جامعة يحى فارس - المدية -
كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير

تأثير متغيرات السياسة النقدية على أداء السوق المالي دراسة حالة سوق الأردن1990-2016

مذكرة مقدمة ضمن متطلبات الحصول على شهادة الماستر في العلوم الاقتصادية

تخصص: مالية النقود والبنوك

إعداد الطالبين:
*صالح صافية
*توفيق عموري

إشراف الأستاذ:
*-.د خيرة بلحمري

أعضاء لجنة المناقشة:

د.احمد يوسف السعيدي	جامعة المدية	رئيساً
.د.خيرة بلحمري	جامعة المدية	مقرراً ومشرفاً
أ.جبارة بناصر	جامعة المدية	عضواً ممتحناً

السنة الجامعية: 2017/2016

شكر وتقدير

الحمد اللّه الذي أنعم علينا بنعمة العلم وجعلنا من الذين يسيرون على دربه، إذ وفقنا في إنجاز هذا العمل، الذي نأمل أن يكون شمعة من شموع العلم، تضيئ درب أي طالب علم ولو بجزء يسير.

جزيل الشكر والاحترام والتقدير لأستاذة الفاضلة، الأستاذ المشرف "الدكتورة خيرة بلحمري" على تشجيعاتها، ونصائحها، وصبرها، وسعة صدرها، وحرصها الدائم على إتمام هذا العمل على أحسن وجه.

أشكر جميع الأساتذة الأفاضل الذين تابعت معهم المشوار الدراسي منذ أول سنة بالطور الابتدائي وصولاً إلى هذه المرحلة واشكر جميع موظفي المديرية الفرعية للمالية والمحاسبة لجامعة المدية وعلى راسهم المدير الفرعي رشيد خلفي.

كما أتقدم بالشكر الكبير إلى عمال مكتبة العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير بجامعة المدية، ".

كما اشكر لجنة المناقشة الذين أفادوني بالمعلومات الصحيحة والراقية

كما لا أنسى أن أشكر كل من قالوا لي نعم "فلولاها ما امتلأت النفس بالثقة، وما جادت يداي بالعطاء".

إلى كل من قالوا لي لا "فلولاها ما صح عزم أو وضح سبيل".

إلى كل أصحاب الحقوق علينا، شكراً...

الإهداء

عندما يشعر المرء بأنَّه صناعة غيره فإلى من يهدي الفضل:

الحمد للّه الذي وفقنا لصالح الأعمال، ويسر لنا سبل النجاح، وجعل العلم فريضة وأفضل العبادات.

إلى أمي حفظهما اللّه لي وأطال في عمرهما.

والى ابي رحمه الله واسكنه فسيح جنانه

والى زوجتي العزيزة والى ابني الأول لؤي

إلى من قاسموني حب الوالدين إخوتي وأخواتي الأعزاء.

إلى عائلتي الكبيرة صغيراً وكبيراً.

إلى جميع الأصدقاء وزملاء الدراسة.

صالح

ملخص:

تهدف هذه الدراسة إلى بيان طبيعة ومدى تأثير السياسة النقدية على نشاط سوق عمان للأوراق المالية خلال الفترة (1990-2016)، حيث تم التعبير عن نشاط سوق الأوراق المالية بمؤشر أداء السوق، بينما اشتملت متغيرات السياسة النقدية على عرض النقد، وسعر الفائدة على الودائع لأجل، ومعدل التضخم و سعر الصرف، ولتحقيق أهداف الدراسة تم استخدام عدد من الاختبارات تمثلت في اختبار السكون (الاستقرار) للمتغيرات، و اختبار الانحدار الخطي المتعدد.

الكلمات المفتاحية: السياسة النقدية، اداء السوق المالي،متغيرات السياسة النقدية.

SUMMORY:

This study aims to explore the impact of monetary policy on the Amman Stock Exchange Activity in Jordan for the period (1990-2016). Monetary policy was represented by the variables: money supply, interest rate on term deposits and EXCHINGE RATE, Whereas Amman Stock exchange activity was represented by: indise bourcier.

To achieve this objective, the study used the following tests: stationary test for variables, stability test for models, and regression multiple taste.

قـــــــــــــــائمة المحتويات

البـــــــــــــــــيان	الصفحة
كلمة شكر وتقدير	/
الإهداء	/
الملـخص	/
قائمة المصطلحات الرئيسية	/
قائمة المحتويات	/
قائمة الجداول الأشكال	/
قائمة المخططات والملاحق	/
مقدمة عامة	أ- ح
الفصل الأول: اساسيات حول الاسواق المالية	
تمهـــــــيد	2
المبحث الأول: ماهية الاسواق المالية	**3**
المطلب الأول : نشاة الاسواق المالية	**3**
المطلب الثاني: مفهوم الاسواق المالية وخصائصها	**4**
أولا: تعريف الاسواق المالية	4
ثانيا: خصائص الأسواق المالية	6
المطلب الثالث : وظائف الاسواق المالية واهميتها	**7**
أولا: وظائف الاسواق	7
ثانيا: **أهمية الأسواق المالية**	8
المبحث الثاني: اقسام السوق المالي ومؤشرات قياسه	**9**
المطلب الأول: اقسام السوق المالي	**10**
أولا: سوق النقد	10

ثانيا: سوق رأس المال .	12
المطلب الثاني: : ادوات السوق المالي	**14**
أولا: أدوات الملكية (الأسهم)	14
ثانيا: أدوات المديونية (السندات)	19
المطلب الثالث: شروط تكوين السوق المالي ومقومات نجاحه	**23**
أولا: شروط تكوين السوق المالي	23
ثانيا: مقومات نجاح الأسواق المالية	24
المبحث الثالث : مؤشرات قياس اداء الاسواق المالية ومخاطر السوق	**25**
المطلب الأول: مؤشرات قياس اداء السوق المالي.	**35**
أولا: أنواع المؤشرات	26
ثانيا: أهداف مؤشرات البورصة	27
ثالثا: المؤشرات المستخدمة في أسواق الأوراق المالية	27
رابعا: اهمية المؤشرات	28
المطلب الثاني: كيفية بناء المؤشرات وطريقة حسابها	**29**
أولا: كيفية بناء المؤشرات الصرف	29
ثانيا: طريقة حسابها	31
المطلب الثالث: مخاطر السوق المالي	**32**
أولا: المخاطر المنتظمة	33
ثانيا: المخاطر غير المنتظمة	34
خلاصة الفصل الأول	37
الفصل الثاني: السياسة النقدية وعلاقتها بالسوق المالي	
تمهـــــيد	38
المبحث الأول: عموميات السياسة النقدية	**39**
المطلب الأول: تعريف السياسة النقدية واتجاهاتها	**39**
أولا: تعريف السياسة النقدية	39

ثانيا: اتجاهات السياسة النقدية	39
المطلب الثاني : اهداف السياسة النقدية	**41**
المطلب الثالث : الاهداف الوسيطية	**46**
أولا : اهداف كمية	44
ثانيا: سعر الفائدة	45
ثالثا: سعر الصرف	45
المطلب الرابع : الاهداف الاولية	46
المبحث الثاني: ادوات السياسة النقدية	**47**
المطلب الأول: الادوات غير المباشرة	**48**
أولا: سعر اعادة الخصم	48
ثانيا: سياسة السوق المفتوحة	50
ثالثا: سياسة الاحتياطي الإجباري	51
المطلب الثاني: الادوات المباشرة	**53**
أولا: سياسة تأطير القروض	53
ثانيا : السياسة الانتقائية للقروض	53
ثالثا: وضع حد أقصى لسعر الفائدة	53
المطلب الثالث: الادوات الاخرى.	**54**
أولا: الإقناع الأدبي	54
ثانيا: الإيداع المسبق للاستيراد	55
ثالثا: الرقابة على شروط البيع بالتقسيط	55
المطلب الرابع: الاختيار بين الادوات المباشرة وغير المباشرة	55

المبحث الثالث: قنوات تاثير السياسة النقدية وسوق الاوراق المالية	**57**
المطلب الأول: العلاقة بين السياسة النقدية وسوق الاوراق المالية	**57**
أولا: . فرضية محافظ الاستثمار النقدية	57
ثانيا: فرضية الصيغة شبه القوية لكفاءة السوق	58
ثالثا: فرضية التوقعات الرشيدة	59
المطلب الثاني: اتجاه العلاقة بين السياسة النقدية وسوق الاوراق المالية.	**61**
المطلب الثالث: قنوات تاثير السياسة النقدية على السوق المالي	**63**
أولا: القنوات المباشرة لتأثير السياسة النقدية على سوق الأوراق المالية	64
ثانيا: القنوات غير المباشرة لتأثير السياسة النقدية على سوق الأوراق المالية	70
خلاصة الفصل الثاني	76
الفصل الثالث: قياس وتحليل العلاقة بين مؤشرات أداء سوق الاوراق المالية ومتغيرات السياسة النقدية	
تمهـــــيد	77
المبحث الأول: مستوى النشاط الاقتصادي والسوق المالي	**85-78**
المطلب الأول: علاقة الاسواق المالية بالتنمية الاقتصادية	**78**
المطلب الثاني: اقتصاد المديونية واقتصاد السوق المالي	**84**
المطلب الثالث: تحليل العلاقة بين الأوراق المالية و النمو الاقتصادي	**85**
المبحث الثاني تطور السياسة النقدية و أداء السوق المالي في الأردن	91-86
المطلب الأول: تطور السياسة النقدية في الأردن	86
المطلب االثاني: تطور أداء السوق المالي الأردني	91
المبحث دراسة قياسية لاثر متغيرات السياسة النقدية على اداء السوق المالي	**102-97**
المطلب الأول: وصف متغيرات الدراسة.	**96**
المطلب الثاني: نموذج الدراسة	97
المطلب الثالث: التحليل القياسي	**97**

خـــاتمة	
قائمة المراجع	
الملاحق	

رقم الاشكال:

رقم الشكل	عنوان الشكل	الصفحة
1-1	مكونات الاوراق المالية	14
1-2	المربع السحري	42

قائمة الجداول:

رقم الجدول	عنوان الجدول	الصفحة
1-3	تطور السياسة النقدية في الاردن1990-2016	87
3-3	مصفوفة الارتباط بين المتغيرات المستقلة	101

قائمة المراجع

قائمة المراجع

أولاً: المراجع باللغة العربية.

أ- الكتب.

1-. رسمية أحمد أبوموسى،**الأسواق المالية والنقدية**،دار المعتز للنشر والتوزيع،عمان،2005،ص 9.

عباس كاظم الدعمي،**السياسات المالية والنقدية وأداء سوق الأوراق المالية**،دار صفاء للنشر والتوزيع،عمان،2010، ص115،116 .

2-صلاح الدين حسن السيسي،**بورصات الأوراق المالية** – الأهمية،الأهداف،السبل،مقترحات النجاح،عالم الكتب،القاهرة – مصر،2003، ص7،8 .

3-مصباح أسامة علي شراب،**أثر الإعلان عن توزيعات الأرباح على أسعار أسهم الشركات المدرجة في سوق فلسطين للأوراق المالية** – دراسة تطبيقية- ،مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير في المحاسبة والتمويل،الجامعة الإسلامية – غزة،فلسطين،2006/2005،ص 22 .

4-معجم اللغة العربية،**المعجم الوسيط**،ط 4،مكتبة الشروق الدولية،مصر،2004،ص 464 -465.

5-ابن منظور،لسان العرب،**دار المعارف**،مصر،1981،المجلد6،باب السين،ص 4300

6- اسماعيل أحمد وآخرون،**اقتصاديات النقود والبنوك والأسواق المالية**،الدار الجامعية،الإسكندرية – مصر،2002،ص 118.

7-فهد عبد الله الحويماني،**المال والإستثمار في الاسواق المالية**،ط2،دار الهلال للأوفست،السعودية،2006،ص 61 .

8-حمزة محمود الزبيدي،**الاستثمار في الأوراق المالية**،ط1،مؤسسة الورق للنشر والتوزيع،عمان،2004،ص 129،130 .

9-طارق محمد خليل الأعرج،مقرر : **الأسواق المالية،الأكاديمية العربية المفتوحة في الدانمارك**،منقولة من الموقع الإلكتروني : www.ao-academy/docs/alaswaq يوم : 2017/02/17 .

10-إلياس بن ساسي،يوسف قويشي،**التسيير المالي (الإدارة المالية)**،دار وائل للنشر والتوزيع،الأردن،2006،ص 434 .

الضريبية،جامعة النجاح الوطنية، فلسطين، 2005/ 2006،ص 6،7.

11-فليح حسن خلف،**الأسواق المالية النقدية**،عالم الكتب الحديث،الأردن،2006،ص 57.

12- هوشيار معروف،**الإستثمارات والأسواق المالية**،دار صفاء للنشر والتوزيع،الأردن،2003،ص 133،134.

13-زياد رمضان،محفوظ جودة،**الإتجاهات العاصرة في إدارة البنوك**،ط3،دار وائل للنشر والتوزيع،الأردن،2006،ص 280.

14-عبد الغفار الحنفي،رسمية قرياقص،أسواق المال (**بورصات،مصارف،شركات التأمين،شركات الإستثمار**)،دار الجامعة الجديدة،مصر،2003،ص 17.

15- أشرف محمد دوابة،**سوق مالية إسلامية**،ط1،دار السلام للطباعة والنشر،القاهرة،2006،ص 31 .

16- علي عباس،**إدارة الأعمال الدولية**،ط1،دار حامد للنشر والتوزيع،عمان،2003،ص 305.

17مبروك حسين،**القانون التجاري الجزائري**،دار هومه للنشر والتوزيع،الجزائر،2004،ص 202.

18-محمد لطفي أحمد،**معاملات البورصة بين النظم الوضعية والأحكام الشرعية**،ط1،دار الفكر الجامعية،الإسكندرية،2006،ص 47،ص49 .

.

19-محمد عوض عبد الجواد،علي إبراهيم الشديفات،**الاستثمار في البورصة**،ط1،دار حامد للنشر والتوزيع،عمان،2006،ص 95 .

20- منير إبراهيم هندي،**أدوات الاستثمار في أسواق رأس المال**،المكتب العربي الحديث،الإسكندرية،2006، ص17 .

21- أرشد فؤاد التميمي،**أسامة عزمي**،**الاستثمار بالأوراق المالية**،ط1،دار المسيرة للنشر والتوزيع،عمان،2004،ص 44 .

22- محمود محمد الداغر،**الاسواق المالية**،ط1،دار الشروق للنشر والتوزيع،الأردن،2005،ص 99،100 .

23-منير إبراهيم هندي،**الأوراق المالية وأسواق رأس المال**،منشاة المعارف،الإسكندرية،1999،ص 19،20 .

24-منير إبراهيم هندي،**إدارة البنوك التجارية**،ط3،المكتب العربي الحديث،الإسكندرية،1996، ص 279 .

25-جمال ناجي،**إدارة محفظة الأوراق المالية**،ط1،المؤسسة الجامعية للدراسات،لبنان،1998،ص 14.

.26-كنجوعبود كنجو،إبراهيم وهبي فهد،**الإدارة المالية**،دار المسيرة للنشر والتوزيع،الأردن،1997،ص 63 .

.25-ناظر محمد نوري الشمري وآخرون،ط1،**أساسيات الاستثمار العيني والمالي**،دار وائل للنشر،الأردن،1999،ص 214 .

27-عبد الحميد محمد الشواربي،**إدارة المخاطر الائتمانية**،منشاة المعارف،الإسكندرية،2002،ص 120.

28-محمد عبده محمد مصطفى،**تقييم الشركات والأوراق المالية لأغراض التعامل في البورصة**،الدارالجامعية،القاهرة،1998،ص 14 .

29- نور الدين خبابة،**الإدارة المالية**،ط1،دار النهضة العربية،بيروت،1997،ص 500 .

30-أمين السيد أحمد لطفي،**المحاسبة عن الأسهم والسندات**،دار النهضة العربية،القاهرة،2000،ص 128،129 .

31- محمد محمود عبد ربه محمد،**مخاطر الاعتماد على البيانات المحاسبة**،الدار الجامعية،الإسكندرية،2000،ص 17.

32-سيد الهواري،الإدارة المالية،ط6،مكتبة عين الشمس،مصر،1996،ص 213 .

.

33-أمين السيد أحمد لطفي،**المحاسبة عن الأسهم والسندات التداولة في بورصة الأوراق المالية**،دار النهضة العربية،القاهرة،2000،ص 134 .

34-جمال جويدان الجمل،**دراسات في الأسواق المالية والنقدية**،دار صفاء للنشر والتوزيع،الأردن،2002،ص 21 .

35- عصام فهد العربيد،**الإستثمار في بورصات الأوراق المالية (بين النظرية والتطبيق)**،دار الرضا للنشر والتوزيع،سوريا،2002،ص 150.

36-راجع محمد صالح الحناوي، جلال إبراهيم العبد، **بورصة الأوراق المالية بين النظرية والتطبيق**، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2005، ص251.

37-راجع حسان خضر، **''تحليل الأسواق المالية''** سلسلة جسر التنمية، [على الخط]، 2004، العدد السابع والعشرون، الثنة الثالثة، الكويت، المعهد العربي للتخطيط، متاح على www.arab-api.org، ، ص 6

83- رسمية أحمد أبوموسى،الأسواق المالية والنقدية،دار المعتز للنشر والتوزيع،عمان،2005،ص 9.

39-عباس كاظم الدعمي،السياسات المالية والنقدية وأداء سوق الأوراق المالية،دار صفاء للنشر والتوزيع،عمان،2010، ص115،116 .

40- صلاح الدين حسن السيسي،بورصات الأوراق المالية – الأهمية،الأهداف،السبل،مقترحات النجاح،عالم الكتب،القاهرة – مصر،2003، ص7،8 .

41-معجم اللغة العربية،المعجم الوسيط،ط 4،مكتبة الشروق الدولية،مصر،2004،ص 464 -465.

42- ابن منظور،لسان العرب،دار المعارف،مصر،1981،المجلد6،باب السين،ص 4300

43-اسماعيل أحمد وآخرون،اقتصاديات النقود والبنوك والأسواق المالية،الدار الجامعية،الإسكندرية – مصر،2002،ص 118.

44- فهد عبد الله الحويماني،المال والإستثمار في الاسواق المالية،ط2،دار الهلال للأوفست،السعودية،2006،ص 61 .

45-حمزة محمود الزبيدي،الاستثمار في الأوراق المالية،ط1،مؤسسة الورق للنشر والتوزيع،عمان،2004،ص 129،130 .

46- طارق محمد خليل الأعرج،مقرر : الأسواق المالية،الأكاديمية العربية المفتوحة في الدانمارك،منقولة من الموقع الإلكتروني : www.ao-academy/docs/alaswaq يوم : 2017/02/17 .

47-إلياس بن ساسي،يوسف قويشي،التسيير المالي (الإدارة المالية)،دار وائل للنشر والتوزيع،الأردن،2006،ص 434 .

48- زاهرة يونس محمد سودة،تنظيم عقود الإختيار في الأسواق المالية،مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير في المنازعات الضريبية،جامعة النجاح الوطنية، فلسطين، 2005/ 2006،ص 6،7.

49-فليح حسن خلف،الأسواق المالية النقدية،عالم الكتب الحديث،الأردن،2006،ص 57.

50-هوشيار معروف،الإستثمارات والأسواق المالية،دار صفاء للنشر والتوزيع،الأردن،2003،ص 133،134.

51--زياد رمضان،محفوظ جودة،الإتجاهات العاصرة في إدارة البنوك،ط3،دار وائل للنشر والتوزيع،الأردن،2006،ص 280.

52-عبد الغفار الحنفي،رسمية قرياقص،أسواق المال (بورصات،مصارف،شركات التأمين،شركات الإستثمار)،دار الجامعة الجديدة،مصر،2003،ص 17.

53- أشرف محمد دوابة،سوق مالية إسلامية،ط1،دار السلام للطباعة والنشر،القاهرة،2006،ص 31 .

55-علي عباس،إدارة الأعمال الدولية،ط1،دار حامد للنشر والتوزيع،عمان،2003،ص 305.

55- مبروك حسين،القانون التجاري الجزائري،دار هومه للنشر والتوزيع،الجزائر،2004،ص 202.

56- محمد لطفي أحمد،معاملات البورصة بين النظم الوضعية والأحكام الشرعية،ط1،دار الفكر الجامعية،الإسكندرية،2006،ص 47،ص49 .

57-محمد عوض عبد الجواد،علي إبراهيم الشديفات،الاستثمار في البورصة،ط1،دار حامد للنشر والتوزيع،عمان،2006،ص 95 .

58- منير إبراهيم هندي،أدوات الاستثمار في أسواق رأس المال،المكتب العربي الحديث،الإسكندرية،2006، ص17 .

59-أرشد فؤاد التميمي،أسامة عزمي،الاستثمار بالأوراق المالية،ط1،دار المسيرة للنشر والتوزيع،عمان،2004،ص 44 .

60- محمود محمد الداغر،الاسواق المالية،ط1،دار الشروق للنشر والتوزيع،الأردن،2005،ص 100،99 .

61-منير إبراهيم هندي،الأوراق المالية وأسواق رأس المال،منشاة المعارف،الإسكندرية،1999،ص 20،19 .

62- منير إبراهيم هندي،إدارة البنوك التجارية،ط3،المكتب العربي الحديث،الإسكندرية،1996، ص 279

.63- جمال ناجي،إدارة محفظة الأوراق المالية،ط1،المؤسسة الجامعية للدراسات،لبنان،1998،ص 14.

64-كنجو عبود كنجو ،إبراهيم وهبي فهد،الإدارة المالية،دار المسيرة للنشر والتوزيع،الأردن،1997،ص 63 .

.

65-ناظر محمد نوري الشمري وآخرون،ط1،أساسيات الاستثمار العيني والمالي،دار وائل للنشر،الأردن،1999،ص 214 .

66-عبد الحميد محمد الشواربي،إدارة المخاطر الائتمانية،منشاة المعارف،الإسكندرية،2002،ص 120.

67-محمد عبده محمد مصطفى،تقييم الشركات والأوراق المالية لأغراض التعامل في البورصة،الدارالجامعية،القاهرة،1998،ص 14 .

68-نور الدين خبابة،الإدارة المالية،ط1،دار النهضة العربية،بيروت،1997،ص 500 .

69-أمين السيد أحمد لطفي،المحاسبة عن الأسهم والسندات،دار النهضة العربية،القاهرة،2000،ص 128،129 .

70- محمد محمود عبد ربه محمد،مخاطر الاعتماد على البيانات المحاسبة،الدار الجامعية،الإسكندرية،2000،ص 17.

71-سيد الهواري،الإدارة المالية،ط6،مكتبة عين الشمس،مصر،1996،ص 213 .

72- أمين السيد أحمد لطفي،المحاسبة عن الأسهم والسندات التداولة في بورصة الأوراق المالية،دار النهضة العربية،القاهرة،2000،ص 134 .

73- جمال جويدان الجمل،دراسات في الأسواق المالية والنقدية،دار صفاء للنشر والتوزيع،الأردن،2002،ص 21 .

.

74-عصام فهد العربيد،الإستثمار في بورصات الأوراق المالية (بين النظرية والتطبيق)،دار الرضا للنشر والتوزيع،سوريا،2002،ص 150.

75-راجع محمد صالح الحناوي، جلال إبراهيم العبد، بورصة الأوراق المالية بين النظرية والتطبيق، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2005، ص251.

76-راجع حسان خضر، "تحليل الأسواق المالية" سلسلة جسر التنمية، [على الخط]، 2004، العدد السابع والعشرون، الثنة الثالثة، الكويت، المعهد العربي للتخطيط، متاح على www.arab-api.org، ، ص 6

77-راجع حسان خضر، "تحليل الأسواق المالية" سلسلة جسر التنمية، [على الخط]، 2004، العدد السابع والعشرون، السنة الثالثة، الكويت، المعهد العربي للتخطيط، متاح على:www.arab-api.org، ص 15

78-محمد سويلم،إدارة البنوك وبورصات الأوراق المالية،الشركة العربية للنشر والتوزيع،الدقى،1992،ص 361.

79- طارق عبد العال حماد،دليل المستثمر إلى بورصة الأوراق المالية،الدار الجامعية،الإسكندرية،2002،ص 270.

80-عاطف وليد أندراوس،التمويل والإدارة المالية للمؤسسات،دار الفكر الجامعي،الأردن،2006،ص 107 .

81- فايز تيم محمد مطر،إدارة المحافظ الإستثمارية،دار وائل للنشر والتوزيع،الأردن،2005،ص 119،120 .

82-عبد المطلب عبد الحميد،البنوك الشاملة،الدار الجامعية،الإسكندرية،2000،ص 159 .

83- راجع حسان خضر، **"تحليل الأسواق المالية"** سلسلة جسر التنمية، [على الخط]، 2004، العدد السابع والعشرون، السنة الثالثة، الكويت، المعهد العربي للتخطيط، متاح على:www.arab-api.org، ص 15

84-محمد سويلم،**إدارة البنوك وبورصات الأوراق المالية**،الشركة العربية للنشر والتوزيع،الدقى،1992،ص 361.

85-طارق عبد العال حماد،**دليل المستثمر إلى بورصة الأوراق المالية**،الدار الجامعية،الإسكندرية،2002،ص 270.

86-عاطف وليد أندراوس،**التمويل والإدارة المالية للمؤسسات**،دار الفكر الجامعي،الأردن،2006،ص 107 .

87-فايز تيم محمد مطر،**إدارة المحافظ الإستثمارية**،دار وائل للنشر والتوزيع،الأردن،2005،ص 119،120 .

88-عبد المطلب عبد الحميد،**البنوك الشاملة**،الدار الجامعية،الإسكندرية،2000،ص 159 .

.

88- محفوظ بصيري، دور الأسواق المالية في تحقيق التنمية الاقتصادية في ظل العولمة –دراسة حالة الجزائر–، مذكرة ماجستير، جامعة البليدة، كلية العلوم الاقتصادية و العلوم التجارية علوم التسيير، تخصص: بنوك، نقود و مالية ، 2007، ص:67.

89-شذا جمال الخطيب، العولمة المالية و مستقبل الأسواق العربية لرأس المال، مؤسسة طابا للنشر، عمان، الأردن، 2002، ص ص: 51-53.

90 – عمر صقر، العولمة و قضايا اقتصادية معاصرة، الدار الجامعية، مصر، 2001/2000، ص: 120-130.

..

91-صالح تومي، مدخل لنظرية القياس الاقتصادي، ديوان المطبوعات الجامعية، ج 2 الجزائر، 1999، ص: 173.

ب-الأطروحات والمذكرات.

1-حيدر يونس كاظم الموسوي،**أثر الأداء المالي للمصارف الإسلامية في مؤشرات سوق الأوراق المالية** – الأردن والسعودية – حالة تطبيقية للمدة (1990-2007)،أطروحة دكتوراه فلسفة في العلوم الإقتصادية،جامعة الكوفة،2008

2-زاهرة يونس محمد سودة،**تنظيم عقود الإختيار في الأسواق المالية**،مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير في المنازعات

3-فؤاد محمد أحمد محيسن،**الصكوك الإسلامية (التوريق) وتطبيقاتها المعاصرة وتداولها**،ملخص دراسة للحصول على درجة الدكتوراه من الأكاديمية العربية للعلوم المصرفية،مجمع الفقه الإسلامي الدولي،الدورة 19،إمارة الشارقة،الإمارات العربية المتحدة،دون سنة النشر،ص 12.

4-دارين وشاح وشاح،**دور الإستثمارات الأجنبية في تطوير أداء سوق فلسطين للأوراق المالية**،مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير في المحاسبة وللتمويل،الجامعة الإسلامية – غزة،فلسطين،2009،ص 16

5-مصباح أسامة علي شراب،أثر الإعلان عن توزيعات الأرباح على أسعار أسهم الشركات المدرجة في سوق فلسطين للأوراق المالية – دراسة تطبيقية- ،مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير في المحاسبة والتمويل،الجامعة

الإسلامية – غزة،فلسطين،2006/2005،ص 22

6-حيدر يونس كاظم الموسوي،أثر الأداء المالي للمصارف الإسلامية في مؤشرات سوق الأوراق المالية – الأردن والسعودية – حالة تطبيقية للمدة (1990-2007)،أطروحة دكتوراه فلسفة في العلوم الإقتصادية،جامعة الكوفة،2008 / 2009، ص 40،41

7-فؤاد محمد أحمد محيسن،الصكوك الإسلامية (التوريق) وتطبيقاتها المعاصرة وتداولها،ملخص دراسة للحصول على درجة الدكتوراه من الأكاديمية العربية للعلوم المصرفية،مجمع الفقه الإسلامي الدولي،الدورة

8-دارين وشاح وشاح،دور الإستثمارات الأجنبية في تطوير أداء سوق فلسطين للأوراق المالية،مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير في المحاسبة وللتمويل،الجامعة الإسلامية – غزة،فلسطين،2009،ص 16.

9-بودالي هجيرة،الإستثمار في السوق المالي،مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة اليسانس في العلوم الاقتصادية،تخصص نقود بنوك ومالية،جامعة الدكتور يحي فارس،المدية،2008/2007،ص 50،51.

10-بلحمري خيرة، كفاءة الاسواق المالية العربية دراسة قياسية لمجموعة من البورصات العربية (الكويت: تونس، فلسطين)، اطروحة دكتوراه علوم في العلوم التجارية، جامعة الجزائر 3 ، 2017/2016، ص: 47

11- راجع: رفاع توفيق، محددات اختيار الهيكل التمويلي للمؤسسة، مذكرة ماجستير غير منشورة ، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، 2001/2000، ص:30

ت-الملتقيات والمؤتمرات.

1-يوسف مسعداوي، **البنوك الإلكترونية**، الملتقي الوطني حول المنظومة المصرفية الجزائرية والتحولات الاقتصادية (واقع وتحديات)، جامعة الشلف، الجزائر، يومي 15/14 ديسمبر 2004.

ث-المقالات المنشورة في المجلات.

1- حازم بدر الخطيب،**دور أهمية العائدات والأوراق المالية في أسواق المال الإسلامية**،مجلة العلوم الإنسانية،جامعة محمد خيضر- بسكرة -،العدد 11،ماي 2007،ص 165

2- حازم بدر الخطيب،دور أهمية العائدات والأوراق المالية في أسواق المال الإسلامية،مجلة العلوم الإنسانية،جامعة محمد خيضر- بسكرة -،العدد 11،ماي 2007،ص 165

3- موقع بورصة عمان الإلكتروني، http://www.ase.com.jo/ar

ثانياً: المراجع باللغة الفرنسية:

1- P.Conco , la Question financiére de l'entreprise , (dunod , France , 1989) , tome2, 7 émé édition , p 387.

2-Valerie lelierne et des autres,Economie monétaire et financiére, Breal paris 2000,p 189

3- P.Conco , la Question financiére de l'entreprise , (dunod , France , 1989) , tome2, 7 émé édition , p 387.

4-Valerie lelierne et des autres,Economie monétaire et financiére, Breal paris 2000,p 189

5- Daniel Hartmann and Christion pierdzioch ; « forecasting stock market volatility with macroeconomic variables in real time"; deutsche bundesbonk, 2006; p:12

مقدمة :

تعد الأسواق المالية ذات أهمية كبيرة في الاقتصاد ، حيث أنها مرآة حقيقة لمستوي النشاط الاقتصادي مدي كفاءة تخصيص الموارد المالية المتاحة و الممكنة و تقوم بدور هام في تجميع المدخرات بكافة صورها و أجالها المختلفة (قصيرة ،متوسطة ،طويلة الأجل) من اجل تمويل الاستثمارات إما بشكل مباشر أو غير مباشر ، فضلا عن أنها أهم قناة من قنوات التمويل الداخلي للاستثمارات طويلة الأجل، كما تعتبر السوق المالية من أهم محددات النمو المتوازن بين القطاعات الأساسية للاقتصاد الوطني ،حيث انها السوق الوحيدة على مستوي العالم التي تعكس لنا حالة المنافسة الكاملة إلا أن كفاءة أداؤها تتأثر أساسا بالمتغيرات الداخلية و الخارجية و خصوصا المتغيرات النقدية منها .

و تختلف درجة تأثير هذه المتغيرات النقدية حسب مدى كفاءة السياسة النقدية المتبعة و درجة مرونة أداؤها حيث يؤثر كل منها علي سعر الصرف الذي يعتبر من أهم أهداف السياسة النقدية ،فضلا عن كونه احد المؤشرات الأساسية علي حركة الأموال الساخنة (الاستثمار الأجنبي غير المباشر أو تدفق الاستثمارات الأجنبية في المحافظ المالية)و لا سيما أن هذه الاستثمارات كانت من أهم أسباب انخفاض مؤشر سوق الأوراق المالية في الفترة الأخيرة الي جانب العوامل الأخرى سواء كانت اقتصادية او سياسية .

ومن جهة أخرى, فان السوق المالية النشطة توجد وعاء مناسبا للادخار والاستثمار,مما يقضي على المضاربات في المجتمع ويقلل من الاكتتاب غير المنتج ,كما يؤدي كل هذا إلى إيجاد فرص عمل جديدة .وسوق الأوراق المالية إذا ماتوفرت لها سبل الكفاءة فإنها تسهل عملية اللجوء إلى رؤوس الأموال الأجنبية وتساعد على اجتذاب الاستثمار الأجنبي المباشر , واستثمارات المحفظة بأساليب مكملة للادخار المحلي – وليست عوضا عنه– وقد تعود المساهمات الأجنبية في أسهم الشركات المحلية بفوائد أخرى , أهمها اكتساب خبرة الإدارة والتسويق ونقل التكنولوجيا الجديدة.

تسعى الدراسة إلى تحديد تأثير المتغيرات النقدية التي تتأثر بدورها بالمتغيرات الاقتصادية على كفاءة أداء سوق الأوراق المالية وكيف يمكن تنشيط هذه المعاملات في ظل الظروف المحلية والعالمية القائمة.

مشكلة الدراسة:

تتمثل الإشكالية الأساسية للبحث في الوقوف على مدى استجابة مؤشرات كفاءة سوق الأوراق المالية للتغيرات التي تحدث في المتغيرات النقدية , والكشف عن طرق انتقال الأثر بين هذا وذلك على نحو يدعم او يرفض فكرة إن سوق الأوراق المالية مرآة حقيقية للنشاط الاقتصادي في الأردن ومن ثم الحكم على كفاءة سوق الأوراق المالية من خلال مدى استجابتها للتحركات أو المتغيرات التي تحدث في النشاط الاقتصادي وبالأخص المتغيرات النقدية.

و عليه نطرح الاشكالية التالية:

مامدى تأثير أدوات السياسة النقدية على اداء السوق المالي الأردني ؟

و للإجابة على الإشكالية قمنا بصياغة الأسئلة الفرعية التالية:

- ما طبيعة العلاقة بين مؤشر السوق و متغيرات السياسة النقدية.
- ما مدى معنوية تأثير المتغيرات المستقلة على المتغير التابع.
- ما مدى استجابة سوق عمان للتغيرات الحاصلة في المتغيرات النقدية الكلية.

الفرضيات:لخصت فروض البحث في الإجابة عن التساؤلات السابقة حول مدى معنوية تأثير المتغيرات المستقلة المضمنة في نموذج الانحدار على المتغير التابع، و التي صيغت كما يلي:

إن الفرض الرئيسي الذي تقوم عليه الدراسة هو هناك علاقة بين مدى استجابة مؤشرات أداء سوق الأوراق المالية، والتغيرات التي تحدث في المتغيرات النقدية في الاقتصاد الأردني .

- الأسواق المالية هي فضاء التقاء ذوي الفائض في السيولة النقدية ولأصحاب العجز فيها
- لمتغيرات السياسة النقدية اثر ذات دلالة إحصائية على مؤشر أداء السوق المالي
- إن العلاقة بين المتغيرات النقدية و مؤشر سوق عمان المستهدفة طردية قوية في البعض و عكسية في البعض الاخر.

أهمية الدراسة:

- خرجت العديد من الدراسات البحثية المرتبطة بأثر السياسة النقدية نتناول اثر كل اداة على حدى من ادواتها على استقرار سوق الأوراق المالية , ومن الجدير بالذكر انه لم تنتهي هذه الدراسات بالاتفاق على نتيجة واحدة بما يتعلق بذلك التأثير . على الرغم من ان النظرة الاقتصادية التي تناولت المشكلة محل الدراسة قد أوضحت علاقة المتغيرات الاقتصادية بسوق الأوراق المالية بصورة واضحة . ومن جانب أخر اتفقت الأدبيات السابقة في هذا المجال (إلى حد كبير)على إن تأثير المتغيرات الاقتصادية على أسواق الأوراق المالية المتقدمة يختلف في ذلك التأثير على أسواق الأوراق المالية الناشئة.

- قد دفع التناقص في نتائج الدراسات السابقة إلى محاولة دراسة الآثار المحتملة للمتغيرات النقدية على كفاءة أداء سوق الأوراق المالية بالتطبيق على الاقتصاد الأردني , وبالتالي فان هذه الدراسة يمكن ان تقدم إسهاما من خلال محاولة تحديد مدى اتساق نتائج الدراسات السابقة مع حال الاقتصاد الأردني , كما يمكن ان تقدم لصانعي السياسات رؤية حول اثأر المتغيرات النقدية على كفاءة سوق الأوراق المالية, يمكن استخدامه في رسم السياسة الاقتصادية.

اهداف الدراسة:

أما هدف الدراسة الاساسي هو تحليل أثار المتغيرات النقدية علي أداء سوق الأوراق المالية في الاقتصاد الأردني.

مبررات الدراسة: تكمن مبررات الدراسة في أسباب موضوعية وأخرى ذاتية، ونلخصها في النقاط التالية:

أسباب ذاتية:

- دفعنا الفضول للتعرف على البورصات أكثر ومعرفة مستواها في الوطن العربي.

-كون هذا الموضوع يندرج ضمن تخصصنا إضافة الى ميولنا الى البحث في مجال الأسواق المالية بهدف تعميق مكتسباتنا في هذا المجال.

أسباب موضوعية:

- سعينا لتوفير دراسات حول الأسواق المالية العربية في الجزائر ليتمكن الباحثون من الاستعانة بنتائجها وتعميمها على دراسات أخرى في المستقبل.
- التطرق إلى مثل هذه البحوث يعني المكاتب في الدول العربية بمراجع تحتاج إليها في الدراسات الاقتصادية والمالية.

- التساؤل عن عدم تواجد أسواق مالية متطورة في الوطن العربي مثل تلك الأسواق المتواجدة في الدول المتقدمة، دفعنا إلى شجاعة اختيار هذا البحث حتى نضع هذه الأسواق موضع الدراسة ونحاول الوصول إلى الأسباب الحقيقية في تفحص أسواقنا العربية.
- كون السوق المالية حديثة الوجود في الجزائر مما يصعب عملية تقييم أدائها، ولكن تقييم أحد الأسواق المالية الناشئة في دولة عربية مثل الأردن، يمكن الجزائر الاستعانة بتجربة الأردن، خاصة وأن محفزات الاستثمار في الجزائر لا تقل جودة عن تلك الموجودة في الأردن.
- محاولة بناء التواصل بين دولة عربية كالأردن وبين الدول العربية الأخرى وهذا بالاستعانة بالخبرة التي يمتلكها السوق، وكذا الوسائل المستعملة فيه، وعوامل أخرى مثل: الكوادر والعاملة في السوق.

حدود الدراسة: تتعرض الدراسة بالبحث و التحليل لاثر المتغيرات النقدية على أداء سوق الأوراق المالية في الاقتصاد الأردني خلال الفترة 1990 إلى 2016

منهج الدراسة :

اعتمدت الدراسة على المنهج الوصفي التحليلي و المنهج القياسي، من خلال جمع المعطيات النظرية وتحليلها تحليلا وصفيا، تم الاعتماد على البيانات التي تم جمعها وتحليلها باستخدام نموذج قياسي المتمثل في تحليل الانحدار المتعدد، لاختبار اثر كل المتغيرات المستقلة على المتغير التابع،و تم استخدام بيانات سنوية عن مؤشرات السياسة النقدية ونشاط السوق المالي الأردني خلال الفترة (1990-2016) بعدد 27 مشاهدة لكل متغير من متغيرات الدراسة، تم معالجة البيانات باستخدام البرنامج الإحصائي eviews، وتم جمع البيانات من السوق المالي الأردني بشكل عام، إضافة إلى المعلومات الرسمية الصادرة عن دائرة الإحصاءات العامة وسلطة النقد الأردنية ونشرات البنك المركزي الأردني.

الدراسات السابقة:

على حسب اطلاعنا في موضوع تأثير متغيرات السياسة النقدية على السوق المالي الرسائل التالية :

-نسيمة عمران شراطي اثر السياسة النقدية على نشاط سوق الأوراق المالية عبارة عن رسالة ماجيستر مقدمة الي عمادة الدراسات العليا بجامعة مؤتة لسنة 2011 بالمملكة الهاشمية الأردنية .حيث تدور إشكالية البحث تأثير للسياسة النقدية في الأردن على نشاط سوق عمان للأوراق المالية؟ وإذا وجد هذا التأثير، فما هي طبيعته؟ وما مدى استجابة سوق عمان للأوراق المالية للتغيرات في السياسة النقدية المطبقة؟ وقد قسمت الباحثة رسالتها الي من أربعة فصول .

الفصل الأول جاء فيه خلفية الدراسات و أهميتها اما الفصل الثاني تناولت فيه الباحثة الاطار النظري و الدراسات السابقة للسياسة النقدية و سوق الأوراق المالية و العلاقة بينهما و اتجاه العلاقة بين السياسة النقدية و سوق الأوراق المالية اما الفصل الثالث كان لتطور السياسة النقدية و نشاط سوق الأوراق المالية في الأردن و ختمت الباحثة بالجانب التطبيقي للدراسة وخلصت الي مجموعة من التوصيات

-عصام احمد البدري عبد العظيم ,اثار المتغيرات النقدية على كفاءة واداء سوق الاوراق المالية في مصر,عبارة عن رسالة دكتوراه دولة مقدمة بمعهد العلوم التجارية, تخصص اقتصاد,بجامعة مصر,2015, حيث تدور إشكالية هذا البحث حول مامدى استجابة كفاءة واداء سوق الاوراق المالية التي تحدث في المتغيرات النقدية, وتنطلق الدراسة من فرضية مفادها ان للسياسات النقدية و المالية اثر في مؤشرات أداء السوق المالي قد قسم الباحث رسالته الى أربعة فصول .الفصل الأول تناول فيه الباحث التركيب البنيوي للسياسات النقدية و المالية فيه ثلاث مباحث اما الفصل الثاني يستعرض فيه الباحث الأسواق المالية تركيبها البنيوي اهم مؤشراتها و كفاءتها يحتوي علي ثلاث مباحث اما الفصل الثالث يركز فيه الباحث علي السياسة النقدية و المالية و مؤشرات أداء سوقي الأوراق المالية في مصر و الولايات المتحدة الامريكية للفترة الممتدة بين 1990 الي غاية 2006 وتناول ثلاث مباحث و أخيرا الفصل الرابع قياس اثر السياسات النقدية والمالية في مؤشرات أداء سوقي مصر و نيويورك للأوراق المالية للمدة الممتدة بين 1990 الي غاية 2006 وفيه ثلاث مباحث

هيكل الدراسة :

بهدف الإجابة على الإشكالية الرئيسية والأسئلة الفرعية المطروحة قمنا باعتماد خطة قسمنا من خلالها الدراسة إلى ثلاثة فصول رئيسية تسبقهم مقدمة عامة بحيث:

الفصل الأول: أساسيات حول الأسواق المالية يحتوي على ثلاثة مباحث ,المبحث الأول ماهية الأسواق المالية اما المبحث الثاني نتناول فيه أقسام السوق المالي و مؤشرات قياسه وأخيرا المبحث الثالث نعرض فيه مؤشرات قياس أداء الأسواق المالية و مخاطر السوق ، أما الفصل الثاني السياسة النقدية و علاقتها بالسوق المالي ، نتناول فيه ثلاث مباحث المبحث الأول عموميات السياسة النقدية اما المبحث الثاني نتناول فيه أدوات السياسة النقدية وأخيرا المبحث الثالث نستعرض فيه قنوات تاثير السياسة النقدية علي السوق المالي ، اما الجانب التطبيقي المتمثل في الفصل الثالث يحتوي على ثلاثة مباحث هي المبحث الأول مستوي النشاط الاقتصادي والسوق المالي والمبحث الثاني نتناول فيه قنوات تأثير السياسة النقدية علي السوق المالي والمبحث الثالث نستعرض فيه دراسة قياسية لاثر متغيرات السياسة النقدية علي أداء السوق المالي ،وقد تم تقدير العلاقة بين المتغيرات المستقلة والمعتمدة وبناء النموذج الرياضي واختبارات الإحصائية والقياسية وتم استخدام أسلوب الانحدار الخطي المتعدد.

مقدمة:

تعد الأسواق المالية بمثابة قلب النظام الاقتصادي المعاصر وأداة وصل مابين قطاعاته الرئيسية،وذلك لما تقوم به من دور في حشد المدخرات الوطنية،وتوجيهها في قنوات استثمارية تعمل على دعم الإقتصاد الوطني،وزيادة معدل الرفاهية للأفراد.

وللأسواق المالية خصائص،ومكونات تجعلها متميزة عن باقي الأسواق الأخرى،خاصة من ناحية الأهمية والوظائف التي تؤديها .

ومن خلال هاته الأسواق،تستطيع الوحدات الوحدات العاملة في الإقتصاد الوطني من سد احتياجاتها المالية،وهذا عن طريق تجميع المدخرات وتوظيفها في المشاريع الإستثمارية عن طريق شراء الأسهم والسندات في السوق،فهذا الأخير يؤدي دور الوسيط بين المدخر والمستثمر. .

ومن خلال هذا الفصل سنحاول إجلاء الغموض عن الأسواق المالية من خلال المباحث التالية:

المبحث الأول : ماهية الأسواق المالية.

المبحث الثاني : أقسام السوق المالي،أدواته وشروط تكوينه .

المبحث الثالث : مخاطر السوق المالي وسبل إدارتها .

المبحث الأول : ماهية الأسواق المالية

يعد قيام النشاط الاقتصادي وتوسعه رهينا بتوفر عناصر الإنتاج المختلفة وفي مقدمتها عنصر رأس المال،لذلك فان الحاجة إلى التمويل يستدعي نشوء وتطور الأسواق المالية، التي تمثل قناة الربط بين الإدخارات المتدفقة من العوائد والأعمال باتجاه متطلبات الإنفاق الجاري لأغراض الاستثمار والاستهلاك وبذلك فان السوق المالي يمثل قلب النظام الاقتصادي،إذ يجذب ويخصص الادخار من خلال مجموعة من معدلات الفائدة وأسعار الأصول المالية (أسهم،سندات....الخ).

وسنعرض في هذا المبحث ماهية السوق المالي من خلال التطرق لنشأه السوق المالي في المبحث الاول، و ومفهوم الاسواق المالية وخصائصها في المطلب الثاني ،أما في المطلب الثالث فسنعرض وظائف الاسواق المالية وأهميتها , وفي الطلب الرابع شروط تكوين السوق المالي ومقومات نجاحه

المطلب الأول : نشأة الأسواق المالية

يرجع تطور الأسواق المالية إلى تطور أسواق السلع والخدمات،وإن لم تكن تعرف بهذا الإسم حيث كان يسمح للتجار بعرض بضائعهم وتحديد أسعارها الآجلة [1]

فمنذ حوالي 4000 سنة قبل الميلاد عرفت حضارة وادي الرافدين أقدم أشكال التمويل والصيرفة من خلال شريعة حمورابي التي تضمنت مواد قانونية لتنظيم التجارة وظهرت أشكال من التعامل المالي والنقدي ومن أهمها بيوت المال وعمليات الإقتراض والتمويل وتسوية المدفوعات وغيرها من أعمال الصيرفة .

ومع نمو التجارة وتطورها عرف الرومان الأسواق المالية في القرن الخامس قبل الميلاد،بالتحديد عام 527،وأطلقوا عليها (Cllegia-Mercatoum) ،إذ شهدت هذه الأسواق بعض الأنشطة المشابهة لأنشطة الأسواق المالية المعاصرة،فهي تشبه لحد كبير بعض بورصات التجارة في عصرنا الحاضر .

إن فكرة انشاء الأسواق المالية تستند إلى نظرية آدم سميث في العمل،وتعتمد هذه الفكرة على كبر حجم السوق والذي بدوره يعتمد على حجم الإنتاج . الأمر الذي يترتب عليه علاقة وثيقة بين حجم السوق وحجم الإنتاج،وانعكست هذه العلاقة بالمحصلة النهائية على التطورات المالية وبصفة خاصة على الأوراق المالية مما ترتب عليه إيجاد سوق مالي متخصص أطلق عليه اسم "سوق الأوراق المالية ".

[1] رسمية أحمد أبوموسى،**الأسواق المالية والنقدية**،دار المعتز للنشر والتوزيع،عمان،2005،ص 9.

وتشير الشواهد التاريخية أن أول بورصة أنشأت في مدينة أنفرس البلجيكية عام 1571،ثم أمستردام في هولندا عام 1608،ثم في لندن عام 1666،وبعدها في باريس عام 1808،ثم تلا ذلك انشاء بورصة نيويورك عام 1892،وبقيت تتطور حتى وصلت إلى ما هي عليه في عصرنا الحالي [1].

وقد مرت فكرة الأسواق المالية في نشوئها بخمس مراحل ارتبطت بالتطور المالي والإقتصادي للدول[2] :

– **المرحلة الأولى** : وتميزت بوجود عدد كبير من المصارف الخاصة،ومجال الصرافة وإقبال الأفراد على إستثمار مدخراتهم في مشروعات مختلفة .

– **المرحلة الثانية** : وتميزت ببداية ظهور المصرف المركزي الذي يسيطر على المصارف التجارية .

– **المرحلة الثالثة** : وفيها ظهرت المصارف المتخصصة في الإقراض متوسط الأجل (المصارف الصناعية والعقارية والزراعية ...) التي أصدرت سندات متوسطة وطويلة الأجل لسد حاجته من الأموال لتمويل المشروعات المختلفة .

– **المرحلة الرابعة** : وفيها ظهرت الأسواق النقدية المحلية،والإهتمام بسعر الفائدة وزيادة إصدار سندات الخزانة لفترات متوسطة وطويلة الأجل وزاد نشاط الأوراق التجارية وشهادات إيداع القابلة للتداول وهذا يعتبر بداية اندماج السوق النقدي في السوق المالي وبداية ظهور أسواق ثانوية لتبادل هذه الأوراق بالإضافة إلى وجود سوق نقدية متقدمة مما يقتضي وجود موارد مالية كبيرة بالنسبة لحجم العمليات التي تجرى فيها.

– **المرحلة الخامسة** : هي مرحلة اندماج الأسواق المالية المحلية في الأسواق المالية الدولية،حيث تكمل كل سوق منها الأخرى من حيث عرض النقود والطلب عليها،وهذه المرحلة تمثل حلقة متطورة في نماء النظام المصرفي داخل الدولة وتطور المرافق الإقتصادية العامة فيها .

المطلب الثاني : مفهوم الأسواق المالية وخصائصها

سوف نتطرق في هذا المطلب الى التعرف على الاسواق المالية وحصائصها

1– تعريف الأسواق المالية :

حتى يتم تعريف الأسواق المالية يجب معرفة أن السوق المالي يستمد مفهومه من مفهوم السوق بشكل عام . والسوق يمثل الوسيلة التي يلتقى من خلالها البائع والمشتري بغض النظر عن المكان المادي للسوق كما أدى

[1] عباس كاظم الدعمي،**السياسات المالية والنقدية وأداء سوق الأوراق المالية**،دار صفاء للنشر والتوزيع،عمان،2010، ص115،116 .

[2] صلاح الدين حسن السيسي،**بورصات الأوراق المالية** – الأهمية،الأهداف،السبل،مقترحات النجاح،عالم الكتب،القاهرة – مصر،2003، ص7،8 .

طابع التخصص في الأسواق إلى نشوء وحدات متخصصة من المستثمرين والشركات للمتاجرة وتقديم خدمات الوساطة في السوق [1].

وقد جاء في المعجم الوسيط أن : " السوق هو الموضع الذي يجلب إليه المتاع والسلع للبيع والشراء"[2].

أما المال،فيعرف لغة كما جاء في لسان العرب :المال : معروف،ما ملكته من جميع الأشياء. أي أنه يطلق على كل ما تم امتلاكه[3].

وعليه يمكننا تعريف السوق المالي على أنه : " المجال الذي يتم فيه الإلتقاء بين الوحدات الإقتصادية التي لديها موارد مالية فائضة ترغب في إقراضها (المدخرين) والوحدات الإقتصادية ذات العجز المالي (المقترضين)،ومن ثم تنشأ وتتداول داخل إطاره التنظيمي (الأصول المالية) " [4].

كما يعرف أيضا بأنه : " مجموعة المؤسسات أو القنوات التي ينساب فيها المال الفائض من الأفراد والمؤسسات في المجتمع وفقا لسياسة معينة لمن هم في حاجة إلى هذه الأموال لفترة من الوقت عن طريق الوسطاء الماليين " [5].

وقد تم تعريفه على أنه : " كيان اقتصادي يتم فيه التقاء البائع والمشتري لإجراء الصفقات المالية التي تحقق الفائدة لكلا الطرفين " [6].

وعليه يمكننا إعطاء تعريف شامل للسوق المالية :

السوق المالي هو ذلك المجال الذي يعمل كوسيلة تجمع مجموعات مختلفة من المتعاملين في الأموال،وأهم هذه المجموعات والمؤسسات (أصحاب الفائض وكذا الوسطاء وأصحاب العجز)،بحيث يتم تبادل وانتقال هذه الأموال بين هؤلاء المجموعات عن طريق هذه السوق سواء كانت محليا أو دوليا،وسواء كانت فترة قصيرة، متوسطة أو طويلة الأجل بواسطة أدوات مختلفة تسمى الأدوات المالية (الأوراق المالية) .

2- خصائص الأسواق المالية :

---

[1] مصباح أسامة علي شراب،**أثر الإعلان عن توزيعات الأرباح على أسعار أسهم الشركات المدرجة في سوق فلسطين للأوراق المالية** – دراسة تطبيقية- ،مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير في المحاسبة والتمويل،الجامعة الإسلامية – غزة،فلسطين،2006/2005،ص 22 .

[2] معجم اللغة العربية،**المعجم الوسيط**،ط 4،مكتبة الشروق الدولية،مصر،2004،ص 464 -465.

[3] ابن منظور،لسان العرب،**دار المعارف**،مصر،1981،المجلد6،باب السين،ص 4300

[4] اسماعيل أحمد وآخرون،**اقتصاديات النقود والبنوك والأسواق المالية**،الدار الجامعية،الإسكندرية – مصر،2002،ص 118.

[5] صلاح الدين حسن السيسي،مرجع سابق،ص 11.

[6] فهد عبد الله الحويماني،**المال والإستثمار في الاسواق المالية**،ط2،دار الهلال للأوفست،السعودية،2006،ص 61 .

حتى يصل السوق المالي إلى مستوى معقول من الكفاءة التشغيلية لابد من توفر عدد من الخصائص التنظيمية تعد الأساس في تحقيق تلك الكفاءة ومن أهم هذه الخصائص[1] :

– وجود هيئة عامة لأعضاء السوق المالية تتألف من وسطاء ووكلاء يقومون بعمليات التداول ويمثلون شركات الوساطة والمصارف والمؤسسات الأخرى التي يسمح لها النظام بالمساهمة في عضوية البورصة .

– وجود لجنة إدارية تصنع أنظمة السوق المالية وتشرف على تطبيقها وتعمل على تطويرها باستمرار وتراقب عمليات التداول عن كثب .

– وجود شروط لإدراج الأوراق المالية للمنشأة على لائحة السوق المالية ولاستمرارية وإيقاف هذا الإدراج.

– وجود قائمة للتداول تتجمع فيها طلبات البيع والشراء وأسعار الطلب والعرض التي تشتمل جميع الأسهم المدرجة .

– وجود طريقة للتداول تتم من خلالها تنفيذ أوامر وتحديد أسعار الصفقات بسرعة،وهناك طريقتان متبعتان في العادة هما طريقة المزايدة وطريقة المفاوضة،ويتم تحديد سعر التداول حسب الطريقة الأولى بمطابقة أعلى سعر طلب مع أدنى سعر عرض،أما الطريقة الثانية فإن سعر التبادل يتم تحديده بالتفاوض بين وكلاء الأسهم .

– وجود صانعي الاسواق مثل المتخصصين والمتاجرين الذين يقومون بتحريك السوق عند هدوء التعامل ويؤمنون سوقا مستمرة ونشيطة في الأسهم .

– أن تكون معدلات العمولة منخفضة قدر الإمكان كي لا تحد من نشاط التداول عند بروز أية فرصة للربح من خلال البيع والشراء مهما كانت صغيرة .

– سرعة إتمام عمليات تسوية تبادل الأسهم وتسجيلها ونقل ملكيتها وتسديد ثمنها بسرعة كي لا يتأثر نشاط السوق.

* أن يخضع تداول الأشخاص من الداخل الأنظمة ومتطلبات إفصاح محددة وأن يتم مراقبة متاجرة هؤلاء بالأوراق المالية للمنشآت التي يعلمون فيها للتأكد من عدم استغلالهم لمعلومات متاحة لهم فقط بحكم وظائفهم لتحقيق الأرباح السريعة ويجب إعلام باقي المستثمرين بنشاطات تداول الأشخاص من الداخل بنشرها في الجرائد اليومية .

المطلب الثالث : وظائف الأسواق المالية وأهميتها

[1] حمزة محمود الزبيدي،**الاستثمار في الأوراق المالية**،ط1،مؤسسة الورق للنشر والتوزيع،عمان،2004،ص 129،130 .

1- وظائف الأسواق المالية :

تؤدي الأسواق المالية دورا هاما في الحياة الإقتصادية، وإذا ما حاولنا عرض أهم الوظائف التي يمكن أن تؤديها فيمكن حصرها فيما يلي [1]:

1- تشجيع الادخار : تشجيع الأفراد والمؤسسات على الادخار وذلك عن طريق سهولة تحويل مدخراتهم .

2- المحافظة على الثروة وتنميتها : إن الأسهم والسندات وغيرها من الأوراق التي يتم التعامل بها في الأسواق وسيلة مهمة من وسائل حفظ القيمة (أو القوة الشرائية) حتى موعد الحاجة إليها في المستقبل،فيتم بيعها لاسيما وأن الأوراق المالية لا تستهلك أو تتآكل بمرور الزمن بل إنها على العكس تولد أرباحا،وبذلك فإنها تساعد على نمو ثروة من يقتنيها .

3- تسهيل الحصول على السيولة : إن الأسواق المالية وسيلة فعالة لتحويل الأدوات المالية (الأسهم والسندات وما شابه) إلى نقد جاهز عن الحاجة إليه .

4- تسهيل الحصول على الائتمان : والمقصود به اقتراض النقود مقابل وعد بالوفاء في المستقبل حيث تتيح الأسواق المالية أدوات متعددة للائتمان والحصول عليه لمن يطلبه ممن تتوفر فيهم شروط الحصول عليه .

5- تسهيل المدفوعات: بواسطة الأدوات المالية ذات العلاقة (الكمبيالات والبطاقات الائتمانية والقبولات وما شابه)،والتعامل معها والتي تستعمل للوفاء بالديون الناشئة عن المعاملات التجارية والاقتصادية المختلفة .

6- المساعدة على تخفيض مخاطر الاستثمار: ويتم تخفيض مخاطر الاستثمار بأحد الأساليب التالية:

أ- التأمين : ضد نتائج بعض المخاطر إذا وقعت مثل الحريق والسرقات وتأمين السيارات ...إلخ وخاصة في مجال الإستثمارات الحقيقي .

ب- التنويع : أي تنويع مجالات وأوجه الاستثمار عملا بالمبدأ القائل " لا تضع جميع ما تملكه من بيض في سلة واحدة "،وهو أمر واضح ومعناه أن لا يستثمر المستثمر جميع أمواله في مجال واحد أو شركة واحدة وتساعد الأسواق المالية كثيرا على التنويع

[1] طارق محمد خليل الأعرج،مقرر : **الأسواق المالية،الأكاديمية العربية المفتوحة في الدانمارك**،منقولة من الموقع الإلكتروني : www.ao-academy/docs/alaswaq يوم : 2017/02/17 .

ت– التحوط : أي الدخول في عقود مستقبلية ذات علاقة بأسعار العملات الأجنبية أوأسعار الأسهم التي قد تسوء في المستقبل فيدخل المستثمر في اتفاق على بيع أو شراء مقدار معين من العملة بتاريخ معين وبسعر يتفق عليه من الآن،وبغض النظر عما سيكون عليه السعر في المستقبل وتساعد الأسواق المالية على ذلك كثيرا إذ أنه أصبح من المألوف فيها في هذه الأيام وجود مثل هذه النقود .

7– المساعدة على تنفيذ السياسات النقدية : وذلك عن طريق البنك المركزي حيث يستعمل البنك المركزي أسلوب عمليات السوق المفتوحة والمقصود بها أنه إذا أراد البنك المركزي مكافحة التضخم فإنه يلجأ إلى أساليب،منها أن يسحب جزءا من الكتلة النقدية من بين أيدي الجمهور والبنوك فيطرح في الأسواق المالية أدوات مالية (سندات وأذونات خزينة) ويبيعها بأسعار تعود على المستثمرين بعوائد مغرية وإذا أراد مكافحة الركود،يضخ في الاقتصاد مبالغ من النقود عن طريق شراء سندات وأدوات مالية أخرى.

2– أهمية الأسواق المالية :

إن الوظيفة الرئيسية لأسواق المال هي نقل الأرصدة القابلة للإقراض ورأس المال التمويلي من الوحدات التي لديها فائض دخل أي تلك التي لديها فائض من الأفراد والمنظمات التي يفوق تيار دخلها النقدي الجاري إنفاقها النقدي الجاري إلى وحدات الإنفاق ذات العجز (أي الوحدات التي يتجاوز إنفاقها الجاري التيار الجاري لدخلها). كما يؤدي سوق المال بعضا من الوظائف الثانوية منها:

– يساهم في مراقبة أداء المؤسسات وذلك اعتمادا على التقلبات في الأسعار، باعتبار أن سعر الورقة المالية مؤشر جيد للأداء .

– تتوفر هذه الأسواق على مجموعة من الأدوات المالية التي تهيئ للمستثمر فرصا أوسع للإختيار من شتى مجالات الإستثمار[1].

وترجع أهمية الأسواق المالية إلى عدة عوامل يمكن تلخيصها فيما يلي[2] :

1– تمويل خطط التنمية الاقتصادية،ولأن الدولة تحتاج إلى رؤوس أموال كبيرة لعمليات التنمية،فبدلا من اللجوء إلى عملية الاقتراض الخارجي ومساوئه الجلية في تراكم المديونية وتزايدها،بالأخص بالنسبة للدول النامية التي

[1] إلياس بن ساسي،يوسف قويشي،**التسيير المالي (الإدارة المالية)**،دار وائل للنشر والتوزيع،الأردن،2006،ص 434 .

[2] زاهرة يونس محمد سودة،**تنظيم عقود الإختيار في الأسواق المالية**،مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير في المنازعات الضريبية،جامعة النجاح الوطنية، فلسطين، 2005/ 2006،ص 6،7.

تقوم بطرح مشاريعها التنموية المالية المنظمة،فتشرك الدولة القطاع الخاص في تمويل القطاع العام من خلال طرح أسهم هذه المشاريع في الأسواق المالية للاكتتاب العام .

2- تساعد السوق المالي على منح القروض بشروط مناسبة وتكاليف قليلة بالمقارنة مع قروض البنوك الدولية،أو القروض الخارجية.

3- تسمح الأسواق المالية وتتيح الفرصة بتحرك الأموال من مالكيها الذين ليس لديهم فرص استثمارية . ويشكل منهم الكثير من صغار المستثمرين،والتي تكون صغيرة بمفردها ولكن كبيرة بمجموعتها،إلى زيادة الإنتاج والكفاءة الاقتصادية وبالتالي تحسين مستوى الرفاهية في المجتمع.

4- تعمل على زيادة إيرادات الحكومة من إيرادات تكلفة الصفقات التجارية سواءً من قبل المؤسسات أو الأشخاص.

5- يتم التعامل بالأوراق المالية القابلة للتداول بالعملات القابلة للتحويل،ويترتب على ذلك تحويل الأسواق المحلية إلى أسواق دولية أو إقليمية،بحيث يمكن لتلك الأسواق طرح أسهم وسندات لشركات من مختلف الجنسيات .

6- سهولة تحويل الأوراق المالية المتداولة إلى سيولة نقدية بدون تحمل خسائر له دور واضح في التوجه إلى الاستثمار وتقليص عمليات الادخار والاكتناز والذي يشكل ضررا بعدم استغلال هذه الأموال المجمدة .

7- هي مؤشر للحالة الإقتصادية،فالسوق المالي يساعد على تحديد الإتجاهات العامة في عملية التنبؤ التي تساعد المستثمر

8- على الإستثمار في الأوراق المالية الأكثر ربحا[1].

وبالتالي نرى أن الأسواق المالية تلعب دورا إقتصايا وتنمويا واجتماعيا،فهي وسيلة ومحرك للإقتصاد في أي بلد مهما كان متقدما أو ناميا.

المبحث الثاني : أقسام السوق المالي،أدواته وشروط تكوينه

حتى تقوم السوق المالية بممارسة نشاطها بفعالية وتؤدي الدور الذي أنشأت من أجله فانه لابد من توفر عدة اقسام والتي تمثل اركان السوق المالي وسنقوم بشرح كل قسم من هذه الاقسام بشيء من التفصيل

[1] رسمية أحمد أبوموسى،مرجع سابق،ص 13.

المطلب الأول : أقسام السوق المالي

وهو يشكل أهم العمليات المالية التي تتم في الإطار التنظيمي لسوق المال والذي ينقسم الى سوقين هما : سوق النقد وسوق راس المال.

أولا : سوق النقد

– تعريف سوق النقد :

وهي الأسواق التي تتداول فيها الأوراق المالية قصيرة الأجل،والتي ترتفع درجة سيولتها وتنخفض درجة المخاطرة فيها،لذلك تقل فيها معدلات العائد بالمقارنة مع الأوراق المالية المتوسطة وطويلة الأجل التي يتم تداولها والتعامل بها في الأسواق المالية [1].

– خصائص سوق النقد :

تتسم سوق النقد بخصائص عديدة تميزها عن غيرها من الأسواق المالية والتي يمكن أن نذكر منها ما يلي[2]:

– تتداول في الأسواق النقدية أدوات مالية قصيرة الأجل تتراوح فترة تسديدها ما بين يوم واحد في بعض الحالات وسنة واحدة بشكل عام .

– تتميز الأسواق النقدية بسيولتها العالية نسبيا وذلك لسهولة تحويل الأدوات المتداولة فيها إلى نقود، وهذا ما دفع الناس خطأ إلى إطلاق اسم الأسواق النقدية عليها .

– نظرا لتعامل الأسواق النقدية بالأدوات قصيرة الأجل وارتفاع سيولتها فإنها مقارنة بأسواق رأس المال،التي تتعامل بالأدوات الإستثمارية لطويل الأجل،تعاني من مخاطر أقل للفشل .

– إن غالبية الأسواق النقدية تتعامل بالأدوات ذات قيم كبيرة وبالتالي فإنها في الواقع غالبا ما تكون أسواق جملة لمعاملات كبيرة تتجاوز في الولايات المتحدة مثلا،وفي حالات عديدة مليون دولار . وهذا بلا شك يجعل الإستثمار في هذه الأسواق مركزا على المؤسسات الكبيرة بدلا من الأشخاص الطبيعيين أو يجري التبادل من خلال توسط سماسرة brokers أو متاجرين dealers يتركز دورهم في جمع الزبائن في صالات خاصة بالتبادل في البنوك الكبيرة،وذلك لأن من الصعب على صغار المستثمرين أو المستثمرين الأفراد بشكل عام تملك هذه الأدوات مباشرة وعلى انفراد،وهذا بلا شك يقلل أيضا من درجة المخاطرة.

---

[1] فليح حسن خلف،**الأسواق المالية النقدية**،عالم الكتب الحديث،الأردن،2006،ص 57.

[2] هوشيار معروف،**الإستثمارات والأسواق المالية**،دار صفاء للنشر والتوزيع،الأردن،2003،ص 133،134.

– إن غالبية الأدوات النقدية قابلة للخصم،وذلك لأنها تباع عادة أقل من قيمها المحددة باستثناء الودائع المصرفية .

– تقوم الأسواق النقدية بممارسة الكثير من وظائف البنوك التجارية،وفضلا عن ذلك تتميز هذه الأسواق بقدرتها على تجاوز التكاليف الفرصية للفوائد المصرفية وبالتالي فإنها تستقطب الأموال الكبيرة الموجهة للإستثمار في فترات قصيرة .

– الأدوات المتداولة في سوق النقد :

ويتم استخدام الأدوات المالية قصيرة الأجل في سوق النقد ومن أبرزها[1] :

1– أدوات الخزينة:

وهي أوراق مالية حكومية قصيرة الأجل،تعد إحدى أدوات الدين العام،إذ تقوم الحكومة باصدار هذه الأوراق وبيعها للمستثمرين الراغبين بشرائها مثل : شركات التأمين والبنوك والمؤسسات المالية الأخرى والأشخاص بخصم عن قيمتها الإسمية وتمتاز هذه الأوراق بسهولة التصرف بها فضلا عن تدني المخاطر التي تتعرض لها .

2– الأوراق التجارية قصيرة الأجل:

وهي أوراق مالية تعد من أدوات الإستثمار،وتتخذ غالبا بشكل سندات أذونية تصدر عن مؤسسات مالية ذات مراكز ائتمانية قوية،وتع الأوراق التجارية من أقدم أدوات الإستثمار قصيرة الأجل في سوق النقد .

3– شهادات الإيداع المقابلة للتداول:

وتعد من أدوات الإستثمار المهمة في سوق النقد،وهي أداة الدين ترتب لحاملها حقا على وديعة مصرفية مودعة لأجل . وتصدر عن المصارف التجارية بقيم اسمية مختلفة،ولمدد مختلفة لا تزيد عن السنة الواحدة،ويثبت عليها عادة سعر الفائدة .

4– القبولات المصرفية:

وهي عبارة عن سحوبات مصرفية يستخدمها في الغالب المستوردون المحليون في استيراد بضائع أجنبية على الحساب،ويتأرجح تاريخ استحقاقها ما بين شهر وستة أشهر .

5– اتفاقيات إعادة الشراء:

[1] حيدر يونس كاظم الموسوي،**أثر الأداء المالي للمصارف الإسلامية في مؤشرات سوق الأوراق المالية** – الأردن والسعودية – حالة تطبيقية للمدة (1990-2007)،أطروحة دكتوراه فلسفة في العلوم الإقتصادية،جامعة الكوفة،2008 / 2009، ص 40،41

وهي عبارة عن اتفاق بين المصرف أوجهة مانحة للقروض من ناحية وشركة مقترضة من ناحية أخرى . إذ تقوم الشركة المقترضة ببيع الأوراق المالية التي تملكها (أسهم،سندات،أذونات الخزينة ...) إلى البنك بسعر محدد وتتعهد الشركة المقترضة بموجب الإتفاق بشراء هذه الأوراق بسعر أعلى في تاريخ محدد،وتتأرجح مدة الإتفاقية بين (03) إلى (14) يوم،وقد تكون ليوم واحد فقط،وتسمى في هذه الحالة إتفاقية إعادة الشراء لليلة واحدة.

6- أمر السحب القابل للتداول:

وهونوع من الودائع المصرفية استحدث في بعض الدول،يجمع بين مزايا الودائع الجارية وودائع التوفير،إذ يمكن للمودع تحرير أو سحب أمر قابل للتداول في الوقت الذي يمكنه الحصول على فوائد رصيد الوديعة .

ثانيا : سوق رأس المال .

- تعريف سوق رأس المال :

يعرف سوق رأس المال بأنه : " السوق الذي تقوم فيه الحكومات والمصارف والمنظمات الدولية وشركات الأعمال باقتراض واستثمار كميات كبيرة من النقود لفترات طويلة أومتوسطة"[1].

ولسوق رأس المال شكلان :

1- أسواق حاضرة (فورية) : تتعامل بأوراق مالية طويلة الأجل،وفيها تنتقل الأوراق لمشتريها فور اتمام الصفقة بعد دفع القيمة.

2- أسواق مؤجلة (مستقبلية) : تتعامل كذلك بأوراق مالية طويلة الأجل،لكن تنفيذ الإتفاقيات والعقود يتم بتاريخ أجل على تاريخ إبرام العقد .

وتنقسم الأسواق الحاضرة إلى ما يلي :

*** السوق الأولية (سوق الإصدارات) :**

وهي السوق التي يجري فيها التعامل بإصدارات الأسهم والسندات وزيادة رؤوس الأموال عن طريق رسملة الإحتياطي الإختياري والأرباح المدورة .

*** السوق الثانوية (سوق التداول) :**

[1] حازم بدر الخطيب،**دور أهمية العائدات والأوراق المالية في أسواق المال الإسلامية**،مجلة العلوم الإنسانية،جامعة محمد خيضر- بسكرة -،العدد 11،ماي 2007،ص 165.

وهي السوق التي يجري فيها التعامل بالأوراق المالية بعد إصدارها واستكمال إجراءات الإكتتاب بها . وتشمل السوق النظامية والموازية، وسوق السندات،وعمليات التحويل خارج القاعة [1].

*** السوق الإحتكاري:**

وتتمثل في وزارة المالية أوالبنك المركزي في بعض الدول،حيث يحتكر التعامل فيها بأنواع معينة من الأوراق المالية التي تصدرها الحكومة مثل السندات الإدخارية[2] .

وتجدر الإشارة إلى أن الأوراق المالية طويلة الأجل التي تصدرها منشآت الأعمال وخاصة الأسهم والسندات،هي السلعة الرئيسية التي يتم تداولها في أسواق رأس المال أوالبورصات[3].

– خصائص سوق رأس المال :

بما أن سوق رأس المال شبكة تمويل طويل الأجل،تقوم على الإصدار من خلال بيع القيم المتداولة – الأسهم والسندات – والمساعدة بتعبئة الإدخار الفردي [4]. فهي تتميز بعدد من الخصائص وهي [5]:

1- سوق رأس المال يرتبط بالأوراق المالية طويلة الأجل،ويكتسب أهمية خاصة في تمويل المشروعات الإنتاجية التي تحتاج إلى رؤوس أموال كبيرة على أجل طويل .

2- الإستثمار في رؤوس الأموال يعتبر عائدا،ويهتم المستثمرون بالدخل أكثر من اهتمامهم بالسيولة والأرباح الموزعة والمخاطرة التي يتعرض لها رأس المال .

3- تتسم هذه السوق بكونها أكثر تنظيما من السوق النقدي،لكونها متعامل بها من قبل الوكلاء والمختصين .

4- الإستثمار في سوق رأس المال يكون أكثر مخاطرة وأقلها سيولة في الإستثمار في السوق النقدي،لأن أدوات الإستثمار فيه طويلة الأجل مما يحتمل مخاطر سوقية أو سعرية وتنظيمية مختلفة .

---

[1] زياد رمضان،محفوظ جودة،**الإتجاهات العاصرة في إدارة البنوك**،ط3،دار وائل للنشر والتوزيع،الأردن،2006،ص 280.

[2] فؤاد محمد أحمد محيسن،**الصكوك الإسلامية (التوريق) وتطبيقاتها المعاصرة وتداولها**،ملخص دراسة للحصول على درجة الدكتوراه من الأكاديمية العربية للعلوم المصرفية،مجمع الفقه الإسلامي الدولي،الدورة 19،إمارة الشارقة،الإمارات العربية المتحدة،دون سنة النشر،ص 12.

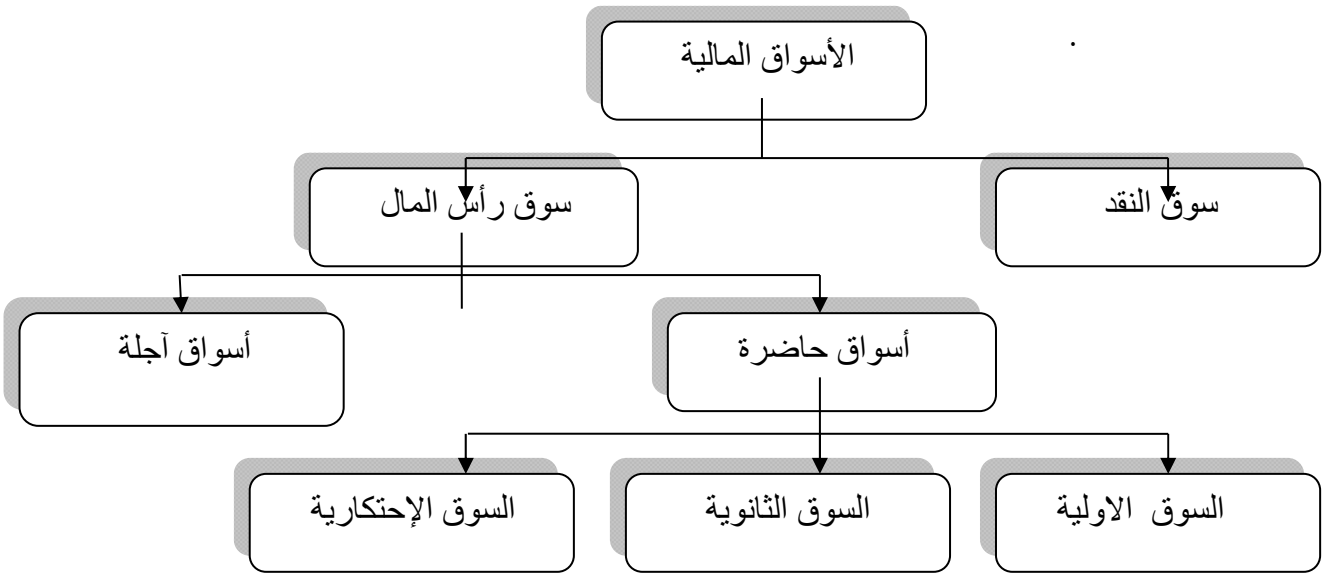
[3] عبد الغفار الحنفي،رسمية قرياقص،أسواق المال (**بورصات،مصارف،شركات التأمين،شركات الإستثمار**)،دار الجامعة الجديدة،مصر،2003،ص 17.

[4] P.Conco , la Question financiére de l'entreprise , (dunod , France , 1989) , tome2, 7 émé édition , p 387.

[5] دارين وشاح وشاح،**دور الإستثمارات الأجنبية في تطوير أداء سوق فلسطين للأوراق المالية**،مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير في المحاسبة وللتمويل،الجامعة الإسلامية – غزة،فلسطين،2009،ص 16.

5- يتطلب سوق راس المال وجود سوق ثانوي،يتم فيه تداول أدوات الإستثمار المختلفة

الشكل رقم1 : مكونات (أقسام) الأسواق المالية



المصدر : من إعداد الطالبين اعتمادا على المعلومات الواردة أعلاه.

المطلب الثاني : أدوات السوق المالي

تعتبر الأوراق المالية سلعة في الأسواق المالية،وتنقسم إلى نوعين رئيسيين التي يتم تداولها في البورصة بيعا أو شراءا،وهما أدوات الملكية وأدوات المديونية.

– أدوات الملكية (الأسهم) :

تتمثل أدوات الملكية في الأسهم والتي تعرف كما يلي :

الأسهم هي : " صكوك متساوية القيمة وقابلة للتداول بالتداول بالطرق التجارية ونثبت حقا للمساهم في الشركة التي أسهم في رأس مالها،وتخول له بصفته هذه ممارسة حقوقه في الشركة،لاسيما حقه في الأرباح " [1].

كما تعرف على أنها : "حصة واحدة في شركة المساهمة التي أصدرته وهو يمثل كذلك حصة صاحبه في رأس مال الشركة"[2].

[1] أشرف محمد دوابة،**سوق مالية إسلامية**،ط1،دار السلام للطباعة والنشر،القاهرة،2006،ص 31 .

[2] علي عباس،**إدارة الأعمال الدولية**،ط1،دار حامد للنشر والتوزيع،عمان،2003،ص 305.

وحسب المادة : 715 مكرر 40:(المرسوم التشريعي رقم 93-08 المؤرخ في 25 ابريل 1993): "السهم هو سند قابل للتداول تصدره شركة مساهمة كتمثيل لجزء من رأسمالها " [1].

– **خصائص الأسهم**: تتميز الأسهم بمجموعة من الخصائص :

1– **التساوي في القيمة**: من الخصائص التي تختص بها الأسهم أنها متساوية القيمة،وهذه القيمة يتم تحديدها من قبل القانون يستوي في ذلك كل أنواع الأسهم،إذ أنها تقوم على مبدأ المساواة في الحقوق والالتزامات.

والحكمة من تساوي قيمة الأسهم: تقدير الأغلبية في الجمعية،العمومية بسهولة ويسر من غير عناء وتسهيل عملية توزيع الأرباح وتنظيم سعر الأسهم داخل البورصة.

2– قابلية الأسهم للتداول: تعتبر هذه الخاصية من أهم خصائص الأسهم فإذا نص في الشركة على عدم قابلية السهم للتداول فقدت الشركة صفة المساهمة،إذ تعتبر خاصية التداول من أهم خصائص أسهم شركات المساهمة.

3– عدم قابلية السهم للتجزئة :بمعنى إذا مات احد الشركاء فلا يجوز ان يقسم سهمه على ورثته وإنما يختار الورثة من بينهم ممن يمثلهم في الجمعية العمومية حتى يستطيع مباشرة الحقوق الخاصة بهم.

4– تحديد المسؤولية: وهذا يعني أن مسؤولية الشركاء في مواجهة الشركة تكون بحسب قيمة أسهمهم فيها،ولا يسأل عما يجاوز ذلك،فإذا أفلست الشركة وصارت عاجزة عن سداد ديونها فلا يلزم الشركاء بسداد ديونها من أموالهم الخاصة[2].

– **أنواع الأسهم** : تنقسم الأسهم إلى أسهم عادية وأسهم ممتازة.

أولا: الأسهم العادية:

حسب المادة 715 مكرر42 (المرسوم التشريعي رقم 93-08 المؤرخ في 25 ابريل 1993): "الأسهم العادية هي الأسهم التي تمثل اكتتاب ووفاء لجزء من رأسمال شركة تجارية،وتمنح الحق في المشاركة في الجمعيات العامة والحق في انتخاب هيئات التسيير أو عزلها والمصادقة على كل عقود الشركة أو جزء منها وقانونها الأساسي أو تعديله بالتناسب نع حق التصويت الذي بحوزتها بموجب قانونها الأساسي أو بموجب القانون " .

[1] مبروك حسين،**القانون التجاري الجزائري**،دار هومه للنشر والتوزيع،الجزائر،2004،ص 202.

[2] محمد لطفي أحمد،**معاملات البورصة بين النظم الوضعية والأحكام الشرعية**،ط1،دار الفكر الجامعية،الإسكندرية،2006،ص 47،ص49 .

وتمنح الأسهم العادية،علاوة على ذلك،حق في تحصيل الأرباح عندما تقرر الجمعية العامة توزيع كل الفوائد الصافية المحققة أو جزء منها. وتتمتع جميع الأسهم العادية بنفس الحقوق والواجبات[1].

ويعرف كذلك على أنه: صك قابل للتداول يمثل حق الملكية على جزء من رأسمال الشركة المصدرة [2].

– اتجاهات جديدة بشان الأسهم العادية :

إلى جانب الأسهم العادية التقليدية ظهرت في السنوات الأخيرة أنواعا جديدة في مقدمتها الأسهم العادية للأقسام الإنتاجية، الأسهم العادية ذات التوزيعات التي تخصم قبل حساب الضريبة والأسهم العادية مضمونة القيمة.

1– الأسهم العادية للأقسام الإنتاجية :

الأصل أن يكون للمنشاة الواحدة مجموعة واحدة من الأسهم العادية ترتبط فيها التوزيعات بالأرباح التي تحققها المنشاة ككل،وعلى الرغم من المزايا التي يحققها هذا النوع الجديد من الأسهم،إلا انه خلق نوعا من التضارب في المصالح بين المستثمرين على سيشار إليه عند تناول الأسهم العادية المضمونة [3].

2– الأسهم العادية ذات التوزيعات المخصومة :

الأصل أن التوزيعات التي يحصل عليها حملة الأسهم العادية لا تعد من بين المصروفات التي ينبغي خصمها قبل حساب الضريبة وفي الثمانينات صدر تشريع ضريبي في الولايات المتحدة يسمح للمنشأة التي تبيع حصة من أسهمها العادية إلى العاملين بها في ظل خطة معينة لمشاركتهم في ملكية المنشأة بخصم التوزيعات على تلك الأسهم في الإيرادات قبل حساب الضريبة،ليس هذا فقط بل لقد نص القانون على إعفاء المؤسسة المالية التي تمنح قرضا لصندوق العاملين – المخصص لتمويل شراء تلك الأسهم – في دفع الضريبة على 50 % من الفوائد التي تحصل عليها [4]،ومن آثار منح العاملين أسهما في الشركة هو ترك أثر تقني مهم ومحفز للعاملين لزيادة إنتاجه وبالتالي زيادة إنتاج المنشاة،أول إصدار لهذا النوع ظهر في الولايات المتحدة الأمريكية [5].

---

[1] مبروك حسين،**القانون التجاري الجزائري**،مرجع سابق،ص 202 .

[2] Valerie lelierne et des autres,Economie monétaire et financiére, Breal paris 2000,p 189

[3] محمد عوض عبد الجواد،علي إبراهيم الشديفات،**الاستثمار في البورصة**،ط1،دار حامد للنشر والتوزيع،عمان،2006،ص 95 .

[4] منير إبراهيم هندي،**أدوات الاستثمار في أسواق رأس المال**،المكتب العربي الحديث،الإسكندرية،2006، ص17 .

[5] أرشد فؤاد التميمي،**أسامة عزمي،الاستثمار بالأوراق المالية**،ط1،دار المسيرة للنشر والتوزيع،عمان،2004،ص 44 .

على الرغم من أن هذا النوع من الأسهم العادية يتطلب تشريعا من السلطة السياسية إلا أنه يشجع في استثمار الوفرات الضريبية وإصدار هذا النوع من الأسهم [1].

3- الأسهم العادية المضمونة :

الأصل في الأسهم العادية انه ليس لحامله الحق في الرجوع إلى المنشاة التي أصدرته وذلك في حالة انخفاض قيمته السوقية غير انه في عام 1984 ظهرت لأول مرة في الولايات المتحدة الأمريكية أسهم عادية تعطي لحاملها الحق في مطالبة المنشاة بالتعويض،إذا ما انخفضت القيمة السوقية للسهم إلى حد معين،خلال فترة محدودة عقب الإصدار إما إذا لم يصل انخفاض القيمة إلى الحد المعين أوإذا تجاوز الانخفاض الحد ولكن بعد انتهاء الفترة المنصوص عليها فلا يكون للمستثمر الحق في المطالبة بأي تعويض [2]. إن الأسهم المضمونة تتيح لحاملها تحقيق أرباح رأسمالية عند ارتفاع القيمة السوقية خلال المدة المحددة للتعويض بينما لا يتكبد الخسائر بشكل يتجاوز سقف التعويض حتى عند الانخفاض المستمر في القيمة السوقية للسهم طالما أمكنه الرجوع إلى المنشاة والحصول على التعويض،ومن مميزات الأسهم المضمونة بالنسبة للمستثمر تقليل ثر نقص المعلومات لديه عند اتخاذ القرار الاستثماري فضلا عن ذلك تؤثر هذه النوعية من الأسهم في حماية بنكير الاستثمار الذي تعهد بتسويق الأوراق المالية عند انخفاض القيمة السوقية أثناء طرح السهم ومن المؤكد ان الميزة الرئيسية هي ضمان التصريف الكامل للإصدار بضمان التعويض عند الانخفاض الشديد للقيمة السوقية وخلال مدة محدودة .

ثانيا : الأسهم الممتازة:

السهم الممتاز هو نوع من الأسهم يحمل مزايا كل من الأسهم والسندات في نفس الوقت،فهو يشبه السهم العادي في عدة نواحي أهمها :

- أن ليس له تاريخ استحقاق ولا يحق لحامله المطالبة بالأرباح إلا إذا قررت الإدارة توزيعها وأن مسؤولية حامله محدودة بقيمة السهم [3].

- كما يعطي لحامله أفضلية على المساهمين العاديين تتمثل بتحديد سنة ثابتة من المردودية لهذه الأسهم تحدد عند الإصدار وتحديد هذه النسبة المسبقة للعوائد [4].

---

[1] محمود محمد الداغر،**الاسواق المالية**،ط1،دار الشروق للنشر والتوزيع،الأردن،2005،ص 99،100 .

[2] منير إبراهيم هندي،**الأوراق المالية وأسواق رأس المال**،منشاة المعارف،الإسكندرية،1999،ص 19،20 .

[3] منير إبراهيم هندي،**إدارة البنوك التجارية**،ط3،المكتب العربي الحديث،الإسكندرية،1996، ص 279 .

[4] جمال ناجي،**إدارة محفظة الأوراق المالية**،ط1،المؤسسة الجامعية للدراسات،لبنان،1998،ص 14.

– كذلك تتشابه الأسهم الممتازة والسندات في أن نصيب السهم من الأرباح محدود بنسبة معنية من قيمته الإسمية .

– هذا ويأتي حملة الأسهم الممتازة بعد حملة السندات من حيث حصولهم على مستحقاتهم[1] .

وتلجأ الشركات للتمويل عن طريق الأسهم الممتازة في عدة حالات :

– إذا كانت كلفتها أقل من كلفة الأسهم العادية،لا سيما وأن هذه الأسهم الممتازة تحصل على عوائد ثابتة في حال تحقيقها .

– عندما لا تتمكن المنشأة من طرح السندات أو الحصول على قروض من المؤسسات المالية المختلفة .

– عندما تنوي الشركة التوسع في أعمالها أو زيادة رأس مالها وكذلك في حالة زيادة الأعباء على هذه الشركة .

– إن الأسهم الممتازة تتميز كمصدر تمويل للمنشاة،وذلك لعدم التزام المنشاة بسدادها في تاريخ معين أو عدم دفع تكاليف على رأس المال المقدم من المساهمين،إلا في حالات تحقيق الأرباح فإنهم يتقاضون جزءا منها[2] .

– اتجاهات جديدة بشان الأسهم الممتازة :

إلى جانب الأسهم الممتازة التقليدية هناك الأسهم الممتازة التي لها حق التصويت إضافة إلى الأسهم الممتازة القابلة للتحويل.

الأصل أن التوزيعات على الأسهم الممتازة ثابتة بنسبة معينة من القيمة الإسمية للسهم وفي عام 1982 ظهرت في الولايات المتحدة الأمريكية ولأول مرة نوع جديد من الأسهم الممتازة ترتبط فيها التوزيعات بمعدل العائد على نوع من سندات الخزانة على أن يجري تعديل على نصيب السهم من الأرباح مرة كل ثلاث شهور بناءا على التغير الذي يطرأ على معدل العائد على تلك السندات وللمحافظة على مستوى ملائم من الطلب على تلك الأسهم عادة ما ينص على أن لا تقل نسبة التوزيعات عن 7.5 % من القيمة الإسمية للسهم وإن كان يشترط أن لا تزيد النسبة عن 15.5 % من تلك القيمة [3].

1– الأسهم الممتازة التي لها حق التصويت:

[1] منير إبراهيم هندي،**إدارة البنوك التجارية**،مرجع سابق،ص 280 .

[2] كنجوعبود كنجو،إبراهيم وهبي فهد،**الإدارة المالية**،دار المسيرة للنشر والتوزيع،الأردن،1997،ص 63 .

[3] منير إبراهيم هندي،**الأوراق المالية وأسواق رأس المال**،مرجع سابق،ص 28،29 .

وهي حق يستفيد منه المستثمر ويتيح له المشاركة في اتخاذ القرارات لإدارة المنشاة وخاصة تلك التي ترتبط بمصلحته ألا وهي إقرار التوزيعات لحملة الأسهم الممتازة [1].

2- الأسهم الممتازة القابلة للتحويل:

وهي فرصة تحويل الأسهم الممتازة إلى أسهم عادية عند ارتفاع القيمة السوقية للسهم العادي فيحقق عائدا جيدا مع مراعاة الظروف المحيطة[2] .

- أدوات المديونية (السندات):

تعتبر أدوات المديونية مصدرا من مصادر التمويل المقترض تلجأ إليها الشركات والحكومات لسد الاحتياجات المالية الكبيرة،التي لا يمكن تمويلها من قبل جهة واحدة،إذ يتم تجزئة المبلغ المطلوب إلى فئات يتم تسيدها وتسويقها إلى الجمهور ويمكن تعريفها كما يلي : " تمثل السندات صكوك مديونية تصدرها منشآت الأعمال أو الحكومات المحلية والهيئات شبه الحكومية والتي تعتبر بمثابة عقد أو اتفاق بين المقترض والمستثمر"[3].

بمعنى أن من يشتري سند فهو دائن للشركة،يحصل على القيمة الإسمية للسند في تاريخ الإستحقاق كما يحصل أصحاب السندات على فوائد دورية محددة مسبقا،بغض النظر عن أداء الشركة لذا يقال أن : "حملة السندات يحصلون على عائد بسيط ومخاطرة بسيطة " [4]. كما أنه عند التصفية فان الأولوية هي لصاحب القرض قبل حملة الأسهم العادية والممتازة .

- خصائص السندات :تتمثل خصائص السندات فيما يلي [5]:

1- بالنسبة لخاصية الإستبدال،تعطي لحاملي السندات من هذا النوع حق استبدال السندات بأسهم،ويتحول بذلك حامل السند من مقرض لشركة إلى مساهم في حقوق الملكية .

---

[1] محمود محمد الداغر،مرجع سابق،ص 103 .

[2] ناظر محمد نوري الشمري وآخرون،ط1،**أساسيات الاستثمار العيني والمالي**،دار وائل للنشر،الأردن،1999،ص 214 .

[3] عبد الحميد محمد الشواربي،**إدارة المخاطر الائتمانية**،منشاة المعارف،الإسكندرية،2002،ص 120.

[4] محمد عبده محمد مصطفى،**تقييم الشركات والأوراق المالية لأغراض التعامل في البورصة**،الدارالجامعية،القاهرة،1998،ص 14 .

[5] بودالي هجيرة،**الإستثمار في السوق المالي**،مرجع سابق،ص 55،56 .

2- تتميز كل السندات التي تصدرها الشركات بميزة حق الإستدعاء،وتعطي هذه الميزة حق إعادة شراء السندات من طرق الشركة التي أصدرتها قبل ميعاد استحقاقها،ويحصل أصحاب السندات على علاوة تعويضية مقابل التنازل عن السندات تتمثل في ارتفاع سعر الشراء عن القيمة الدفترية للسند .

3- بالنسبة لخيارات الشراء المضمون،فإنها تعتبر من المحفزات التي تربطها الشركة بالسند عند الإصدار وهي تشابه في شكلها إلى حد كبير خاصية الإستبدال رغم الإختلاف بينهما [1].

4- لحامل السند بصفته دائنها للشركة الحق في الحصول على فائدة ثابتة سنويا بصرف النظر عن نتيجة عمليات الشركة من أرباح أو خسائر.

1- تمثل السندات استثمارا مضمونا بالمقارنة بأسهم رأس المال،حيث عادة ما يقتني السندات المستثمرون متجنبو المخاطر"Risk Avoiders"،بينما يقتني الأسهم المستثمرون الراغبون في تحميل المخاطر " Risk Takers " نظير الحصول على عوائد أكبر،لذلك يكون سعر الفائدة في السندات أقل من معدل الفائدة على الأسهم[2].

2- صكوك مديونية ذات أجل لسداد أصل الدين[3] .

3- تواجه السندات مخاطر ائتمانية عديدة،أهمها ما يتعلق بتقلبات أسعار الفائدة وبقابلية استدعائها من قبل الجهات المصدرة لها عند انخفاض هذه الأسعار لتعرض محلها سندات جديدة تحمل فوائد أعلى .

4- تخضع السندات لنوعين من القيم بالإضافة إلى قيمها الاسمية،وهما قيم أدنى عند بيعها بخصم،وقيم أعلى عند بيعها مع علاوة.

5- تتحرك عوائد السندات باتجاه معاكس لأسعارها وذلك لأن مستثمري السندات يخصمون التدفقات النقدية المستقبلية الثابتة عند الأسعار المرتفعة للفوائد،وهنا فإن المعدلات الأعلى للخصم تعطي قيما حالية أدنى للسندات[4].

6- إن ارتفاع سعر السند عند انخفاض عائده يكون أكبر من انخفاض هذا السعر عند ارتفاع العائد المذكور.

- أنواع السندات :

---

[1] نور الدين خبابة،**الإدارة المالية**،ط1،دار النهضة العربية،بيروت،1997،ص 500 .

[2] أمين السيد أحمد لطفي،**المحاسبة عن الأسهم والسندات**،دار النهضة العربية،القاهرة،2000،ص 128،129 .

[3] محمد محمود عبد ربه محمد،**مخاطر الاعتماد على البيانات المحاسبة**،الدار الجامعية،الإسكندرية،2000،ص 17.

[4] هوشيار معروف،مرجع سابق،ص 110 .

يمكن تصنيف السندات التي تصدرها الشركات المساهمة العاملة في جميع القطاعات الاقتصادية إلى:

1- السندات المضمونة:

التي توفر حماية السندات بالموجودات المرهونة لها وتعد السندات المرهونة بعقار أو معدات ومكائن من أهم صورها،وتسمى سندات الرهن فقد تكون سندات الرهن مفتوحة النهاية،حيث يجوز للشركة المعنية بإصدارات إضافية على ذات الرهن أو الضمانات،مما يوفر مرونة لتمويل الشركة إلا أن الإفراط بالإصدار قد يضعف مقدار حماية السندات،وقد تكون سندات الرهن مغلقة النهاية،تمنع الشركة من إصدارات إضافية لحماية قيمة الضمان .

2- السندات العادية:

وضماناتها لحملة السندات تنحصر بقدرة الجهة المصدرة على دفع الفائدة وأصل المبلغ،أي يعد المركز الإئتماني محور ضمان هذه السندات،وتمثل سندات الدخل إحدى صور هذه السندات،حيث يرتبط دفع الفائدة بقدرة الشركة على تحقيق الأرباح التي تغطي الفائدة الواجب دفعها،وعدم دفع الفائدة لا يعني إشهار الإفلاس،كما هو الحال في السندات المضمونة،إذ بالإمكان تأجيل دفع الفائدة طبقا للشروط الإصدارية [1].

3- السندات القابلة للتحويل إلى أسهم عادية:

هي السندات التي تحمل في طياتها الحرية في اختيار قابليتها للتحويل إلى أسهم عادية،وغالبا ما يكون منصوص على عدد الأسهم العادية الممكن التحويل إليها بموجب السند [2].

هذه التسمية مشتقة من الأسبقية القانونية لحملتها بموجودات الشركة عند التصفية وعادة تكون سندات الدرجة الأولى ذات فائدة أقل من درجة الثانية .

4- سندات مسجلة بأسماء مالكيها:

لا يستطيع أي شخص من غير المالك المسجل باسمه السند،أن يتصرف به سواء بالبيع أو المطالبة بالفوائد وبالقيمة الاسمية،وهو أقل خطورة عند فقدانها لذا تستحق عائد أقل،كذلك بالإضافة للمخاطر القليلة فهي تتحمل تكاليف تسجيل المعلومات المتعلقة بالمالكين والتي قد يكون مسؤولا عنها قسم كامل في المنشأة .

5- سندات لحامله:

سند قابل للتداول يمكن لأي شخص يحمله أن يبيعه أو يطالب بفوائده وبالقيمة الاسمية،ويمكن رهنه،لكنها ذات مخاطر عالية خاصة فقدانها لذا تستحق عائدا أعلى .

---

[1] أرشد فؤاد التميمي،أسامة عزمي،مرجع سابق،ص ص 91،92 .

[2] سيد الهواري،الإدارة المالية،ط6،مكتبة عين الشمس،مصر،1996،ص 213 .

بالإضافة إلى هذه الأنواع شهدت سوق السندات إبداعات في عقد الثمانينات لتوسيع دائرة الخيانات أمام المستثمر،تمثلت بإصدار أنواع خاصة من السندات :

– مستجدات السندات:

وتتمثل فيما يلي :

1– سندات المشاركة:

وتعطى الحق لحملتها المشاركة بأرباح الجهة المصدرة لها بجانب الفائدة،مثل هذا الإمتياز يتحقق على الفضلة من الأرباح بعد حملة الأسهم العادية،مثل هذه الإصدارات نجدها في الشركات ذات المراكز الائتمانية الضعيفة.

2– السندات ذات الفائدة المعومة:

سندات سعر الفائدة فيها غير ثابت (متذبذب) بدرجة محدودة ومرتبط بحالة التضخم،ومعدلاته وإمكانية تغيره بالإرتفاع أو الإنخفاض تبعا للحالة الاقتصادية [1].

3– السندات القابلة للاستدعاء:

هي السندات التي يمكن للشركة المصدرة استدعائها لرد قيمتها قبل تاريخ استحقاقها،وعادة ما يشترط في تلك الحالة سداد مبلغا إضافيا لحامل السند الذي يتم استدعائه ويسمى علاوة استدعاء ،بالإضافة إلى قيمة السند الواجب سدادها [2].

4– السندات ذات الفوائد الدورية الصفرية:

سندات تصدر بدون دخل جاري أي بدون فوائد دورية تساوي صفر تباع بخصم عند الإصدار.

5– السندات الرديئة:

السندات غير المصنفة وهي عادة ما تجذب المضاربين،كونها خاضعة لاحتمالات فشل كما هي خاضعة لاحتمالات النجاح،تمتاز بتذبذب عالي في الفائدة،هذا بجانب أنها تجذب الأفراد المستثمرين الذين لديهم الرغبة بالحصول على الملكية وذلك عن طريق وضع اليد على أصول المنشأة،خاصة عندما تكون ذات مديونية عالية أو معرضة للإفلاس،ويباع بقيمة أقل من قيمته

[1] أرشد فؤاد التميمي،أسامة عزمي،مرجع سابق،ص 92،93 .

[2] أمين السيد أحمد لطفي،**المحاسبة عن الأسهم والسندات التداولة في بورصة الأوراق المالية**،دار النهضة العربية،القاهرة،2000،ص 134 .

الإسمية [1].

المطلب الثالث : شروط تكوين السوق المالي ومقومات نجاحه

إن تكوين أي سوق مالي لا بد أن يتم وفق شروط،تمكن من توفير مقومات تعمل على نجاحه وتطويره .

1- شروط تكوين السوق المالي :

هناك عدة شروط يجب توافرها لتكوين السوق المالية نذكر منها[2] :

1) زيادة عدد المؤسسات المالية الموجودة في الدولة،إن تشجيع السوق المالي يقتضي تشجيع الإدخار في القطاع الخاص،والتي تتحول إلى عمليات إستثمارية منتجة،والتي يمكن أن تتم بدون توفير المؤسسات المالية داخل الدولة،ويتطلب من هذه المؤسسات تحسين ورفع أسعار الفائدة وتحسين الشكل الخارجي للجهاز المصرفي وزيادة عدد فروعه .

2) تحويل المدخرات إلى إستثمارات،وهناك عدة طرق تم إتباعها لهذا الغرض منها : إقتطاعات إجبارية من الموظفين مقابل منحهم أسهم في شركات قوية،وتخصيص أيام خاصة بالجمهور لزيارة البورصات،وإنشاء ما يسمى بنوادي الإستثمار.

3) إنشاء بورصات للأوراق المالية،وأهم مهامها تحويل الأموال المدخرة إلى أموال مستثمرة في مشروعات قائمة أوفي طور التكوين،وتحويل الإستثمارات طويلة الأجل إلى أصول سائدة عند الحاجة .

4) ضرورة الإهتمام بالتنسيق بين الأنظمة والقوانين المالية المعمول بها في الدولة الأعضاء في السوق المشتركة،ومن الملاحظ وجود إتفاقيتين ضريبيتين على نطاق الدولة العربية هما : إتفاقية تجنب الإزدواجية الضريبية ومنع التهرب من الضرائب،وإتفاقية التعاون لتحصيل الضرائب .

5) الإهتمام بوسائل الإعلام ومراقبتها،ففي حالات نشر بيانات عن الخطة الإقتصادية للدولة،يستطيع كلا من القطاع الخاص وصغار المستثمرين معرفة الشركات التي يمكن المشركة فيها،وتمويلها بدلا من المجهودات التي تبذلها الخزينة العامة لتمويل النقد اللازم لها.

6) وجود حد أدنى من من الوجود حد أدنى من الإستقرار السياسي وعدم وجود رقابة على النقد،فيجب على الدولة المضيفة أن توفر للمستثمرين وخاصة الأجانب بعض التسهيلات في تحويل صافي أرباحهم إلى الخارج وتحويل رأس المال الأجنبي عند نهاية الإستثمار إلى بلده.

---

[1] أرشد فؤاد التميمي،أسامة عزمي،مرجع سابق،ص 94،95 .

[2] جمال جويدان الجمل،**دراسات في الأسواق المالية والنقدية**،دار صفاء للنشر والتوزيع،الأردن،2002،ص 21 .

إضافة إلى ذلك نرى من جهتنا أن الإهتمام بالعنصر البشري وتأهيله يدخل في صميم شروط لتكوين أي سوق مالي،كونهم من يسيرون المؤسسات وينسجون الأنظمة والقوانين المالية المعمول بها في السوق،وكذا تسيير مختلف وسائل الإعلام والسهر على تنظيمها ومتابعتها ورقابتها .

2- مقومات نجاح الأسواق المالية :

طبقا لمفهوم السوق الملية يمكن التمييز بين نوعين من المقومات لإنشاء الأسواق المالية وهي[1]:

2-1- مقومات أساسية : وتحتوي على :

1) مناخ ملائم للإستثمار قائم على عنصر الثقة والتنظيم .

2) فلسفة إقتصادية واضحة تسمح لرأس المال الخاص بتكوين الشركات المساهمة .

3) تنوع أدوات الإستثمار،وهي سلعة سوق المال،فالتنوع في الأدوات يعني تعدد الخيارات أمام المدخرين.

4) مؤسسات مالية ومصرفية متنوعة ومتعددة قادرة على خلق الفرص وتجميع المخاطر وتقليلها.

5) حجم مناسب من المدخرات القابلة للتحويل إلى إستثمارات مختلفة الآجال،التي يقوم السوق بتحفيزها .

2-2: مقومات مساندة : والتي تتمثل في :

1) أنظمة إتصال فعالة ومتطورة وكفؤة لتوفير المعلومات الدقيقة والموثوق بها حول حركة الأسعار.

2) أنظمة كفؤة للإفصاح المعلوماتي والمالي عن واقع الشركات والسوق وتحليل نشاط الإقتصاد.

3) تشريعات تضفي صفة المنافسة اكاملة ومنع الإحتكار،لتفعيل السوق بأرضية للعرض والطلب .

4) هيكل مؤسسي منظم،يعبر عنه بجهاز إداري متكامل،تحكمه هيئة أولجنة بشرط الحياد والخبرة .

5) تشريعات وأحكام تحمي المستثمرين من الغش والتلاعب وتحديد التصرفات التي تعزز من ثقة الجمهور بنظام السوق وهيئته .

مقومات عديدة،يعتمد عليها نجاح الأسواق المالية أهمها [2]:

1) وجود نظام محاسبي سليم،بحيث يسمح بتوفير المعلومات اللازمة لإتخاذ قرارات وتلبية متطلبات المستثمرين .

---

[1] أرشد فؤاد التميمي،أسامة عزمي،مرجع سابق،ص 112.

[2] عصام فهد العربيد،**الإستثمار في بورصات الأوراق المالية (بين النظرية والتطبيق)**،دار الرضا للنشر والتوزيع،سوريا،2002،ص 150.

2) مراعاة مبدأ الإفصاح المطلوب عن المعلومات المحاسبية التي تعكس حقيقة المراكز المالية للشركات والبنوك وأرباحها الفعلية والمتوقعة،من أجل تقييم أسعار الأسهم المتداولة بقيمها الحقيقية .

3) توفر الوعي الإستثماري لدى المتعاملين في سوق الأوراق المالية،بهدف التمكن من إستخدام البيانات والمعلومات المتاحة،في إجراء تقويم حقيقي للمراكز المالية للشركات والبنوك المصدرة للأسهم،والوصول إلى التقويم العادل للأسعار السوقية لهذه الأسهم .

ومن الواضح في هذه المقومات،الدور المهم لنظام المعلومات في نجاح الأسواق المالية،كونه يعمل على توفير المعلومات لمختلف المتعاملين لأجل إتخاذ القرار،وكذا المساهمة في تحديد الأسعار العادلة لمختلف الأسهم المتداولة في السوق،ومن ثم زيادة كفاءته .

المبحث الثالث : مؤشرات قياس اداء الاسواق المالية ومخاطر السوق المالي

بالرغم من المزايا التي تتمتع بها الأسواق المالية،إلا أنها لا تخلو من العيوب،يأتي في مقدمة هذه العيوب ارتباطها بجملة من المخاطر تهدد سلامة المركز المالي للمستثمر. سنحاول تبيينها من خلال هذا المبحث وسبل إدارتها .

المطلب الاول : مؤشرات قياس اداء السوق المالي:

ويمثل مؤشر السوق مقياسًا شاملا لاتجاه السوق، لذلك يمثل مؤشر السوق مستوى مرجعي للمستثمر عن سوق المال، أو لمجموعة معينة من الأسهم، ويستخدم لكل سوق مؤشرًا أو مجموعة من المؤشرات[1].

يقيس مؤشر سوق الأوراق المالية مستوى الأسعار في السوق، حيث يقوم على عينة من أسهم المنشآت التي يتم تداولها في أسواق رأس المال المنظمة أو غير المنظمة أو كلاهما، وغالبًا ما يتم اختيار العينة بطريقة تتيح للمؤشر أن يعكس الحالة التي عليها سوق رأس المال والذي يستهدف المؤشر قياسه.

1- أنواع المؤشرات:

[1] راجع محمد صالح الحناوي، جلال إبراهيم العبد، **بورصة الأوراق المالية بين النظرية والتطبيق**، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2005، ص251.

وهنالك نوعين من المؤشرات في البورصات الأمريكية، حيث نجد مؤشرات يحسب فيها الوزن النسبي داخل العينة على أساس السعر الذي يباع به السهم، مثل مؤشر دوا جونز لمتوسط الصناعة، ومؤشرات يحسب فيها الوزن النسبي على أساس القيمة السوقية الكلية للأسهم التي أصدرتها المنشأة مثل مؤشر لستاندرد آند بور 500.

أ- مؤشر دوا جونز لمتوسط الصناعة:

يعد مؤشر دوا جونز لمتوسط الصناعة أقدم المؤشرات وأكثرها شيوعًا، إذ نشر لأول مرة في صحيفة وول ستريت في 1884، وهو يصدر لمتابعة بورصة نيويورك، ويتكون من أوراق 30 شركة ويقيس مستوى أسار أسهم 30 شركة صناعية كبرى تمثل أعلى مستوى في الإدارة والخبرة والأرباح والتوزيعات في بورصة نيويورك، وهذه الشركات تعد من أعظم وأقوى مجموعة الشركات الأمريكية.

في البداية كان يحسب المتوسط بقسمة مجموع أسعار الأسهم على عددها، غير ان اتباع هذه الطريقة أصبح أمرًا غير مقبول خاصة عندما يحدث اشتقاق لأسهم إحدى الشركات داخل العينة أو عندما تصدر إحدى الشركات أسهما جديدة مقابل توزيعات مما يؤثر على القيمة السوقية للسهم.

ب- مؤشر لستاندرد آند بور 500:

تتضمن العينة التي يقوم عليها مؤشر لستاندرد أند بور 500 من 500 سهم يمثل 400 من هذه الأسهم لشركات صناعية، و 40 لشركات ذات منافع عامة كالكهرباء والماء...، و20 سهم لشركات النقل، و40 سهم لشركات تعمل في المجال المالي. وكلها شركات كبيرة الحجم تتداول أسهما أما في أحدى البورصات الكبرى أو في السوق غير المنظم وقد اشتق منه 4 مؤشرات هي: مؤشر الصناعة، مؤشر المنافع العامة، مؤشر النّقل، مؤشر المجال المالي.

وعلى عكس مؤشر دوا جونز لمتوسط الصناعة لا يعتبر مؤشر لستاندرد أند بور 500 متوسطًا بل رقما قياسيا، فترة القياس فيه هي 1941-1943، وأعطى للمؤشر فيها قيمة جزافية مقدارها 10 وكما سبقت الإشارة فإن المؤشر المذكور هو واحد من بين المؤشرات التي تقوم على مدخل القيمة.

2- أهداف مؤشرات البورصة: تستعمل بورصة الأوراق المالية في الدول المتقدمة العديد من المؤشرات، من أجل تحقيق جملة من الأهداف أهمها:

- التعرف على مستوى أسعار الأوراق المالية في السوق المالية بصفة عامة أو بالنسبة لصناعة ما في ضوء عينة من الأوراق المالية المتداولة في البورصة كالأسواق المنظمة أو غير المنظمة.

– قياس كفاءة أسواق رأس المال، ومن ثم قياس كفاءة واستقرار الحالة الاقتصادية للدولة لوجود علاقة مباشرة بينه وبين معدل النمو في الدخل القومي، ومستوى أسعار الأوراق المتداولة في السوق المالية.

– القدرة على التنبؤ بإنتاجية الصناعات التي تتداول فيها أوراقها المالية والتنبؤ بالحالة الاقتصادية للدولة من كساد أو رواج أو اعتدال، في ضوء مؤشرات أسعار الأوراق المالية التي تم نشرها في نشرة أسعار البورصة.

– توجيه المستثمرين والمضاربين على الأوراق المالية نحو مجالات الاستثمار الأفضل لمدخرات أموالهم، واتجاه الأوراق المالية للشركات التي تحقق عائدًا مجزيًا لهم وفقا لصعود وهبوط الأسعار السوقية للأوراق المالية للشركات، ومقارنة العائد المحقق منها بالعائد المحقق من الأوراق المالية الحكومية ذات العائد الخالي من المخاطرة.

– مساعدة المستثمرين والفئات في السوق والأعضاء المتعاملين فيها من تجار متخصصين في اتخاذ القرار المناسب نحو تكوين محفظة متوازنة من الأوراق المالية، تحتوي على درجة أقل من المخاطرة، وتحقق أكبر عائد ممكن أن يساوي على الأقل للعائد الذي تحيطه مؤشرات أسعار الأوراق المالية.

3– المؤشرات المستخدمة في أسواق الأوراق المالية: نجد منها[1]:

أ–حجم أسواق الأوراق المالية ويقاس عن طريق:

– الرسملة السوقية: وتقاس بقيمة الأسهم المدرجة في السوق نسبة إلى إجمالي الناتج المحلي الإجمالي للدولة. قيمة الأسهم المدرجة في السوق.

– عدد الشركات المدرجة: وتدل على عمق السوق وتنوعها ويقاس نموها نسبة إلى الفترات السابقة.

ب– السيولة: وتتحدد عن طريق:

– نسبة حجم التداول إلى إجمالي الناتج المحلي.

– الدوران: نسبة إجمالي الأسهم المتداولة إلى رسملة السوق.

ج– تقلبات العوائد: ويمكن قياسها بمعامل الاختلاف، الذي يقيس درجة تقلبات العوائد النسبية للسهم خلال فترة زمنية معينة أو يقاس باستخدام الانحراف المعياري.

د– درجة تركز السوق: وتحسب بقياس الرسملة السوقية لأكبر عشر شركات في السوق نسبة إلى إجمالي القيمة السوقية.

4– أهمية المؤشرات:

[1] راجع حسان خضر، **"تحليل الأسواق المالية"** سلسلة جسر التنمية، [على الخط]، 2004، العدد السابع والعشرون، الثنة الثالثة، الكويت، المعهد العربي للتخطيط، متاح على www.arab-api.org، 2017/02/18 ، ص 6

تعتبر مؤشرات الأسعار أداة لقياس الحالة التي عليها السوق المالية، ولمؤشرات الأسعار استخدامات عديدة في مقدمتها التنبؤ بما ستكون عليه الحالة الاقتصادية، وكذا قياس حجم المخاطر التي تواجه الاستثمار في الأوراق المالية طالما أن نشاط المنشآت التي يتم تداول أوراقها المالية في سوق رأس المال يمثل الجانب الأكبر من النشاط الاقتصادي في الدولة، وفي حال اتسمت سوق رأس المال بقدر من الكفاءة، فإن المؤشر المصمم بعناية لقياس حالة السوق ككل من شأنه أن يكون مرآة للحالة الاقتصادية العامة للدولة. كما يمكن لمؤشرات أسعار الأسهم، فضلاً عن ذلك، أن تتنبأ بالحالة الاقتصادية المستقبلية وذلك قبل حدوث أي تغيير قبل فترة زمنية. وهنالك سمات تطلق على أسواق الأوراق المالية، فعندما تكون حركة مؤشر أسعار الأسهم المتوقعة تتجه نحو الصعود، فإنه حينئذ يطلق على سوق الأوراق المالية السوق الصعودي. أما حينما تكون حركة المؤشر المتوقعة تتجه نحو الهبوط أو التراجع، فإنه عند ذلك يطلق عليه السوق النزولي. ويطلق على السوق بأنه صعودي عندما يزيد معدل العائد الذي يحققه –وفقا للمؤشر– على العائد على الاستثمار الخالي من المخاطر أما السوق النزولي فهو حين يكون معدل العائد الذي يحققه السوق وفقًا للمؤشر أقل من العائد على الاستثمار الخالي من المخاطر، وعادة ما يوصف المضاربون في السوق على هذا الأساس، أي عندما يعتقد المضارب بأن السوق سوف تأخذ منحنى الصعود فإنه يوصف بالمضارب على الصعود، أما إذا اعتقد بأن الأسعار متجهة إلى الهبوط حينئذ يطلق عليه المضارب على الهبوط[1].

المطلب الثاني: كيفية بناء المؤشرات وطريقة حسابها:

إن وجود عدد كبير من المؤشرات في مختلف البورصات العالمية، يبرز وجود اختلاف فيما بينها سواء في كيفية بنائها أو في طريقة حسابها.

1- كيفية بناء المؤشرات:

إن الاختلاف الموجود بين هذه المؤشرات، لا يمنع من أنها تعتمد على جملة من الصفقات والقواعد الأساسية التي نوجزها فيما يلي:

- اختيار العينة ووجود أسلوب بسيط لحسابها.
- اختيار وتحديد واضح للأوزان النسبية لكل مفردة داخل العينة.

1- اختيار العينة الملائمة:

[1] منير إبراهيم الهندي، 2002، مرجع سابق، ص 50

تمثل مجموعة القيم المتداولة المستعملة في حساب المؤشر، وينبغي على هذه العينة حتى تكون ملائمة أن تلم بثلاث جوانب هي الحجم، الاتساع، المصدر.

– الحجم: كلما كان عدد الأوراق المالية المكونة للمؤشر كبيرًا، كان المؤشر أحسن تمثيل لوضعية سوق البورصة.

– الاتساع: يراد بالاتساع أن تغطي العينة المختارة القطاعات الاقتصادية المكونة للسوق البورصية، والعيئة الملائمة هي التي تغطي هذه القطاعات في حال ةإذا كان المؤشر يخص دراسة حالة سوق البورصية بكاملها دون تحيز، أما إذا كان المؤشر يختص بقطاع معين، حينئذ تقصر العينة الملائمة على الأوراق المالية للمؤسسات المكونة لهذا القطاع.

– المصدر: نعني بالمصدر السوق الأساسية الذي تتداول فيها الأوراق المالية بأسعارها المكونة للمؤشر، فإذا كانت الأوراق المالية المتداولة في بورصة نيويورك فإن حساب قيمة المؤشر دوا جونز مثلاً، تكون على أساس الأسعار المعلنة في تلك البورصة، وعادة ما تكون أسعار الإقفال.

2– الأوزان النسبية لأفراد العينة المختارة:

يراد بالأوزان، القيمة النسبية المعطاة للسهم داخل العينة المكونة للمؤشر، وتوجد ثلاث مداخل يمكن على أثرها تحديد هذا الوزن النسبي، نوجزها فيما يلي[1]:

أ–الوزن على أساس السعر: يتم تحديد وزن السهم على أساس السعر بصفة آلية على أساس نسبة سعر السهم إلى مجموع أسعار الأسهم التي يتضمنها المؤشر، ويعرف هذا المجموع بالقيمة المطلقة للمؤشر.

ويحسب متوسط العائد على المؤشر بالصيغة التالية:

$$\text{م.ع.م} = \frac{\left[\text{القيمة المطلقة للمؤشر}\left(\text{سنة ن} + 1\right) - \text{القيمة المطلقة للمؤشر}\left(\text{سنة ن}\right)\right]}{\text{القيمة المطلقة للمؤشر}\left(\text{لسنة ن}\right)} \quad \ldots\ldots\ldots (18)$$

[1] منير إبراهيم هندي، 1999، مرع سابق، ص ص 134–136.

ويعاب على هذه الصيغة (المدخل) أن الوزن النسبي يقوم على سعر السهم وحده، الذي قد لا يعكس بصدق القيمة الاقتصادية للمنشأة وحجمها، فقد يكون ارتفاع سعر السهم راجع إلى انخفاض عدد الأسهم المكونة لرأسمال المنشأة.

كما يعاب على هذه الصيغة أن من شأنها أن تسبب خلل في المؤشر لمجرد حدوث اشتقاق* في الأسهم المكونة لعينة المؤشر.

ب- الوزن على أساس الأوزان المتساوية: وفقا لهذا المدخل يتم إعطاء قيم متساوية لكل سهم موجود داخل المؤشر، فإذا كان المؤشر يتكون من ن سهم وبأسعار مختلفة، وأن قيمته المطلقة في سنة الأساس س، فكل من الأسهم وفقا لهذا المدخل يقدر ب: س/ن ونرمز له بالرمز و.

وبتعبير آخر فإن المستثم وفقا لهذا المدخل سوف يساوي بين مبلغ استثماراته في نوع من الأسهم المكونة للمحفظة المالية.

وإذا تعلق الأمر بالمؤشر الذي لا تمثل فيه المنشأة سوى سهم واحد فإن تساوي الأوزان يتطلب حساب كمية ووهمية (جزء من السهم) يتحدد بقيمة مقلوب السعر، وتكون القيمة مساوية لـ (السعر× الكمية الوهمية).

إن الملاحظ وفقا لهذا المدخل تساوي متوسط العائد الأسهم التي يتكون منها المؤشر وعائد المؤشر

ويعاب على هذه الصيغة (المدخل) ما يلي:

- إعطاء أوزان متساوية للأسهم متجاهلة التباين في حجم المؤسسات التي أصدرتها وأهميتها الاقتصادية.
- إمكانية عدم التساوي في الأوزان النسبية بعد السنة الأولى بسبب التغير في الأسعار.

ج- الوزن على أساس القيمة:يتحدد الوزن النسبي للسهم على أساس القيمة السوقية الكلية لمجموع السهم العادية لكل مؤسسة ممثلة في المؤشر، كما تحسب القيمة المطلقة لمؤشر بجمع القيم السوقية لكل المؤسسات الممثلة في هذا المؤشر، وبهذا لم يعد سعر السهم المحدد الوحيد للوزن النسبي مثل مدخل السعر.

وتفسير هذا المدخل بأن اشتقاق الأسهم لا يحدث أي خلل في المؤشر كما رأيناه في مدخل السعر، كما تتساوى القيمة السوقية للأسهم العادية للمؤسسات بتساوي وزنها النسبي داخل المؤشر بغض النظر عن عدد الأسهم أو سعرها.

* يقصد باشتقاق السهم: هو لجوء الشركة إلى تخفيض القيمة الاسمية للسهم مما يضاعف عدد الأسهم المكونة لرأسمال هذه الشركة.

ويعاب على هذا المدخل تحيزه للتغير في سعر السهم والتباين في حجم المؤسسات خاصة الكبيرة منها، الذي ينتج عنه تغير في القيمة المطلقة للمؤشر أو العائد المتولد عنه.

2- طريقة حساب المؤشرات:

ويُعتمد في حساب المؤشرات إما على جميع الأسهم الصادرة من الشركات المساهمة المسجلة في البورصة بمعدل سهم واحد عن كل شركة أو على أساس عينة من أسهم المؤسسات المتداولة.

تختلف طريقة حساب المؤشرات فهناك مجموعة تحسب قيمتها على أساس متوسط أسعار الأسهم التي يتكون منها المؤشر، ومجموعة أخرى من المؤشرات تحسب قيمتها على أساس الأرقام القياسية، بحيث يحسب متوسط معظم أسعار الأسهم على أساس المتوسط الحسابي فبالنسبة للمجموعة الأولى، يحسب المتوسط في أغلب المؤشرات عن طريق قسمة مجموع أسعار الإقفال للأسهم المكونة للمؤشر على رقم يسمى المقسوم عليه، وذلك عن طريق المعادلة التالية[1]:

$$I_t \frac{\sum_{i=1}^{n} P_{it}}{D} \dots\dots\dots (19)$$

حيث:

I_t: قيمة المؤشر عن اللحظة t

n: عدد الأسهم المكونة للعينة

P_{it}: سعر إقفال السهم I عند اللحظة t.

D: المقسوم عليه وهو العدد الإجمالي للقيم المركبة للمؤشر.

أما بالنسبة للمؤشرات التي تحسب قيمتها على أساس الأرقام القياسية للأسعار فيتم حسابها بالمعادلة التالية:

$$I_t \frac{\sum_{i=1}^{n} P_{it} Q_{it}}{\sum_{i=0}^{n} P_{ib} Q_{ib}} \dots\dots\dots (20)$$

حيث:

$\sum_{i=0}^{n} P_{ib} Q_{ib}$: مجموع القيمة السوقية في سنة الأساس المعدلة عند اللحظة t

[1] راجع حسان خضر، **"تحليل الأسواق المالية"** سلسلة جسر التنمية، [على الخط]، 2004، العدد السابع والعشرون، السنة الثالثة، الكويت، المعهد العربي للتخطيط، متاح على:www.arab-api.org، 2017/02/18,ص 15

Q_{it}: عدد أسهم الشركة i عند اللحظة t

P_{it}:سعر إقفال السهم iعند اللحظةt

S: تمثل قيمة جزافية، عن قيمة المؤشر في سنة الأساس

إن المؤشر المحسوب على أساس المتوسط الحسابي يسفر عن معدل عائد يختلف عن العائد من مؤشر مماثل محسوب على أساس متوسط هندسي، لذا وجب على المستثمر أن يعرف الأساس الذي يحسب عليه قيمة المؤشر.

ويعاب على هذه طريقة المتوسط الحسابي أن الأسهم ذات الأسعار المرتفعة يكون لها تأثير أكبر.

المطلب الثالث : مخاطر السوق المالي

بالرغم من الإقبال الكبير على الإستثمار في الأوراق المالية،إلا أنه توجد مجموعة من المخاطر تهدد العائد الذي يمكن أن يتحصل عليه المستثمرون،ويمكن إجمال المخاطر إلى :

* مخاطر منتظمة .
* مخاطر غير منتظمة .

1- المخاطر المنتظمة :

يشار إلى المخاطر المنتظمة بذلك الجزء من التغير الكلي في العائد الذي يصيب كافة عوائد الأوراق المالية في السوق،ويجعل تأثير تلك المخاطر جميع أسعار الأسهم العادية والسندات تتحرك مع أي في نفس الإتجاه،فإن كان الإقتصاد مقبل على ركود،فإن أرباح الشركات تنخفض،ومن ثم أسعار الأسهم على مدى ونطاق واسعين،وعادة ما يكون مصدر تلك المخاطر ظروف عامة،إقتصادية،سياسية . الأمر الذي يصعب على المخاطر المنتظمة وهي: مخاطر السوق،مخاطر سعر الفائدة ومخاطر القوة الشرائية .

1-1 : مخاطر السوق :

يتم التعامل على الأسهم في سوق الأوراق المالية،حيث تتقلب أسعارها بشكل كبير خلال فترة زمنية قصيرة،وتتعدد الأسباب التي يمكن أن تؤثر في سلوك المتعاملين بالسوق ويترتب عليها تقلب الأسعار . تتضمن تلك الأسباب الاضطرابات السياسية والأنباء والإشاعات المرتبطة بالبيئة الإقتصادية والإجتماعية وتغير الإجراءات

والقرارات المرتبطة بالسياسة المالية للدولة،والتي عادة ما يكون لها انعكاسا على أداء سوق الأوراق المالية [1]. وكما يبدو فإن مخاطر السوق هي مخاطر عامة أو منتظمة .

1-2 : مخاطر سعر الفائدة :

يقصد بمخاطر سعر الفائدة قابلية التباين في العائد الناتج عن حدوث تغيرات في مستوى الفائدة[2].

حيث تميل أسعار الفائدة السوقية إلى الارتفاع أو الإنخفاض في المدى الطويل،وهذه التغيرات في أسعار الفائدة تؤثر على كل الأوراق المالية بدرجة أو بأخرى وتميل للتأثير على كل الأوراق المالية بنفس الطريقة . ويعني ذلك أن أسعار الأوراق المالية تتحرك في اتجاه معاكس لأسعار الفائدة وعلى ذلك تصنف مخاطر سعر الفائدة ضمن المخاطر المنتظمة .

1-3 : مخاطر القوة الشرائية :

على العكس من مخاطر السوق ومخاطر أسعار الفائدة التي تنصب على قيمة عوائد الأسهم،فإن مخاطر القوة الشرائية تنصب على القوة الشرائية لعوائد الأوراق المالية،ويعبر عن ذلك أيضا بالمخاطر التضخمية وخفض الأسعار،وثمة مصدرين أساسيين للتضخم هما : تكلفة الإنتاج المتزايد (دفع التكلفة)،وفائض الطلب على السلع والخدمات للعرض (منها جذب الطلب)،وعوضا عن مخاطر التضخم فإن المستثمر الرشيد يجب أن يضمن تقديره لمعدل العائد المطلوب،علاوة مخاطر القوة الشرائية،وكذلك تمثل نسبة مئوية تعكس التغيرات المتوقعة لمستويات الأسعار،وتؤثر مخاطر القوة الشرائية وكذلك التوقعات التضخمية على جميع الأوراق المالية في السوق،واتباعا لذلك فهي تعتبر من المخاطر المنتظمة[3] .

ويكون هذا النوع من المخاطر كبيرا في حالة الإستثمار في حسابات التوفير أو التأمين على الحياة أو السندات أو أي نوع من الإستثمار الذي معه،أي معدل ثابت،فإذا ارتفع معدل التضخم تنخفض القيمة الحقيقية للإستثمار وذلك لإنخفاض قيمته الحالية،كما أن أكثر أدوات الإستثمار تعرضا لهذه المخاطر هي الأوراق المالية طويلة الأجل،والتي تكون القيمة التي تسترد بها محددة بمبلغ معين عند استحقاقها مثل : السندات الطويلة الأجل،ويشكل الإستثمار في الأسهم العادية في معظم الأحيان حماية المستثمر من مخاطر القوة الشرائية لوحدة

[1] محمد سويلم،**إدارة البنوك وبورصات الأوراق المالية**،الشركة العربية للنشر والتوزيع،الدقي،1992،ص 361.

[2] طارق عبد العال حماد،**دليل المستثمر إلى بورصة الأوراق المالية**،الدار الجامعية،الإسكندرية،2002،ص 270.

[3] عاطف وليد أندراوس،**التمويل والإدارة المالية للمؤسسات**،دار الفكر الجامعي،الأردن،2006،ص 107 .

النقد . وذلك أن أسعار الأسهم في السوق المالي تستجيب غالبا للظروف التضخمية،فترتفع هي الأخرى مما يحافظ على القيمة الحقيقية للإستثمار فيها،وبذلك تحمي المستثمر من المخاطر التي يتعرض لها حاملو السند [1].

2- المخاطر الغير منتظمة :

تمثل المخاطر الغير منتظمة ذلك الجزء من المخاطر التي يمكن إرجاعه إلى ظروف الشركة أو الصناعة التي تنتمي إليها الشركة،إذ أنها تسبب تقلب عوائد الشركة والصناعة،وتتميز باستقلالها عن العوامل المؤثرة بصفة عامة على السوق .

ولأن التغيرات في سعر السهم لشركة ما والتي تؤدي إلى المخاطر الغير منتظمة ترجع لظروف الشركة فقط،ولا ترتبط بالتغيرات التي تحدث في عوائد أسهم الشركات الأخرى،لذا فإنه يمكن للمستثمر أن يتجنبها من خلال تنويع محفظة الأوراق المالية،ومن أهم أنواع المخاطر الغير منتظمة مخاطر الإدارة نتيجة اتخاذ قرارات خاطئة .

2-1 : مخاطر الإدارة :

ففي حالات كثيرة تتصرف إدارة الشركة بطريقة غير سليمة،إما بسبب ضعف أخلاق أحد رجال الإدارة العليا مثل التورط في مسائل الرشوة والكذب وغيرها،أو بسبب قصر النظر في مسائل كثيرة وفي كل ذلك فإن عائد الاستثمار حساس جدا لسلوك الإدارة [2]. وطالما أن تلك المخاطر ترتبط بالمنشأة المعنية فإنها تصنف ضمن المخاطر الخاصة أو غير المنتظمة .

2-2 : مخاطر النشاط :

تعد مخاطر النشاط دلالة للعديد من الظروف التشغيلية التي تواجه الشركة،وأي تغير في تلك الظروف يؤثر على الدخل التشغيلي من ثم على الأرباح الموزعة،وتنقسم مخاطر النشاط بدورها إلى مخاطر داخلية ومخاطر خارجية،وترتبط المخاطر الداخلية بكفاءة أداء الشركة لعملياتها في إطار بيئتها التشغيلية،في حين تنتج المخاطر الخارجية من الظروف التشغيلية المفروضة على الشركة من عوامل خارجية .

2-3 : مخاطر التمويل :

ترتبط مخاطر التمويل بمعدلات وقدرة الشركة على السداد،ويمكن تجنبها بخفض درجة اعتماد الشركة على الإقتراض في تمويل أنشطتها،وعدم الإعتماد على الإقتراض بشكل كبير (ارتفاع نسبة الدفع المالي) في تمويل معاملاتها يترتب عليه آثار هامة على حائزي الأسهم بشأن العوائد تزيد من خطر الإفلاس .

---

[1] فايز تيم محمد مطر،**إدارة المحافظ الإستثمارية**،دار وائل للنشر والتوزيع،الأردن،2005،ص 119،120 .

[2] عبد المطلب عبد الحميد،**البنوك الشاملة**،الدار الجامعية،الإسكندرية،2000،ص 159 .

2-4: مخاطر الإفلاس :

مع حقيقة أن مخاطر الإفلاس لها حملة السندات تقل عن تلك التي تفرض لها حملة الأسهم بسبب شرط الأولوية،كحملة السندات على موجودات الشركة المصدرة،إلا أن الإفلاس للشركة سيؤدي في معظم الأحيان إلى حدوث انخفاض حاد في الأسعار السوقية لهذه الموجودات،والذي ستنعكس آثاره على حقوق المساهمين وحملة السندات معا . لذا ينصح المستثمرون في السندات بتوجيه مدخراتهم للإستثمار في السندات ذات النوعية الجيدة والصادرة عن شركات تتمتع بملائمة جيدة وعالية .

2-5 : مخاطر الإطفاء السنوي للسندات :

يوفر عقد الإصدار في الكثير من الحالات للشركة المصدرة،الحق في أن يضفي وسنويا نسبة محددة من الإصدار،كما ينص في هذا العقد على الطريقة التي بموجبها تحدد السندات المطفئة،ويشغل المصدرون شرط الإطفاء في الفترات التي تشهد فيها ارتفاع في السعر السوقي للسند مقارنة بالقيمة الإسمية،فيقومون بإطفاء السندات القابلة للإطفاء ملحقين بذلك أضرارا كبيرة بالسندات عن طريق حرمانهم من تحقيق أرباح رأس مالية،كان بإمكانهم تحقيقها لو تمكنوا من الإحتفاظ بهذه السندات،لذا ينصح حملة السندات بدراسة شرط الإطفاء الذي تضمنه عقد الإصدار بعناية،للوقوف على أبعاد هذا الشرط،بما في ذلك الطريقة التي تحدد بها السندات المطفئة . وللتأكد فيها كان يشمل كل الإصدار أو جزء منه،أو فئة محددة من السندات أو جميع فئاتها دون استثناء [1].

2-6: مخاطر استدعاء السند :

تصدر بعض الشركات سنداتها مقرونة بشرط الإستدعاء،ويعطي هذا الشرط للشركة المصدرة حق إطفاء سنداتها خلال فترة محددة لقيمة محددة تنمي القيم الإستدعائية للسند،والتي غالبا ما تكون أعلى من قيمته الإسمية بعلاوة تسمى علاوة الإستدعاء،ويكون شرط الإستدعاء ملازما في معظم الحالات للسندات القابلة للتحويل،لذا تستخدم الشركة المصدرة حقها في استدعاء سنداتها في الأموال التي ترتفع فيها الأسعار السوقية لأسهمها العادية لدرجة تجعل القيمة التحويلية للسند أكبر من قيمته الإستدعائية،ما يغري الشركة المصدرة عن استدعاء سنداتها وذلك بقطع الطريق على جملة السندات القابلة للتحويل من تحويلها إلى أسهم عادية،ويحدث ذلك في الغالب متى انخفضت أسعار الفائدة التسويقية،وعلى المستثمرين في السندات أن يتفحصوا بعناية عقد الإصدار للتأكد من

[1] عاطف وليد أندراوس،**التمويل والإدارة المالية للمؤسسات**،مرجع سابق،ص 107 .

تضمنه شروط الحماية من الإستدعاء . كذلك عليهم استغلال شرط التحويل في حالة وجوده بطريقة تحث مصالحهم وتحميهم من مخاطر إستدعاء السند[1] .

خلاصة الفصل:

لقد تعرفنا من خلال هذا الفصل على مفهوم الأسواق المالية وأقسامها وأهم الأدوات المتداولة فيها،كما توصلنا من خلاله إلا أن للأسواق المالية أهمية بالغة سواء من حيث مكوناتها أومن حيث وظائفها،حيث تساهم في تمويل خطط التنمية الإقتصادية،كما تعمل على تحريك الأموال من مالكيها الذين ليست لديهم فرصة للإستثمار وزيادة إيرادات الحكومة .

ومع اختلاف أنواعها، إلا أن هدفها الأساسي يبقى هو تحويل المدخرات إلى سيولة لكن لن يتم ذلك إلا بوجود مؤسسات مالية تعمل على ذلك.

[1] فايز تيم محمد مطر،**إدارة المحافظ الإستثمارية**،مرجع سابق،ص 118 .

تمهيد :

لقد ظهر الاهتمام جليًا بالسياسة النقدية في الفكر الاقتصادي أثناء الأزمات النقدية، فظهرت ممارسات السياسة النقدية بصورة واضحة عندما تطورت البنوك المركزية وازداد تخصصها في مجالات الإصدار والأسواق المالية بصورة عامة.

لذلك اعتبرت السياسة النقدية جزءًا أساسيًا ومهمًا من أجزاء ومكونات السياسة الاقتصادية العامة للدولة, فهي تهدف إلى دعم عملية التنمية وتحقيق معدل نمو مرتفع ومستقر من خلال استخدام الأدوات المتاحة للبنك المركزي.

وعليه قمنا بتقسيم هذا الفصل إلى ثلاثة مباحث, نتناول في المبحث الأول عموميات حول السياسة النقدية والذي يتضمن تعريفًا للسياسة النقدية واتجاهاتها, و الأهداف التي تصبو إليها السياسة النقدية من خلال معرفة الأهداف النهائية والوسيطة والأولية ,أما المبحث الثاني, نتطرق فيه الى ادوات السياسة النقدية من خلال معرفة الادوات المباشرة وغير مباشرة والادوات الاخرى, وفي المبحث الأخير نتعرض إلى قنوات تاثير السياسة النقدية المباشرة على السوق المالي .

وعلى ضوء هذا التقديم قمنا بتقسيم هذا الفصل الى:

المبحث الاول:عموميات السياسة النقدية

المبحث الثاني :أدوات السياسة النقدية

المبحث الثالث:قنوات تأثير السياسة النقدية على السوق المالي

المبحث الأول : عموميات حول السياسة النقدية

تعتبر السياسة النقدية من أهم السياسات الاقتصادية و التي يتم اللجوء إليها لمكافحة التضخم، وأيضا لحماية عملتها الوطنية من التدهور ولتحقيق التوسع الاقتصادي القائم على أساس تمويل الأنشطة الإنتاجية المختلفة .

المطلب الأول : تعريف السياسة النقدية واتجاهاتها

تعتبر السياسة النقدية من أهم السياسات الاقتصادية و التي يتم اللجوء إليها لمكافحة التضخم، وأيضا لحماية عملتها الوطنية من التدهور ولتحقيق التوسع الاقتصادي القائم على أساس تمويل الأنشطة الإنتاجية المختلفة

1- تعريف السياسة النقدية:

يمكن تعريف السياسة النقدية بأنها :<<مجموعة الإجراءات التي تتخذها السلطة النقدية في المجتمع, بغرض الرقابة على الائتمان والتأثير عليه، بما يتفق وتحقيق الأهداف الاقتصادية التي تصبو إليها الحكومة >>[1]؛ أي المقصود بالسياسة النقدية تلك الإجراءات التي يتخذها البنك المركزي للتحكم في عرض النقود لمعالجة المشاكل التي تواجه الاقتصاد[2].

وتعرف أيضاً على أنها : <<ذلك التدخل المباشر المعتمد من طرف السلطة النقدية بهدف التأثير على الفعاليات الاقتصادية، عن طريق تغيير عرض النقود وتوجيه الائتمان باستخدام وسائل الرقابة على النشاط الائتماني للبنوك التجارية>>[3].

وحسب تعريف آخر : <<عبارة عن الإستراتيجية المثلى أو دليل العمل الذي تنتهجه السلطات النقدية من أجل المشاركة الفعالة في توجيه الاقتصاد القومي إلى تحقيق النمو والوصول إلى الاستقرار الاقتصادي>>[4].

فمن خلال التعاريف السابقة للسياسة النقدية يمكن استخلاص أهم العناصر المكونة لها، وهي الإجراءات المتخذة، الهيئة المشرفة عن إدارة هذه السياسة، الأهداف المرجو تحقيقها.

2- اتجاهات السياسة النقدية :

1 محمد مروان السمان وآخرون، **مبادئ التحليل الاقتصادي الجزئي والكلي**، دار الثقافة للنشر والتوزيع، الأردن ،1998، ص 256.

2 أبو القاسم الطبولي، **مبادئ الاقتصاد التحليلي الكلي**، منشورات الجامعة المفتوحة، ط2، طرابلس (ليبيا)، 1997، ص 120.

3 فوزي القيسي، **النظرية النقدية**، دار التضامن، ط1، بغداد، 1964، ص 258.

4 أحمد فريد مصطفى، سهير محمد السيد حسين، **السياسات النقدية والبعد الدولي لليورو**، مؤسسة شباب الجامعة، الاسكندرية، 2000، ص 39.

ن اتجاه السياسة النقدية نحو الانكماش أو التوسع مرهون بنوع المشكلة أو الأزمة القائمة وبمحاولة معالجتها.

أ/ السياسة النقدية التقييدية (الاتجاه الانكماشي):

يتبع البنك المركزي سياسة نقدية تقييدية بتقييد الإنفاق وتقييد الائتمان وتقليص كمية النقود المتداولة في المجتمع ورفع معدل الفائدة ومن ثم محاربة ارتفاع الأسعار (وبالتالي محاربة التضخم)

ب/ السياسة النقدية التوسعية (الاتجاه التوسعي):

عكس الحالة الأولى، يلجأ البنك المركزي إلى هذه الطريقة لتسريع نمو الكتلة النقدية بتشجيع الائتمان وزيادة حجم وسائل الدفع وتخفيض معدل الفائدة، فيرتفع حجم الاستثمارات مما يؤدي إلى زيادة الإنتاج والتقليص من حدة البطالة.

ج/ الاتجاه المتعلق بالسياسة النقدية للدول النامية:

هناك اتجاه آخر للسياسة النقدية خاص بالدول النامية، فهذه الدول تعتمد إما على الزراعة الموسمية أو على محصول واحد وتصدير المواد الأولية إلى الخارج، وعليه يقوم البنك المركزي بزيادة حجم وسائل الدفع عند مرحلة بدء الزراعة وتمويل المحصول، ويقلص من حجمها عند مرحلة بيع المحصول، وهذا لحصر آثار التضخم[1].

– المعلومات اللازمة لتنفيذ السياسة النقدية

تحتاج السلطة النقدية في إدارة سياستها،إلى معرفة كيفية تشغيل الاقتصاد الذي تعمل فيه وعن حالته الممكنة في كل الفترة,كما تحتاج إلى معرفة سلوك الوحدات المؤسسية التي تؤثر في كامل النشاط الاقتصادي، والتي تتمثل في[2]:

= القطاع الخاص
- الحكومة؛
- قطاع العائلات؛
- القطاع المالي الخاص؛
- القطاع غير المالي الخاص؛

= القطاع العام
- القطاع المالي العام؛
- القطاع المالي غير العام؛
- القطاع الخارجي؛

1 مصطفى رشدي شيحة، **الاقتصاد النقدي والمصرفي**، الدار الجامعية للطباعة والنشر ، بيروت، 1981، ص 190.

2 علي توفيق، معبد علي الجارحي، **نبيل عبد الوهاب لطيفة**، " السياسات النقدية في الدول العربية "، سلسلة بحوث ومناقشات حلقات العمل، صندوق النقد العربي، العدد الثاني، أبو ظبي، 1996، ص 27.

فالحكومة تلعب دورا هاما في توجيه الاقتصاد وتنشيطه من خلال السياسات الاقتصادية التي تنفذها، فهي تفرض الضرائب وتنفق وتدعم وتقترض وتقرض، كما تقوم بسن القوانين و التشريعات المختلفة. وتعد ميزانية الدولة (الحكومة) الأداة التي تستخدمها لتحقيق أهدافها الاقتصادية والاجتماعية, كما أن حالة الميزانية تؤثر على وضع الاقتصاد الكلي وعلي السيولة المحلية (عرض النقود) وعلى وضع القطاع الخارجي.

كما تؤثر الحكومة على النشاط الاقتصادي عن طريق توجيه القطاع العام بما فيه قطاع الأعمال غير المالي والمالي باستثناء السلطة النقدية, من حيث نوع الإنتاج وكمية الموارد المخصصة له وطرق التسعير المستخدمة.

ويؤدي القطاع الخاصة دوراً أساسياً في الاقتصاد من حيث الإنتاج والاستهلاك والادخار والاستثمار, كما يؤثر على عرض النقود وعلى وضع القطاع الخارجي, أما القطاع المالي وعلى رأسه السلطة النقدية فهو يلعب دورا مهما في توفير ما يحتاجه الاقتصاد من تمويل, فكلا من الحكومة والقطاع الخاص يقترض من الجهاز المصرفي ويودع موارده المالية لديه.

في حين يعتبر القطاع الخارجي مصدراً لما ينقص من سلع وخدمات ومنفذاً لتصريف الفائض في عرضها, إلى جانب تدفقات رؤوس الأموال إلى الداخل وإلى الخارج .

وعليه ترتبط هذه الوحدات من خلال إجراء معاملات مالية وغير مالية في كل من سوق السلع والخدمات وسوق العمل وسوق المال. ونظراً لكون النقود مخزنا للقيمة ووسيلة للتبادل ويتم تبادلها في جميع الأسواق، فان السياسة النقدية من خلال تأثيرها على كمية وقيمة النقود، تؤثر في كل هذه الأسواق، لذلك تقوم السلطة النقدية بمراقبة حالة جميع الأسواق وذلك على المستوى الكلي[1].

المطلب الثاني : أهداف السياسة النقدية

يتفق الكثير من الاقتصاديين على أنه يجب إتباع استراتيجية معينة للوصول إلى الأهداف التي ترمي إليها السياسة النقدية، والمتمثلة في الاستقرار العام للأسعار والبطالة المنخفضة ونمو اقتصادي مقبول، واستقرا قيمة العملة في السوق الدولية وهي تعتبر كأهداف عامة للسياسة النقدية ولا تتحقق هذه الأهداف العامة إلا بإصابة الأهداف الأولية (التشغيلية) التي تؤثر على الأهداف الوسيطة والتي بدورها تغير في الأهداف النهائية (العامة).

1- الأهداف النهائية

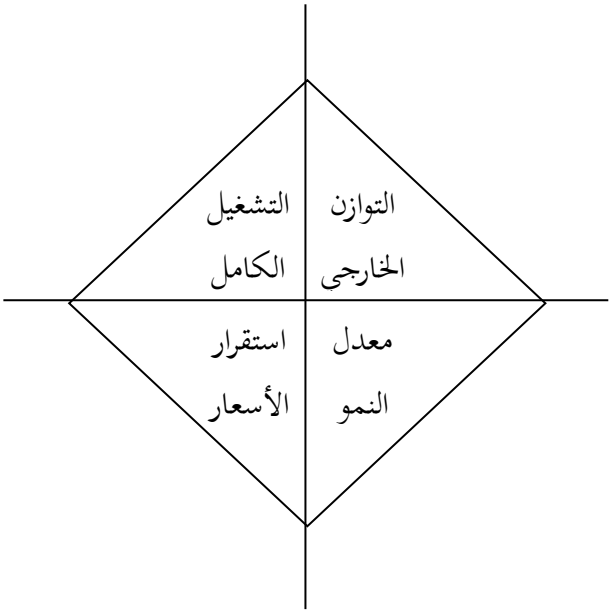
1 علي توفيق، معبد علي الجارحي، نبيل عبد الوهاب لطيفة، مرجع سابق، ص 29.

تهدف السياسة النقدية إلى الإقامة والحفاظ على الأوضاع النقدية والائتمانية الملائمة في ظل اقتصاد سليم, وتعتقد السلطات النقدية أن الاقتصاد السليم يمتاز بعمالة عالية ومعدل نمو جيد، ويمكن المحافظة عليه باستقرار أسعار الصرف للعملة الوطنية بالعملة الأجنبية المختلفة[1].

ويمكن حصر الأهداف النهائية للسياسة النقدية في:

استقرار الأسعار، التوازن الخارجي، النمو الاقتصادي، مستوى مرتفع للعمالة. فهي تلتقي مع أهداف السياسة الاقتصادية والتي تبحث على ما يسميه الاقتصاديون بـ " المربع السحري"، ويمكن أن نوضح ذلك من خلال الشكل التالي:

الشكل رقم (01): المربع السحري



المصدر: ليلى لكحل، "**السياسة النقدية ومسارها** – دراسة حالة الجزائر– " . رسالة ماجستير غير منشورة، معهد العلوم الاقتصادية، جامعة الجزائر، 1999، ص.34 .

هذا الشكل يوضح أن العمل على الوصول إلى المركز والذي يدل على تحقيق أهداف السياسة المتبعة لا يمكن تصوره بالسهولة المطروحة في الشكل، لأن محاولة تحقيق أحد هذه الأهداف يواجه أخطار الابتعاد عن تحقيق الأهداف الأخرى، وهذا يطرح مسألة الأولوية في طرح هذه الأهداف، وهي عملية تتعلق بجملة من المعطيات حسب الأنظمة الحكومية ونظرتها للأولويات.

[1] باري سيجل، **النقود والبنوك والاقتصاد**، ترجمة طه عبد الله منصور وآخرون، المملكة العربية السعودية، 1982، ص 249.

وأثبتت السنوات الأخيرة أن أهداف تحقيق التوازن الخارجي واستقرار الأسعار لا يمكنها أن تتحقق دون أن تخلف وراءها آثار على النمو والتشغيل, وبالمقابل فإن صب جل اهتمام السياسة الاقتصادية على تحقيق نمو اقتصادي أكبر ودرجة تشغيل عالية قد يحمل معه ضغوطات تضخمية واختلالات خارجيا.

فزيادة التوظف والعمالة يؤدي إلى رفع الأسعار واختلال في ميزان المدفوعات, فزيادة حجم الصادرات تقتضي خفض مستوى الأسعار وتحسين الجودة وزيادة القدرة التنافسية بالمقارنة بالدول الأخرى, وبزيادة الصادرات تتحقق زيادة الدخل والعمالة, إلا أن زيادة العمالة والدخل ستؤدي إلى زيادة الميل للاستيراد واحتمال ارتفاع في مستويات الأسعار المحلية داخليا, وهكذا يمكن أن يؤدي التوظف الكامل إلى رفع مستويات الأسعار وزيادة حجم الواردات مقارنة بحجم الصادرات وبالتالي التأثير سلبيا على ميزان المدفوعات[1].

كما أن السياسة التي تهدف إلى الرقابة على التضخم تميل إلى الحد من إمكانية النمو الاقتصادي، وخاصة إذا سادت دورة حادة من التضخم بحيث يقتضي الأمر اتخاذ الإجراءات اللازمة لاتباع سياسة الانكماش المعتدل[2].

إلا أن الأهداف التي تسعى السياسة النقدية إلى تحقيقها تختلف من بلد إلى أخرى كما تختلف أيضا تبعا لدرجة التطور التي بلغتها الدولة, فأهداف السياسة النقدية في الدول العربية نجدها تتمثل في:

- تحقيق الاستقرار النقدي؛
- ضمان قابلية الصرف والمحافظة على قيمة العملة؛
- تشجيع النمو الاقتصادي؛
- المساهمة في إيجاد سوق نقدي ومالي متطور؛
- دعم السياسة الاقتصادية للدولة؛
- تحقيق التوازن الداخلي والخارجي.

أما أهداف السلطة النقدية في الولايات المتحدة الأمريكية تنحصر في تحقيق استقرار الأسعار وتعظيم العمالة, حيث يدور جدال قائم حول حصر أهداف السياسة النقدية في استقرار الأسعار فقط ومن بين الحجج التي يستند إليها الداعون إلى ذلك، أن البنك الاحتياطي الأمريكي لا يستطيع الاهتمام بهدفين في آن واحد.

[1] عبد المطلب عبد الحميد، **السياسات الاقتصادية– على مستوى الاقتصاد القومي**–، مجموعة النيل العربية، ط1، القاهرة،2003، ص 94.

[2] إسماعيل محمد هاشم، **مذكرات في النقود والبنوك**، دار النهضة، بيروت، 1996، ص 208.

أما في بريطانيا فتهدف السياسة النقدية إلى المحافظة على سلامة العملة وقيمتها وكذلك المحافظة على استقرار النظام المالي المحلي والدولي، وتأمين فاعلية الخدمات المالية البريطانية.

أما البنك المركزي الألماني فيوجه سياسته إلى تحقيق استقرار الأسعار[1].

المطلب الثالث: الأهداف الوسيطة

وسميت أهداف وسيطة لأن البنك المركزي يستطيع التأثير على قيمة هذه الأهداف, كما أنها ليست نهائية ولكنها حلقة وصل بين أدوات السياسة النقدية وتحقيق الأهداف النهائية أو العامة, وتمتاز الأهداف الوسيطة بـ[2]:

- أن تكون سهلة التقييم والقياس؛
- أن تكون لها علاقة متينة وواضحة مع الأهداف النهائية للسياسة النقدية؛
- أن تعكس التغيرات فيها حركة الهدف في المستقبل؛
- أن تكون علاقتها بالأدوات النقدية وثيقة, بحيث يمكن أن تؤثر أي منها عليها بسرعة.

ومن بين الأهداف الوسيطة التي تمارسها السلطة النقدية نجد : أسعار الفائدة, المجمعات النقدية والقرض، وسعر الصرف[3].

1- الأهداف الكمية:

وتنقسم إلى هدفين هما:

أ/ مجاميع الكتلة النقدية:

ونقصد بها عرض النقود كما يطلق عليها النقود بمعناها الواسع ويرمز لها بـ M وهي عدة أنواع[4]:

1M: ليعبر عن : النقود المتداولة خارج البنوك + الودائع الجارية تحت الطلب؛

M2 ليعبر عن : M1 + الودائع الادخارية وجميع أنواع الودائع الأخرى في شكل أشباه النقود لدى البنك المركزي والبنوك الأخرى فيما عدا البنوك المتخصصة؛

M3 ليعبر عن : M2 + الودائع الجارية وغير الجارية الحكومية، ويطلق عليه إجمالي السيولة المحلية.

---

[1] علي توفيق، معبد علي الجارحي، نبيل عبد الوهاب لطيفة، مرجع سابق، ص ص 34-35.

[2] علي توفيق، معبد علي الجارحي، نبيل عبد الوهاب لطيفة، مرجع سابق، ص 39.

[3] فريدة بخزاز يعدل، **تقنيات وسياسات التسيير المصرفي**. ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2000، ص 363.

[4] عبد المطلب عبد الحميد، مرجع سابق، ص 95.

وترتبط M 1، 2M، 3M بالقاعدة النقدية وهذا من خلال مضاعف النقود، حيث تشمل القاعدة النقدية على النقود المتداولة والاحتياطات المصرفية, وخلال الثمانينات أصبحت مراقبة المجاميع النقدية هي الهدف الأساسي للسلطات النقدية حيث تم التوسع في هذه المجاميع بالانتقال من M1 إلى M3.[1]

وتحديد عرض النقود يختلف من دولة إلى أخرى, إلا أن فئة كبيرة من الدول تعتمد على M2وتهدف النقود إلى التأثير على الثروة لتخفيض الطلب على السلع والخدمات وتخفيض التوقعات التضخمية.

ب– القروض:

وهي أنواع حيث نجد القرض الداخلي الذي يشمل قروض بنكية للمقيمين وذلك في القطاع العام والخاص، والقرض الداخلي الشامل والذي يشتمل مختلف التمويلات الداخلية (القروض البنكية وغير البنكية للمقيمين)، وأخيرا القرض الإجمالي والذي يشمل مختلف تمويلات الاقتصاد (قرض داخلي شامل وتمويل خارجي), وهذه الديون لها علاقة تربطها بالنشاط الاقتصادي.

2– سعر الفائدة:

أعطى المفهوم الكينزي والذي كان مهيمنا ً حتى مطلع السبعينات لسعر الفائدة دورا جد هام في تحقيق هدف النمو، فحسب هذا المفهوم فإن السياسة النقدية التوسعية تؤدي إلى انخفاض معدلات الفائدة الحقيقية ومن ثم انخفاض تكلفة رأس المال. وهو ما يعمل على رفع نفقات الاستثمار ويزيد من الطلب الكلي والإنتاج، والعكس صحيح في حالة اتباع سياسة نقدية انكماشية.

في حين تميزت فترة السبعينات بتضخم نقدي متزايد وسياسات مالية توسعية، هذه السياسة القائمة على سعر الفائدة غير مرغوب فيها من طرف النقدويين freidman 1968 والذين يعتبرون أن الأسعار الحقيقية للفائدة تحدد بدون سياسة نقدية، وكل محاولة للتأثير على الأسعار أو على المعدلات الفائدة الاسمية من شأنه زيادة التضخم[2].

وبهذا لم يعد سعر الفائدة كهدف وسيط أساسي للسياسة النقدية الداخلية في تلك الفترة, ومع ذلك فقد احتفظ سعر الفائدة بمكانة معتبرة عند تنفيذ السياسة النقدية حيث يستعمل كوسيلة وكهدف وسيطي في آن واحد, يستعمل كهدف وسيطي لأنه يؤثر على مستوى النشاط الاقتصادي حيث الاستثمارات, الاقتراضات

[1] Arnavdde Serviony, Ivaw Zelenko, Economie financiere, Dunod, Paris,1999, p 199
[2] Ibidem

والأصول المالية تعتمد على سعر الفائدة, ويستعمل كوسيلة على أساس أن مراقبة سعر الفائدة يسهل التأثير على حجم الكتلة النقدية ومعدل الصرف.

3- سعر الصرف:

يرى بعض الاقتصاديين في مرونة أسعار الصرف وسيلة جديد لمعالجة الاختلالات في موازين المدفوعات، وذلك عندما تحقق الدولة فائضًا هامًا في معاملاتها الخارجية فإن هذا يعني زيادة في الطلب على عملاتها الوطنية أو زيادة في عرض العملات الأجنبية مقابل هذه العملة التي لا تلبث أن ترتفع قيمتها مقابل العملات الأجنبية، وهذا الارتفاع ينتج عنه ارتفاع في أسعار سلعها بالعملات الأخرى مما يضعف قدرتها على المنافسة في الأسواق الدولية، ويؤدي إلى انخفاض الطلب على سلع هذه الدولة، ثم تناقص الفائض في ميزان مدفوعات تدريجيًا ومن ناحية أخرى عندما تحقق الدولة عجز هام في معاملاتها الخارجية فإن الآلية السابقة نفسها تعمل باتجاه معاكس، حيث يزداد عرض العملة الوطنية لهذه الدولة مقابل العملات الأجنبية فينخفض الطلب على هذه العملة، وتصبح أسعار سلع الدولة منخفضة بالعملات الأخرى مما ينتج عنه زيادة الصادرات وانخفاض الواردات ثم تلاشي هذا العجز تدريجيًا.

وعليه فإن السلطات النقدية تستهدف سعر الصرف وتؤثر عليه وذلك بتخفيضه أو رفعه من أجل الوصول إلى الاستقرار الاقتصادي أي التحسين في ميزان المدفوعات.

المطلب الرابع : الأهداف الأولية

نظرًا لتنوع الأهداف الوسيطة للسياسة النقدية, استلزم الأمر تحديد أهداف عملية وهي متغيرات نقدية يمكن للسلطات النقدية الوصول إليها بصفة جيدة باستخدام أدوات في حوزتها[1]، هذه الأهداف العملية تسمى بالأهداف الأولية وهي عبارة عن متغيرات تستخدم للتأثير على الأهداف الوسيطة وتتكون من مجموعتين الأولى تسمى بمجاميع الاحتياطي وتتضمن القاعدة النقدية ومجموع احتياطي البنوك واحتياطي الودائع الخاصة أما المجموعة الثانية فتسمى بأحوال سوق النقد[2]، مثل معدل الفائدة على السندات الحكومية ومعدل الفائدة على الأرصدة المركزية وهو سعر الفائدة على الأرصدة المقترضة لمدة قصيرة بين البنوك.

ومن خلال هذه الأهداف المختلفة يتبع البنك المركزي إستراتيجية مختلفة لممارسة السياسة النقدية بأن يستهدف متغيرات تقع بين أدواته وبين تحقيق أهدافه فمثلا بعد أن يقرر البنك المركزي أهدافه بالنسبة للعمالة أو

[1] فريدة بخزاز يعدل، مرجع سابق، ص146.

[2] باري سيجل، مرجع سابق، ص 293.

مستوى الأسعار فإنه يختار مجموعة من متغيرات نقدية مثل كمية النقود المعروضة أو سعر الفائدة (قصيرة الأجل أو طويلة الأجل) والتي لها أثر مباشر على البطالة أو مستوى الأسعار, فإن لم تتأثر هذه الأهداف مباشرة بأدوات السياسة النقدية فإن البنك المركزي يختار مجموعة أخرى من المتغيرات والتي تسمى بالأهداف الأولية (العاملة) مثل الاحتياطات الكلية (الاحتياطات, الاحتياطات غير المقترضة[1]، القاعدة النقدية[2]) أو أسعار الفائدة (سعر الفائدة على الأرصدة المركزية, سعر فائدة أذون الخزانة) وهي متغيرات شديدة الاستجابة لأدوات السياسة النقدية[3].

فمن خلال استخدام الأهداف الوسيطة والأولية يمكن للبنك المركزي أن يقيم بسرعة ما إذا كانت سياسته تسير في الطريق الصحيح أم لا, بدلا من الانتظار لكي يرى النتيجة النهائية على العمالة أو مستوى الأسعار، ويمكن تبيان إستراتيجية البنك المركزي من خلال الشكل التالي:

المبحث الثاني : أدوات السياسة النقدية

تتلخص آلية عمل السياسة النقدية في استخدام مجموعة من الأدوات التي يستطيع البنك المركزي من خلالها التأثير أو السيطرة على عرض النقود وإدارة حجم الائتمان الممنوح، ويوجد نوعان من الأدوات، أدوات مباشرة التي تبحث عن الحد من الكتلة النقدية التي تخلقها البنوك التجارية عند منحها القروض, وأدوات غير مباشرة والتي تهدف إلى تحديد الحجم الكلي للائتمان المتاح دون التأثير على تخصيصه بين مختلف الاستعمالات.

المطلب الأول : الأدوات غير المباشرة

يتحدد الغرض الأساسي من استخدام أدوات غير مباشرة في التأثر على كمية الائتمان المصرفي أي التأثير في حجم عمليات الإقراض والاقتراض فمن خلالها تستطيع السياسة النقدية التأثير على النشاط الاقتصادي بطريقة توسعية أو انكماشية, وهناك ثلاث أدوات للتأثير على العرض النقدي وهي : عمليات السوق المفتوحة

[1] وهي الاحتياطات الكلية مطروح منها الاحتياطات المقترضة، وهذه الأخيرة عبارة عن كمية القروض المخصومة.

[2] ويطلق عليها أيضاً "النقد قوي الأثر"(BM)، وتتكون من مجموع العملة الموجودة لدى الجمهور غير المصرفي والعملة في خزائن البنوك التجارية وودائع البنوك التجارية والقطاع الخاص والهيئات الرسمية لدى السلطة النقدية، أنظر: – محمود حميدات، مدخل للتحليل النقدي. ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 1996،ص.14.

Ammour Benhlima, Monnaie et régulation monétaire. Edition Dahleb, Alger, 1997,p.23.

[3] أحمد أبو الفتوح ناقة، **نظرية النقود والبنوك والأسواق المالية** – مدخل حديث للنظرية النقدية

والتي تؤثر على القاعدة النقدية, والتغيرات في سعر الخصم الذي يؤثر على كمية القروض المخصومة, والتغير في متطلبات الاحتياطي والتي تؤثر على المضاعف النقدي.

1- سياسة إعادة الخصم:

ويعرف سعر إعادة الخصم على أنه السعر الذي يتقاضاه البنك المركزي نظير إعادة خصم الأوراق التجارية والأذونات الحكومية للبنوك التجارية وهو أيضًا يمثل سعر الفائدة الذي يتقاضاه البنك المركزي من البنوك التجارية نظير تقديم القروض لها[1].

وتعتبر سياسة إعادة الخصم من أقدم وسائل السياسة النقدية المنتهجة من قبل البنوك المركزية, فقد شاع استخدامها في القرن التاسع عشر وأوائل القرن العشرين غير أنها أصبحت قليلة الأهمية في العصر الحالي[2].

ولا يتم تحديد هذا السعر بناءً على عرض كمية الأوراق التجارية المقدمة للخصم أو الطلب على السيولة بل يتحدد من طرف البنك المركزي حسب السياسة المراد تطبيقها من أجل التأثير على السوق النقدية وعلى قدرة البنوك التجارية في خلق الائتمان[3].

أ- أثر سياسة سعر الخصم :

تحديد سعر الخصم يكون بإرادة البنك المركزي وبفضل هذا السعر يستطيع البنك المركزي المحافظة على الاستقرار الاقتصادي، حيث أنه عندما يريد البنك المركزي أن يؤثر على حجم الائتمان (حجم القروض التي يقدمها للبنوك) فإنه يقوم بتغير سعر إعادة الخصم حيث أن زيادة سعر إعادة الخصم يمكن أن تؤدي إلى انخفاض حجم الائتمان وبالعكس أي أن تخفيض سعر إعادة الخصم يمكن أن يؤدي إلى زيادة حجم الائتمان.

ففي حالة وجود ركود اقتصادي أو وجود مؤشرات على إمكانية حدوث ركود اقتصادي فإن البنك المركزي يقوم بإتباع سياسة توسعية من أجل إنعاش الاقتصاد أو منع حدوث الركود الاقتصادي وذلك عن طريق تخفيض سعر الخصم أي تخفيض تكلفة الائتمان مما يحفز البنوك التجارية للاقتراض من البنك المركزي الأمر الذي يؤدي إلى زيادة الأموال المتاحة للبنوك من أجل إقراضها للأفراد، حيث أن انخفاض سعر الخصم سيؤدي إلى انخفاض سعر الفائدة على القروض المقدمة إلى الأفراد في هذه الحالة يزيد عرض النقد مما يؤدي إلى انتعاش الاقتصاد.

---

[1] رشاد العصار، رياض الحلبي، **النقود والبنوك**. دار صفاء للنشر والتوزيع، عمان، 2000، ص 153.

[2] هيثم الزعبي، حسن أبو الزيت، **أسس ومبادئ الاقتصاد الكلي**. دار الفكر، عمان، 2000،ص 193.

[3] مصطفى رشدي شيحة، مرجع سابق، ص 244.

أما في حالة وجود تضخم فإن البنك المركزي يلجأ إلى رفع سعر الخصم وبالتالي تزداد تكاليف القروض المخصومة لدى البنك المركزي الأمر الذي يؤدي إلى ارتفاع أسعار الفائدة على القروض الممنوحة من طرف البنوك التجارية للأفراد وبالتالي يقل الطلب على النقد وهذا ما يؤدي على تقليل القدرة الشرائية الأمر الذي يساعد على محاربة التضخم (أي اتباع سياسة انكماشية)[1].

ب- فعالية سياسة سعر الخصم:

فعالية أداة سعر الخصم لا يمكن أن تظهر إلا في غياب مصادر أخرى للسيولة والائتمان من غير البنك المركزي، ففي حالة وجود احتياطات نقدية لدى المشروعات (التمويل الذاتي)، أو أنها تحصلت على قروض أجنبية فالرفع من سعر الخصم لا يكون له تأثير على مقدرة السوق النقدية في تقديم القروض وزيادة حجم الائتمان نظرا ً للزيادة الحاصلة في عرض النقود.

كما أن رفع سعر الخصم من طرف البنك المركزي لا يمكن أن يؤثر على التوسع في منح الائتمان من طرف البنوك التجارية مادام أن أصحاب المشروعات مستعدة للاقتراض والبنك التجاري يدرك بأن أصحاب المشروعات هم الذين يتحملون الزيادة المفروضة في سعر الخصم، واستمرارهم في الطلب على الائتمان بالرغم من ارتفاع أسعار الفائدة، يعود إلى إمكانية تعويض ذلك من خلال رفع الإنتاجية أو أسعار السلع.

حتى في الفترات التي تشهد انكماشا والتي يخفض فيها البنك المركزي من سعر الخصم من أجل التوسع في منح القروض فإنه يمكنه أن لا ينجح في ذلك إذا رأى أصحاب المشاريع أن طلب السيولة لا يعود عليهم بعائد كبير.

وعليه يتوقف نجاح سياسة سعر الخصم في التأثير على حجم الائتمان على عوامل كثيرة أهمها:

- مدى اتساع سوق النقد وخاصة سوق الخصم؛

- مدى أهمية سعر الفائدة بالنسبة للمقترضين والتي ترتبط بأوجه الأنشطة الاقتصادية فمثلا في عمليات المضاربة نجد رجال الأعمال يقترضون ولو بأسعار مرتفعة مما يضعف أهمية سعر الفائدة المدفوعة للحصول على الائتمان وبالتالي يضعف أثر رفع سعر الخصم في التقليل من الائتمان[2]؛

- مدى اعتماد البنوك الخارجية على البنك المركزي في الحصول على موارد نقدية إضافي[3].

---

[1] هيثم الزعبي، حسن أبو الزيت، مرجع سابق، ص ص 192-193

[2] صبحي تادرس قريصة، **النقود والبنوك**، دار النهضة العربية، بيروت، 1984،ص 163.

[3] كامل البكري وأخرون، **مبادئ الاقتصاد الكلي**، الدار الجامعية، الاسكندرية، 2000،ص 210.

وبهذا تعتبر سياسة سعر الخصم وسيلة للتأثير في أسعار الفائدة وفي حجم القروض واتجاهات السوق النقدية وبالرغم من هذا تعتبر أداة ذات فعالية ضعيفة، عندما تكون تغيرات سعر الخصم ضئيلة وبالتالي يكون تأثيرها على قروض البنوك ضعيف أو منعدم عندما لا تكون البنوك التجارية في حاجة إلى الاقتراض أي توفر الأموال لديها .

2- سياسة السوق المفتوحة:

يقصد بعمليات السوق المفتوحة دخول البنك المركزي مشتريا ً أو بائعا ً في سوق الأوراق المالية خاصة السندات الحكومية[1]، حيث يقوم البنك المركزي بعرض أو شراء سندات حكومية في السوق المالي مما يساهم في خفض أو زيادة حجم النقود المتداولة في الاقتصاد.

وتعتبر سياسة السوق المفتوحة الأداة المفضلة لدى البلدان الصناعية التي بها أسواق مالية متطورة للغاية والتي تعمل على نطاق واسع, وبالتالي تنشيط عمليات طرح وشراء الأوراق المالية ومن ثمة الحالة الاقتصادية للدولة[2].

أ- أثر سياسة السوق المفتوحة :

تعتبر سياسة عمليات السوق المفتوحة إحدى مكونات السياسة النقدية التي تستخدمها السلطة النقدية في الرقابة على الائتمان, وتظهر أهمية هذه السياسة فيما تمارسه من تأثير على الاحتياطات النقدية للمصارف التجارية وعلى سعر الفائدة في السوق.

*كمية الاحتياطي المصرفي:

إن قيام البنك المركزي بشراء الأوراق المالية, مقابل شيك مسحوب عليه يحصل عليه البائع سواء كان البائع فردا أو مؤسسة أو بنكا، يؤدي إلى زيارة الاحتياطات النقدية لدى البنوك التجارية وذلك لان البائع سوف يودع هذا الشيك لدى البنك التجاري الذي يتعامل معه, فتزداد الودائع بمقدار الشيك, وتزداد الشيكات تحت التحصيل, التي يقوم البنك التجاري بتحصيلها من البنك المركزي وبالتالي تزداد الاحتياطات النقدية لدى البنك التجاري[3]، في حين تؤدي عملية بيع الأوراق المالية إلى امتصاص هذه الاحتياطات.

* حجم الائتمان وسعر الفائدة :

---

[1] نعمة الله نجيب ابراهيم، **أسس علم الاقتصاد**، مؤسسة شباب الجامعة، الاسكندرية، 2000، ص 449.

[2] وليام ألكسندر وأخرون، "**استخدام أدوات غير مباشرة في السياسة النقدية**"، مجلة التمويل والتنمية، العدد 01، مارس 1996،ص 15.

[3] محمد مروان السمان وآخرون، مرجع سابق، ص 261.

تؤثر عمليات السوق المفتوحة على حجم الائتمان بالتوسع والانكماش عن طريق التأثير على عرض النقود, ففي حالة التضخم إذا رغب البنك المركزي بتقييد حجم الائتمان وامتصاص جزء من النقود المتداولة, فإنه ينزل بائعا للأوراق المالية والسندات فتنخفض أسعارها مما يؤدي إلى شراء البنوك لهذه السندات وتتحول السيولة النقدية النشطة إلى مجدة مما يؤدي إلى تضييق إمكانية الائتمان المصرفي وبالتالي يقل النقد المتاح للتداول فترتفع أسعار الفائدة, أما في حالات الانكماش ينزل البنك المركزي إلى السوق مشتريا لهذه الأوراق والسندات فترتفع أسعارها مما يغري الأفراد والبنوك لبيع ما بحوزتهم من سندات وبالتالي تتزايد السيولة لدى البنوك مما يؤدي إلى تزايد إمكانية الائتمان المصرفي وبالتالي يتوسع حجم النقد المعروض الأمر الذي يؤدي إلى انخفاض سعر الفائدة.

ب- فعالية عمليات السوق المفتوحة:

إن فعالية ونجاح عمليات السوق المفتوحة تتحقق بتلاقي إرادتي البنك المركزي من جهة والبنوك التجارية والمشروعات من جهة أخرى, إذ أن توجه البنك المركزي إلى عمليات السوق المفتوحة لتوسيع الائتمان قد لا يجد صداه لدى المستثمرين حتى في حالة اتباع البنوك التجارية سياسة إقراض سهلة وهو ما حصل في إنجلترا بين 1932 و 1933[1] والعكس صحيح.

ومن هنا يمكن القول بأن إرادة البنك المركزي بمفردها لا تكفي لتحقيق هذا النجاح بل أن ذلك يتوقف بالقدر الأكبر على حجم وطبيعة السوق النقدية والمالية فيجب أن يكون هذا السوق شاملا، وتتوفر فيه كميات كافية من الأوراق المالية والتجارية والتي يمكن تداولها في هذا السوق[2].

3- سياسة الاحتياطي الإجباري:

تعتبر نسبة الاحتياطي النقدي من الأدوات المستخدمة للرقابة على الائتمان الذي يؤثر في عرض النقود، وهي النسبة التي يفرضها البنك المركزي على ودائع البنوك التجارية والتي تقتطع ويحتفظ بها لدى البنك المركزي.

وقد كان الغرض في بداية الأمر من تقدير هذه النسبة ضمان سيولة البنك وحماية حقوق المودعين, وكانت الولايات المتحدة الأمريكية أول من استعمل هذه التقنية سنة 1913 لتأمين طلبات السحب من المودعين ثم أصبحت فيما بعد وسيلة لمراقبة وتعديل سيولة البنوك[3].

أ- أثر سياسة الاحتياطي الإجباري:

[1] ضياء مجيد الموسوي، **اقتصاديات النقود والبنوك**، مؤسسة شباب الجامعة، الاسكندرية، 2002،ص 268.

[2] مصطفى رشدي شيحة، مرجع سابق، ص 251.

[3] باري سيجل، مرجع سابق، ص 420.

يستخدم البنك المركزي تقنية الاحتياطات الإجبارية في حالتين[1]:

– يقوم البنك المركزي بتخفيض نسبة الاحتياطي القانوني في حالات الركود الاقتصادي وذلك لدعم سيولة الجهاز المصرفي وتعزيز مقدرته على خلق النقود الائتمانية, وبالتالي التمكن من الزيادة في قروضها إلى المشروعات وتنتعش حركة النشاط الاقتصادي.

– أما إذا أراد البنك المركزي تخفيض حجم الائتمان فإنه يعمد إلى رفع نسبة الاحتياطي القانوني الأمر الذي يؤدي إلى تجميد جزء كبير من احتياطات البنك التجاري مما يؤدي إلى التقليل من قدرته على خلق النقود الائتمانية وبالتالي حدوث انكماش في الاقتصاد.

ب– فعالية سياسة الاحتياطي الإجباري:

تعتبر هذه الأداة ذات تأثير سريع المفعول على احتياطي البنوك التجارية مقارنة بالأدوات الأخرى، حيث أن تأثيرها يشمل كل البنوك التجارية سواء الصغيرة أو الكبيرة إذ يخضع الكل للنسب المحددة من طرف البنك المركزي بغض النظر عن حجم ودائعها[2].

كما أن عملية تغيير معدل الاحتياطي ليست سوى خلق تقلبات موازية في السوق النقدية، إذ يمكن أن لا يكون لهذه الوسيلة النتيجة المنتظرة، حيث أن البنوك التجارية في البلاد المختلفة عادة ما تحتفظ باحتياطات فائضة كبيرة ومن ثمة فإن رفع نسبة الاحتياطي القانوني ما لم يكن كبيرا جدا، لن يخفض النسبة الفعلية للأرصدة النقدية إلى الودائع دون الحد الأدنى الذي يشترطه القانون وبالتالي لن يؤثر في عمليات الأقراص[3]، وهو ما يستدعي القول بأن وسيلة الاحتياطي الإجباري يجب استعمالها بجانب وسائل أخرى مكملة.

ورغم هذا فإن نسبة الاحتياطي القانوني تعتبر من أنجح أدوات السياسة النقدية في البلدان النامية وخاصة في الوطن العربي نظرا لضيق حجم السوق المالي ما يجعل تأثير معدل إعادة الخصم أو عمليات السوق المفتوحة أقل أثر من تأثير نسبة الاحتياطي القانوني.

المطلب الثاني : الأدوات المباشرة

[1] جميل الزيدانين السعودي، **أساسيات في الجهاز المالي**– المنظور العلمي–، داروائل للطباعة والنشر، الاردن، 1999، ص ص 96-97

[2] هيثم الزعبي، حسن أبو الزيت، مرجع سابق، ص 195

[3] كامل البكري وأخرون، مرجع سابق، ص 219.

بالإضافة إلى الأدوات السابقة توجد وسائل أخرى يتبعها البنك المركزي للحد من حرية المؤسسات المالية في ممارسة بعض النشاطات كمًا وكيفًا, وهي مستعملة بكثرة نظرا للاعتقاد بأن التدخلات في السوق لا تسمح بتحقيق الأهداف الموجودة, ومن الأدوات المباشرة الأكثر استعمالا نجد:

1- سياسة تأطير القروض:

تستخدم هذه الأداة في الفترة التي تتميز بالتضخم وارتفاع الأسعار وعندما يكون ميزان المدفوعات في حالة عجز[1].

ففي الاتجاهات التضخمية تضع الدولة عن طريق البنك المركزي سياسة تأطيرية إجبارية للقروض بحيث تقدر السلطات النقدية الحد الأعلى لمبالغ القروض التي يمكن أن تمنحها البنوك للزبائن أو تقوم بتحديد معدل سنوي لتزايد القروض, وهكذا من سنة لأخرى يجب ألا يتجاوز ارتفاع مجموع القروض الموزعة النسبة المعينة التي حددتها السلطات النقدية, وفي حالة تجاوزها من بنك أو بعض البنوك تطبق عليها عقوبات كأن تكلفها احتياجاتها من النقود المركزية كثيرا .

2- السياسة الانتقائية للقروض:

وتستخدم هذه السياسة لتجنب مساوئ السياسة الشمولية في مراقبة منح الائتمان, لأنه عندما تتبع السلطات النقدية السياسة القرضية الشمولية ينتج عن ذلك توقف في زيادة الائتمان لكل القطاعات الاقتصادية.

لذا ينتهج البنك المركزي سياسة انتقائية تجعل قراراته تتعلق فقط ببعض القطاعات التي يعتبرها أكثر مردودية للاقتصاد الوطني فيقوم بتوجيه القروض إليها, بحيث تكون قراراته كفيلة بإعطاء كل التسهيلات في منح القروض إلى هذه القطاعات.

فالهدف الأساسي من استعمال السياسة القرضية الانتقائية هو التأثير على توجيه القروض نحو القطاعات الاقتصادية و الاستخدامات المرغوبة, ويمكن أن تأخذ هذه السياسة عدة أشكال منها[2]:

- إقرار معدل خصم مفضل؛
- إمكانية إعادة خصم الأوراق التي تتوفر فيها الشروط الضرورية لهذه العملية؛
- إعادة خصم الأوراق فوق مستوى السقف؛
- تغيير مدة استحقاق القروض ومعدل فوائدها.

[1] فتح الله ولعلو، الاقتصاد السياسي- **توزيع المداخيل النقود والائتمان**-، دار الحداثة، بيروت، 1987،ص 421.

[2] فتح الله ولعلو، مرجع سابق، ص 422.

3- وضع حد أقصى لسعر الفائدة:

قد تتنافس البنوك التجارية بغرض زيادة ودائع العملاء فتمنح الفوائد على الودائع الجارية مما يؤدي إلى ارتفاع أسعار الفائدة ارتفاعا كبيرا، ولذا فإن البنك المركزي قد يضع حدا ً أعلى للفوائد التي تمنح على الودائع الجارية لا يجب على البنوك التجارية أن تتخطاه وهذا الحد يكون قابلا ً للتغيير

حسب الظروف الاقتصادية، فينخفض في حالة الرواج ويرتفع في حالة الكساد[1].

المطلب الثالث : الأدوات الأخرى

هناك أدوات أخرى للسياسة النقدية يمكن أن نذكر من بينها :

1- الإقناع الأدبي :

تقوم هذه السياسة على توجيه النصح للبنوك وذلك بدعم التوسع في تقديم القروض وخاصة القروض التي توجه للمضاربة, إذا لاحظ البنك المركزي أن ثمة خطر على الاقتصاد الوطني من هذا التوسع, ويأخذ هذا الإقناع أو التوجيه أشكالا مختلفة منها إرسال مذكرات إلى البنوك بالامتناع عن قبول أوراق معينة, أو عدم الإقراض لمشروعات معينة, وإما تأخذ شكل تحذير لعدم قبول إعادة الخصم لبعض الأوراق التجارية, أو عدم تقديم أموال كثيرة مطلوبة, ويتوقف نجاح هذه السياسة على مدى التعاون بين البنوك التجارية والبنك المركزي.

فالإقناع الأدبي عبارة عن إرشادات وتعليمات ونصائح يقدمها البنك المركزي للبنوك التجارية بخصوص تقديم الائتمان وتوجيهه[2].

2- الإيداع المسبق للاستيراد:

تفرض هذه السياسة على المستوردين وضع المبلغ اللازم لتسديد ثمن وارداتها في شكل ودائع لدى البنك المركزي لمدة محدودة, وبما أن المستوردين في غالب الأحيان هم غير قادرين على تجميد أموالهم الخاصة, فهم يلجؤون عادة إلى القرض البنكي, فتعمل هذه الأداة على تقليص حجم القروض في باقي الاقتصاد, وعلى رفع تكلفة الواردات، وحتى وإن ارتفعت هذه الودائع المشروطة مسبقا من أجل الاستيراد, فإنها تمكن من التوصل إلى تقليص حجم الكتلة النقدية, وبالتالي تتسبب الاستحقاقات اللاحقة للودائع المخصصة للاستيراد في التوسع النقدي.

---

[1] عبد النعيم مبارك، نعمة الله نجيب، محمود يونس، **مقدمة في اقتصاديات النقود والصيرفة والسياسات النقدية**، الدار الجامعية، الاسكندرية، 1999، ص 217.

[2] ضياء مجيد الموسوي، **الإصلاح النقدي**، دار الفكر، الجزائر، 1993، ص 40.

3- الرقابة على شروط البيع بالتقسيط :

يؤدي نظام البيع بالتقسيط إلى زيادة الاستهلاك بصفة عامة, لحصول كل فرد على السلع التي يرغبون فيها, لكن البنك المركزي يتدخل لوضع شروط منح هذا الائتمان أو ما يسمى بالائتمان الاستهلاكي, حيث أن المستهلك يدفع نسبة يحددها البنك المركزي من قيمة السلعة, والباقي يكون على

شكل دفعات لمدة معينة, ففي حالة الانتعاش فإن البنك المركزي يقوم برفع النسبة أو بتقصير مدة التقسيط, أي تقييد الائتمان وفي الحالة العكسية أي الكساد فإنه يقوم بتسيير شروط البيع وذلك بتخفيض الجزء المدفوع من سلعة لحد أدنى وإطالة مدة التقسيط[1].

المطلب الرابع : الاختيار بين الأدوات المباشرة وغير المباشرة

في أواخر السبعينات, بدأت البلدان الصناعية تتجه صوب الاعتماد التام على الأدوات غير المباشرة مثل عمليات السوق المفتوحة, وتسهيلات إعادة الخصم, واشتراطات الاحتياطي, وقد حذا حذوها كثير من الاقتصادات التي تمر بمرحلة انتقال, فالأدوات غير المباشرة أصبحت أكثر فعالية من الأدوات المباشرة في البيئة الاقتصادية الراهنة التي تزداد انفتاحا[2].

إن للأساليب المباشرة للرقابة على النقد مميزاتها الخاصة فهي سهلة التنفيذ والتفسير, فضلا ً عن أن تكاليفها المالية المباشرة منخفضة, وتستعملها خاصة بعض الحكومات لتوجيه الائتمان نحو أهداف معينة.

كما أن لهذه الأساليب المباشرة عيوب أهمها : عدم الإنصاف في توزيع الموارد وتخصيصها غير الكفء, فتعمل سياسة السقوف الائتمانية على حجم توزيع الائتمان والحد من المنافسة واضعاف الوساطة المالية.

بالمقابل فإن الأدوات غير المباشرة تشجع الوساطة المالية عن طريق القطاع المالي الرسمي وتمييزها بالمرونة مما تسمح للسلطات النقدية من تنفيذ سياساتها وخاصة ما تتميز به من استجابة سريعة للصدمات والتصحيح المباشر لاخطاء السياسة النقدية.

والانتقال من استخدام أدوات مباشرة إلى استخدام أدوات غير مباشرة هو عملية لا يمكن تصورها سهلة في الدول المتخلفة مقارنة بالدول المتقدمة التي جرى فيها التحول إلى استعمال أدوات غير مباشرة بصفة تدريجيةً وهذا لعدم وجود اختلالات اقتصادية في هذه الدول.

---

[1] ضياء مجيد الموسوي، **الإصلاح النقدي**. مرجع سابق، ص 40.

[2] وليام ألكسندر وأخرون، مرجع سابق، ص 14.

إلا أن تبني أدوات السياسة النقدية غير المباشرة لا يمكن أن ينجح إذا لم ترافقه إصلاحات شاملة لكل الاختلالات الاقتصادية وأهم الشروط الواجبة توفرها في عملية الانتقال هي[1]:

– عزل السياسة النقدية عن الضغوطات الناتجة عن الاحتياطات المالية للدولة وذلك بتجنب لجوء هذه الأخيرة إلى التمويل النقدي لعجز الميزانية والعمل على دعم استقلالية البنك المركزي؛

– تقوية الأسواق النقدية و الأسواق فيما بين البنوك و تحقيق التكامل بينها بطريقة أفضل, لان الأدوات غير المباشرة تصبح اكثر فعالية إذا ما استجابت أسواق النقد بسرعة لإجراءات البنك المركزي ,وهذا ما يحفز البنك المركزي على تطوير البيئة الأساسية للسوق النقدية – الإطار التنظيمي والقانوني –؛ إعادة هيكلة النظام البنكي من أجل إنشاء بنوك قوية وتدعيم المنافسة وذلك بتسوية وسائل القروض غير المنتجة والبنوك التي تواجهها صعوبات كما يمكن أن تساهم خصخصة بنوك الدولة في تنفيذ إعادة الهيكلة؛

– دعم الوسائل التقنية الواجب توفيرها للبنوك المركزية لتحديد العرض والطلب على النقود وتقدير أثر الأدوات غير المباشرة للسياسة النقدية على إجمالي الائتمان والنقد وذلك بتوفير بيانات دقيقة وفي الوقت المناسب تخص تطورات القطاع المالي.

وعليه فالاختيار بين أدوات السياسة النقدية المباشرة وغير المباشرة يتوقف على الخصائص الاقتصادية للبلاد والتوقيت المناسب للاستخدام هذه الأدوات, ففي حالة الإصلاحات المؤسسية التي لا يحتمل تنفيذها وجه السرعة فإن استخدام الأدوات غير المباشرة قد يكون سابقا لأوانه, في حين هذه الأخيرة تكون ضرورية عندما تصبح الأدوات المباشرة غير فعالة بسبب تكلفتها الكبيرة, ولهذا ينصح البعض باستعمال الأداتين معا لأحداث استقرار أكثر في النتائج.

المبحث الثالث:قنوات تأثير السياسة النقدية على السوق المالي

سوف نتطرق في هذا المبحث الى قنوات تاثير السياسة النقدية على السوق المالي

المطلب الأول: العلاقة بين السياسة النقدية وسوق الأوراق المالية

يمكن تبيان العلاقة النظرية بين السياسة النقدية وأسعار الأسهم في سوق الأوراق المالية من خلال ثلاث محاور رئيسة وهامة، الأول يتمثل في نظرية محافظ الاستثمار النقدية، أما الثاني فينصب على تفسير هذه العلاقة من منطلق الصيغة شبه القوية لكفاءة السوق، والثالث يتعلق بفرضية التوقعات الرشيدة.

[1] وليام ألكسندر وآخرون، مرجع سابق، ص17.

أ. فرضية محافظ الاستثمار النقدية(Monetary Portfolio Hypothesis)

يرى النقديون أمثال فريدمان وشوارتز (1963) (Friedman and Schwartzt)و كذلك برونر وميلتزر (1973) (Brunner and Meltzer) أن المخزون من النقود هو المحرك الأساسي للنظام الاقتصادي، وأن عملية تنظيم النقود أمر ضروري للاقتصاد، وتفسر الآثار المترتبة عن عملية زيادة عرض النقود من وجهة نظرهم في الفترة القصيرة على أنها تزيد السيولة النقدية لدى الأفراد والمؤسسات بحجم يفوق مستوى احتياجاتهم منها مما يقودهم إلى إعادة التوازن لثرواتهم، حيث صنف فريدمان أشكال الثروة إلى: النقود، والأصول النقدية كالسندات، والأصول المالية كالأسهم، والأصول الطبيعية كرأس المال العيني، ورأس المال البشري .

وترى نظرية محافظ الاستثمار النقدية أن المستثمرين يهدفون إلى تحقيق التوازن بين الأصول المكونة للمحفظة الاستثمارية (أسهم، سندات، نقود، شهادات الإيداع، دولارات حرة وغيرها) وذلك للوصول إلى أقصى عائد ممكن في ظل مستوى معين من المخاطر؛ كما ترى النظرية أن السياسة النقدية من خلال الصدمات في عرض النقد تؤثر على أسعار الأسهم، إما مباشرة عن طريق إحداث التغيرات في المحافظ الاستثمارية، أو بطريق غير مباشرمن خلال تأثير عرض النقد على المتغيرات الاقتصادية كالدخل وأسعار الفائدة، ومعدلات التضخم [1]؛ فأي تغيير تحدثه الدولة في سياستها النقدية من خلال تأثيرها على عرض النقود يؤدي مباشرة إلى تغير الكمية التوازنية للنقود في المحفظة الاستثمارية، فزيادة عرض النقود بسبب اتباع سياسة نقدية توسعية، يؤدي إلى اختلال التوازن بين عرض وطلب النقد في المحفظة الاستثمارية، مما يدفع المستثمرين إلى التخلص من كمية النقود غير المرغوب فيها بالشراء من الأصول الأخرى، كونهم لا يرغبون بالإحتفاظ بكمية النقود دون أن تدر لهم عائدا. ومن جهة أخرى تؤدي الزيادة في عرض النقد إلى ارتفاع في مستوى الأسعار في الأجل الطويل، وهذا الارتفاع في الأسعار يزيد من احتمال حدوث موجات تضخمية في الاقتصاد، ومن ثم يكون لها أثرا إيجابيا على سعر الفائدة الإسمي، وبالتالي الارتفاع في سعر الفائدة الإسمي سوف يؤثر على توازن المحفظة الاستثمارية(Li, 2004)؛ومن أجل تحقيق التوازن مرة أخرى يقوم المستثمرون بتغيير كل أو بعض مكونات هذه المحفظة من خلال القيام بعملية الإحلال بين الأصول المكونة للمحفظة وذلك استجابة منهم لأثر الثروة (Wealth Effect)، وهذا ما يترتب عليه تغير في أسعار تلك المكونات والتي يدخل من ضمنها الأسهم فيتغير سعرها،مما يدل على وجود علاقة سببية

[1] البازعي، حمد بن سليمان؛ دايبيعلي زاوي، 1998، **السياسة النقدية وكفاءة سوق الأسهم**، دليل قياسي من سوق الأسهم السعودية، مجلة جامعة الملك عبد العزيز، الاقتصاد والإدارة، المجلد11، المملكة العربية السعودية، ص ص89-107.

تتجه من السياسة النقدية (عرض النقد مثلا) إلى أسعارالأسهم، وعليه ترى هذه النظرية أنه يمكن للمتعاملين في السوق تطوير قاعدة للتعامل بالأسهم لتحقيق أرباح غير عادية بناءً على المعلومات السابقة الواردة عن التغيرات في السياسة النقدية

ب. فرضية الصيغة شبه القوية لكفاءة السوق Semi Strong EfficientMarket):

Form Hypothesis)

تعد المعلومات من أهم الأركان الساندة لنجاح سوق الأوراق المالية وتطورها، فهي تمثل المحرك الأساسي لتوجيه المدخرات نحو الفرص الاستثمارية والتخصيص الكفؤ للموارد المالية، بحيث تنعكس أهمية المعلومات على ثقة المستثمرين والمتعاملين بكفاءة سوق الأوراق المالية؛ ولقد أشار سامولسون (Samuelson) عام (1965)، و(Mandelbrot) عام 1966، وفاما(Fama) عام (1970) إلى قناة أخرى للعلاقة بين أسعار الأسهم وعرض النقد فيما أصبح يعرف بفرضية كفاءة السوق المالي [1]، والتي تنص في صيغتها شبه القوية على أن الأسعار الحالية للأسهم لا تعكس المعلومات التاريخية عن أسعار الأسهم فقط، وإنما تعكس كذلك المعلومات السابقة والحالية المعروضة والمتاحة للجمهور، والتوقعات التي تقوم على تلك المعلومات،سواءً تعلقت هذه المعلومات بالتقارير المالية، أو ظروف الصناعة،أو الظروف الاقتصادية والتي تعكسها السياسات الاقتصادية كالسياسة النقدية والسياسة المالية. وطبقا لهذه الفرضية، فإن أسعار الأسهم تستجيب آنيا وكليا للتغيرات في السياسة النقدية المطبقة، وتبعا لذلك لا يمكن للمتعاملين في السوق تطوير قاعدة للتعامل بالأسهم لتحقيق أرباح غير عادية على حساب آخرين لمدة طويلة بناءً على معلومات سابقة وحالية عن التغير في السياسة النقدية(كذلك المتغيرات الاقتصادية)، وهذا راجع إلى أن تلك المعلومات متوفرة ومستخدمة من قبل جميع المستثمرين ومنعكسة كليا وآنيا على أسعار الأسهم[2]، وفي هذه الحالة يصبح التعامل في السوق بمثابة لعبة عادلة (fair game)، وبالتالي في ظل هذه الفرضية فإنه لا يوجد فرق مابين سعر السهم في السوق وقيمته الحقيقية، حيث يحقق المستثمرون أرباحا عادية فقط. وعليه إذا كانت السوق كفؤة بالنسبة للمعلومات وبالتالي توفر ما يسمى بالكفاءة المعلوماتية (The Informational Efficiency)، فإن أسعار الأسهم سوف تستجيب فقط للإعلانات غير

[1] البازعي، حمد بن سليمان؛ دياني علي زاوي ,**مرجع سابق** , ص ص89-107.

[2] Mehrara, M., (2006), "The Relationship between Stock Market and Macroeconomic Variables: A case study for Iran", **Iranian Economic Review**, Vol. 10, No. 17, pp.137-148.

المتوقعة،باعتبار أن التغيرات المتوقعة تكون ضمن المعلومات المتاحة وبالتالي لا يكون لها أثر في تحديد أسعار الأسهم، وفي هذا الإطار لا يمكن الاستفادة من المعلومات السابقة والحالية لمعرفة أسعار الأسهم في المستقبل؛ أما في حالة غياب الكفاءة المعلوماتية، فهذا يعني مقدرة بعض المتعاملين على الحصول على أرباح غير عادية من جراء اطلاعهم على معلومات خاصة غير متاحة لكافة المتعاملين، ومن هنا يتبين أن عدم إتاحة كافة المعلومات المتعلقة بسهم ما للمستثمرين، وعدم كفاءة السوق يعني عدم قدرة هذا السوق على لعب الدور الفعال في توجيه الموارد المالية نحو القطاعات الأكثر إنتاجية والأكثر فائدة للاقتصاد، وبالتالي عدم التخصيص الكفؤ للموارد

ج- فرضية التوقعات الرشيدة(Rational Expectations Hypothesis)

تنص هذه الفرضية على أن المستوى الحالي لأسعار الأسهم يعكس في جزء منه الأحوال الاقتصادية المستقبلية والتي قد تتضمن ضمن أشياء أخرى الصدمات النقدية، فإذا كانت سوق الأسهم تتصف بالكفاءة فإن الجزء غير المتوقع من السياسة النقدية (عرض النقد مثلا) هو الذي يؤثر على الأسعار، ويمثل السلوك غير المتوقع لسياسة ما معلومات جديدة للأسواق المالية ينبغي الاستفادة منها .

وتقدم فرضية التوقعات الرشيدة تبريرا آخر لافتراض عدم وجود علاقة بين أسعار الأسهم ومعلومات السياسة النقدية، وينطلق أصحاب هذه المدرسة في التحليل من أن سلوك الوحدات الاقتصادية يتحدد على أساس تعظيم المنافع إلى أقصى حد ممكن، وتقليل الخسائر إلى أدنى حد ممكن،وأمام كل وحدة اقتصادية والتي يدخل ضمنها المتعاملين في سوق الأوراق المالية كما معينا من المعلومات عن المتغيرات الاقتصادية، بما فيها المعلومات المتعلقة بالتغيرات في السياسة النقدية، كما تفترض أن هؤلاء المتعاملين يستخدمون هذه المعلومات بكفاءة عالية لتوقع ما تكون عليه هذه المتغيرات مستقبلا، ومن ثم اتخاذ القرارات الواقعية والصحيحة بشأن كل متغيرات السياسة الاقتصادية، وبالتالي سوف لا يكون لمثل هذه التغيرات في السياسة الاقتصادية (مثلا السياسة النقدية) إلا تأثير ضئيل لا يؤخذ بالحسبان[1]. لذا تعتمد أسعار الأسهم على ما سيحدث للمتغيرات الاقتصادية في المستقبل ومن هذه التغيرات الصدمات النقدية، وفي هذا الإطار يمكن تعريف الصدمة النقدية بأنها الفرق بين السياسة المدركة للسلطات النقدية والسياسة المتوقعة من قبل وحدات اتخاذ القرار، ومن هنا تخلص نظرية التوقعات الرشيدة إلى عدم فعالية السياسة النقدية ما لم تكن مفاجئة، ويطلق على هذه فرضية عدم فعالية السياسة؛ وتبعا

1الدعمي، عباس كاظم، 2010، **السياسات النقدية والمالية وأداء سوق الأوراق المالية**، الطبعة الأولى، دار صفاء للنشر والطباعة، عمان، الأردن.

لهذه الفرضية يعتقد منظروا التوقعات الرشيدة أن تغيرات السياسة المتوقعة تكون مأخوذة في الحسبان من قبل المستثمرين ومن ثم فلن يكون لها أي أثر حقيقي على أسعار الأسهم، وسيكون التأثير فقط للتغيرات غير المتوقعة، حيث أنها تحرف المتغير الاقتصادي عما كان متوقعا .

على ضوء ما تقدم، يتضح وجود تعارض ما بين نظرية محافظ الاستثمار النقدية من جهة وفرضية كفاءة السوق في صيغتها شبه القوية وفرضية التوقعات الرشيدة من جهة أخرى، فبينما تفترض الأولى بأن عرض النقد يؤثر على أسعار الأسهم بصورة متباطئة من خلال أثر الثروة وذلك عند محاولة المستثمرين إعادة التوازن لمحافظهم الاستثمارية بعد اختلالها، ترى الفرضيتين الثانية والثالثة بأن أسعار الأسهم تعكس كافة المعلومات المتاحة بشكل آني وذلك لافتراض عدم وجود علاقة بين السياسة النقدية وأسعار الأسهم .

المطلب الثاني: اتجاه العلاقة بين السياسة النقدية وسوق الأوراق المالية

هناك مناقشة بين الاقتصاديين فيما يخص طبيعة واتجاه العلاقة بين السياسة النقدية وأداء سوق الأوراق المالية، حيث اختلفت وجهات النظر بين هؤلاء، وأكدت على ذلك العديد من الدراسات التطبيقية والتي بينت اختلاف اتجاه العلاقة القائمة بين السياسة النقدية وسوق الأوراق المالية، فبعض الدراسات توصلت إلى أن السياسة النقدية تؤثر على نشاط سوق الأوراق المالية، في حين توصل البعض الآخر منها إلى وجود تأثير لأسعار الأسهم على السياسة النقدية. وفي هذا الإطار هناك وجهتي نظر فيما يخص اتجاه هذه العلاقة؛ فالنهج الإستباقي يرى أن راسمي السياسة النقدية عندما يغيرون في عرض النقد وأسعار الفائدة فإنهم بذلك يؤثرون على حركة أسعار الأسهم مباشرة، كما يؤثرون بطريقة غير مباشرة عليها من خلال تأثير السياسة النقدية على المتغيرات الاقتصادية، وعليه يولي المستثمرون فيسوق الأسهم اهتماما كبيرا للتغيرات في السياسة النقدية ويتخذون استراتيجيتهم وقراراتهم في تشكيل محافظهم الاستثمارية بناءً على موقف السلطات النقدية، والتي يستدل بها من خلال التغيرات في سياسة البنك المركزي،وهذا ما سيتم التطرق إليه لاحقا. أما النهج التفاعلي فيرى أن السلطة النقدية تستجيب للتغيرات التي تحدث في أسعار الأسهم، ففي حالة وجود عدم استقرار في سوق الأوراق المالية بسبب التقلبات الكبيرة في أسعار الأسهم والتي من المحتمل أن تؤثر على حالة الاقتصاد الوطني، فإن هذا الوضع يتطلب تدخلا من قبل السلطة النقدية وذلك من أجل توفير نوع من الاستقرار النسبي في السوق بحيث تسمح بتغيرات الأسعار وفق أسس مقبولة، وهذا حتى لا يتضرر الاقتصاد.

من جهة أخرى، يرى أصحاب النهج التفاعلي كذلك أن التغير في حركة أسعار الأسهم ينعكس على بعض متغيرات الاقتصاد الكلي كالتضخم، والناتج الإجمالي وغيرها ومن ثم يؤثر على قرارات السلطة النقدية ،

فمثلا الزيادة في أسعار الأسهم تؤدي إلى زيادة التضخم والناتج في الأجل القصير، وذلك مرجعه أن ارتفاع أسعار الأسهم يؤدي إلى زيادة الإنفاق الاستهلاكي من خلال أثر الثروة(Wealth Effect) وزيادة الإنفاق الاستثماري من خلال أثرQ توبن (Tobin' Q-Theory of Investment)، ومن ثم يؤثر على الطلب الكلي، هذا مايؤدي إلى استجابة الأسعار ببطء ومن ثم الارتفاع في مستوى الأسعار وزيادة معدل التضخم، وعليه تستجيب أسعار الفائدة وعرض النقد لسياسة البنك المركزي التي تستهدف معدل التضخم وذلك من خلال اتباع سياسة نقدية انكماشية من أجل كبح التضخم الناتج عن زيادة الطلب الكلي.

فمن جانب الاستهلاك، أوضح الاقتصادي موديلياني (Modigliani)من خلال نظريته "نموذج دورة الحياة" حول تأثير الثروة على الاستهلاك، الدور الذي يمكن أن تلعبه السياسة النقدية في النشاط الاقتصادي من خلال تأثير ميزانيات المستهلكين على قراراتهم الاستهلاكية، حيث بين أن الإنفاق الاستهلاكي للأفراد يعتمد بالإضافة إلى دخلهم الحالي على الموارد المالية التي يحصلون عليها والتي تعتبر عوائد الأسهم أحد المكونات الرئيسة لها، وعليه زيادة أسعار الأسهم يؤدي إلى زيادة ثروة الأفراد، الأمر الذي يؤدي إلى زيادة إنفاقهم الاستهلاكي على السلع والخدمات [1] ومن ثم زيادة الطلب الكلي والذي يؤدي في كثير من الحالات إلى زيادة معدلات التضخم، هذا مايجعل السلطة النقدية تتدخل للحد من هذه الارتفاعات من خلال سياستها النقدية، وفي هذه الحالة يمكن القول أن أسعار الأسهم تلعب دورا في التأثير على قرارات السلطة النقدية.

من جهة أخرى يؤدي انخفاض أسعار الأسهم إلى زيادة الطلب عليها، وبالتالي فإن جزءً كبيرا من ثروة الأشخاص تستثمر في شراء الأسهم بدلا من شراء السلع والخدمات، وهذا سوف يؤدي إلى ارتفاع أسعار الأسهم نتيجة زيادة الطلب عليها، وبنفس الوقت فإنه من المتوقع أن ينخفض المستوى العام للأسعار نظرا لانخفاض حجم النقود السائلة وانخفاض الطلب على السلع والخدمات [2]، فانخفاض الطلب الكلي قد يؤدي إلى انخفاض مستوى النشاط الاقتصادي وبالتالي احتمال الدخول في حالة من الركود الاقتصادي، الأمر الذي يتطلب تدخلا من السلطة النقدية لرفع مستوى النشاط الاقتصادي .

وفي جانب الاستثمار، ومن خلال قناة الميزانية، يؤثر انخفاض أسعار الأسهم على مستوى الأرباح، مما يؤدي إلى انخفاض حجم التمويل اللازم للاستثمارات وبنفس الوقت ارتفاع تكلفة تمويل الاستثمار، وهذا بدوره

1العضايلة، راضي محمد، 2010، **آليات الإنتقال النقدي في الاقتصاد الأردني**، رسالة دكتوراه غير منشورة، الجامعة الأردنية، الأردن.

2الزعبي، بشير خليفة، 2004، **العلاقة السببية بين معدل التضخم والرقم القياسي لأسعار الأسهم في سوق عمان المالي** للفترة (1978-2001)، مؤتة للبحوث والدراسات، جامعة مؤتة، المجلد19، العدد5، الأردن، صص 187-203.

سيؤثر سلبيا على حجم الاستثمارات وبالتالي على حجم الإنتاج، كما سيرافق ذلك ارتفاع في مستويات الأسعار خاصة في حالة ازدياد الطلب، وفي نهاية الأمر تظهر حالة الكساد التضخمي، مما يتطلب التدخل من طرف السلطة النقدية لمواجهة هذا الوضع .

ولقد قدمت نظرية توبن (Tobin)تفسيرا لدور سوق الأسهم في الاقتصاد، فقد بينت أنه في حالة تزايد أسعار الأسهم فإن ذلك يعني تزايد قيمة Q والتي تعني زيادة القيمة السوقية للمنشأة وزيادة صافي ثروتها، الأمر الذي يمكنها من زيادة الاقتراض ومن ثم زيادة الإنفاق الاستثماري ومعدلات النمو الحقيقي والذي يؤدي إلى ارتفاع الأسعار بسبب زيادة الطلب .

وتؤثر تقلبات أسعار الأسهم كذلك بشكل كبير على النظام المصرفي، حيث يؤدي تراجع أسعار الأسهم للشركات إلى عجز المقترضين (أفراد أو شركات) الذين حصلوا على قروض بضمانة تلك الأسهم في سداد مستحقات البنوك التي قد تتكبد خسائر بدورها، وتفقد جزءً من قدرتها على منح القروض للمستثمرين والمستهلكين، الأمر الذي يساهم في انخفاض حجم الائتمان المقدم من طرف هذه البنوك.

وضمن هذا السياق هناك أمثلة واقعية تؤيد فكرة أن مستوى أسعار الأسهم يؤثر في قرار الدولة بشأن السياسة النقدية، فعندما انخفضت أسعار الأسهم في السوق المالي الأمريكي عام 1991، نادى الكثير في تلك الفترة بضرورة تدخل السلطات النقدية من أجل تخفيض أسعار الفائدة لتحقيق زيادة في كمية النقود المعروضة، والتي تعمل بدورها على تخفيض معدل العائد المطلوب على الاستثمار إلى مستوى ينشط في ظله الاستثمار، وتعود فيه أسعار الأسهم إلى مستواها الذي كانت عليه في السابق، وكذلك في

ظل الأزمة الآسيوية عام 1997 والتي امتدت إلى دول أمريكا اللاتينية، حيث حققت أسواق المال في البرازيل أكبر خسائرها، وتعددت عمليات بيع الأسهم في الأيام التالية، قام البنك المركزي البرازيلي بمضاعفة أسعار الفائدة للدفاع عن العملة البرازيلية ، ولكن تبقى هذه الأمثلة تنطبق على أسواق مختلفة وضمن معطيات وظروف مختلفة.

المطلب الثالث: قنوات تأثير السياسة النقدية على سوق الأوراق المالية

في ظل الاستثمار المالي هناك نوعان من تحليل البيانات والمعلومات المتاحة للمستثمرين في سوق الأوراق المالية،تحليل أساسي(Fundamental Analysis) وتحليل فني (Technical Analysis)، فالتحليل الأساسي يهتم بتحليل المعلومات المتعلقة بالقطاع والوضع المالي والأرباح المحتملة للشركة، وتحليل المعلومات المتاحة عن المتغيرات الاقتصادية الكلية والتي تلعب دورا هاما في تحديد السعر الذي يباع به السهم، أما التحليل الفني

فيعني تحليل المعلومات السابقة عن أسعار الأسهم وأحجام التداول من أجل التنبؤ بالتغيرات التي تحدث في أسعار هذه الأسهم وأحجام التداول في المستقبل [1]

وضمن مفهوم التحليل الأساسي، تعتبر السياسة النقدية وأدواتها من أهم العوامل المؤثرة على سوق الأوراق المالية والتي تعمل ضمن الاقتصاد الوطني، وقد حظيت العلاقة بين السياسة النقدية وأسعار الأسهم باهتمام العديد من الاقتصاديين، وكثر الجدل حول طبيعة هذه العلاقة كونها مباشرة أو غير مباشرة، إيجابية أو سلبية، وفي هذا السياق يتم البحث في هذه العلاقة من وجهات نظر مختلفة. بالإضافة إلى توضيح أهم قنوات التأثير المختلفة (المباشرة وغير المباشرة) للسياسة النقدية على سوق الأوراق المالية.

أولا: القنوات المباشرة لتأثير السياسة النقدية على سوق الأوراق المالية

يمثل البنك المركزي مؤسسة نقدية تتركز مسؤوليتها الرئيسة في إدارة السياسة النقدية، ومن خلال أدوات السياسة النقدية يؤثر البنك المركزي على المعروض من النقود، وأسعار الفائدة ومن ثم على أسعار الأسهم ونشاط سوق الأوراق المالية، وفيما يلي أهم القنوات المباشرة لتأثير السياسة النقدية على أسعار الأسهم.

1- تأثير عرض النقد على سوق الأوراق المالية

يتمثل أثر السياسة النقدية على سوق الأوراق المالية في مدى السيطرة والقدرة التي تمارسها السلطة النقدية على المعروض من النقود، ويعد هذا المتغير هاما في إحداث تأثير مباشر على أسعار الأسهم، وباعتبار أن البنك المركزي هو المتحكم جزئيا في السيولة النقدية المتوفرة للاقتصاد، فإنه من خلال سياساته المختلفة يؤثر على نشاط سوق الأوراق المالية وبالتحديد على أسعار الأسهم، فتوسع البنك المركزي في شراء الأوراق المالية من البنوك في إطار عمليات السوق المفتوحة يؤدي إلى زيادة قدرة البنوك على التوسع في الإقراض والاستثمار، ومن ثم زيادة عرض النقد وتخفيض أسعار الفائدة في السوق،وبالتالي تنشيط سوق الأوراق المالية وعلاج مشكلة السيولة لدى البنوك.

ومن المعلوم أن السعر الذي يباع به السهم في السوق يتحدد جزئيا بمتغيرين اثنين هما التدفقات النقدية المتوقعة (المستقبلية) ومعدل العائد المطلوب، وهذان المتغيران يتحددان على ضوء الظروف السائدة داخل الشركة أو الظروف الاقتصادية السائدة داخل

[1] جابر، محمد صالح، 1989، **الاستثمار بالأوراق المالية، مدخل في التحليل الأساسي والفني للاستثمارات**، الطبعة الثانية، عمان، الأردن.

الدولة وخارجها، فالسياسة النقدية يمكن أن تعطي إشارات عن الاتجاهات المستقبلية للاقتصاد ومن ثم توفر معلومات عن التدفقات النقدية المستقبلية. وتتجلى العلاقة بين عرض النقد وأسعار الأسهم في سوق الأوراق المالية عن طريق ربطها بمعدل الخصم، حيث تتحدد أسعار الأسهم على أساس القيمة الحالية للتدفقات النقدية المستقبلية التي يتم حسابها على أساس خصم تلك القيم على معدل خصم معين، وباعتبار وجود علاقة بين عرض النقد ومعدل الخصم فإن ذلك يدل على وجود علاقة بين عرض النقد والتدفقات النقدية المستقبلية ومن ثم بأسعار الأسهم[1].

ووفقا للاقتصاديين، فإن النظرية النقدية الحديثة يمكن استخدامها للتنبؤ بالتغيرات المستقبلية في أسعار الأسهم، وتقوم الفكرة الأساسية لهذه النظرية على أن الإمدادات النقدية المتزايدة تؤدي إلى ارتفاع أسعار الأسهم بطريقتين، طريقة مباشرة وغير مباشرة، فالطريقة المباشرة تتمثل في أن زيادة العرض النقدي تدفع بالأفراد والمؤسسات إلى أن ينفقوا أكثر على السلع والأصول المالية والمتضمنة الأسهم، وذلك من خلال أثر السيولة (Liquidity Effect) وأثر الثروة (Wealth Effect) في إطار نظرية المحفظة الاستثمارية، مما يزيد الطلب عليها فيرفع من أسعارها.أما الطريقة غير المباشرة فتتمثل في أن الزيادة في عرض النقد تؤثر على القيمة النقدية للسهم من خلال تأثيرها على سعر الفائدة، فالسياسة النقدية التوسعية تخفض في الأجل القصير من سعر الفائدة الاسمي، ومن ثم تؤثر على سعر الفائدة الحقيقي، الأمر الذي يؤدي إلى تحسن التوقعات بشأن زيادة الناتج الإجمالي المستقبلي، ومن ثم زيادة التدفقات النقدية المستقبلية وارتفاع قيمتها الحالية بسبب انخفاض سعر الخصم تبعا لانخفاض سعر الفائدة، وبالتالي تزداد الاستثمارات في الأسهم نتيجة توقع ارتفاع في القيمة النقدية لها فترتفع أسعارها .كما أن انخفاض سعر الفائدة تبعا لزيادة عرض النقد يعمل على زيادة الاستثمار الذي ينعكس بدوره على زيادة الإنتاج وتخفيض نسبة البطالة، وهذا يؤثر إيجابيا على أرباح الشركات، حيث تزداد العوائد الحقيقية الحالية والمتوقعة وبالتالي تصبح أسهم هذه الشركات أكثر جاذبية للمستثمرين،الأمر الذي يؤدي إلى زيادة الطلب عليها ومن ثم ارتفاع أسعارها.

من جهة أخرى هناك تأثير سلبي للزيادة في عرض النقد على أسعار الأسهم وهذا حسب النظرية الكمية التقليدية للنقود (الكلاسيك)، التي ترى أن زيادة العرض النقدي تؤدي إلى ارتفاع المستوى العام للأسعار وزيادة التضخم الذي ينجم عنه ارتفاع في الحد الأدنى للعائد المطلوب على الاستثمار،الأمر الذي يترتب عليه انخفاض

[1] جبر، علاء الدين أحمد،2007، **بورصة الأوراق المالية**، الهيئة المصرية العامة للكتاب، القاهرة، مصر

القيمة الحقيقية للنقود التي يبدي المستثمر استعداده لأن يشتري بها الأسهم. وبما أن القيمة السوقية لسهم الشركة تتحدد جزئيا على ضوء حجم التدفقات النقدية المتوقعة والحد الأدنى للعائد المطلوب على الاستثمار، يمكن القول أن النتيجة النهائية لتأثير عرض النقد على أسعار الأسهم يتوقف على حجم تأثيرها على كل من هذين المتغيرين . فإذا كان التأثير الإيجابي لزيادة عرض النقد على أرباح الشركات أكبر من تأثيره السلبي على معدل العائد المطلوب على الاستثمار الناجم عن التضخم، فيتوقع أن يكون لزيادة عرض النقد أثر إيجابي على أسعار الأسهم، أما إذا كان التأثير الإيجابي لزيادة عرض النقد على أرباح الشركات أقل من تأثيره السلبي على

معدل العائد المطلوب على الاستثمار الناجم عن التضخم، فيتوقع أن يكون لزيادة عرض النقد أثر سلبي على أسعار الأسهم[1].

وحسب فرضية التوقعات التضخمية(Expected Inflation Hypothesis) التي تحدث عنها (Fama) عام 1975، فترى أن الزيادة غير المتوقعة في عرض النقد تؤدي إلى زيادة التوقعات بشأن حدوث موجات تضخمية تعمل على رفع سعر الفائدة الإسمي قصير الأجل، وبالتالي الارتفاع في سعر الفائدة الإسمي يؤدي إلى احتمال انخفاض الناتج والنشاط الاقتصادي في المستقبل، وبالتالي انخفاض حجم التدفقات النقدية المستقبلية للشركات، ومن ثم انخفاض أسعار أسهمها، وعليه فإن العلاقة بين أسعار الأسهم والتوقعات التضخمية هي علاقة عكسية.(Li, 2004)

أما فرضية السياسة المتوقعة (Policy Anticipation Hypothesis) بقيادة Urich and Wachtelعام 1981)، فترى أن الزيادة في عرض النقد في الوقت الحاضر تؤدي إلى توقع اتباع سياسة نقدية انكماشية في المستقبل من طرف السلطة النقدية، الأمر الذي يؤدي إلى توقع ارتفاع أسعار الفائدة الحقيقية، والتي ينجم عنها انخفاض حجم الاستثمار وحجم الناتج المستقبلي، ومن ثم انخفاض أرباح الشركات بسبب انخفاض التدفقات النقدية المستقبلية المخصومة على معدل تكلفة رأس مال مرتفع، والتي تؤدي في النهاية إلى انخفاض أسعار الأسهم .

وترى فرضية علاوة المخاطر (Risk Premium Hypothesis) أن الزيادة الإيجابية غير المتوقعة في عرض النقد تؤدي إلى زيادة علاوة المخاطر بسبب زيادة حالة عدم التأكد، الأمر الذي يؤدي إلى زيادة معدل العائد المطلوب، ومن ثم تنخفض أسعار الأسهم.

1 [1]الرفاعي، محمود فلاح، 1999، **أثر المتغيرات الاقتصادية على أسعار الأسهم وحجم التداول في سوق عمان المالي (1978– 1998)**، رسالة ماجستير غير منشورة، جامعة آل البيت، المفرق، الأردن

كما ترى فرضية النشاط الاقتصادي الحقيقي (Real Activity Hypothesis) بقيادة (Cornell) عام 1983 بأن صدمة زيادة عرض النقد تؤدي إلى ارتفاع أسعار الأسهم، فهي ترى أن التغير في كمية النقود المعروضة هو إشارة ودليل على زيادة الطلب عليها وذلك بسبب التوقعات بزيادة الإنتاج والنشاط الاقتصادي، الذي يتضمن بدوره زيادة في التدفقات النقدية للشركات ومن ثم زيادة في أسعار الأسهم

ويتوقع أن تؤدي زيادة عرض النقد إلى زيادة حجم الاستثمارات، وبما أن جزءً من هذا الاستثمار سيتم تمويله عن طريق طرح أدوات تمويل جديدة، فمن المتوقع أن يترك آثارا إيجابية على أسعار الأسهم وحجم التداول، ولكن قد يظهر أثر سلبي لزيادة عرض النقد يتمثل في حجم الإصدارات الجديدة، حيث أن الزيادة في عرض النقد قد يذهب جزء منها على شكل إصدارات جديدة من الأسهم والسندات مما يؤدي إلى امتصاص جزء لا بأس به من السيولة المتاحة،والذي يؤدي إلى انخفاض أسعار الأسهم[1].

2- تأثير سعر الفائدة على سوق الأوراق المالية:

تمارس أسعار الفائدة تأثيرا هاما على سوق الأوراق المالية، فالسياسة النقدية الانكماشية تحمل أنباء سيئة تنعكس على الأسهم لأنها تعمل على رفع أسعار الفائدة، بالمقابل تحمل السياسة النقدية التوسعية أنباء جيدة تؤدي إلى خفض أسعار الفائدة. وفيما يلي كيفية تأثير أسعار الفائدة على أسعار الأسهم ومن ثم على نشاط سوق الأوراق المالية.

2-1- تأثير سعر الفائدة على الودائع لأجل على أسعار الأسهم:

إن تفضيل المستثمر الرشيد في إطار نظرية المحفظة الاستثمارية لبديل استثماري دون الآخر يخضع لإعتبارات عدة، من بينها معدل العائد من الاستثمار، ودرجة السيولة والمخاطرة التي يتضمنها الاستثمار، وذلك لتعظيم المنفعة من الفرص الاستثمارية على أساس مبدأ التنويع عند تخصيص رأس المال المستثمر ؛ وكما هو معروف تختلف درجة المخاطرة في السوق النقدي مقارنة بسوق الأوراق المالية، حيث تنخفض درجة المخاطرة في السوق النقدي، بالمقابل تتعرض سوق الأوراق المالية لكثير من التقلبات المفاجئة والمحتملة والتي سرعان ما يستجيب لها هذا الأخير، بحيث تنعكس على أسعار معظم الأوراق المالية التي يتم تداولها،ومن ثم يجعل الاستثمار فيها أكبر خطورة. ويمثل الاستثمار في الأسهم أحد القنوات الاستثمارية المتاحة أمام ذوي الفوائض المالية، ومن القنوات الاستثمارية الأخرى هو إيداع المدخرات المالية لدى البنوك مقابل الحصول على فائدة، فلو نظرنا إلى الودائع لدى البنوك على أنها تمثل استثمارا قليل المخاطرة وعالي السيولة،فإن تفضيل المستثمر لهذا البديل عوضا

[1] [1] الزعبي، بشير خليفة,مرجع سابق , ص ص 187-203.

عن الاستثمار في الأسهم يكون متأثرا في الغالب بسعر الفائدة الذي سيحصل عليه، فهذا الأخير يعتبر من أهم المؤشرات الاقتصادية التي تؤثر على القرار الاستثماري وكيفية استخدام الأموال في مجالات الادخار والاستثمار، لأن المستثمر الرشيد يأخذ بعين الاعتبار عامل التنويع عند تشكيل محفظته الاستثمارية، وتعتبر الودائع من العناصر التي يمكن أن تدخل في تكوين المحفظة والتي تمثل بديلا للأسهم، وعليه ارتفاع سعر الفائدة على الودائع باعتباره تكلفة الفرصة البديلة، يشكل حافزا لذوي الفوائض المالية لإيداع أموالهم في البنوك، إذ يزداد الطلب عليها على حساب مخصصات الأسهم، وبالتالي الإبتعاد عن الاستثمار في الأسهم مما ينعكس سلبيا على مستويات أسعارها فتنخفض . ومن جهة أخرى، عند ارتفاع أسعار الفائدة على الودائع يميل المستثمرون إلى تصفية مراكزهم الاستثمارية وذلك ببيع جزء من أسهمهم وتحويلها إلى سيولة نقدية بهدف إيداعها في البنوك بأسعار فائدة عالية بدلا من تحمل مخاطر الاستثمار في الأسهم، وإذا ما اتجه عدد كبير من هؤلاء المستثمرين لبيع أسهمهم، فإنه ينتج عن ذلك عرض كثيف من الأسهم وبالتالي هبوط في أسعارها .

2-2- تأثير سعر الفائدة على القروض على أسعار الأسهم:

إن بعض المتعاملين بالأسهم يلجؤون إلى البنوك والمؤسسات المالية للحصول على قروض وتسهيلات ائتمانية لاستثمارها في الأسهم، وقد أشار الأدب الاقتصادي العالمي إلى العلاقة العكسية بين تغيرات أسعار الفائدة على القروض وأسعار الأسهم، والفكرة التي يستند عليها الباحثون في إطار هذه الفرضية هي أن اتباع السلطة النقدية لسياسة نقدية توسعية يؤدي إلى توسع البنوك في منح الإئتمان، وهذا يمكّن الأفراد من الحصول على القروض البنكية بأسعار فائدة متدنية والاتجاه نحو سوق الأسهم سبيلا للاستثمار، وذلك للاستفادة من الفرق بين مقدار العائد المتوقع تحقيقه نتيجة الاستثمار في الأسهم(الأرباح) وبين تكلفة اقتراض النقود (سعر الفائدة) التي يتحملونها والمنخفضة نسبيا ، واندفاع الجمهور لإتباع هذا الأسلوب يدفع بأسعار الأسهم إلى أعلى بسبب زيادة الطلب عليها مع الاستقرار في عرضها، ويحصل العكس في حالة ارتفاع أسعار الفائدة، وهو الأمر الذي يمثل عائقا أمام المتعاملين بحيث يجنبهم الاقتراض من البنوك ويبعدهم عن التعامل بالأسهم وهذا خوفا من أن لا تغطي العوائد الناجمة جراء الاستثمار في الأسهم كلفة الأموال التي اقترضوها من البنوك،الأمر الذي يقلل من طلب الأفراد على الأسهم مما يخلق ضغطا على اتجاهات الأسعار للانخفاض ؛ومثال ذلك أنه طالما بإستطاعة الفرد أن يقترض النقود بأسعار فائدة منخفضة ولتكن 3% مثلا، ومن ثم استخدامها في شراء الأسهم التي تغل عائدا بنسبة 8% مثلا، فإن المستثمرين سوف يجدون من المربح لهم اقتراض النقود وشراء الأسهم، ومن جانب

آخر عندما تكون النقود نادرة ولا يمكن اقتراضها إلا بأسعار فائدة عالية، حينئذ سيدرك المستثمرون عجزهم عن تحقيق مثل هذا الربح وبالتالي يقومون ببيع مخزونهم من الأسهم، الأمر الذي يؤدي إلى هبوط أسعارها

من جهة أخرى تمارس أسعار الفائدة تأثيرا مهما على الدورة التجارية، وترتبط التقلبات الحاصلة في النشاط الاقتصادي في جزء منها باتجاهات أسعار الفائدة، ففي الولايات المتحدة الأمريكية خلال الفترة (1962-1989) سبب الارتفاع في أسعار الفائدة هبوطا في النشاط الاقتصادي، إضافة إلى الهبوط في مستوى الاستهلاك، والتضخم والإنتاج الصناعي. فالزيادة في أسعار الفائدة من شأنه أن يخفض الإنفاق الاستهلاكي والاستثماري في مختلف القطاعات الاقتصادية، وبالتالي يؤدي انخفاض الطلب إلى انخفاض حجم المبيعات ومن ثم الأرباح، وفي جو يسوده التشاؤم تزداد المصاعب المالية التي تواجه الشركات خاصة في مجال التمويل، فمع استمرار الارتفاع في أسعار الفائدة ترتفع تكاليف الاقتراض وبالتالي لا يكون هناك حافزا للتوسع في الاستثمار، ويكون ذلك على حساب الأرباح الموزعة لحملة الأسهم، ومن الطبيعي أن يكون لانخفاض الأرباح الموزعة آثارا سلبية على رغبة المستثمرين في شراء الأسهم ومن ثم انخفاض أسعارها .

ومع ذلك، فإن اتباع سياسة نقدية توسعية تسمح بتسهيل منح الائتمان من خلال أسعار فائدة منخفضة، هذا ما يؤدي إلى انخفاض تكلفة التمويل والتي تنعكس على الأسعار التي تحددها الشركات لمنتجاتها، وهو ما يمكن أن يزيد من الطلب على إنتاج الشركة، ويزيد هذا الارتفاع في الطلب بدوره من تخفيض التكلفة التمويلية، ويتسبب في زيادة الأرباح وزيادة احتمالات النمو للشركات، ومن ثم زيادة قدرتها على توزيعات الأرباح وخفض معدل العائد المطلوب، وبالتالي زيادة الطلب على أسهمها، ومن ثم ارتفاع أسعارها.

2-3- تأثير سعر فائدة السندات على أسعار الأسهم

لقد أعطى الاقتصاديون الدارسون لسوق الأسهم وعلاقته بسعر الفائدة اهتماما كبيرا للفارق بين عوائد الأسهم وعوائد السندات، وهذا الاهتمام ناجم عن الاعتقاد أن للفرق بين العائدين تأثير على أسعار الأسهم، فعندما تكون العوائد المتوقعة من الأسهم عالية بالمقارنة مع عوائد السندات فإن المستثمرين يوجهون أموالهم نحو شراء الأسهم وتخفيض الأرصدة النقدية المستثمرة في شراء السندات. ومن جهة أخرى عندما يكون الفارق بين العائدين ضئيلا فإن المستثمرين سيترددون في تحويل أرصدتهم النقدية من السندات إلى شراء الأسهم، وذلك لأن الفارق بين العوائد في هذه الحالة لا يعوض المخاطر الناجمة عن الإحتفاظ بالأسهم بدلا من السندات، على افتراض أن السندات أقل مخاطرة من الأسهم خاصة السندات الحكومية.

ويعد العائد على أذونات الخزانة (Treasury Bill Rate) والسندات الحكومية مقياسا مقبولا لسعر الفائدة الخالي من المخاطرة، وتعود أهمية هذا السعر كونه يمثل مقدار العائد الذي يحصل عليه المستثمرون دون تحمل المخاطرة، ولما كان الاستثمار في الأسهم يتأثر بمعدل العائد المطلوب والذي عادة ما يتضمن سعر الفائدة الخالي من الخطر بالإضافة إلى علاوة المخاطرة(Risk Premium)، فإن أي زيادة في سعر الفائدة الخالي من المخاطرة،بافتراض ثبات باقي العوامل تؤدي إلى زيادة معدل العائد المستخدم في تقييم الأسهم وذلك في إطار نموذج تسعير الأصول الرأسمالية، مما يجعل الأفراد يتوجهون نحو الاستثمار في أذونات الخزانة والسندات الحكومية، فينخفض الطلب على الأسهم ويؤدي في النهاية إلى انخفاض أسعارها ، وفي ظل سعر فائدة مرتفع على أذونات الخزانة أو السندات الحكومية، فإن هناك مبررا واحدا فقط للاستثمار في الأسهم بدلا من أذونات الخزانة، وهو أن سعر السهم يحقق عائدا متوقعا أعلى بدرجة كافية من سعر الفائدة الخالي من المخاطرة

مما سبق، يمكن القول أن تأثير أسعار الفائدة على أسعار الأسهم يتم عبر قناتين،الأولى مباشرة من خلال السوق المالي وذلك بالمقارنة بين العوائد الخاصة بالسوق النقدية من جهة وعوائد سوق الأسهم من جهة خرى،أما القناة الثانية فهي غير مباشرة وتسمى قناة السوق السلعية، حيث أن تأثير أسعار الفائدة يتم عبر النشاط الاقتصادي ومستوى الأرباح أولا ثم على أسعار الأسهم ثانيا.

ثانيا: القنوات غير المباشرة لتأثير السياسة النقدية على سوق الأوراق المالية

يتمثل التأثير غير المباشر للسياسة النقدية على سوق الأوراق المالية من خلال تأثيرها على العديد من المتغيرات الاقتصادية كمعدلات التضخم، وسعر صرف العملة المحلية والناتج الإجمالي، فهذه الأخيرة تعتبر من أهم المتغيرات التي تستهدفها السلطة النقدية عند اتباع سياستها النقدية، وبالتالي يمكن أن يكون لها تأثيرا على أسعار الأسهم وعلى نشاط سوق الأوراق المالية.

1- تأثير التضخم على أسعار الأسهم

التضخم هو الارتفاع المستمر في المستوى العام للأسعار، ويعتبر من أهم المتغيرات التي تسعى السلطات النقدية لتحقيق نوع من الاستقرار فيه، فهذا الأخير يتأثر بدرجة كبيرة بالعرض النقدي. والتضخم له أهمية كبيرة في تحديد تحركات أسعار الأسهم وهاما للتمييز بين العائد النقدي والعائد الحقيقي، فالمستثمرون يهتمون أكثر بالعائد الحقيقي الذي يقيس التحسن الذي تم إحرازه جراء الاستثمار الحقيقي بعد استبعاد أثر التغير في الأرقام القياسية للأسعار، فعندما تكون نسبة التضخم عالية فإنه لابد من أن يكون العائد النقدي للأسهم عاليا بدرجة

كافية ليعوض الانخفاض في القوة الشرائية، وسبب ذلك هو أن الأسهم تعتبر حقوقا على الموجودات الحقيقية التي ينبغي أن تزداد قيمتها مع تضخم الأسعار عموما،أي أن العلاقة بين التضخم وأسعار الأسهم هي علاقة طردية[1].

ويمكن أن تكون هناك علاقة إيجابية بين التضخم وأسعار الأسهم، حيث تزداد هذه الأخيرة إذا زاد معدل التضخم وكان هناك توقع بزيادة الأرباح الموزعة، وبالمقابل تنخفض أسعار الأسهم بزيادة التضخم إذا تنبأ المستثمرون انخفاض الأرباح الموزعة .

قد تكون العلاقة إيجابية، فعندما يرتفع معدل التضخم تبدأ النقود بفقدان قوتها الشرائية، فيحاول المستثمرون حماية مدخراتهم ضد هذه المخاطر، فيقومون بزيادة حجم استثماراتهم في الأسهم فيزداد الطلب عليها فترتفع أسعارها وتتأثر معها أحجام التداول، ويلجأ المستثمرون إلى هذا الأسلوب باعتبار أن الأسهم تعطي لحاملها الحق في المطالبة بتملك أصول حقيقية للشركات التي تمثلها هذه الأسهم والتي يتوقع أن تزداد قيمتها مع تضخم الأسعار. أما عند انخفاض المستوى العام للأسعار فإنه ليس من المتوقع أن ترتفع قيمة الأصول الحقيقية لهذه الشركات، وبالتالي يلجأ المستثمرون إلى الابتعاد عن التعامل بالأسهم فتنخفض أسعارها . ولقد اعتقد الكثير من الاقتصاديين وطبقا لأثر فيشر بإمكانية استخدام الأسهم كوسيلة تحوط تجاه التضخم، ومفهوم التحوط (Hedge)يعني الإجراء الذي يتخذه الفرد بقصد الوقاية من خسارة محتملة، فالتحوط تجاه التضخم يعني الحصول على عائد مساو على الأقل للزيادة في المستوى العام للأسعار، وبالتالي لابد أن يكون العائد الحقيقي أكبر من معدل العائد الطبيعي المطلوب .

ويمكن النظر إلى العلاقة بين التضخم وأسعار الأسهم من خلال قناة الميزانية التي تعتمد على الهيكل المالي للشركة، والذي يقصد به الطريقة التي تمول بها الشركة نشاطها، فقد تكون الشركة معتمدة اعتمادا كاملا على الاقتراض، أو تكون معتمدة على رأس المال لديها أو على كليهما؛ فالشركة التي تمول جزءً كبيرا من نشاطها بالاقتراض، وبافتراض أن تلك الشركة كانت تقترض الأموال بتكلفة ثابتة (سعر فائدة ثابت) فيمكن أن نطلق على هذه الشركة أنها مدينة، وحسب فرضية التعاقدات الإسمية (Nominal Contracting Hypothesis)، فإن التضخم غير المتوقع يؤدي إلى زيادة ثروة المدين على حساب الدائن،ومن ثم فإن الشركة المدينة سوف تزداد ثروتها بسبب زيادة أسعار منتجاتها في أوقات التضخم، ومقابل ذلك تبقى العديد من التزاماتها

[1] نسيمة عمران شراطي، 2011، **اثر السياسة النقدية على نشاط سوق الاوراق المالية دراسة حالة سوق الاوراق المالية للفترة (1978–2009)**، رسالة ماجستير ، جامعة مؤتة ، الأردن.ص46

ثابتة (الالتزامات بالقيم الحقيقية تنخفض) ، الأمر الذي يؤدي إلى زيادة أرباحها، وبالتالي زيادة الطلب على أسهمها، ومن ثم ارتفاع أسعارها وعوائدها، وفي نفس الوقت تذهب الزيادة في الدخل الصافي إلى حاملي الأسهم لتعويضهم عن الانخفاض في القوة الشرائية لدخلهم. أما إذا كانت الشركة دائنة كالبنوك، ومع افتراض أنها تقرض بكلفة ثابتة، فإن ارتفاع معدل التضخم غير المتوقع سوف يؤدي إلى نقصان ثروة تلك الشركات وبالتالي انخفاض عوائد أسهمها .

وهناك نظرة أخرى للعلاقة بين التضخم وسوق الأوراق المالية، حيث قدم عدد من الاقتصاديين تفسيرا للعلاقة على أساس أن العديد من الشركات يلعب المخزون السلعي فيها دورا مهما في تحديد الأرباح، ومن ثم فإن ارتفاع الأسعار يعني إمكانية بيع المخزون السلعي بأسعار عالية مقارنة بأسعار الشراء أو التكلفة، ومن ثم زيادة أرباحها، فترتفع أسعار أسهمها ..

بالمقابل، يمكن أن تكون علاقة أسعار الأسهم بالتضخم عكسية، فزيادة التضخم يؤدي إلى انخفاض الطلب على الأسهم، ويحدث ذلك بسبب انخفاض حجم السيولة الموجهة لأغراض الاستثمار في الأسهم نتيجة زيادة كمية الأموال المخصصة للإنفاق الاستهلاكي لتعويض انخفاض القوة الشرائية الحاصلة بسبب التضخم،وبالتالي زيادة التضخم تؤدي إلى انخفاض أسعار الأسهم. ومن جهة أخرى يعتبر التضخم واحدا من الأسباب المؤدية إلى معدلات فائدة عالية وبالتالي الارتفاع في عوائد السندات وانخفاض أسعارها، الأمر الذي يجعل من السندات أكثر جاذبية بالنسبة للمستثمرين مقارنة بالأسهم.

ومن المفترض أن للإعلانات عن ارتفاع غير متوقع في معدل التضخم من شأنها أن تترك أثرا سلبيا على أسعار الأسهم، وذلك لسببين أحدهما مباشر والآخر غير مباشر؛ أما السبب المباشر فيتمثل في أن التقارير عن ارتفاع معدل التضخم قد تحمل في طياتها المزيد من الزيادة في ذلك المعدل والذي يعني زيادة علاوة المخاطر، وهو ما يؤدي إلى ارتفاع في معدل العائد المطلوب وانخفاض القيمة السوقية للأسهم، أما السبب غير المباشر، فمرجعه أنه في أوقات التضخم تبالغ محاسبة التكاليف في تقدير أرباح الشركات، الأمر الذي يؤدي إلى زيادة العبء الحقيقي للضرائب ومن ثم انخفاض الأرباح الصافية للشركات، فيقل الطلب على أسهمها ومن ثم تنخفض أسعارها.

ولقد أشار الاقتصادي (Fama) عام 1981 إلى وجود علاقة عكسية ما بين التضخم وعوائد الأسهم، وأن هذه العلاقة غير مباشرة في طبيعتها وتعكس آلية الطلب على النقود والنشاط الحقيقي والتضخم، فيما يسمى بالفرضية المقاربة لفاما(Fama Proxy Hypothesis)، وجعلها جزءً لا يتجزأ من النظرية

الكمية للنقود، ففي حالة توقع ارتفاع في النشاط الاقتصادي الحقيقي استجابة لصدمة إيجابية في عرض النقد سوف تزداد عوائد الأسهم، وبنفس الوقت فإن الزيادات المستقبلية في النشاط الحقيقي سوف تساهم في زيادة الطلب على النقود، وفي ظل سياسة للبنك المركزي تهدف إلى تحقيق نوع من الاستقرار في نمو عرض النقد ستنخفض معدلات التضخم، ونتيجة لذلك فإن العلاقة بين النشاط الحقيقي والتضخم عكسية، ونظرا لأن العوائد المتوقعة للأسهم ترتبط إيجابيا بالنشاط الاقتصادي الحقيقي المتوقع، فإن عوائد الأسهم والتضخم سترتبطان بعلاقة عكسية. ويمكن تصوير آلية العلاقة بين التضخم وعوائد الأسهم حسب فرضية (Fama) بالشكل التالي :

- ترتبط عوائد الأسهم بعلاقة طردية مع النشاط الحقيقي.
- يرتبط النشاط الحقيقي بعلاقة عكسية مع التضخم.
- إذن، ترتبط عوائد الأسهم بعلاقة عكسية مع التضخم[1].

2- تأثير سعر الصرف على أسعار الأسهم

يقيس سعر الصرف قيمة العملة الوطنية إزاء العملات الأجنبية، ويمكن لسعر صرف العملة أن يؤثر على سوق الأوراق المالية وبالتحديد على أسعار الأسهم بعدة أشكال، خاصة في اقتصاد متقدم ومتكامل ماليا مع السوق العالمية، ويجد الكثيرون من أصحاب الفوائض المالية أن الفرصة في كثير من الأحيان تكون مهيئة أمامهم لتحقيق أرباح نتيجة للتغير المستمر في أسعار صرف العملات أمام بعضها، مما يدفعهم إلى تركيز تعاملاتهم على العملات بدلا من الأسهم، وبالتالي يبتعدون عن التعامل بالأسهم فينخفض الطلب عليها، ومن ثم تبدأ أسعارها في الانخفاض.

ويمكن تجسيد العلاقة مابين سعر الصرف وأسعار الأسهم من خلال الطلب على الصرف الأجنبي الذي يمثل الطلب على الموجودات الأجنبية(عرض العملة المحلية)، في حين أن عرض الصرف الأجنبي يمثل الطلب على الموجودات المحلية (الطلب على العملة المحلية)، وباعتبار أن الدولار يمثل العملة الرئيسة في التعاملات المالية العالمية، فإن ارتفاع قيمته ومايقابلها من انخفاض في قيمة العملة المحلية، يكون دافعا للأفراد للتخلص من العملة المحلية التي يمتلكونها، وذلك لتحويلها إلى موجودات حقيقية أو مالية ومنها الأسهم، مما يعني وجود علاقة إيجابية بين سعر الصرف وأسعار الأسهم. كذلك فإن انخفاض في قيمة العملة المحلية من شأنه أن يجعل أسعار الموجودات المالية الأجنبية أعلى لارتفاع قيمة تلك الموجودات، فينخفض الطلب المحلي على تلك الموجودات، وفي الوقت ذاته

[1] البازعي، حمد بن سليمان، 1999,مرجع سابق ص ص1-21

سيجعل أسعار الموجودات المالية المحلية أرخص نسبيا للمستثمرين الأجانب الأمر الذي يؤدي إلى زيادة الطلب الأجنبي على الموجودات المالية المحلية بافتراض ثبات العوامل الأخرى، مما يدفع إلى ارتفاع أسعارها، ومن ثم العلاقة بينهما إيجابية، ويحدث العكس في حالة انخفاض سعر الصرف الاجنبي .

وتمارس أسعار الصرف آثارا غير مباشرة على سوق الأوراق المالية وذلك من خلال السوق السلعية، بحيث يظهر ذلك من خلال تأثيرها على التدفقات النقدية للمشاريع المستوردة والمصدرة، فضعف سعر العملة الوطنية يرفع كلفة الاستيراد ويقلل التدفق النقدي للمشاريع التي تستورد مواد من الخارج، مما يؤدي إلى انخفاض أرباحها وبالتالي انخفاض أسعار أسهمها، ويكون العكس صحيحا لمشاريع التصدير؛ حيث أن انخفاض قيمة العملة لبلد ما غالبا ما يؤدي إلى زيادة الصادرات والذي من شأنه أن يزيد من القدرة التنافسية لشركات هذا البلد في السوق الدولية، مما يدفع إلى زيادة الطلب على منتجات الشركات المحلية، وبالتالي زيادة حجم الإنتاج وارتفاع أرباح هذه الشركات، الأمر الذي يؤدي إلى زيادة الطلب على أسهمها نتيجة زيادة أرباحها ومن ثم ارتفاع أسعارها.

3- تأثير الناتج الوطني الإجمالي على أسعار الأسهم:

من المعلوم أن السياسة النقدية تلعب دورا هاما في التأثير على النشاط الاقتصادي، فمثلا انخفاض سعر الفائدة يؤدي إلى زيادة الاقتراض ومن ثم زيادة الطلب على الاستثمار وبالتالي زيادة حجم الاستثمار، وهذه الزيادة تؤدي إلى زيادة الطلب الكلي وبالتالي زيادة الناتج القومي من خلال مضاعف الاستثمار، الأمر الذي يؤدي إلى زيادة النمو الاقتصادي. فمن الناحية النظرية يؤدي نمو الناتج القومي إلى تنشيط القطاعات الرئيسة في الاقتصاد، والذي ينعكس بدوره على زيادة الطلب على الأدوات الاستثمارية ومنها الأسهم، مما يرفع أسعارها ويحسن عوائدها، ويزيد حجم تداولها .

ومن جهة أخرى، يؤدي نمو الناتج القومي الإجمالي إلى زيادة الطلب على الأسهم، ذلك أن زيادته تعني زيادة ربحية الشركات وبالتالي زيادة عوائد الأسهم، الأمر الذي يؤدي إلى زيادة الإقبال على شراء الأسهم ومن ثم ارتفاع أسعارها، كما يترتب على زيادة الناتج القومي زيادة دخول ومدخرات الأفراد والمؤسسات، مما يشجع على زيادة الطلب على الأسهم كقنوات لاستخدام هذه المدخرات. بالإضافة إلى أن زيادة الناتج القومي يعتبر مؤشرا دالا على تحسن الوضع الاقتصادي العام، وبموجب التحليل السيكولوجي لأسعار الأسهم، فإن هذا التحسن يزيد التفاؤل بشأن المستقبل ويرفع وضعية الثقة في سوق الأسهم، مما يشجع المستثمرين على الإقبال على شراء الأسهم، الأمر الذي يؤدي إلى ارتفاع أسعارها وزيادة نشاط سوق الأوراق المالية .

من كل ماسبق، يمكن القول بأن العوامل المذكورة سابقا ماهي إلا واحدة من بين العوامل الأخرى (العوامل الاقتصادية الأخرى، والعوامل السياسية والعوامل النفسية للمستثمرين) التي تؤثر في سوق الأوراق المالية وليست هي العامل الحاسم، وبالتالي تأثيرها سيكون تأثيرا جزئيا وتكميليا في طبيعته للعوامل الأخرى. كما أنه بالرغم من تعدد العوامل التي تؤثر على أسعار الأسهم ونشاط سوق الأوراق المالية، فإن محصلة تلك العوامل في النهاية هي قوى العرض والطلب التي تتحدد على أساسها أسعار الأسهم. ومن خلال التحليل النظري السابق، يتبين وجود تعدد وتباين في اتجاهات التأثيرات التي تباشرها المكونات المختلفة للسياسة النقدية، وبالتالي معرفة الأثر النهائي للسياسة النقدية يعد أمرا صعبا، وعليه يبقى قياس تأثير السياسة النقدية على سوق الأوراق المالية مسألة تجريبية.

خلاصة الفصل:

لقد تناولنا في هذا الفصل مفهوم السياسة النقدية كمجموعة إجراءات تستعملها السلطات النقدية من أجل تحقيق أهداف معينة, فتطرقنا إلى الأهداف النهائية للسياسة النقدية والتي تواجه صعوبات كبرى في اتخاذها وتحقيقها وهذا لارتباطها الوثيق مع أهداف السياسة الاقتصادية الأخرى, وتعرفنا على الأهداف العامة (النهائية) لبعض الدول, كالدول العربية والمتقدمة والتي تستخدم لبلوغها أهداف وسيطة وأولية كمؤشرات اقتصادية تؤثر عليها .

وباعتبار السياسة النقدية جزء من السياسة الاقتصادية العامة, فإنها تملك تحت تصرفها عدة آليات, يستخدمها البنك المركزي في مراقبة عرض النقود والتأثير على سيولة البنوك التجارية, وقد تعددت هذه الأدوات واختلفت بحسب نوعية تدخل السلطة النقدية, فمنها ما يسمى بالأدوات غير المباشرة المتمثلة في عمليات السوق المفتوحة والاحتياطي الإجباري وكذا سعر الخصم حيث تعرضنا إلى عمل كل آلية ومدى فعليتها.

إضافة إلى هذا رأينا الأدوات المباشرة والتي تمثلت في : تأطير القروض وانتقاؤها, وضع حد أقصى لسعر الفائدة, حيث رأينا تأثير هذه الأدوات على سيولة البنوك التجارية في فترات التضخم والكساد وكيفية عملها في توجيه القروض الممنوحة إلى القطاعات الاقتصادية المرغوب فيها. كما تطرقنا إلى إمكانية استعمال السلطة النقدية لوسائل أخرى تستحدثها لتساعدها على وضع سياستها (الإقناع الأدبي, الإيداع المسبق للاستيراد, الرقابة على شروط البيع).

وقمنا بدراسة مقارنة بين الأدوات المباشرة وغير المباشرة في إطار الاختيار بينهما, وتوصلنا إلى أن التحول من استخدام الأدوات المباشرة إلى الأدوات غير المباشرة خاصة في الدول المتخلفة يتطلب عدة شروط وأهمها ضرورة الإصلاح الشامل ومعالجة الاختلالات الكبرى التي تعرفها هذه الدول.

تمهيد:

من أجل تقدير أثر السياسة النقدية على نشاط سوق عمان للأوراق المالية والذي تم قياسه بمتغيرات رئيسة تعكس ذلك النشاط والمتمثلة متغيرات سعر الفائدة على الودائع لأجل (Lint)،و معدل التضخم (LINF)و مؤشر السوق (Lase)، و سعر الصرف (Lexch

وينقسم هذا الفصل الي ثلاث مباحث :

- **المبحث الأول: مستوى النشاط الاقتصادي و السوق المالي**
- **المبحث الثاني: تطور السياسة النقدية واداء السوق المالي في الاردن**
- **المبحث الثالث: دراسة قياسية لسوق عمان للأوراق المالية**

المبحث الأول: مستوى النشاط الاقتصادي و السوق المالي

إن المنطق الاقتصادي يرجح العلاقة بين مستوى النشاط الاقتصادي معبر عنه بالناتج المحلي الإجمالي وسوق الأوراق المالية على أنها علاقة طردية واضحة، لكن المشكل ينحصر في مدى تحديد الفاصل الزمني بينهما، فهناك مجموعة من الاقتصاديين أمثال "هارفارد" و"نيير" قد اتفقوا على أن سوق الأوراق المالية يسبق مستوى النشاط الاقتصادي بفاصل زمني فيما يخص نقاط القمة و القاع[1]. غير أن مجمل ما توصل إليه يكمن في مصفوفة المتغيرات الاقتصادية الكلية التي تدل على العلاقة المتشابكة فيما بينهما، و التي تخلق شبه تداخلا في التأثيرات المتبادلة لتلك المتغيرات على أداء سوق الأوراق المالية، و تعكس في مجملها أداء النشاط الاقتصادي و تؤثر على سوق الأوراق المالية، تارة في ضوء التوقعات المحتملة لتلك المتغيرات أي قبل تحققها بصورة فعلية، فيسبق حينئذ سوق الأوراق المالية مستوى النشاط الاقتصادي، و يصير سوق الأوراق المالية بصورة فعلية، فيتأثر السوق وفق الصورة الفعلية التي حققها النشاط الاقتصادي، فيصير السوق حينئذ تابعا لأداء النشاط الاقتصادي.

المطلب الأول: علاقة الأسواق المالية بالتنمية الاقتصادية

ان إحداث التنمية يقتضي إحداث تغيير عميق في البنيان الاقتصادي للبلاد النامية، ويتحقق السبيل إلى ذلك من خلال تكوين جهاز إنتاجي كاف لتشغيل الموارد العاطلة، ومما لاشك فيه أن تكوين هذا الجهاز يقتضي زيادة التكوينات الرأسمالية بما يسمح بزيادة القدرة الإنتاجية للاقتصاد الوطني. و إذا تمكنت الدولة من زيادة طاقاتها وقدراتها الإنتاجية ترتب على ذلك زيادة الدخول، ومنه زيادة المدخرات الوطنية، وكذا زيادة التكوينات الرأسمالية، ومنه فإن تعبئة المدخرات الوطنية و توجيهها إلى مختلف أوجه الاستثمار في إطار الأولويات الموضوعة في لحظة تعد من المتطلبات الأساسية للتنمية الاقتصادية واحد من التحديات التي يتعين على هذه الدول أن تواجهها وتتغلب عليها.

ومن هنا تظهر العلاقة بين الأسواق المالية و التنمية الاقتصادية فالمفهوم الأول هو إحدى المنافذ لتحقيق المفهوم الثاني، لأنه كما رأينا أن السوق المالي يظهر نتيجة تحقيق بعض الوحدات الاقتصادية في مجتمع معين لبعض الفوائض المالية و التي قد لا تحتاج إليها في زمن معين، و قد ترغب في توظيفها و الاستثمار فيها بدل من الاحتفاظ بها على شكل سيولة عاطلة، في حين قد توجد على الجانب الآخر وحدات اقتصادية أخرى تعاني من عجز في الموارد المالية وتسعى في طلب هذه الفوائض لمواصلة نشاطها الاقتصادي خلال فترة زمنية، و يترتب على انتقال تلك السيولة الفائضة التي تمثل جانب العرض إلى الوحدات ذات العجز الدخول إلى السوق المالي.

[1] Daniel Hartmann and Christion pierdzioch ; « forecasting stock market volatility with macroeconomic variables in real time"; deutsche bundesbonk, 2006; p:12

و السوق المالي بمختلف قنواته يساهم في تمويل التنمية انطلاقا من السوق الأولية التي يظهر شكل تمويلها للتنمية من خلال اعتبارها أحد الآليات الهامة في تجميع المدخرات الوطنية، و تحريك رؤوس الأموال من القطاعات ذات الفائض إلى القطاعات ذات العجز، و هي بهذا تمارس ضغطا محسوسا على مصادر الادخار في مرحلة التجميع وعلى توزيعه في مرحلة التوظيف، و تعتبر أيضا مصدرا رئيسيا لضمان تدفق الأموال و بغير انقطاع إلى الوحدات الإنتاجية[1].

أما عن دور السوق الثانوية في تمويل التنمية فيظهر من خلال إجماع علماء الاستثمار و التمويل أن الوظيفة الأساسية لبورصة الأوراق المالية تخلص في قيامها بتسييل الأصول المالية المتمثلة في الأسهم و السندات، و نظرا لأن السوق تقوم بتلك الخدمة فإن المستثمرين يصبحون أكثر استعدادا لشراء الأسهم التي تطرح للاكتتاب العام لأول مرة، أو لشركات قائمة بغرض زيادة رؤوس أموالها، طالما أن المستثمرين تغمرهم الثقة أن بوسعهم تسييل ما لديهم من أوراق مالية بسرعة و بسهولة، و بأدنى تكلفة ممكنة، وأعلى سعر ممكن و ذلك في حالة توفر عنصر الكفاءة في أداء السوق[2].

وتؤكد الأدلة الواقعية الخاصة بالعلاقة بين النمو الاقتصادي وكفاءة السوق المالي على الدور الايجابي الذي يمكن أن يقوم به السوق المالي في عملية التنمية الاقتصادية، وعلى الرغم مما تنادي به بعض الدراسات الاقتصادية من أن العلاقة بين النمو المالي والنمو الاقتصادي تسير في الاتجاهين إلا أن نتائج معظم الدراسات التطبيقية تركز على الاتجاه من النمو المالي إلى النمو الاقتصادي وليس العكس، أي أن النمو المالي يقود النمو الاقتصادي.

إن ما يعزز هذا الرأي انه في المراحل الأولى للتنمية الاقتصادية وبصفة خاصة في المرحلة التي يحتاج فيها الاقتصاد إلى تقنيات عالية في شتى المجالات، فانه يسيطر عليه اتجاه العلاقة من القطاع المالي إلى القطاع الحقيقي، وهذا ما يحدث في الدول النامية.

إلا أن هذا الرأي لا ينطبق بالضرورة على الدول المتقدمة، إذ أن مجرد وصول عملية التنمية إلى مراحل متقدمة، فان الطلب التابع يأخذ في الظهور، فنمو الاقتصاد يؤدي إلى خلق و توليد طلب جديد على الخدمات المالية راجع إلى طلب المستثمرين و المدخرين في القطاع الحقيقي على هذه الخدمات، وفي هذه الحالة فان أي تطور في النظام المالي يعتبر عملية مستمرة و تابعة لعملية النمو الاقتصادي[1].

من جانب آخر تؤكد بعض الدراسات على أن الاقتصاديين قد يبالغون في التركيز على دور القطاع المالي و سوق رأس المال في دفع عملية التنمية الاقتصادية.

---

[1] بلحمري خيرة، **كفاءة الاسواق المالية العربية دراسة قياسية لمجموعة من البورصات العربية (الكويت: تونس، فلسطين)**، اطروحة دكتوراه علوم في العلوم التجارية، جامعة الجزائر 3 ، 2017/2016، ص: 47.

[2] – سمير عبد العزيز رضوان، مرجع سابق، ص: 276.

[1] – محفوظ بصيري، **دور الأسواق المالية في تحقيق التنمية الاقتصادية في ظل العولمة** –دراسة حالة الجزائر–، مذكرة ماجستير، جامعة البليدة، كلية العلوم الاقتصادية و العلوم التجارية علوم التسيير، تخصص: بنوك، نقود و مالية ، 2007، ص:67.

و لأجل التحقق من ذلك تستعين الدراسة ببعض المتغيرات الاقتصادية الكلية كما يأتي[2]:

- **الناتج المحلي الإجمالي:**

مما لا شك فيه إن أسواق المال في الدول النامية تساعد في عودة رؤوس الأموال الوطنية المغتربة إلى الاستثمار المحلي، وهذا يسهم بصورة مباشرة في تحقيق التنمية المتواصلة، فأسواق المال تتيح فرصا تجارية لا يمكن تجاهلها، وهذه الفرص حققت إنجازات عظيمة في نمو اقتصاديات بعض الدول، فقد تمكنت بعضها من تحقيق زيادة في نمو الناتج المحلي الإجمالي وصل إلى ثلاثة إضعاف الزيادة في الناتج المحلي الإجمالي للدول المتقدمة صناعياً، وتمكنت من كبح جماح العجز والتضخم وعمليات الخصخصة غير المدروسة، إن زيادة النشاط الاقتصادي الحقيقي و نمو الناتج المحلي الإجمالي يزيد من التفاؤل بشأن المستقبل، مما يزيد من حركة التعامل على الأسهم في سوق الأوراق المالية ويؤدي بالتالي إلى ارتفاع أسعارها .

- **معدل التضخم:**

الجدير بالذكر هنا، انه عند اتخاذ المستثمر لقراراته الاستثمارية لابد أن تكون حسابات التكلفة والعائد مبنية على أساس الأرقام الحقيقية وليست الاسمية، ولذلك عندما تتغير الأسعار بمعدلات عالية لا تعتبر البيانات الاسمية للعوائد المتولدة عن الاستثمارات مؤشر جيد للحكم على أداء هذه الاستثمارات، ذلك أن هذا العائد يفقد جزء من قيمته نتيجة الانخفاض في قوته الشرائية خلال فترة الاستثمار تبعا لمعدل التضخم السائد خلال هذه الفترة، إن لمعدل التضخم أثره على أسعار الأوراق المالية المتداولة، فالمعلومات عن ارتفاع غير متوقع في معدل التضخم مثلا من شانه أن يترك أثرا عكسيا على تلك الأسعار و ذلك لسببين، أحدهما مباشر ويتمثل في أن المعلومات المتاحة عن معدل التضخم قد تحمل في طياتها توقع المزيد من الزيادة فيه، و هذا يعني ارتفاع في معدل العائد المطلوب على الاستثمار في الورقة المالية و انخفاض قيمتها السوقية نتيجة لذلك، و السبب الثاني غير مباشر و يتعلق بالنظام الضريبي، ففي فترات التضخم تنخفض القيمة الحقيقية لإرباح المنظمة وتنخفض تبعا لذلك القيمة السوقية لأسهمها في سوق الأوراق المالية، و هناك سبب آخر غير مباشر ومرجعه أن يسود اعتقاد بين المتعاملين بأن زيادة حدة التضخم قد تدفع البنك المركزي للتدخل من خلال تقليل عرض النقود مما قد يترتب عليه انخفاض في التدفقات النقدية لمنظمات الأعمال بسبب انخفاض الطلب على منتجاتها، الأمر الذي يؤدي إلى انخفاض مستوى أسعار أسهمها في السوق، وحتى إذا لم تتخذ أي خطوة تجاه المعروض من النقود في الوقت الذي صاحب

[2] – محفوظ بصيري، مرجع سابق، ص: 69.

فيه التضخم زيادة في طلب المنظمات لمزيد من الموارد المالية، فان هذا قد يؤدي إلى ارتفاع معدل الفوائد وانخفاض القيمة السوقية للأسهم تبعا لذلك .[1]

- **سعر الصرف:**

إن الاستقرار النسبي في عملة الدولة له تأثير مباشر على نشاط سوق الأوراق المالية، ذلك إن سعر الصرف يعتبر من المؤشرات الاقتصادية الهامة التي تؤثر على الاستقرار الاقتصادي العام ومن ثم أداء سوق الأوراق المالية، وتشهد الأسواق المالية العالمية زيادة كبيرة في تدفقات رؤوس الأموال الأجنبية للاستثمار في المحافظ المالية بها، وتؤثر هذه التدفقات على أسعار صرف العملات ، كما أنها تتأثر بالتقلبات في هذه العملات، إن التحركات و التقلبات في أسعار الصرف تؤثر بشكل مباشر في الصادرات والواردات والاستهلاك والاستثمار من خلال التأثير على الثروة الناشئة من تقلبات أسعار الأوراق المالية .إن الاستثمار في أسواق الأوراق المالية يتضمن أصولا مقومة بعملة أجنبية وهي بالتالي معرضة لمخاطر العملة والتي يقصد بها تلك المخاطر والتقلبات التي تتعرض لها عوائد المحفظة الناتجة عن تحركات أسعار صرف العملات المقومة بها أصول المحفظة.

- **السياسات النقدية وأسعار الفائدة:**

تعتبر أسعار الفائدة احد الأدوات الهامة لإدارة السياسة النقدية في الاقتصاد، حيث يستخدمها البنك المركزي في التأثير على عرض النقود، وتشير عدد من الدراسات إلى وجود علاقة بين السياسات النقدية ومستوى أسعار الأسهم في أسواق المال، حيث أكدت على وجود علاقة طردية بين الكمية المعروضة من النقود وبين مستوى النشاط الاقتصادي على أساس أن زيادة المعروض من النقود يؤدي إلى انخفاض أسعار الفائدة، مما يشجع على الاستثمار ويؤدي ذلك بطبيعة الحال إلى زيادة الإنتاج وانخفاض البطالة التي عادة ما تنعكس على مستوى الطلب على المنتجات وهذه الزيادة تزيد الأرباح فيؤدي ذلك بطبيعة الحال إلى زيادة أسعار الأسهم في أسواق المال كمحصلة نهائية لزيادة المعروض من النقود، والخلاصة إن أسعار الأسهم تميل إلى التحرك في اتجاه معاكس لحركة أسعار الفائدة طويلة الأجل، ومن ذلك يمكن القول بان البنك المركزي في إمكانه التأثير بطريق غير مباشر على أسعار الأسهم من خلال تحكمه في أسعار الفائدة[2].

- **السياسات المالية:**

ويقصد بها وسائل تمويل الإنفاق الحكومي، وهو ما يعني إن لتلك السياسة شقين هما الإيرادات والنفقات، وبما أن الضرائب هي القاسم المشترك لموارد موازنات غالبية الدول رغم اختلاف هذه الأهمية من دولة إلى أخرى،فإذا لجأت الدولة إلى تخفيض معدل الضريبة على أرباح كافة المنظمات، فإن هذا من شأنه أن يترك أثرا

[1] المرجع السابق، ص: 69.

[2] المرجع السابق، ص:70.

ايجابياً على أرباحها الصافية و هو ما يترتب عليه بالمقابل ارتفاع أسعار الأسهم بصفة عامة، إلا أن التخفيض الضريبي له آثار سلبية أيضا تتمثل في تقليص موارد موازنة الدولة مما قد يضطر الدولة إلى الالتجاء إلى التمويل بالعجز، أي إصدار المزيد من الأوراق المالية وهو ما يتسبب عادة في حدوث التضخم، وحينئذ يتوقع أن تتجه الأسعار نحو الهبوط، إن خفض معدل الضريبة ليس الأداة الوحيدة لتشجيع الاستثمار، فهناك أيضا التشريعات الضريبية المباشرة والتي تتمثل في الخصم الضريبي الذي تستفيد منه بعض المنظمات، من جانب آخر إذا قررت الدولة خفض الإنفاق على مشروعات البنية الأساسية فان هذا قد يحمل في طياته انخفاضاً في إيرادات وأرباح بعض الصناعات كمواد البناء والإنشاءات .ونظرا لان ربحية المنظمة هي محدد أساسي للسعر الذي يباع به السهم في السوق فانه يصبح لزاما على المحلل حصر الصناعات التي تأثرت منظماتها بقرار تخفيض الأنفاق حتى يتسنى له التركيز عليها وعلى حركة أسهمها في السوق.

من خلال دراستنا للعلاقة الموجودة بين بعض متغيرات الاقتصاد الكلي و التنمية الاقتصادية فإن الاستنتاج الذي يمكن استخلاصه أن هذه المتغيرات تؤثر بشكل أو بآخر في عملية النمو الاقتصادي ، و بما أن هذه المتغيرات تؤثر و تتأثر بالقطاع المالي و سوق الأوراق المالية فإن هذه الأخيرة لها علاقة تأثير وتأثر هي الأخرى بالتنمية الاقتصادية .

- **دور الأسواق المالية في تمويل التنمية الاقتصادية:**

إن للأسواق المالية دور كبير في دفع عملية التنمية الاقتصادية و التطور الاقتصادي للبلد، و يمكن أن نوجز هذه الأدوار فيما يلي[1]:

1- دورها في زيادة الادخار:

تساهم أسواق رأس المال في البلدان النامية في تعبئة المدخرات و تمويل النشاط الإنتاجي، حيث توفر مؤسسات الوساطة المالية الفرصة للمدخرين لتنويع محافظهم المالية عن طريق زيادة الأوعية الادخارية الملائمة لتفضيلاتهم من حيث المخاطرة و العائد و السيولة ، و يؤدي تجميع المدخرات إلى جعل الأصول المالية أآثر سيولة من خلال تنويع توظيفها في أآثر من مشروع و تخفيض تكلفة المعاملات و بالتالي توفر للشركات مصدرا خصبا لتمويل احتياجاتها على المدى الطويل.

2- دورها في علاج المديونية الخارجية:

[1] راجع كلا من :

- شذا جمال الخطيب، **العولمة المالية و مستقبل الأسواق العربية لرأس المال**، مؤسسة طابا للنشر، عمان، الأردن، 2002، ص ص: 51-53.
- عمر صقر، **العولمة و قضايا اقتصادية معاصرة**، الدار الجامعية، مصر، 2001/2000، ص: 120-130.

إن أسواق الأوراق المالية الصاعدة تعمل على جذب المدخرات الأجنبية للاستثمار في الأسهم المصدرة محليا، الأمر الذي يترتب عليه تنجب المشاكل التي تنتج عن الاقتراض الخارجي، و المتمثلة في زيادة مدفوعات الدين عند ارتفاع أسعار الفائدة الدولية، كذلك ينطوي الاستثمار الأجنبي في الأسهم، على مشاركة المستثمرين الأجانب في تحمل المخاطر معنى ذلك أن الدول النامية التي تحمل على عاتقها دين ثقيل و في محاولتها لتخفيض رصيد دينها الخارجي فإنها تستطيع أن تقوم بعملية تحويل جزء من ديونها إلى أوراق مالية قابلة للتداول في أسواق المال الدولية، و ذلك من خلال قيام المستثمرين المحليين و الأجانب بشراء التزامات الدول المدينة بالعملة الأجنبية بخصم في الخارج ، بحيث يمكن بعد ذلك الحصول على مقابلها في شكل مشاركات أو أسهم بالعملة المحلية في مجالات إنتاجية و خدمية يتفق عليها، و كذلك تقوم البنوك التجارية بتحويل ديونها للدول النامية إلى استثمارات في الخارج.

3- دورها في تخفيض تكلفة المعلومات و تسعيرها:

تدفع الأسواق المالية الواسعة و عالية السيولة إلى حيازة المعلومات و تقدم أساليب الفرز و الرصد، حيث تقوم البورصات بجمع المعلومات و تعميمها بحيث تعكس أسعار الأوراق المالية، كما توفر مؤسسات التصنيف الائتماني البيانات و المؤشرات عن ملاءة المقترضين و جدوى المشروعات و فرص الاستثمارات المربحة، الأمر الذي يساعد المدخرين و المستثمرين على اتخاذ القرار الصحيح منتفعين بمزايا اقتصاديات الحجم التي تحققها المؤسسات المالية في عملية البحث عن المعلومات و تحليلها و تفسيرها.

4- دورها في خلق السيولة:

قد تؤثر أسواق الأوراق المالية على النشاط الاقتصادي من خلال خلقها للسيولة النقدية، حيث تحتاج العديد من الاستثمارات المربحة إلى التزام طويل الأجل بتوفير رأس المال، و لكن المستثمرين و خاصة حملة الأسهم لا يخططون للاحتفاظ بالأسهم التي يمتلكونها إلى الأبد، و ذلك في الوقت الذي لا يمكنهم فيه استرداد قيمتها من المنشآت التي أصدرتها، طالما أن تلك المنشأة مستمرة في ممارسة نشاطها، و لكن أسواق الأوراق المالية تجعل الاستثمار أقل مخاطرة و أكثر جاذبية، لأنها تسمح للمستثمرين بالحصول على الأصول المالية و هي أسهم رأس المال و بيعها بسرعة و يسر، و الأسواق التي تتحقق فيها السيولة، تساعد بتسهيلها الاستثمارات الأطول أجلا و الأكثر ربحية، على تحسين تخصيص رأس المال و زيادة معدلات النمو الاقتصادي، فضلا عن ذلك يمكن للسيولة التي توفرها أسواق الأوراق المالية و التي من خلالها يصبح الاستثمار أقل مخاطرة و أكثر ربحية ، أن تؤدي إلى زيادة الاستثمارات.

5- دورها في تخصيص الموارد:

و بالنسبة لدور سوق الأوراق المالية في تخصيص الموارد، فإنه يقوم بدورين متميزين: إحداهما مباشر و الآخر غير مباشر و يعزى الدور المباشر إلى أن المستثمرين عندما يشترون أسهم شركة ما فإنهم يشترون عوائد مستقبلية، و بناء عليه فإن الشركات التي تتاح لها فرص استثمارية يعلم بها المتعاملين في السوق ن هي التي يمكنها إصدار المزيد من الأسهم، بل وبيعها بسعر مرتفع تحقق حصيلة كبيرة للإصدار، الأمر الذي يعني انخفاض تكلفة التمويل أما الدور غير المباشر فينتج من أن زيادة إقبال المستثمرين على التعامل في أسهم الشركة يعد بمثابة شهادة أمان للمقرضين و من ثم نستطيع هذه الشركة الحصول على أموال إضافية بسعر فائدة منخفض.

6- دورها في استعادة رأس المال الهارب:

إن عدم وجود فرص للاستثمار في أسواق الأوراق المالية المحلية و غياب الثقة في المناخ الاستثماري يعد من أسباب هروب رأس المال إلى الدول المتقدمة، و هنا يأتي دور الأسواق الصاعدة في عملية الجذب لاسترداد جزء من هذه الأموال الهاربة من خلال توفير بدائل استثمارية متعددة، و مع ارتفاع العائد بها يؤدي حتما إلى عودة هذه الأموال و التقليل من فرصة هروبها على الخارج.

7- ورها في تلطيف التقلبات الاقتصادية:

هناك اختلاف بين الآثار الناجمة عن الاستثمار في محفظة الأوراق المالية و تدفقات رأس المال مثل القروض، عبر مراحل الدورة الاقتصادية معنى ذلك أن الاقتراض من البنوك يساهم في تفاقم الدورة و ذلك محاولة من البنوك في زيادة إقراضها أثناء مرحلة التوسع عن مرحلة الكساد، في حين أن الاستثمار في محفظة الأوراق المالية له مكاسب و خسائر يجعل المستثمر يحجم عن البيع أو الشراء في أوقات الانخفاض أو الارتفاع الشديد لأسعار الأسهم حتى يتجنب الخسائر المحتملة، الأمر الذي يؤدي إلى آلية داخلية تلطف وتحد من تقلبات الدورة الاقتصادية .

- المطلب الثاني: اقتصاد المديونية و اقتصاد السوق المالي

يرجع استعمال مفهومي اقتصاد المديونية واقتصاد السوق المالية إلى الدراسات التي تميز بين التمويل المباشر وبين التمويل غير المباشر[1].

1- **اقتصاد الاستدانة:** وهو نظام مالي يرتكز على التمويل غير المباشر الذي يعتمد أساس على التمويل بالقروض البنكية. وتلعب الوساطة المالية دورا مهما، من خلال إقامة علاقات ثنائية خاصة بين البنوك وعملائهم، مع تحمل البنوك لخطر القرض أو خطر عدم التسديد. وعليه تشكل القروض الأسلوب الأساسي في تمويل النشاط الإنتاجي، وحتى وإن سلمنا بأن المؤسسات تتعامل مع سوق الأوراق المالية، فإن ضعف معدل التمويل الذاتي

[1] – راجع: رفاع توفيق، **محددات اختيار الهيكل التمويلي للمؤسسة**، مذكرة ماجستير غير منشورة ، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، 2001/2000، ص:30

يلزمها اللجوء إلى الاقتراض.ولا يرتبط اقتصاد المديونية دوما بحالة الاقتصاد المدين، فقد يحدث أن يكون نمط السوق المالية هو نمط التمويل السائد مع وجود مديونية خارجية كبيرة. ويعتبر الاقتصاد الفرنسي قبل منصف الثمانينيات نموذجا لهذا النوع من التمويل.

2- اقتصاد السوق المالي: وهو نظام مالي يحصل فيه الأعوان الاقتصاديون على الموارد المالية من خلال إصدار أوراق مالية في الأسواق المخصصة لذلك. ويتميز بالتمويل المباشر أي عرض وطلب رؤوس الأموال دون المرور على الوسطاء الماليين، ووجودهم في السوق المالية يكون تحت صبغة عارض أو طالب للأوراق المالية دون أن يكون الإقراض نشاطهم الأساسي الذي يخصص للأعوان الذين لا يستطيعون الدخول إلى سوق الأوراق المالية.

ويميز هذا النوع من التمويل ارتفاع معدلات التمويل الذاتي لفترة طويلة، مما يؤدي إلى استعمال الأرباح غير الموزعة في تمويل الاستثمارات ويعتبر الاقتصاد الأمريكي نموذجا لهذا النمط من التمويل[1].

ويكمن الاختلاف الأساسي بين اقتصاد المديونية واقتصاد السوق المالية، في كون البنك المركزي هو مقرض الملاذ الأخير في النوع الأول، أما في الثاني فيبقى تدخل مقرض الملاذ الأخير حسب مقتضى الحال.

المطلب الثالث: تحليل العلاقة بين الأوراق المالية و النمو الاقتصادي

إن النظام المالي الكفء هو قلب الأنظمة الاقتصادية المعاصرة، فهو يعكس في مجمله كافة الأوعية الادخارية، التي يمكن من خلالها تعبئة الفوائض المالية و إعادة إدخالها إلى القطاعات الإنتاجية المختلفة، من اجل زيادة عائد رأس المال لكافة أطراف المجتمع الاقتصادي، من اجل الوصول إلى الهدف المنشود للنشاط الاقتصادي على مستوييه الجزئي و الكلي، و بالأخص هدف النمو.

هناك جدل قائم حول الدور الذي يحققه النظام المالي داخل النشاط الاقتصادي، فهناك بعض الاقتصاديين المعارضون لنشاط البورصات أنها لا تعدو أن تكون مجالا للمقامرة، و أن أسعار الأوراق المالية لا ترتبط بالأساسيات الاقتصادية، ويخشى الكثيرون من صانعي السياسة الاقتصادية من أن تؤدي التدفقات الأجنبية لبورصات الأسواق المالية إلى تحركات مفرطة في الأسعار، و إلى عدم استقرار الاقتصاد الكلي بوجه عام، و يشكك هذا الفريق في أهمية الدور الذي تلعبه أسواق الأوراق المالية في دفع عجلة النمو الاقتصادي، إذ أن التقلبات الشديدة في بعض الأسواق قد تعوق الاستثمارات، بالإضافة إلى الأثر الخاص بالتدفقات الأجنبية القصيرة الأجل، وما لها على الاقتصاد الوطني.

كما يرون أن تطور النظام المالي قد يؤثر أثرا سلبيا على معدلات الادخار، مفسرين ذلك بان تطور مؤسسات الوساطة المالية يساعد على زيادة قدرة الأفراد على الاقتراض، و من ثم تراجع الدافع لديهم في

[1] المرجع السابق، ص: 30

الاحتفاظ بالنقود،و هو ما سيؤثر سلبا على ادخار القطاع العائلي و بالتالي على معدل الادخار الوطني، و هذا ما ينجر عنه في النهاية اثر سلبي على معدلات النمو، أي أن النظام المالي لا يشكل ركنا أساسيا في آلية التنمية الاقتصادية، الأمر الذي يتعين عليه تركيز الاهتمام على الجوانب الحقيقية (السياسات الإنتاجية) للإسراع بمعدلات النمو الاقتصادي، فهم يرون أن التنمية الاقتصادية هي التي تخلق الطلب على وجود نظام مالي، و هذا النظام ما هو إلا رد فعل لمتطلبات التنمية.

أما الرأي الآخر فيرون الأثر الايجابي الذي يحققه القطاع المالي بالنسبة لمعدلات النمو الاقتصادي و بالتالي للتنمية الاقتصادية، من خلال دور النظام المالي الكفء في التخصيص الأفضل للموارد المالية المتاحة، فهو يساعد على توفير مدى واسع من الأوعية الادخارية، التي تتيح فرصا أفضل للمفاضلة بينها، و بالتالي توجيه المدخرات لأفضل استثمار ما يؤدي إلى تعظيم العائد الرأسمالي لها، هذه الأهمية سواء على المستوى الجزئي فيما يخص توفير الأوعية الادخارية للأفراد و المؤسسات ذات العجز المالي، أو على المستوى الكلي، فيما يخص دور القطاع المالي في تمويل العجز الكلي كعجز الموازنة العامة و عجز ميزان المدفوعات في بعض أشكاله، كالفجوة الادخارية الوطنية، هذا ما يؤدي إلى تحقيق دور النظام المالي تجاه تمويل التنمية الاقتصادية في مراحل، و دفع معدلات النمو الاقتصادي في مراحل أخرى.

مما سبق يمكن ترجيح دور النظام المالي في المنظومة الاقتصادية، في ظل كفاءة الاستخدام، فكلما قلت الكفاءة كلما تقلص الدور الذي يلعبه النظام المالي في تحقيق أهدافه، و الذي من الممكن أن يؤثر سلبيا على التنمية الاقتصادية.

المبحث الثاني: تطور السياسة النقدية و أداء السوق المالي في الأردن

المطلب الأول: تطور السياسة النقدية في الأردن

إن تحقيق الاستقرار النقدي كان من أولويات السياسة النقدية للبنك المركزي الأردني, وتتمثل عناصر الاستقرار النقدي التي هدف البنك المركزي الأردني إلى تحقيقها في استقرار المستوى العام للأسعار, واستقرار سعر صرف الدينار وخلق هيكل أسعار فائدة ينسجم مع الظروف الاقتصادية المحلية والتطورات الدولية. وسعى البنك المركزي إلى تحقيق ذلك من خلال تنظيم نمو السيولة المحلية في الاقتصاد الوطني بما يتناسب وتمويل النشاط الاقتصادي

الحقيقي. وإذا كان تحقيق الاستقرار النقدي يمثل المرتكز الرئيس للسياسة النقدية في الوقت الراهن، فان البنك المركزي لم يغفل الجانب التمويلي للأنشطة الاقتصادية وإنما غير من منهجية التعامل معه.

1 –أدوات السياسة النقدية في الأردن

تقوم السلطة النقدية باستخدام أدوات السياسة النقدية بشكل يتجاوب مع الظروف الاقتصادية، ولقد استعمل البنك المركزي الأردني خلال تاريخه خليطا من السياسة النقدية المباشرة وغير المباشرة، مشددا على الأولى في فترة السبعينات حتى أواسط الثمانينات، في حين مزج بينهما في الثمانينات، ثم انتقل وبشكل رئيس إلى السياسة النقدية غير المباشرة منذ أوائل التسعينات بعد أن بدأ برنامج التصحيح الاقتصادي عام 1989،الذي ركز على تطبيق الأدوات النقدية غير المباشرة في ضبط الائتمان والحد من النمو النقدي وتعويم أسعار الفائدة، وقد استخدم البنك المركزي الأدوات المعهودة للسياسة النقدية غير المباشرة متمثلة بسعر إعادة الخصم ونسب الاحتياطي القانوني وعمليات السوق المفتوحة، ولكنه استمر أيضا في اتباع سياسة نقدية مباشرة تمثلت في وضع السقوف الائتمانية، وتحديد أسعار الفائدة، بالإضافة إلى استعمال أداة الإقناع الأدبي من خلال حث البنوك على الحد من منح التسهيلات الائتمانية.

و لتوضيح نطور السياسة النقدية خلال (1990-2016) تعرض الجدول التالي:

الجدول (3-1): تطور السياسة النقدية في الاردن (1990-2016) مليون دينار

الرقم القياسي لاسعار الاسهم مرجح بالقيمة السوقية	سعر اعادة الخصم	سعر الصرف	الرقم القياسي لاسعار المستهلكين	سعر الفائدة على الودائع لاجل	عرض النقد	السنوات
804.30	8.500	1.502	47.60	8.23	3122.60	1990
1000.00	8.500	1.466	51.50	7.82	3717.50	1991
1299.00	8.500	1.469	53.50	6.95	4193.00	1992
1585.00	8.500	1.441	55.30	6.87	4481.80	1993

1994	4841.50	7.33	57.20	1.429	8.500	1436.00
1995	5159.80	7.97	58.60	1.425	8.500	1591.70
1996	5175.30	8.85	62.40	1.408	8.500	1534.60
1997	5576.60	8.91	64.30	1.408	7.750	1692.40
1998	6026.30	8.33	66.30	1.408	9.000	1701.30
1999	6747.60	7.89	66.70	1.408	8.000	1673.50
2000	7434.70	6.55	67.10	1.408	6.500	1330.50
2001	7866.10	5.19	68.30	1.408	5.000	1727.20
2002	8419.10	3.97	69.60	1.408	4.500	1700.20
2003	9465.70	2.75	71.20	1.408	2.500	2614.50
2004	10571.40	2.49	73.10	1.408	3.750	4245.60
2005	12364.10	3.52	75.80	1.408	6.500	8191.50
2006	14109.70	5.13	80.50	1.408	7.500	5518.10
2007	15606.90	5.56	84.30	1.408	7.000	7519.30
2008	18304.20	5.66	96.10	1.408	6.250	6243.10
2009	20013.30	4.23	95.40	1.408	4.750	5520.10
2010	22306.70	3.40	100.00	1.408	4.250	5318.00
2011	24118.90	3.46	104.20	1.408	4.500	4648.40
2012	24945.10	4.19	108.90	1.408	5.000	4593.90
2013	27363.40	4.97	114.10	1.408	4.500	4336.70
2014	29240.40	4.11	117.40	1.408	8.500	4237.60
2015	31605.50	3.06	116.40	1.408	8.500	4229.90
2016	32876.20	3.04	115.50	1.408	8.500	4069.70

المصدر: الموقع الإلكتروني للبنك المركزي الأردني، بيانات إحصائية سنوية

تشير محتويات الجدول إلى حركة التطور في أدوات السياسة النقدية في الأردن خلال فترة الدراسة، حيث يلاحظ من خلال متابعة هذه المحتويات أن اتجاه البنك المركزي فيما يتعلق بنسبة الاحتياطي النقدي كان متشدداً وانكماشياً خلال فترة الدراسة، من خلال:

أولا: سعر إعادة الخصم

يتدخل البنك المركزي الأردني للتأثير على حجم الائتمان وكلفته من خلال أداة سعر إعادة الخصم، حيث تُستخدم هذه الأخيرة للتأثير على حجم السيولة لدى البنوك المرخصة، وبالنظر إلى الجدول رقم (3-1) يلاحظ أنه مع ظروف الإنتعاش الاقتصادي التي شهدها الأردن خلال الفترة (1990-2016) بسبب الفورة النفطية الناتجة عن ارتفاع أسعار النفط في السوق الدولية وما واكبها من تزايد حدة الضغوط التضخمية وارتفاع السيولة في الاقتصاد، كان من الطبيعي على البنك المركزي في ظل تلك الأوضاع أن يجري رفعا تدريجيا على سعر إعادة الخصم بغية الحد من قدرة البنوك على التوسع في الائتمان المصرفي الممنوح لقطاعات الاقتصاد الوطني من ليظل ثابتا عند هذا المستوى حتى عام 1996. وفي عام 1997 تميزت السياسة النقدية بتراجع مستوى التشدد حيث انخفض سعر إعادة الخصم إلى 7.75% وذلك بسبب حالة التباطؤ الاقتصادي التي عرفها الأردن، ليعرف بعدها ارتفاعا عام 1998 بزيادة مقدارها 1.25% ليصل إلى 9%،وابتداءً من 1999 عرف سعر إعادة الخصم انخفاضا تدريجيا مستمرا وصل إلى أدنى مستوى له والذي بلغ 2.5% عام 2003 بسبب انخفاض أسعار الفائدة في الأسواق العالمية من جهة، ولعدم وجود ضغوط تضخمية في السوق المحلي من جهة أخرى، وكان الهدف من هذا التخفيض المساهمة في تسريع وتيرة النمو الاقتصادي. ليعرف بعدها هذا المعدل ارتفاعا من 3.75% عام 2004إلى 7.5% عام 2006 بسبب ارتفاع أسعار الفائدة على الدولار الأمريكي، لينخفض مباشرة إلى 7% عام 2007 بسبب انخفاض أسعار الفائدة على الدولار الأمريكي، ويواصل التراجع خلال العامين التاليين ليصل إلى 4.75% عام 2009 بسبب التوقعات بتباطؤ النشاط الاقتصادي وتفاعلا مع تداعيات الأزمة المالية العالمية، ثم من 2013 إلى 2016 ارتفع إلى 8.5%.

وتتوقف فاعلية سعر إعادة الخصم في تأثيرها على حجم الائتمان الممنوح من قبل البنوك التجارية وأسعار الفائدة السوقية على اقتراض هذه البنوك من البنك المركزي، وكذا على حجم السيولة التي تحتفظ بها البنوك التجارية؛ وكما هو معلوم أن البنوك التجارية في الأردن أصبحت تحتفظ بسيولة كبيرة مما يزيد مخزونها من

الاحتياطات النقدية دون أن تلجأ للاقتراض من البنك المركزي، بالإضافة إلى عدم توفر سوق مالية ونقدية متطورة ومتكاملة، مما يحد من فاعلية هذه الأداة في التأثير على حجم وتكلفة الائتمان.

ثانيا: سياسة أسعار الفائدة

مرت أسعار الفائدة في السوق المصرفي الأردني بمراحل عدة، فكانت في مرحلة من المراحل محددة من قبل البنك المركزي الذي يتحكم فيها من خلال سياسته النقدية للتأثير على النشاط الاقتصادي، وفي المراحل التالية قام البنك المركزي بتعويم أسعار الفائدة بعد أن مر الاقتصاد الأردني بفترة تباطؤ اقتصادي، مع العلم أن هذا التعويم لا يعني إلغاءً كليا لدور السلطة النقدية في التأثير في أسعار الفوائد، بل يبقى لهذه السلطة دورا مهما جدا لكنه غير مباشر، حيث تتدخل مستعملة أدواتها الأخرى للتأثير في مستوى الفوائد وإبقائها عند المستوى المتناسب واحتياجات الاقتصاد الوطني، وفيما يلي تحليل للتغيرات في أسعار الفائدة على الودائع لاجل.

لجأت البنوك التجارية إلى رفع أسعار الفائدة على الودائع عام 1990 وذلك لتعويض نقص السيولة والودائع لديها بسبب الأزمة المالية التي واجهتها نتيجة مشكلة السحوبات غير المألوفة لهذه الإيداعات والتي نشأت على إثر نشوب أزمة الخليج عام 1990، وفي عام 1991، وبالرغم من انخفاض سعر الفائدة على الودائع إلا أن حجم الودائع لأجل لدى البنوك ارتفع، ويعزى جزء من ذلك إلى زيادة ادخار الأردنيين العاملين العائدين من دول الخليج. واعتبارا من 3 شباط عام 1992 تم تعويم أسعار الفائدة كليا، وبداية من عام 1994 ولغاية عام 1997 عرفت أسعار الفوائد ارتفاعا تدريجيا بسبب الارتفاع في أسعار الفائدة على شهادات الإيداع.

وبهدف توفير مستوى السيولة الملائم لتمويل النشاط الاقتصادي ومن ثم المساهمة في دفع وتيرة النمو الاقتصادي، أضفى البنك المركزي طابعا من التخفيف على سياسته النقدية للفترة (1998-2004) والتي أدت إلى تخفيضات تدريجية في أسعار الفائدة الدائنة، حيث انخفضت هذه الأخيرة من 8.33% إلى 2.49% لنفس الفترة، ويعزى كذلك الانخفاض في أسعار الفائدة على الودائع عام 2003 إلى انخفاض أسعار الفائدة في الأسواق العالمية من جهة والتي أدت إلى تخفيض البنك المركزي لأسعار الفائدة على أدوات سياسته النقدية، ومن جهة أخرى لعدم وجود ضغوط تضخمية في السوق المحلي؛ وبسبب ارتفاع أسعار الفائدة على الدولار الأمريكي عام 2005، قام البنك المركزي برفع أسعار الفائدة على كافة أدوات سياسته النقدية،اتجهت نحو الارتفاع إلى 3.52%، ومن ثم واصلت الارتفاع إلى 5.66% عام 2008، لتنخفض عام 2009 بسبب توقعات انخفاض

النشاط الاقتصادي وتفاعلا مع تداعيات الأزمة المالية العالمية، و تواصل في الانخفاض متذبذبة من 2010إلى غاية 2016، اين بلغت 3.04%.

ثالثا: عرض النقد

يعد عرض النقد من مؤشرات السياسة النقدية التي يمكن من خلالها الاسترشاد بنوع السياسة النقدية المتبعة من طرف السلطة النقدية سواء كانت توسعية أو انكماشية، وبالتالي فهو ناتج عن قرارات السلطة النقدية، وليس أداة من أدواتها. والمتتبع لمسيرة الاقتصاد الأردني يلاحظ أنه مر بعدة مراحل تفاوتت بين الانتعاش والركود، ومن ثم كان لزاما على البنك المركزي الأردني اتخاذ سياسات نقدية تنسجم وتتماشى مع ظروف كل مرحلة، ونتيجة للإختلالات الهيكلية والاقتصادية التي عرفها الاقتصاد الأردني خاصة في أواخر الثمانينات، قامت الحكومة الأردنية بتبني برامج للإصلاح الاقتصادي والذي هدف إلى معالجة الإختلال في الاقتصاد الأردني وتحقيق معدلات نمو إيجابية فيه، وقد كان معدل النمو في عرض النقد من أهم المحاور التي استهدفها برنامج التصحيح الاقتصادي، فمن خلال الجدول السابق يتبين أن عرض النقد الحقيقي بالمعنى الواسع (M_2) ارتفع خلال الفترة (1990-2016) من (2626.4) مليون دينار إلى (32876.2) مليون دينار بمعدل نمو سنوي بلغ في المتوسط (6.49%).

لقد شهد الاقتصاد الأردني خلال الفترة (1990-2016) انتعاشا اقتصاديا نتج عن ارتفاع أسعار النفط في الأسواق العالمية والتي ولدت انتعاشا اقتصاديا للدول العربية المنتجة للنفط نتيجة ارتفاع عائداتها النفطية، مما كان له أثرا إيجابيا أدى إلى زيادة المساعدات المالية المقدمة من طرف هذه الدول للأردن، وزيادة تحويلات الأردنيين العاملين في دول الخليج، الأمر الذي ولد وفرة كبيرة في السيولة المحلية، ووفرة في موارد البنوك وهذا ما أدى بها إلى التوسع في تقديم التسهيلات الائتمانية، وزاد الطلب على الاستثمار مع اندفاع واسع نحو الإنفاق الاستهلاكي، مما ساعد كله في تعرض الاقتصاد الأردني لضغوط تضخمية ملحوظة؛ وفي ظل هذه الظروف قام البنك المركزي الأردني بانتهاج سياسة نقدية متشددة تباينت بين سياسة مباشرة وسياسة غير مباشرة بهدف الحد من النمو في الائتمان المصرفي، وبالتالي التأثير على نمو عرض النقد الحقيقي ليتماشى مع نمو الناتج المحلي والظروف الاقتصادية.

المطلب الثاني : تطور اداء السوق المالي الاردني

تم إنشاء سوق عمان المالي بموجب القانون رقم03 /1976، و تم افتتاحه الرسمي ب 01-04-1978وقد صدر قانون عمان المالي رقم لسنة 1990 ثم تبعه في عام 1997 قانون الأوراق المالية المؤقت رقم 23ليمكن كافة الأمور والقضايا المتعلقة بالسوق تنشأ في المملكة سوق لتداول الأوراق المالية تسمى بورصة عمان وأنها تتمتع بشخصية اعتبارية ذات استقلال مالي وإداري[1].

- **الإصلاحات الهيكلية لسوق رأس المال الأردني:**

تبنت الحكومة الأردنية سياسة إصلاح شاملة لسوق رأس المال تقوم على أساس البناء على ما تم إنجازه خلال العشرين سنة الماضية، وذلك تعزيزا لنمو القطاع الأهلي وتوسيع وتنويع قاعدة الاقتصاد الأردني وسعيا للارتقاء الى المعايير الدولية في مجال تنظيم سوق الأوراق المالية .وتتمثل أهم ملامح التوجه الجديد في إحداث تغييرات مؤسسية في سوق رأس المال واستخدام أنظمة التداول والتسوية والتقاص الإلكترونية وإزالة كافة معوقات الاستثمار وتقوية الرقابة على سوق رأس المال وصولا الى أعلى مستوى من الشفافية وتحقيق سلامة التعامل بالأوراق المالية، وبما يتناسب مع التوجه نحو العولمة والانفتاح على العالم الخارجي وقد كان صدور قانون الأوراق المالية المؤقت رقم23 لسنة 1997 من أهم معالم هذه التطورات حيث يعتبر هذا القانون نقلة نوعية ونقطة تحول هامة في سوق رأس المال الأردني حيث هدف هذا القانون إلى إعادة هيكلة وتنظيم سوق رأس المال الأردني واستكمال بنيته التحتية بما يتفق والمعايير الدولية تحقيقا للشفافية وسلامة التعامل بالأوراق المالية .ويتمثل الطابع المركزي في إعادة الهيكلة في فصل الدور الرقابي والتشريعي لسوق رأس المال عن الدور التنفيذي والذي سيترك للقطاع الأهلي حيث تتولى هيئة الأوراق المالية الدور الرقابي والتشريعي، وتتولى بورصة عمان / سوق الأوراق المالية ومركز إيداع الأوراق المالية الدور التنفيذي .وبموجب هذه الأهداف فقد تضمن القانون إنشاء ثلاث مؤسسات جديدة لتحل محل سوق عمان المالي وهي: هيئة الأوراق المالية ، بورصة عمان / سوق الأوراق المالية، مركز إيداع الأوراق المالية .

- **أقسام السوق المالي الاردني:**

ينقسم سوق الأوراق المالية الأردني إلى قسمين هما[1]:

1. السوق الأولي: ويمثل سوق الإصدارات الجديدة من الأسهم والسندات للشركات القائمة وحديثة التأسيس، والتي تعرض على المدخرين للإكتتاب فيها، والتي تسهم في زيادة التكوين الرأسمالي.

[1] موقع سوق عمان المالي، متاح على الخط: http://www.ase.com.jo/ar ، تاريخ الاطلاع:2016/02/28..

[1] موقع بورصة عمان الإلكتروني، http://www.ase.com.jo/ar

2. السوق الثانوي: هو سوق التداول والذي يتم من خلاله التعامل بالأوراق المالية التي سبق إصدارها في السوق الأولي وفقا لأحكام القوانين والأنظمة المعمول بها، وينقسم إلى أربعة أسواق هي:

أ. السوق النظامية: والتي يقتصر التعامل فيها على الأوراق المالية التي تحكمها شروط إدراج خاصة تحددها لجنة إدارة السوق.

ب. السوق الموازية: يتم التعامل فيها بالأوراق المالية للشركات حديثة التأسيس التي لم تحقق شروط الإدراج في السوق النظامية.

ج. سوق السندات: تشتمل السندات المتداولة في سوق عمان للأوراق المالية على سندات التنمية وإسناد القرض، وأذونات الخزينة، ويعتبر هذا السوق ضيقا من حيث حجم التداول وذلك لعدم تنوع السندات فيه.

د. سوق التحويلات خارج القاعة (المستثناة من التداول): تتكون التحويلات خارج القاعة من التحويلات العائلية من الدرجة الأولى حتى الثالثة، والتحويلات الإرثية، والتحويلات خارج المملكة، بالإضافة إلى تحويلات الشركات غير المدرجة.

أما الأوراق المالية التي يتم التداول بها في بورصة عمان فتتمثل في أسهم الشركات المساهمة العامة، والوحدات الاستثمارية الصادرة عن صناديق الاستثمار، وسندات التنمية، وسندات وأذونات الخزينة، وإسناد القروض الصادرة عن المؤسسات العامة والشركات المساهمة العامة.

- **تطور نشاط سوق عمان للأوراق المالية**

حقق سوق عمان للأوراق المالية منذ إنشائه عام 1978 ولغاية اليوم تطورات هامة في نشاطه والذي تعكسه العديد من المؤشرات والتي من بينها (الرقم القياسي لأسعار الأسهم، وحجم التداول، ومعدل دوران الأسهم)، بالرغم من تسجيله لبعض حالات التراجع والتي تعزى للظروف السياسية والاقتصادية التي عرفتها المنطقة والتي انعكست على الاقتصاد الأردني بشكل عام، وعلى سوق عمان للأوراق المالية بشكل خاص، وعلى الرغم من ذلك تمكن السوق من تجاوز هذه الظروف وحقق أداءً مميزا وهذا ما يمكن ملاحظته في الجداول القادمة.

أولا: تطور الرقم القياسي العام لأسعار الأسهم

تعتبر الأرقام القياسية لأسعار الأسهم من أهم المؤشرات في الأسواق المالية، حيث تبدي فكرة عامة عن اتجاه السوق، وتدل على مستويات الأسعار، وتحديد الاتجاه العام لها، وتستخدم لقياس التغيرات التى تطرأ على أسعار الأسهم خلال فترة معينة مقارنة مع فترة أخرى. وبالتعاون مع مؤسسة التمويل الدولية، بدأ سوق عمان المالي منذ مطلع عام 1992 باحتساب رقم قياسي جديد مرجع بالقيمة السوقية، وتم تحديد 31 كانون الأول 1991 كفترة أساس ليكون الرقم القياسي هو 100 نقطة (تم تغييره إلى 1000 اعتباراً من بداية عام 2004)، ويقوم هذا الرقم على أساس اختيار عينة مكونة من خمسين شركة ممثلة للسوق، وتم زيادتها إلى ستين شركة في عام 1994، وإلى سبعين شركة في عام 2001، وإلى 100 شركة في عام 2007، ولاختيار هذه العينة تم اعتماد خمس معايير تعكس حجم الشركات ومدى سيولتها، حيث تمثلت هذه المعايير في القيمة السوقية للشركة، وعدد أيام التداول، ومعدل دوران السهم، وحجم التداول وعدد الأسهم المتداولة، كما يتم أخذ التمثيل القطاعي بعين الاعتبار عند اختيار العينة.

ويتم احتساب الأرقام القياسية في بورصة عمان بناءً على آخر أسعار إغلاق متوفرة للشركات التي تكون ضمن العينة، ويتم نشر هذه الأرقام بشكل يومي، ولتمكين الرقم القياسي من عكس الصورة الحقيقية لتغيرات أسعار أسهم الشركات المدرجة في البورصة، يتم مراجعة العينة بشكل دوري كل 3 أشهر من خلال دراسة نشاط الشركات المدرجة في البورصة، بحيث تضاف الشركات النشيطة إلى العينة ويتم سحب الشركات غير النشيطة، ويمكن إجراء بعض التعديلات الطارئة وذلك في حالة إيقاف شركات عن التداول لفترة طويلة، أو شطب إدراج هذه الشركات، ويتم إجراء التعديلات اللازمة على الأرقام القياسية وذلك لاستبعاد أثر أي تغيرات ناجمة عن عوامل غير التغير في حركة أسعار الأسهم، وذلك حتى تعكس الأرقام القياسية التغيرات في أسعار الأسهم فقط .

يبين الجدول رقم (3-1) الرقم القياسي العام لأسعار الأسهم المرجح بالقيمة السوقية، ويلاحظ أنه ارتفع من 804.3 نقطة عام 1990 إلى 5318 نقطة عام 2010، أي أنه تضاعف أكثر من تسع مرات، وبالتالي الاتجاه العام لحركة الرقم القياسي العام لأسعار الأسهم هو الارتفاع خلال فترة الدراسة، بمتوسط نسبة نمو 10.72% سنويا، ليبدا في الانخفاض ابتداءا من 2011 إلى غاية 2016 اين وصل إلى 4069 نقطة.

بناءً على هذا الجدول، يتضح أن الرقم القياسي لأسعار الأسهم حقق نجاحا ملحوظا على المستوى العام في أداء السوق في الفترة (1991-1993) حيث حقق الرقم القياسي معدلات ارتفاع بمقدار 24.3%، 29.9%، 22% في الأعوام 1991، 1992، 1993 على التوالي، وقد ساهم كل من انتهاء أزمة الخليج وزيادة حجم السيولة الناجمة عن عودة المغتربين الأردنيين العاملين في دول الخليج واستثمار ما لديهم في المملكة في تحسن السوق. وما لبث السوق عام 1994 أن تراجع بسبب ارتفاع معدلات الفائدة على الودائع وأدوات الدين، إضافة إلى النشاط الكبير في السوق الثانوية للفترة (1991-1993) والذي رافقه ارتفاع في أسعار

الأسهم مما حفز السوق الأولية عام 1994 لإصدار أسهم جديدة، حيث حققت تلك الإصدارات أرقاما قياسية لم يشهدها السوق منذ تأسيسه، الأمر الذي أدى إلى امتصاص جزء كبير من السيولة.

ولقد عرف الرقم القياسي العام لأسعار الأسهم تذبذبا في النصف الثاني من عقد التسعينات والذي يعود جزئيا إلى التذبذب في الرقم القياسي لبعض القطاعات، فقد ارتفع الرقم القياسي في عام 1995 إلى 1591.7 نقطة بسبب التحسن في قطاع الصناعة، وتوقيع معاهدة السلام بين الأردن وإسرائيل عام 1994 والتي عززت الثقة في المنطقة بشكل عام وفي الأردن بشكل خاص، بالإضافة إلى قيام الحكومة باستحداث قانون الاستثمار لعام 1995، ليعرف انخفاضا عام 1996 بنسبة (-3.6%) بسبب اغتيال رابين، وتدهور عملية السلام، وبداية الإحباط والتشاؤم في المنطقة العربية، وتراجع معدلات الاستثمار نظرا للخوف الكبير جراء هذا الحدث. وعاود الرقم القياسي الارتفاع عام 1997 بنسبة 10.3% مقارنة بالعام السابق بسبب التحسن الذي طرأ على قطاعات التأمين والخدمات والبنوك، وتوقيع اتفاقية الشراكة الأردنية الأوروبية، وإصدار قانون الأوراق المالية وقانون الشركات، ولكنه لم يحقق في عام 1998 إلا ارتفاعا بسيطا قدر بنسبة 0.5%، ليتراجع عام 1999 بنسبة انخفاض (-1.6%)، يتبعها بعد ذلك انخفاضا حادا عام 2000 وصل إلى مستوى 1330.5 نقطة بمعدل انخفاض (-20.5%) وذلك نتيجة لتعثر عملية السلام، والعدوان الإسرائيلي على الأراضي الفلسطينية في نهاية ذلك العام (تقريري سوق عمان المالي 1996، 1997).

ونتيجة للسياسات التي اتخذتها الحكومة والرامية إلى تعزيز المناخ الاستثماري في الأردن، وزيادة النمو الاقتصادي والمحافظة على استقرار سعر صرف الدينار الأردني، وتخفيض أسعار الفائدة، والمحافظة على عجز الموازنة كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي، وزيادة الإنفتاح على العالم ونجاح الأردن في إنجاز مشاريع الإتفاقيات الحرة مع الولايات المتحدة وأوربا، والإنضمام إلى المنظمة العالمية للتجارة، والإستمرار في تطبيق برامج التخاصية، والتطورات التكنولوجية التي شهدتها البورصة في زيادة الثقة في سوق المال الأردني، وتحسن أرباح الشركات المساهمة العامة، وصدور قانون جديد للأوراق المالية رقم 76 لعام 2002، الأمر الذي انعكس إيجابياً على الرقم القياسي لأسعار الأسهم، حيث شهدت الفترة (2001-2005) ارتفاعا في هذا المؤشر بإستثناء عام 2002 الذي سجل انخفاضا طفيفا بمعدل (-1.6%) بسبب الظروف السياسية المحيطة بالعراق.

وقد عرف عام 2006 أعلى معدل انخفاض في الرقم القياسي خلال فترة الدراسة والذي قدر بنسبة (-32.6%)، وذلك بسبب الحركة التصحيحية للبورصة التي أدت إلى انخفاض أسعار الأسهم في جميع القطاعات، ومن ثم انخفاض الرقم القياسي العام، بالإضافة إلى ارتفاع أسعار الفائدة على الودائع لأجل من 3.52% عام 2005 إلى5.13% عام 2006 مما شجع المستثمرين على إيداع أموالهم في البنوك بدلا من الاستثمار في الأوراق المالية، ليرتفع بعد ذلك من 5518.1 نقطة عام 2006 إلى 7519.3 نقطة عام 2007 بمعدل نمو 36.3%، ويعاود الانخفاض في عامي 2008 و2009 بمعدل (-17%)، (-11.6%) على التوالي

بسبب تداعيات الأزمة المالية العالمية والتي أثرت سلبا على نفسية المستثمرين حيث زادت من حالات التشاؤم لديهم، كما أدت إلى تراجع تدفقات الاستثمار الأجنبي في سوق عمان للأوراق المالية بحيث أصبحت مبيعات هذا الاستثمار تتفوق على مشترياته، بالإضافة إلى تأثيرها السلبي على ربحية الشركات المدرجة في السوق والتي أدت إلى انخفاض أسعار أسهمه، و ابتداءا من 2011 و إلى غاية 2016 بدا بالانخفاض وصولا إلى 4069.7 نقطة بسبب تداعيات الازمة المالية و كذا انعكاسات الربيع العربي الذي قصف باقتصاديات الدول العربية.

المبحث الثالث: دراسة قياسية لسوق عمان للأوراق المالية

يهدف هذا الفصل إلى بناء نموذج قياس و اختبار مدى صحة فرضية البحث، القائلة انه يوجد تأثير لمتغيرات السياسة النقدية على مؤشر أداء السوق المالي الأردني، وتم تقسيم الدراسة القياسية إلى أربعة مطالب كالتالي: المطلب الأول: وصف متغيرات الدراسة و في المطلب الثاني: نموذج الدراسة، أما المطلب الثالث: التحليل القياسي و في الأخير المطلب الرابع: النتائج والتوصيات.

المطلب الأول: وصف متغيرات الدراسة

1- الدراسة النظرية لمتغيرات السياسة النقدية محل الدراسة:

- **عرض النقود:** و تظهر العلاقة من خلال آلية عمل البنك المركزي في جعل البنوك التجارية تودع نسبة من الاحتياطي لديه، مما يزيد من الأموال السائلة لدى البنوك الأمر الذي يؤدي إلى انخفاض تكلفة الاقتراض،أي انخفاض أسعار الفائدة، و بالتالي يشجع على الاستثمار بالأسهم و من تم ارتفاع أسعارها و العكس صحيح. إضافة إلى انه إذا كانت هناك ارتفاعا في السيولة فانه يؤدي إلى ارتفاع أسعار الأسهم، إلا انه قد يظهر اثر سلبي لهذه الزيادة في عرض النقود بعد أن يذهب جزء منها على شكل إصدارات جديدة من الأسهم و السندات مما يعني امتصاص السيولة و انخفاض أسعار السهم ويتوقع أن يؤثر إيجابيا على مؤشرات نشاط سوق عمان للأوراق المالية ، و يرمز له بالرمز:M_2
- **سعر الفائدة على الودائع:** هو السعر الذي تدفعه البنوك التجارية على الودائع تحت الطلب أو الودائع لأجل أو الودائع الادخارية، يتوقع أن زيادة سعر الفائدة على الودائع لأجل سيؤثر سلبا على مؤشرات سوق عمان للأوراق المالية، و يرمز له بالرمز:Inp
- **معدل التضخم:** يمثل هذا المؤشر الارتفاع في المستوى العام للأسعار، وتم حسابه من بيانات الرقم القياسي لأسعار المستهلك، وذلك بتطبيق الصيغة التالية: $[p_t-p_{t-1})/(p_{t-}]$
$100\times[[INF=_{(1)}]]$، ويتوقع أن يؤثر سلبيا على نشاط سوق عمان للأوراق المالية.
- **سعر الصرف:** هو عبارة عن قيمة الدينار الأردني إمام الدولار الأمريكي، و يرمز له بالرمز :Exch

- **الرقم القياسي لأسعار الأسهم:** يعتبر من أهم المؤشرات الدالة على نشاط سوق الأوراق المالية، وتم استخدام الرقم القياسي لأسعار الأسهم المرجح بالقيمة السوقية وذلك لرصد التطورات في مستوى أسعار الأسهم التي يشهدها سوق عمان للأوراق المالية ومعرفة الاتجاه العام لها، حيث يعكس هذا المؤشر معدل أسعار مجموعة من الأسهم المصدرة للشركات المدرجة في السوق (100 شركة). وهذا المؤشر يمثل مستوى مرجعي للمستثمر ومن ثم يعتبر من المؤشرات الهامة التي يسترشد بها المستثمرون من أجل توقيت استثماراتهم، ويتوقع أن يتأثر إيجابيا بالسياسة النقدية التوسعية.

المطلب الثاني: نموذج الدراسة

من أجل اختبار صحة النماذج اعتمدنا على اختبار الانحدار الخطي المتعدد الذي يشرح القدرة التفسيرية للنماذج المستعملة من هذه المتغيرات:

1- **نموذج الدراسة:** يعتبر أسلوب الانحدار الخطي المتعدد من الأساليب الحديثة التي تتم فيها دراسة العلاقة بين المتغيرات الاقتصادية، و قد اعتمدنا عليه في دراستنا هذه، باستخدام العلاقة التالية اين يكون فيه الرقم القياسي لأسعار الأسهم هو المؤشر الدال على نشاط السوق.: $Yi= F(X)$

$$\mathbf{Y_i = B_0 + B_1X_1 + B_2X_2 + B_3X_3 + B_4X_4 + U}$$

- حيث :
- Y_i: المتغير التابع للنموذج القياسي حيث: $i=1,2,3,4$
- X: تمثل المتغيرات التوضيحية.
- U: يرمز للمتغيرات التي لم ترد في النموذج.

المطلب الثالث: التحليل القياسي

بعد تحليل البيانات الخاصة بمتغيرات السياسة النقدية و مؤشر أداء السوق المالي، وبعد إدخال البيانات لبرنامج eviews تم استعمال الاختبارات التالية :

1- تمهيد البيانات: الهدف منها هو هو تهذيب شكل البيانات عبر الزمن، حيث ان البيانات الاقتصادية عادة لا تمثل علاقات خطية، لذا سيتم تحويل بيانات السلسلة الزمنية الخاصة بمتغيرات الدراسة إلى سلسلة لوغاريتمية و تحويل البيانات إلى اللوغاريتم الطبيعي يعمل على تمهيد التغير غير الخطي في البيانات وتحويله إلى علاقة خطية لذلك لن يتم اجراء الاختبارات الاحصائية الخاصة بهذه الدراسة على البيانات الاصلية بل سوف يتم تحويلها إلى اللوغاريتم الطبيعي.

2- اختبار استقرارية السلاسل الزمنية:

و نقصد بالاستقرارية ما إذا كان تغير مستوياتها مع الزمن دون تغير متوسطها، و ذلك من خلال فترة زمنية طويلة نسبيا، أما السلسلة الغير مستقرة فان متوسطها يتغير باستمرار سواء بالزيادة أو بالنقصان[1]. و ذلك ان طبيعة السلاسل الزمنية تكون غير ساكنة (اغلب السلاسل الزمنية للمتغيرات الاقتصادية) مما يؤدي إلى ما يعرف بالانحدار الزائف الذي يعني وجود اتجاه عام في السلسة الزمنية للمتغيرات قد يؤدي إلى علاقة معنوية بين هذه المتغيرات.من اجل اختبار الفرضيات التالية:

H_0: السلسلة الزمنية غير مستقرة

H_1: السلسلة مستقرةالزمنية

من اجل اختبار سكون السلاسل الزمنية من عدمها، نعتمد على مجموعة من الاختبارات منها:

أ- **اختبار ديكي-فولر (الجذر الوحدوي) Dickey et Fuller (DF):**

يسمح هذا الاختبار بمعرفة ما إذا كانت السلسلة الزمنية مستقرة ام لا، عن طريق تحديد مركبة الاتجاه العام، إن كانت تحديدية أم عشوائية، و يقوم اختبار **DF** بالاعتماد على ثلاثة نماذج[2] و هي:

✓ النموذج الأول: الانحدار الذاتي من الدرجة الأولى $\nabla Y_t = (\varphi_1 - 1)Y_{t-1} + \varepsilon_t$

✓ النموذج الثاني: الانحدار الذاتي مع وجود ثابت $\nabla Y_t = C + (\varphi_1 - 1)Y_{t-1} + \varepsilon_t$

✓ النموذج الثالث: الانحدار الذاتي مع وجود ثابت ومركبة الاتجاه العام

$$\nabla Y_t = C + (\varphi_1 - 1)Y_{t-1} + b_t + \varepsilon_t$$

✓ بالنسبة للنموذج الأول الانحدار الذاتي من الدرجة الأولى **AR(1)** و الذي يكتب من الشكل:

$$Y_t = \varphi_1 Y_{t-1} + \varepsilon_t \Rightarrow \nabla Y_t = (\varphi_1 - 1)Y_{t-1} + \varepsilon_t$$

و بوضع: $\lambda = (\varphi_1 - 1)$ نجد $Y_t = \lambda Y_{t-1} + \varepsilon_t$

اختبار انعدام λ يعني اختبار $\varphi_1 = 1$ و من هنا سمي اختبار جذر الوحدة، و قد استعملنا برنامج eviews من اجل الحصول على نتائج هذا الاختبار، و يعتمدهذا الاختبار على احصائية t لمعامل الانحدار الذاتي من اجل اختبار الفرضية التالية:

H_0: السلسلة الزمنية تحتوي على جذر وحدة

H_1: السلسلة الزمنية مستقرة

[1] صالح تومي، **مدخل لنظرية القياس الاقتصادي**، ديوان المطبوعات الجامعية، ج 2 الجزائر، 1999، ص: 173.

[2] Bourbonnis regis ، Econométries 6eme édition ; Dunod ; paris ; 2005 ; p :233.

ويعتمد قبول او رفض الفرضية الصفرية على أساس مستوى المعنوية، فاذا كانت sig اكبر من 0.05 نقبل الفرضية الصفرية.

✓ أما بالنسبة للنموذج الثاني و الثالث فيجب مراعاة المعنوية الإحصائية للمقدرات الباقية، فإذا كانت جميع المقدرات لا تختلف معنويا عن الصفر فان السلسلة مستقرة.

يقوم اختبار ديكي_فولر على فرضية أساسية، و هي استقلالية الأخطاء العشوائية عن بعضها البعض، و في حالة عكس ذلك لا يصلح هذا الاختبار، و من ثمة تم إيجاد اختبار أخري أخذ في الحسبان هذا المشكل، هو اختبار (**ADF**)

ب- **اختبار ديكي-فولر الموسع Dickey et Fuller Augmentes (ADF)**:

يقوم اختبار**ADF**على اختبار المعنوية الإحصائية لمقدرة النماذج التالية:

✓ النموذج الرابع: نموذج الانحدار الذاتي من الدرجة (**PAR(P**):

$$\nabla Y_t = \lambda Y_{t-1} + \sum_{j=2}^{p} \varphi_1 \nabla Y_{t-j+1} + \varepsilon_t$$

✓ النموذج الخامس: نموذج(**AR(P**)مع وجود ثابت:

$$\nabla Y_t = C + \lambda Y_{t-1} + \sum_{j=2}^{p} \varphi_1 \nabla Y_{t-j+1} + \varepsilon_t$$

✓ النموذج السادس: نموذج (**AR(P**)مع الثابت و الاتجاه العام:

$$\nabla Y_t = C + \lambda Y_{t-1} + \sum_{j=2}^{p} \varphi_1 \nabla Y_{t-j+1} + b_t + \varepsilon_t$$

يتطلب هذا الاختبار جدول احصائي يختلف عن الجدول السابق، كما ان درجة التاخير يتم تحديدها بالاعتماد على احصائية AKAIKE أو SCHAWRZ.

و بالاعتماد على برنامج eviews **نتحصل على النتائج التالية:**

	النماذج ADF	Sig T	الاستقرار في المستوى	ADF بعد الفرق الاول	الاستقرار بعد الفرق الاول	الاستقرار بعد الفرق الثاني
Lase	النموذج4	0.935 (1.192)	غير مستقرة	0.001 (4.56-)	مستقرة	
	النموذج5	0.381 (1.779-)		0.001 (4.69-)		
	النموذج6	0.861 (1.314-)		0.0038 (4.8-)		
Lm2	النموذج4	1.000 (11.17)	غير مستقرة	0.17 (1.3-)	غ.مستقرة	0.000 (6.89-)

	النموذج5	0.951 (0.018)		0.0155 (3.52-)		0.000 (6.81-)
	النموذج6	0.199 (2.84-)		0.06 (3.44-)		0.149 (3.022-)
Linf	النموذج4	0.155 (1.3-)	غير مستقرة	0.000 (4.93-)	مستقرة	
	النموذج5	0.15 (2.38-)		0.0013 (4.78-)		
	النموذج6	0.4 (2.32-)		0.004 (4.92-)		
Lexch	النموذج4 النموذج5 النموذج6	ذات تباين معدوم				
Lint	النموذج4	0.277 (0.99-)	غير مستقرة	0.000 (5.22-)	مستقرة	
	النموذج5	0.259 (2.06-)		0.0008 (5.06-)		
	النموذج6	0.465 (2.2-)		0.0038 (5.035-)		

المصدر: من إعداد الباحثين بالاعتماد على برنامج eviews

و بالنظر إلى النتائج السابقة من الجدول السابق سيلاحظ أن القيمة الاحتمالية لكافة المتغيرات اكبر من 0.05 مما يؤدي إلى قبول الفرض العدمي القائل بان السلاسل الزمنية غير مستقرة أي تعاني من عدم الاستقرار، و لكن بعد اخذ الفروق الأولى وجد أن السلاسل الزمنية مستقرة عند درجة ثقة 95% حيث كانت القيمة الاحتمالية اقل من 0.05، مما أدى إلى قبول الفرض البديل القائل بان السلاسل الزمنية مستقرة عند الفروق من الدرجة الأولى، عدا عرض النقود التي كانت مستقرة عند الفروق من الدرجة الثانية.

3- اختبار معاملات الارتباط بين المتغيرات المستقلة الداخلة في النموذج:

يتم عمل مصفوفة الارتباط بين مجموعة المتغيرات المستقلة في النموذج، و ذلك للاستبعاد المتغيرات التي تربطها علاقات قوية معنوية، و ذلك لتجنب مشكلة الازدواج الخطي و الجدول التالي يوضح مصفوفة الارتباط بين المتغيرات المستقلة:

من الجدول السابق نجد أن كل المعاملات ضعيفة، بين كل المعاملات المستقلة، و هذا ما ينفي وجود مشكلة الازدواج الخطي بين المتغيرات.

أسفر التحليل الإحصائي على أن:

- النموذج يفسر 81% من التغيرات الحاصلة في مؤشر السوق، و الباقي يعزى إلى عوامل أخرى، إن تغير المتغير المستقل بنسبة1 % يؤدي إلى تغيرات مختلفة بالمتغير التابع، كما يتضح من دراسة معلمات الدالة حيث نجد أن العوامل الأكثر تأثيرا هي عرض النقد و المتغير الثابت.
- وجود علاقة عكسية بين سعر الصرف و بين المؤشر العام للسوق المالي، و هذا ما يتفق مع النظرية الاقتصادية.
- وجود علاقة طردية بين سعر الفائدة على الودائع لأجل و بين المؤشر العام للسوق المالي، و هذا ما يتفق مع النظرية الاقتصادية.
- وجود علاقة طردية بين التضخم و المؤشر العام للسوق المالي، و هذا يتوقف على طبيعة أو نوع التضخم، و الظروف التي نشأ فيها التضخم، فالتضخم الناتج عن قوى الطلب حتما سيخلف تأثيره على سوق الأسهم عن تأثير التضخم الناتج عن جانب العرض (ارتفاع التكاليف).
- وجود علاقة طردية بين عرض النقد و بين المؤشر العام للسوق المالي، و هذا ما يتفق مع النظرية الاقتصادية.

خلاصة:

تناول هذا الفصل قياس اثر المتغيرات النقدية على اداء السوق المالي الاردني، و ذلك من خلال مجموعة من الخطوات و تم التوصل إلى ما يلي:

- من خلال اختبار الاستقرارية للسلاسل الزمنية محل الدراسة، اتضح أن متغيرات سعر الفائدة على الودائع لأجل (Lint)، و معدل التضخم (LINF)و مؤشر السوق (Lase)، و سعر الصرف (Lexch)جميعها مستقرة بالفرق الأول، بينما متغير عرض النقد (LM_2)، فقد استقر عند المستوى.

- أظهرت نتائج أن عرض النقد وسعر الفائدة على الودائع لأجل، يلعبان الدور الأكبر في تفسير التقلبات التي تحدث في مؤشرات سوق عمان للأوراق المالية، وهذا دليل على مدى فاعلية هاتين الأداتين في تنشيط سوق

الأوراق المالية، حيث بلغت القوة التفسيرية لهذين المتغيرين في تفسيرهما للتغيرات الحاصلة في مؤشر السوق حوالي 60 %، 28%، على التوالي.

- فسر معدل التضخم نسبة ضئيلة من التغيرات في مؤشر السوق، وهذا يعني إما أن المستثمر لا يأخذ بعين الاعتبار معدل التضخم عندما يريد أن يستثمر في الأسهم، أو أن معدل التضخم السائد في الاقتصاد الأردني يكون منخفضا وهذا ما تسعى السلطة النقدية إلى المحافظة عليه عند مستويات تتواءم مع معدلات النمو في الاقتصاد.

خاتمة:

على ضوء النتائج المتحصل عليها يمكن الإجابة على الإشكالية التي يتمحور عليها هذا البحث حول ما إذا كان لمتغيرات السياسة النقدية تأثير ذات دلالة إحصائية على مؤشرات السوق المالي الأردني، حيث أسفرت النتائج النماذج المصاغة كانت معنوية بدرجة عالية، أما بالنسبة لتأثير المتغيرات فكان تأثير ، في حين كان تأثير كل من عرض النقد و سعر الفائدة على الودائع لأجل غير معنوي و يعزى ذلك إلى أن عرض النقد المستعمل في الدراسة يحتوي على الودائع للادخارية و الزمنية التي تعتبر فرص استثمارية تنافسية مع السوق المالية.

أما بالنسبة لطبيعة العلاقة بين متغيرات السياسة النقدية و مؤشرات سوق عمان المستهدفة، مع المؤشرات المستخدمة، في حين كانت العلاقة سالبة بين عرض النقد و سعر الفائدة المستخدمة والمؤشرات المستخدمة .

الأمر الذي يؤكد صحة الفرضيات المصاغة سابقا.

و قد تم التوصل إلى النتائج التالية:

- نظرا لوجود علاقة سببية بين متغيرات السياسة النقدية ومؤشرات نشاط سوق عمان للأوراق المالية، وفي إطار وجود تأثير لهذه المتغيرات على أسعار الأسهم، فإنه يمكن الاستنتاج بأن سوق عمان للأوراق المالية لا يتمتع بالكفاءة عند صيغتها شبه القوية، وذلك بسبب أنه يمكن للتغيرات في السياسة النقدية أن تساهم في توقع أسعار الأسهم، وعليه يمكن للمستثمرين تحقيق أرباح غير عادية من خلال استخدام معلومات عن متغيرات السياسة النقدية.
- جاء تأثير معدل التضخم على حجم التداول ومعدل دوران الأسهم غير معنويا و ايجابية، ويعزى ذلك إلى مجهودات السلطة النقدية الأردنية لتضييق التذبذبات فيه، لأنها تضع على رأس أولوياتها المحافظة على الاستقرار النقدي، فعندما يرتفع معدل التضخم تبدأ النقود بفقدان قوتها الشرائية، فيحاول المستثمرون حماية مدخراتهم ضد هذه المخاطر، فيقومون بزيادة حجم استثماراتهم في الأسهم فيزداد الطلب عليها فترتفع أسعارها وتتأثر معها أحجام التداول، ويلجأ المستثمرون إلى هذا الأسلوب باعتبار أن الأسهم تعطي لحاملها الحق في المطالبة بتملك أصول حقيقية للشركات التي تمثلها هذه الأسهم والتي يتوقع أن تزداد قيمتها مع تضخم الأسعار. أما عند انخفاض المستوى العام للأسعار فإنه ليس من المتوقع أن ترتفع قيمة الأصول الحقيقية لهذه الشركات، وبالتالي يلجأ المستثمرون إلى الابتعاد عن التعامل بالأسهم فتنخفض أسعارها.

غير أن تأثيره كان إيجابيا ومعنويا على أسعار الأسهم، ويعود ذلك إلى أنه في ظل التضخم ومن خلال أثر التوهم النقدي يؤدي إلى زيادة أسعار وعوائد الأسهم، الأمر الذي يدفع بالمستثمرين إلى زيادة الطلب على

الأسهم مما يؤدي إلى ارتفاع أسعارها وذلك باعتبار أن الأسهم تمثل حقوقا يتوقع أن تزداد قيمتها مع تضخم الأسعار، لكن مع مرور الزمن يدرك المستثمرون أن هذا الارتفاع في أسعار الأسهم سببه الارتفاع المستمر في الأسعار، وبالتالي يقل الطلب على الأسهم فتتجه أسعارها نحو الثبات.

- أظهرت النتائج أن أي تغير في سعر الفائدة على الودائع لأجل، و عرض النقد يحدث أثرا سلبيا على كل من الرقم القياسي لأسعار الأسهم، و القيمة السوقية، وحجم التداول، ومعدل دوران الأسهم، وذلك يتوافق مع فكرة أن الودائع تعتبر بديلا استثماريا قليل المخاطرة مقارنة مع الأسهم، كما أن ارتفاع أسعار الفائدة يحث المستثمرين على إيداع ودائعهم في البنوك بدل استثمارها مما يوقف الخطط التوسعية للشركات لذا فان ارتفاع سعر الفائدة يؤثر سلبيا على أسواق الأسهم و يؤدي إلى انخفاض أسعار الأسهم.
- كما يمكن أن تؤدي زيادة عرض النقد إلى زيادة حجم الاستثمارات، وبما أن جزءً من هذا الاستثمار سيتم تمويله عن طريق طرح أدوات تمويل جديدة، فمن المتوقع أن يترك آثارا إيجابية على أسعار الأسهم وحجم التداول، ولكن قد يظهر أثر سلبي لزيادة عرض النقد يتمثل في حجم الإصدارات الجديدة، حيث أن الزيادة في عرض النقد قد يذهب جزء منها على شكل إصدارات جديدة من الأسهم والسندات مما يؤدي إلى امتصاص جزء لا بأس به من السيولة المتاحة، والذي يؤدي إلى انخفاض أسعار الأسهم.

– الاقتراحات:

اعتماداً على ما تم التوصُّل إليه من نتائج في هذه الدراسة، فإن الباحثان توصيا بما يلي:

1. إعطاء السياسة النقدية أهمية من قبل صانعيها، لاعتمادها على أهم السياسة النقدية المتمثلة في عرض النقد وأسعار الفائدة، تلك السياسة التي تلعب دورا فاعلا في التأثير على حركة أسعار الأسهم، وحجم التداول ومعدل دوران الأسهم، لذلك ينبغي على السلطة النقدية أن تأخذ بعين الاعتبار الآثار الناجمة عن التغير في عرض النقد وأسعار الفائدة على سوق الأوراق المالية عند صياغتها لأية قرارات تتعلق بالسياسة النقدية تهدف إلى تنشيط النمو الاقتصادي، وبما يتماشى مع تطور وتقدم أداء السوق، خاصة وأن سوق الأوراق المالية يعتبر من بين القنوات التي يمكن من خلالها نقل أثر السياسة النقدية إلى النشاط الاقتصادي.

2. يمكن للمستثمرين في سوق عمان للأوراق المالية أن يأخذوا بعين الاعتبار التغيرات الحاصلة في السياسة النقدية كعوامل مهمة ومؤثرة عند اتخاذ القرار الخاص بالاستثمار في الأسهم، وبالتالي باستطاعتهم تطوير قاعدة للتعامل بالأسهم، وذلك من أجل تحقيق أرباح غير عادية خاصة في ظل عدم كفاءة هذا السوق.

3. العمل على نشر ثقافة التعامل في البورصة وتنمية الوعي الاستثماري لدى جمهور المدخرين والمتعاملين مع البنوك، وكذا العاملين الأردنيين في الخارج بأهمية الاستثمار في سوق الأوراق المالية وذلك عن طريق:

أ- إنشاء شركات استثمارية مالية متخصصة، تقوم بتقديم النصيحة والمشورة في مجال الأوراق المالية.

ب- تفعيل دور وسائل الإعلام وذلك بتوضيح المفاهيم الصحيحة للاستثمار في سوق الأوراق المالية.

4. ضرورة الاهتمام بكل ما من شأنه رفع مستوى كفاءة سوق عمان للأوراق المالية، وذلك من خلال إزالة كل العوائق التي تحول دون تدفق المعلومات بين المتعاملين، وهذا عن طريق إنشاء وحدة معلومات متكاملة وفعالة، تقوم بتقديم المعلومات المطلوبة التي تفيد المستثمرين، وتزيد من ثقتهم في السوق، وتخلق لهم المناخ الملائم للاستثمار، وذلك بسرعة وبدقة ودون أية تكاليف، لأن معظم المستثمرين يحصلون على المعلومات من خلال شركات الخدمات المالية، وهذا ما يكلفهم عبئا ماليا.

5. العمل على توفير السيولة العالية للأوراق المالية، بما يجعل الاستثمار أقل خطورة، ويسهل على توجه المستثمرين نحو شراء الأوراق المالية للشركات الأحسن آداء، الأمر الذي ينعكس في النهاية على حسن استغلال الموارد الاقتصادية، وبالتالي تدعيم عملية النمو الاقتصادي في المدى الطويل.

6. ضرورة تنشيط وتفعيل سوق السندات، وذلك من خلال تشجيع إصدار سندات متنوعة (حكومية وشركات) بما يسمح بتنويع العوائد كما هو الحال في الدول المتقدمة، خاصة وأن الاستثمار في السندات أقل خطرا من الاستثمار في الأسهم وهذا ما يحبذه بعض المستثمرين.