للأسباب التالية:

- أن توظيف القروض في مجال الاستثمار لا يعطي أثراً إيجابية نظراً إلى توجه بعض القروض إلى قطاعات خدمية أو عقارية وهي مخصصة للإنتاج كما هو مخطط.
- إن الدولة تبالغ في زيادة المعروض النقدي حيث تشير المدرسة النقدية إلى أن معدل نمو عرض النقد يجب ألا يتجاوز نصف معدل نمو الناتج وبذلك تفقد هذه الزيادة أثارها الإيجابية في زيادة الناتج وتتحول إلى قوة ضغط تضخمية.

17- تشير القاعدة النقدية إلى زيادة النقد التي يرافقها زيادة في الاستثمار وزيادة في الاستهلاك, بينما في سورية يلاحظ تزايد النقد دون تزايد الاستهلاك وهذا يدل على سوء توزيع الدخل القومي وارتفاع معدلات الادخار بالمقابل, وبما أن الاستثمار يتراجع فإن المدخرات تخرج إلى دول أجنبية للاستثمار في الأسواق المالية أو المضاربات أو

الاستثمارات الصناعية للسوريين، وهذا ما يؤدي إلى زيادة الفجوة بين الأغنياء والفقراء وزوال الطبقة الوسطى التي كانت تعتمد على دخلها الناجم عن العمل والملكية في آن واحد.

18- إن مفعول السياسة النقدية لم يظهر بوضوح من خلال تأثير الادخار والاستثمار في الدخل القومي، وبذلك لا نستطيع استخدام التحليل النقدي الكينزي أو الكلاسيكي نظراً إلى اختلاف العوامل الاقتصادية من جهة واختلاف أدوات السياسة النقدية من جهة أخرى.

حيث نلاحظ ظهور مصيدة السيولة في سورية ونلاحظ ازدياد الدخل القومي وذلك بسبب زيادة حجم الإنفاق العام، واستمرار معدل التضخم بالارتفاع، والمساعدات المالية التي تقدمها الدولة لقطاع الزراعة.

19- وجد الباحث إن المضاربة تأثير على سيولة السوق وكفاءته، ويختلف تأثير المضاربة باختلاف نوع المضاربين، حيث أن المطلعين منهم لهم أثر إيجابي على كفاءة السوق، وخاصة متداول القيمة الذي يتميز بتأثيره الإيجابي على سيولة السوق، ومحاربة المتلاعبين؛ لأن استراتيجياته في التداول تتعارض مع استراتيجيات المتلاعبين وتفشلها. فاستراتيجيات المتلاعبين تؤدي إلى ابتعاد الأسعار عن القيم، في حين تقتضي إستراتيجية المتداول بالقيمة التدخل بالبيع أو الشراء في هذه الحالة، بما يفسد استراتيجيات المتلاعبين. ويتطلب نجاح إستراتيجية المضاربين المطلعين على القيمة أن تكون قوتهم المالية أكبر من تلك التي يملكها المتلاعبون؛ أما إذا كان العكس هو الواقع، فإن المضاربين المطلعين على القيمة، ومعهم كفاءة السوق، يذهبون ضحية للمتلاعبين. أما المتطفلون، سواء متوقعي الأوامر أو المغررين، فآثرهم في الغالب سلبي سواء على كفاءة السوق و/أو سيولته. ولا يتوقف أثرهم السلبي عند إفشال تحقيق أهداف السوق، بل يتجاوزها إلى الاقتصاد بشكل عام، ولهذا نجد أن أغلب التشريعات المنظمة لعمل الأسواق المالية تجرم تداولات المستثمرين، والمحتكرين، ومختلف أساليب نشر الشائعات، وصور التلاعب.

20- إن زيادة العرض النقدي تؤدي إلى زيادة أسعار الأسهم حيث العلاقة طردية بحيث زيادة العرض النقدي تؤدي إلى الأسهم في السوق المالي، حيث إن زيادة العرض النقدي إذا رافقه زيادة الإنفاق يطرأ تحسن على المستوى العام للأسعار وتتحسن أسعار الأسهم. بينما إذا لم يرافق زيادة العرض النقدي زيادة في الإنفاق تزداد الأسعار (حدوث تضخم) وترتفع أسعار الأسهم حسب معدل التضخم أو أكثر أحياناً.

وكذلك تلعب الحالة الاقتصادي دوراً في زيادة العرض النقدي في حالة الركود تؤدي إلى تحسن الأسعار وبالتالي تحسن أسعار الأسهم. بينما إذا كان الاقتصاد في حالة رواج فإن زيادة العرض النقدي تؤدي إلى حدوث التضخم وبالتالي ارتفاع أسعار الأسهم.

النتائج

21-وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين زيادة حجم الكتلة النقدية والمستوى العام للأسعار, ووجود وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين زيادة حجم الكتلة النقدية وارتفاع الأسعار الأسهم في البورصة.

التوصيات

- 1- الاستمرار في إلغاء سياسة التمويل بالعجز لأنها تؤدي إلى التضخم وتدهور قيمة الليرة السورية وزيادة الاعتماد على تمويل الدولة عن طريق أذون الخزانة والسندات الحكومية.
- 2- في حالة استخدام سياسة التمويل بالعجز تستخدم فقط لتمويل المشاريع الإنتاجية ذات الجدوى الاقتصادية أو ذات المردود الإنتاجي السريع بحيث يمكن امتصاص السيولة النقدية الزائدة، وليس من أجل تمويل عجز الموازنة وذلك ضمن حدود مخططة ومدرسة علمياً.
- 3- الاعتماد على عمليات السوق المفتوحة في التحكم بالعرض النقدي وفي أسعار الفائدة السوقية بدرجة كبيرة لأنها توفر التمويل غير التضخمي.
- 4- العمل على تحسين وتطوير المؤسسات المالية والمصرفية لتتمكن من تعبئة المدخرات وتحويلها إلى المجالات المنتجة لزيادة الإنتاج وبالتالي تخفيض التضخم.
- 5- اعتماد معدلات فائدة معتدلة ومدرسة علمياً بحيث تأخذ بعين الاعتبار معدل التضخم السائد في القطر حتى تحفز الجمهور على إيداع أموالهم في المصارف.
- 6- إن كل زيادة في العرض النقدي يجب أن ترافق تلك الزيادة زيادة في الإنفاق لكي لا يحدث التضخم.
- 7- كل زيادة في العرض النقدي يجب أن ترافقها زيادة في الإنتاج لمواجهة الزيادة في الطلب الناتجة عن زيادة العرض النقدي وبالتالي تخفيض التضخم.
- 8- يوصي الباحث بضرورة إصدار قوانين تشجع إدراج قطاعات اقتصادية جديدة صناعية وخدمية وتجارية متنوعة في السوق لكي يتمكن المستثمر من تنويع المحفظة الاستثمارية وإحداث التوازن بين القطاعات المدرجة في السوق. وفي هذا السياق يجب زيادة الضرائب على الشركات الفردية وتحفيز الشركات المساهمة حتى يتم التحول إلى شركات مساهمة.
- 9- يوصي الباحث برفع الحدود السعرية للسهم.
- 10- يوصي الباحث بضرورة إيجاد بيئة مناسبة وآليات عمل للتحكم بمعدلات التضخم ومعالجة أسبابه لأن معدلات التضخم المرتفعة تؤدي إلى رفع أسعار الفائدة الاسمي لمستويات عالية بهدف الحصول على مكاسب ما يخلق أزمة مالية.
- 11- يوصي الباحث بالعمل على إيجاد أسعار فائدة مناسبة تساهم في زيادة معدلات الادخار والاستثمار، وتسهيل تدفق رؤوس الأموال الأجنبية إلى الداخل لتعويض نقص

للمدخرات المحلية بما يحقق زيادة في حجم الاستثمارات وتحسن أسعار الأسهم وبالتالي رفع معدل النمو الاقتصادي.

12- يوصي الباحث بضرورة تكامل سوق النقد وسوق رأس المال من أجل إحكام بنية التمويل للقطاعات والشركات بكل أنواعه (القصير والمتوسط والطويل)، وزيادة درجة العمق المالي للاقتصاد الوطني، وتأمين أحد ركائز النمو في سوق دمشق للأوراق المالية المنشود في سورية. وتشجيع عمليات التوريد بما في ذلك تحويل القروض المصرفية إلى أسهم.

13- يوصي الباحث بزيادة وعي المواطن السوري بآلية عمل السوق، وكيفية توظيف مدخراته بها من خلال المزيد من العمل الإعلامي والنشرات الدورية و ورشات العمل والندوات وغيرها.

قائمة المراجع

أ. المصباح جلال الله السجدة:

أولاً: الكتب باللغة العربية:

- 1- د. أحمد أبو الفتوح الناقه، نظرية النقود والبنوك والمؤسسات المالية.
- 2- د. أحمد عبد اللطيف، بورصة الأوراق المالية، جامعة القاهرة، 1998.
- 3- د. أحمد جامع، النظرية الاقتصادية "التحليل الاقتصادي"، الجزء الثاني، الطبعة الرابعة، 1987.
- 4- د. أرشد فؤاد التميمي، وآخرون، الاستثمار بالأوراق المالية، دار المسيرة للنشر والتوزيع، عمان، 2004.
- 5- د. إسماعيل أحمد الشناوي وآخرون، اقتصاديات النقود والأسواق المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2006.
- 6- د. أكرم حوراني، د. عبد الرزاق حساني، اقتصاد نقدي، منشورات جامعة دمشق، دمشق، 2008.
- 7- تشارلز دولف الابن، الأسواق أم الحكومات، ترجمة حسين حجاج، دار البشير، 1996.
- 8- د. توفيق عبد الرحيم حسن، مبادئ الاقتصاد الجزئي، دار الصفاء، عمان، 2005.
- 9- د. جميل الزايدانين، أساسيات في الجهاز المالي، الطبعة الأولى، دار وائل للنشر، عمان، 1999.
- 10- د. حسني علي خربوش، د. عبد المعطي أرشيد، الأسواق المالية المفاهيم و التطبيقات، دار زهران للنشر، 1998.
- 11- د. رسمية أبو موسى، الأسواق المالية والنقدية، الطبعة الأولى، دار المعتز للنشر، عمان، 2005.
- 12- د. رمزي زكي، مشكلة التضخم في مصر، الهيئة المصرية للكتاب، القاهرة، 1980.
- 13- د. زكريا الدوري، د. يسرى السامراني، البنوك المركزية والسياسة النقدية، دار البازوري للنشر والتوزيع، عمان، 2006.
- 14- د. زياد رمضان، الاستثمار في المالي والحقيقي، الطبعة الثانية، دار وائل للنشر، عمان، 2002.
- 15- د. سامي شكري، د. مروان عوض، المالية الدولية "العملات الأجنبية والمشتقات المالية بين النظرية والتطبيق، الطبعة الأولى، دار الحامد للنشر، عمان، 2004.
- 16- د. سامي خليل، النظرية والسياسة النقدية، دار كاظمة للنشر والتوزيع، الكويت، 1982.
- 17- د. سمير محمد عبد العزيز: تمويل التنمية الاقتصادية، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية، 1988.

- 18- د.سهير السيد، المدخل في النظرية الاقتصادية، إيتراك للنشر، القاهرة، 2002.
- 19- د.شعبان محمد إسلام البرواري، بورصة الأوراق المالية، دار الفكر بدمشق، 2002.
- 20- د.صبحي قريصة، د.أحمد رمضان، النقود والبنوك، الدار الجامعية، بيروت، 1990.
- 21- د.صبري نوفل، الاستثمار في الأوراق المالية، مقدمة التحليل الفني والأساسي، كتاب أهرام الاقتصادي، العدد 100، دار المعرفة الجامعية، القاهرة، 1995.
- 22- د.صلاح الدين السيبي، قضايا معاصرة بورصات الأوراق المالية العربية والدولية، دار الإمارات، 1998.
- 23- د.ضياء مجيد، الاقتصاد النقدي، مؤسسة شباب الجامعة للنشر، الإسكندرية، 1998.
- 24- د.طارق عبد العال حماد، المشتقات المالية: المفاهيم "إدارة المخاطر المحاسبة، الدار الجامعية، القاهرة، 2003.
- 25- د.عبد الحق بوعتروس، إدارة وتنظيم بورصة القيم المنقولة، مؤتمر الأسواق المالية ودورها في جذب الاستثمارات، كلية الاقتصاد، جامعة تشرين، 2003.
- 26- د.عبد الرزاق قاسم، د.أحمد العلي، إدارة الاستثمارات والمحافظ لاستثمارية، جامعة دمشق، 2010-2011.
- 27- د.عبد الغفار حنفي، استراتيجيات الاستثمار في بورصة الأوراق المالية، الطبعة الأولى، الدار الجامعية للنشر والتوزيع، الإسكندرية، 2007.
- 28- د.عبد المنعم سيد علي، جامعة صاديات النقود والمصارف، الأكاديمية للنشر، الأردن، 1998.
- 29- د.عبد المنعم السيد علي، د.نزار سعد الدين العيسى، النقود والمصارف والأسواق المالية، دار الحامد للنشر، الطبعة الأولى، عمان، 2004.
- 30- د.علي كنعان، الأسواق المالية، جامعة دمشق، 2005.
- 31- د.علي كنعان، اقتصاديات المال والسياسات المالية والنقدية، إصدار الحسين، دمشق، 1997.
- 32- د.علي كنعان، النظام، النقدي والمصرفي السوري، "مشكلاته واتجاهات إصلاحه"، دار الرضا للنشر، الطبعة الأولى، دمشق، 2000.
- 33- د.فيلح حسن خلف، الأسواق المالية والنقدية، عالم الكتب الحديث للنشر والتوزيع، الأردن، 2006.
- 34- د. فواز الحموي، إدارة المؤسسات المالية، جامعة دمشق، 2006.
- 35- د.كمال شرف، د.هاشم أبوعراج، النقود والمصارف، الطبعة الثانية، جامعة دمشق، 2003-2004.

- 36- مايو، توماس، النقود والبنوك والاقتصاد، ترجمة، د. أحمد عبد الخالق، دار المريخ للنشر، السعودية، 2002.
- 37- د. مبارك عبد النعيم، د. أحمد الناقه، النقود والبنوك، الإسكندرية للكتب، الإسكندرية، 1995.
- 38- د. محسن أحمد الخضير، كيف تتعلم البورصة، أثيران للنشر والتوزيع، القاهرة، 2001.
- 39- د. محمد الشبلي، د. طارق الشبلي، مقدمة في الأسواق المالية والنقدية، الطبعة الأولى، دار الرشيد للنشر، عمان، 2000.
- 40- د. محمد حميد، أسواق رأس المال وبورصة الأوراق المالية، دار النهضة العربية، القاهرة، 1993.
- 41- د. محمد صالح جمعة، السياسة النقدية في سورية وأثرها في نمو الناتج المحلي الإجمالي خلال الفترة 1970-2000، دار الرضا للنشر، دمشق، 2005.
- 42- د. محمود حميدات، مدخل للتحليل النقدي، ديوان المطبوعات الجامعية، الطبعة الثالثة، الجزائر، 2005.
- 43- د. محمد دويدار، مبادئ الاقتصاد السياسي، الجزء الثاني "الاقتصاد النقدي"، منشورات الحلبي الحقوقية، لبنان، الطبعة الأولى، 2001.
- 44- د. محمد صالح الحناوي، د. جلال إبراهيم، وبورصة الأوراق المالية بين النظرية والتطبيق، الطبعة الأولى، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2005.
- 45- محمد خليل الشماع، الإدارة المالية، مطبعة الزهراء، بغداد، 1991.
- 46- د. منير هندي، إدارة الأسواق المالية والمنشآت المالية، الطبعة الأولى، منشأة المعارف للنشر، الإسكندرية، 1999.
- 47- د. منير هندي، الأوراق المالية وأسواق رأس المال، توزيع منشأة المعارف، الإسكندرية، 1993.
- 48- د. محمود الداغر، الأسواق المالية، دار الشروق للنشر، عمان، 2005.
- 49- د. ناظم الشمري، د. محمد الشروف، مدخل في علم الاقتصاد، جامعة العلوم التطبيقية، دار زهران للنشر، عمان، 1999.
- 50- د. ناظم الشمري، النقود والمصارف والنظرية النقدية، الطبعة الأولى، دار زهران للنشر، الجامعة المستنصرية وجامعة العلوم التطبيقية، 1999.
- 51- د. نضال الشعار، سوق دمشق للأوراق المالية، دار الضاد للطباعة والنشر، حلب، 2002.
- 52- د. زكريا الدوري، د. يسرى السامري، البنوك والسياسة النقدية.
- 53- د. زينب حسن عوض الله، "اقتصاديات النقود والمال، 1994.
- 54- د. زينب عوض الله، مبادئ علم الاقتصاد، الدار الجامعية، بيروت، 1997.

- 55- د. واثق أبو عمر، النظرية المعاصرة لمحفظة الأوراق المالية والتداول في البورصات العالمية، الطبعة الأولى، دار الرضا للنشر، سوريا، 2003.
- 56- د. يعقوب سليمان وآخرون، مبادئ الاقتصاد الجزئي، دار المسيرة، عمان، 1999.
- 57- د. يوسف محمد كمال، فقه الاقتصاد النقدي، دار الصابوني، القاهرة، 1993.

ثانياً: رسائل الماجستير والدكتوراه:

أ- رسائل الدكتوراه:

- 58- د. عامر عمران المعموري، فاعلية أداء الأسواق المالية في ظل الأزمات الاقتصادية في بلدان مختارة، رسالة دكتوراه، جامعة بغداد، 2009.
- 59- د. عبد الرزاق حساني، النظرية والسياسة النقدية والتوازن الاقتصادي "واقع السياسة النقدية وآفاقها"، رسالة دكتوراه، جامعة دمشق، 2002.

ب- رسائل الماجستير:

- 60- أنس هشام المملوك، تحليل دور سوق الأوراق المالية في عملية تشجيع الاستثمار في سورية، رسالة ماجستير، جامعة دمشق، 2010.
- 61- أيهم حميدي، أثر التطورات النقدية على ميزان المدفوعات في سورية 2000-2006م، رسالة ماجستير، جامعة دمشق، 2009.
- 62- باسل عزيز صقر، محددات إقامة سوق الأوراق المالية وإمكانية تطبيقها في سورية، رسالة ماجستير، جامعة دمشق، 2006.
- 63- د. عبد الرزاق حساني، الوضع الراهن لاقتصادنا النقدي، رسالة ماجستير، جامعة دمشق، 1993.
- 64- ربيع جميل عنقة، عزز الموازنة العامة في سورية وأثره في ارتفاع الأسعار وإعادة توزيع الدخل خلال الفترة 1998-2007، رسالة ماجستير، جامعة دمشق، 2010.
- 65- رزان الشريف، السياسة النقدية في ضوء المتغيرات الاقتصادية المعاصرة في الاقتصاد السوري، رسالة ماجستير، جامعة دمشق، 2007.
- 66- صافي سجاع، المصرف المركزي والسياسة النقدية "دور مصرف سوريا المركزي في رسم السياسة النقدية"، رسالة ماجستير، جامعة دمشق، 2006.
- 67- محمد جمعة، تطور الكتلة النقدية في سورية منذ عام 1970-1993 وأثارها الاقتصادية، رسالة ماجستير، جامعة دمشق، 1998.

- 68- مجد إبراهيم البراجنة، اختبار العلاقة بين توزيع الأرباح وكل من القيمة السوقية والدفترية للأسهم المتداولة في سوق فلسطين للأوراق المالية. رسالة ماجستير، الجامعة الإسلامية، غزة، 2009.
- 69- مؤيد السمارة، رسالة ماجستير، متغيرات السياسة النقدية وأثرها في استقرار دالة الطلب على النقد، جامعة دمشق، 2008.
- 70- هدر رجب، الطلب الكلي والركود الاقتصادي، رسالة ماجستير، جامعة دمشق، 2005.

ثالثا الحاضرات والمحلات:

- 71- البنك المركزي المصري، دراسة عن تطوير أسواق المال العربية، مؤتمر آفاق الاستثمار في الوطن العربي، القاهرة، 1998.
- 72- المعهد العربي للتخطيط بالكويت، سلسلة "جسر التنمية"، الأسواق المالية، العدد السابع والعشرون، مارس، 2004.
- 73- أحمد عبد الرحمن، العولمة والمظاهر والأسباب، مجلد 26، 1998.
- 74- د. عبد الرحيم عبد الحميد الساعاتي، المضاربة والقمار في الأسواق المالية المعاصرة "تحليل اقتصادي وشرعي"، مجلة جامعة الملك عبد العزيز: الاقتصاد الإسلامي، مجلد 20، عدد 1، عام 2007.
- 75- منيرة مسعود، الأطر التنظيمية والتشريعية للأوراق المالية البورصات، "دراسة مقارنة"، نقابة المحامين، دمشق، 2002.
- 76- د. موفق حسن، التطورات الحديثة للنظرية الاقتصادية والسياسة النقدية ومفهوم النقد والطلب عليه، مجلة جامعة دمشق، المجلد الأول، العدد الأول، 1999.
- 77- د. موفق السيد حسن، التطورات الحديثة للنظرية النقدية والسياسة النقدية "عرض النقد والسياسة النقدية"، مجلة جامعة دمشق، المجلد الخامس عشر، العدد الثاني، دمشق، 1999.
- 78- محاضرات في مادة اقتصاد مالي ونقدي لطلاب الماجستير بعنوان مفهوم النقد، قسم أسواق مالية، بإشراف د. عبد الرزاق حساني، جامعة دمشق، 2010.
- 79- محاضرات في مادة اقتصاد مالي ونقدي لطلاب الماجستير بعنوان النظرية النقدية الكنزية، قسم أسواق مالية، بإشراف د. عبد الرزاق حساني، جامعة دمشق، 2010.

رابعا الندوات:

- 80- صندوق النقد العربي، السياسات الاقتصادية الكلية، وثاق دورة تدريبية عقدت في أبو ظبي خلال الفترة من 3 إلى 2000/6/16

خامساً: القوانين والقراسيم

82- القانون رقم 22 لعام 2005 م .

83- المرسوم رقم 55 لعام 2006م.

سادساً: مواقع الانترنت

84-www.alasuaq.net

85-www.banquecentrale.gov.sy موقع مصرف سورية المركزي

86-¹ www.dse.sy موقع سوق دمشق للأوراق المالية

ج- المراجع بالالفبة الانكليزية:

87-Anthony Sunders and Marcia Millon, Financial Markets Institution, Published by MC GRAW-Hill, NEW YORK,2000

88-Black, J and Tonks, I, Asset Price Variability in a Rational Expectations Equilibrium, European Economic Review,1992.

89- Blanchard, O.J. and Watson, M.W. Bubbles Rational Expectations, and Financial Markets, in Crises in *Economic and Financial Structure*", ed. by Wachtel, P., Lexington,Mass: Lexinton Book, 1982.

90- Burness, S.R.C. and Quirk, J.*Speculative Behavior and Operation of Competitive Market Under Uncertainty: A Survey Article*, Staff Paper, Department of Economic, Montana State University, Bozeman,1980

91-Bodied etal, "Investment" ,Mc.Grew- HILL/Irwin, Sixth Edition, New York, 2005.

92-Charles Jone, "Investment_ Analysis and Management", 5th edition, New York, John Wiley and Sons,2000.

93-David S. Kidwll and Richard L ,Peterson ,Financial Institution, Market and Money, third Edition,USA,1987.

- 94- De Long, J.B., Schleifer, A., Summer, L.H. and Waldman, R.J. (1990) "Positive Feedback Investment Strategies and Destabilizing Rational Speculation" *Journal of Finance*, 1990
- 95- D.Lalder, The Demand for Money: Theories and Evidence, Scranton, pen .International Textbook co,1964
- 96- Flood, R.P. and Garber, P.M. *Speculation Bubbles, Speculative Attack and Policy Switching*, The MIT Press, . 1994
- 97- Fredic S.Mishkrn. The Economics of Money, Banking and Financial Markets, 7th edition ,2004.
- 98- Frederic S.Mishkin, "The Economic of Money, Banking and Financial Market:,6THE Edition,Addison-Wesley,USA,2001.
- 99- Gordon.Robert J: Macroeconomics, 6th edition, thmoson, 1993.
- 100- Grossman, S.J. and Stiglits, J.E. Information and Competitive Price Systems", *America Economic Review*, 1976.
- 101- Guth, M.A.S. "Intrinsic Uncertainty and Common – Knowledge Priors in Financial Economic", *Journal of Financial Research*,1984.
- 102- Harris, L. Trading & Exchanges: Market Microstructure for Practitioners. Oxford University Press. 2003.
- 103- Huang ,S and Randal.M."Investment Analysis and Management", Boston : Allen and bacon, 1987
- 104- Hull, J. (1997). Options, Futures, and Other Derivatives, Prentice Hall Merriam-Webster Online Dictionary (2007). Retrieved May 25, 2007 from www.mw.com.
- 105- J.Fred Weston and Others, Essentials of Managerial Finance,11th edition, Prentice ,New York,1993.
- 106- J.M. Keynes, The General Theory of Employment Interest and Money, New York ,Harcourt, Brave and inc,1936.
- 107- Kindleberger, C.P *Manias, Panics and Crashes*, New York: Basic Books, 1989.

- 108-Leach, J. Rational Speculation, *Journal of Political Economy*, 1991.
- 109- Mohamed Ibrahim Noor and Adnan Taich Al-Nami ,Financial and Banking ,First Edition, Dar AL-Massira,Oman,2003.
- 110- MISKEN, M, S, INTERNATIONAL EXPERIENCES WITH DIFFERENT MONETARY POLICY REGIMES, NBER WORKING PAPER, 1999.
- 111- Paul A, Somulson : economics.Bthendition:international student edition.New York.
- 112- Paul Roth, Mastering Foreign Exchange and Money Markets, First Published, Great Britain, London,1997
- 113- Peter S.Rose: Money and Capital Market.8th edition, Texas University, The MC Graw hill, 2003.
- 114- PAULR.KRUGMAN,INTERNATIONAL ECONOMICS,THEORY AND POLICY,17TH EDITION ,2006.
- 115-Ross, Stephen ,A. Westerfield, Randolph w. and JAFFE, Jeffrey F. "Corporate Finance 6th edition Mc Graw-Hill Companies , inc 2002.
- 116-Schall Hairy, Introduction to Financial Management, MC Graw-Hill, New York ,1988.
- 117- Shleifer, A. and Summers, L.H The Noise Trader Approach, *Journal of Economic Perspectives*, 1990