

التعليم العالي والبحث العلمي

جامعة العربي التبسي - تبسة



كلية العلوم الاقتصادية، العلوم التجارية وعلوم التسيير

الرقم التسلسلي:...../ 2017

قسم: العلوم الاقتصادية

مذكرة مقدمة لاستكمال متطلبات شهادة ماستر أكاديمي (ل م د)

دفعة: 2017

الميدان: علوم اقتصادية، علوم تجارية وعلوم التسيير

الشعبة: علوم اقتصادية

التخصص: نقود ومالية

عنوان المذكرة:

أثر متغيرات السياسة النقدية في تقلبات أسعار الأوراق المالية

دراسة حالة بورصة الأردن للفترة 2006-2014

تمت بإشرافه:

د. عبد الحميد حفيظ

من إحداد الطالبتين:

حياة عون

رانيا ركاب

جامعة العربي التبسي - تبسة
University of Arab Science and Technology - Tessa
نوقشت أمام اللجنة المكونة من الأساتذة:

الاسم واللقب	الرتبة العلمية	الصفة
سمير آيت يحي		رئيسا
عبد الحميد حفيظ		مشرفا ومقررا
عثمان عثمانية		عضوا مناقشا

السنة الجامعية: 2017/2016

التعليم العالي والبحث العلمي

جامعة العربي التبسي - تبسة



كلية العلوم الاقتصادية، العلوم التجارية وعلوم التسيير

الرقم التسلسلي: / 2017

قسم: العلوم الاقتصادية

مذكرة مقدمة لاستكمال متطلبات شهادة ماستر أكاديمي (ل م د)

دفعة: 2017

الميدان: علوم اقتصادية، علوم تجارية وعلوم التسيير

الشعبة: علوم اقتصادية

التخصص: نقود ومالية

عنوان المذكرة:

أثر متغيرات السياسة النقدية في تقلبات أسعار الأوراق المالية

دراسة حالة بورصة الأردن للفترة 2006-2014

تمت بإشرافه

د. عبد الحميد حفيظ

من إعداد الطالبتين:

حياة عون

رانيا ركاب

جامعة العربي التبسي - تبسة
University of Arab Science and Technology
نوقشت أمام اللجنة المكونة من الأساتذة:

الاسم واللقب	الرتبة العلمية	الصفة
سمير آيت يحي		رئيسا
عبد الحميد حفيظ		مشرفا ومقررا
عثمان عثمانية		عضوا مناقشا

السنة الجامعية: 2017/2016

وزارة التعليم العالي والبحث العلمي

جامعة العربي التبسي - تبسة

كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير



تقرير المشرف حول سير عملية تأطير مذكرة ماستر

بعد أداء واجب التحية والاحترام؛
يُمكن التأكيد بشأن سير عملية الإشراف على مذكرة تخرج ضمن متطلبات نيل شهادة ماستر،

اسم ولقب الطلبة : 01-
القسم الذي يتبعه الطلبة:
التخصص : السنة الجامعية: 2017/2016 -02.....

عنوان المذكرة:

مكان التربص:
فترة التربص: من إلى غاية:

اسم ولقب المشرف: الرتبة:
القسم الذي يتبعه المشرف: تخصص المشرف:
تاريخ بدء الإشراف:

ملاحظات حول سير عملية الإشراف:

.....
.....
.....
.....

(للضرورة يمكن إضافة ملاحظات أخرى على ورقة مرفقة)



شُكْرٌ وَعَرْفَانٌ

بِسْمِ اللَّهِ الرَّحْمَنِ الرَّحِيمِ

لِلَّهِ الْفَضْلُ مِنْ قَبْلِ وَمِنْ بَعْدِ عَلَى مَا أَنْعَمَ وَسَهَّلَ وَأَرشَدَ فَلَهُ الْحَمْدُ وَالشُّكْرُ كُلُّهُ وَالصَّلَاةُ وَالسَّلَامُ عَلَى رَسُولِهِ الْأَمِينِ

سَيِّدِنَا مُحَمَّدَ بْنَ عَبْدِ اللَّهِ وَعَلَى آلِهِ وَصَحْبِهِ وَمَنْ تَبِعَهُ بِإِحْسَانٍ إِلَى يَوْمِ الدِّينِ، وَبَعْدُ...

بَادئ ذي بدءٍ نَحْمَدُ اللَّهَ حَمْدًا كَثِيرًا عَلَى تَوْفِيقِهِ لَنَا فِي ابْتِجَازِ هَذَا الْبَحْثِ وَمَا كُنَّا لِنَوْفِقَ لَوْلَا تَوْفِيقُ اللَّهِ وَعَمَلًا بِقَوْلِهِ عَلَيْهِ أَرْكَى - الصَّلَاةُ وَالسَّلَامُ - "مَنْ اسْتَعَانَكُمْ بِاللَّهِ فَأَعِينُوهُ وَمَنْ سَأَلَكُمْ بِاللَّهِ فَأَعْطُوهُ وَمَنْ دَعَاكُمْ فَأَجِيبُوهُ وَمَنْ صَنَعَ إِلَيْكُمْ مَعْرُوفًا فَكَافِئُوهُ فَإِنَّ لَمْ تَجِدُوا مَا تَكَافِئُوهُ فاعِدُوا لَهُ حَتَّى تَرَوْا أَنْكُمْ قَدْ كَافَأْتُمُوهُ".

تَتَقَدَّمُ بِجَزِيلِ الشُّكْرِ وَبِأَسْمَى عِبَارَاتِ التَّقْدِيرِ وَالِامْتِنَانِ إِلَى الَّذِي كَانَ أَحَقَّ قَبْلَ أَنْ يَكُونَ مُؤَطَّرًا إِلَى مَنْ

سَاعَدَنَا بِطِبِيئَةِ قَلْبِهِ وَحَسَنِ تَرْخَابِهِ لَنَا وَجَهْدِهِ وَصَبْرِهِ مَعَنَا وَعَلَيْنَا إِلَى: "د. **مُهَيْبُ عَمْرٍو الْحَمِيدُ**" (جَامِعَةُ تَبَسَّةً) كُلُّ الشُّكْرِ لَكَ عَلَى جُمْلَةِ التَّوْجِيهِاتِ وَالنَّصَائِحِ الَّتِي كَلَّلْتَ بِهَا مَشُورَانَا وَالَّتِي كَانَتْ حَافِزًا فِي إِتِمَامِ هَذَا الْعَمَلِ رَاجِحِينَ مِنَ الْمُؤَلَّى عَزَّ وَجَلَّ أَنْ يُؤَفِّقَهُ وَإِنْ شَاءَ اللَّهُ الْمَزِيدِ مِنَ الْإِنْجَازَاتِ وَالنَّجَاحَاتِ.

إِلَى مَنْ مَدَّ لَنَا يَدَ الْعَوْنِ وَالْمُسَاعَدَةِ وَمَنَحَنَا الْكَثِيرَ مِنْ وَقْتِ رَاحَتِهِ إِلَى الْأَخْتَانِ: "**بومعلاق أميمة**". "**رايس سارة**".

كَمَا أَشْكُرُ أَيْضًا كُلَّ الشُّكْرِ عَمَّتِي وَأُخْتِي وَصَدِيقَتِي: "**رُكَايَةُ صَفِيَّة**" الَّتِي وَقَفَتْ بِجَانِبِي وَلَمْ تَتْرَكْنِي يَوْمًا وَسَاعَدَتْنِي فِي الْخُرُوجِ مِنَ الصَّدَمَةِ الَّتِي تَعَرَّضْتُ لَهَا فِي نَهَايَةِ السَّنَةِ الدِّرَاسِيَّةِ بِقُفْدَانِ أُمِّي رَحِمَهَا اللَّهُ وَأَسْكَنْهَا فِسِيحَ جَنَاتِهِ جَزَاكَ اللَّهُ كُلَّ خَيْرٍ، لَوْلَاكَ مَا اسْتَطَعْتُ إِهْمَاءَ هَذِهِ الْمَذْكُورَةِ.

كَمَا نَتَقَدَّمُ بِكُلِّ الشُّكْرِ وَالتَّقْدِيرِ وَالِاحْتِرَامِ إِلَى الْعَائِلَتَيْنِ الْكَرِيمَتَيْنِ وَمَا وَفَّرْتَهُ لَنَا مِنْ رَاحَةٍ حَتَّى أَتَمَمْنَا هَذِهِ الْمَذْكُورَةَ كَمَا لَا نَنْسَى أَيْضًا أَسَاتِدَتِنَا الْكِرَامَ مِنَ الطُّورِ الْإِبْتِدَائِيِّ إِلَى الطُّورِ الْجَامِعِيِّ، وَإِلَى جَمِيعِ طَلَبَةِ كَلِيَّةِ الْعُلُومِ الْاِقْتِصَادِيَّةِ، الْعُلُومِ التِّجَارِيَّةِ وَ الْعُلُومِ التَّسْيِيرِ، كَمَا لَا يُفُوتُنَا أَنْ نَشْكُرَ كُلَّ زُمْلَائِنِي فِي الدَّفْعَةِ 2017.

وَنَشْكُرُ أَعْضَاءَ لَجْنَةِ الْمُنَاقَشَةِ عَلَى تَفَضُّلِهِمْ بِإِثْرَاءِ هَذَا الْعَمَلِ وَكُلِّ مَنْ قَدَّمَ لَنَا النَّصِيحَةَ وَأَعَانَنَا وَلَوْ بِكَلِمَةٍ مِنْ قَرِيبٍ

أَوْ مِنْ بَعِيدٍ فَالشُّكْرُ الْجَزِيلُ لَكُمْ جَمِيعًا

بَارَكَ اللَّهُ فِيكُمْ وَوَفَّقَكُمْ إِلَى مَا تَشْتَبُونَ إِلَيْهِ

رانيا - حياة

إلى التي بفراقها فارقتني الأمان وأدستك بالغربة في الزمان والمكان
ذهبت وذهب معك كل الجنان الغالي
إلى جنتي رحمك الله وجعل مثواك الجنة إلى أبي الغالي
وأدي أطال الله في عمرهما إلى من أحببتهم و أحبوني

رانيا

إِهْدَاء

إِلَيْكَ إِلَهِي دُعَائِي وَمُنَاجَاتِي، إِلَيْكَ حُبِّي وَعِشْقِي وَشُكْرِي وَإِنْ كَانَ شُكْرِي لَكَ هُوَ نِعْمَةٌ مِنْكَ عَلَيَّ وَأَفْضَلُ صَلَاتِي وَأَتَمُّ سَلَامِي عَلَى حَبِينَا وَرَسُولِنَا وَهَادِينَا مُحَمَّدٍ صَلَّى اللَّهُ عَلَيْهِ وَعَلَى آلِهِ وَصَحْبِهِ أَجْمَعِينَ وَالْحَمْدُ لِلَّهِ رَبِّ الْعَالَمِينَ
أَهْدِي ثَمْرَةَ جُهْدِي إِلَى:

يَا مَنْ تَمَمَّ قَدَمَيْكَ الْجِنَانِ
يَا مُهْبَةَ قَلْبِي وَنُورَ حَيْدِي
إِلَى أُمِّي الْحَبِيبَةِ دَافِعِي وَسَنَدِي فِي طَلَبِ الْعِلْمِ وَتَحْصِيلِهِ وَالرَّقِي لِأَرْفَعِ الْمَرَاتِبَ أَدَامَهَا اللَّهُ لَنَا وَحَفَظَهَا.
يَا مَنْ لَكَ فِي الْقَلْبِ مِنَ الْحُبِّ كَثِيرٌ
إِخْتَرْتُهُ وَتَمَنَّتْ فِيهِ بُحُورٌ مَشْأَرِي
يَا رِيْشَةَ بِيَدِي فَنَانِ
يَا دَهْنَ الْوَرْدِ وَمَحَبَّةَ الزَّمَانِ
وَلَكَ مِنِّي إِخْتِرَامٌ وَتَقْدِيرٌ
لَأَمَدِكَ بِبِضْعِ حَلِمَاتِ
إِلَيْكَ أَبِي الْحَبِيبِ أَطَالَ اللَّهُ فِي عُمْرِكَ

إِلَى مِلْهَمَتِي يَا مَنْ مَلَكَتِي قَلْبِي بِهَوَاكَ يَا مَنْ نَوَّرَتْ قَلْبِي وَرُوحِي وَقَاسَمَتِي أَفْرَاجِي وَأَخْزَانِي أُخْتِي إِلَهَامِ.
إِلَى مَنْ كَانُوا مَعِي يُقْلِبُهُمْ وَدُعَائِهِمْ خُطْوَةً بِخُطْوَةٍ فِي حَيَاتِي وَدِرَاسَتِي إِلَى إِخْوَتِي: **مَحْيَسَى** وَرَبِيعَ وَزَوْجَتَيْهِمَا، وَبِلَالٍ أَطَالَ
اللَّهُ فِي عُمْرِهِ.

وَأَخْوَاتِي: **وَسَيْلَةَ** وَ**وَفَاءَ** وَ**صُنَيْةَ**

إِلَى بَرَاعِمِ الْعَائِلَةِ: **حَمِيدَةَ** وَ**سَاجِدَةَ**

إِلَيْكُنَّ صَدِيقَاتُ ذُرِّي أَخْوَاتِي بِلَ وَأَعْلَى وَرَآنِيَا، **سَهَامَ**، **أُمَيْمَةَ**، **مَرْوَى**، **مَرْيَمَ**، **سَارَةَ**، **شَبْمَاءَ**، **جِيهَانَ**، **صَفِيَّةَ**.
إِلَى جَمِيعِ الْأَصْدِقَاءِ وَالْأَهْلِ وَالْأَقْرَابِ وَإِلَى كُلِّ أَسَاتِدَةٍ قَسَمِ الْعُلُومِ الْاِقْتِصَادِيَّةِ وَكُلِّ طَلَبَةٍ دُفَعَةَ 2017، إِلَى كُلِّ مَنْ ابْتَسَمَ فِي وَجْهِهِ وَأَسْعَدَهُ قَوْلِي وَنَصَحَنِي وَقَدَّمَ الْجَمِيلُ مِنْ أَجْلِي إِلَى الَّذِينَ تَذَكَّرْتُهُمْ قَلْبِي وَلَمْ يَكْتُشِبْهُمْ قَلْبِي، كَادَ أَنْ يُجْفَ الْقَلْمُ وَتَنْفُذَ الْكَلِمَاتُ دُونَ التَّعْبِيرِ عَنِ مَا يُدَاعِبُ الْفُؤَادَ إِلَى كُلِّ قَلْبٍ مُؤْمِنٍ يُحِبُّ رَبَّنَا وَرَسُولَنَا مُحَمَّدَ صَلَّى اللَّهُ عَلَيْهِ وَسَلَّمَ.

حياة



قائمة المحتويات

1. فهرس المواضيع

الصفحة	الموضوع
II - I	فهرس المواضيع
III	فهرس الجداول
IV	فهرس الأشكال
أ-ز	المقدمة العامة
الفصل الأول: الإطار العام لسوق الأوراق المالية	
02.....	مقدمة الفصل الأول.....
13-03.....	المبحث الأول: مفاهيم عامة حول سوق الأوراق المالية.....
06-03.....	المطلب الأول: ماهية سوق الأوراق المالية.....
09-06.....	المطلب الثاني: شروط قيام سوق الأوراق المالية، وظائفه وعوامله.....
13-09.....	المطلب الثالث: تقسيمات سوق الأوراق المالية.....
26-13.....	المبحث الثاني: الأدوات المتداولة في سوق الأوراق المالية.....
17-13.....	المطلب الأول: أدوات الملكية "الأسهم".....
22-18.....	المطلب الثاني: أدوات المديونية "السندات".....
26-22.....	المطلب الثالث: المشتقات المالية والأوراق الهجينة.....
30-26.....	المبحث الثالث: كفاءة سوق الأوراق المالية.....
27-26.....	المطلب الأول: مفهوم كفاءة سوق الأوراق المالية.....
29-27.....	المطلب الثاني: صيغ كفاءة سوق الأوراق المالية.....
30-29.....	المطلب الثالث: متطلبات كفاءة سوق الأوراق المالية.....
31.....	خاتمة الفصل الأول.....
الفصل الثاني: السياسة النقدية	
33.....	مقدمة الفصل الثاني.....
44-34.....	المبحث الأول: عموميات حول السياسة النقدية.....
36-34.....	المطلب الأول: مفهوم السياسة النقدية.....

40-36.....	المطلب الثاني: أهداف السياسة النقدية واتجاهاتها.....
44-40.....	المطلب الثالث: قنوات إبلاغ السياسة النقدية ومصادقيتها.....
48-44.....	المبحث الثاني: أدوات السياسة النقدية ومتغيراتها.....
45-44.....	المطلب الأول: أدوات السياسة النقدية.....
46.....	المطلب الثاني: أدوات أخرى للسياسة النقدية.....
48-46.....	المطلب الثالث: متغيرات السياسة النقدية.....
58-48.....	المبحث الثالث: أثر متغيرات السياسة النقدية على سوق الأوراق المالية.....
51-49.....	المطلب الأول: علاقة التضخم بأداء سوق الأوراق المالية.....
53-52.....	المطلب الثاني: العلاقة بين سعر الصرف وأداء سوق الأوراق المالية.....
56-53.....	المطلب الثالث: العلاقة بين معدل الفائدة وأداء سوق الأوراق المالية.....
58-57.....	المطلب الرابع: علاقة الكتلة النقدية بأداء سوق الأوراق المالية.....
59.....	خاتمة الفصل الثاني.....

الفصل الثالث: أثر متغيرات السياسة النقدية على أداء سوق الأوراق المالية الأردنية للفترة 2006-2014

61.....	مقدمة الفصل الثالث.....
72-62.....	المبحث الأول: نظرة عامة حول نظام سوق الأوراق المالية الأردنية.....
65-62.....	المطلب الأول: نشأة سوق الأوراق المالية الأردنية وأهدافها.....
68-65.....	المطلب الثاني: الهيئات المنظمة للسوق.....
69-68.....	المطلب الثالث: الأوراق المالية المتداولة في سوق الأوراق المالية الأردنية ونظام التداول.....
72-69.....	المطلب الرابع: الأرقام القياسية لسوق الأوراق المالية الأردنية.....
86-73.....	المبحث الثاني: تحليل أداء سوق الأوراق المالية الأردنية.....
76-73.....	المطلب الأول: تطور معدل التضخم والرقم القياسي للأسهم الأردنية.....
81-76.....	المطلب الثاني: تطور الكتلة النقدية والرقم القياسي للأسهم الأردنية.....
84-81.....	المطلب الثالث: تطور معدل الفائدة والرقم القياسي للأسهم الأردنية.....
86-84.....	المطلب الرابع: تطور سعر الصرف والرقم القياسي للأسهم الأردنية.....
87.....	خاتمة الفصل الثالث.....

93-89

الخاتمة العامة

98-95

قائمة المراجع

2. فهرس الجداول

الصفحة	العنوان	الرقم
22	المقارنة بين الأسهم والسندات.	1-1
73	تطور معدل التضخم والرقم القياسي المرجح للأسهم الحرة للقطاعات خلال الفترة 2006-2014.	1-3
77	تطور الكتلة النقدية والرقم القياسي المرجح للأسهم الحرة للقطاعات في الأردن خلال الفترة 2006-2014.	2-3
82	تطور أسعار الفائدة والرقم القياسي المرجح للأسهم الحرة في الاقتصاد الأردني خلال الفترة 2006-2014.	3-3
84	تطور أسعار الصرف والرقم القياسي المرجح للأسهم الحرة في الاقتصاد الأردني خلال فترة 2006-2014.	4-3

3. فهرس الأشكال

الصفحة	العنوان	الرقم
12	العلاقة لإطار سوق الأوراق المالية.	1-1
35	قطاعات النشاط الاقتصادي.	1-2
39	المربع السحري.	2-2
67	الهيكل التنظيمي لسوق عمان- الأردن .	1-3
74	تطور معدل التضخم خلال فترة 2006-2014.	2-3
74	تطور الرقم القياسي المرجح للأسهم الحرة للقطاعات خلال الفترة 2006-2014.	3-3
78	تطور الكتلة النقدية في الأردن خلال الفترة 2006-2014.	4-3
78	تطور الرقم القياسي المرجح للأسهم الحرة للقطاعات خلال الفترة 2006-2014.	5-3
82	تطور أسعار الفائدة في الاقتصاد الأردني خلال الفترة 2006-2014.	6-3
83	تطور الرقم القياسي المرجح للأسهم الحرة للقطاعات خلال الفترة 2006-2014.	7-3
85	تطور أسعار الصرف في الاقتصاد الأردني خلال الفترة 2006-2014.	8-3
85	تطور الرقم القياسي المرجح للأسهم الحرة للقطاعات خلال الفترة 2006-2014.	9-3

المُفَكِّمَةُ العَامَّةُ

المقدمة العامة

عرف العالم مجموعة من التطورات والتغيرات الجذرية مسّت الجوانب الإقتصادية والسّياسية للدول، من بين هذه التطورات الإهتمام بمصادر التمويل، مما أعطى أهمية متزايدة لوجود أسواق الأوراق المالية بشكل عامّ والبورصات بشكل خاصّ، مع العمل على تطويرها بهدف إيجاد أسواق كئنة وفعالة وذلك بعرض التّكليف مع التطورات والتغيرات التي يعرفها الإقتصاد العالميّ وهذا كله من منطلق الدور الذي تلعبه سوق الأوراق المالية في تحقيق التنمية الإقتصادية واعتبارها كفاعلية أساسية من قواعد التمويل، وهو ما يبرّر إعطائها الأهمية البالغة من حيث البحث والدراسة.

وتعدّ سوق الأوراق المالية من أكثر الأسواق تأثيراً بالمتغيرات الإقتصادية والإقتصاد القوميّ بصفة عامّة، وتعدّ أيضاً من أهمّ العوامل المؤثرة في نشاط سوق الأوراق المالية سواء بشكل مباشر أو غير مباشر، حيث أنّ النظرية التقليدية لأسعار الأسهم تُشير إلى أنّ السبب الأساسي في حركة أو تغيير أسعار الأسهم يكمن في التغير المُتوقّع في عوائد الأسهم، وبالتالي فإنّ كلّ العوامل الأساسية التي من شأنها أن تؤثر على عوائد الشركات، ستؤثر لاحقاً على توزيعاتها، وبالتالي على أسعار أسهمها، وأنّ هذه العوامل تتضمّن العديد من المتغيرات الإقتصادية الكليّة، لذلك فإنّ كلّ العوامل المؤثرة في عوائد الأسهم يمكن اعتبارها مؤثرة في أسعار الأسهم.

أهمية الدراسة

تتبع أهمية الدراسة الحالية من طبيعة الموضوع الذي تعالجه حيث أصبحت الموضوعات المتعلقة بالإسثمار والأوراق المالية تشغل جزءاً كبيراً من تفكير غالبية الناس ولم تعد تقتصر على كبار المُستثمرين ورجال الأعمال والمختصين والمتابعين والباحثين وتتبع الأهمية من خلال النقاط التالية:

- لفت أنظار المُستثمرين الأفراد إلى ضرورة دراسة عوامل ومتغيرات السياسة النقدية بدقة وموضوعية.
- كما تأتي أهمية الدراسة كونها الأولى في تناولها لهذا الموضوع فيما يخصّ سوق عمان الماليّ، هذا من ناحية، ومن ناحية أخرى تأتي أهمية الدراسة لما تُحظي به دراسة أثر متغيرات السياسة النقدية على أداء سوق الأوراق المالية بأهمية كبيرة، خاصة من وجهة نظر صانعي السياسة النقدية.
- إعطاء تقديرات حول مدى تأثير متغيرات السياسة النقدية على سوق الأوراق المالية الأردنيّة.
- يمكن للمهتمين بأسواق الأوراق المالية من الاستفادة من النتائج المتوصل إليها من خلال هذه الدراسة.
- إنّ فكرة سوق الأوراق المالية قد أثارَت الكثير من الإهتمام والجدل والنقاش بين الأكاديميين وصانعي السياسة الإقتصادية في الدول المتقدمة بينما لم تُنل الإهتمام الكافي والملائم من قبل نظرائهم في العالم العربيّ، وتكمن الأهمية الأساسية لهذه الدراسة في جذب الإثنياء إلى قيّمة الموضوع في حدّ ذاته ووجوب توعية المُستثمرين وإدارة الشركات في العالم العربيّ بأهمية سوق الأوراق المالية والمؤشّرات

الأخرى ذات العلاقة بترشيد قرارات الإستثمار الماليّ والإستفاداة من تجارب الآخرين في مجال السوق الماليّ.

- الإيعاز إلى الشركات المُدرجة في سوق عمّان بتحسين وتطوير أدائها لزيادة إقبال المُستثمرين عليها.

أهداف الدراسة

تسعى هذه الدراسة إلى تحقيق جملة من الأهداف نذكر منها:

- محاولة البحث في خصوصية المراكز الدوليّة للأسواق الماليّة من أجل معرفة عوامل نجاحها.
- محاولة إبراز أهمية الأدوات والأساليب في البحث العلميّ، وكذا دور نماذج الإقتصاديّة في تحليل وتفسير أهمّ المتغيرات السياسيّة النقديّة.
- الهدف من هذه الدراسة معرفة العلاقة بين أهمّ متغيرات السياسيّة النقديّة والمتمثّلة في أسعار الصرف وأسعار الفائدة، مُعدّل التضخّم والكثّلة النقديّة وكذا علاقتها بتقلّبات أسعار الأوراق الماليّة.

مبررات اختيار الموضوع

من البديهيّ أنّ لكلّ باحثٍ أراد الخوض في دراسة ما أسباب ودوافع تجعله يتمسك بموضوع بحثه ومن هذه الأسباب ما هو موضوعيّ وما هو ذاتيّ (شخصي)، حيثُ يمكننا حصرها في ما يلي:

- يندرج موضوع السياسيّة النقديّة وأسواق الأوراق الماليّة ضمن مجال تخصص دراستنا والمتمثّل في نفود وماليّة.
- نظرًا للأهميّة التي يكتسبها موضوع سوق الأوراق الماليّة.
- الميل الشخصيّ للمواضيع ذات الصلة بأسواق الأوراق الماليّة ورغبتنا الكبيرة في التعرف على ما يدور في سوق الأوراق الماليّة وما يؤثر فيه.
- الوصول إلى الأهداف التي تمّ ذكرها سابقًا والتعرف على طبيعة العلاقة بين أهمّ المتغيرات للسياسة النقديّة وأثرها على أسعار الأوراق الماليّة.
- كون هذا الموضوع حديث السّاعة ومجرياته تدعو للبحث فيه.
- نقص المواضيع في المكتبة المتعلّقة بدراسة موضوع متغيرات السياسيّة النقديّة وأثرها على تقلّبات أسعار الأوراق الماليّة فقرّرنا تزويد مكتبة الكليّة بمراجع عن هذا الموضوع، خاصّةً وأنها تفتقر لذلك.

مشكل الدراسة

إنّ سوق الأوراق الماليّة يمثل العنصر الأساسيّ في مكوّنات البناء الماليّ في أيّ نظام إقتصاديّ وان القطاع الخاصّ يمثل اللبنة الأولى في هذا البناء، ولأنّه مصدر التّمويل الماليّ الأول (بالإدخارات) والذي يلعب دورًا فعّالًا في الفّنوّات الإستثماريّة، وهناك عوامل موضوعيّة لها تأثيراتها المباشرة وغير المباشرة في حركة مؤشّرات الأسهم والسّنّدات في الأسواق الماليّة، وكذلك مُنطلق لجذب رؤوس الأموال والمدخّرات، وزيادة مشاركة أسهم

الشركات المتداولة والمسجلة في هذا السوق أو ذاك، ومن خلال العرض السابق يمكن طرح السؤال الجوهرية الآتي: "إلى أي مدى تؤثر متغيرات السياسة النقدية على أداء سوق الأوراق المالية في الأردن؟ وفي حالة وجود تأثير، كيف يمكن للسياسة النقدية أن تساهم في تنشيط سوق الأوراق المالية الأردنية؟"

لإلمام بجميع حيثيات وزوايا الموضوع ولإبراز معالم مشكلة البحث وتبسيط مواطن العموض فيه، تم تبسيطه لأسئلة فرعية سنحاول الإجابة عليها من خلال هذا الدراسة، وفيما يلي عرض لهذه الأخيرة:

- كيف يؤثر معدل التضخم على أسعار الأوراق المالية في بورصة عمان؟
- هل هناك تأثيراً للكثلة النقدية على أسعار الأوراق المالية في بورصة عمان؟
- كيف انعكست تقلبات أسعار الفائدة على أسعار الأوراق المالية في بورصة عمان؟
- هل لأسعار الصرف تأثير على أسعار الأوراق المالية في بورصة عمان؟

فرضيات الدراسة

لمعالجة الإشكالية وتسهيل الإجابة على الأسئلة المطروحة تم صياغة الفرضية الرئيسية الآتية:

"تؤدي متغيرات السياسة النقدية إلى التأثير على سوق الأوراق المالية الأردنية من جهة، وعلى أسعار الأوراق المالية من جهة أخرى."

- ومن منطلق الفرضية الرئيسية يمكن صياغة الفرضيات الفرعية الآتية:
- عدم وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين التضخم وسوق الأوراق المالية الأردنية.
 - وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين الكثلة النقدية و سوق الأوراق المالية الأردنية.
 - لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين سعر الفائدة وسوق الأوراق المالية الأردنية.
 - وجود علاقة ذات دلالة إحصائية قوية بين سعر الصرف وسوق الأوراق المالية الأردنية.

منهج الدراسة

نظراً لطبيعة الدراسة وتماشياً مع الموضوع وهدف تحقيق أهدافه والوصول إلى النتائج المرجوة منه، وجب إتباع العديد من المناهج، وبما أنها تتكون من جزأين جزء نظري وجزء تطبيقي، وبالنظر للموضوع محل الدراسة ومن أجل الإلمام بجميع زوايا وتأثيرها الموضوع استوجب الاعتماد على المناهج الآتية:

- **المنهج الوصفي:** الذي يعنى بوصف وتفسير الأحداث والظواهر المتمثلة في الجوانب النظرية لسوق الأوراق المالية والأساليب المستعملة فيه، والسياسة النقدية بمختلف أدواتها ومتغيراتها.
- **المنهج التاريخي:** وهو المنهج الذي يهدف إلى بناء الوقائع الماضية بوضعها في سياق معين من خلال إعادة ترتيب الوقائع وتفسيرها بهدف فهم الواقع على ضوء خبرات الماضي، ويتجلى ذلك بالتركيز على الخلفية التاريخية لسوق الأوراق المالية والسياسة النقدية وتطورها عبر الزمن وموروثها على عدة مراحل تاريخية.

- **المنهج التحليلي:** الذي سَيتمُّ من خلاله تحليل التطوّرات الخاصّة بمُتغيّرات السّياسة النّفديّة (معدّل التّضخّم، سعر الصّرف، معدّل الفائدة والكنّلة النّفديّة) وتأثيرها على سوق الأوراق الماليّة الأردنيّة، ويظّهر هذا المنهج بوضوح في الفصل الثالث، وذلك من خلال الدّراسة الكليّة المُعتمَدة في هذه الدّراسة، وذلك يهدف الوصول لحلّ المُشكلة محلّ الدّراسة "إلى أيّ مدى تُؤثر مُتغيّرات السّياسة النّفديّة على أداء سوق الأوراق الماليّة في الأردن؟ وفي حالة وجود تأثير، كيف يمكن للسّياسة النّفديّة أن تُساهم في تنشيط سوق الأوراق الماليّة الأردنيّة؟" وتحليلها وتفسيرها والوقوف على دلائلها والخروج بنتائج.
- **المنهج الإحصائي:** في الجزء النّظري تمّ الإعتماد على تشكيّلة واسعة من الكُتب، المقالات والأبحاث المُتعلّقة بموضوع الدّراسة بعدّة لغات والتي تناولت موضوع مُتغيّرات السّياسة النّفديّة وسوق الأوراق الماليّة الأردنيّة، أمّا بالنسبة لدراستنا في الفصل الثالث فقد تمّ الحصول على بيانات الظاهرة محلّ الدّراسة من خلال جملة من الإحصائيات.

الدّراسات السابقة

لقد سبق هذه الدّراسة دَراسات سابقة نذكرها على سبيل المثال فيما يلي:

- 1- بوكساني رشيد، "معوّقات أسواق الأوراق الماليّة العربيّة وسبل تفعيلها" (رسالة دكتوراه، جامعة الجزائر، 2005-2006).

وقد حاول في هذه الدّراسة إبراز فِضيّة أسواق الأوراق الماليّة ومعوّقاتها في الدّول العربيّة وكذا سبل تفعيلها حيث تناول في الباب الأوّل لرسالته الجوانب النّظرية والفنّية للأسواق الماليّة، وقد تطرّق إلى الملامح الأساسيّة للأسواق الماليّة وكذا كفاءة أسواق الأوراق الماليّة، ومُختلف المؤشّرات المُتعلّقة بتحليل أداءها إضافة إلى انعكاسات العولمة الماليّة على أدائها.

وقد خصّصَ الباب الثّاني في هذه الدّراسة للحديث عن واقع أسواق الأوراق الماليّة وسبل تفعيلها، حيث تناول واقع الأسواق الماليّة العربيّة خلال الفِترَة المُمتدّة (1999-2003)، كما أبرز مُختلف العوائق والصّعوبات التي تُواجهها البورصات العربيّة وتُخجّد بها عن أداء دورها.

وقد توصّلت هذه الدّراسة إلى ما يلي:

- إنّ عدم توفّر الأطر التشريعيّة والتنظيميّة الكليّة أو الجزئيّة بما يتناسب مع التشريعات والتنظيمات القانونيّة للأسواق الماليّة الفعّالة يُعتبر بمثابة عقبة أساسيّة في وجه تطوير هذه الأسواق.
- تُعاني العديد من أسواق الأسهم العربيّة، من غياب العدالة في الحصول على المعلومات المُهمّة المُتعلّقة بأسعار أسهم الشّركات المُدرّجة في هذه الأسواق، الأمر الذي يمسّ في الصّميم بمصداقيّة الأسواق.
- لا تزال أسواق الأوراق الماليّة العربيّة في مُعظم البلدان العربيّة بدائيّة وفي البعض البلدان الأخرى في طور الإنشاء مثل سوريا واليمن، ويتبيّن نُقص التطوّر النسبيّ في أسواق الأوراق الماليّة بشكلٍ واضحٍ من

حصّة الدول العربيّة من مجموع قيمة الرّسملة السّوقيّة في العالم، فقد قُدرت الرّسملة السّوقيّة لتسعة أسواق أوراق ماليّة عربيّة وهي المملكة العربيّة السّعوديّة، مصر، لبنان، الكويت، الأردن، الإمارات العربيّة، البحرين، عمان، وقطر عام 2002 م بأقلّ من 180 مليون دولار في حين قدر المجموع الكليّ للقيمة العالميّة بحوالي 10 تريليون دولار لنفس السنّة أي ما يعادل 1,80%.

2- فطوم شبوطي وحده شرقي، "آليات العمل في الأسواق الماليّة" (مذكّرة اللّيسانس، المركز الجامعي يحي فارس بالمُدّيّة، 2007-2008).

وقد حاولت هذه الدّراسة إبراز مُختلف الجوانب الأساسيّة وكيفيّة التّعامل في مُختلف البورصات وأسواق الأوراق الماليّة، ويمكننا القول أنّ هذه الأسواق المنظّمة تُشكّل معيارًا للوضع الإقتصادي والماليّ لمُختلف البلدان، لأنّها ببساطة تعكس الصّورة الموحّدة عن الوضعية الإقتصاديّة في البلد.

وقد توصلت هذه الدّراسة إلى ما يلي:

- الأسواق الماليّة تُخلف تشابكات بين الوحدات ذات العجز في الأموال والوحدات ذات الفائض في الأموال.
- أصبحت البورصة تمثّل جزءًا مهمًّا في حياة المُجتمعات وثقافتها، وكذا عاداتهم وما تبتّه من أخبار عن البورصة وأسعار الأوراق الماليّة وأسعار العُمالات الصّعبة كلّ يوم.
- البورصة تلعب دورًا كبيرًا في تقريب الشعوب مع بعضها البعض من خلال تطوير أجهزتها ووسائل الاتّصالات المتطوّرة.

3- زينب زوّاري فرحات، "دراصة العلاقة السببيّة بين أهمّ مُتغيّرات السّياسة النّقديّة: دراصة حالة بنك الجزائر خلال الفترة 1990-2014" (مذكّرة ماستر أكاديمي، جامعة الشهيد حمة لخضر بالوادي، 2014-2015).

وقد حاولت هذه الدّراسة إبراز العلاقة السببيّة بين معدّل التّضخّم، سعر الصّرف الإسميّ الفعليّ وسعر الصّرف الإسميّ الحقيقيّ، وبين معدّل التّضخّم ومعدّل الفائدة الحقيقيّ للفترة 1990-2014.

وقد توصلت هذه الدّراسة إلى ما يلي:

- السّياسة النّقديّة أحد أشكال سياسات الإستقرار الإقتصاديّ التي تنتهجها الدول من أجل مُكافحة الإختلالات الإقتصاديّة التي صاحبت التطوّر الإقتصاديّ، كذلك فإن درجة إتجاهات السّياسة النّقديّة وأهمّيّتها تُختلف من إقتصاد إلى آخر.
- السّياسة النّقديّة تطوّرت بشكل كبير وذلك مع صدور قانون النّقد والقرض الذي أكّد على درجة عالية من الإستقلاليّة للبنك المركزيّ في أداء سياسته النّقديّة.

- يوجد علاقة سببية وعير سببية بين مؤشرات السياسة النقدية من خلال استخدام اختبار غرانجر. قد تم إثبات هذه الفرضية من خلال توصل إلى العلاقات السببية والعير السببية بين متغيرات السياسة النقدية.

محدود الدراسة

سيتم من خلال هذه الدراسة عرض تطورات متغيرات السياسة النقدية (معدل التضخم، سعر الصرف، معدل الفائدة والكتلة النقدية) في الاقتصاد الأردني، وذلك خلال فترات مختلفة من الزمن وأماكن متباينة ومتفرقة من اقتصاديات العالم، ونظراً لأن منهجية البحث العلمي تقتضي ضرورة التحكم في إطار التحليل المتعلق بطبيعة هذه الدراسة، وذلك بهدف الإفتراب من الموضوعية وتسهيل الوصول إلى استنتاجات منطقيّة ودقيقة، ولتحقيق ذلك تم إنجاز هذا البحث ضمن الحدود والأبعاد الآتية:

- **الحدود النظرية:** تم التركيز على سوق الأوراق المالية ومتغيرات السياسة النقدية، وأثر هذه الأخيرة على أسعار الأوراق المالية.
- **الحدود المكانية:** لقد ركزت هذه الدراسة على الأردن وعلى أهم متغيرات السياسة النقدية وتمثلت في: التضخم، سعر الصرف، معدل الفائدة، الكتلة النقدية.
- **الحدود الزمانية:** تمت دراسة أثر متغيرات السياسة النقدية على تقلبات أسعار الأوراق المالية الأردنية من سنة 2006 إلى سنة 2014.

أدوات الدراسة

- أثناء القيام بانجاز هذا البحث تم الإعتماد أساساً على الأدوات التالية:
- إعتماد المراجع الآتية: كتب، مجلات، مذكرات، تقارير، سواء كانت هذه المراجع باللغّة العربيّة أو الأجنبيّة.
 - الإستعانة بشبكة الانترنت من أجل الحصول على الدراسات الحديثة التي يتعدّر إيجادها في المكتبات.
 - الإتصال بالأساتذة الجامعيين المختصين من أجل الإستشارة وطلب التوجيه.

هيكل الدراسة

لتجسيد موضوع البحث والوصول إلى نتائجه المنتظرة، تم اعتماد خطة لمعالجته في ثلاثة فصول، إنبن منها حصصاً للجانب النظري، والفصل الثالث خصص للجانب التطبيقي، إضافة للمقدمة العامة والتي تناولت العديد من الجوانب من مشكلة البحث، الأسئلة الفرعية، لنتائج هذه الدراسة في الأخير بخاتمة عامة يتناول فيها نتائج الدراسة وتوصياتها، إضافة إلى مواضيع قد تشكل مواضيع دراسات مستقبلية، وعليه سنتطرق من خلال الفصل الأول للإطار المفاهيمي لسوق الأوراق المالية والذي بدوره تم تقسيمه إلى ثلاثة مباحث، تناول المبحث الأول مفاهيم عامة حول سوق الأوراق المالية، وخصص المبحث الثاني للأدوات المتداولة في سوق الأوراق المالية، ليتم التطرق إلى كفاءة سوق الأوراق المالية في المبحث الثالث، أما الفصل الثاني فقد خصص لدراسة

السِّيَاسَة النَّقْدِيَّة حَيْث قَسِم بِدَوْرِهِ إِلَى ثَلَاثَة مَبَاحِث، تَنَاقُلُ الْمَبْحَثُ الْأَوَّلُ مَاهِيَةَ السِّيَاسَة النَّقْدِيَّة، أَمَّا الْمَبْحَثُ الثَّانِي تَمَّ فِيهِ أَدَوَاتُ السِّيَاسَة النَّقْدِيَّة وَمُتَعَيِّرَاتُهَا حَيْثُ تَمَّ مِنْ خِلَالِهِ تَقْدِيمُ الْأَدَوَاتِ الْكَمِّيَّةِ وَكَيْفَ الْأَدَوَاتِ النَّوْعِيَّةِ، لِيُخَصِّصَ الْمَبْحَثُ الثَّلَاثُ لِأَثَرِ مُتَعَيِّرَاتِ السِّيَاسَة النَّقْدِيَّةِ عَلَى سُوقِ الْأَوْزَاقِ الْمَالِيَّةِ، وَالْفَصْلُ الثَّلَاثُ لِدِرَاسَةِ التَّطْبِيقِيَّةِ وَالَّتِي تَهْدِفُ إِلَى إِزْرَازِ مَدَى تَأْثِيرِ مُتَعَيِّرَاتِ السِّيَاسَة النَّقْدِيَّةِ عَلَى أَسْعَارِ الْأَوْزَاقِ الْمَالِيَّةِ الْأُرْدُنِيَّةِ خِلَالَ فِتْرَةِ الدِّرَاسَةِ.

صُعُوبَاتُ الدِّرَاسَةِ

تَتَلَخَّصُ أَهَمُّ الصُّعُوبَاتِ الَّتِي وَاجَهَتْ إِجْرَازَ الْبَحْثِ فِي:

- نُفِصَ الدِّرَاسَاتُ وَالْبُحُوثُ الْعِلْمِيَّةُ الَّتِي تَنَاقَلَتْ مُتَعَيِّرَاتِ السِّيَاسَة النَّقْدِيَّةِ عَلَى عَكْسِ الْمَرَاجِعِ الَّتِي تَنَاقَلَتْ سُوقِ الْأَوْزَاقِ الْمَالِيَّةِ الَّتِي تَتَوَاجَدُ بِكَثْرَةٍ عَلَى مُسْتَوَى مَكْتَبَةِ الْكُلِّيَّةِ.
- صُعُوبَةُ الْحُصُولِ عَلَى الْمَعْلُومَاتِ وَالْبَيِّنَاتِ وَذَلِكَ بِأَخْذِ وَقْتِ طَوِيلٍ مِنْ أَجْلِ الْحُصُولِ عَلَى الْبَيِّنَاتِ وَالْمَعْلُومَاتِ الصَّحِيحَةِ.
- صُعُوبَةُ جَمْعِ الْمُعْطِيَّاتِ وَتَلْخِيصِهَا مِنَ الْمَوْجِعِ الْإِلِكْتُرُونِيِّ.

المَفْعَلُ الْأَوَّلُ

الفصل الأول:

الإطار العام لسوق الأوراق المالية

مقدمة الفصل الأول

مما لا شك فيه أن المال من الإحتياجات المهمّة في الحياة اليوميّة، مثل غيرها من الإحتياجات التي تتمثّل في السلعة أو الخدمة، فهو الرّكيز الأساسي لأيّ منظمّة أعمال باعتبارها المحرك الأساسي للوظائف و المهام داخل هذه المنظمّة ومن ثم لا بد أن يتوفّر المال في الوقت المناسب، وأيضاً بالقدّر المناسب، ولتلبية هذه الحاجة لا بد من توفّر سوق الأوراق الماليّة مختلفّة، ويشكّل سوق الأوراق الماليّة بتنظيماته المختلفة، ركناً أساسياً من أركان النظام التّمويلي في النظم الإقتصاديّة الرأسماليّة، التي تعتمد على القطاع الخاصّ لما له من دور هامّ في تجميع المدخّرات وتوظيفها في المشروعات الإستثماريّة عن طريق شراء الأسهم والسندات في السوق، فهذا الأخير يؤدي دور الوسيط بين المدخّر والمستثمر. لذا سنحاول في هذا الفصل مناقشة المفاهيم المختلفة لسوق الأوراق الماليّة، معتمدين في ذلك على المباحث التّالية:

- مفاهيم عامّة حول سوق الأوراق الماليّة؛
- الأدوات المتداولة في سوق الأوراق الماليّة؛
- كفاءة سوق الأوراق الماليّة.

المُبْحَثُ الْأَوَّلُ: مَفَاهِيمُ عَامَّةٌ حَوْلَ سُوقِ الْأَوْزَاقِ الْمَالِيَّةِ

يُعتَبَرُ سُوقُ الْأَوْزَاقِ الْمَالِيَّةِ الْأَلِيَّةِ الَّتِي يَتِمُّ مِنْ حِلَالِهَا تَحْوِيلُ الْفَوَائِضِ الْمَالِيَّةِ الْمُتَرَكَمَةِ إِلَى اسْتِخْدَامَاتٍ إِنتَاجِيَّةٍ بِمَا يُؤَدِّي إِلَى زِيَادَةِ الْحُقُولِ الْإِنْتِاجِيَّةِ وَبِالْتَّالِي زِيَادَةَ فُرْصِ الْعَمَالَةِ فِي الدَّخْلِ الْقَوْمِيِّ، وَمِنْ تَمَّ إِلَى مُسْتَوَى الرِّفَاهَةِ الْإِقْتِصَادِيَّةِ، عَادَةً مَا يَطَّلُقُ عَلَى سُوقِ الْأَوْزَاقِ الْمَالِيَّةِ، سُوقِ الْأَسْهُمِ وَالسَّنَدَاتِ وَهُوَ الْمَفْهُومُ السَّائِدُ لِسُوقِ الْأَوْزَاقِ الْمَالِيَّةِ، وَسَيَتَمُّ التَّطَرُّقُ فِي هَذَا الْمُبْحَثِ إِلَى الْمَطَالِبِ الْآتِيَةِ:

➤ مَاهِيَةُ سُوقِ الْأَوْزَاقِ الْمَالِيَّةِ؛

➤ شُرُوطُ قِيَامِ سُوقِ الْأَوْزَاقِ الْمَالِيَّةِ، وَظَائِفُهُ وَعَوَامِلُهُ؛

➤ تَفْسِيْمَاتُ سُوقِ الْأَوْزَاقِ الْمَالِيَّةِ.

المطلب الأول: ماهية سوق الأوراق المالية

أَصْبَحَ سُوقُ الْأَوْزَاقِ الْمَالِيَّةِ حَرَكًا مُهَمًّا فِي تَنْمِيَةِ الْإِقْتِصَادِيَّاتِ الْمُخْتَلِفَةِ وَقُطْبًا رَئِيسِيًّا فِيمَا يُخَصُّ عَمَلِيَّةَ التَّمْوِيلِ الْمُبَاشِرِ لِلْمُؤَسَّسَاتِ وَقَدْ بَدَأَ نَشَاطُ هَذِهِ الْأَسْوَاقِ يَتَّحِدُ الصَّبْعَةَ الدَّوَلِيَّةَ فِي أَوَاخِرِ الْقَرْنِ الْعِشْرِينَ مَعَ التَّطَوُّرِ الْكَبِيرِ فِي التَّفْعِيَّاتِ الْمَالِيَّةِ الْمُبْتَكِرَةِ.

1- تَعْرِيفُ سُوقِ الْأَوْزَاقِ الْمَالِيَّةِ

هُنَاكَ عِدَّةُ تَعَارِيفٍ لِسُوقِ الْأَوْزَاقِ الْمَالِيَّةِ نَدْكُرُ مِنْهَا مَا يَلِي:

التعريف الأول: "هُوَ ذَلِكَ الْإِطَارُ الَّذِي يَجْمَعُ بَائِعِي الْأَوْزَاقِ الْمَالِيَّةِ بِمُشْتَرِي تِلْكَ الْأَوْزَاقِ، وَذَلِكَ بَعْضُ النَّظَرِ عَنِ الْوَسِيلَةِ الَّتِي يَتَحَقَّقُ بِهَا هَذَا الْجُمْعُ أَوْ الْمَكَانُ الَّذِي يَتِمُّ فِيهِ، وَلَكِنْ بِشَرَطِ تَوْفُرِ فَنَوَاتِ إِتِّصَالٍ فَعَالَةٍ فِيمَا بَيْنَ الْمُتَعَامِلِينَ فِي السُّوقِ بِحَيْثُ تَجْعَلُ الْأَثْمَانَ السَّائِدَةَ فِي أَيِّ لِحْظَةٍ زَمَنِيَّةٍ مُعَيَّنَةٍ وَاحِدَةً بِالنَّسْبَةِ لِأَيَّةِ وَرَقَةٍ مَالِيَّةٍ مُتَدَاوِلَةٍ فِيهِ".¹

التعريف الثاني: "هُوَ آيَّةٌ يَتِمُّ مِنْ حِلَالِهَا تَدَاوُلُ الْأُصُولِ الْمَالِيَّةِ بَيْعًا وَشِرَاءً، وَتَمَكَّنَ تِلْكَ الْآيَّةُ مِنْ تَحْوِيلِ الْمَوَارِدِ الْمَالِيَّةِ بِكَفَاءَةٍ مِنَ الْقِطَاعَاتِ الْإِقْتِصَادِيَّةِ ذَاتِ الْفَوَائِضِ الْمَالِيَّةِ إِلَى الْقِطَاعَاتِ الْإِقْتِصَادِيَّةِ الَّتِي تُعَانِي مِنَ الْعَجْزِ الْمَالِيِّ".²

التعريف الثالث: "هُوَ نِظَامٌ يَتِمُّ بِمُوجِبِهِ الْجُمْعُ بَيْنَ الْبَائِعِينَ وَالْمُشْتَرِينَ لِنَوْعِ مُعَيَّنٍ مِنَ الْأَوْزَاقِ أَوْ لِأَصْلِ مَالِيٍّ مُعَيَّنٍ".³

مِنْ حِلَالِ مَا سَبَقَ مِنَ التَّعَارِيفِ يُمَكِّنُ الْخُرُوجَ بِالِاسْتِنْتِاجِ التَّالِي: "سُوقُ الْأَوْزَاقِ الْمَالِيَّةِ (الْبُورْصَةِ) هُوَ سُوقٌ بِالْمَفْهُومِ الْإِقْتِصَادِيِّ لِلسُّوقِ، عَلَى إِعْتِبَارِ أَنَّهُ مَكَانٌ يَلْتَقِي فِيهِ الْبَائِعُونَ وَالْمُشْتَرُونَ مِنْ حِلَالِ السَّمَاوِيَّةِ لِتَبَادُلِ سِلْعَةٍ هِيَ الْأَسْهُمِ وَالسَّنَدَاتِ، وَيَعْرِفُ بِاسْمِ سُوقِ الْأَوْزَاقِ الْمَالِيَّةِ طَوِيلِ الْأَجَلِ، وَهُوَ أَقْرَبُ مَا يَكُونُ مِنَ السُّوقِ الْكَامِلَةِ، إِذْ يَتَّحَدَّدُ

¹ : وليد الصافي وأنس البكري، *الأسواق المالية والدولية* (عمان: دار المستقبل للنشر والتوزيع، 2009)، ص. 16.

² : عاطف وليم أندراوس، *أسواق الأوراق المالية* (الإسكندرية: دار الفكر الجامعي للنشر، 2008)، ص. 21.

³ : عبد الغفار حنفي، *الاستثمار في الأوراق المالية: أسهم - سندات - وثائق الاستثمار - الخيارات* (الإسكندرية: الدار الجامعية للطبع والنشر والتوزيع، 2000)، ص. 37.

* آدم سميث: (5 يونيو 1723-17 يوليو 1790) فيلسوف أخلاقي وعالم اقتصاد اسكتلندي، يعد مؤسس علم الاقتصاد الكلاسيكي، من أعماله كتابيه الكلاسيكيين المشهورين: *نظرية الشعور الأخلاقي*، *ثروة الأمم*، يُعتبر أب الاقتصاد الحديث، من أفكاره تفسيم العمل نظرية "اليد الخفية".

فيه سعر واحد للسهم أو السند في وجود عدد كبير من المشتريين، مع سهولة نقلها من مكان لآخر، وعنصر الجذب الوحيد هو السعر بالنسبة للبائع والمشتري، وهو أيضاً سوق المنافسة الكاملة يتحدد فيه السعر بفعل قوى العرض والطلب.

2- نشأة وتطور سوق الأوراق المالية

تستند فكرة سوق الأوراق المالية على نظرية آدم سميث* التي تقوم على فكرة تقسيم العمل على كبر حجم السوق ويعتمد كبر حجم السوق على حجم الإنتاج مما يترتب على ذلك نوع من التخصيص في الإنتاج تبعاً للمزايا النسبية وهذا ما يطلق عليه (allocation ressource) وقد انعكست هذه العلاقة على التطورات المالية أو بصفة خاصة على الأوراق المالية مما يترتب على ذلك إيجاد سوق متخصص للأوراق المالية وهذا السوق أطلق عليه سوق الأوراق المالية، وقد جاءت تسمية هذه الأخيرة من مفهوم السوق بشكل عام، فالأسواق موجودة في المجتمعات البشرية منذ القدم لكنها كانت تقتصر على بيع وشراء سلع حقيقية كما أن وسائل وأساليب بيع هذه السلع التي كان يتم التعامل بها في الأسواق كانت تتم بطرق بدائية وبطرق بسيطة كتبادل سلعة بسلعة (المقايضة) وبعد اكتشاف الأوراق النقدية استبدلت طريقة المقايضة بتبادل سلع بالثمن، وبعد أن تطورت وسائل الاتصال الحديثة أصبح بإمكان البائع أو المشتري أن يبيع ويشترى باتصال هاتفي مباشر أو بواسطة وسطاء أو وكلاء ومن هنا يتبين أن مفهوم السوق ومفهوم ما يتم التبادل في هذا السوق قد يتغير فالسوق أصبح لا يقتصر على مكان معين أو محدد أو على سلعة معينة أي أن المكان أصبح لا يشكل شرطاً أساسياً لعمليات البيع أو الشراء وإن كان المكان يعتبر مكملاً أو شرطاً يزيد من كفاءة وفعالية السوق، كما وأن الأسواق التجارية قد أصبحت في وقتنا الحاضر أسواق متعددة التخصصات من بينها التخصص في بيع وشراء الأوراق المالية وهذا ما يطلق عليه سوق الأوراق المالية وهذه الأخيرة قد شهدت تطوراً كبيراً سواء من حيث التنظيم أو الإمكانيات والتسهيلات المتاحة للمتعاملين فيها ويرجع ذلك لصخامة الاستثمارات المالية التي يتم تبادلها في هذه الأسواق.

وقد تزايد الدور الاقتصادي لسوق الأوراق المالية حيث أصبح يطلق عليه بالبورصات والتي انتشرت في جميع أنحاء العالم ومن أهم البورصات في العالم بورصة طوكيو، باريس، نيويورك، سنغافورة،... الخ، وتطور البورصات يتبع التطور الاقتصادي بفتح أسواق جديدة وزيادة عدد المستثمرين ويظهر دور سوق الأوراق المالية ومكانته في تمويل الاقتصاد حيث ازدادت قوته منذ بداية السبعينات وصولاً إلى عولمة التبادلات التجارية. في حين نجد بورصات الدول العربية بشكل عام حديثة العهد ولا تزال بدائية بالمقارنة بالبورصات الدولية السابقة ومن أهم بورصات الدول العربية بورصة القاهرة، عمان، الإمارات، البحرين، مسقط، كما يوجد سوق أوراق مالية في كل من تونس، الكويت، السعودية، وقد مرت فكرة سوق الأوراق المالية قبل وصولها إلى الشكل الحالي بعدة مراحل نلخصها فيما يلي:¹

¹: عبد الغفار حنفي، مرجع سبق ذكره، ص ص. 18-20.

المُرحَلَة الأُولَى

تَمَيَّزَتْ بِوُجُودِ عَدَدٍ كَبِيرٍ مِنَ الْمَصَارِفِ الْخَاصَّةِ وَمَحَلَّاتِ الصَّرَافَةِ وَإِقْبَالِ الْأَفْرَادِ عَلَى اسْتِثْمَارِ مُدَّخَرَاتِهِمْ فِي مَشْرُوعَاتٍ مُخْتَلِفَةٍ مِمَّا أَدَّى إِلَى اتِّسَاعِ الْمُعَامَلَاتِ التِّجَارِيَّةِ وَمِمَّا أَدَّى أَيْضًا إِلَى كِبَرِ حَجْمِ هَذِهِ الْمَشْرُوعَاتِ الَّتِي أَصْبَحَتْ بِحَاجَةٍ إِلَى رُؤُوسِ أَمْوَالٍ كَبِيرَةٍ أَصْبَحَ الْفَرْدُ يَعْجِزُ عَنْ تَمْوِيلِهَا حَيْثُ أَصْبَحَ يَلْجَأُ إِلَى الْبُنُوكِ لِلِإِفْتِرَاضِ وَمَا قَدْ يَتَرَتَّبُ عَلَى ذَلِكَ مِنْ عَوَاقِبٍ وَخِيَمَةٍ.

المُرحَلَة الثَّانِيَة

وَتَمَيَّزَتْ بِبِدَايَةِ ظُهُورِ الْبُنُوكِ الْمُرَكَّبَةِ الَّتِي تُسَيِّطِرُ عَلَى الْبُنُوكِ التِّجَارِيَّةِ بَعْدَ أَنْ كَانَتْ الْبُنُوكِ التِّجَارِيَّةِ تَتَمَيَّزُ بِحَرِيَّةٍ مُطْلَقَةٍ فِي الْمَرْحَلَةِ الْأُولَى أَمَا فِي الْمَرْحَلَةِ الثَّانِيَةِ فَقَدْ أَحَدَّتْ الْبُنُوكِ التِّجَارِيَّةِ تَقَوُّمَ بِعَمَلِهَا التَّقْلِيدِيَّ وَهِيَ خَصَمَ الْأُورَاقِ التِّجَارِيَّةِ وَتَقَدَّمَ الْإِئْتِمَانُ وَفَقًا لِمَا يُمْلِيهِ عَلَيْهَا الْبَنْكُ الْمُرَكَّبِي، وَلِذَلِكَ أَصْبَحَتْ الْفُرُوضُ الَّتِي تُعَدُّهَا هَذِهِ الْبُنُوكِ مُحَدَّدَةً بِالرَّغْمِ مِنْ زِيَادَةِ طَلَبِ الْأَفْرَادِ عَلَيْهَا.

المُرحَلَة الثَّالِثَة

ظَهَرَتْ فِيهَا الْمَصَارِفُ الْمُتَخَصِّصَةَ فِي الْإِفْرَاضِ الْمُتَوَسِّطِ وَالطَّوِيلِ الْأَجَلِ وَأَصْبَحَتْ هَذِهِ الْبُنُوكِ تَقُومُ بِعَمَلِيَّاتِ إِصْدَارِ سَنَدَاتٍ مُتَوَسِّطَةِ وَطَوِيلَةِ الْأَجَلِ لِسَدِّ حَاجَاتِهَا مِنَ الْأَمْوَالِ لِتَمْوِيلِ الْمَشْرُوعَاتِ الْمُخْتَلِفَةِ.

المُرحَلَة الرَّابِعَة

ظُهُورِ الْأَسْوَاقِ النَّقْدِيَّةِ كَمَا زِدَادَتْ حَرَكَةُ الْأُورَاقِ التِّجَارِيَّةِ وَشَهَادَاتِ الْإِيدَاعِ الْقَابِلَةِ لِلتَّداوُلِ وَهَذَا يُعْتَبَرُ بِدَايَةَ إِندِمَاجِ الْأَسْوَاقِ النَّقْدِيَّةِ مَعَ الْأَسْوَاقِ الْمَالِيَّةِ وَإِنْدِمَاجِ سُوقِ الْأُورَاقِ الْمَحَلِّيِّ مَعَ سُوقِ الْأُورَاقِ الْمَالِيَّةِ الْعَالَمِيِّ حَيْثُ يَكْمَلُ كُلُّ سُوقٍ مِنْهُ السُّوقِ الْآخَرَ مِنْ حَيْثُ عَرْضِ التُّفُودِ أَوْ الطَّلَبِ عَلَيْهَا، وَهَذِهِ الْمَرْحَلَةُ تَمَثِّلُ حَلَقَةً مُتَطَوِّرَةً فِي نَمَاءِ النَّظَامِ الْمَصْرَبِيِّ دَاخِلِ الدَّوَلَةِ وَتَطَوُّرِ الْمُرَافِقِ الْاِقْتِصَادِيَّةِ فِيهَا.

3- أَهْمِيَّةُ سُوقِ الْأُورَاقِ الْمَالِيَّةِ¹

تَتَمَثَّلُ أَهْمِيَّةُ سُوقِ الْأُورَاقِ الْمَالِيَّةِ فِيَمَا يَلِي:

- يُشكِّلُ سُوقُ الْأُورَاقِ الْمَالِيَّةِ رُكْنًا هَامًا مِنْ أَرْكَانِ هَيْكَلِ النَّظَامِ التَّمْوِيلِيِّ فِي النَّظْمِ الْاِقْتِصَادِيَّةِ الَّتِي تَعْتَمِدُ بِالدرَجَةِ الْأُولَى عَلَى النَّشَاطِ الْفَرْدِيِّ وَالْحَرِيَّةِ الْاِقْتِصَادِيَّةِ.
- يَسَعَى إِلَى تَشْجِيحِ الْإِدْخَارِ لَدَى الْأَفْرَادِ وَتَنْمِيَّتِهِ وَذَلِكَ مِنْ أَجْلِ تَمْوِيلِ الْمَوْسَسَّاتِ الَّتِي تَسْتَشِيرُ فِي مُخْتَلِفِ الْقِطَاعَاتِ.
- يُسَاعِدُ عَلَى تَنْمِيَةِ الْاِقْتِصَادِ الْوَطْنِيِّ وَتَطَوُّرِهِ، إِذْ يُقُومُ بِتَجْمِيعِ الْمُدَّخَرَاتِ بِكَافَّةِ أَشْكَالِهَا وَآجَالِهَا، وَإِعَادَةَ اسْتِثْمَارِهَا سَوَاءً بِشَكْلِ مُبَاشِرٍ أَوْ غَيْرِ مُبَاشِرٍ.

¹: محمد يوسف ياسين، البورصة: عمليات البورصة - تنازع القوانين - اختصاص المحاكم (بيروت: منشورات الحلبي الحقوقية، 2014)، ص ص. 12-13.

***النمو الاقتصادي**: "عبارة عن عملية يتم فيها زيادة الدخل الحقيقي وزيادة تراكمية ومستمرة عبر فترة ممتدة من الزمن (ربع قرن) بحيث تكون هذه الزيادة أكبر من معدل نمو السكان، مع توفير الخدمات الإنتاجية والاجتماعية وحماية الموارد المتجددة من التلوث".

- وجود علاقة مباشرة بين النمو الاقتصادي* وزيادة الكفاءة الإنتاجية من جهة، وبين نمو سوق الأوراق المالية المحلي من جهة أخرى.

- سوق الأوراق المالية المنظم قد ساهم مساهمة فعالة في تنمية العادات الإدخارية وتوجه المدخرات نحو فرص الإستثمار الوطنية المتاحة. وهو ما تنبئ عنه ضخامة عدد وحجم الإصدارات في السوق الأولية ونمو حجم التداول في السوق الثانوية. وما من أحد ينكر أهمية تنمية العادات الإدخارية بين مواطني الدول النامية وتوجيه المدخرات نحو فرص الإستثمار الوطنية وأثرها على تناقص الحاجة إلى التمويل الخارجي.

ومن هنا كانت أهمية سوق الأوراق المالية باعتباره سوقاً يُباع فيه وتُشترى الحقوق التي ترد على الأسهم والسندات والأوراق المالية الأخرى، والتي تُتيح للأوراق المالية سيولة تشجع المدخر على التوظيف فيها. كذلك تتوافر سيولة الأوراق المالية عن إيداع المدخرات في مؤسسات تقوم بتوظيفها في أوراق مالية أو قروض وتتعهد في نفس الوقت بدفع كامل قيمة الأموال المودعة أو قيمة الأوراق المالية التي تم توظيف المال فيها وذلك بعد مدة معينة أو عند الطلب.

المطلب الثاني: شروط قيام سوق الأوراق المالية، وظائفه وعوامله

يلعب سوق الأوراق المالية دور الوساطة المالية، من خلال تشجيع الإدخار وتنمية الوعي الإستثماري بين الأفراد، عن طريق النظام الذي يشتغل به سوق الأوراق المالية وسوف يتم التطرق في هذا المطلب إلى كل من شروط إنشاء سوق الأوراق المالية ووظائفه.

1- شروط قيام سوق الأوراق المالية

إن إنشاء سوق فعال ناجح تتماشى مع متطلبات الاقتصاد المعاصر لا تكفيه الإرادة السياسية والإقتصادية وحدها، ذلك نظراً لتأثر هذه الأسواق بالعوامل الإقتصادية والاجتماعية للدولة لذا يجب توفر جملة شروط أساسية لقيامها ومن ثم وضع معايير لتقييم أداء هذه الأسواق ونذكر من هذه الشروط:¹

1-1- الزيادة في عدد وكفاءة مؤسسات الدولة المالية

هناك مجموعة من الإقتصاديين الذين حاولوا تحليل العلاقة الموجودة بين التنمية الإقتصادية وتطويرها، حيث اعتمدوا في دراساتهم وتحليلهم على تطوير الإدخار من أجل الإستثمار وعليه فإن تطوير سياسات التمويل للمشاريع لتحقيق التنمية الإقتصادية يعتبر عنصراً هاماً بالنسبة للدولة النامية، ولهذا فإن قيام سوق أوراق مالية يفتضي تشجيع

¹: نواري الطاهر وبغداد محمد وجمعة ياسين، "تطور الأسواق المالية في الدول العربية" (مذكرة الليسانس، المركز الجامعي يحي فارس بالمدينة، 2005-2006)، ص ص. 07-05.

*التنمية الاقتصادية: هي "عبارة عن تغيير ايجابي ولكن بطابع كئفي، حيث يحتاج تحقيقها زيادة النمو الاقتصادي، ولكن هذا النمو يكون مرتبط بإحداث تغييرات نحو الأفضل في القطاعات الاقتصادية والاجتماعية المختلفة، مع التنسيق فيما بينها وأبرزها التعليم والصحة والتوظيف".

الإدخار في القطاع الخاص، وبالتالي زيادة عدد المؤسسات المالية للدولة وتحسين خدماتها وكفاءتها وبما أن الإدخار المنظم يساهم بشكل كبير في دفع عجلة التنمية الإقتصادية* إلى الأمام فإن هذا الشرط يعتبر ذا أهمية بالغة وواضحة.

1-2- رفع مستوى الدخل الفردي الحقيقي

نستطيع الحديث عن توجيه ادخار العائلات دون تحديد مستوى الدخل الحقيقي لكل فرد ولذلك توجد علاقة كبيرة بين مستوى الدخل الحقيقي للفرد وتوجيه الادخار نحو التوظيف في القيم المنقولة. إن الدول المتقدمة تعمل على الحفاظ على معدلات التضخم الضئيلة نسبياً على نحو يسمح للعائلات والأعوان الإقتصادية صاحبة الفوائض من توظيف قدراتها التمويلية في القيم المتداولة، نستخلص أنه إذا ارتفع مستوى المعيشة للمجتمع يسمح هذا برفع الإدخار الخاص وعرض رؤوس الأموال التي تبحث على فرص الإستثمار في سوق الأوراق المالية، وعليه فإن الزيادة الحقيقية للدخل تؤدي إلى الإدخار بشكل أكبر من الإستهلاك ومن ثم توجيهه نحو الإستثمار.

1-3- الأهتمام ومراقبة وسائل الإعلان في سوق الأوراق المالية

إن تأسيس أي شركة أو طرح سندات في البورصة يجب أن يكون مصحوباً بالإعلان المناسب وذلك على المستوى الوطني من أجل أن تتاح الفرصة لكل مستثمر أو مدخر أن يوظف أمواله، كما يجب على مصدر البيان الوثوق على البيانات الواردة في الإعلان من أجل الحماية والمحافظة على صغار المدخرين، ويكون السوق فعال إذا كانت المعلومات مفيدة لتقييم الورقة المالية ويكون إعلان دائم على الأسعار حيث يسمح ذلك باتخاذ القرارات المناسبة للإدخار والإستثمار تبعاً لهذه الأسعار، من الضروري أن تكون المعلومات المتعلقة بالسوق شفافة وتعكس تماماً وبدقة صورة المؤسسات المقيّدة فيها المالية منها والإحصائية.

1-4- وجود جهاز مصرفي متكامل

يعتبر الجهاز المصرفي و مؤسساته ذات قدرة على مساندة التطورات الإقتصادية و بالتالي فهو بمثابة دعامة أساسية لوجود سوق أوراق مالية، ذلك بصفته وسيط مالي يعمل على تعبئة الإدخار وترقية وحسن الإستثمار.

1-5- توجيه القدرات التمويلية المتاحة نحو الإستثمار المربح والمنتج

من أجل سوق أوراق مالية ديناميكي نشط و حيوي يجب توجيه قدرات التمويل المتوفرة للإستثمارات المنتجة المربحة ويكون ذلك بالإعتماد على مردودية المؤسسات و ربحيتها على مستوى الإقتصاد المالي الوطني، والدول المختلفة تتسم بمحدوديتها الكبيرة في فرض وتوجيه إستثمارها المحلي رغم امتلاك بعضها قدرات تمويلية هائلة ويمكن إرجاع ذلك إلى عدم وجود وساطة بين المدخرين والمستثمرين تقوم بدورها المالي والمتمثلة في دراسة المشاريع المربحة وكذلك الدراسات التقنية للقيام بمثل هذه العمليات حيث يؤثر ذلك في نوعية القرارات المتخذة.

1-6- حصول المدخرين على عوائد معقولة

إن من الشروط الأساسية لقيام هذه السوق حصول المدخرين على فوائد مقبولة مقابل توظيف أموالهم وإستثمارها ولتحقق ذلك يجب توفر جملة عوامل منها:

- العمل بمعدلات فائدة مريحة؛
- وجود شركات مساهمة ناجحة؛
- تخفيض معدلات وأعباء الضرائب؛
- الحد من معدلات التضخم.

بالإضافة إلى كل هذا يجب أن تتمتع العملة بالاستقرار لتكون عاملاً محددًا للمُدَّخِرِينَ الأَجَانِبِ بِحَيْثُ يَكُونُ بِإِمْكَانِهِمْ تَحْوِيلَ صَافِي أَرْبَاحِهِمْ إِلَى مُوَاطِنِهِمْ الْأَصْلِيَّةِ كَمَا أَنَّهُ يَضْمَنُ رُؤُوسَ أَمْوَالِهِمْ إِذَا مَا قَامُوا بِتَحْوِيلِهَا عِنْدَ انْتِهَاءِ الْمَشَارِعِ أَوْ فِي حَالَةِ انْسِحَاحِهَا.

1-7- توفير الاستقرار السياسي للدولة

يُعتبر الاستقرار السياسي شرطاً وعملاً أساسياً لضمان جلب وتدقيق رؤوس الأموال التي تحوّل من ادخارات خاصة إلى استثمارات متوسطة وطويلة الأجل، إذا اعتبرنا هذا الشرط ذا أهمية للمستثمرين المحليين فإنه بالنسبة للمستثمرين الأجانب أكثر أهمية، كون أن لهم الحق في تحويل صافي أرباحهم من البلد المستثمر فيه إلى أوطانهم الأصلية.

2- وظائف سوق الأوراق المالية

يؤدي سوق الأوراق المالية من خلال منشآته وظيفته الاقتصادية هامة تتمثل في تحويل موارد مالية من الوحدات ذات العجز، يوضح طرُق تمويل العجز وهناك طريقتين للتمويل.

الطريقة الأولى

وهي التمويل المباشر حيث تلتقي وحدات العجز ووحدات الفائض مباشرة في سوق الأوراق المالية، مثلما يلتقي مستهلك السلعة مع البائع في سوق السلع، حيث تصدر وحدات العجز المالي حقوق مالية على نفسها هذه الحقوق تسمى أصولاً مالية تعرضها على وحدات الفائض التي تشتري هذه الأصول مقابل تحويل مواردها المالية إلى وحدات العجز، والأصول المالية التي تشتريها وحدات الفائض تسمى أصولاً مباشرة لأن التي أصدرتها هي وحدات العجز نفسها وأهم الأصول المباشرة هي الأسهم والسندات.

الطريقة الثانية

هي التمويل غير المباشر حيث يتم تحويل الموارد المالية من وحدات الفائض إلى المؤسسات المالية لسوق الأوراق المالية، وهي أساساً البنوك وشركات التأمين ومؤسسات الإيداع والإقراض وصناديق المعاشات، ومقابل هذا التحويل تحصل الوحدات ذات الفائض على أصول مالية يصدر عنها الوسطاء الماليون على أنفسهم، وتسمى أصول غير مباشرة مثل شهادات الإيداع وشهادات الاستثمار، ثم يقوم الوسطاء الماليون بتحويل هذه الموارد المالية إلى وحدات العجز التي تقوم بإصدار أصول مالية مباشرة إلى المؤسسات المالية.

3- العوامل التي تؤدي إلى نجاح سوق الأوراق المالية

تتميز أهمية الأسواق المالية من إفتصاد إلى آخر، أو من موقع إلى آخر، وذلك نتيجة لعوامل مختلفة. نذكر

منها:

- يعكس سوق الأوراق المالية الإفتصاديات التي تضمه، فيما إذا كانت هذه الإفتصاديات متقدمة ومندجة هيكلية وتسودها أنظمة سوقية ومؤسّسات خاصة وآلية حرة أو بالعكس، إن كانت متخلفة أو مشوهة هيكلية وتسيطر عليها أنظمة شمولية ومؤسّسات عامة.
- ترتبط أهمية سوق الأوراق المالية بتعاظم دور الشركات المساهمة الكبيرة والتي تتمتع بمرونة عالية تجاه حركات الأسعار والتغيرات التي تحدث في الإفتصاديين المحلي والدولي.
- تبرز أهمية سوق الأوراق المالية مع تطوّر مستويات ونشاطات وتنظيمات أجهزة المعلومات والاتصالات.
- إن وجود أجهزة ائتمانية من مؤسّسات مصرفية ومكاتب وسلطات عالية الكفاءة يجعل أهمية الأسواق أكبر، وخاصة عندما تعمل هذه الأجهزة ومن خلال شبكات الإتصالات المحلية والدولية على مدار الساعة.
- إن إدارات الأوراق المالية وكفاءات طاقاتها التكنولوجية، كلها تنعكس على أداء هذه الأسواق وبالتالي إذا أزداد بلد تطویر أسواقه المالية يجب أن يهتم في المقام الأول بإدارة هذه الأسواق.
- توافر السيولة لتمويل عمليات الشراء والبيع السريعة للموجودات عند أسعار معلومة.
- تقليل تكاليف المعاملات (البحوث والإعلانات والمعلومات... الخ).
- بناء السعر اعتمادًا على عدد كبير من البائعين والمشتريين الراغبين للتبادل عند مستويات أعلى أو أدنى من الأسعار الجارية.

المطلب الثالث: تقسيمات سوق الأوراق المالية

إنّ العمل داخل البورصات يتم بداية من خلال قيام مصدر الأوراق المالية بعرض أوراقهم على المدخرين للإكتتاب بها. وتحقيق هذا اللقاء بين مصدر الأوراق المالية والمدخرين وهو ما يمثل الدورة المالية الأولى يتم من خلال ما يسمى بالسوق الأولى (أو سوق الإصدار). يلي ذلك خطوة أخرى لتتمثل في قيام بعض حاملي تلك الأوراق المالية ببيع هذه الأوراق سواء لحاجتهم لسيولة نقدية، أو لإعادة استثمار أموالهم في إستثمارات بديلة، وهذا ما يخلق دورة مالية ثانية لأوراق المالية تعرف باسم السوق الثانوي أو سوق التداول. إذن يمكن القول أنّ سوق الأوراق المالية يتكوّن من نوعين.

1- السوق الأولي (سوق الإصدار)

يخصّ هذا السوق بالتعامل في الإصدارات الجديدة سواء لتمويل مشروعات جديدة أو التوسع في مشروع قائم، وذلك من خلال زيادة رأسمالها وهذا يعني أنّ المنشآت التي تحتاج إلى أموال يمكنها إصدار عدد من الأوراق المالية وطرحها للإكتتاب سواء في إكتتاب عام أو خاص. وهذا يعني أنّ فرصة لجميع الأفراد والهيئات المختلفة المشاركة عن

طَرِيق مُدَخَّرَاتِهِمْ فِي تَوْفِيرِ الْأَمْوَالِ. إِذَنْ هَذَا السُّوقُ مَا هُوَ إِلَّا أَدَاةٌ لِتَجْمِيعِ الْمُدَخَّرَاتِ وَتَقْدِيمِهَا لِلْمَشْرُوعَاتِ، وَتَنْشَأُ نَتِيجَةً لِذَلِكَ عَاقِلَةٌ بَيْنَ مُقَدِّمِي الْأَمْوَالِ "الْمُكْتَبِينَ" وَبَيْنَ تِلْكَ الْمَشْرُوعَاتِ. وَقَدْ يَتِمُّ تَصْرِيْفُ وَإِصْدَارُ هَذِهِ الْأَوْزَاقِ إِمَّا بِطَرِيقِ مُبَاشِرٍ أَوْ بِطَرِيقِ غَيْرِ مُبَاشِرٍ.¹

2- السُّوقُ الثَّانَوِي

وَيَخْتَصُّ هَذَا السُّوقَ بِالتَّعَامُلِ فِي الْأَوْزَاقِ الْمَالِيَّةِ الَّتِي تَمَّ إِصْدَارُهَا أَوْ طَرَحَهَا مِنْ قَبْلِ، أَيِّ بَعْدَ تَوْزِيعِهَا سَوَاءً مُبَاشِرَةً أَوْ بِوَسِطَةِ أَحَدِ الْمُنْظَمَاتِ الْمَالِيَّةِ الْمُتَخَصِّصَةِ يَطْلُقُ عَلَى هَذَا السُّوقِ بِالْبُورْصَةِ وَيُمْكِنُ تَصْنِيفُ السُّوقِ الثَّانَوِيَّةِ إِلَى نَوْعَيْنِ:²

1-2- الْأَسْوَاقُ غَيْرَ الْمُنْظَمَةِ

يَسْتَعْمَلُ إِصْطِلَاحَ الْأَسْوَاقِ غَيْرِ الْمُنْظَمَةِ عَلَى الْمُعَامَلَاتِ الَّتِي تُجْرَى خَارِجَ السُّوقِ الْمُنْظَمِ (أَيِّ الْبُورْصَاتِ)، فَلَيْسَ هُنَاكَ مَكَانٌ مُحَدَّدٌ لِإِجْرَاءِ التَّعَامُلِ، حَيْثُ يَقُومُ بِالتَّعَامُلِ بِيُوتِ السَّمَاوِيَّةِ حَيْثُ تَتِمُّ مِنْ خِلَالِ شَبَكَةِ كَبِيرَةٍ مِنْ إِتْصَالَاتِ الْقُوَّةِ الَّتِي تَتَمَثَّلُ فِي خَيْوِطِ تَلِفُونِيَّةِ، أَوْ أَطْرَافِ الْحِسَابِ الْآلِي، وَغَيْرِهَا مِنْ وَسَائِلِ الْإِتْصَالِ السَّرِيعَةِ الَّتِي تَرْبِطُ بَيْنَ السَّمَاوِيَّةِ وَالتَّجَارِ وَالْمُسْتَشْمِرِينَ.

وَمِنْ خِلَالِ هَذِهِ الشَّبَكَةِ يُمْكِنُ الْمُسْتَشْمِرُ أَنْ يَخْتَارَ مَنْ يُقَدِّمُ لَهُ أَفْضَلَ الْأَسْعَارِ، وَالْجَدِيرَ بِالذِّكْرِ أَنَّ تَحْدِيدَ سَعْرِ الْوَرَقَةِ الْمَالِيَّةِ يَتِمُّ بِالتَّفَاوُضِ، وَعَادَةً مَا يَسْبِقُ عَمَلِيَّةُ التَّفَاوُضِ هَذِهِ قِيَامُ الْمُسْتَشْمِرِ بِالتَّعَرُّفِ عَلَى الْأَسْعَارِ الْمُخْتَلِفَةِ الَّتِي تَعْرَضُ عَلَيْهِ بِوَسِطَةِ السَّمَاوِيَّةِ أَوْ التَّجَارِ. وَعَادَةً مَا تَوْجَدُ -خَاصَّةً فِي الدُّوَلِ الْمُتَقَدِّمَةِ- شَبَكَةٌ قُوَّةٌ مِنْ أَطْرَافِ الْحَاسِبِ الْأُولَى تَوْفِّرُ لِحِظَةَ بِلِحِظَةِ الْأَسْعَارِ لِكُلِّ وَرَقَةٍ مُتَعَامِلٍ بِهَا.

2-2- الْأَسْوَاقُ الْمُنْظَمَةُ

وَهِيَ عَلَى عَكْسِ الْأَسْوَاقِ غَيْرِ الْمُنْظَمَةِ، حَيْثُ تَتَمَيَّزُ بِوُجُودِ مَكَانٍ مُحَدَّدٍ يَلْتَقِي فِيهِ الْمُتَعَامِلِينَ لِلْبَيْعِ أَوْ لِلشِّرَاءِ، وَيُذَارُ هَذَا الْمَكَانَ بِوَسِطَةِ مَجْلِسٍ مُنْتَخَبٍ مِنْ طَرَفِ أَعْضَاءِ السُّوقِ، إِنَّ التَّعَامُلَ فِي الْأَوْزَاقِ الْمَالِيَّةِ يَتَطَلَّبُ ضَرُورَةً أَنْ تَكُونَ هَذِهِ الْأَوْزَاقُ مُسَجَّلَةً بِتِلْكَ السُّوقِ.

1-2-2- شُرُوطُ تَسْجِيلِ الْأَوْزَاقِ الْمَالِيَّةِ بِالْبُورْصَةِ

عَادَةً مَا تَضَعُ الْبُورْصَاتُ شُرُوطًا لِتَسْجِيلِ الْأَوْزَاقِ الَّتِي تَصْدِرُهَا الشَّرِكَاتُ الْمُخْتَلِفَةُ وَذَلِكَ لِلسَّمَاحِ بِالتَّدَاوُلِ فِيهَا، وَتَخْتَلِفُ هَذِهِ الشُّرُوطُ بِطَبِيعَةِ الْحَالِ مِنْ دَوْلَةٍ لِأُخْرَى حَسَبَ ظُرُوفِهَا وَأَهْدَافِهَا الَّتِي تَسْعَى إِلَيْهَا وَلِلتَّسْجِيلِ فِي بُورْصَةِ نِيُويُورْكَ مَثَلًا هُنَاكَ خَمْسَةُ شُرُوطٍ أَسَاسِيَّةٍ وَهِيَ:³

¹: عبد الغفار حنفي ورسمية زكي قريبا فص، الأسواق والمؤسسات المالية: بنوك تجارية- أسواق الأوراق المالية- شركات التأمين- شركات الاستثمار (الإسكندرية: الدار الجامعية للطبع والنشر والتوزيع، 2004)، ص. 281.

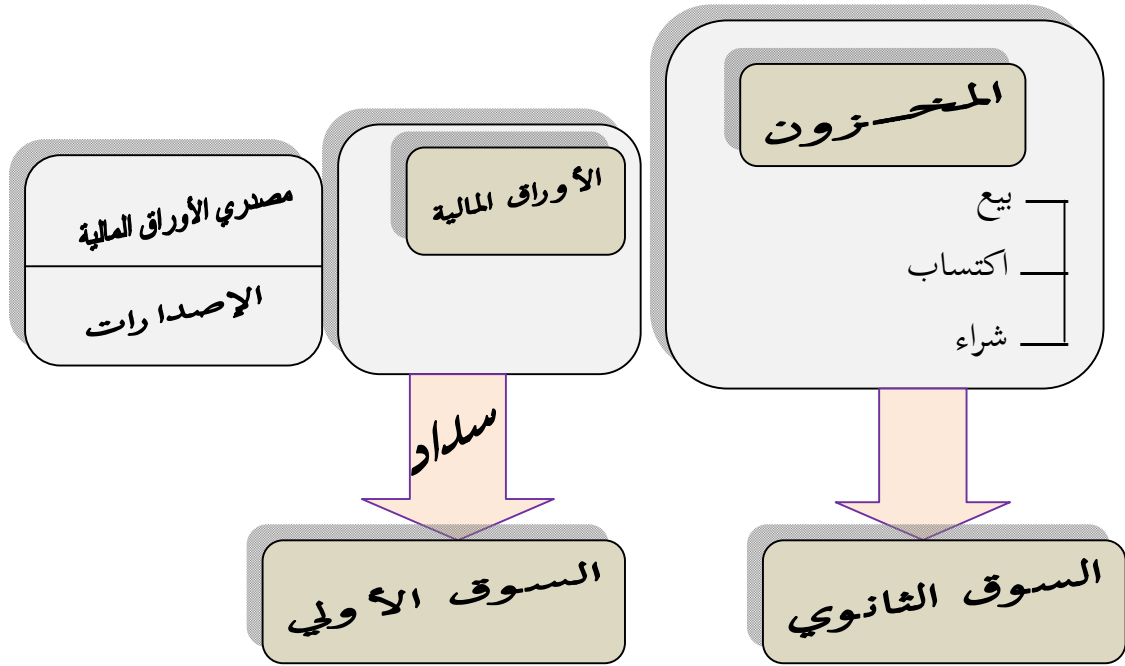
²: عبد الغفار حنفي ورسمية زكي قريبا فص، مرجع سبق ذكره، ص. 282-283.

³: المرجع نفسه، ص. 283.

- أن لا يقلّ صافي الربح قبل الضريبة التي حققتها المنشأة في العام المنصرّف عن 2.5 مليون دولار. وأن لا يقلّ عن 2 مليون دولار في السنتين السابقتين على ذلك العام.
 - أن لا تقلّ قيمة الأصول الملموسة عن 18 مليون دولار.
 - أن لا تقلّ القيمة السوقية عن 18 مليون دولار.
 - أن يملك الجمهور حصّة في رأس المال لا تقلّ قيمتها عن 101 مليون دولار.
 - أن يوجد 2000 مساهم على الأقلّ يملك كلّ منهم 100 سهم أو أكثر. وبالإضافة إلى تلك الشروط الأساسية هناك شروط أخرى تتمثل في:
 - أن تكون للمنشأة مكانتها على المستوى الوطني.
 - أن تكون لها مكانتها الجيدة والمستقرة داخل الصناعة التي تنتمي إليه.
 - أن تنتمي المنشأة لصناعة لديها فرص للتوسع والنمو، أو لديها فرص المحافظة على مركزها في السوق. وبمجرد قبول تسجيل أسهم المنشأة يصبح لزاماً على الشركة أن تقوم بالتالي:¹
 - الحصول على موافقة لجنة الأوراق المالية والبورصة.
 - نشر تقرير ربح سنوي عن أرباحها.
 - نشر حساباتها الختامية سنوياً.
 - حظر التعامل في تلك الأسهم على أساس البيع على المكشوف.
- إنّ وجود السوق الثانوي حيث يتم فيه تسجيل الأوراق المالية المتعامل بها، وبرغم الشروط لقبول تسجيل هذه الأوراق نجد أنّ هناك إقبال من الشركات المصدرة للأوراق المالية لقبول هذه الشروط. حيث هناك مزايًا كبيرة تحقّقها هذه الشركات، ممّا يترتب عليه آثار إيجابية في تحقيق زيادة في مستوى المبيعات وما يترتب على ذلك من ارتفاع سعر السهم في السوق وزيادة قيمة المنشأة.
- ممّا سبق يتضح لنا جلياً أنّ كلّ من السوق الأولي والسوق الثانوي متربطين ببعضهما البعض ارتباطاً وثيقاً، فليس من المعقول أن يكون هناك سوقاً للتداول دون أن يكون هناك أصلاً إصدارات واسعة من خلال السوق الأولي. وبالمثل لا يمكن أن يكون هناك سوقاً أولياً (إصدار) ما لم يكن هناك سوقاً ثانوياً متقدماً. بل أنّ السوق الثانوي يعدّ بمثابة العمود الفقري للسوق الأولي. والشكل التالي يوضّح ذلك:

¹: عبد الغفار حنفي ورسمية زكي قريا فص، مرجع سبق ذكره، ص. 426.

الشكل رقم 1-1: العلاقة لإطار سوق الأوراق المالية



المصدر: عبد الغفار حنفي ورسمية زكي قرياقص، مرجع سبق ذكره، ص. 286.

إذن سوق الأوراق المالية لأبد أن يتكوّن من سوقين أساسيين هما:

السوق الأولي أي سوق الإصدار والسوق الثانوي أي سوق التداول وإن كان السوق الثانوي يتضمّن بدوره شكليّن هما السوق المنظمة والسوق غير المنظمة إلا أنه قد يضمّ إلى جانب ذلك أسواقاً أخرى تعتبر جزءاً من هذا السوق وهي ما يطلق عليها السوق الثالث والسوق الرابع.

3- السوق الثالث والسوق الرابع

ونُميِّز بين هذين السوقين كالتالي:

1-3- السوق الثالث

وهو جزء من السوق غير المنظمة، حيث يتكوّن من السماسرة غير الأعضاء في السوق المنظمة، والذين يقدمون خدمات التعامل في الأوراق المالية للمؤسسات الإستثمارية الكبيرة، وتتميّز معاملات هذا السوق بصغر تكلفتها، وكذا سرعة تنفيذها، كما نجد أنّ هؤلاء السماسرة حقّ التعامل في الأوراق المالية المسجّلة في السوق المنظم.¹

¹: منير إبراهيم هندي، إدارة المنشآت المالية وأسواق المال (الإسكندرية: دار المعارف، 2006)، ص. 469-470.

3-2- السوق الرابع

هُوَ سُوقُ التَّعَامُلِ الْمُبَاشِرِ بَيْنَ الشَّرَكَاتِ الْكَبِيرَةِ مُصَدِرَةِ الْأُورَاقِ الْمَالِيَّةِ وَبَيْنَ أَعْيَاءِ الْمُسْتَشْمِرِينَ دُونَ الْحَاجَةِ إِلَى سَمَاسِرَةٍ أَوْ بُحَّارِ الْأُورَاقِ الْمَالِيَّةِ، وَيَتِمُّ التَّعَامُلُ بِسَرْعَةٍ وَبِتَكْلُفَةٍ بَسِيطَةٍ مِنْ خِلَالِ شَبَكَةِ الْإِتِّصَالَاتِ الْإِلِكْتُرُونِيَّةِ وَهَاتِفِيَّةِ حَدِيثَةٍ وَهُوَ مَا يُشَبَّهُ السُّوقَ الثَّلَاثَ لِأَنَّ الصَّفَقَاتِ تَتِمُّ خَارِجَ الْبُورْصَةِ أَيْ خَارِجَ السُّوقِ الْمُنظَّمَةِ، وَهَذَا التَّعَامُلُ بِكُلِّ الْأُورَاقِ الْمَالِيَّةِ الْمُتَدَاوِلَةِ دَاخِلَ وَخَارِجَ السُّوقِ الْمُنظَّمِ.¹

المُبْحَثُ الثَّانِي: الْأَدَوَاتُ الْمُتَدَاوِلَةُ فِي سُوقِ الْأُورَاقِ الْمَالِيَّةِ

تُعْتَبَرُ الْأُورَاقُ الْمَالِيَّةُ مِنْ أَدَوَاتِ تَمْوِيلٍ فِي سُوقِ الْأُورَاقِ الْمَالِيَّةِ، وَأُصُولٌ مَالِيَّةٌ مِنْ جِهَةِ نَظَرِ الْمُسْتَشْمِرِينَ فِيهَا، وَهَذِهِ الْأُورَاقُ هِيَ سَنَدَاتٌ أَوْ أَسْهُمٌ وَمُشْتَقَّاتٌ وَتُشِيرُ الْوَرَقَةُ الْمَالِيَّةُ إِلَى التَّمْثِيلِ الْقَانُونِيِّ لِإِتِّجَاهِ الشَّرِكَةِ الْمُصَدِرَةِ لَهَا وَتُعْطِي لِحَامِلِهَا الْحَقَّ فِي الْحُصُولِ عَلَى جُزْءٍ مِنَ الرِّبْحِ أَوْ الْعَائِدِ أَوْ الْإِنْتِزِينَ مَعًا، وَتَضْمَنُ حَقُّ أَصْحَابِهَا فِي التَّصَرُّفِ فِي الْوَرَقَةِ ذَاتَهَا، وَيُمْكِنُ التَّمْيِيزُ بَيْنَ الْأُورَاقِ الَّتِي تَمَثِّلُ حَقَّ الْمَلِكِيَّةِ أَوْ الْمُدْيُونِيَّةِ. وَسَوْفَ يَتِمُّ التَّطَرُّقُ فِي هَذَا الْمُبْحَثِ إِلَى:

➤ أَدَوَاتُ الْمَلِكِيَّةِ "الْأَسْهُمُ"؛

➤ أَدَوَاتُ الْمُدْيُونِيَّةِ "السَّنَدَاتُ"؛

➤ الْمُشْتَقَّاتُ الْمَالِيَّةُ وَالْأُورَاقُ الْهَجِينَةُ.

المطلب الأول: أَدَوَاتُ الْمَلِكِيَّةِ "الْأَسْهُمُ"

تَشْكُلُ الْأَسْهُمُ رَأْسَ الْمَالِ الْمَكْتَسَبِ (المُضَافِ) مِنْ قَبْلِ الْمُسْتَشْمِرِينَ، وَالَّذِي يَضُمُّ مُسَاهِمَاتِهِ الْمَالِيَّةَ وَيُحَدِّدُ مِلِكِيَّتَهُمْ لِلشَّرِكَةِ، وَسَوْفَ يَتِمُّ التَّعَرُّضُ فِي هَذَا الْمَطْلَبِ إِلَى كُلِّ مِنْ تَعْرِيفِ وَخَصَائِصِ وَأَنْوَاعِ وَقِيمِ الْأَسْهُمِ.

1- تَعْرِيفُ الْأَسْهُمِ وَخَصَائِصُهَا

لِلْأَسْهُمِ عِدَّةُ تَعَارِيفٍ وَخَصَائِصٍ يَتِمُّ ذِكْرُهَا فِيْمَا يَلِي:

1-1- تَعْرِيفُ الْأَسْهُمِ

وَرَدَتْ عِدَّةُ تَعَارِيفٍ لِلْأَسْهُمِ مِنْهَا: الْأَسْهُمُ عِبَارَةٌ عَنِ "الْأَسْهُمِ تَتَّصِفُ بِالِدَّوَامِ أَيْ لَيْسَ لَهَا تَارِيخُ اسْتِحْقَاقٍ مُحَدَّدٌ طَالَمَا أَنَّ الشَّرِكَةَ قَائِمَةٌ وَمُسْتَمِرَّةٌ، وَلَكِنْ مِنْ حَقِّ حَمَلَةِ الْأَسْهُمِ الْحُصُولُ عَلَى صَائِغِ الدَّخْلِ، وَكَذَلِكَ الْمُتَبَقِّي مِنْ أُصُولِ الشَّرِكَةِ بَعْدَ سَدَادِ كَافَّةِ الْإِلْتِزَامَاتِ الْأُخْرَى ذَاتِ الْأُولَوِيَّةِ فِي السَّدَادِ".²

"السَّهْمُ بِالنِّسْبَةِ لِلْمُسْتَشْمِرِ لَا يَأْتِي فَقَطُ مِنْ كَوْنِهِ اسْتِشْمَارٌ يُعْطَى لِلْمُسْتَشْمِرِ حَقًّا فِي مِلِكِيَّةِ الْمَنْشَأَةِ الْمُصَدِرَةِ لِتِلْكَ الْأَسْهُمِ، وَإِنَّمَا أَيْضًا بِسَبَبِ مَا يُحَقِّقُهُ هَذَا الْإِسْتِشْمَارُ مِنْ عَوَائِدِ اسْتِشْمَارِيَّةٍ جَعَلَتْهُ مُمَيِّزًا عَنِ غَيْرِهِ مِنْ أَدَوَاتِ الْإِسْتِشْمَارِ

¹ : عبد الغفار حنفي ورسمية قرياقص، الأسواق والمؤسسات المالية: بنوك تجارية- أسواق الأوراق المالية- شركات التأمين- شركات الاستثمار، مرجع سبق ذكره، 2004، ص.288.

² : محمد عوض عبد الجواد وعلي إبراهيم الشديفات، الاستثمار في البورصة: أسهم- سندات- أوراق مالية (عمان: دار الحامد للنشر والتوزيع، 2006)، ص. 58.

المالي الأخرى، حيث تنفرد الأسهم في شكل العوائد التي تحققها للمستثمر وهي تتمثل في العوائد النقدية والعوائد الإستثمارية*¹.

من المفاهيم السابعة يمكن القول أن الأسهم هي عبارة عن صكوك متساوية القيمة، سواء كانت نقدية أو عينية، وتمثل حق ملكية للمكتسب بها وقابلة للتداول وفق القانون التجاري، حيث تمثل المشاركة في رأس المال شركة الأموال.

1-2- خصائص الأسهم

يتمتع السهم بمجموعة من الخصائص، ومن أهم هذه الخصائص ما يلي:²

1-2-1- خاصية القابلية للتداول

تتوفر للسهم مرونة كبيرة في سوق الأوراق المالية من خلال هذه الخاصية، حيث تجعل بالإمكان التنازل عن هذا السهم بالطرق التجارية دون الحاجة لإتباع طرق الحوالة، و خاصية التداول و إن كانت تتوفر إستثناء في بعض الأوراق المالية الأخرى فهي صفة مطلقة بالنسبة للأسهم شركات المساهمة العامة.

لكن القوانين التجارية تضع في معظم الأحيان شروطاً خاصة على عملية التداول بقصد الحد من عمليات المضاربة غير المشروعة بالأسهم، منها على سبيل المثال عدم السماح للمؤسسين أن يتصرفوا في أسهمهم إلا بعد مضي سنتين على تأسيس الشركة نهائياً، أو بعد توزيع نسبة مئوية محددة من أرباحها على المساهمين.

1-2-2- خاصية متساوية القيمة

تعني هذه الخاصية أنه حين تقوم شركة المساهمة بإصدار عدد من الأسهم العادية فإنها تكون أسهم متساوية القيمة، ولا يجوز لإصدار أسهم عادية عن نفس الشركة بغير قيمة مختلفة بينهما لا يحكم هذا الشرط إصدار الأوراق المالية الأخرى، إذ يمكن لشركة معينة أن تصدر مثلاً سندات مختلفة القيمة الاسمية في آن واحد مثل سند قيمته 100 دج وآخر قيمته الاسمية 1000 دج، بينما لا يمكن ذلك في الأسهم، إلا أنه يمكن للشركة في البلدان التي تسمح قوانينها التجارية بإصدار أسهم ممتازة أن تقوم بإصدار مثل هذه الأسهم بقيمة اسمية تختلف عن القيمة الاسمية لأسهمها العادية.

1-2-3- خاصية المسؤولية المحدودة للمساهم

تنص قوانين الشركات على أن مسؤولية المساهم محدودة في الشركة، وهذا يختلف عن حال الشريك في شركات التضامن أو شركات الأشخاص عموماً حيث تكون مسؤوليته غير محدودة.

*العوائد الاستثمارية: هي "مقياس لثروة تحقيق الأصول للأرباح يوضح ربحية الشركة من عملياتها التجارية وبالتالي فهو مقياس لفاعلية الشركة، بحسب بقسمة الدخل الصافي على متوسط مجموع الأصول".

¹: حمزة محمود الزبيدي، الاستثمار في الأوراق المالية (عمان: مؤسسة الأوراق للنشر والتوزيع، 2001)، ص. 172.

²: عبد الرحمن بن عزوز، "دور الوساطة المالية في تنشيط سوق الأوراق: دراسة حالة تونس" (مذكرة الماجستير، جامعة منتوري قسنطينة، 2011-2012)، ص. 29.

2- أنواع الأسهم ومختلف قيمها

للسهم عدّة أنواع وقيم سوق يتم ذكرها كالآتي:

2-1- أنواع الأسهم

يمكن تقسيم الأسهم إلى أنواع مختلفة وعلى أسس مختلفة يمكن ذكرها في الآتي:

2-1-1- تقسيم الأسهم على أساس شكل الإصدار

تنقسم الأسهم حسب شكل الإصدار إلى:

أسهم اسمية: أين يُقيد اسم المساهم في سجلات خاصة تحتفظ بها الشركة التي أصدرت تلك الأسهم، على أن يتم نقل الملكية باسم المساهم الجديد في سجلات المساهمين للشركة المصدرة عند تداول هذه الأسهم في البورصة. **أسهم لحاملها:** وهي أسهم تنتقل ملكيتها بمجرد المناولة من يد إلى يد وبذلك هي تشبه وإلى حد كبير النقود فالشخص الذي يحوّلها هو مالكها، هذا النوع من الأسهم يمنح مزايًا عديدة للمستثمرين، كعدم الإعلان عن اسم المستثمر، سهولة التداول، إضافة إلى أنها تستخدم كوسيلة لإخفاء الثروة والتهرب الضريبي، كما أن لها بعض العيوب لعرضتها للسرقة أو الضياع، وحملتها لا يحق لهم التصويت في الجمعية العمومية، لذا تحرم معظم قوانين الشركات إصدار هذا النوع من الأسهم.

الأسهم الأذنية (السهم الأذني): هذا السهم يذكر اسم صاحبه في الشهادة مؤقتًا بشرط الأمر أو الإذن، وعليه يتم انتقال الملكية عن طريق التظهير و بدون حاجة للرجوع إلى الشركة.

2-1-2- تقسيم الأسهم من حيث الحصة التي يدفعها المساهم

يتم تقسيم الأسهم وفق هذا النوع إلى:¹

أسهم عينية: وهي تمثل "حصة عينية من رأس المال على شكل عقار أو آلات ومعدات".

أسهم نقدية: وهي "الأسهم التي تدفع في مقابل مساهمات نقدية، ولا تصبح قابلة للتداول بطرق التجارية إلا بعد تأسيس الشركة بصفة هائية، أي عند صدور العقد التأسيسي للشركة".

أسهم مختلطة: وهي "الأسهم التي يدفع جزءًا منها نقدًا وجزءًا عينيًا".

حصص التأسيس: وتصدرها الشركة عند تأسيسها وليس لها قيمة اسمية تكتب على الصك إنما كل ما في الأمر أن لها نصيب في الأرباح.

2-1-3- تقسيم الأسهم من حيث الحقوق التي يتمتع بها صاحبها

تنقسم الأسهم من حيث الحقوق التي يتمتع بها صاحبها إلى ما يلي:

¹: محمود أمين زويل، بورصة الأوراق المالية: موقعها من الأسواق - أحوالها ومستقبلها (الإسكندرية: دار الوفاء لدنيا الطباعة والنشر، دون سنة نشر)، ص. 48.

الأسهم العادية: يعرف السهم العادي بأنه "أداة ملكية ذو صفة مالية قابل للتداول ويعطى الحق لحامله الحصول على عوائد غير ثابتة، بجانب حصته في موجودات الشركة والمثبتة في شهادة السهم، والأسهم العادية على الرغم من كونها من أكثر الأدوات المالية مخاطرة إلا أنها بالمقابل توصف من أفضل الأدوات التي توفر حماية للمستثمر ضد مخاطر التضخم، كما يتمتع حامل السهم العادي بالأولوية في شراء الإصدارات الجديدة للشركة من الأدوات المالية بجانب مسائل متعلقة بالرقابة على سجلات الشركة وفحص عقد تأسيسها وتعديله".

الأسهم الممتازة: تعتبر الأسهم الممتازة "خليط من أنواع الأوراق المالية المختلفة، فهي تُعطي لحاملها حقوقاً مشابهة فيما يتعلق بشؤون الشركة مثلها مثل الأسهم العادية، ولكن حاملها هذه الأسهم بشكل عام ليس لديهم حق التصويت في اجتماعات مجلس الإدارة".¹

2-2- قيم الأسهم

من خلال مراحل حياة الشركة المختلفة يتخذ السهم العادي عدة قيم يمكن إيجازها كما يلي:

القيمة الاسمية للسهم (قيمة الإصدار): وهي القيمة التي تُحدد عند الإصدار والإكتتاب العام وتتدخل التشريعات المحيية غالباً في وضع حدود هذه القيمة.²

القيمة المحاسبية (القيمة الدفترية): وهي القيمة التي تُعادل قيمتها السهم عند التصفية وتحتسب من خلال جمع قيم الموجودات المادية والمالية والنقدية مطروحة منها قيم الالتزامات (بما فيها الحصة المقررة بمعدلات ثابتة لأصحاب الأسهم الممتازة والسندات المستحقة...) ومن ثمة يجري تقسيم النتائج على عدد الأسهم العادية.³

القيمة السوقية (القيمة المتداولة): وهي التقييم الحقيقي للسهم العادي وهي تتوقف على العائد المتوقع تولده نتيجة الأرباح الرأسمالية والتوزيعات التي يحصل عليها المستثمر.⁴

القيمة الطبيعية: وهي قيمة اقتصادية أساسية للأسهم الصادرة عن شركة ما والتي تعكس بشكل كافي وعقلاني كافة المعلومات المتوفرة للجُمهور، وتعد هذه القيمة مؤشراً مقارناً لتحديد حركة التعاملات، فإذا كان السعر السوقي لسهم عادي أكبر من القيمة الطبيعية له فإن السهم المعني قد قدر بأكثر من قيمته الحقيقية، وبالتالي فإنه يُباع أو لا يشتري هذا السهم.⁵

3- تقسيمات أخرى للأسهم

بالإضافة إلى ما سبق ذكره من أنواع الأسهم، تم استحداث تقسيمات أخرى للأسهم منها:

¹ مايكل بيكيت، كيف تعمل البورصة؟: دليل المستثمر الصغير (دون ذكر البلد: دار الفاروق للنشر والتوزيع، 2005)، ص 15.

² هوشيار معروف كاكا مولا، مرجع سبق ذكره، ص. 95.

³ المرجع نفسه، ص. 95.

⁴ رسمية قرياقص، أسواق المال: أسواق - رأس المال - المؤسسات (الإسكندرية: الدار الجامعية للنشر والتوزيع، 1999)، ص. 20.

⁵ هوشيار معروف كاكا مولا، مرجع سبق ذكره، ص. 96.

3-1-1- تفسيّات جديدة بشأن الأسهم العادية

فضلاً عن الأسهم العادية التقليدية ظهرت أنواع عديدة من الأسهم العادية المستخدمة نستعرض أهمها فيما

يلي:¹

3-1-1-1- الأسهم العادية للأقسام الإنتاجية

يكون للشركة الواحدة مجموعة من الأسهم العادية تربط فيها التوزيعات بالأرباح التي تحقّقها الشركة ككلّ ولكن بعض الشركات الأمريكية أصدرت في الثمانينات أنواع أخرى من الأسهم الإنتاجية يرتبط كلّ نوع منها بالأرباح التي يحقّقها قسم معين من الأقسام المنتجة بالشركة و على الرغم من المزايا التي قد يحقّقها هذا النوع الجديد من الأسهم إلا أنه خلف نوعاً من تضارب المصالح بين المستثمرين.

3-1-1-2- الأسهم العادية ذات التوزيعات المخصصة

التوزيعات التي يحصل عليها حملة الأسهم العادية لا يعتبر من الأعباء التي تخصم قبل احتساب الضريبة، وفي الثمانينات صدر في الولايات المتحدة الأمريكية تشريع ضريبيّ يسمح للشركات التي تباع حصة من أسهمها العادية إلى العاملين في ظلّ خطة معينة لمشاركتهم في ملكية الشركة يخصم التوزيعات على تلك الأسهم من الإيرادات قبل الاحتساب الضريبيّ، كما نصّ على إعفاء المؤسسة المالية التي تمنح قرصاً لصندوق العاملين المخصّص لتمويل شراء الأسهم من دفع ضريبيّ على 50% من الفوائد التي تحصل عليها.

3-1-1-3- الأسهم العادية المضمونة

ليس لحامل السهم العاديّ الحقّ في الرجوع إلى الشركة التي أصدرت هذا السهم في حالة انخفاض قيمته السوقية، إلا أنه ظهرت في الولايات المتحدة الأمريكية عام 1984 لأول مرة أسهمًا عادية تُعطى لحاملها الحقّ في مطالبة الشركة بالتعويض إذا انخفضت القيمة السوقية للسهم إلى حدّ معين خلال فترة محدّدة عقب الإصدار.

3-2- تفسيّات جديدة بخصوص الأسهم الممتازة

يتم توضيحها كما يلي:

3-1-2-1- الأسهم الممتازة ذات التوزيعات المتغيرة

ترتبط فيها التوزيعات بمعدّل عائِد سنّات الحزينة ويجري التعديل على نصيب السهم من الأرباح كلّ ثلاثة أشهر بناءً على التغيّر الذي يطرأ على عائِد سنّات الحزينة.²

3-2-2- الأسهم الممتازة التي لها حقّ التصويت

هي الأسهم الممتازة التي تُعطى كتعويض لحملة الأسهم العادية عن انخفاض القيمة السوقية للسهم العاديّ.¹

¹ : عبد الرحمن بن عزوز، مرجع سبق ذكره، ص. 34.

² : عبد الغفار حنفي ورسمية زكي قرياقص، الأسواق والمؤسسات المالية: بنوك تجارية- أسواق الأوراق المالية- شركات التأمين- شركات الاستثمار (مصر: الدار

الجامعية، 2008)، ص. 260

المطلب الثاني: أدوات الدين "السندات"

تحتاج الشركة لتمويل مشاريعها بالإضافة إلى الأسهم إلى نوع آخر من التمويل وهو الإفراض وهذا من أجل بلوغ أهدافها في مواصلة النشاط وتوسيعه بأعلى كفاءة وبأكبر مردودية، إذ يتم هذا الإفراض إما بصيغة مباشرة من البنوك مقابل فوائد سنوية، أو عن طريق إصدار ما يسمى بالسندات وسوف يتم التطرق في هذا المطلب إلى كل من تعريف وخصائص وأنواع السندات والفرق بين الأسهم والسندات.

1- تعريف السندات وخصائصها

للسندات عدة تعاريف وخصائص يتم ذكرها فيما يلي:

1-1- تعريف السندات

هناك عدة تعاريف للسندات أهمها:

السند هو: "مستند مديونية قابل للتداول ولأجل محدد وبفائدة محددة، وبهذا فإن مالك السند أو حامله يعتبر دائناً للجهة المصدرة، أي أن له الحق في الحصول على قيمة السند الاسمية (المثبتة على متن السند) في وقت استحقاقه، وكذلك له الحق في الحصول على فائدة محددة وبصورة دورية".²

كذلك السند هو: "عبارة عن عقد (أداة دين) طويل الأجل تصدره الشركات أو الحكومة، وطبقاً لهذا العقد يقبل المُقرض (المصدر للسند) أن يدفع قيمة السند مع الفوائد المُستحقة في تواريخ مُحددة لحامل السند (المقرض) ويحمل السند قيمة اسمية Face Value وتاريخ استحقاق".³

وعليه السند عبارة عن وثيقة قرض، يتعهد المصدر بدفع قيمة القرض كاملة لصاحب هذه الوثيقة، في تاريخ محدد و بفائدة محددة.

1-2- خصائص السند

يمكن تلخيص خصائص السند كما يلي:⁴

- صكّ مديونية على الجهة التي أصدرته.
- يحصل صاحب السند على سعر فائدة ثابت* (عائد) سواء ربحت الشركة أم لم تربح.
- استيفاء قيمة السند عند تاريخ الاستحقاق.

¹ : عبد الغفار حنفي ورسومية زكي قرياقص، مرجع سبق ذكره، ص. 260.

² : فليح حسن خلف، مرجع سبق ذكره، ص. 244.

³ : عبد النافع الزرري وغازي فرح، الأسواق المالية (الأردن - عمان: دار وائل للنشر، 2001)، ص ص. 160-161.

⁴ : عبد الرحمن بن عزوز، مرجع سبق ذكره، ص ص. 37-38.

* **سعر فائدة ثابت:** هو "معدل الفائدة الذي لا يتغير طوال مدة القرض".

** **سعر فائدة اسمي:** هو "معدل الفائدة قبل حساب التعديل الناشئ عن الغلاء، وهذا بخلاف معدل الفائدة الحقيقي، ويطلق التعبير الاسمي على معدل الفائدة عندما تكون المدة الزمنية ليست سنة، وإنما شهر أو يوم".

- قابلية السند للتداول، يحق لحامله بيعه للغير.
- تتحدد القيمة الجارية للسند في السوق اعتمادًا على العلاقة بين سعر الفائدة الإسمي* على السند وسعر الفائدة الجارية في السوق.
- لا يحق المطالبة بقيمة السند قبل الزمن المحدد لتسديده، وإنما يمكن بيعه في السوق الثانوية.
- لا يشترك حامل السند في جميعات المساهمين العامة و لا يكون لقرارات هذه الهيئات أي تأثير بالنسبة له.
- تواجه السندات مخاطر ائتمانية عديدة، أهمها ما يتعلق بتقلبات أسعار الفائدة، و بقابلية من قبل الجهات المصدرة لها عند انخفاض هذه الأسعار لتعرض محلها سندات جديدة تحمل استدعائها فوائدها أعلى.
- قابلية التداول حيث يعتبر السند من الأوراق المالية القابلة للتداول في السوق المالي ويسمح لحامله بيعه ونقل ملكيته، وتساهم خاصية التداول في توفير السيولة لحاملي السندات عند تداولها في السوق الثانوي.¹

2- أنواع السندات

بالاعتماد إلى مجموعة من الاعتبارات يمكن تقسيم السندات إلى الكثير من الأنواع:

2-1- تقسيم السندات من حيث الإصدار

تقسم السندات على هذا الأساس إلى:²

سندات حكومية: تصدر على الحكومة والمؤسسات التابعة لها لضبط حجم السوق أو لتمويل مشاريعها الإستثمارية مثل سندات الخزينة.

سندات غير حكومية (أهلية): تصدر عن الشركات المساهمة العامة مثل السندات العقارية وغيرها وذلك لتلبية احتياجاتها التمويلية المختلفة.

2-2- تقسيم السندات من حيث مدة الأجل

تنقسم السندات حسب طول أجلها إلى:³

سندات قصيرة الأجل: وهي السندات التي لا يتجاوز أجلها عامًا واحدًا، ويعتبر هذا النوع من السندات أداة تمويل قصيرة الأجل، تتداول في سوق النقد مثل سندات الخزينة*.

سندات متوسطة الأجل: تستحق خلال سبع سنوات وتكون معدلات فوائدها متوسطة نسبيًا.

¹: دريد كمال آل شبيب، الأسواق المالية والنقدية (عمان: دار المسيرة للنشر والتوزيع، 2012)، ص. 209.

²: فيصل محمود الشوارة، الاستثمار في بورصة الأوراق المالية: الأسس النظرية والعملية (عمان: دار وائل للنشر، 2008)، ص. 77.

³: المرجع نفسه، ص. 77.

*سندات الخزينة: هي " أداة دين مالية حكومية، ذات نسبة فائدة ثابتة، وغالبًا ما تكون مقومة بعملة البلد الذي أصدرها، ولفترة استحقاق طويلة الأجل تصل إلى ثلاثين عامًا".

سَنَدَاتٌ طَوِيلَةُ الْأَجَلِ: وَهِيَ السَّنَدَاتُ الَّتِي يَزِيدُ أَجْلُهَا عَنْ سَنَةٍ وَاحِدَةٍ لِدَا تَتَدَاوَلُ فِي سُوقِ الْأَوْرَاقِ الْمَالِيَةِ، وَمِنْ أَمْثَلِهَا السَّنَدَاتُ الْعَقَّارِيَّةُ.

2-3- تَفْسِيمُ السَّنَدَاتِ مِنْ حَيْثُ الشُّكْلِ

تَنْقَسِمُ السَّنَدَاتُ وَفَقَ هَذَا الشُّكْلِ إِلَى:¹

سَنَدَاتٌ وَفَقَ مَالِكِيَّتِهَا: لَا تَنْتَقِلُ مِلْكِيَّتُهَا إِلَّا بَعْدَ الرُّجُوعِ إِلَى الْمَصْدَرِ أَوْ الْجِهَةِ الرَّسْمِيَّةِ.
سَنَدَاتٌ بِاسْمِ حَامِلِهَا: تَنْتَقِلُ مِلْكِيَّتُهَا بِمُجَرَّدِ الْإِسْتِلَامِ وَلَا يَذْكَرُ فِيهَا اسْمُ الْمُسْتَشْتَرِ.

2-4- تَفْسِيمُ السَّنَدَاتِ مِنْ حَيْثُ الْجِنْسِيَّةِ

تَنْقَسِمُ السَّنَدَاتُ مِنْ حَيْثُ الْجِنْسِيَّةِ إِلَى:²

سَنَدَاتٌ مَحَلِّيَّةٌ: تَصْدُرُهَا مَوْسَّسَاتٌ وَطَنِيَّةٌ لِصَالِحِ مُقْتَرِضِينَ مَحَلِّيِّينَ.
سَنَدَاتٌ أَعْجَنِيَّةٌ: تَصْدُرُهَا مَوْسَّسَاتٌ وَطَنِيَّةٌ لِصَالِحِ مُقْتَرِضِينَ أَجَانِبَ وَيَتِمُّ التَّدَاوُلُ عَلَيْهَا أَيْضًا فِي الدَّخْلِ.
سَنَدَاتٌ دَوْلِيَّةٌ: تَصْدُرُهَا مَوْسَّسَاتٌ دَوْلِيَّةٌ لِصَالِحِ مُقْتَرِضِينَ مَحَلِّيِّينَ كَتَبْلِكِ الَّتِي يَصْدُرُهَا الْبَنْكُ الدَّوْلِيُّ.

2-5- تَفْسِيمُ السَّنَدَاتِ مِنْ حَيْثُ الضَّمَانِ

تَنْقَسِمُ السَّنَدَاتُ مِنْ حَيْثُ الضَّمَانِ إِلَى:³

سَنَدَاتٌ مَضْمُونَةٌ: تُعْطَى الْحَقُّ وَضَعُ الْيَدِ عَلَى الْأَصْلِ أَوْ الْأُصُولِ الضَّامِنَةَ لَهَا فِي حَالَةِ عَدَمِ الْقُدْرَةِ عَلَى الْوَفَاءِ بِالْتِزَامَاتِهَا.
سَنَدَاتٌ غَيْرُ مَضْمُونَةٍ: لَا تُعْطَى لِحَامِلِهَا حَقٌّ وَضَعُ الْيَدِ عَلَى الْأُصُولِ الضَّامِنَةَ لَهَا وَإِنَّمَا الضَّمَانُ الْوَحِيدُ لَهَا هُوَ حَقُّ الْأَوْلِيَّةِ فِي الْحُصُولِ عَلَى الْحُقُوقِ قَبْلَ حَمَلَةِ الْأَسْهُمِ الْعَادِيَّةِ وَالْمُمْتَازَةِ.

2-6- تَفْسِيمُ السَّنَدَاتِ مِنْ حَيْثُ طَبِيعَةِ الْفَائِدَةِ

تَنْقَسِمُ السَّنَدَاتُ مِنْ حَيْثُ طَبِيعَةِ الْفَائِدَةِ إِلَى:

سَنَدَاتٌ مِنْ حَيْثُ مُعَدَّلِ الْعَائِدِ: وَتَكُونُ الْفَائِدَةُ عَلَيْهَا ثَابِتَةً طَوِيلَةَ الْمُدَّةِ.
سَنَدَاتٌ مِنْ حَيْثُ الْفَائِدَةِ الْمُتَغَيِّرَةِ: تَكُونُ الْفَائِدَةُ عَلَيْهَا مُتَغَيِّرَةً وَتَتَغَيَّرُ نِسْبَتُهَا عَلَى ضَوْءِ تَغْيِيرِ أَسْعَارِ الْفَائِدَةِ السَّائِدَةِ فِي السُّوقِ.

2-7- تَفْسِيمُ السَّنَدَاتِ مِنْ حَيْثُ قَابِلِيَّةِ التَّحْوِيلِ

تَنْقَسِمُ السَّنَدَاتُ وَفَقَ هَذَا الشُّكْلِ إِلَى:

سَنَدَاتٌ قَابِلَةٌ لِلتَّحْوِيلِ: تَتَمَيَّزُ بِمِيزَةٍ إِضَافِيَّةٍ عَنْ غَيْرِهَا، وَهِيَ إِمْكَانِيَّةُ تَحْوِيلِهَا إِلَى أَسْهُمِ عَادِيَّةٍ إِذَا رَغِبَ الْمُسْتَشْتَرُ فِي ذَلِكَ، وَهَذِهِ السَّنَدَاتُ يَفْضُلُهَا الْمُسْتَشْتَرُونَ كَثِيرًا، خَاصَّةً إِذَا كَانَتْ الشَّرْكَةُ حَقَّقَتْ مُعَدَّلَاتٍ مُؤْ عَالِيَةً.

¹ : فيصل محمود الشواربة، مرجع سبق ذكره، ص 77-78.

² : المرجع نفسه، ص 78.

³ : بوكساني رشيد، "معوقات أسواق الأوراق المالية العربية وسبل تفعيله" (رسالة الدكتوراه، جامعة الجزائر، 2005-2006)، ص 63.

سندات غير قابلة للتحويل: لا تُعطي صاحبها أو حاملها الحق باستبدالها بالأسهم العادية للشركة المُصدرة.

3- تَفْسِيْمَاتُ أُخْرَى لِلسَّنَدَاتِ

بالإضافة إلى ما تم ذكره سابقاً من أنواع السندات، تم استخدام أنواع جديدة منها:

3-1- سَنَدَاتٌ لَا تَحْمِلُ مُعَدَّلَاتٍ فَائِدَةٍ

تباع بحصم على القيمة الاسمية على أن يسترد المستثمر القيمة الاسمية عند الاستحقاق، كما يمكن بيعها في السوق بالسعر السائد إذا رغب حاملها في التخلص منها قبل تاريخ الاستحقاق.¹

3-2- سَنَدَاتٌ ذَاتُ مُعَدَّلٍ فَائِدَةٍ مُتَحَرِّكَةٍ

حيث يُجدد سعر فائدة مبدئي لهذه السندات، يعاد النظر فيه كل ستة أشهر بهدف تعديله ليناسب مع معدلات الفائدة السائدة في السوق، وقد استحدث هذا النوع من السندات لمواجهة التضخم.²

3-3- سَنَدَاتٌ ذَاتُ الدَّخْلِ

حملة هذا النوع لا يحق لهم مطالبة المنشأة بالفوائد في السنوات التي لا تحقق فيها أرباحاً، إلا أنه قد ينص العقد على أن تُسدّد فوائد السنة التي لم تُحقق فيها أرباحاً من السنة اللاحقة.³

3-4- سَنَدَاتٌ مُتَوَاضِعَةُ الجُودَةِ

استحدثت هذه السندات في الثمانينات الماضي لتمويل وإملاك أعضاء مجلس الإدارة لحصة كبيرة في رأس المال الخاص بالمنشأة التي يُديرونها وذلك بإصدار قروض تستخدم حصيلتها لشراء جانب كبير من أسهمها المُتداولة في السوق.⁴

3-5- سَنَدَاتُ المُشَارَكَةِ

تُعطي لحاملها الحق في جزء من أرباح المنشأة إضافة إلى الفوائد الدورية.⁵

4- الفَرْقُ بَيْنَ الأَسْهُمِ وَالسَّنَدَاتِ

يُمثّل الجدول الآتي المقارنة بين كل من الأسهم والسندات كما يلي:

¹: حنفي عبد الغفار ورسمية قريبا فص، الأسواق والمؤسسات المالية: بنوك تجارية - أسواق الأوراق المالية - شركات التأمين - شركات الاستثمار، مرجع سبق ذكره، 2004، ص. 261.

²: عبد الرحمن بن عزوز، مرجع سبق ذكره، ص. 40.

³: المرجع نفسه، ص. 40.

⁴: المرجع نفسه، ص. 40.

⁵: المرجع نفسه، ص. 41.

الجدول رقم 1-1: المقارنة بين الأسهم والسندات

السندات

- دين على الشركة.
- يعتبر حاملي السندات دائنون.
- عائد السند ثابت.
- حامل السند يحصل على فائدة بغض النظر على حجم الأرباح وتوزيعها.
- الفوائد على السندات تعتبر التفضيلات لا تخضع للضريبة.
- حملة السندات ليس لهم أي حق في التدخل في إدارة الشركة إلا في حالة تغيير الشكل القانوني.
- ليس لحملة السندات أي حق أفضلية أو أولوية في الإكتتاب في زيادة رأس المال.
- يمكن إصدار السندات بالقيمة الاسمية أو بقيمة أعلى من القيمة الاسمية أي بعلاوة وتسدّد كذلك أيضاً. - حامل السند يشتد رأس ماله في الموعد المحدد لإستحقاق السداد بالكامل.
- القيمة الحالية للسند تعتمد على سعر الفائدة الجاري فالسعر الفائدة الاسمية (على السند).
- حامل السند له الحق الحصول في إسترداد مبلغ المدبونية قبل أن يحصل المساهمون على أي شيء.

الأسهم

- جزء من رأس مال الشركة.
- المساهمون شركاء أو ملاك الشركة.
- عائد السهم متغير.
- حامل السهم يحصل على عائد لا يعتمد على المربح فقط، وإنما يتخذ القرار بتوزيعها.
- عائد السهم يعتبر توزيعها لإرباح تخضع للضريبة.
- للمساهمين حق الإطلاع والحصول على المعلومات بخصوص سير العمل بالشركة.
- للمساهمين حق الأولوية في الإكتتاب في أسهم زيادة رأس المال.
- يمكن إصدار الأسهم بالقيمة الاسمية أو بقيمة أعلى من القيمة الاسمية وسعر الإصدار علاوة إصدار.
- حامل السهم لا يشتد رأس ماله إلا بالبيع في البورصة أو ما يخصم بعد تسديد كافة الديون. عند تصفية الشركة، ولا يشترط أن يكون ما دفعه هو ما يشتد، وهو قابل للزيادة أو التخصان.
- القيمة الحالية (السوقية) للسهم تعتمد على مقدار العائد المتوقع من السهم وسعر الفائدة الجاري. - عند تصفية الشركة يكون لحملة الأسهم الحق في إسترداد مدخراتهم أو ما يخصم بعد تسديد كافة الديون.

المصدر: ضياء مجيد، البورصات: أسواق رأس المال وأدواتها الأسهم والسندات (الجزائر: مؤسّسة شباب الجامعة، 2003)، ص ص. 44-45.

المطلب الثالث: المشتقات المالية والأوراق المهجنة

بالإضافة إلى أدوات الملكية وأدوات الدين، يختلف أنواعها يتوجب هنا ذكر أنواع أخرى من الأدوات المالية المتداولة في سوق الأوراق المالية، لا يمكن اعتبارها أسهم ولا سندات، بل هي نوع من أنواع العمود القابلة للتداول في السوق، وسوف يتم التطرق في هذا المطلب إلى كل من تعريف وأنواع المشتقات المالية وتعريف وأنواع الأوراق الهجينة.

1- تعريف المشتقات المالية

تعرف على أنها: "عبارة عن عقود فرعية تبنى أو تشتق من عقود أساسية لأدوات استثمارية (أوراق مالية: عملات أجنبية، سلع... الخ) لينشأ عن تلك العقود الفرعية أدوات استثمارية مشتقة، والبعض يطلق على المشتقات المالية مصطلح (الإستثمارات الصفرية)، ومن الأمثلة على هذه المشتقات: العقود المستقبلية، العقود الآجلة، عقود المقايضة وعقود الخيارات وغيرها من العقود المالية ذات الخصائص المتماثلة"¹.

تعرف أيضاً على أنها: "عقود تشتق قيمتها من قيمة الأصول المعنية أي الأصول التي تمثل موضوع العقد والأصول التي تكون موضوع العقد تتنوع ما بين الأسهم والسندات والسلع والعملات الأجنبية... الخ، وتسمح المشتقات للمستثمر بتحقيق مكاسب أو خسائر اعتماداً على أداء الأصل موضوع العقد"².

فمن خلال التعريف يمكن استخلاص تعريف شامل للمشتقات المالية وهو أنها عبارة عن عقود يتم تسويتها في تاريخ مستقبلي، لا تتطلب إستثمارات مبدئية بل تتطلب مبلغ مبدئي صغير مقارنة بقيمة العقود.

2- أنواع المشتقات المالية

يمكن التمييز بين الأنواع الآتية من المشتقات وهي: عقود الخيار، العقود المستقبلية، عقود المبادلة والعقود الآجلة.

1-2- عقود الخيار

يتمثل عقد الخيار في عقد بين طرفين أحدهما مشتري الخيار والآخر بائع الخيار أو محرر الخيار وبموجبه يكون للطرف الأول أي المشتري الحق في أن يشتري (إذا ما رغب) الطرف الثاني أي المحرر أو أن يبيع (إذا ما رغب) الطرف الثاني أصلاً معينا وفي تاريخ معين أو خلال فترة معينة حسب الاتفاق وذلك مقابل أن يقوم الطرف الأول المشتري بدفع علاوة أو مكافأة معينة للطرف الثاني³.

وبالتالي فإن عقد الخيار ينظر إليه في حد ذاته باعتباره أداة أو ورقة مالية يتم تداولها في السوق المالية ويتدبب سعرها صعوداً وهبوطاً مع أي تقلب في القيمة السوقية للأصل المشتقة منه ومن هنا يتم استخدامها بكثافة في عمليات التحوط أو المضاربة.

وتوجد نوعان من عقود الخيار هما خيار النداء يُعطي لصاحبه الحق في الشراء، وليس الالتزام بالشراء وخيار الطرح ويُعطي هذا الخيار الحق في بيع أصل سعر معين دون الالتزام بذلك.

¹ : محمد مطر وفايز تيم، إدارة المحافظ الاستثمارية (عمان - الأردن: دار وائل للنشر، 2005)، ص 254-255.

² : طارق عبد العال حماد، المشتقات المالية (الإسكندرية: الدار الجامعية، 2003)، ص 05.

³ : محمد مطر وفايز تيم، مرجع سبق ذكره، ص 256.

2-2- العُقود المُستقبليَّة

العقد المُستقبليّ هو التزام قانوني متبادل بين طرفين يفرض على أحدهما أن يسلم الآخر (أو يستلم منه) وبواسطة طرف ثالث (الوسيط) كمية محددة من أصل أو سلعة معينة في مكان محدد وبموجب سعر محدد. بهذا المدلول ينشأ هذا العقد بين طرفين يكون أحدهما مشتري للعقد والآخر بائعاً له، أمّا الأصل الذي يسري عليه التعامل عليه التَّعامل بموجب العقد فيتراوح عادة بين الأصول الحقيقيَّة، مثل السَّلع والمعادن والعُمَلات بأنواعها المُختلفة.¹

2-3- عُقود المُبادلة

تعرف عُقود المُبادلة بأنَّها: "سلسلة من العُقود لآجحة التنفيذ في حين تتم تسوية عقد المُبادلة على فترات دورية (سنوية، رُبع سنوية، نصف سنوية) وعقد المُبادلة مُلزم لطرفي العقد على عكس ما هو معروف في عُقود الخيار، ولا يتم تسويتها يومياً كما هو الحال في العُقود المُستقبليَّة".²

2-4- العُقود الآجلة

هي عُقود غير قابلة للتداول تُعطي لحاملها الحق والالتزام الكامل معاً لترتيب مُبادلة أصل مُعين في وقت مُستقبلي يُحدد مُسبقاً وبسعر يُحدد مُسبقاً أيضاً، ويظهر هنا سعران أحدهما يُعرف بسعر التسليم الذي هو السعر السائد والآخر بالسعر الآجل يتساوى السعران وقت التَّعاقد، إلا أنَّ السعر الأول يكون ثابتاً والسعر الثاني يكون قابلاً للتَّغيير.³ وتُجدر الإشارة إلى أنَّ الفرق بين العُقود المُستقبليَّة و العُقود الآجلة تكمن في:

مُخاطرة عدم القدرة على الوفاء: العُقود الآجلة لا تُوفّر عنصراً الحماية لطرفي التَّعاقد ضدَّ مخاطر عدم قدرة الطرف الآخر على الوفاء بالتزامات العقد لأنَّها لا تتداول في السوق مُنظمة، على عكس العُقود المُستقبليَّة والتي تُوفّر الحماية لطرفي التَّعاقد نتيجة لتداولها في السوق المُنظمة وما تُفرضه هذه السوق على المتعاملين.

مُخاطرة عدم القدرة على التَّخلص من التزامات العقد المُستقبلي: يمكن لأي طرف في العقد المُستقبلي التَّخلص من التزاماته بموجب الإتصال بِسَمَسار وإبداء الرَّغبة في الإنسحاب من التَّعاقد، والأمر يختلف تماماً مع العقد الآجل، فالإنسحاب من التَّعاقد يتطلَّب إعادة التَّفاوض مع الطرف الآخر أو التَّفاوض مع طرف ثالث بشأن عقد آخر يأخذ فيه مركزاً عكسياً من طرف الراغبين.

تكاليف المُعاملات: تتمثل تكاليف المُعاملات في أي تكاليف نقدية مُصاحبة للعقد كعمولة السَمَسرة والضرائب، هذه التكاليف تكون أقل كثيراً عندما يكون العقد سوق مُنظم يتداول فيه، بما يعنى أنَّ العُقود المُستقبليَّة تكون أقل تكاليف مُقارنة مع العُقود الآجلة في إتمام المُعاملات.

¹ محمد مطر وفايز تيم، مرجع سبق ذكره، ص. 270.

² عبد الغفار حنفي ورسمية زكي قريبا نص، الاستثمار في الأوراق المالية: مدخل اتخاذ القرارات (الإسكندرية: الدار الجامعية، 2006-2007)، ص. 60.

³ هوشيار معروف كاكما مولا، مرجع سبق ذكره، ص. 154-155.

التسوية اليومية للعقد: إما التسوية اليومية للعقد ففي العقود المستقبلية يتم تسوية مراكز الأطراف يوميًا على أساس سعر التسوية، أما في حالة العقود الآجلة فإن التسوية تتم مرة واحدة في التاريخ المحدد لتنفيذ العقد، ومن ثم فإن الفروق السعرية المحملة تكون كبيرة نسبيًا.

3- تعريف الأوراق المهجنة

تعرف الأوراق المهجنة بأنها: "تلك الأوراق التي تجمع بين خصائص الأسهم التي تمثل حق الملكية وبين خصائص السندات التي تمثل حق المدْيونية".¹
وتعرف أيضًا: على أنها تلك الأوراق التي تشمل على خصائص مشتقة من ورقة أخرى كحق حامل السند في شراء عدد من الأسهم العادية التي تصدرها المنظمة بسعر متفق عليه.²

4- أنواع الأوراق المهجنة

يمكن التمييز بين عدة أنواع للأوراق المهجنة:

1-4- الأسهم الممتازة

تقع الأسهم الممتازة بين الأسهم العادية والسندات وتجمع في خصائصها بين نوعين، فهي تشبه السندات من ناحية ثبات العائد، وتشبه الأسهم من ناحية تواجدتها فهي دائمة رغم الاتجاه الحالي لتكوين احتياطات، ومن الناحية القانونية فالأسهم الممتازة من الناحية القانونية تعتبر شكلاً من أشكال الملكية.³

2-4- شهادات الإستثمار

وهي أسهم عادية دون حق التصويت حيث يتمتع صاحبها بغيره من الحقوق كحقوقه في التوزيعات، حقه في أخذ نصيبه في حال إجراء عملية تصفية للمؤسسة المصدرة. وهنا نشير إلى أن السهم العادي يمكن تفسيره إلى شهادة استثمار والتي هي جزء من السهم العادي فاقد حق التصويت، وكذا شهادة حق التصويت والتي تعود ملكيتها إلى أصحاب الأسهم العادية بالمؤسسة.⁴

ويقوم بإصدار شهادات الإستثمار كل من مؤسسات القطاع العام والخاص، وذلك بهدف توفير مصادر تمويل للمؤسسة مع المحافظة على حق سيطرة المساهمين القدامى على توجيهها ومن مراقبتها على النحو الذي كانت عليه قبل إصدار شهادات الإستثمار.

¹: عبد الرحمن بن عزوز، مرجع سبق ذكره، ص. 43.

²: عبد الغفار حنفي ورسمية زكي قريبا فص، الاستثمار في الأوراق المالية: مدخل اتخاذ القرارات، مرجع سبق ذكره، 2006-2007، ص. 65.

³: عبد الغفار الحنفي، البورصات: أسهم - سندات - صناديق الاستثمار (الإسكندرية: المكتب العربي الحديث، دون سنة نشر)، ص. 41.

⁴: المرجع نفسه، ص. 43.

4-3- الأوراق المالية التي تصدرها هيئات التوظيف الإجتماعي

تشمل هذه الأوراق المالية الأسهم والسندات التي تصدرها شركات ذات رأس المال متغير والحصص التي تصدرها صناديق التوظيف الجماعي.

المبحث الثالث: كفاءة سوق الأوراق المالية

أثارت فكره كفاءة سوق الأوراق المالية خلافًا كبيرًا بين المهتمين بتلك الأسواق، حيث أن المعلومات تأتي إلى السوق في أي وقت مستقلة وعشوائية فيتغير سعر الورقة بناءً على المعلومات الواردة، فإذا عكست أسعار الأوراق المالية المتداولة المعلومات إتصفت السوق في هذه الحالة بالكفاءة، والتي لها دور في تقليل المخاطر، وسيتم التطرق في هذا المبحث إلى المطالب الآتية:

➤ مفهوم كفاءة سوق الأوراق المالية؛

➤ صيغ كفاءة سوق الأوراق المالية؛

➤ متطلبات كفاءة سوق الأوراق المالية.

المطلب الأول: مفهوم كفاءة سوق الأوراق المالية

لكي يقوم السوق المالي بتخصيص المدخرات على أفضل الإستثمارات، لابد أن يكون السوق المالي كفء. وسوف نتطرق إلى مفهوم كفاءة الأسواق المالية كما يلي:

1- تعريف السوق الكفء

اكتسب مفهوم الكفاءة أهمية كبيرة للمتعاملين في الأسواق المالية لما له من تأثير على تحقيق الأسعار العادلة للأوراق المالية التي تترتب عليها نتائج إقتصادية يتأثر فيها المجتمع ككل، أنها تؤثر على ثروة المتعاملين في السوق المالي.

وبالتالي يفصد بكفاءة الأسواق المالية هو: "مدى العلاقة بين أسعار الأوراق المالية وخاصة الأسهم وبين البيانات والمعلومات المتاحة والمتوفرة لدى جمهور المتعاملين، سواء كانت هذه المعلومات تاريخية أو عامة أو خاصة، أي قدرة السوق على عكس أية معلومة جديدة عن الأوراق المالية المتداولة على سعر هذه الأوراق، بمعنى آخر قدرة السوق على عكس أية معلومات جديدة عن الأوراق المالية المتداولة على سعر هذه الأوراق، بمعنى آخر قدرة السوق على تقييم الورقة المالية بقيمتها الحقيقية، وأن تصل جميع المعلومات إلى المستثمرين داخل وخارج السوق في الوقت نفسه وبنفس النوعية والكمية وبكلفة منخفضة، وهذه العلاقة يجب أن تؤدي إلى تحقيق السعر العادل للورقة المالية محل التداول، فالسوق الكفء هو الذي يجعل تخصيص وتوجيه الموارد المالية المتاحة إلى المجالات الأكثر ربحية".¹

¹: دريد كمال آل شبيب، مرجع سبق ذكره، ص ص. 70-71.

2- خصائص سوق الأوراق المالية الكفاءة

وفقاً لمفهوم كفاءة سوق الأوراق المالية يمكن استخلاص مجموعة من الخصائص التي يتميّز بها السوق الكفاء: ¹

2-1- الشفافية (Transparency)

تعني الشفافية في أبسط صورها قدرة المستثمرين في سوق الأوراق المالية على الحصول على المعلومات والبيانات حول أسعار العروض والطلبات، وحجمها وحجم التداولات في كل وقت وبدقة تامة سواء أثناء التداول، وكذلك نتائج أعمال الشركات وتوصياتها بشكل متساوي وعادل دون أفضلية للبعض على حساب الآخرين.

2-2- الإفصاح

هو الإعلان عن كل المعلومات المتعلقة بالشركات المدرجة في سوق الأوراق المالية والتي من شأنها أن تؤثر على قوى العرض والطلب للورقة المالية، وذلك بهدف توفير مناخ استثماري عادل وصحي للمستثمر يعينه على اتخاذ قراره الاستثماري واتخاذ قرارات الشراء والبيع وتقدير السعر المناسب للورقة المالية، لهذا يعتبر الإفصاح هو جوهر العملية الاستثمارية والذي يعمل على تطوير وترسيخ المناخ الاستثماري ويدعم ويرسخ الثقة بين المستثمرين.

2-3- توفر السيولة (Liquidity)

وتعني أنه يمكن إجراء تداولات على كل الأدوات الاستثمارية المتاحة بسرعة وسهولة متى ما اتفق الطرفان، وبأسعار معقولة قريبة من آخر التداولات التي أجزيت على السلعة نفسها (إلا إذا كانت هناك معلومة جديدة وجوهريّة يمكن أن تؤثر على السعر السوقي للسلعة الاستثمارية) بحيث لا يكون هناك تغيير كبير ومفاجئ في سعر السهم بين تداول وآخر.

المطلب الثاني: صيغ كفاءة سوق الأوراق المالية

تعكس كفاءة سوق الأوراق المالية جميع المعلومات المتاحة التي تؤثر على أسعار الأوراق المالية، وهذا يعني من الناحية التطبيقية أن أسعار السوق تتغير بسرعة استجابة للمعلومات الجديدة، مما يستحيل تحقيق أرباح غير عادية. كما أن هناك احتمالات لوجود مستثمرين عديمي الخبرة مما يعرضهم لخسائر، و في المقابل يستطيع آخرون تحقيق أرباح غير عادية نتيجة توافر معلومات خاصة لهم غير متوافرة لباقي المستثمرين.

ومن هنا تتباين الكفاءة وفقاً لنوعية المعلومات في السوق، وبالتالي فإنه من الشائع التمييز بين ثلاثة أشكال،

أو صيغ لكفاءة السوق ننحصر فيما يلي:

➤ الصيغة الضعيفة الكفاءة؛

➤ الصيغة متوسطة الكفاءة؛

¹: السيد متولي عبد القادر، الأسواق المالية والنقدية في عالم متغير (عمان الأردن: دار الفكر، 2010)، ص ص. 103 - 104.

➤ الصَّيْغَةُ قَوِيَّةُ الْكَفَاءَةِ.

بِحَيْثُ تَكْمُنُ الْفُرُوقُ الْجَوْهَرِيَّةُ بَيْنَ هَذِهِ الصَّيْغِ فِي مَدَى تَأْتِيرِ الْمَعْلُومَاتِ عَلَى أَسْعَارِ الْأَوْزَاقِ الْمَالِيَّةِ، وَلَفْهَمُ هَذِهِ الصَّيْغِ تَطَرُقْنَا إِلَى شَرْحِهَا فِيمَا يَلِي:

1- الصَّيْغَةُ ضَعِيفَةُ الْكَفَاءَةِ

الْمُقْصُودُ بِالصَّيْغَةِ ضَعِيفَةِ الْكَفَاءَةِ، أَنَّ سَعَرَ التَّدَاوُلِ لِلْأَوْزَاقِ الْمَالِيَّةِ يَعْكِسُ الْمَعْلُومَاتِ التَّارِيخِيَّةَ فَقَطُّ. وَ هَذَا مَا يَرْتَبُ بِقَوَاعِدِ التَّحْلِيلِ الْقَفِيِّ (دَرَاَسَةُ الْمَعْلُومَاتِ الدَّاخِلِيَّةِ الْمَاضِيَّةِ لِلْأَوْزَاقِ الْمَالِيَّةِ)، كَوَسِيلَةٍ لِلْحُكْمِ عَلَى تَطَوُّرِ السُّوقِ، وَبِالتَّالِيِ فَإِنَّ تَحْلِيلَ الْمَعْلُومَاتِ الْمُنَاحَةِ هِيَ عَدِيمَةُ الْجُدْوَى لِلْمُسْتَشْمِرِ. وَيَعْنِي هَذَا أَنَّ حَرَكَةَ الْأَسْعَارِ فِي الْمُسْتَقْبَلِ تَكُونُ مُسْتَقْبَلَةً تَمَامًا عَنِ التَّغْيِيرَاتِ الَّتِي حَدَثَتْ فِي الْمَاضِي، وَتَعْرِفُ هَذِهِ الظَّاهِرَةَ "بِنَظَرِيَّةِ الْحَرَكَةِ الْعَشْوَائِيَّةِ لِلْأَسْعَارِ". حَيْثُ يَتَّسِمُ وَصُولُ الْمَعْلُومَاتِ الْجَدِيدَةِ إِلَى السُّوقِ بِالْعَشْوَائِيَّةِ. وَتَصِلُ الْمَعْلُومَاتُ مُسْتَقْبَلَةً عَنِ بَعْضِهَا الْبَعْضِ، وَبِالتَّالِيِ يُمْكِنُ التَّنَبُّؤُ بِتَوَقُّعِ الْمَعْلُومَاتِ أَوْ نَوْعِيَّتِهَا، مِمَّا يَجْعَلُ الْأَسْعَارَ تَتَحَرَّكُ بِصُورَةٍ عَشْوَائِيَّةٍ بَيْنَ الْيَوْمِ وَالْأَمْسِ، وَبَيْنَ لِحْظَةٍ وَ أُخْرَى.¹ وَهُنَاكَ وَسَائِلٌ عَدِيدَةٌ لِتَقْيِيمِ حَرَكَةِ الْأَسْعَارِ الْعَشْوَائِيَّةِ وَفَقًا لِلصَّيْغَةِ الضَّعِيفَةِ لِكَفَاءَةِ السُّوقِ، مِنْ أَهْمِهَا:²

1-1- إِيخْتِبَارُ الْأَنْمَاطِ

يَعْتَمِدُ هَذَا الْإِيخْتِبَارُ عَلَى اسْتِخْدَامِ الْأَسْلُوبِ الْإِيخْصَائِيِّ الْمَعْرُوفِ بِإِيخْتِبَارَاتِ التَّغْيِيرِ فِي إِتْجَاهِ الْأَسْعَارِ، وَذَلِكَ بِوَضْعِ إِشَارَاتٍ لِكُلِّ نَوْعٍ مِنَ التَّغْيِيرَاتِ:

(+) تَعْنِي حَرَكَةَ سَعْرِيَّةٍ بِالزِّيَادَةِ. (-) تَعْنِي حَرَكَةَ سَعْرِيَّةٍ بِالنَّقْصِ. (0) تَعْنِي عَدَمَ وُجُودِ حَرَكَةِ (صَفْرٍ).

كَمَا يَرْتَبُطُ بِالْمُدَّةِ الَّتِي يَسْتَعْرِقُهَا التَّغْيِيرُ.

1-2- إِيخْتِبَارُ سِلْسَلَةِ الْإِرْتِبَاطِ

يَسْتَنْدُ هَذَا الْإِيخْتِبَارُ عَلَى دَرَاَسَةِ التَّغْيِيرَاتِ السَّعْرِيَّةِ لِسَعْرِ وَرَقَّةِ مَالِيَّةٍ خِلَالَ فِتْرَةٍ زَمَنِيَّةٍ قَصِيرَةٍ الْأَجَلِ. حَيْثُ أَنَّ الْمُدَى الطَّوِيلَ، سَوْفَ يَكْشِفُ فِي الْعَالِبِ عَنِ وُجُودِ نَمَطٍ مُعَيَّنٍ لِإِتْجَاهِ الْأَسْعَارِ. وَ يَرْجِعُ هَذَا الْإِيخْتِبَارُ، إِلَى (Eugene Fame) فِي الْخَمْسِينَاتِ، عِنْدَمَا قَامَ بِإِيخْتِبَارِ 30 سَهْمًا مِنْ حَيْثُ مَعَامِلُ الْإِرْتِبَاطِ لِفِتْرَةٍ مِنْ يَوْمٍ إِلَى عَشْرَةِ أَيَّامٍ، بِحَيْثُ تَوَصَّلَ إِلَى أَنَّ نِسْبَةَ ضَعِيفَةِ الْمَعْلُومَاتِ مِنَ الْأَسْهُمِ يَتَغَيَّرُ سَعْرُهَا بِإِرْتِبَاطٍ مَعَ التَّغْيِيرَاتِ السَّابِقَةِ.

2- الصَّيْغَةُ مُتَوَسِّطَةُ الْكَفَاءَةِ (الشَّبَهُ قَوِيَّة)

وَتَعْنِي أَنَّ سَعَرَ الْأَوْزَاقِ الْمَالِيَّةِ، يَعْكِسُ تَمَامًا جَمِيعَ الْمَعْلُومَاتِ الْعَامَّةِ الْمُنَاحَةِ لِلْعَامَّةِ. بِالإِضَافَةِ إِلَى الْمَعْلُومَاتِ التَّارِيخِيَّةِ (الْمَاضِيَّةِ)، مِثْلَ مَعْلُومَاتِ عَنِ الْعَائِدِ، التَّوْزِيعَاتِ، تَطَوُّرِ الْإِنْتِاجِ، دُخُولِ إِنتِاجِ جَدِيدِ، التَّعْدِيلَاتِ السَّعْرِيَّةِ.

¹ : إِيهَابُ الدَّسُوقِي، اِقْتِصَادِيَّاتُ كَفَاءَةِ الْبُورْصَةِ: الْمَفَاهِيمُ الْأَسَاسِيَّةُ لِلْإِسْتِمَارِ وَالْبُورْصَةِ - الْبُورْصَةُ الْمِصْرِيَّةُ وَالْأَمْرِيكِيَّةُ (القَاهِرَةُ: دَارُ النُّهْضَةِ الْعَرَبِيَّةِ، 2000)، ص. 46.

² : الْمَرْجِعُ نَفْسُهُ، ص. 46-47.

وَتَسْتَجِيبُ السُّوقُ لِلْمَعْلُومَاتِ الْوَارِدَةِ بَعْدَ قِيَامِ الْمُسْتَشِيرِينَ بِتَحْلِيلِ هَذِهِ الْمَعْلُومَاتِ، لِيُنْعَكِسَ أَثَرُ التَّحْلِيلِ عَلَى أَسْعَارِ الْأَوْزَاقِ الْمَالِيَّةِ، وَبِالْتَّالِي يَصْعُبُ عَلَى الْمُسْتَشِيرِ أَنْ يُحَقِّقَ أَرْبَاحًا غَيْرَ عَادِيَّةٍ، نَظَرًا لِتَعْدِيلِ السَّعْرِ وَفَقًا لِلْمَعْلُومَاتِ حِالًا فِتْرَةَ زَمَنِيَّةٍ قَصِيرَةٍ. بِحَيْثُ أَنَّ قَصْرَ الْفِتْرَةِ الزَّمَنِيَّةِ بَيْنَ وَصُولِ الْمَعْلُومَاتِ، وَبَيْنَ تَغْيِيرِ السَّعْرِ، يَجْعَلُ الْأَرْبَاحَ الَّتِي يُمَكِّنُ تَحْقِيقُهَا مَخْدُودَةً إِلَى حَدِّ كَبِيرٍ.¹

وَمِنْ أَهْمِ الْمَعَايِيرِ الَّتِي يَتِمُّ مِنْ خِلَالِهَا قِيَاسُ مَدَى اسْتِجَابَةِ أَسْعَارِ الْأَوْزَاقِ الْمَالِيَّةِ لِتَغْيِيرِهَا هِيَ:

➤ اسْتِنْقَاقُ الْأَسْهُمِ؛

➤ التَّغْيِيرَاتُ فِي عَرْضِ التُّقُودِ؛

➤ الإِعْلَانُ عَنِ الْأَرْبَاحِ وَالتَّوْزِيعَاتِ؛

➤ حِجْمُ التَّفَاعُلِ عَلَى الْأَوْزَاقِ الْمَالِيَّةِ.

3- الصِّعَّةُ قَوِيَّةُ الْكِفَاءَةِ

وَفَقًا لِهَذِهِ الصِّعَّةِ، إِنَّ الْمَعْلُومَاتِ أَيًّا كَانَ نَوْعُهَا، سَوْفَ تَنْعَكِسُ فِي أَسْعَارِ الْأَوْزَاقِ الْمَالِيَّةِ. سَوَاءَ الْمَعْلُومَاتِ الْعَامَّةِ الْمُتَاحَةِ لِلْحَمِيعِ، أَوْ الْمَعْلُومَاتِ الْخَاصَّةِ الَّتِي تَتَوَافَرُ لِمَجْمُوعَاتٍ مُعَيَّنَةٍ مِثْلَ كِبَارِ الْعَامِلِينَ بِالْمُنْشَأَةِ الْمُصْدِرَةِ لِلْأَوْزَاقِ الْمَالِيَّةِ. وَفِي هَذِهِ الْحَالَةِ، لَا يُمَكِّنُ لِمَجْمُوعَةٍ مِنَ الْمُسْتَشِيرِينَ تَحْقِيقَ أَرْبَاحٍ غَيْرَ عَادِيَّةٍ لِفِتْرَةٍ طَوِيلَةٍ نَسْبِيًّا.²

المطلب الثالث: مُتَطَلِّبَاتُ كِفَاءَةِ سُوقِ الْأَوْزَاقِ الْمَالِيَّةِ

إِنَّ كِفَاءَةَ سُوقِ الْأَوْزَاقِ الْمَالِيَّةِ تَتَوَقَّفُ عَلَى مَدَى تَوَافُرِ الْمَعْلُومَاتِ وَ الْبَيِّنَاتِ لِلْمُسْتَشِيرِينَ مِنْ حَيْثُ سُرْعَةُ تَوَفُّرِهَا وَ عَدَالَةِ فُرْصِ الْإِسْتِيفَادَةِ مِنْهَا وَ تَكَالِيفِ الْحُصُولِ عَلَيْهَا. كَمَا أَنَّ كِفَاءَةَ السُّوقِ تَسْمَحُ بِكِفَاءَةِ تَخْصِيسِ الْمَوَارِدِ الْمُتَاحَةِ بِمَا يَسْمَحُ بِتَوْجِيهِ الْمَوَارِدِ إِلَى الْمَجَالَاتِ الْأَكْثَرِ رِبْحًا، وَيَسْتَلْزِمُ تَحْقِيقَ الْكِفَاءَةِ بِهَذَا الْمَفْهُومِ وَتَحْقِيقَ كُلِّ مِنْ:³

1- الْكِفَاءَةُ التَّخْصِيبِيَّةُ

تَعْبُرُ الْكِفَاءَةُ التَّخْصِيبِيَّةُ عَنْ مَدَى الْقُدْرَةِ عَلَى تَوْجِيهِ الْمَوَارِدِ الْإِقْتِصَادِيَّةِ إِلَى الْإِسْتِخْدَامَاتِ الْبَدِيلَةِ مِمَّا يُؤَدِّي إِلَى أَفْضَلِ تَأْثِيرٍ مُمَكِّنٍ، وَ يَرَى الْبَعْضُ أَنَّ السُّوقَ الْكَفَاءَ هُوَ الَّذِي يَإْمَكَانُهُ تَحْقِيقُ التَّخْصِيبِ الْكَفَاءِ لِلْمَوَارِدِ الْإِقْتِصَادِيَّةِ الْمُتَاحَةِ بِحَيْثُ يَتِمُّ ضَمَانُ تَوْجِيهِ تِلْكَ الْمَوَارِدِ إِلَى الْمَجَالَاتِ الْأَكْثَرِ تَفْضِيلًا بِالنَّسْبَةِ لِلْمُجْتَمَعِ، وَ يَنْعَكِسُ هَذَا التَّفْضِيلُ رِبْحِيَّةً هَذِهِ الْمَجَالَاتِ. وَفِي هَذَا الْإِطَارِ يُمَكِّنُ الْقَوْلُ أَنَّ السُّوقَ يَلْعَبُ دَوْرَيْنِ أَسَاسِيَيْنِ، الْأَوَّلُ مُبَاشِرٌ وَالثَّانِي غَيْرُ مُبَاشِرٍ. فَمِنْ خِلَالِ الدَّورِ الْمُبَاشِرِ فَعِنْدَمَا يَقُومُ الْمُسْتَشِيرُونَ بِشِرَاءِ أَسْهُمِ مُؤَسَّسَةٍ مَا فَهْمُ يَشْتَرُونَ فِي حَقِيقَةِ الْأَمْرِ الْعَوَائِدِ الْمُسْتَقْبَلِيَّةِ الْمُنْتَظَرَةَ أَنَّ تَحْقِيقَهَا هَذِهِ الْمُسْتَقْبَلِيَّةُ، وَهَذَا يَعْنِي أَنَّ الْمُسْتَقْبَلِيَّةَ الَّتِي تَعْمَلُ فِي مَجَالَاتِ تَتَوَافَقُ وَتَفْضِيلَاتِ الْمُسْتَهْلِكِينَ سَوْفَ تُحَقِّقُ عَوَائِدَ أَعْلَى بِمَا يَنْعَكِسُ عَلَى اِرْتِفَاعِ رِبْحِيَّتِهَا وَزِيَادَةِ الْعَائِدِ الَّتِي سَوْفَ تُعْطِيهِ لِحِمْلَةِ أَسْهُمِهَا،

¹ : حمزة محمود الزبيدي، مرجع سبق ذكره، ص 125-126.

² : المرجع نفسه، ص 126-127.

³ : عبد الرحمن بن عزوز، مرجع سبق ذكره، ص 56-57.

هَذَا مَا يَجْعَلُ الْمُؤَسَّسَةَ فِي وَضْعٍ يَسْمَحُ لَهَا مِنْ إِصْدَارِ الْمَزِيدِ مِنَ الْأَسْهُمِ بِسَهُولَةٍ، كَمَا يَسْمَحُ لَهَا بِالْإِقْتِرَاضِ وَهِيَ فِي ظُرُوفٍ جَيِّدَةٍ تُؤَدِّي إِلَى انْخِفَاضِ مُتَوَسِّطِ تَكْلِفَةِ الْأَمْوَالِ بِالنِّسْبَةِ لَهَا، أَمَّا الدَّورُ غَيْرَ الْمُبَاشِرِ الَّذِي تَقُومُ بِهِ فَيَتِمَثَّلُ فِي إِقْبَالِ الْمُسْتَشْتَمِرِينَ عَلَى التَّعَامُلِ فِي الْأَسْهُمِ الَّتِي تَصْدُرُهَا.

2- كَفَاءَةُ التَّسْعِيرِ

تُدْعَى بِالْكَفَاءَةِ الْخَارِجِيَّةِ، وَ فِي هَذَا الْإِطَارِ يَجِبُ أَنْ يَعْكَسَ حُسْنُ تَسْعِيرِ الْأَوْزَاقِ الْمَالِيَّةِ الْمُتَدَاوِلَةِ الْفِيْمَةَ الْحَقِيقِيَّةَ لِتِلْكَ الْأَوْزَاقِ وَكَذَا تَحْقُقَ التَّوَازُنَ بَيْنَ جَانِبَيْ الْعَرْضِ وَالطَّلْبِ، كَمَا لَا يَسْتَطِيعُ أَيُّ مِنَ الْمُتَعَامِلِينَ تَحْقِيقَ أَرْبَاحٍ غَيْرِ عَادِيَةٍ لِأَنَّ الْجَمِيعَ لَدَيْهِمْ نَفْسُ الْفُرْصَةِ لِتَحْقِيقِ الْأَرْبَاحِ نَظَرًا لِحُصُولِهِمْ عَلَى نَفْسِ الْمَعْلُومَاتِ فِي نَفْسِ الْوَقْتِ، كَمَا أَنَّ كَفَاءَةَ السُّوقِ قَدْ لَا تَمْنَعُ بَعْضَ الْمُسْتَشْتَمِرِينَ عَدِيمِي الْخَبْرَةِ الَّذِينَ تَتَرَاوَحُ قَرَارَاتُهُمْ بِشَأْنِ الْبَيْعِ وَالشِّرَاءِ مَعَ إِقْفَافِ السُّوقِ مِنْ تَحْقِيقِ خَسَائِرٍ نَتِيجَةً لِبُطْءِ رَدِّهِمْ أَوْ لِعَدَمِ خَبْرَتِهِمْ، فَلَا يُمَكِّنُ الْقَوْلُ إِذَا بِأَنَّ ذَلِكَ يَتَنَافَى مَعَ كَفَاءَةِ السُّوقِ.

3- كَفَاءَةُ التَّشْغِيلِ

تُسَمَّى أَيْضًا بِالْكَفَاءَةِ الدَّاخِلِيَّةِ، وَيُمْكِنُ الْقَوْلُ أَنَّ هَذِهِ الْكَفَاءَةَ قَدْ تَحَقَّقَتْ إِذَا تَمَّ خَلْقُ التَّوَازُنِ بَيْنَ الْعَرْضِ وَالطَّلْبِ دُونَ تَكْبُدِ الْمُتَعَامِلُونَ تَكَالِيفَ تَعَامُلٍ عَالِيَةٍ، وَبِالتَّالِيِ فَإِنَّ كَفَاءَةَ التَّسْعِيرِ تَعْتَمِدُ إِلَى حَدِّ كَبِيرٍ عَلَى كَفَاءَةِ التَّشْغِيلِ. أَمَّا عَنِ التَّعَامُلَاتِ وَكَذَا الصَّرَائِبِ فَهِيَ تَلْعَبُ دَوْرًا هَامًّا فِي الْحَدِّ مِنَ الْكَفَاءَةِ التَّسْعِيرِيَّةِ لِلسُّوقِ فَكِلَاهُمَا قَدْ يَقِفُ عَائِقًا أَمَامَ إِتْمَامِ بَعْضِ التَّعَامُلَاتِ الَّتِي مِنْ شَأْنِهَا الْوُصُولُ بِالسَّعْرِ إِلَى مَا يَعْكَسُ الْفِيْمَةَ الْحَقِيقِيَّةَ لِلْسَّهْمِ عَلَى وَجْهِ الْخُصُوصِ. كَمَا يَجْدُرُ الْإِشَارَةُ إِلَى أَنَّ وُجُودَ عَدَدٍ كَبِيرٍ مِنْ بَيُوتِ السَّمْسَرَةِ وَبَيُوتِ الْخَبْرَةِ وَصِنَاعِ السُّوقِ مِنْ شَأْنِهِ أَنْ يَخْلُقَ جَوًّا مِنَ التَّنَافُسِ بَيْنَهُمْ فِي السُّوقِ، مِمَّا يُؤَدِّي إِلَى خَفْضِ تَكْلِفَةِ التَّعَامُلَاتِ كَمَا يُؤَدِّي بِنَتَائِجِ التَّحْلِيلِ وَالْأَبْحَاطِ إِلَى مُسْتَوِيَاتٍ أَعْلَى مِنَ الدَّقَّةِ أَوْ بِمَعْنَى آخَرَ يَحْسِنُ مِنْ نَوْعِيَّةِ الْخِدْمَةِ الْمُقَدَّمَةِ لِلْمُتَعَامِلِينَ فِي السُّوقِ.

خاتمة الفصل الأول

إنَّ أسواقَ الأوراقِ الماليَّةِ لها أهميَّةٌ بالغةٌ في الإقْتِصَادِ، حيثُ تمثُلُ ركنًا أساسيًا من أركانِ النظامِ التَّموِيلِيِّ في النُّظْمِ الإقْتِصَادِيَّةِ الرأسماليَّةِ كما يقوم نشاطُ أسواقِ الأوراقِ الماليَّةِ على تداوُلِ أدواتٍ ماليَّةٍ طويلةِ الأجل، سواء كانت أسهم أو سنداتٍ بمختلفِ أنواعِهما. حيثُ يَبْنِي المُسْتَشْمِرُونَ على أساسِها قَراراتِهم الإِسْتِثمارِيَّةَ و ذلكَ اعْتِمَادًا على الأَنْبَاءِ الَّتِي تَرُدُّ إِلَيْهِمْ، و الَّتِي مِنْ شَأْنِهَا تَعْيِيرُ أسعارِ السَّهْمِ صُعودًا أو هُبُوطًا، حسبَ طَبِيعَةِ الأَنْبَاءِ، و هَذَا ما يَعْرِفُ بِالسُّوقِ الكَفِّءِ.

ثم قَمْنَا بعَرَضِ كَفَاءةِ سُوقِ الأَوْرَاقِ الماليَّةِ وَذَلِكَ مِنْ أَجْلِ مَعْرِفَةِ أَدَاءِ السُّوقِ حَيْثُ تَوَصَّلْنَا إِلَى أَنَّهُ لَا بَدَّ مِنْ أَنْ تَعَكِّسَ أَسْعارُ الأَوْرَاقِ الماليَّةِ كَافَّةَ البَياناتِ والمَعْلُومَاتِ المُتَاحَةِ فِي السُّوقِ حَتَّى يَكُونَ السُّوقُ كَفِّءًا. كَمَا تَعَرَّضْنَا إِلَى مُتَطَلِّباتِ كَفَاءةِ سُوقِ الأَوْرَاقِ الماليَّةِ، كَذَلِكَ تَعَرَّضْنَا إِلَى مُخْتَلِفِ صِيغِ الكَفَاءةِ حَيْثُ تَتَمَثَّلُ هَذِهِ الصِّيغَةُ فِي الصِّيغَةِ الضَّعِيفَةِ وَالصِّيغَةِ الشَّبهِ القُوِيَّةِ وَالصِّيغَةِ القُوِيَّةِ. كَمَا أَنَّ المُؤَسَّسَةَ تَتَحَصَّلُ عَلَى تَمْوِيلِ دائِمٍ، وَذَلِكَ مِنْ خِلالِ تَسْجِيلِ أَوْرَاقِها فِي السُّوقِ الأَوْرَاقِ الماليَّةِ، و هَذَا ما يَزِيدُ مِنْ مِصْداقيَّةِ المُؤَسَّسَةِ لَدَى المُسْتَشْمِرِينَ، وَبِالتَّالِيِ يَجِبُ الإِسْتِعاانَةُ بِمَجْمُوعَةٍ مِنَ الوَسائِلِ والأَدواتِ وَالمُتَعَيِّراتِ النَّقدِيَّةِ لِئَلْوَغَ أَهْداْفِها وَالتَّأثيرِ على سُوقِ الأَوْرَاقِ الماليَّةِ. لِذا سُنْخَصُّ الفِضْلَ المُوالِي لِلتَّفْصِيلِ فِي السِّيَاسَةِ النَّقدِيَّةِ وَمدى تأثيرِ متغيِّراتِها على سُوقِ الأَوْرَاقِ الماليَّةِ.

الفصل الثاني

الفصل الثاني:

السياسة النقدية

مقدمة الفصل الثاني

تُعتبر السياسة النقدية من بين أهم السياسات الاقتصادية التي تعتمد عليها الدولة في تحقيق أهدافها المختلفة، مما جعلها تشكل حقلًا خصبًا لكثير من البحوث و الدراسات، و تتعرض باستمرار للإضافة و التطوير من طرف الاقتصاديين على اختلاف مذاهبهم في ظلّ الأزمات النقدية و عدم الاستقرار الاقتصادي الذي شهده العالم خاصة في السنوات الأخيرة، و تمارس السياسة النقدية عملها من خلال التأثير في حجم المعروض النقدي والإئتمان بإحداث تغييرات عليه بما يتلاءم و الظروف الاقتصادية السائدة بهدف امتصاص السيولة الزائدة في حالات التضخم أو حث الاقتصاد بالسيولة في حالة إنتهاج سياسة توسعية، مما جعلها تمثل جزءًا أساسيًا و مهمًا من أجزاء السياسة الاقتصادية.

و تعتبر السياسة النقدية آلية فعالة لحماية الاقتصاد الوطني إذ تقوم بالحفاظ على استقرار المستوى العام للأسعار والعمل على تفعيل النشاط الاقتصادي من خلال الوسائل والأدوات المتاحة فيما يُعرف بأدوات السياسة النقدية، ونظرًا لأهميتها بين مختلف السياسات الاقتصادية فقد حظيت بدراسة من قبل المهتمون بعبء معرفة العوامل التي تُحدد الكثرة النقدية في فترة محددة والعوامل التي تؤثر في الإنتاج والتشغيل والمستوى العام للأسعار.

كما أن السياسة النقدية تستعين بمجموعة من الوسائل والأدوات لبلوغ أهدافها، إلا أنها تختلف أهميتها ودورها على حسب طبيعة الحياة الاقتصادية والسياسة السائدة في المجتمع، وتختلف أيضًا حسب مستويات التطور والتقدم الاقتصادي لمؤسسات وأجهزة النظام الاقتصادي. وعليه حاولنا تقسيم هذا الفصل إلى ثلاث مباحث وهي كالآتي:

- عُموميات حول السياسة النقدية؛
- أدوات السياسة النقدية و متغيراتها؛
- أثر متغيرات السياسة النقدية على سوق الأوراق المالية.

المبحث الأول: عُموميات حَوْلِ السِّيَاسَةِ النِّقْدِيَّةِ

تُبْنَى السِّيَاسَةُ الإِقْتِصَادِيَّةُ لِأَيِّ بَلَدٍ عَلَى عِدَّةِ رَكَائِزٍ مِنْ أَمْهَمِهَا السِّيَاسَةُ النِّقْدِيَّةِ، حَيْثُ يَتِمُّ اسْتِخْدَامُهَا لِتَحْقِيقِ أَهْدَافٍ هَذِهِ الأَخِيرَةِ وَهِيَ ذَاتُهَا الأَهْدَافَ النَّهَائِيَّةَ لِلسِّيَاسَةِ النِّقْدِيَّةِ، إِذْ يَتَوَلَّى هَذِهِ الأَمْهَمَةَ البَنْكُ المَرْكَزِيُّ مِنْ خِلالِ اسْتِراتِيجِيَّاتٍ مُعَيَّنَةٍ وَأَدَوَاتٍ مُتَعَدِّدَةٍ يَنْتَقِلُ أَثَرُهَا لِالأَهْدَافِ النَّهَائِيَّةِ عَبْرَ قَنَوَاتٍ إِبْلَاحِ السِّيَاسَةِ النِّقْدِيَّةِ، لِذَا سَنُحَاوِلُ الإِحَاطَةَ فِي هَذَا المَبْحَثِ بِمَا يَلِي:

➤ مَفْهُومُ السِّيَاسَةِ النِّقْدِيَّةِ؛

➤ أَهْدَافُ السِّيَاسَةِ النِّقْدِيَّةِ وَاتِّجَاهَاتُهَا؛

➤ قَنَوَاتُ إِبْلَاحِ السِّيَاسَةِ النِّقْدِيَّةِ وَمُصَدِّقَاتُهَا.

المطلب الأول: مَفْهُومُ السِّيَاسَةِ النِّقْدِيَّةِ

تُعْتَبَرُ السِّيَاسَةُ النِّقْدِيَّةُ أَحَدَ الرِّكَائِزِ الأَسَاسِيَّةِ الَّتِي تُقَوِّمُ عَلَيْهَا السِّيَاسَةُ الإِقْتِصَادِيَّةُ، حَيْثُ يَتِمُّ اسْتِخْدَامُهَا لِتَحْقِيقِ أَهْدَافٍ هَذِهِ الأَخِيرَةِ حَيْثُ يَقُومُ البَنْكُ المَرْكَزِيُّ بِاتِّبَاعِ اسْتِراتِيجِيَّةٍ مُعَيَّنَةٍ مِنْ خِلالِ اسْتِخْدَامِ مُخْتَلَفِ الأَدَوَاتِ المُتَاحَةِ لِأَجْلِ بُلُوغِ الأَهْدَافِ المَنْشُودَةِ لِلسِّيَاسَةِ الإِقْتِصَادِيَّةِ.

1- تَعْرِيفُ السِّيَاسَةِ النِّقْدِيَّةِ

لَقَدْ عَرَفَتْ السِّيَاسَةُ النِّقْدِيَّةُ تَعَارِيفَ عِدَّةٍ صَبِغَتْ جَمِيعُهَا مِنْ وَجْهَةٍ نَظَرٍ مُعَيَّنَةٍ تُخَصُّ البَاحِثَ الإِقْتِصَادِيَّ، إِذْ قَبْلَ الحُرْبِ العَالَمِيَّةِ الأُولَى كَانَ مَفْهُومُ السِّيَاسَةِ النِّقْدِيَّةِ يُعْتَبَرُ مُجَرَّدَ تَقْنِيَّةٍ ضَمَانَ تُسْتَعْمَلُ بِشَكْلِ خَاصٍّ تَطَوَّرَ مَفْهُومُ السِّيَاسَةِ الإِسْتِغْرَارِ النِّقْدِيَّ، وَمَعَ ظُهُورِ نَظَرِيَّةِ جُونِ مِينَارِ كِينِزِ النِّقْدِيَّةِ وَلازَالِ مُنْذُ ذَلِكَ الحِينِ يُشِيرُ الكَثِيرُ مِنَ النِّقَاشِ، وَعَلَى ذَلِكَ أَخَذَتْ التَّعْرِيفَاتُ الخَاصَّةُ بِهَذَا المَفْهُومِ عِدَّةَ اتِّجَاهَاتٍ وَفَقًا لِاتِّجَاهَاتِ النِّظَرِيَّةِ المُرَجَّحَةِ فِي التَّطْبِيقِ إِلاَّ أَنَّ جَمِيعَ التَّعَارِيفِ اتَّفَقَتْ عَلَى أَنَّ السِّيَاسَةَ النِّقْدِيَّةَ ذَاتُ العِلاقَةِ الوُطَيْدَةِ بِالنِّقْدِ وَالجِهَازِ المَصْرِفِيِّ وَخَاصَّةً مِنْهُ مَا تَعَلَّقُ بِسِّيَاسَةِ الإِئْتِمَانِ وَكَذَلِكَ بِالجُزْءِ مِنَ السِّيَاسَةِ المَالِيَّةِ الحُكُومِيَّةِ الَّتِي تَتَعَلَّقُ بِمُشْكِلةِ الدَّينِ العَامِّ بِصُورَةٍ خَاصَّةٍ وَبِالمَرْكَزِ النِّقْدِيِّ لِلدَّوْلَةِ بِصِفَةِ عَامَّةٍ، وَبِالتَّالِيِ يُمَكِّنُ إِيجَازَ تَعْرِيفِ السِّيَاسَةِ النِّقْدِيَّةِ فِي التَّعَارِيفِ التَّالِيَةِ:

التعريف الأول: تُعَرَّفُ السِّيَاسَةُ النِّقْدِيَّةُ عَلَى أَهَّا "تِلْكَ السِّيَاسَةُ الَّتِي يَكُونُ بِجَاهِهَا عَرْضُ النُّقُودِ وَمَا يُؤَثِّرُ فِيهَا مِنْ حَيْثُ كَمِّيَّتِهَا وَسُرْعَةِ دَوْرَانِهَا وَالتَّأثيرِ فِي حَجْمِ الإِئْتِمَانِ المُنْمُوحِ وشروطِهِ وَالتَّاتِيجِ النَّاجِمَةِ عَنْهُ مِنْ حَيْثُ مَا يُسَمَّى بِخَلْقِ النُّقُودِ".¹

التعريف الثاني: يُمَكِّنُ تَعْرِيفُ السِّيَاسَةِ النِّقْدِيَّةِ بِأَنَّهَا "مُجْمُوعَةٌ مِنَ القَوَاعِدِ وَالأَسَالِيبِ وَالإِجْرَاءَاتِ وَالتَّدَابِيرِ الَّتِي تُقَوِّمُ بِهَا السُّلْطَةُ النِّقْدِيَّةُ لِلتَّأثيرِ (التَّحْكُمِ) فِي عَرْضِ النُّقُودِ بِمَا يَتَلاَمَمُ مَعَ النِّشاطِ الإِقْتِصَادِيِّ لِتَحْقِيقِ أَهْدَافِ إِقْتِصَادِيَّةٍ مُعَيَّنَةٍ، خِلالَ فِتْرَةٍ زَمَنِيَّةٍ مُعَيَّنَةٍ".²

¹ : سهام محمد السويدي، استقلالية البنوك المركزية ودورها في فعالية السياسة النقدية في الدول العربية (الإسكندرية: الدار الجامعية، 2010)، ص.77.

² : عبد المطلب عبد الحميد، اقتصاديات النقود والبنوك (الإسكندرية: الدار الجامعية، 2010)، ص.272.

التعريف الثالث: "تتمثل السياسة النقدية في ذلك الفرع من السياسة الاقتصادية الذي يسعى إلى تحقيق الأهداف النهائية للإقتصاد الكلي، من رفع مستوى العمالة إلى مستوى التوظيف الكامل، و العمل على استقرار الأسعار، والسعي إلى تحقيق النمو أو التنمية الاقتصادية، والعمل على تحقيق التوازن في ميزان المدفوعات، هذه السياسة يقوم أو يشارك في وضعها ممثل السلطة النقدية في الإقتصاد وهو البنك المركزي وذلك من خلال الأدوات والوسائل التي يستخدمها البنك المركزي".¹

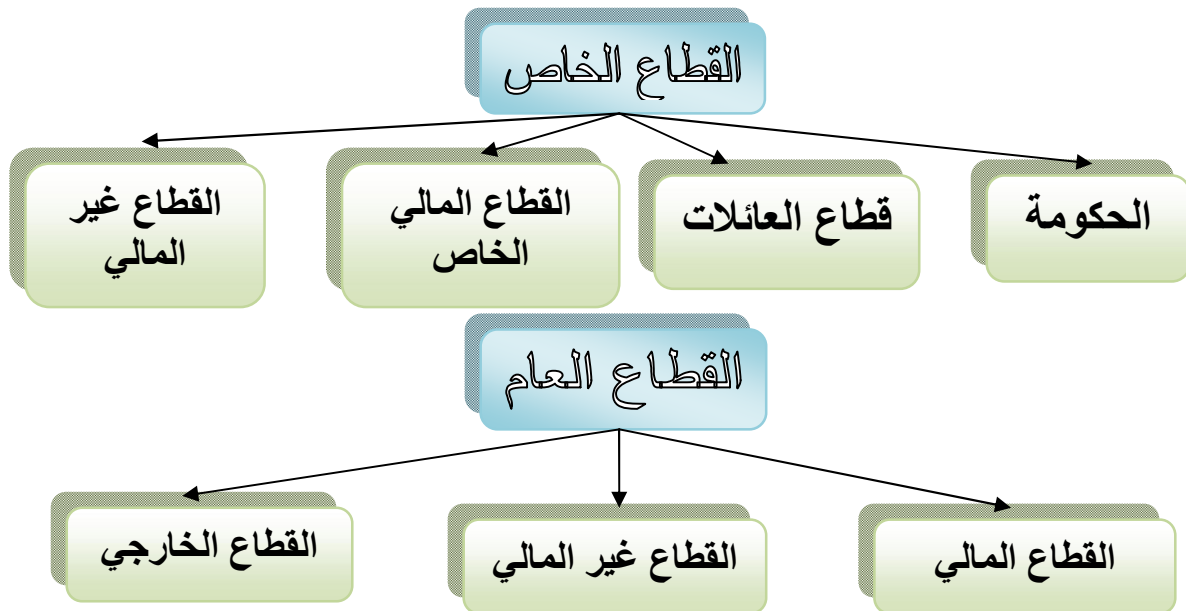
من التعاريف السابقة نستنتج أن السياسة النقدية هي: "عبارة عن مجموعة الإجراءات و التدابير والأحكام، التي تتبعها السلطة النقدية بغرض التأثير والرقابة على المعروض النقدي بما يتفق مع تحقيق أهداف السياسة الاقتصادية المتمثلة في تحقيق التنمية الاقتصادية والقضاء على البطالة وتحقيق التوازن في ميزان المدفوعات والمحافظة على الاستقرار في المستوى العام للأسعار".

2- وحدات السياسة النقدية

تحتاج السلطة النقدية إلى عدة معلومات تتعلق بعدد من الوحدات لوضع وإدارة وتنفيذ السياسة النقدية المناسبة، وهذه الوحدات الرئيسية التي تؤدي دوراً هاماً في النشأ الإقتصادي هي:²

"قطاع الحكومة، القطاع العائلي، قطاع الأعمال، القطاع المالي الخاص والعام والقطاع الخارجي"، والتي نبيها في الشكل التالي:

الشكل رقم 2-1: قطاعات النشاط الإقتصادي



المصدر: عبد الله ياسين، مرجع سبق ذكره، ص 11.

¹ محمد إبراهيم عبد الرحيم، اقتصاديات النقود والبنوك (الإسكندرية: دار التعليم الجامعي، 2015)، ص. 156.

² عبد الله ياسين، "دور سياسة سعر الصرف في الرفع من فعالية السياسة النقدية: دراسة حالة الجزائر" (مذكرة الماجستير، جامعة وهران، 2013-2014)، ص. 10-12.

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

ونظراً لكون النُفود مخزناً للقيمة ووسيلة للتبادل ويتم تبادلها في جميع الأسواق، فإن السياسة النقدية من خلال تأثيرها على كمية وقيمة النُفود، تؤثر في كل هذه الأسواق، لذلك تقوم السلطة النقدية بمراقبة حالة جميع الأسواق وذلك على المستوى الكلي.

فالحكومة لها دوراً هاماً في توجيه الإقتصاد من خلال السياسات الإقتصادية التي تُنفذها، فهي تفرض الضرائب وتنفق وتدعم وتفترض وتقرض، كما تقوم بسن القوانين والتشريعات المختلفة، وتعد ميزانية الدولة الأداة التي تستخدمها لتحقيق أهدافها الإقتصادية والاجتماعية، كما أن حالة الميزانية تؤثر على وضع الإقتصاد الكلي وعلى السبلية المحلية (عرض النُفود) وعلى وضع القطاع الخارجي.

في حين يُعتبر القطاع الخارجي مصدراً لِمَا يَنْقُص من سلع وخدمات ومنفداً لِتَصْرِيفِ 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.

ويؤدّي القطاع الخاص دوراً أساسياً في الإقتصاد من حيث الإنتاج والإستهلاك والإدخار والإستثمار، كما يؤثر على عرض النُفود وعلى وضع القطاع الخارجي، أما القطاع المالي وعلى رأسه السلطة النقدية فهو يلعب دوراً مهماً في توفير ما يحتاجه الإقتصاد من تمويل، فكل من الحكومة والقطاع الخاص يفترض من الجهاز المصرفي ويودع موارد المالية لديه.

المطلب الثاني: أهداف السياسة النقدية واتجاهاتها

طالما أن السياسة النقدية ما هي إلا مظهر من مظاهر السياسة الإقتصادية، فإنها تسعى في الواقع إلى إدراك نفس أهدافها. ورغم ذلك ينبغي للسياسة النقدية أهدافها الخاصة واتجاهاتها التي تميزها عن غيرها من السياسات الأخرى.

1- أهداف السياسة النقدية

النمو الصحيح والدائم تحقيقه مرهون بالتوزيع العادل للثروة على صانعي النشاط الصناعي، فهو الهدف الأساسي للسياسة الإقتصادية، وفي هذا المجال تكون السياسة النقدية إحدى مظاهر السياسة الإقتصادية لأنها في الواقع تعمل على تحقيق أهدافها، ومن هذا المنطلق نستخلص أن للسياسة النقدية أهداف خاصة بها، ويمكن تقسيمها إلى:

➤ أهداف نهائية؛

➤ أهداف وسيطية؛

➤ أهداف أولية.

1-1- الأهداف الأولية

إن هذه الأهداف هي مُتَعَيَّرَات نَقْدِيَّة، عَلَى أَثَرِهَا السُّلْطَات النَّقْدِيَّة تُحَاوِل التَّلَاغُب بِهَا وَذَلِكَ لِلتَّأثير عَلَى الأَهْدَاف الوَسِيطِيَّة، لِذَلِكَ تُعْرَف هَذِهِ الأَهْدَاف بِأَنَّهَا حَلَقَةٌ فِي سِلْسَلَةٍ تُرْبِط بَيْنَ أَدَوَات السِّيَاسَةِ النَّقْدِيَّة والأَهْدَاف الوَسِيطِيَّة، وَهِيَ تَتَكَوَّن مِنْ مَجْمُوعَتَيْنِ مِنَ المُتَعَيَّرَات.

- تُسَمَّى الأَوَّلَى بِمَحَامِيع الإِحْتِيَاظِي وَالَّتِي تَتَحَقَّق مِنَ القَاعِدَةِ النَّقْدِيَّة، وَمَجْمُوع إِحْتِيَاظ البُنُوك التَّجَارِيَّة، وَمَجْمُوع الوَدَائِع الخَاصَّة.

- أَمَّا الثَّانِيَةُ فَتُسَمَّى أَمْوَال سُوق النَّقْدِ وَالَّتِي تُحتَوِي عَلَى الإِحْتِيَاظَات الخِزَّة وَمُعَدَّل الأَرْصِدَةِ الحُكُومِيَّة وَأَسْعَار الفَائِدَةِ الأُخْرَى فِي سُوق النَّقْد.

- إِنَّ غَايَةَ السِّيَاسَةِ النَّقْدِيَّة التَّحَكُّم فِي أَسْعَار الفَائِدَةِ، المُجَمَّعَات النَّقْدِيَّة، وَسِعْر الصَّرْف، وَنَظَرًا لِتَنوع الأَهْدَاف الوَسِيطِيَّة لَهَا، إِسْتَلْزَم الأَمْر تَحْدِيد أَهْدَاف أَوَّلِيَّة، وَهِيَ مُتَعَيَّرَات نَقْدِيَّة يُمكِّن لِلسُّلْطَات النَّقْدِيَّة الوُصُول إِلَيْهَا بِصِفَةِ جَيِّدَةٍ بِإِسْتِخْدَام أَدَوَات بِحُوزَتِهَا، وَهَكَذَا فَسِعْر السُّوق فِيمَا بَيْنَ البُنُوك أَوْ القَاعِدَةِ النَّقْدِيَّة الخَارِجِيَّة فِي مُتَنَاوَل السُّلْطَات النَّقْدِيَّة أَكْثَر مِنْ سُوق السَّنَدَات وَالسُّيُؤَلَة الإِقْتِصَادِيَّة.¹

1-2- الأهداف الوسيطة

هِيَ عِبَارَةٌ عَن مُتَعَيَّرَات نَقْدِيَّة يُمكِّن مِنْ حِلَالِهَا مُرَاقَبَتِهَا وَتَطْبِيقِهَا لِوُصُول إِلَى تَحْقِيق الأَهْدَاف النِّهَائِيَّة، وَلِكِي تَسْتَجِيب الأَهْدَاف الوَسِيطِيَّة يُشْتَرَط أَنْ تُكُونَ:²

- وَجُود عِلَاقَةٍ مُسْتَمْرَةٍ بَيْنَهَا وَبَيْنَ الهَدَفِ النِّهَائِي.

- إِمْكَانِيَّة مُرَاقَبَتِهَا بِمَا لِلسُّلْطَات النَّقْدِيَّة مِنْ أَدَوَات.

وَيَسَم تَصْنِيف الأَهْدَاف الوَسِيطِيَّة إِلَى ثَلَاثَةِ أَنْوَاع:

- تَطَوُّرُهَا مَعْلُوم فِي الأَجَلِ القَصِير، أَيْ شَرَط تَوْفُّر الإِحْتِيَاظَات.

- تَطَوُّرُهَا يُخْضَع لِمُرَاقَبَةِ البَنْك المَرْكَزِي الَّذِي يَتَوَقَّر عَلَى الوَسَائِل الضَّرُورِيَّة لِذَلِكَ.

- ضَرُورَةُ إِزْتِيَاظ الأَهْدَاف الوَسِيطِيَّة فِيمَا بَيْنَهَا بِطَرِيقَةٍ مُسْتَقَرَّة، وَإِنْ أَمكَّنَ بِمُتَعَيَّر حَقِيقِي.

1-2-1- الأهداف الكمية

يُمْكِنُ تَحْدِيد نَوْعَيْنِ مِنَ الأَهْدَاف الكَمِيَّة، أَهْدَاف بِمَجَامِيع النُّقُود وَأَهْدَاف الفُرُوض يُوجَد إِخْتِلَاف كَبِير مِنْ النَاحِيَةِ العَمَلِيَّة، لِتَحْدِيد الأَهْدَاف الكَمِيَّة مِنْ دَوْلَةٍ لِأُخْرَى، فَالدُّوَل المُتَقَدِّمَة تَعْتَمِد عَلَى أَهْدَاف كَمِيَّة لِلنُّقُود، وَهُنَالِكَ دُول أُخْرَى تُفَضِّل تَحْدِيد أَهْدَاف الفُرُوض كَمِيَّة وَسِيطِيَّة. فَأَهْدَاف كَمِيَّة النُّقُود تَعْمَل لِلتَّأثير عَلَى الثَّرْوَةِ مِنْ أَجَلِ تَخْفِيز حَجم الطَّلَب عَلَى المُنْتَجَات السُّلْعِيَّة وَالخِدْمِيَّة وَتَخْفِيز التَّوَقُّعَات التَّضخُّمِيَّة عَن طَرِيق:

¹: صليحة سرحوني ونجية تومي، "السياسة النقدية المعتمدة في معالجة التضخم" (مذكرة اليسانس، المركز الجامعي د. يحي فارس بالمدينة، 2007-2008)، ص.15.

²: المرجع نفسه، ص.15-16.

➤ التقليل من مستوى نمو الأرصدة (الموجودات) النقدية.

➤ تخفيض سيولة الإقتصاد.

➤ تنظيم النمو النقدي.

1-2-2- أهداف سعر الفائدة

يُستعمل سعر الفائدة كوسيلة، أي أن مراقبة سعر الفائدة يُسهّل التأثير على حجم الكتلة النقدية، ويُسّعمل كهدف وسيطي نتيجة تأثيره على مستوى النشاط الإقتصادي، حيث أن كلاً من الإستهتمار والإئتمان، والأصول المالية تعتمد على سعر الفائدة، كما أن أسعار الفائدة تُعتبر مرآة عاكسة للتوظيف الفعال للموارد المالية. ولا يمكن الحكم بأن هناك سلطة نقدية تستخدم بصفة رسمية أسعار الفائدة أهدافاً وسيطية حيث أن تعديرات سعر الفائدة تتطور بتطور المتغيرات النوعية (سعر الصرف، القاعدة النقدية، الكتلة النقدية). لأهداف سعر الفائدة أهمية معتبرة عند تنفيذ السياسة النقدية لإعتبارها:

- مؤشّر لتوجهات السياسة النقدية.

- وسيلة توجيه مكونات الثروة للأغوان الإقتصاديين غير المالية (تطور الإدخار طويل المدى).

1-2-3- أهداف سعر الصرف

إن الصعوبات التي أحاطت الدول الأكثر انفتاحاً على الخارج في توجيه سياستها النقدية، أدت بها إلى وضع أهداف سعر الصرف كهدف وسيط. يمكن للبنك المركزي الإستعانة بسعر الصرف كهدف، نظراً لتأثيره على سلوك التصدير والإستيراد للسلع والخدمات، ورؤوس الأموال، لأن خفض سعر الصرف، يؤدي إلى ارتفاع تكلفة الواردات بالعملة المحلية، مما ينتج عنه تقلص في الإنفاق على الواردات، وهو ما يريد في الإنفاق على السلع المنتجة محلياً، بمعنى تحقيق مستوى حسن لإحتياجات الصرف، وعلاوة على ذلك يُشكل سعر الصرف عاملاً تنافسياً للسلع الوطنية في مجال التصدير، وهو عامل تكلفة للسلع المستوردة.

إن إختيار أحد الأهداف الوسيطة السابقة الذكر، تندرج وفق مجموعة من العوامل التي ترتب حسب أهميتها من طرف السلطة النقدية (البنك المركزي).

- طرق التحكم والتدخل المتاحة للبنك المركزي كسلطة نقدية.

- العوامل الخارجية (مكانة التجارة الخارجية، ودرجة إنفتاح الأسواق على الخارج).

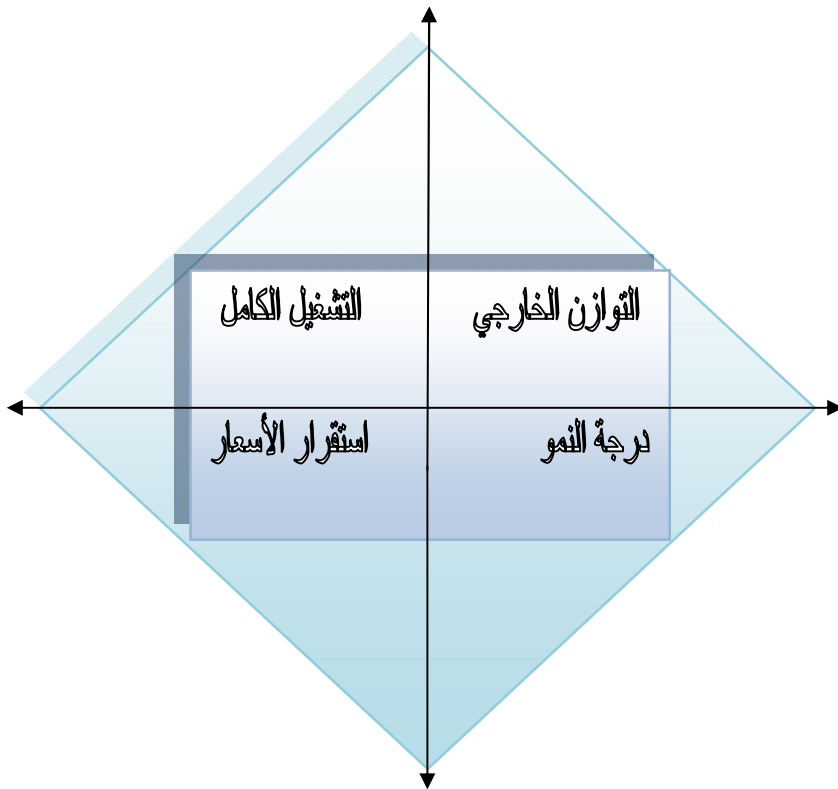
- العوامل الإدارية (طرق الإدخار، معالجة المعلومات الإحصائية).

1-3- الأهداف النهائية

تُشكّل السياسة النقدية أهمّ مكونات السياسة الإقتصادية ككل والتي تشمل أيضاً السياسة المالية سياسة الدخل والسياسات الهيكلية، ولذا يجب أن تتطابق الأهداف النهائية للسياسة النقدية مع أهداف السياسة الإقتصادية العامة والمتمثلة في استقرار الأسعار، التوازن الحيالي أو ما يُسميه الإقتصاديون "المربع السحري"¹.

كما هو موضح في الشكل الآتي:

الشكل رقم 2-2: المربع السحري.



المصدر: صليحة سرحوني ونجية تومي، مرجع سبق ذكره، ص.17.

وهذا الشكل يبيّن أنّه كلما إقترنا من المركز كلما تحسّنت الأوضاع الإقتصادية (تحقيق أهداف السياسة الإقتصادية المنتهجة)، لكنّ المشكل المطروح يكمن عند محاولة تحقيق هذه الأهداف نواجه خطر الإبتعاد عن تحقيق الأهداف الأخرى، وعليه فإنّ ترتيب هذه الأهداف ترتيباً هرمياً يتباين باختلاف الأزمنة والدول.

*المربع السحري: (مربع كالدور) هو "رسم تخطيطي يمكن من تفهيد أداء اقتصاد معين عبر أربعة مؤشرات، وبحسبه يمكن اعتبار أيّ سياسة اقتصادية فعالة إذا استطاعت تحقيق أربعة أهداف يُصطلح عليه بـ "مربع كالدور"، وهي الأهداف الأساسية الأربعة لأيّ سياسة اقتصادية، وأركان مربع كالدور هي نمو الناتج الداخلي الخام، التوازن الخارجي، ومعدلات البطالة والتضخم".

¹: صليحة سرحوني ونجية تومي، مرجع سبق ذكره، ص.17.

فَهَدَفَ التُّمُو مَثَلًا، لَا يُمَكِّنُ أَنْ يَتِمَّاشَى مَعَ أَهْدَافِ مُحَارَبَةِ التَّضَخُّمِ وَتَحْقِيقِ التَّوَارُثَاتِ الحَارِجِيَّةِ، فَرَفَعَ المَدَاحِيلَ مِنْ أَجْلِ دَفْعِ النِّشَاطِ الإِقْتِصَادِيِّ، فَدَّ يُؤَدِّي إِلَى إِرْتِفَاعِ كَبِيرٍ فِي الأَسْعَارِ وَتَدَهُّورٍ فِي التِّجَارَةِ الحَارِجِيَّةِ خَاصَّةً إِذَا كَانَ الجِهَازُ الإِنْتِاجِي الوَطَنِي عَیْرَ قَادِرٍ عَلَى مُوَاجَهَةِ الزَّيَادَةِ فِي الإِسْتِهْلَاقِ، لِهَذَا فَالسِّيَاسَةُ الإِقْتِصَادِيَّةُ الكُلِّيَّةُ تُحَدِّدُ الأَهْدَافَ ذَاتِ الأَوَّلِيَّةِ الفُصُوى.

2- إِتْجَاهَاتِ السِّيَاسَةِ النِّقْدِيَّةِ

إِنَّ إِتْجَاهَ السِّيَاسَةِ النِّقْدِيَّةِ حَوَى الإِنْكِمَاشَ أَوْ التَّوَسُّعَ مَرْتَمُونَ بِنَوْعِ المُشْكِلَةِ أَوْ الأَزْمَةِ القَائِمَةِ وَمُحَاوَلَةَ مُعَالَجَتِهَا وَهَذِهِ الإِتْجَاهَاتُ تَتَمَثَّلُ فِي:¹

2-1- السِّيَاسَةُ النِّقْدِيَّةُ التَّقْيِيدِيَّةُ (الإِتْجَاهُ الإِنْكِمَاشِي)

يَتَّبِعُ البَنْكُ المَرْكَزِيَّ سِيَاسَةَ نَقْدِيَّةٍ تَقْيِيدِيَّةٍ بِتَقْيِيدِ الإِنْفَاقِ وَتَقْيِيدِ الإِئْتِمَانِ وَتَقْلِيصِ كَمِّيَّةِ النُّقُودِ المُتَدَاوِلَةِ فِي المُجْتَمَعِ وَرَفْعِ مُعَدَّلِ الفَائِدَةِ وَمِنْ ثَمَّ مُحَارَبَةَ إِرْتِفَاعِ الأَسْعَارِ وَبِالتَّالِي مُحَارَبَةَ التَّضَخُّمِ.

2-2- السِّيَاسَةُ النِّقْدِيَّةُ التَّوَسُّعِيَّةُ (الإِتْجَاهُ التَّوَسُّعِي)

عَكْسُ الحَالَةِ الأَوَّلَى، يَلْجَأُ البَنْكُ المَرْكَزِيُّ إِلَى هَذِهِ الطَّرِيقَةِ. لِتَسْرِيعِ مُمُو الكُتْلَةِ النِّقْدِيَّةِ بِتَشْجِيعِ الإِئْتِمَانِ وَزِيَادَةِ حَجْمِ وَسَائِلِ الدَّفْعِ وَتَخْفِيزِ مُعَدَّلِ الفَائِدَةِ، فَيَرْتَفِعُ حَجْمُ الإِسْتِمْارَاتِ مِمَّا يُؤَدِّي إِلَى زِيَادَةِ الإِنْتِاجِ وَالتَّقْلِيصِ مِنْ حِدَّةِ البِطَالَةِ.

2-3- الإِتْجَاهُ المُتَعَلِّقُ بِالسِّيَاسَةِ النِّقْدِيَّةِ لِلدُّوَلِ النَّامِيَّةِ

هُنَاكَ إِتْجَاهٌ آخِرٌ لِلسِّيَاسَةِ النِّقْدِيَّةِ خَاصَّةً بِالدُّوَلِ النَّامِيَّةِ، فَهَذِهِ الدُّوَلُ تَعْتَمِدُ إِذَا عَلَى الزَّرَاعَةِ المُوسِمِيَّةِ أَوْ عَلَى مَحْصُولِ وَاحِدٍ وَتَصْدِيرِ المَوَادِّ الأَوَّلِيَّةِ إِلَى الحَارِجِ، وَعَلَيْهِ يَقُومُ البَنْكُ المَرْكَزِيُّ بِزِيَادَةِ حَجْمِ وَسَائِلِ الدَّفْعِ عِنْدَ مَرَحَلَةِ بَدْءِ الزَّرَاعَةِ وَتَمْوِيلِ المَحْصُولِ، وَيَقْلِصُ مِنْ حَجْمِهَا عِنْدَ مَرَحَلَةِ بَيْعِ المَحْصُولِ، وَهَذَا لِحَصْرِ آثَارِ التَّضَخُّمِ.

المَطْلَبُ الثَّلَاثُ: قَنَوَاتُ إِبْلَاحِ السِّيَاسَةِ النِّقْدِيَّةِ وَمُصْدَاقِيَّتِهَا

سَيِّمُ التَّطَرُّقُ إِلَى قَنَوَاتِ إِبْلَاحِ السِّيَاسَةِ النِّقْدِيَّةِ المُتَعَدِّدَةِ ثَمَّ مُصْدَاقِيَّةَ هَذِهِ السِّيَاسَةِ مِنَ النَّاحِيَةِ العَمَلِيَّةِ فِيمَا

يَلِي:

1- قَنَوَاتُ إِبْلَاحِ السِّيَاسَةِ النِّقْدِيَّةِ

يُعَبَّرُ مَفْهُومُ "قَنَاةُ إِبْلَاحٍ" عَنِ المَسَارِّ الَّتِي يَسْلُكُهَا أَثَرُ أَدَوَاتِ السِّيَاسَةِ النِّقْدِيَّةِ عَلَى المَهْدَفِ الوَاسِطِ المُخْتَارِ لِتَحْقِيقِ المَهْدَفِ النِّهَائِيِّ المَنْشُودِ وَهُنَاكَ أَرْبَعَةُ قَنَوَاتٍ وَهِيَ: قَنَاةُ سِعْرِ الفَائِدَةِ، قَنَاةُ سِعْرِ الصَّرْفِ، قَنَاةُ الإِئْتِمَانِ، وَقَنَاةُ أَسْعَارِ السَّنَدَاتِ المَالِيَّةِ الأُخْرَى.

¹ زينب زواري فرحات، "دراسة العلاقة السببية بين أهم متغيرات السياسة النقدية: دراسة حالة الجزائر خلال الفترة 1990-2014" (مذكرة ماستر أكاديمي، جامعة الشهيد حمه لخضر بالوادي، 2014-2015)، ص. 14.

1-1- قناة سعر الفائدة

وهي قناة تقليدية لا يتقال أثر السياسة النقدية إلى هدف النمو، ذلك أن السياسة النقدية التقليدية التقليدية تعمل على ارتفاع أسعار الفائدة الإسمية مما يعمل على ارتفاع سعرها الحقيقي ومنه ارتفاع تكلفة رأس المال، وهذا ما يؤدي إلى تقليص الطلب على الاستثمار، وبالتالي انخفاض الطلب الكلي ومنه النمو.¹

1-2- قناة سعر الصرف

تأخذ قناة سعر الصرف مكانة كبيرة ضمن السياسات النقدية لعدد كبير من الدول، خاصة تلك التي تبحث عن استقرار وارتفاع سعر الصرف عملتها مما يساعد على التحكم الجيد في التضخم عن طريق استقرار وانخفاض أسعار وارداتها، وتستخدم قناة سعر الصرف كوسيلة لتنشيط صادرات عدد كبير من الدول النامية (في برامجها الإصلاحية). كما تستعمل إلى جانب سعر الفائدة في استقطاب الاستثمار الأجنبي من طرف الدول المتقدمة وبعض الدول النامية. وتعود أهمية سعر الصرف إلى كون تأثيره يصل إلى الاقتصاد المحلي من خلال تأثيره على حجم التجارة الخارجية والميزان التجاري في ميزان المدفوعات، وكذلك من خلال تأثيره على الاستثمار الخارجي وتدفق رأس المال بين الاقتصاديين المحلي والخارجي.

وتعمل قناة سعر الصرف من خلال سعر الفائدة، حيث يؤدي انخفاض عرض النقود إلى ارتفاع سعر الفائدة الحقيقي في الاقتصاد المحلي بالنسبة للاقتصاد الخارجي، مما يجذب رأس المال الأجنبي ويرفع الطلب على العملة المحلية فتترفع قيمة هذه الأخيرة، مما ينعكس سلباً على الصادرات ومنه على وضع الحساب الجاري في ميزان المدفوعات، فيؤدي إلى انخفاض معدل نمو الناتج المحلي الإجمالي و إلى ركود الاقتصاد المحلي.²

1-3- قناة أسعار السندات المالية

تعتبر هذه القناة عن آراء أنصار المدرسة النقدية في تحليلهم لأثر السياسة النقدية، الذين يرون أن تأثيرها على الاقتصاد يسم من خلال قناتين:³

1-3-1- قناة توبين للاستثمار

يؤدي انخفاض عرض النقود إلى زيادة نسبة الأوراق المالية وتقليل نسبة الأرصدة النقدية بالمحافظة الاستثمارية لدى الجمهور فينخفض الإنفاق الخاص على الأوراق المالية، فيدفع المتعاملين إلى بيع الأوراق المالية الرائدة، فتتراجع الأسعار وينزل مؤشر توبين "Q" فينخفض حجم الاستثمار ويتراجع بذلك الناتج المحلي الخام.

¹: آسيا علي، "فعالية السياسة النقدية في تحقيق الاستقرار الاقتصادي في ظل الإصلاحات الراهنة: دراسة حالة" (مذكرة الماجستير، جامعة تبسة، 2010-2011)، ص.05.

²: عمرو شريف، "السياسة النقدية ومعالجة اختلال ميزان المدفوعات" (مذكرة ماجستير، جامعة سعد دحلب بالبلدية، جانفي 2005)، ص.71-72.

³: آسيا علي، مرجع سبق ذكره، ص.06.

*مؤشر التوبين Q: (النسبة كيو) هو "مقياس يقيس نسبة الرهنة السوقية في سوق الأسهم إلى إجمالي قيمة استبدال الأصول الكامنة، وهو مقياس ثبت نجاحه في الماضي يحمل اسم عالم اقتصادي من جامعة ييل".

1-3-2- قناة أثر الثروة على الاستهلاك

إنخفاض عرض التُّقود يُؤدِّي إلى إنخفاض أسعار الأوراق الماليَّة، وبالتالي تتَّجهُ قيمَةُ ثروة الجمهور نحو التُّزول، ممَّا يُحدِّدُ الاستهلاك فيتراجع نموُّ الناتج المحليِّ الخام.

1-4-4- قناة الائتمان

وتنقسم هذه القناة بدورها إلى قناتين:

1-4-4-1- قناة الإفراض المصرفي

إنخفاض العرض التُّقديُّ يُؤدِّي إلى تراجع حجم الودائع لدى البنوك، فيخفَّ حجمُ الائتمان المصرفيِّ المُقدَّم، ممَّا يُقلِّلُ الاستثمار فيتراجع النموُّ.¹

1-4-4-2- قناة ميزانية المؤسسات

يُؤدِّي إنخفاض عرض التُّقود إلى الإنخفاض في صافي قيمة المؤسسات والضمانات التي يمكن للمُقرضين تقديمها عند الإفراض. ويؤدِّي ارتفاع سعر الفائدة إلى تخفيض التدفُّقات التُّقديَّة نحو المؤسسات الصغيرة، ممَّا يزيِّد من مخاطر إفراضها (عدم رغبة المصارف في تقديم القروض لها)، وهو ما يُؤثِّر على استثمار القطاع الخاص، وبالتالي تراجع نموِّ المحليِّ الخام.²

2- مصداقية السياسة النقدية

باعتبار البنك المركزيُّ هو المسؤول عن إدارة السياسة التُّقديَّة من تحديد توجُّهاتها وأهدافها واختيار الوسائل الملائمة، فإنه يعمل على ضمان مصداقية السياسة التُّقديَّة، ومن أجل ذلك تستوجب شروطُ معينة:³

2-1- الشفافية

يُعتبر "ميثاق الممارسات السليمة في مجال الشفافية في السياسات التُّقديَّة والمالية" الذي اعتمده اللجنته التُّقديَّة والمالية للصندوق التُّقديِّ الدوليِّ، إطارًا فعَّالًا لتحقيق الشفافية، ويهدف هذا الميثاق والدليل المُساند الخاصَّ بالتنفيذ إلى المساهمة في تطوير الإدارة الجيدة، وهو يُؤكِّد على وضوح الأدوار والمسؤوليات وتوفير معلومات للجمهور، وعلاوية إعداد الميزانية وتنفيذها والإبلاغ بنتائجها، فتصبح السياسة التُّقديَّة أكثر فعالية إذا كان الجمهور على علم بالأهداف وأدوات السياسة التُّقديَّة، وذلك من خلال التقارير الدورية المنتظمة والملتقيات والمؤتمرات الصحفية وغيرها ممَّا يُعطي مصداقية للسياسة التُّقديَّة.

2-2- ممارسة الأهداف

تمثل عمليَّة الاستهداف من الاتجاهات الحديثة للشفافية، إلا أنَّ الشفافية ارتبطت بالعمليات المتعلقة بالماضي أو الحاضر وعمليَّة الاستهداف تعبر عن توفُّعات مُستقبلية بمعنى أنَّها تمثل وعد بموازنة الإنحرفات المُحتَملة في الرقم

¹: آسيا عليَّة، مرجع سبق ذكره، ص. 06.

²: عمروش شريف، مرجع سبق ذكره، ص. 73.

³: آسيا عليَّة، مرجع سبق ذكره، ص. 8-6.

المُسْتَهْدَف مُسْتَقْبَلًا عَنِ الْأَهْدَافِ الْمُحَدَّدَةِ خِلَالَ فِتْرَةٍ تَتَرَاوَحُ بَيْنَ عَامٍ وَعَامَيْنِ وَقَدْ يَتَعَلَّقُ الرَّقْمُ الْمُسْتَهْدَفُ بِالْأَهْدَافِ النَّهَائِيَّةِ مُتَمَثِّلَةً فِي عَمَلِيَّةِ التَّضَخُّمِ أَوْ الْأَهْدَافِ الْوَسِيطِيَّةِ.

2-3- استهداف التضخم

للتغلب على عُيُوب عَمَلِيَّةِ السَّعْيِ لِتَحْقِيقِ أَهْدَافِ نَقْدِيَّةٍ، بَدَأَتْ فِي أَوَاخِرِ الثَّمَانِينَاتِ دَوْلٌ كَثِيرَةٌ فِي اعْتِمَادِ اسْتِهْدَافِ التَّضَخُّمِ، وَالْيَوْمَ هُنَاكَ أَكْثَرُ مِنْ 40 دَوْلَةً تَسْتَهْدِفُ الْوُصُولَ إِلَى مُسْتَوَى مُسْتَقَرٍّ مِنَ التَّضَخُّمِ، لَكِنَّ 18 دَوْلَةً مِنْهَا فَقَطْ هِيَ الَّتِي تَصَنَّفُ كَدَوْلَةٍ مَسْتَوِيَّةٍ بِالْكَامِلِ لِشُرُوطِ اسْتِهْدَافِ التَّضَخُّمِ، لَدَيْهَا التَّزَامَاتُ وَاضِحَةٌ وَلَهَا مِصْدَاقِيَّةٌ فِيمَا يَتَعَلَّقُ بِمُمَارَسَةِ الْاسْتِهْدَافِ وَهَذِهِ الدُّوَلُ لَا بَدَأَ أَنْ تَسْتَوْفِي ثَلَاثَ مَعَايِرٍ:

- أَنْ تَلْتَزِمَ التَّزَامًا صَرِيحًا بِتَحْقِيقِ مُعَدَّلِ التَّضَخُّمِ مُحَدَّدِ مُسْتَهْدَفٍ خِلَالَ إِطَارِ زَمَنِي مُحَدَّدِ.

- إِعْلَانُ الْبَنْكِ الْمَرْكَزِيِّ بِصِفَةِ مُسْتَمِرَّةٍ وَمُنْتَظَمَةٍ لِأَهْدَافِ الْجُمْهُورِ.

- أَنْ تَكُونَ لَدَيْهَا تَرْتِيبَاتٌ مُؤَسَّسِيَّةٌ، لِضَمَانِ إِخْضَاعِ الْبَنْكِ الْمَرْكَزِيِّ لِلْمَسْأَلَةِ عَنِ تَحْقِيقِ الْهَدَفِ، وَالْهَدَفُ الرَّئِيسِي هُوَ الْاسْتِقْلَالُ فِي الْعَمَلِ عَنِ الْحُكُومَةِ بِحَيْثُ يَكُونُ الْبَنْكُ الْمَرْكَزِيُّ حَرًّا فِي السَّعْيِ لِتَحْقِيقِ هَدَفِهِ مِنَ التَّضَخُّمِ حَتَّى وَإِنْ حَدَدَتْهُ الْحُكُومَةُ. وَإِنْ اسْتِهْدَافُ التَّقْلِيلِ مِنَ التَّضَخُّمِ هُوَ إِطَارٌ لِسِيَّاسَةِ نَقْدِيَّةٍ، تَلْزِمُ الْبَنْكُ الْمَرْكَزِيُّ بِتَخْفِيزِ مُعَدَّلِ التَّضَخُّمِ وَتَبْدَأُ الْعَمَلِيَّةُ بِإِعْلَانِ رَسْمِيٍّ مِنْ جَانِبِ الْبَنْكِ الْمَرْكَزِيِّ وَالْحُكُومَةِ (عَادَةً وَزَارَةَ الْمَالِيَّةِ) لِهَدَفٍ كَمِّيٍّ وَاضِحٍ لِلتَّضَخُّمِ يَتِمُّ تَحْقِيقُهُ خِلَالَ فِتْرَةٍ زَمَنِيَّةٍ، كَمَثَالٍ لِتَحْدِيدِ نِسْبَةِ التَّضَخُّمِ قَدْرًا 2% فِي السَّنَةِ خِلَالَ الْعَامَيْنِ التَّالِيَيْنِ، وَتَسْتَعْمِدُ كُلُّ الدُّوَلِ الْأَرْقَامَ الْمُسْتَهْدَفَةَ لِلتَّضَخُّمِ كَأَدَاةٍ لِبِنَاءِ مِصْدَاقِيَّةِ الْإِطَارِ الْعَامِ لِسِيَّاسَةِ الْاِقْتِصَادِ الْكُلِّيِّ بِصِفَةِ خَاصَّةٍ، وَيُوصَفُ هَذَا الْإِتْجَاهُ فِي الْكِتَابَاتِ الْاِقْتِصَادِيَّةِ بِأَنَّهُ "إِطَارٌ لِانْتِهَاجِ سِيَّاسَةِ نَقْدِيَّةٍ فِي ظِلِّ حُرِيَّةٍ مُفِيدَةٍ".

2-4- استهداف الأهداف الوسيطة

مِنَ النَّاحِيَةِ التَّقْلِيدِيَّةِ كَانَ اسْتِهْدَافُ رَقْمِ الْهَدَفِ الْوَسِيطِيِّ، يَتَطَلَّبُ الْإِعْلَانَ مُسَبِّقًا عَنِ مُعَدَّلِ لِسْعَرِ الصَّرْفِ لِمُجْمَعَاتِ نَقْدِيَّةٍ مُحَدَّدَةٍ، وَفِي ظِلِّ قَوَاعِدِ سِعْرِ الصَّرْفِ تَكُونُ السِّيَّاسَةُ النَقْدِيَّةُ مُقَيَّدَةً بِصُورَةٍ صَارِمَةٍ، لِأَنَّهَا مُوجَّهَةٌ فَقَطْ لِسِعْرِ الصَّرْفِ، وَبِذَلِكَ تُقَيَّدُ مَقْدَرَةُ الْبَنْكِ الْمَرْكَزِيِّ عَلَى التَّصَدِّيِّ لِلصَّدَمَاتِ الْمَحَلِّيَّةِ وَالخَارِجِيَّةِ، بِالْمُقَابِلِ فَإِنَّ الدُّوَلِ الَّتِي تَتَّبِعُ تَرْتِيبَاتٍ مَرِنَةً لِسِعْرِ الصَّرْفِ، تَصْبِحُ الْمُجْمَعَاتُ النَقْدِيَّةُ هِيَ الْهَدَفُ الْوَسِيطُ لِسِيَّاسَةِ النَقْدِيَّةِ، وَهَذَا النَّوْعُ مِنَ الْأَنْظِمَةِ يُشَارُ إِلَيْهِ عَادَةً بِالتَّوَجُّهِ النَقْدِيِّ، فَيَقُومُ الْبَنْكُ الْمَرْكَزِيُّ بِتَحْرِيكِ أَدَوَاتِهِ مِثْلَ (سِعْرِ الْفَائِدَةِ) لِلسَّيْطَرَةِ عَلَى الْمُجْمَعَاتِ النَقْدِيَّةِ، الَّتِي تَعْتَبَرُ الْمُحَدَّدَاتِ الرَّئِيسِيَّةِ لِلتَّضَخُّمِ عَلَى الْمَدَى الطَّوِيلِ، وَبِالتَّالِيِ يَتِمُّ اسْتِهْدَافُ مُعَدَّلِ النُّمُوِّ وَالتَّوَسُّعِ فِي الْمُجْمَعَاتِ النَقْدِيَّةِ عَلَى أَنْ يَتِمَّ تَحْدِيدُهُ بِالذِّقَّةِ وَلَا يَسْمَحُ بِتَجَاوُزِ الرَّقْمِ الْمُسْتَهْدَفِ لِلْهَدَفِ الْأَوْرُوبِيِّ حِينَمَا حُدِّدَ مُعَدَّلُ التَّوَسُّعِ النَقْدِيِّ لِلْكَتْلَةِ النَقْدِيَّةِ M3 بِنِسْبَةِ 5,4%.

كَمَا أَنَّ وَضْعَ رَقْمِ مُسْتَهْدَفِ لِسْعَرِ الصَّرْفِ الْحَقِيقِيِّ يَحْتَمِلُ أَنْ يَكُونَ ذَا تَأْثِيرٍ مُبَاشِرٍ فِي عَمَلِيَّةِ التَّضَخُّمِ فِي الْبُلْدَانِ النَّامِيَّةِ، إِلَى أَنَّهُ مِنْ غَيْرِ الْمُحْتَمَلِ أَنْ تَنْجَحَ السِّيَّاسَةُ النَقْدِيَّةُ فِي التَّحْقِيقِ مِنْ حِدَّةِ هَذِهِ الْأَثَارِ إِلَّا فِي الْمَدَى الْقَصِيرِ.

2-5- بنك مركزي مستقل

تعمل استقلالية البنك المركزي على ضمان مصداقية السياسة النقدية، لأن السلطة النقدية المستقلة أكثر كفاءة وقدرة من السلطات السياسية في المحافظة على استقرار عملتها ووظائفها لتحقيق الهدف المنشود بعيداً عن كل أشكال الضغوط والصراعات السياسية والحزبية، وبإمكانها تحقيق مبدأ الشفافية السابقة الذكر، مما يؤدي إلى زيادة انضباط النظام في رسم السياسة النقدية وفي تطبيقها.

المبحث الثاني: أدوات السياسة النقدية ومُتغيراتها

يتدخل البنك المركزي في السياسة النقدية بشكل مباشر باستخدام سلطاته التنظيمية أو بشكل غير مباشر باستخدام تأثيره على الظروف سوق النقد، وذلك من خلال جملة من الأدوات الكمية والنوعية، ويكمن دور الأدوات الكمية في تحديد معدلات الفائدة أو الحد منها أو بتحديد الكميات (مبالغ الائتمان تحت التحصيل) عن طريق اللوائح، في حين يكمن دور الأدوات النوعية في تصحيح الطلب والعرض الخاصين بالإحتياجات المصرفية. ويختلف مدى اعتماد البنك المركزي على هذه الأدوات والمتغيرات باختلاف النظام السائد الذي يمارس فيه عمله. وسنشرح هذه الأدوات من خلال المطالب الآتية:

➤ أدوات السياسة النقدية؛

➤ أدوات أخرى للسياسة النقدية؛

➤ متغيرات السياسة النقدية.

المطلب الأول: أدوات السياسة النقدية

تتلخص أدوات السياسة النقدية في استخدام مجموعة من الأدوات التي يستطيع البنك المركزي من خلالها التأثير أو السيطرة على عرض النقود وإدارة حجم الائتمان الممنوح، حيث يتم تقسيم هذه الأدوات السياسية النقدية إلى الأدوات كمية وأدوات نوعية والمتماثلة فيما يلي:

1- الأدوات الكمية

يستطيع البنك المركزي تغيير حجم الكنتلة النقدية تبعاً للظروف الاقتصادية، من خلال الوسائل التالية:

1-1- سياسة السوق المفتوحة

وتتمثل هذه السياسة في عمليات السوق المفتوحة التي يقوم بها البنك المركزي أيضاً، إذ يدخل البنك المركزي إلى السوق المالي بائعاً أو مشترياً للسندات بهدف التأثير على حجم السيولة في السوق. إذ يقوم البنك المركزي ببيع السندات أثناء فترات التضخم الاقتصادي ليقوم من خلال ذلك بتخفيض كمية وسائل الدفع ثم تخفيض حجم الإنفاق النقدي ويدخل كمشتري أثناء فترات الركود والكساد الاقتصادي بهدف زيادة قدرة المصارف على منح الائتمان ثم زيادة حجم الإنفاق النقدي وتنشيط الطلب الفعلي في السوق.¹

¹: طاهر فاضل البياتي وميرال روجي سماره، النقود والبنوك والمتغيرات الاقتصادية المعاصرة (عمان: دار وائل للنشر، 2013)، ص ص. 243-244.

1-2-1- سعر إعادة الخصم¹

مُعدَّل الخصم هُو السَّعْر الَّذِي يَفْرِضُهُ الْبَنْكُ الْمَرْكَزِيّ مُعَابِلَ إِعَادَةِ خَصْمِهِ لِأَوْزاقِ تِجَارِيَّةٍ أَوْ عَمَلِيَّاتِ إِفْرَاضٍ قَصِيرَةِ الْأَجَلِ لِلْبُنُوكِ التِّجَارِيَّةِ لِمُوَاجَهَةِ نُقْصِ السُّيُولَةِ.

وَتَقْضِي هَذِهِ السِّيَاسَةُ بِأَنْ يَرْفَعَ الْبَنْكُ مُعَدَّلَ إِعَادَةِ الْخَصْمِ لِيَحُدَّ مِنْ قَدْرَةِ الْبُنُوكِ عَلَى التَّوَسُّعِ فِي الْإِئْتِمَانِ بَعِيَّةٍ مُوَاجَهَةِ الْأَوْضَاعِ التَّضَخُّمِيَّةِ، وَبِالْتَّالِي يَلْحَا الْبَنْكُ الْمَرْكَزِيّ إِلَى الْحُدِّ مِنَ الْإِئْتِمَانِ لَدَى الْبُنُوكِ التِّجَارِيَّةِ.

1-3- الإحتياطي الإجباري

يَتَدَخَّلُ الْبَنْكُ الْمَرْكَزِيّ بِهَذِهِ السِّيَاسَةِ، وَذَلِكَ مِنْ خِلالِ ضَرُورَةِ قِيَامِ الْبُنُوكِ التِّجَارِيَّةِ بِالِإِحْتِنَاطِ بِنِسْبَةِ مُعَيَّنَةٍ مِنَ الْوَدَائِعِ لَدَيْهِ.²

وَجَدِيرُ بِالذِّكْرِ أَنَّ تَخْفِيزَ نِسْبَةِ الْإِحْتِيَاظِيِّ الْقَانُونِيِّ، يَخْلُقُ إِحْتِيَاظِيًّا إِضَافِيًّا لَدَى الْبُنُوكِ التِّجَارِيَّةِ، وَهُوَ مَا يُعْطِي فُرْصَةً لِلْبَنْكِ التِّجَارِيَّةِ لِمَنْحِ الْمَزِيدِ مِنَ الْإِئْتِمَانِ، وَبِالْتَّالِي يُؤَدِّي فَائِضَ الْإِحْتِيَاظِيِّ إِلَى التَّوَسُّعِ فِي عَرْضِ النُّفُودِ. أَمَّا إِذَا كَانَ الْمَهْدَفُ تَخْفِيزَ عَرْضِ النُّفُودِ فَإِنَّ الْبَنْكَ الْمَرْكَزِيّ يَرْفَعُ نِسْبَةَ الْإِحْتِيَاظِيِّ الْقَانُونِيِّ، وَبِالْتَّالِي عَلَى الْبُنُوكِ التِّجَارِيَّةِ أَنْ تُضَيِّفَ إِلَى إِحْتِيَاظِيَّهَا، وَهِيَ تَفْعَلُ ذَلِكَ لِتَخْفِيزِ فُرُوضِهَا وَمِنْ ثَمَّ تَخْفِيزِ عَرْضِ النُّفُودِ.³

2- الأدوات النوعية

وَتَتَمَثَّلُ فِيهَا بِمَا يَلِي:⁴

1-2- السُّفُوفُ التَّمْوِيلِيَّةُ: تَعْمَلُ هَذِهِ السِّيَاسَةُ عَلَى الْحُدِّ مِنَ التَّوَسُّعِ فِي التَّمْوِيلِ الْإِجْمَالِيِّ وَجَعْلِهِ فِي حُدُودِ الْمُسْتَوَى الْمُخَطَّطِ لَهُ، وَذَلِكَ مِنْ خِلالِ وَضْعِ سَقْفِ تَمْوِيلِيٍّ لِلْبُنُوكِ التِّجَارِيَّةِ، وَعَلَى مَنْ يَتَجَاوَزُهُ إِبْدَاعِ مَبْلَغٍ يُعَادِلُ قِيَمَةَ التَّجَاوُزِ لَدَى الْبَنْكِ الْمَرْكَزِيّ، أَوْ تَفْرِضَ عَلَيْهِ غَرَامَةً مُنَاسِبَةً حَسَبَ تَقْدِيرِ السُّلْطَةِ التَّقْدِيرِيَّةِ.

2-2- تَنْظِيمُ الْقُرُوضِ الْإِسْتِهْلَاكِيَّةِ: وَذَلِكَ بِوَضْعِ حَدِّ أَقْصَى مِنْ طَرَفِ الْبَنْكِ الْمَرْكَزِيّ لِلْبُنُوكِ التِّجَارِيَّةِ وَذَلِكَ لِلْأَمْوَالِ الَّتِي تَسْتَعْدِمُهَا هَذِهِ الْأَخِيرَةُ فِي شِرَاءِ السَّلْعِ الْإِسْتِهْلَاكِيَّةِ، أَوْ بِتَحْدِيدِ مُدَّةِ قُضُوعِ لِمَبِيَعَاتِ الْمَوْجَلَّةِ مِنْ أَجْلِ تَخْفِيزِ عَدَدِ الْأَقْسَاطِ وَالرُّعْمِ مِنَ قِيَمَةِ الْقَسْطِ.

2-3- تَخْصِيسُ التَّمْوِيلِ: وَذَلِكَ مِنْ خِلالِ ضَمَانِ الْبَنْكِ الْمَرْكَزِيّ لِلتَّوَزِيعِ الْمَهَادِفِ لِلْأَمْوَالِ الْمُفْرَضَةِ وَتَوَجِيهِهَا وَفُقْ حُطَّةِ الدَّوْلَةِ الَّتِي تُحَدِّدُ الْأَوْلَوِيَّاتِ كَتَوَجِيهِ الْأَمْوَالِ إِلَى الْقِطَاعَاتِ ذَاتِ الْأَوْلَوِيَّةِ مِثْلَ الْقِطَاعِ الزَّرَاعِيِّ وَالصَّنَاعِيِّ.

2-4- الإقناع الأدبي: وَهِيَ الْحَالَةُ الَّتِي يَقُومُ فِيهَا الْبَنْكُ الْمَرْكَزِيّ بِإِقْنَاعِ الْبُنُوكِ التِّجَارِيَّةِ بِاتِّبَاعِ سِيَّاسَةِ مُعَيَّنَةٍ دُونَ الْجُوءِ إِلَى إِصْدَارِ أَوَامِرٍ وَتَعْلِيمَاتٍ رَسْمِيَّةٍ، وَتَتَوَقَّفُ هَذِهِ السِّيَاسَةُ عَلَى مَدَى قَدْرَةِ الْبَنْكِ الْمَرْكَزِيّ فِي الْإِقْنَاعِ وَمَدَى تَقَبُّلِ الْبُنُوكِ التِّجَارِيَّةِ بِالْتَّعَامُلِ مَعَهُ وَثِقَتَهَا فِي إِجْرَاءَاتِهِ.

¹ : مفيد عبد اللاوي، محاضرات في الاقتصاد النقدي والسياسات النقدية (الوادي: مطبعة مزوار، 2007)، ص. 64.

² : المرجع نفسه، ص. 64.

³ : عبد المطلب عبد الحميد، مرجع سبق ذكره، ص. 278.

⁴ : مفيد عبد اللاوي، مرجع سبق ذكره، ص. 65.

المطلب الثاني: أدوات أخرى للسياسة النقدية

قد تستخدم السلطات النقدية أدوات أخرى غير الأدوات التي مررت سابقاً وذلك حسب ما تقتضيه أوضاع وظروف كل بلد، ويمكن تصنيفها تحت اسم أدوات أخرى للسياسة النقدية كما يتوقف استخدامها على مدى استجابة المتعاملين الإقتصاديين لقبول هذه الإجراءات، وتتمثل فيما يلي:¹

1- الإفناء الأدبي

وتقوم هذه السياسة على قيام البنك المركزي بتوجيه التصح للبنوك التجارية وذلك بعدم التوسع في تقديم القروض وخاصة تلك القروض التي توجه للمضاربة إذا ما رأى البنك المركزي ثمة خطر على الإقتصاد الوطني، ويأخذ هذا التوجيه الأدبي أشكالاً متعددة منها:

1-1- الرقابة الكمية: وهو قيام البنك المركزي بإرسال مذكرات إلى البنوك التجارية بتقييد الائتمان لإغراض معينة وبما يخدم مصلحة الإقتصاد الوطني.

1-2- الرقابة النوعية: وهو قيام البنك المركزي بتوجيه البنوك التجارية إلى تقييد الائتمان بصرف النظر عن العرض الذي يمنح لأجله الائتمان أو التحذير بعدم قبول خصم بعض الأوراق التجارية.

2- التعليمات المباشرة

وهي التعليمات التي يصدرها البنك المركزي ويلزم بها البنوك لتحقيق أهداف المجتمع الإقتصادية.

3- الرقابة

وتتم عن طريق الرقابة المباشرة من قبل البنك المركزي للبنوك وهذا الإجراء خاصية لازمة للنظام المصرفي الإسلامي.

4- الجزاءات

هو آخر أسلوب قد يلجأ إليه البنك المركزي ليضمن سياساته النقدية من قبل البنوك التجارية والتمويلية بالتوجيهات والأوامر الصادرة عنه.

المطلب الثالث: متغيرات السياسة النقدية

ويمكن التطرق إلى متغيرات السياسة النقدية فيما يلي:

1- معدلات الفائدة

يعرف سعر الفائدة على أنه أجرة المال المُقترض، أو ثمن استخدام الأموال أو العائد على رأس المال المُستثمر، ويُقال أيضاً أن سعر الفائدة هو عائد الرّمن عند إقتراض الأموال مُقابل تفضيل السُّيولة.²

¹ : زينب زواري فرحات، مرجع سبق ذكره، ص.17.

² : محمد الأمين دودي، "أثر تقلبات سعر الفائدة على أسعار الأسهم" (مذكرة الماستر أكاديمي، جامعة قاصدي مرباح ورقلة، 2014-2015)، ص.08.

وهو متغير من متغيرات السياسة النقدية إذ يعتبر خيار في منتهى الدقة، فمن جهة هناك صعوبة فائقة في تحديد معدل الفائدة الجيد للاقتصاد، ومن جهة أخرى تعتبر معدلات الفائدة أيضاً بمثابة أدوات للسياسة النقدية وفي هذا الخصوص تستخدم هذه المعدلات لأغراض داخلية وخارجية في نفس الوقت.

يستعمل سعر الفائدة كوسيلة وكهدف وسيط في آن واحد، كهدف وسيط لأنه يؤثر على مستوى النشاط الاقتصادي من حيث الاستثمارات، لأن الإقتراضات والأصول المالية تعتمد على سعر الفائدة، وكوسيلة على أساس أن مراقبة سعر الفائدة يسهل التأثير على حجم الكتلة النقدية ومعدل الصرف. معني هذا أن أسعار الفائدة المنخفضة لا تؤدي إلى جمع الموارد الإذخارية اللازمة ولا إلى الإختيار الناجح للإستثمار، أيضاً أسعار فائدة مرتفعة جداً تعطل جدياً الإستهلاك والإستثمار.

لذا يستوجب على السلطة النقدية أن تراقب مستويات معدلات الفائدة، وأن تبقي هذه المعدلات ضمن هوامش غير واسعة وحول مستويات وسطية تقابل التوازن في الأسواق، لأن المجال الواسع لتقلبات معدلات الفائدة يمكن أن يحدث تدبداً في الإستقرار الاقتصادي، وان عملية متتالية من عدم التوازن يتولد عنها حالات من التضخم والركود، ولهذا السبب تكون السلطة النقدية مضطرة أن تترك هامشاً لخلق كمية من النقود أكبر أو أقل من تلك التي كان من المفروض تقيدها بالهدف الكمي بالنسبة للمجمعات النقدية.¹

2- سعر الصرف

تعدد المفكرين الإقتصاديين في تقديم سعر الصرف نذكر منها:²

- هو ثمن عملة دولة ما مقابل عملة دولة أخرى، أو هو نسبة مبادلة عملتين.
- إن سعر الصرف يعبر عن علاقة التحويل بين العملات، أي تبادل عملة معينة مقابل عملة أخرى وهو بذلك يشير إلى تحويل القوة الشرائية لعملة معينة إلى عملة أخرى.

إن مؤونة أسعار الصرف وسيلة لمعالجة الاختلالات في موازين المدفوعات، وذلك عندما تحقق الدولة فائضاً في معاملات الخارجية فإن هذا يعني زيادة في الطلب على عملاتها الوطنية أو زيادة في العرض العملات الأجنبية مقابل هذه العملة التي لا تلبث أن ترتفع قيمتها مقابل العملات الأخرى، وهذا الإرتفاع ينتج عنه إرتفاع في أسعار سلعها بالعملات الأخرى مما يضعف قدرتها على المنافسة في الأسواق الدولية ويؤدي إلى إنخفاض الطلب على السلع هذه الدولة ثم تنافس الفايض في ميزان المدفوعات.

وعليه فان السلطة النقدية تستهدف سعر الصرف وتؤثر عليه وذلك بتخفيضه أو رفعه من أجل الوصول إلى الإستقرار الاقتصادي أي التحسين في ميزان المدفوعات.³

3- الكتلة النقدية¹

¹ : عبد الله ياسين، مرجع سبق ذكره، ص.15.

² : صفاء رزاق سالم، "دراسة تغيرات سعر الصرف على عائد محفظة الأوراق المالية" (مذكرة الماستر أكاديمي، جامعة قاصدي مرباح وقله، 2015-2016)، ص.03.

³ : عبد الله ياسين، مرجع سبق ذكره، ص ص.15-16.

هي عبارة عن مؤشرات إحصائية لكمية النقود المتداولة وتنعكس قدرة الأعوان الماليين المقيمين على الإنفاق. بمعنى أنها تضم وسائل الدفع لدى هؤلاء الأعوان، و من بين وسائل التوظيف تلك التي يمكن تحويلها بيسر وسرعة ودون مخاطر خسارة في رأس المال إلى وسائل الدفع. ويرتبط عدد هذه المجموعات بطبيعة الاقتصاد و درجة تطور الصناعة المصرفية والمنتجات المالية. وتكمن أهمية هذا الهدف، في كونه يعطي معلومات للسلطات النقدية عن وتيرة نمو مختلف الشبكات، وبالتالي تسمح للسلطات بإتخاذ القرارات الصائبة في الوقت المناسب.

4- التضخم

يوجد هناك عدة تعريف للتضخم أي أنه لا يوجد اتفاق بين الاقتصاديين بشأن تعريفه ولكن لا اختلاف من المنظور الذي يطلق عليه، ومن هنا نذكر أبرزها فيما يلي:²

- التضخم هو ارتفاع الدخل النقدية أو عنصر من عناصر الدخل النقدي مثل الأجور أو الأرباح.
- التضخم هو كل زيادة في كمية النقد المتداول تؤدي إلى الزيادة في المستوى العام للأسعار.
- التضخم هو حركة صعودية للأسعار تتصف بالاستمرار الذاتي تنتج عن فائض الطلب الزائد عن قدرة العرض. عادة ما يتم اللجوء إلى استخدام معدل التضخم كمؤشر يعبر عن السياسة النقدية ويمكن ترجمته كأحد مؤشرات التوازن الداخلي في مقابلة تامة لعجز في الموازنة العامة ومعدل النمو في الكتلة النقدية ويؤدي الارتفاع في معدل التضخم إلى إفساد المناخ الاستثماري من خلال تدن الثقة بالعملة الوطنية وما يتبع ذلك من تأثيرات مباشرة على سياسات التسعير وتكاليف الإنتاج ورأس المال.

كما يتم إعتباره مؤشر لدرجة الاستقرار السياسي خصوصاً في الأفطار التي تعاني من معدلات مرتفعة من التضخم الأمر الذي سيساعد على انتشار ظاهرة الدولار* (Dollarisation) حيث تحل العملة الأجنبية وتحيد الدولار محل العملة الوطنية كوسيط المبادلة ومخزن للقيمة وسينعكس ذلك بشكل ارتفاع معدلات هروب المدخرات المحلية إلى الخارج كما يؤدي التضخم إلى تسوية النمط الاستثماري حيث يتوجه المستثمر إلى الأنشطة ذات الأجل القصير، أو المضاربة في العقارات أو المعادن النفيسة وينعقد عن الاستثمارات المنتجة التي تتطلب أفقاً بعيدة المدى.³

المبحث الثالث: أثر متغيرات السياسة النقدية على سوق الأوراق المالية

البنك المركزي يدير السياسة النقدية للبلاد من خلال عدة أدوات، عمليات بيع وشراء السندات الحكومية و أدوات الخزنة من خلال عمليات السوق المفتوحة وسعر الفائدة الذي يفرض به البنوك والمعروف بسعر الخصم وأخيراً متطلبات الاحتياطي القانوني من البنوك وهناك دراسات عديدة أثبتت أن

¹: جاداني ميمي، "انعكاس استقلالية البنك المركزي على أداء السياسة النقدية" (مذكرة ماجستير، جامعة حسيبة بن بوعلي الشلف، سبتمبر 2005)، ص.20.

²: شهرزاد حوي، "أثر التضخم على عوائد الأسهم" (مذكرة الماستر أكاديمي، جامعة قاصدي مرباح ورقلة، 2015-2016)، ص.03.

*الدولة: هي عملية تتخلى بموجبها أية دولة عن عملتها الخاصة وتبني عملة دولة أكثر استقراراً بشكل رسمي و قانوني، ومع أن الاسم قد صُغ بالإشارة إلى الدولار الأمريكي، فإن تحويل إلى أية عملة غربية ومستقرة مثل: اليورو الأوروبي، الين الياباني... الخ يعرف عادة بالدولة وهي نوعان: كاملة وغير الرسمية.

³: بوكساني رشيد، مرجع سبق ذكره، ص.206-207.

هناك علاقة ارتباط بين السياسة النقدية وبين مستوى الأوراق المالية، حيث أن زيادة المعروض النقدي له تأثيرين، الأول إيجابي والثاني سلبي، حيث أن زيادة المعروض النقدي يؤدي إلى انخفاض سعر الفائدة الأمر الذي يشجع على الاستثمار، ومن ثم زيادة أرباح الشركات، مما يؤدي إلى إنبعاش أسواق رأس المال أما التأثير الثاني فهو سلبي، حيث قد يؤدي زيادة المعروض النقدي إلى زيادة التضخم مما يؤدي إلى انخفاض أسعار الأوراق المالية. ويتمثل أثر المتغيرات النقدية على سوق الأوراق المالية في المطالب الآتي:

➤ علاقة التضخم بأداء سوق الأوراق المالية؛

➤ العلاقة بين سعر الصرف وأداء سوق الأوراق المالية؛

➤ العلاقة بين معدل الفائدة وأداء سوق الأوراق المالية؛

➤ علاقة الكلفة النقدية بأداء أسواق الأوراق المالية.

المطلب الأول: علاقة التضخم بأداء سوق الأوراق المالية

التضخم كما عرف سابقاً بأنه تلك الظاهرة الإنفجارية التي تُصيب كمية النقود والأسعار معاً، فتكون جلالها الأسعار عالية وكمية النقود بين أيدي الأعوان الإقتصاديين كثيرة، ولكنها مجرد أرقام لا قيمة حقيقية لها تتناسب مع كثرتها. والتضخم أنواع عديدة يؤثر على الاستثمار في الأوراق المالية بتأثيرات مختلفة. أما عند الحديث عن علاقة الموجودة بين التضخم والأوراق المالية فلا بد من الحديث عن العوائد بدلاً من الأسعار، لأن ارتفاع أسعار الأوراق المالية أثناء التضخم لا يعبر عن العرض المنشود من الإحتفاظ بها خاصة في الأجل الطويل، وإنما يؤخذ بعين الإعتبار الدخل والعائد الناتج من هذا النوع من الاستثمار - ويقصد به مقسوم الأرباح مضاف إليها الأرباح الرأسمالية.¹

أما عن طبيعة هذه العلاقة فهي غير قارة باختلاف الإقتصاديين، فهناك من يرى بوجود علاقة طردية بين معدل التضخم وعوائد الأوراق المالية مثل فيشر* Fisher وليفير Leffer، وهناك من يرى وجود علاقة عكسية بين معدل التضخم وعوائد الأوراق المالية مثل فاما Fama وفيليب كاقان Phillip Cagan. فبالنسبة للعلاقة الطردية، فإن فيشر Fisher يذهب إلى القول في كتابه الذي نشره عام 1930 بعنوان The Theory of Interest العوائد الإسمية للأوراق المالية - الأسهم - تزداد بنفس نسبة زيادة معدل التضخم المتوقع، وبالتالي سيعوض المستثمر الحسارة الناتجة عن التضخم في القوة الشرائية لثروته، ويرتكز في ذلك على مفهوم أساسي مفاده أن معدل العائد الإسمي يتكون من معدل عائد حقيقي مضاف إليه المعدل المتوقع للتضخم:²

$$r_{nt} = r' + bI_t + e$$

¹: فاخر عبد الستار حيدر، التحليل الاقتصادي لتغيرات أسعار الأسهم (الرياض: دار المريخ للنشر، 2002)، ص.65.

* فيشر Fisher: إيرفينغ فيشر وُلد عام 1867 وتوفي عام 1947، كان أول اقتصادي يتبع مدرسة الاقتصاد الكلاسيكي الحديث، كان له العديد من المشاركات والمساهمة في المفاهيم الاقتصادية لعل أهمها نظرية التوازن العام، صدر له ثمانية وعشرون كتاباً، كان من أوائل الاقتصاديين الذين نادوا بالتعامل بالأوراق النقدية بدلاً من الذهب كميّار مالي.
²: E.Ozbay, *The relationship between stock returns and macro economic factors: evidence from turkey*, Master of science in financial analysis and fund management, University of Exeter, Exeter, 2009, p.12.

حيث:

rnt: العائد الاسمي للسهم في الزمن t.

t. r: العائد الحقيقي.

It: معدل التضخم في الزمن t.

t. b = 1 في فرضية فيشر.

e: الخطأ.

أما حسب ليفر Leffer، فقد ذهب وفي نفس السياق إلى أبعد من ذلك إذ يقول أن هناك بعض الأوراق المالية - الأسهم تعتبر وسيلة جيدة لتحوط من التضخم، إذ أنه كلما زاد معدل التضخم فإن أسعارها ستزيد بنسبة أكبر من النسبة التي زاد بها التضخم، وحيثه في ذلك هناك العديد من الشركات الصناعية والتجارية يلعب المخزون السلعي دوراً مهماً في تحديد حجم الأرباح، فارتفاع الأسعار - كمؤشر للتضخم - يعنى إمكانية بيع المخزون السلعي بأسعار عالية مقارنة بأسعار الشراء مما يزيد في حجم أرباحها، ومن ثم عوائد أسهمها بشكل كبير لكن هذا مقرون فقط ببداية التضخم إذ أن ارتفاع أسعار السلع المبيعة يسبب ارتفاع تكاليف إنتاجها. وحتى تكون الأسهم أداة لتحوط لابد أن يكون معدل العائد الحقيقي r أكبر من معدل العائد المطلوب k للسهم والذي يتم الوصول إليه من خلال تعديل بسيط في علاقة جوردن وشابيرو: shapiro & gorden

$$k = \frac{D_1}{P} + g$$

حيث:

K: معدل العائد المطلوب.

D1: التوزيع التقديري للسنة 1.

P: السعر الحقيقي.

g: معدل النمو.

فمن هذه العلاقة حتى تكون الأسهم أداة تحوط لابد أن يزداد g أكثر من معدل التضخم في ظل ثبات أسعار الأسهم.

وقد سار على هذا النهج ميشال فيرث Michael Firth حيث قام بدراسة العلاقة بين عوائد الأسهم - الإسمية والحقيقية - ومعدلات التضخم للمدة 1919-1976 بيانات شهرية وسنوية ليتوصل لمعادلة الإنحدار الموالية:

$$r_{nt} = 0.143 + 0.110I_t$$

$$t = 0.236 \text{ و } R^2 = 0.002$$

وَهُوَ مَا جُعِلَ يَتَفَاجَى بِعَدَمِ إِظْهَارِ مُعَدَّلِ التَّضَخُّمِ مَعْنَوِيَّةٍ إِحْصَائِيَّةٍ فِي التَّأْيِيرِ عَلَى عَوَائِدِ الْأَسْهُمِ الْإِسْمِيَّةِ.¹

أَمَّا بِالنَّسْبَةِ لِلْعَلَاقَةِ الْعَكْسِيَّةِ الَّتِي نَادَى بِهَا فاما Fama، جَاءَتْ بَعْدَ أبحاثِ قَامَ بِهَا مَعَ شَوَارْتِ Schwet سَنَةَ 1977 عَلَى الْعَوَائِدِ الْحَقِيقِيَّةِ لِلْأَسْهُمِ الْأَمْرِيكِيَّةِ وَمُعَدَّلَاتِ التَّضَخُّمِ، أَشَارَ فِي دَرَّاسَةٍ صَدَرَتْ لَهُ فِي عَامِ 1981، أَنَّ عَوَائِدَ الْحَقِيقِيَّةِ لِلْأُورَاقِ الْمَالِيَّةِ -الْأَسْهُمِ- تَرْتَبُطُ بِعَلَاقَةٍ عَكْسِيَّةٍ مَعَ التَّضَخُّمِ، وَحِجَّتُهُ فِي ذَلِكَ أَنَّ تَوَقُّعَ انْخِفَاضِ فِي النِّشَاطِ الْحَقِيقِيِّ اسْتِجَابَةً لِصَدْمَةِ حَقِيقِيَّةٍ سَلْبِيَّةٍ نَاجِمَةٍ عَنِ أُنْرٍ مِنَ الْأَثَارِ السَّلْبِيَّةِ لِلتَّضَخُّمِ يُوَدِّي لِانْخِفَاضِ عَوَائِدِ الْأَسْهُمِ وَفَقَ لِعَلَاقَةِ التَّأْيِيرِ الْبَدِيلِ أَوْ النَّائِبِ. وَبِالنَّسْبَةِ لِفَلِيبِ كَاغانِ Phillip Cagan لَقَدْ سَارَ عَلَى نَهْجِ فاما² Fama لَكِنَّ تَوْصُلَ إِلَى قِرَاءَةِ دَقِيقَةٍ لِنَتَائِجِ تَشْيِيرٍ إِلَى أَنَّ أَدَاءَ الْأَسْهُمِ لَمْ يَكُنْ جَيِّدَ خِلَالَ الْفُتُورَاتِ التَّضَخُّمِيَّةِ، لَكِنَّهُ سَيَعُوضُ بِأَدَاءٍ جَيِّدٍ بَعْدَ انْتِهَاءِ التَّضَخُّمِ حَسَبَ إِبْتِجَاهِ السِّيَاسَةِ النِّقْدِيَّةِ الْمُتَّبَعَةِ لِلْحَدِّ مِنَ التَّضَخُّمِ.

فَإِذَا أَرَادَ التَّكَلُّمُ عَنِ أَسْعَارِ الْأُورَاقِ الْمَالِيَّةِ وَبِالتَّحَدِيدِ الْأَسْهُمِ وَفَقَ هَذِهِ التَّحْلِيلَاتِ الْفِكْرِيَّةِ النَّظَرِيَّةِ، فَإِنَّ حَسَبَ فِشِرِ Fisher وليفِرِ Leffer سَتَرْتَفِعُ الْأَسْعَارُ دُونَ أَدْنَى تَحْفُظِ نَتِيجَةِ زِيَادَةِ الطَّلَبِ عَلَى الْأَسْهُمِ بِاعْتِبَارِهَا أَدَاةَ تَحْوِطِ إِبْتِجَاهِ التَّضَخُّمِ. وَهُوَ مَا أَعْتَبِرُ غَيْرَ وَاقِعِيٍّ مِّنْ طَرَفِ فاما Fama وفَلِيبِ كَاغانِ Cagan Phillip حَيْثُ اعْتَبَرَا أَسْعَارَ الْأَسْهُمِ تَنْخَفِضُ نَتِيجَةَ إِبْتِجَاهِ مُعَدَّلَاتِ التَّضَخُّمِ لِارْتِفَاعِ وَفَقَ آيَّةَ التَّأْيِيرِ النَّائِبِ. وَهُوَ مَا لَوْحِظَ عَلَى مُؤَشِّرِ سُوقِ نِيُوْيُورْكَ لِلْأُورَاقِ الْمَالِيَّةِ نَايزِ ** NYSE خِلَالَ الْفُتُورَةِ 1990-2006.

وَمِنْ هُنَا يُمكنُ الْقَوْلُ أَنَّ أَسْعَارَ الْأُورَاقِ الْمَالِيَّةِ -الْأَسْهُمِ- فِي ظِلِّ التَّضَخُّمِ سَتَتَّحَدَّدُ وَفَقَ الطَّلَبِ عَلَيْهَا نَتِيجَةَ قَرَارِ الْإِسْتِثْمَارِ فِيهَا. فَفِي بَدَايَةِ التَّضَخُّمِ يَكُونُ الطَّلَبُ عَلَى نَوْعِ خَاصٍّ مِنَ الْأَسْهُمِ وَهِيَ أَسْهُمِ الشَّرِكَاتِ الَّتِي تَتَمَتَّعُ بِمَخْزُونِ سِلْعِيٍّ بِاعْتِبَارِ أَسْعَارِهِ سَتَعْرِفُ ارْتِفَاعَ نَتِيجَةَ زِيَادَةِ التَّضَخُّمِ، مِمَّا يُؤَدِّي لِزِيَادَةِ عَوَائِدِهَا الْإِسْمِيَّةِ، وَهُنَا يَمْكَنُ اعْتِمَادُهَا كَأَدَاةٍ تَحْوِطٍ. أَمَّا عِنْدَ اسْتِغْفَالِ الظَّاهِرَةِ، فَهَذِهِ الْفُتُورَةُ تَعْرِفُ بِفُتُورَةِ الْإِفْطَاحِ عَنِ الْإِسْتِثْمَارِ مِمَّا يَعْنِي أَنَّ أَسْعَارَ الْأَسْهُمِ سَتَعْرِفُ نَوْعًا مِّنَ الْإِنْخِفَاضِ نَتِيجَةَ تَرَاوُجِ الطَّلَبِ عَلَيْهِ، وَعِنْدَ ظُهُورِ بَوَائِدِ نَهَايَةِ الظَّاهِرَةِ التَّضَخُّمِيَّةِ فَإِنَّ أَسْعَارَ أَسْهُمِ الشَّرِكَاتِ الَّتِي يَمْكَنُ أَنْ يُعَوَّضَ أَدَاءُهَا الضَّعِيفَ بِأَدَاءٍ جَيِّدٍ بَعْدَ انْتِهَاءِ التَّضَخُّمِ سَتَرْتَفِعُ نَتِيجَةَ زِيَادَةِ الطَّلَبِ عَلَيْهَا، وَالشُّكْلُ الْمُوَالِي يُوضِّحُ ذَلِكَ.

¹: فاحر عبد الستار حيدر، مرجع سبق ذكره، ص 73.

* **Fama** : يوجين فاما وُلِدَ فِي 14 فِبرَيرِ 1939 هُوَ عَالِمُ اقْتِصَادِيٍّ أَمْرِيكِي حَاصِلٌ عَلَى جَائِزَةِ نُوبَلِ، أُشْهِرَ بِأبحاثِهِ النَّظَرِيَّةِ وَالتَّجْرِبِيَّةِ نَظَرِيَّةِ الْحَفِظَةِ وَتَسْعِيرِ الْأَصُولِ، أَكْثَرَ مَا عَرَفَ عَنْهُ هُوَ تَطْوِيرُهُ لِنَظَرِيَّةِ كَفَاءَةِ السُّوقِ، هُوَ أَوَّلُ فَائِزٍ جَائِزَةَ الْمَالِيَّةِ وَالاِقْتِصَادِ مِنْ دُوَيْتِش بِنَاكِ وَالَّتِي مُنِحَتْ لَهُ فِي عَامِ 2005 كَمَا حَصَلَ عَلَى جَائِزَةِ نُوبَلِ لِلاِقْتِصَادِ عَامِ 2013.

** **مؤشر نايز NYSE** : هُوَ مُؤَشِّرٌ رَئِيسِيٌّ لِبُورْصَةِ نِيُوْيُورْكَ NYSE إِلَى جَانِبِ الْمُؤَشِّرِينَ الدَاوِ جُونزِ الصِّنَاعِي، وَمُؤَشِّرِ S&P 500 أَوْ سَانْدَرْدِ آندِ بُوْرزِ لِالْأَكْبَرِ 500

شَرِكَةِ مَالِيَّةٍ أَمْرِيكِيَّةٍ، وَتُعْتَبَرُ بُورْصَةُ نِيُوْيُورْكَ NYSE أَقْدَمَ بُورْصَةٍ مُنظَّمَةٍ فِي الْعَالَمِ وَأَكْثَرُهَا بِالْوَقْتِ الْحَالِي حَيْثُ تُضَمُّ هَذِهِ الْأَخِيرَةُ أَسْهُمَ لِ 2.764 شَرِكَةٍ، وَقَدْ انْدَجَعَتْ

بِجُمُوعَةِ بُورْصَةِ نِيُوْيُورْكَ مَعَ الْبُورْصَةِ الْأُورُوبِيَّةِ بِبُورُونَكْسْتِ لِشَكْلِ NYSE Euronext

المطلب الثاني: العلاقة بين سعر الصرف وأداء سوق الأوراق المالية

يعرف سعر الصرف بأنه ذلك السعر الذي يتم به تحويل إحدى العملات إلى عملة أخرى أو هو سعر الوحدة من النقد الأجنبي مُعبّرًا عنها بوحدة من العملة الوطنية. وتبرز أهمية سعر الصرف بوصفه أحد العوامل المؤثرة في أداء الأسواق المالية كونه أحد محددات النشاط الإقتصادي، ولما كان نشاط السوق المالية جزءًا مهمًا من النشاط الإقتصادي، فإن أي تقلب في أسعار الصرف سيحدث صدمة فورًا في هذه السوق.

إن حصيللة الدراسات الإقتصادية والقياسية التي تناولت العلاقة بين أسعار الصرف والأسواق المالية اتسمت بالندرة، بسبب تباین أثر سعر الصرف في الأسواق المالية من بلد إلى آخر، فضلًا عن تعدد أنظمة الصرف المتبعة ودرجة التطور الإقتصادي والمالي و الفلسفة الإقتصادية المتبعة، في هذا البلد أو ذاك.

وقد وضحت عدد من الدراسات العلاقة التي تربط سوق الأوراق المالية بأسعار الصرف عن طريق حالتين فأما الحالة الأولى فإن انخفاض قيمة عملة بلد ما، من شأنه أن يجعل أسعار الموجودات المالية المحلية (كالأشهم)، أرحص نسبيًا للمستثمرين الأجانب، مما يزيد من طلب المستثمرين الأجانب على الموجودات المحلية وتزداد سرعة تداول هذه الموجودات وترتفع أسعارها تبعًا.

من جانب آخر فإن انخفاض قيمة العملة للبلد المعني، يؤدي إلى دفع بعض المستثمرين المحليين، الذين يحتفظون بأرصدة نقدية محلية، إلى التخلص منها والتوجه صوب الموجودات المالية الأخرى (كالأشهم) ومن ثم زيادة الطلب على هذه الموجودات وارتفاع أسعارها، وبالطريقة نفسها يؤثر ارتفاع قيمة عملة هذا البلد باتجاه تخفيض الطلب على الموجودات المالية وبالتالي انخفاض أسعارها.

أما الحالة الثانية فإن انخفاض قيمة العملة لبلد ما، غالبًا ما يؤدي إلى زيادة الصادرات وانخفاض الإستيراد، ومن شأن ذلك 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 سيؤثر إيجابًا في أسعار الأوراق المالية وخاصة الأشهم، غير أن تأثير أسعار الصرف في الشركات سيكون متباينًا، إذ يظهر بشكل إيجابي بالنسبة إلى الشركات ذات التوجهات التصديرية.

أما بالنسبة إلى الشركات التي تستخدم سلعا مستوردة في عملياتها الإنتاجية، فإن تأثير قيمة العملة سيكون سلبيًا فيها، لأنه يعني زيادة تكاليف إنتاجها، الأمر الذي يؤثر في مبيعاتها وارتفاعها وبالتالي انخفاض أسعار الأشهم العائدة لها.

نستنتج مما سبق، أن تأثير أسعار الصرف في سوق الأوراق المالية مؤكدة لكنه يتباين من بلد إلى آخر، ومن قطاع إلى آخر داخل البلد الواحد، ومن شركة إلى أخرى داخل القطاع الواحد.

إن تأثير المتغيرات الإقتصادية العالمية على الإقتصاديات المحلية وكذا تطبيق آليات السوق الحر من خلال الخصخصة، كل ذلك أدى إلى زيادة أهمية سعر الصرف كأحد المتغيرات الإقتصادية الأساسية

مؤثرة على أسعار الأوراق المالية، حيث أن تقلب سعر الصرف يؤثر على قدرة الدول على الاستيراد و التصدير، وبالتالي التأثير على النشاط الإقتصادي للدول والذي بدوره يؤثر على أسواق الأوراق المالية.

المطلب الثالث: العلاقة بين معدل الفائدة وأداء سوق الأوراق المالية

تلعب أسعار الفائدة في السوق المالية دوراً أساسياً في دورة النقد وبالتالي تساهم في توجيه الأموال عبر الوسطاء، من المدخرين إلى المقترضين. وعلى هذا الأساس يعد سعر الفائدة الشرائي بمثابة المحرك الأساسي لآلية الأسواق المالية، ويبرز تأثير أسعار الفائدة بشكل عام في سوق الأوراق المالية تحت أشكال متعدّدة يمكن إيجاز أهمها في الآتي:¹

- يعد سعر الفائدة عنصراً مهماً في نفقات المشروعات، وذلك لأن المشروعات عادة ما تلجأ إلى الإقتراض في ظل غياب مواردها الذاتية المتاحة، وفي حال ارتفاع أسعار الفائدة فإن ذلك يزيد من التكاليف الكلية ومن ثمّ انخفاض مستوى الأرباح الكلية والذي يؤدي بدوره إلى انخفاض مقسوم الأرباح الخاص بالأسهم وبالتالي انخفاض أسعارها.

- إن أسعار الأوراق المالية تمثل القيمة الحالية لِمال المستقبل (أرباح موزعة + قيمة الأصل في نهاية المدة) لذا فالقيمة المباشرة لها تتوقف على سعر الخصم أو العائد المُتحقق، وهذا السعر هو بالطبع سعر الفائدة السائدة في اللحظة نفسها والمتعلق بالتوظيف للمدة نفسها.

- يلعب سعر الفائدة دوراً بارزاً في الإختيار بين الأنواع المختلفة للتوظيفات التي يمكن أن يتجه إليها المستثمر، فالمدخرون الراغبون في توظيف أموالهم عليهم المقارنة بين التوظيفات ذات العائد الثابت والمنخفض والمعروف مقدماً دون تحمّل أي مخاطر، وبين تحمّل المخاطر والحصول على عوائد مرتفعة ومتغيرة.

فالإقتصاديين يُروّ أن سعر الفائدة لها دور أساسي في المساهمة في التخصيص الأمثل للموارد المتاحة من مدخرات بين الإستثمارات المختلفة. كما أن أسعار الفائدة الطويلة الأجل المرتفعة من شأنها أن تساهم في تشجيع الإدخار لتؤدي في نفس الوقت إلى زيادة تكلفة التمويل، الشيء الذي ينعكس سلباً على مردودية الشركات وعلى أسعار أسهمها في علاقة غير مباشرة.

والعكس يحدث في علاقة مباشرة إذ يؤدي انخفاض أسعار الفائدة إلى زيادة الطلب الأسهم كبديل، مما ينعكس إيجابياً على نمو سوق الأسهم وزيادة أسعارها بعد فترة زمنية قصيرة نسبياً، وهو ما أثبتته دراسة قدمها كل من برسون وفريكي Persons & Frickey سنة 1912 والتي أيدتها دراسة أخرى قام بها بنك اليابان.² وهي من أحدث الدراسات، وتعمد في تفسير هذه العلاقة على نموذج جوردن وشابرو Gorden & shapro في حالة نمو التوزيعات:

¹: محمد صالح عطية، "تحليل العوامل الموضوعية المؤثرة في سوق الأوراق المالية مع الإشارة إلى سوق العراق"، مجلة ديالى، العدد الرابع والخمسون (جامعة ديالى، 2012)، ص ص 14-17.

²: فاخر عبد الستار حيدر، مرجع سبق ذكره، ص ص 119-126.

$$P_0 = \frac{E_0 R q}{i - R(1 - q)}$$

حيث:

q: الأرباح الموزعة.

R: مردودية الأموال المستثمرة من طرف الشركة.

E0: الأموال الحاصّة في بداية الفترة (t = 1) مقسومة على عدد أسهم الشركة.

من خلال هذه العلاقة i معدّل الفائدة السائد في السوق يكون مساوي لتكلفة الأسهم ويختلف من شركة إلى أخرى باختلاف beta معامل الحساسية للشركة الذي ينخفض كلما انخفضت أسعار الفائدة الحالية من المخاطرة rf، مما يؤدي إلى زيادة مردودية الأموال المستثمرة في الشركة وانخفاض عامل الإستحداث وهو ما يؤثر إيجابيا على أسعار الأسهم، وهو ما أثبتته كل من شوان وجون Choi & Jen في دراسة سنة 1991.

كذلك نجد أن التجارب قد أثبتت العلاقة العكسية التي تربط بين أسعار الأوراق المالية - أسهم - وأسعار الفائدة، حيث أنه عندما ارتفعت أسعار الفائدة إلى أعلى مستوى لها في عام 1954 في م أ انخفضت أسعار الأسهم إلى أدنى مستوى لها، لكن بين عامي 1985 و 1987 عندما ارتفعت أسعار أسهم إلى أعلى مستوى لها بلغت معدلات الفائدة فيها أدنى مستوياتها.

وهذا ويتبين تأثير سعر الفائدة من حيث القوة والاتجاه من أصل إلى آخر وبحسب نوع الموجود المالي، ويمكن البحث في هذا التأثير لكل من السندات والأسهم من خلال الآتي:

1- السندات (Bonds)

تربط أسعار الفائدة بعلاقة عكسية مع أسعار السندات باعتبار أن قيمة السند هي عبارة عن القيمة الحالية المتوقعة للدخل الذي تُدره الورقة المالية خلال مدة الإستثمار. وبما أن سعر الفائدة السوقي هو عبارة عن معدّل الخصم المستخدم في حساب القيمة الحالية للدخل، لذا تنخفض هذه القيمة حالما يرتفع سعر الفائدة السوقي وتنخفض بذلك قيمة السند في السوق أي يقل سعره.

بالإضافة إلى ذلك فإن العلاقة العكسية بين تعبيرات أسعار الفائدة والتعابير الحاصلة في أسعار السندات يمكن أن تفسر بطريقة أخرى: إذ أن انخفاض أسعار الفائدة يؤدي إلى انخفاض كلفة الائتمان، ثم زيادة الطلب على الائتمان عن طريق المصارف، الأمر الذي يقود إلى عدم توجه الأفراد والمستثمرين نحو السوق المالية لطلب التمويل، أي قيام المستثمرين بإحلال المصارف التجارية محل الأسواق المالية، كقناة للتمويل، وهذا يعني انخفاض عرض السندات ثم ارتفاع أسعارها.

وبالتالي نستنتج أن هناك علاقة عكسية بين أسعار السندات ومعدّل الفائدة السائد في السوق، حيث أثبتت التجارب أن أسعار السندات تنخفض بارتفاع أسعار الفائدة كما أن أسعار الفائدة أيضا تنخفض بسبب ارتفاع أسعار

السندات، بما يعي أنهما وجهان لنفس الظاهرة ترتبط بينهما علاقة عكسية. كما أن سعر السند يتحدد وفق علاقة دالية لسعر الفائدة السائد في السوق كالآتي:

$$P = \frac{A}{i}$$

حيث:

P: سعر السند السرمدي.

A: الدخل السنوي.

i: سعر الفائدة السائد في السوق.

من هذه العلاقة فإن سعر السند يكون أكبر كلما انخفض i معدل الفائدة السائد في السوق والعكس صحيح، وهو ما يعتبر تفسير للعلاقة العكسية على المدى الطويل. كما أن على المدى القصير أيضاً توجد علاقة عكسية، والعلاقة الآتية تثبت ذلك:

$$P = A \frac{1 - (1+i)^{-n}}{i} + F(1+i)^{-n}$$

حيث:

i: معدل الفائدة السائد في السوق.

n: مدة حياة السند لا تتجاوز 3 سنوات.

P: سعر السند.

F: القيمة الاسمية.

A: الدخل السنوي للسند ويكون متساوي.

من خلال العلاقة يتضح أيضاً أن أسعار السندات ذات أجل الاستحقاق القصير ترتبطها علاقة عكسية مع i معدل الفائدة السائد في السوق، حيث إذا ارتفع تنخفض أسعارها وإذا انخفض ارتفع سعرها.

كذلك يمكن لمس هذه العلاقة حتى من خلال دراسة حساسية السند اتجاه غير أسعار الفائدة في السوق الذي تم التطرق إليها في الفصل السابق، والتي تمثل بالعلاقة الآتية:¹

¹ -L. Esch et R. Kieffer et T. Ilopez, *Op-cit*, p: 155.

$$D = \frac{\sum_{t=1}^n tC_t(1+r)^{-t} + nF(1+r)^{-n}}{P}$$

حيث:

D: متوسط أجل الإستحقاق ويُعبّر عن مُعدّل الحسّاسيّة.

من خلال العلاقة يستنتج أنّ i سعر الفائدة السائد في السوق له علاقة عكسيّة مع متوسط أجل الإستحقاق، وهو ما يعني أن سعر السند له حسّاسيّة في الاتجاه العكسيّ مع سعر الفائدة.

2- الأسهم (Stock)

إنّ العلاقة بين أسعار الفائدة وأسعار الأسهم حظيت باهتمام العديد من الإقتصاديّين، كونها أحد العوامل الأساسيّة المؤثّرة في سلوك أسعار الأسهم، ويمكن بيان أوجه العلاقة بين أسعار الفائدة وأسعار الأسهم من خلال الآتي:

- يقوم عدد كبير من المتعاملين بالأسهم بالإفترّاض من البنوك التجاريّة أو من شركات الوساطة لأجل تمويل مشترياتهم من الأسهم، وعند ارتفاع أسعار الفائدة ترتفع تكلفه الإفترّاض، وبالتالي ينخفض الطلب على القروض، وتُخفض الأموال المُخصّصة لشراء الأسهم ممّا يخفض من الطلب على الأسهم وبالتالي انخفاض أسعارها.

- إنّ ارتفاع أسعار الفائدة والعائد الذي يُحقّقه المُستثمرون في الودائع المصرفيّة يشجع العديد من المُستثمرين ببيع جزء من أسهمهم أو كُلهما والتّوجّه نحو الإستثمارات البديلة، باعتبار أن إيداع أموالهم في البنوك التجاريّة وبفوائد عالية أفضل من تحمّل مخاطر الإستثمار بالأسهم.

- إنّ ارتفاع أسعار الفائدة من شأنه أن يُؤدّي إلى انخفاض مُستوى الإستهلاك في مختلف القطاعات الإقتصاديّة، ممّا يُؤدّي إلى انخفاض حجم المبيعات والأرباح، بالإضافة إلى أن أكثر الشركات تُموّل جزءاً من عمليّاتها بأموال مُفترّضة، وان ارتفاع أسعار الفائدة يعمل على إستنزاف جزء كبير من مواردها لتعطية الفوائد على تلك القروض.

بعبارة أخرى إن ارتفاع أسعار الفائدة على الودائع المصرفيّة تدفع المُستثمرين إلى تغيير محافظهم الإستثماريّة بطريقة تتلاءم مع مُعدّلات الفائدة الحاليّة من المخاطر والتي تُحقّقها الإستثمارات الأخرى، وبذلك يكون الأثر النهائي لارتفاع أسعار الفائدة هروب الأموال من سوق الأسهم ودّها إليها إلى المصارف التجاريّة والإستثمارات الأخرى.

ويعمل كلاً الأثرين على تخفيض مفسوم الأرباح وبالتالي انخفاض الطلب على الأسهم ومن ثمّ انخفاض أسعارها.

المطلب الرابع: علاقة الكتلة النقدية بأداء أسواق الأوراق المالية

باعتبار الكتلة النقدية تمثل حجم النقود من الأوراق النقدية والودائع الجارية والودائع لأجل لدى البنوك التجارية وغير البنوك، فقد أكدت العديد من الدراسات على وجود علاقة بينها وبين مستوى أسعار الأوراق المالية خاصة منها الأسهم.

ففي دراسة لفريدمان وشوارتز Schwartz & Friedman كشف عن علاقة طردية بين الكتلة النقدية وبين مستوى النشاط الاقتصادي، بمعنى أن زيادة الكتلة النقدية في الاقتصاد يتبعها تحسن في مستوى الأداء الاقتصادي نتيجة زيادة الاستثمار لأن أساساً زيادة الكتلة النقدية تعني انخفاض أسعار الفائدة وهو الشيء الذي يخفض من تكلفة التمويل ويشجع على زيادة الاستثمار وتطوير الإنتاجية، مما يؤدي إلى زيادة أرباح الشركات وتحسن أسعار أسهمها في علاقة غير مباشرة تقوم على إيجابية زيادة حجم الكتلة النقدية على أسعار الأسهم.¹

لكن هذا التأثير كان سلبياً على خلاف ما توصل إليه فريدمان إذ أن الزيادة في حجم الكتلة النقدية يمكن أن يؤدي إلى حدوث تضخم يؤدي في النهاية إلى زيادة الحد الأدنى للعائد الذي يطلبه المستثمرون وهو ما يؤثر على أسعار الأسهم النهائية.

وقد وافقت هذا الرأي دراسة لـ " ميشال كيران Michael Keran التي ناقشت العوامل المحددة لمستوى أسعار الأسهم، باستخدام معادلة الإنحدار لربط مستوى أسعار الأسهم بكل من حجم الكتلة النقدية، النمو الاقتصادي، التوقعات الخاصة بالتغيرات في الأسعار والعوائد المتوقعة للشركات، ويستدل أن النتائج كانت جيدة ومعنوية خاصة بالنسبة لحجم الكتلة النقدية واستنتج Keran في النهاية بأن التغيرات في حجم الكتلة النقدية له تأثير مباشر على أسعار الأسهم.²

وفي دراسة أخرى لـ همبرجر وكوشين Hamburger & Kochin، اعتبر أن حجم الكتلة النقدية لها علاقة فعلاً بأسعار الأسهم لكن هذه العلاقة لها تأثير مباشر، واستدلاً في ذلك بنموذج سعر الأسهم والذي يتضمن الأفكار والمنهج الذي تم التطرق إليه سابقاً في دراسة تأثير التضخم.³

$$P_0 = \sum_{t=0}^{\infty} \frac{D_t}{(1 + it + rt)^t}$$

حيث:

P_0 : السعر الحالي للسهم.

it : معدل الفائدة الحالي من المخاطرة.

¹ منير إبراهيم هندي، الأوراق المالية وأسواق رأس المال (الإسكندرية: منشأة المعارف، 1999)، ص. 291.

² المرجع نفسه، ص. 191-192.

³ فاخر عبد الستار، مرجع سبق ذكره، ص. 41.

rt: مكافأة المخاطرة.

D_t: العوائد المتوقعة أو التوزيعات.

t: الزمن.

وطبقاً لهذه الصيغة فإنّ تعييرات حجم الكنتلة النقدية تُؤثّر بعدة طرق على المتعيرات المستقلة المحددة لأسعار الأسهم الواردة في الصيغة، وذلك من خلال¹:

- أثر السيولة: وفق هذا الأثر فإنّ التعييرات في حجم الكنتلة النقدية يُؤدّي إلى تعير العائد على النّفود، كما أنّ مكافأة المخاطرة على الأسهم تزداد بزيادة التعييرات في حجم الكنتلة النقدية.

- مكافأة المخاطرة: باعتبار الأسهم العادية هي جزء أو أحد المكونات المهمة لمجموع الثروة، وطالما أنّ التّحرّكات في أسعار الأسهم تكون كبيرة فإنّ المستثمرين يطالبون بمكافأة مخاطرة أعلى إذا كانوا يحتفظون بالأسهم والتي توصف بأنّها أكثر الإستثمارات الماليّة مخاطرة.

- أثر العوائد: وهو القناة الثانية المهمة التي تُؤثّر بها النّفود في أسعار الأسهم وذلك من خلال التّعير في الطلب الفعّال على السلع والخدمات، واعتبر همبرجر وكوشين أنّ هناك العديد من الشواهد التي توضح بأنّ التّعير في حجم الكنتلة النقدية مهمّ في تحديد مستوى الطلب الفعّال وأنّ عوائد الشركات من أكثر عناصر الدخل التي تستجيب للتّعيرات الحاصلة في هذا الطلب.

وفي طرح آخر ل همبرجر وكوشين وفق نموذج إنحدار موسّع تمّ صياغته كالآتي:

$$\Delta X_t = a + b_1 \Delta M_t + b_2 \Delta M_{t-1} + \dots + b_{n+1} \Delta M_{t-n}$$

حيث:

M_t: معدّل الكنتلة النقدية.

X_t: تُشير في كلّ مرّة إلى واحد من أربعة متعيرات في سوق الأوراق الماليّة، مرّة العائد على أدونات الخزينة ومرّة الفائدة على سندات الشركات، ومرّة مؤشّر أسعار الأسهم ومرّة مفسوم الرّبح على السعر.

¹: فاخر عبد الستار، مرجع سبق ذكره، ص ص 42 - 44.

خاتمة الفصل الثاني

السياسة النقدية مصطلح مركب من كلمتين الأولى سياسة وتعني التدبير، والثانية تعني النقود، تعددت تعارف السياسة النقدية إلا أن التعريف الشامل لها هو أنها مجموعة من الإجراءات والتدابير التي تتخذها السلطة النقدية للتأثير على حجم المعروض النقدي سواءً بالزيادة أو النقصان، لذا يجب أن يضمن كل تعريف للسياسة النقدية مجموعة من العناصر حتى يكون تعريف شامل وكاف لها.

ترمي السياسة النقدية إلى تحقيق عدة أهداف والتي تسمى بالأهداف النهائية منها استقرار مستوى الأسعار، تحقيق معدل نمو عالٍ، وتحقيق التوازن في ميزان المدفوعات، إلى جانب التشغيل الكامل، وفي سبيل تحقيق هذه الأهداف يستعمل البنك المركزي مجموعة من الأدوات التي تؤثر على بعض المتغيرات والمؤشرات تسمى بالأهداف الأولية والأهداف الوسيطة، في إطار إستراتيجية شاملة ينفذها البنك المركزي.

وكذلك فإن اتجاهات السياسة النقدية وأهميتها كإحدى سياسات الاستقرار الإقتصادي تختلف من إقتصاد إلى آخر في ضوء التفاوت طبيعة الهياكل الإقتصادية السائدة والتفاوت في درجة تطور الأسواق النقدية والمالية من دولة إلى أخرى. يتحكم البنك المركزي باعتباره المسؤول الأول عن رسم وتنفيذ السياسة النقدية في العرض النقدي من خلال استخدامه مجموعة من الأدوات ومن ثم تحقيق الأهداف المسطرة، تتوزع هذه الأدوات إلى أدوات كمية وأدوات نوعية، وفي حالة عدم تحقيق البنك المركزي للأهداف المسطرة يستخدم أدوات أخرى.

إن انتقال آثار السياسة النقدية يكون عبر أربع قنوات تتمثل في قناة أسعار الفائدة، وقناة سعر الصرف، وقناة أسعار السندات والتي تنتقل فيها الآثار عبر قناتين وهما قناة توبين للإستثمار وقناة أثر الشروة على الإستهلاك، وأخيراً قناة الإئتمان والتي تنتقل فيها أيضًا الآثار عبر قناتين وهي قناة الإفراض البنكي وقناة ميزانيات منشآت الأعمال.

كما تعرضنا أيضًا إلى متغيرات السياسة النقدية والمتمثلة في التضخم، وسعر الفائدة، سعر الصرف، الكتلة النقدية ومدى تأثيرها على سوق الأوراق المالية. لذا سنخصص الفصل الموالي لمدى تأثير متغيرات السياسة النقدية على سوق الأوراق المالية الأزدبية.

الفصل الثالث

الفصل الثالث:

أثر متغيرات السياسة النقدية على أداء سوق الأوراق المالية الأردنية 2006-

2014

مقدمة الفصل الثالث

يُعتبر إنشاء سوق أوراق مالية في بلد ما امتداداً وانعكاساً لردود أفعال تطوّر المبادلات والأنشطة المالية والاقتصادية، وتطوّر سوق الأوراق المالية في الأردن ما هو إلا دليل على ذلك، ولقد أوكلت له منذ نشأته مهمة حشد المدخرات وتشجيعها للاستثمار في الوحدات الإنتاجية من أجل تحقيق النمو، وهو ما أوصلت به خطط التنمية الاقتصادية المتعاقبة في الأردن.

وتأسس سوق عمان المالي سنة 1976 وبأشر نشاطه في مطلع 1978 وشهدت تحولات كبيرة في صناعة الأوراق المالية، وكان لصدور قانون الأوراق المالية في الأردن عام 1997 أثر كبير على هذه السوق، حيث تمّ بموجبه إنشاء هيئة الأوراق المالية التي تولت عملية التشريع والإشراف والرقابة، ليتم بعد ذلك إنشاء بورصة عمان للأوراق المالية في عام 1999.

وقد تمّ تخصيص هذا الفصل للوقوف على أهم الظروف المحيطة بإنشاء سوق الأوراق المالية الأردنية، وكذلك مختلف الهيئات والأنظمة التي تسهر على حسن التعامل فيه، بالإضافة إلى تطوّر نشاطها خلال فترة الدراسة الممتدة من 2006 إلى 2014.

وسيسمّ تقسيم هذا الفصل إلى مبحثين تناولوا الآتي:

- نظرة عامة حول نظام سوق الأوراق المالية الأردنية؛
- تحليل أداء سوق الأوراق المالية الأردنية.

المُبْحَثُ الْأَوَّلُ: نَظْرَةٌ عَامَّةٌ حَوْلَ نِظَامِ سُوقِ الْأَوْزَاقِ الْمَالِيَّةِ الْأُرْدُنِيَّةِ

عَرَفَتِ الْأُرْدُنُ تَطَوُّرَاتٍ إِفْتِصَادِيَّةً إِفْتَضَتْ ضَرُورَةَ تَنْظِيمِ تَدَاوُلِ الْأَوْزَاقِ الْمَالِيَّةِ وَتَسْهِيلِ تَمْوِيلِ الْمَوْسَّسَاتِ وَكَذَلِكَ إِسْتِهْدَافِ إِسْتِقْطَابِ الْمَوْسَّسَاتِ وَالْإِسْتِثْمَارَاتِ الْمَحَلِّيَّةِ وَالْأَجْنِبِيَّةِ، بِحَيْثُ سَاعَدَ التَّوَجُّهُ الْحُكُومِيُّ الَّذِي نَشَأَ حَدِيثًا فِي الْمَمْلَكَةِ الْهَاشِمِيَّةِ فِي تَشْكِيلِ سُوقِ الْأَوْزَاقِ الْمَالِيَّةِ ذَاتِ سَمْعَةٍ جَيِّدَةٍ وَمَقْدَرَةٍ عَالِيَةٍ وَإِمْكَانِيَّاتٍ مُتَقَدِّمَةٍ مِنْ حِلَالِ الدَّعْمِ الْحُكُومِيِّ لِهَذِهِ السُّوقِ، مِمَّا أَدَّى إِلَى بُرُوزِ سُوقِ عَمَّانِ الْمَالِيِّ كَسُوقٍ عَرَبِيٍّ حَدِيثٍ مُتَقَدِّمٍ لَهُ الْأَثَرُ الْأَكْبَرُ فِي الْإِفْتِصَادِيَّاتِ الْعَرَبِيَّةِ. وَمِنْ أَجْلِ الْإِحَاطَةِ بِشَكْلِ مَنْ التَّفْصِيلِ بِهَذِهِ السُّوقِ وَمُخْتَلَفِ الْجَوَانِبِ التَّنْظِيمِيَّةِ الْخَاصَّةِ بِهَا، تَمَّ التَّعْرِيحُ عَلَى نَشَأَتِهَا وَأَهْدَافِهَا وَمُخْتَلَفِ الْهَيْئَاتِ الْمُنْتَظَمَةِ لَهَا وَالْأَوْزَاقِ الْمُنْتَادَوْلَةَ فِيهَا وَنِظْمِ تَدَاوُلِهَا وَالْأَرْقَامِ الْقِيَاسِيَّةِ الْمُعْلَنَةَ فِيهَا وَذَلِكَ مِنْ حِلَالِ الْمَطَالِبِ الْآتِيَةِ:

➤ نَشَأَةُ سُوقِ الْأَوْزَاقِ الْمَالِيَّةِ الْأُرْدُنِيَّةِ وَأَهْدَافِهَا؛

➤ الْهَيْئَاتُ الْمُنْتَظَمَةُ لِلْسُّوقِ؛

➤ الْأَوْزَاقُ الْمَالِيَّةُ الْمُنْتَادَوْلَةَ فِي سُوقِ الْأَوْزَاقِ الْمَالِيَّةِ الْأُرْدُنِيَّةِ وَنِظَامِ التَّدَاوُلِ؛

➤ الْأَرْقَامُ الْقِيَاسِيَّةُ لِسُوقِ الْأَوْزَاقِ الْمَالِيَّةِ الْأُرْدُنِيَّةِ.

المَطْلَبُ الْأَوَّلُ: نَشَأَةُ سُوقِ الْأَوْزَاقِ الْمَالِيَّةِ الْأُرْدُنِيَّةِ وَأَهْدَافِهَا

تَعُودُ أَوَّلُ عَمَلِيَّاتِ التَّدَاوُلِ بِأَسْهُمِ شَرِكَاتِ أُرْدُنِيَّةٍ إِلَى الْعَامِّ 1930 وَقَدْ تَرَازَمَ ذَلِكَ مَعَ إِنْشَاءِ أَوَّلِي شَرِكَاتِ الْمَسَاهِمَةِ فِي الْأُرْدُنِ (الْبَنْكُ الْعَرَبِي 1930، شَرِكَةُ مَصَانِعِ الْأَسْمَنْتِ الْأُرْدُنِيَّةِ 1951)، وَكَانَ التَّدَاوُلُ حِينَهَا يَتِمُّ فِي سُوقٍ غَيْرِ مُنْتَظَمَةٍ تَقِيْمُهُ بَعْضُ الْمَكَاتِبِ. غَيْرِ الْمَتَخَصِّصَةِ، وَتَفَادِيًا لِلْمَشَاكِلِ النَّاتِجَةِ عَنِ التَّعَامُلِ فِي مِثْلِ هَذِهِ الْمَكَاتِبِ تَقَرَّرَ إِنْشَاءُ سُوقِ عَمَّانِ الْمَالِيِّ، وَسَنَطَّرَقُ فِي هَذَا الْمَطْلَبِ إِلَى نَشَأَةِ وَتَطَوُّرِ سُوقِ الْأَوْزَاقِ الْمَالِيَّةِ الْأُرْدُنِيَّةِ وَأَهْدَافِهَا.

1- نَشَأَةُ وَتَطَوُّرِ سُوقِ الْأَوْزَاقِ الْمَالِيَّةِ الْأُرْدُنِيَّةِ

أُنْشِئَتْ سُوقُ الْأَوْزَاقِ الْمَالِيَّةِ الْأُرْدُنِيَّةِ بِمُوجِبِ الْقَانُونِ رَقْمِ 3 لِسَنَةِ 1967 وَتَمَّ إِفْتِتَاحُهُ رَسْمِيًّا بِتَارِيخِ 1 / 1 / 1978، وَقَدْ صَدَرَ قَانُونُ أُسُوقِ الْأَوْزَاقِ الْمَالِيَّةِ الْأُرْدُنِيَّةِ لِسَنَةِ 1990 ثُمَّ تَبِعَهُ فِي عَامِّ 1997 قَانُونُ الْأَوْزَاقِ الْمَالِيَّةِ الْمُؤَقَّتِ رَقْمِ 23 لِيُمْكِنَ كَافَّةُ الْأُمُورِ الْمُتَعَلِّقَةِ بِالسُّوقِ وَالَّذِي يُنْصُ عَلَى أَنَّ:¹

- تَنْشَأُ فِي الْمَمْلَكَةِ سُوقٌ لِتَدَاوُلِ الْأَوْزَاقِ الْمَالِيَّةِ تُسَمَّى (بُورْصَةُ عَمَّانِ) تَتَمَتَّعُ بِشَخْصِيَّةٍ إِعْتِبَارِيَّةٍ ذَاتِ إِسْتِقْلَالٍ مَالِيٍّ وَإِدَارِيٍّ وَلَهَا بِهَذِهِ الصِّفَةِ الْقِيَامُ بِجَمِيعِ التَّصَرُّفَاتِ الْقَانُونِيَّةِ بِمَا فِي ذَلِكَ إِبْرَامِ الْعُقُودِ وَتَمْلِكِ الْأَمْوَالِ الْمَنْفُوعَةِ وَالْعَبْرِ الْمَنْفُوعَةِ وَالتَّصَرُّفِ بِهَا وَأَنْ تُنَيَّبَ عَنْهَا فِي الْإِجْرَاءَاتِ الْقَانُونِيَّةِ أَحَدُ الْمَحَامِلِ الْأَسَاتِدَةِ.

- تَكُونُ الْبُورْصَةُ هِيَ الْجِهَةُ الْوَحِيدَةُ الْمُصَرَّحَ لَهَا بِمُزَادَلَةِ الْعَمَلِ كَسُوقِ نِظَامِ لِنْتَادَوْلِ الْأَوْزَاقِ الْمَالِيَّةِ فِي الْمَمْلَكَةِ.

¹: رِمْيَةُ أَحْمَدَ أَبُو مَوْسَى، الْأُسُوقُ الْمَالِيَّةُ وَالنَّقْدِيَّةُ (عَمَّان: دَارُ الْمُعْتَزِّ لِلنَّشْرِ وَالتَّوْزِيْعِ، 2005)، ص. 83

- لا تهدف البورصة إلى الربح ولا تخضع لقانون الشركات ولا يجوز لها القيام بالأعمال التجارية أو أن يكون لها نفع خاص في أي مشروع أو أن تفتي أو تتملك أية أوراق مالية.

ويُمرّ سوق الأوراق المالية الأردنية بحقب زمنية مختلفة مُتخلّفة مُنذُ تعقّد الثلاثينيات من القرن المنصرم ولحد الآن. بحيث أضفت كل حُقبه زمنية سمات تطورية للسوق نُوجت بقرارات أثمرت عن إنشاء سوق الأوراق المالية في الأردن، ولعرض تسليط الضوء على أهم الأحداث المالية والاستثمارية التي شهدها السوق سوف يتمّ تقسيم هذه الحُقب إلى مراحل زمنية وعلى الوفق الآتي:¹

المُرحلة الأولى 1930-1960

شهدت هذه المُرحلة إنشاء عدد من الشركات المُساهمة العامّة منها على سبيل المثال لا الحصر إنشاء البنك العربيّ عام 1930 كأول شركة مُساهمة ثم شركة التبغ والسكائر الأردنية عام 1931 وشركة الكهرباء الأردنية عام 1938، ثم شركة مصانع الإسمنت الأردنية عام 1951. على الرغم من هذه الأحداث واكتتاب الجمهور بأسهم هذه الشركات إلا أنّ المُلاحظ في تلك المُرحلة غياب قانون لتنظيم عمل الشركات وتداول أسهمها الأمر الذي أدّى إلى عشوائية التداول وظهور سوق غير مُنظمة تمثّلت بإنشاء مكاتب غير مُتخصّصة بتداول الأسهم، لذلك اتّسمت هذه المُرحلة بمحدودية الفرص الاستثمارية وضعف انتشارها.

المُرحلة الثانية 1960-1976

شهدت هذه المُرحلة تطوّرات ملحوظة ومُلموسة في الإقتصاد الأردنيّ تجسّدت بوضع خطة للبرنامج التنمويّ وللمُدّة 1962-1967 ومُلامح هذه الخطة تضمّنت قيام بعض المشاريع الحكومية بطرح سندات وإصدار قانون الشركات عام 1962 وقانون الدين العامّ عام 1966 الذي نظم عملية تمويل المشاريع التنموية الإقتصادية والاجتماعية، وسبق هذا الحدث الإقتصاديّ إصدار أول إسناد للقرض عام 1961، وفي عام 1969 تمّ إصدار أدونات الخزينة لسد العجز في الإنفاق الحكوميّ على برامج التنمية والخطة الإقتصادية.

المُرحلة الثالثة 1976-1990

شهدت هذه المُرحلة حدثاً مالياً مهماً تمثّل بإصدار القانون المؤقت رقم 31 لسنة 1976 والقاضي بإنشاء ما يُعرف في حينه بسوق عمان الماليّ والذي باشر أعماله في الأول من كانون الثاني من عام 1978 (وبعدد الشركات وصل إلى 66 شركة مُساهمة)، وبإشراف لجنة تشكّلت بقرار من مجلس الوزراء مهمّة اللّجنة إدارة السوق وتنظيم إصدار الأوراق المالية وتداولها بما يضمن سلامة وسهولة وسرعة المُتاجرة بأسهم الشركات المُساهمة العامّة في الإقتصاد الأردنيّ، هذا بجانب حماية صغار المُستثمرين وضمان حقوقهم من الغش والتلاعب، وبعد عام 1980 شهدت البيئة الاستثمارية والمالية في الأردن جملة أحداث أهمّها:

¹: أرشد فؤاد التميمي، مرجع سبق ذكره، ص ص. 126-128.

- خلق السوق الموازية نتيجة ارتفاع عدد الأسهم المتداولة منذ عام 1985 .
- اندماج العديد من الشركات وفي مختلف القطاعات بهدف زيادة حجمها وقوتها الاقتصادية.
- التوسع في إصدار إسناد القرض للشركات العامة وتوسع البنك المركزي في إصدار سندات التنمية.
- البدء بتداول أدونات الخزينة في عام 1988 .
- المرحلة الرابعة (مرحلة ما بعد عام 1990)

نظرًا لتوسع الاقتصاد الأردني وزيادة حجم التداول في سوق عمان المالي نتيجة لزيادة عدد الشركات المدرجة في السوق والتي بلغت أكثر من 200 شركة، تبنت الحكومة الأردنية سياسة إصلاح شاملة لسوق الأوراق المالية ولتعزيز نمو القطاع الخاص وتنوع قاعدة الاقتصاد الوطني، وسعيًا إلى الارتقاء للمعايير الدولية في مجال تنظيم سوق الأوراق المالية، وأهم حدث ضمن سياسة الإصلاح هذه صدور قانون الشركات رقم 22 لسنة 1997 وقانون الأوراق المالية المؤقت رقم 23 لسنة 1997 والذي ألغى بموجب قانون سوق عمان المالي وتعديلاته، ثم تم تعديل هذا القانون بإصدار القانون رقم 76 لسنة 2002 الذي أحدث نقلة نوعية في إعادة هيكلة وتنظيم سوق الأوراق المالية واستكمال بنيته التحتية وتحقيقًا للشفافية وسلامة التعامل بالأوراق المالية، إذ بموجب هذا التعديل أنشأت ثلاث مؤسسات مالية لإدارة سوق الأوراق المالية وهي هيئة الأوراق المالية وبورصة عمان للأوراق المالية ومركز إيداع الأوراق المالية، كما شهدت هذه المرحلة تشريعات تخص الإفصاح والشفافية وإلزام الشركات بهذه التشريعات لضمان حقوق المتعاملين في السوق، بجانب السماح للاستثمار الأجنبي غير مباشر بدخول بورصة عمان للأوراق المالية لضمان فاعلية البورصة وتوفير السيولة المناسبة للسوق.

2- أهداف سوق الأوراق المالية الأردنية

- يمكن تلخيص أهم أهداف سوق عمان للأوراق المالية وفق الآتي:¹
- تنمية وتوجيه المدخرات الوطنية من خلال الاستثمار في الأوراق المالية لخدمة الاقتصاد الوطني.
 - تنظيم ومراقبة إصدار الأوراق المالية والتفاعل بها بشكل يكفل سلامة التعامل والسهولة والسرعة.
 - المساهمة في حشد رؤوس الأموال وتوزيعها على بدائل الاستثمار المختلفة لأكثر إنتاجية.
 - إتاحة الفرصة أمام المستثمرين للمشاركة في تنمية القطاع الخاص من خلال الأوراق المالية المختلفة.
 - المساهمة في رفع مستوى المعيشة بشكل عام وتحقيق التنمية الاقتصادية.
 - جمع الإحصائيات والمعلومات اللازمة ونشرها تحقيقًا للغايات المستهدفة.
 - توفير السيولة الكافية لكل من المدخر والمستثمر.
 - التمكين من استقطاب رؤوس الأموال لصالح الشركات القائمة والحديثة، وكذلك نشر المعلومات وبيانات الأسعار.

¹: عبد النافع الزراري وغازي فوج، مرجع سبق ذكره، ص.133.

- نشر أسعار التداول يوميًا مما يُحول دُونَ الحَاق العُبن بِأَيِّ جِهَة سَوَاء المُسْتَشِيرين أَوْ المُدَخِرين، كَمَا تَقُومُ السُّوق بِتَوَفِير الآليَّة والمَكَان اللَّذين يَسْتَطِيع مِن خِلالها الوَسِيط المُعْتَمَد أَن يُعْلَنَ لِجَمِيع المُتَعَامِلين بِوَضُوح تامٍّ أوامر عملائه بِنَعَا وشِراء.

- تَطْوِير خَدَمَات الوَسَاطَة المَالِيَّة بِشَتَّى أَنْواعِها، وَذَلِكَ مِن خِلال تَشْجِيع شَرِكَات الوَسَاطَة عَلى الفِئَام بِدُور نَشِيط، فِي عَمَلِيَّات تَدَاوُل الأَوْرَاق المَالِيَّة فِي السُّوق الثَّانَوِيَّة. وَكَذَلِكَ عَمَلِيَّات التَّوْزِيع وَالتَّعْطِية فِي السُّوق الأُرْدُنِيَّة.

- تَطْوِير وَتَنْوِيع أُسْالِيب تَمْوِيل الشَّرِكَات المُسَاعِدَة العَامَّة الأُرْدُنِيَّة، بِدَل مِن اللُّجُوء فِي كَافَّة الحَالَات إِلَى إِصْدَار أُسْهُم لِزِيَادَة رُؤُوس أَمْوَال الشَّرِكَات.

- إِجْرَاء الدَّرَاسَات وَالأَبْحَاث المُفْرُونَة بِالإِحْصَائِيَّات وَالنَّشْرَات وَذَلِكَ مِن خِلال إِصْدَار تَقَارِير وَنَشْرَات خَاصَّة بِالسُّوق الأُرْدُنِيَّة.

المطلب الثاني: الهيئات المنظمة للسوق

وَنَتَطَرَّق فِي هَذَا المَطْلَب إِلَى هَيْئَة الأَوْرَاق المَالِيَّة الأُرْدُنِيَّة، مَرَكز الإِيدَاع لِالأَوْرَاق المَالِيَّة وَمَهَام السُّوق المَالِي وَكَذَا الهَيْئَة العَامَّة لِلبُورْصَة الأُرْدُنِيَّة وَهيكَلِها التَّنْظِيمي لِسوق الأَوْرَاق المَالِيَّة كَالآتي:

1- هَيْئَة الأَوْرَاق المَالِيَّة الأُرْدُنِيَّة Jordan Securities Commission

وهي مُؤَسَّسَة رَقَابِيَّة تَرْتَبِط مُبَاشَرَة بِرئيس الوزراء، حَيْثُ تَعْمَل عَلى تَوَفِير المُنَاخ المَالِي لِتَحْقِيق سَلَامَة التَّعَامُل وَحِمَاية المُتَعَامِلين وَضَمَان الكَفَاءَة الإِسْتِثْمَارِيَّة وَالسَّفَافِيَّة فِي المَعْلُومَات مَعَ نَشْر الوَعْي الإِسْتِثْمَارِي وَتَشْجِيع التَّبَادُل فِي السُّوق المَالِيَّة.¹

2- مَرَكز إِيدَاع الأَوْرَاق المَالِيَّة Securities Depository Center

وهي عِبَارَة عَن مُؤَسَّسَة تَوْثِيقِيَّة تَمَّ إِنْشَاءها فِي أَيَّار عَام 1999، حَيْثُ تَقُوم بِتَوْبِي مَهَام تَسْجِيل وَنَقْل مَلِكِيَّة الأَوْرَاق المَالِيَّة المُتَدَاوِلَة فِي البُورْصَة وَتَعْمَل عَلى تَسْوِيَة أَثْمَان تِلْكَ الأَوْرَاق مَا بَيْن الوَسْطَاء المَالِيين كَمَا تَعْمَل هَذِهِ المُؤَسَّسَة عَلى تَهْيِئَة المُنَاخ المَالِي لِالإِسْتِثْمَارَات المَالِيَّة فَضْلاً عَن تَخْفِيز تَكْلِيفَة الإِسْتِثْمَار وَفِي رَفْع كَفَاءَة تَسْوِيَة الأَثْمَان. وَعَلى أَيِّ حَال فَإِن نَشَاطَات إِيدَاع الأَوْرَاق المَالِيَّة تَمَّ بِالْمَرَاجِل التَّالِيَّة:²

- مَرَحَلَة نِظَام تَسْجِيل الأَوْرَاق المَالِيَّة.

- مَرَحَلَة نِظَام إِيدَاع الأَوْرَاق المَالِيَّة.

- مَرَحَلَة نِظَام تَسْوِيَة أَوْ نَقْل المَلِكِيَّة.

- مَرَحَلَة نِظَام تَسْوِيَة أَثْمَان الأَوْرَاق المَالِيَّة.

- مَرَحَلَة الخَدَمَات المُسَانِدَة.

¹: الداوي خيرة، "تقييم كفاءة وأداء الأسواق المالية" (مذكرة الماجستير، جامعة فاسدي مباح ورقلة، 2011-2012)، ص. 106.

²: المرجع نفسه، ص. 107-108.

3- بُورصة عَمَّان - سوق الأُوراق المَالِيَّة Amman Stock Exchange

سَيِّمُ تَنَاوُل بُورصة عَمَّان مِنْ حِلال الآتِي:

3-1 - تَنْظِيم بُورصة عَمَّان

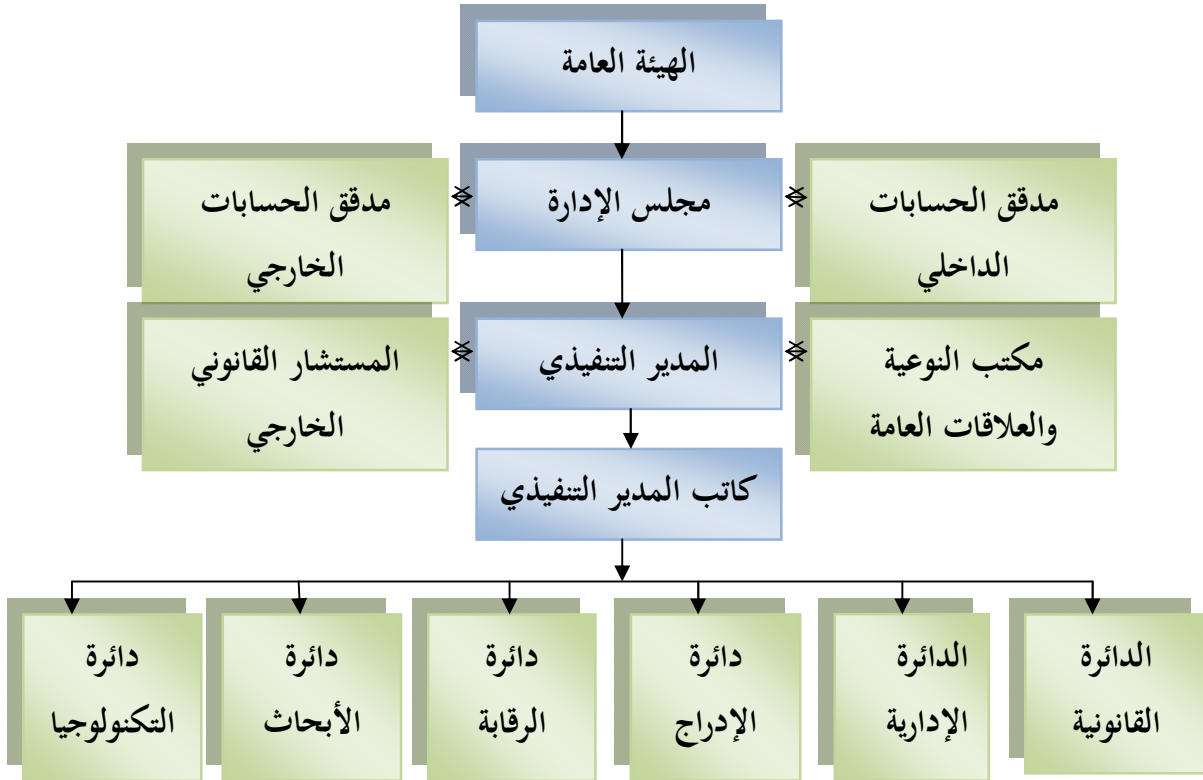
تُعْتَبَر بُورصة عَمَّان مُؤَسَّسَة خَاصَّة تَتَمَتَّع بِالإِسْتِقْلَال المَالِيّ وَالإِدَارِيّ لَا تَهْدِفُ إِلَى الرِّبْح، وَتُدَار مِنْ قَبْلِ القِطَاع الخَاصِّ، تَخْضَع لِرِقَابَة وَإِشْرَافِ هَيْئَةِ الأُورَاق المَالِيَّة، بِمُوجِب أَحْكَام قَانُون الأُورَاق المَالِيَّة، رَقْم 23 لِسَنَة 1997، وَتَوَلَّت مَهَامَهُ رَسْمِيًّا إِعْتِبَارًا مِنْ تَارِيخ 11 مَآي 1999، وَتُعْتَبَر الجُهَّة الوَحِيدَة المُصَرَّح لَهَا بِمَزَاوَلَة العَمَل كَسُوق نِظَامِيّ لِتَدَاوُل الأُورَاق المَالِيَّة فِي المَمْلَكَة الأُرْدُنِيَّة إِلَى أَنْ صَدَرَ قَانُون الأُورَاق المَالِيَّة رَقْم 76 لِسَنَة 2002 وَالَّذِي يَسْمَحُ بِإِنْشَاء أَكْثَر مِنْ سُوق لِلتَدَاوُل. وَمِنْ مَهَامِهَا مَا يَلِي:¹

- ضَمَّان التَّدَاوُل الكُفء.
- الرِّقَابَة عَلَى عَمَلِيَّات التَّدَاوُل وَمُعَاقِبَة مُخَالِفِي أَحْكَام القَانُون.
- تَنْمِيَّة مُسْتَوَى الأَدَاء المِهْنِيّ بِسَنِّ مَعَايِير الكَفَاءَة الإِدَارِيَّة.
- التَّعَاوُن مَعَ البُورِصَات العَالَمِيَّة.
- المُشَارَكَة فِي تَشْرِيعَات عَمَل البُورِصَة.
- تَمَلِّك الأُمُوال المُنْقُولَة.

وَلِسُوق عَمَّان - الأُرْدُن هَيْكَل تَنْظِيمِيّ مُوضَّح فِي الشَّكْلِ التَّالِي:

¹: محمد مكاوي، "دراسة اثر تقلبات أسعار الصرف على قيمة الأسهم" (مذكرة الماجستير، جامعة فاصدي مرياح ورقلة، 2011-2012)، ص.73.

شكّل 3-1: الهيكل التنظيمي لسوق عمّان - الأردن



Source: www.ase.com.jo/ar (consulte 27-03-2017).

من خلال الهيكل التنظيمي للبورصة فإنّ الدوائر التنظيمية تتولّى المهام الآتية:

- دائرة الإدراج والعمليات.
- الدائرة الإدارية والمالية.
- دائرة الأبحاث والعلاقات.
- الدائرة القانونية.
- دائرة التفتيش والرقابة.
- دائرة التكنولوجيا، المعلومات والاتصالات.

3-2- أقسام بورصة عمّان

ويتم تداول الأوراق المالية في بورصة عمّان - الأردن من خلال الأسواق الآتية:

3-2-1- السوق الأولى - سوق الإصدار - The primary Market

وهي السوق التي يتم فيها تداول أوراق الشركات التي تتوفر فيها الشروط الآتية:¹

¹: الداوي خيرة، مرجع سبق ذكره، ص. 107.

- لا يقل رأسمالها عن 2 مليون دينار أي حوالي 2.8 مليون دولار.
- أن لا يقل صافي حقوق المساهمين فيها عن الرأس المال المدفوع.
- تحقيق أرباح صافية قبل دفع الضريبة وذلك في عامين متتاليين على الأقل خلال السنوات الثلاثة الأخيرة.
- توزيع أرباح أسهم بجانبة مرة واحدة على الأقل خلال أواخر الأعوام الثلاثة.
- مضي عام كامل على الأقل على إدراج أسهمها في السوق الثانوية.

3-2-2- السُّوق الثَّانَوِيَّة

ويتم من خلاله التعامل بالأوراق المالية وفقاً لإحكام القوانين والتعليمات المعمول بها، بعد إصدارها في السوق الأولية، وتُنقسم هذه السوق إلى أربع أسواق فرعية:¹

- **السُّوق المُوَازِيَّة:** وهي سوق تمهيدية للشركات المساهمة العامة التي تسعى للإدراج على لوائح السوق النظامية، وتم استحداث هذه السوق في الأردن عام 1982م لغرض تعطيبة الفائض من الطلب من خلال عرض الأسهم.
- **السُّوق النَّظَامِيَّة:** وهي جزء من السوق الثانوية التي يتم فيها تنظيم التداول في بورصة عمان بالأسهم الخاصة بالشركات التي تحكمها شروط إدراج خاصة، وتُحددها لجنة إدارة السوق، حيث تُنصُّ هذه الشروط على ألا يقل صافي حقوق المساهمين عن 50% من رأس مال المدفوع. كما أن معظم الشركات المدرجة على لوائح بورصة عمان يتم تداول أسهمها في هذه السوق.

- **سوق السَّنَدَات:** وهي جزء من السوق الثانوية يتم من خلاله التعامل بالسندات الحكومية وإسناد القرض الصادرة عن المؤسسات العامة والشركات.

- **التَّحْوِيلَات خَارِج القَاعِدَة Troussection off the Trading Floor:** وهي جزء من السوق الثانوية يتم بواسطتها التحويلات العائلية، ويتم معاملات هذه التحويلات من خلال الدائرة القانونية في البورصة.

المطلب الثالث: الأوراق المالية المتداولة في سوق الأوراق المالية الأردنية ونظام التداول

بموجب قانون الأوراق المالية رقم 76 لسنة 2002، فإن تعريف الأوراق المالية يشمل كلاً من أسهم الشركات القابلة للتداول والتحويل، وإسناد القرض الصادرة عن الشركات أو الحكومة أو المؤسسات العامة أو البلديات، وإبصالات إيداع الأوراق المالية الصادرة عن شركات الخدمات المالية، والوحدات الإستثمارية الصادرة عن صناديق الإستثمار، وإسناد خيار المساهمة و العُفود آنية و عاجلة التسوية، و عُفود خيار الشراء و عُفود خيار البيع و أي أوراق مالية أخرى محلية أو أجنبية متعارف عليها من قبل مجلس مفوضي هيئة الأوراق المالية، إما بالنسبة لإتمام التداول فمن يوم الأحد إلى يوم الخميس.

¹: محمد مكاي، مرجع سبق ذكره، ص.80.

تُطبَّقُ إِجْرَاءَاتُ الْمَقَاصَّةِ وَالْتَسْوِيَةِ عَلَى أَسَاسِ التَّسْلِيمِ مُقَابِلِ الدَّفْعِ، فَتَتِمَّ تَسْوِيَةُ عُمُودِ التَّدَاوُلِ الْكُتْرُونِيَّيَا فِي الْيَوْمِ الثَّانِي الْمُوَالِي لِيَوْمِ التَّدَاوُلِ، بِحَيْثُ يَتَوَلَّى هَذِهِ الْمَهْمَةَ مَرْكَزُ إِيدَاعِ الْأَوْزَاقِ الْمَالِيَّةِ، كَمَا يَتِمُّ نَقْلُ مَلِكِيَّةِ الْأَوْزَاقِ الْمَالِيَّةِ الْمُوَدَّعةِ مِنْ حَسَابِ الْعَمِيلِ الْبَائِعِ لَدَى الْوَسِيطِ الْبَائِعِ إِلَى حَسَابِ الْعَمِيلِ الْمَشْتَرِي لَدَى الْوَسِيطِ الْمَشْتَرِي بِمُوجِبِ قِيُودِ الْكُتْرُونِيَّةِ، وَتَبْقَى الْأَوْزَاقُ الْمَالِيَّةُ عَالِقَةً فِي حَسَابِ الْمَشْتَرِي لِحِينَ إِتْمَامِ دَفْعِ ثَمَنِهَا وَلَا يَجُوزُ تَحْوِيلُهَا أَوْ رَهْنُهَا خِلَالَ تِلْكَ الْمُدَّةِ، وَيَتِمُّ إِبْلَاقُ الْوَسِيطِ الْكُتْرُونِيَّيَا فِي حَالِ وُجُودِ عُمُودٍ مُعَلَّقةٍ خَاصَّةً بِهِ لِإِزَالَةِ أَسْبَابِ التَّعْلِيقِ فِي الْيَوْمِ الثَّانِي لِيَوْمِ التَّدَاوُلِ الْمُعَيَّنِ كَحَدِّ أَقْصَى، وَخِلَافَ ذَلِكَ يَحُلُّ صُنْدُوقُ صَمَانِ التَّسْوِيَةِ مَحَلَّ الْوَسِيطِ فَيَتَّخِذُ الْإِجْرَاءَاتِ الْإِلْزَامِيَّةَ.

يَعْمَلُ الْمَرْكَزُ عَلَى إِجْرَاءِ عَمَلِيَّةِ الْمَقَاصَّةِ وَالْمُحَدَّدَةِ لِلْمَبَالِغِ الْمَالِيَّةِ الْمُسْتَحَقَّةِ عَلَى الْوَسِيطِ أَوْ لَهُ بِنَاءٍ عَلَى كَافَّةِ عُمُودِ التَّدَاوُلِ الْمُنْفَعَةِ مِنْ قَبْلِهِ وَيُقَسِّمُ الْمَبْلَغَ الَّذِي يَتَوَجَّبُ عَلَى الْوَسِيطِ دَفْعُهُ إِلَى مَبْلَغِ إِحْتِيَاطِي السُّيُولَةِ وَمَبْلَغِ التَّسْوِيَةِ، وَإِذَا لَمْ يَتِمَّ الْوَسِيطِ بِتَسْديدِ مَبْلَغِ إِحْتِيَاطِي السُّيُولَةِ أَوْ مَبْلَغِ التَّسْوِيَةِ ضِمْنَ الْمَوَاعِيدِ الْمُحَدَّدَةِ لِذَلِكَ يُعْتَبَرُ مُخْلًا بِالْإِلْتِزَامَاتِ الْمُتَرْتِبَةِ عَلَيْهِ، فَيَحُلُّ صُنْدُوقُ صَمَانِ التَّسْوِيَةِ مَحَلَّ وَيَتَّخِذُ الْإِجْرَاءَاتِ الْإِلْزَامِيَّةَ لِإِتْمَامِ التَّسْوِيَاتِ الْمَالِيَّةِ.¹

المطلب الرابع: الأرقام القياسية لسوق الأوراق المالية الأردنية

تُعْتَبَرُ الْأَرْقَامُ الْقِيَاسِيَّةُ مِنْ أَهَمِّ الْمَوْشُرَاتِ فِي الْأَسْوَاقِ الْمَالِيَّةِ الَّتِي تَدُلُّ عَلَى مُسْتَوِيَاتِ أَسْعَارِ الْأَسْهُمِ وَتُحَدِّدُ الْإِتِّجَاهَ الْعَامَّ لِلْأَسْعَارِ، وَتُسْتَعْمَلُ لِقِيَاسِ التَّغْيِيرَاتِ الَّتِي تَطْرُقُ عَلَى أَسْعَارِ الْأَسْهُمِ خِلَالَ فِتْرَةٍ مُعَيَّنَةٍ مُقَارَنَةً بِفِتْرَةٍ أُخْرَى.

1- الأرقام القياسية لأسعار الأسهم في بورصة عمان²

وَبَعْدَ دَرَأَسَاتٍ إِحْصَائِيَّةٍ مُكْتَفَةٍ بِدَأْ سُوْقِ عَمَّانِ الْمَالِيَّيِّ مُنْذُ مَطَّلَعِ عَامِّ 1992 بِإِحْتِسَابِ رَقْمِ قِيَاسِيٍّ جَدِيدٍ مُرَجَّحٍ بِالْقِيَمَةِ السُّوقِيَّةِ وَتَمَّ تَحْدِيدُ 31 دَيْسَمْبَرِ 1991 كَفِتْرَةٍ أَسَاسٍ بِقِيَمَةِ 100 نُقْطَةٍ، لِيَتِمَّ تَغْيِيرُهُ إِلَى 1000 إِعْتِبَارًا مِنْ بَدَايَةِ عَامِ 2004.

بَدَأَ سُوْقُ عَمَّانِ الْمَالِيَّيِّ مُنْذُ عَامِّ 1980 بِإِسْتِخْدَامِ الْأَرْقَامِ الْقِيَاسِيَّةِ وَذَلِكَ بِإِحْتِسَابِ رَقْمِ قِيَاسِيٍّ غَيْرِ مُرَجَّحٍ لِأَسْعَارِ الْأَسْهُمِ وَتَمَّ إِخْتِيَارُ عَيِّنَةٍ مُكَوَّنَةٍ مِنْ 38 شَرِكَةٍ مِنْ كَافَّةِ الْقَطَاعَاتِ، حَيْثُ تَمَّ تَحْدِيدُ أَسْعَارِ إِفْتِتَاحِ تَدَاوُلِ الْأَوَّلِ مِنْ جَانِيفِي 1980 كَفِتْرَةٍ أَسَاسٍ بِحَيْثُ تَكُونُ قِيَمَةُ الرَّقْمِ الْقِيَاسِيَّيِّ 100 نُقْطَةٍ، وَقَدْ تَمَّ تَغْيِيرُ قِيَمَةِ الْأَسَاسِ إِلَى 1000 نُقْطَةٍ إِعْتِبَارًا مِنْ بَدَايَةِ سَنَةِ 2004.

وَيَقُومُ هَذَا الرَّقْمُ عَلَى أَسَاسِ إِخْتِيَارِ عَيِّنَةٍ مُكَوَّنَةٍ مِنْ خَمْسِينَ شَرِكَةٍ مُمَثِّلَةً لِلسُّوقِ تَمَّ زِيَادَتُهَا إِلَى سِتِّينِ شَرِكَةٍ فِي عَامِّ 1994 وَإِلَى سَبْعِينَ شَرِكَةٍ فِي عَامِّ 2001 وَإِلَى 100 شَرِكَةٍ فِي سَنَةِ 2007، وَإِلْخْتِيَارِ هَذِهِ الْعَيِّنَةِ فَقَدْ تَمَّ إِعْتِمَادُ خَمْسَةِ مَعَايِيرِ تَعَكِّسِ حَجْمِ الشَّرِكَاتِ وَمَدَى سِيُولَتِهَا وَالتَّمثِيلِ الْقَطَاعِيَّ.

وَتُمَثِّلُ هَذِهِ الْمَعَايِيرُ:

- الْقِيَمَةُ السُّوقِيَّةُ لِلشَّرِكَةِ.

¹: محمد مكاوي، مرجع سبق ذكره، ص. 79.

²- الموقع الرسمي لبورصة عمان 27/03/2017 www.ase.com.jo.date, de consultation

- عدد أيام التداول.

- معدل دوران السهم.

- حجم التداول.

- عدد الأسهم المتداولة.

ونتيجة للتطورات العالمية في مجالات احتساب الأرقام القياسية ويهدف زيادة قدرة هذه الأرقام على عكس أداء السوق، قامت البورصة بتطوير رقم قياسي جديد مبني على الأسهم الحرة المتاحة للتداول بحيث يعطي تمثيل أفضل لتحركات أسعار الأسهم في السوق، ويخفف حدة تأثير الشركات ذات القيمة السوقية العالية. وتم احتساب هذا الرقم من خلال الترجيح بالقيمة السوقية للأسهم الحرة المتاحة للتداول. وهذا الأسلوب معتمد من قبل عدد كبير من المؤسسات الدولية التي تقوم باحتساب أرقام قياسية لمعظم دول العالم مثل مؤسسة ستاندرد آند بورز وشركتي داوجونز وستوكس.

ويشتمل نطاق الرقم القياسي على جميع الشركات المحلية والمدرجة في بورصة عمان فيما يتم استثناء الشركات التي تمثل مجموعها أقل من 1% من القيمة السوقية الإجمالية للبورصة والشركات التي لا تزيد نسبة أيام تداولها على 33.33% من أيام التداول الكلية في كل ربع. ويتكون المؤشر من أكبر 100 شركة من الشركات التي استوفت الشروط من حيث القيمة السوقية في المؤشر الجديد. ويحدد وزن الرقم بالقيمة السوقية للأسهم الحرة فيما تُحدد أوزان الأسهم الفردية بنسبة 10% كحد أقصى بهدف منع هيمنة الأسهم الفردية على الرقم. كما تم اختيار الرقم 1000 نقطة كقيمة أساس للرقم القياسي كما في نهاية العام 1999 ويتميز هذا الرقم بأنه يعكس بشكل أفضل تحركات أسعار الأسهم في السوق وكذلك فإنه يخفف من تأثير الشركات ذات القيمة السوقية الكبيرة. إضافة لذلك، فإنه يعطي فرصة أكبر للشركات الصغيرة والمتوسطة للتأثير على تحركاته.

ولتمكين الرقم القياسي من عكس الصورة الحقيقية لتغيرات أسعار أسهم الشركات المدرجة في البورصة، يتم مراجعة العينة بشكل دوري كل ثلاثة أشهر من خلال دراسة نشاط الشركات المدرجة في البورصة بحيث تُضاف 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. يتم إجراء التعديلات اللازمة على الأرقام القياسية وذلك لاستبعاد أثر أي تغيرات ناجمة عن عوامل غير التغير في حركة أسعار الأسهم وذلك لكي تعكس الأرقام القياسية للتغيرات في أسعار الأسهم فقط.

2- طريقة الحساب

يتم حساب الأرقام القياسية في بورصة عمان بناء على آخر أسعار إغلاق متوفرة للشركات التي توجد ضمن العينة ويتم نشر هذه الأرقام بشكل يومي. ويمكن التمييز بين الأرقام الآتية:¹

¹ - الموقع الرسمي لبورصة عمان 27/03/2017 de consultation www.ase.com.jo.date

2-1- الرّقم القياسي لأسعار الأسهم المرّجح بالقيّمة السّوقية

من مميزات هذا الرّقم القياسي اعتماده أسلوب التّرجيح بالقيّمة السّوقية لشركات العينة، حيث تُعطي كل شركة وزناً بقدر ما تُشكل قيمتها السّوقية من القيّمة السّوقية للعينة ككل. وتمّ تحديد 31 كانون الأوّل 1991 كفترة أساس. وقد شكّلت القيّمة السّوقية لشركات العينة ما نسبته 90% من القيّمة السّوقية ككل وكما هي الحال في الرّقم القياسي غير المرّجح يتم احتساب أرقام قياسية قطاعية مرّجحة. ولاحتساب الرّقم القياسي العام المرّجح بالقيّمة السّوقية والأرقام القياسية القطاعية تستخدم الصيغة العامة المُؤالية:

$$\text{Index}_t = \frac{\sum_{i=1}^n (P_{it} \times M_{it})}{CB_0} \times 1000$$

حيث:

Index_t : قيّمة الرّقم القياسي لأسعار الأسهم المرّجح بالقيّمة السّوقية في الزمن t .

P_{it} : سعر إغلاق سهم الشركة i في الزمن t .

M_{it} : عدد الأسهم المدرجة للشركة i في الزمن t .

CB_{it} : قيّمة الرّقم القياسي في سنة الأساس 1991.

2-2- الرّقم القياسي العام المرّجح بالأسهم الحرة

من مميزات هذا الرّقم القياسي هو إعطاء تمثيل أفضل لتحركات أسعار الأسهم في السوق، بحيث لا يتخيّر بشكل كبير للشركات ذات القيّمة السّوقية العالية، وبذلك يوفر التنوع في مكوثات عينة الرّقم القياسي من خلال إعطاء فرصة أكبر للشركات الصغيرة والمتوسطة للتأثير على تحركاته. كما تمّ اختيار الرّقم 1000 نقطة كقيّمة أساس للرّقم القياسي في نهاية سنة 1999 ويستند احتساب هذا الرّقم على التّرجيح بالقيّمة السّوقية للأسهم الحرة المتاحة للتداول في الشركات وليس بعدد الأسهم الكلي المدرج لكل شركة. يتم استخدام الصيغة الآتية الحساب هذا الرّقم:

$$\text{Index}_t = \frac{\sum_{i=1}^n (P_{it} \times M_{it} \times F_{it})}{D_t}$$

حيث:

Index_t : قيّمة الرّقم القياسي لأسعار الأسهم المرّجح بالأسهم الحرة في الزمن t .

P_{it} : سعر إغلاق سهم الشركة i في الزمن t .

M_{it} : عدد الأسهم المدرجة للشركة i في الزمن t .

F_{it} : مُعامل الشركة i في الزمن t وهو أكبر من 0 وأقل من 1 ويحسب وفق نسبة الأسهم الحرة.

D_{it} : مقام الرّقم القياسي .

2-3- الرّقم القياسي لأسعار الأسهم غير المرّجح

يُعطي الرّقم القياسي غير المرّجح أوزاناً متساوية لكافة شركات العينة بعض النظر عن قيمتها السوقية أو سعر سهمها، وتُعطي الأهمية في هذا الرّقم للتغير النسبي في أسعار الأسهم. ويمكن القول بأنّ هذا الرّقم يستخدم في تقييم المحافظ الإستثمارية التي تُوزع إستثماراتها من حيث القيمة بالتساوي بين كافة الشركات. وقد بدأ منذ عام 1980 بإحتساب هذا الرّقم بناء على عينة مكوّنة من 38 شركة للرّقم القياسي العام، وكذلك إحتساب أرقام قياسية لكافة القطاعات وهي قطاع البنوك والشركات المالية، التأمين، الخدمات والصناعة بشكل يومي، وحُدّدت أسعار إفتتاح الأول من كانون الثاني 1980 كفترة أساس وأُعطي الرّقم القياسي قيمة أساسية 100 نقطة، تمّ تغييرها إعتباراً من بداية عام 2004 إلى 1000 نقطة. وفي عام 1992 تمّ إجراء تعديلات على هذا الرّقم بحيث أصبح أكثر مرونة من حيث إمكانية إجراء التعديلات عليه لإستبعاد أثر التغيرات الناجمة عن العوامل الأخرى غير التغير في حركة أسعار الأسهم وكذلك تمّ تغيير فترة الأساس ليصبح 31 ديسمبر 1991.

ويتم إحتساب الرّقم القياسي العام غير المرّجح والأرقام القياسية القطاعية بإعتقاد أسلوب المعدلات الهندسية

حسب الصيغة أدناه:

$$Index_t = e^{(\ln 10 \times S_{it}) \times 1000}$$

$$S_{it} = \sum_{i=1}^n \log(P_{it} / P_{i0}) / n$$

حيث:

$Index_t$: قيمة الرّقم القياسي لأسعار الأسهم غير المرّجح في الزمن t.

P_{it} : سعر إغلاق سهم الشركة i في الزمن t.

P_{i0} : سعر إغلاق سهم الشركة i في الزمن 0.

n: حجم العينة.

ومن خصائص المعادلة المستخدمة في إحتساب هذا الرّقم أنّها تأخذ اللوغاريتم للأساس 10 لينسب أسعار المقارنة إلى أسعار الأساس لشركات عينة الرّقم القياسي، إضافة إلى قدرتها على تهذيب القيم الشاذة في نسب تغير الأسعار التي يتأثر بها الوسط الحسابي المستخدم في هذه الصيغة، ومن ثمّ جمع لوغاريتمات نسب الأسعار والقسمة على عدد شركات العينة وإستخراج معكوس اللوغاريتم للأساس 10، وضرب الناتج في 1000 في حالة قيام شركة من شركات عينة الرّقم القياسي بتوزيع أسهم مجانية أو بتجزئة القيمة الاسمية للسهم.

المبحث الثاني: تحليل أداء سوق الأوراق المالية الأردنية

يَتَسِمُ الإِقْتِصَادُ الأُرْدُنِيُّ بِوَجْهَتِهِ نَحْوِ السُّوقِ الحُرِّ بِقِيَادَةِ قِطَاعٍ حَاصِّ نَشِطٍ، يَتَرَبَّعُ عَلَى مَلَكيَّةِ أَغْلَبِ المَشَارِيعِ الحَاصَّةِ بِمُخْتَلَفِ القِطَاعَاتِ المُكوِّنةِ لَهُ، وَقَدْ حَقَّقَ الإِقْتِصَادُ الأُرْدُنِيُّ خِلالَ العُقْدِ المَاضِي تَطَوُّراً مُنتَظِماً مِنْ خِلالِ تَطْبِيقِ إِصْلَاحَاتِ إِقْتِصَادِيَّةٍ، وَبَرَامِجِ إِعَادَةِ هَيْكَلَةِ يُشْرِفُ عَلَيْهَا صُنْدُوقُ التَّعْدِ الدُّوَلِيِّ وَالبَنكِ الدُّوَلِيِّ، وَإِلْفَاءِ الصَّوِّ أَكْثَرَ عَلَى وَضْعِيَّةِ هَذَا الإِقْتِصَادِ سَيِّمٌ تَنَاوَلَهُ مِنْ خِلالِ المَطَالِبِ الآتِيَّةِ:

- تَطَوُّرُ مُعْدَلِ التَّضَخُّمِ وَالرَّقْمِ القِيَاسِيِّ المُرَجَّحِ لِالأَسْهُمِ الأُرْدُنِيَّةِ؛
- تَطَوُّرُ الكُتْلَةِ النَقْدِيَّةِ وَالرَّقْمِ القِيَاسِيِّ المُرَجَّحِ لِالأَسْهُمِ الأُرْدُنِيَّةِ؛
- تَطَوُّرُ مُعْدَلِ الفَائِدَةِ وَالرَّقْمِ القِيَاسِيِّ المُرَجَّحِ لِالأَسْهُمِ الأُرْدُنِيَّةِ؛
- تَطَوُّرُ سِعْرِ الصَّرْفِ وَالرَّقْمِ القِيَاسِيِّ المُرَجَّحِ لِالأَسْهُمِ الأُرْدُنِيَّةِ.

المطلب الأول: تَطَوُّرُ التَّضَخُّمِ وَالرَّقْمِ القِيَاسِيِّ المُرَجَّحِ لِالأَسْهُمِ الأُرْدُنِيَّةِ

شَهِدَ تَطَوُّرُ الأَسْعارِ فِي الأُرْدُنِ خِلالَ الفَتْرَةِ المُتَمَدِّةِ مَابَيْنَ 2006-2014 عَدَمَ إِسْتِفْرَارٍ يُمكنُ تَشْخِيصِهِ، مِنْ خِلالِ تَحْلِيلِ تَعْيِيرِ التَّضَخُّمِ المَقَاسِ بِالتَّعْيِيرِ النَّسَبِيِّ فِي الرَّقْمِ القِيَاسِيِّ لِأَسْعارِ المُسْتَهْلِكِ، وَكَذَلِكَ مُعْدَلِ التَّضَخُّمِ مَقَاسِ بِالتَّعْيِيرِ النَّسَبِيِّ فِي النَّاتِجِ المَحَلِّيِّ الإِجْمَالِيِّ مِثْلَ مَا هُوَ مُوضَّحٌ فِي الجَدْوَلِ أدْنَاها:

جدول 3-1: تَطَوُّرُ مُعْدَلِ التَّضَخُّمِ وَالرَّقْمِ القِيَاسِيِّ المُرَجَّحِ لِالأَسْهُمِ الحُرَّةِ

للقطاعاتِ خِلالَ الفَتْرَةِ 2006-2014

الوحدة: نسبة مئوية

الوحدة: نقطة

الرقم القياسي لقطاع الصناعة	الرقم القياسي لقطاع الخدمات	الرقم القياسي لقطاع مالي	الرقم القياسي المرحج للأسهم الحرة	معدل التضخم مقياس بالتغير النسبي للناتج المحلي الإجمالي	معدل التضخم مقياس بالتغير النسبي للرقم القياسي العام CPI	السنوات
2372,33	1833,05	4486,33	3013,66	5.4	6.3	2006
3097,74	2460,32	5130,97	3674,96	4.5	4.7	2007
2736,01	2025,56	3609,1	2758,44	14.6	14.0	2008
2738,83	2107,91	3026,86	2533,54	8.1	0.7-	2009
2576,59	1897,16	2911,66	2373,58	6.3	5.0	2010
2149,91	1693,73	2443,87	1995,13	6.4	4.4	2011
2176,57	1651,12	2363,64	1957,6	4.5	4.7	2012
1964,91	1664,77	2703,85	2065,83	5.6	5.6	2013
1852,02	1794,77	2920,9	2165,46	3.4	2.9	2014

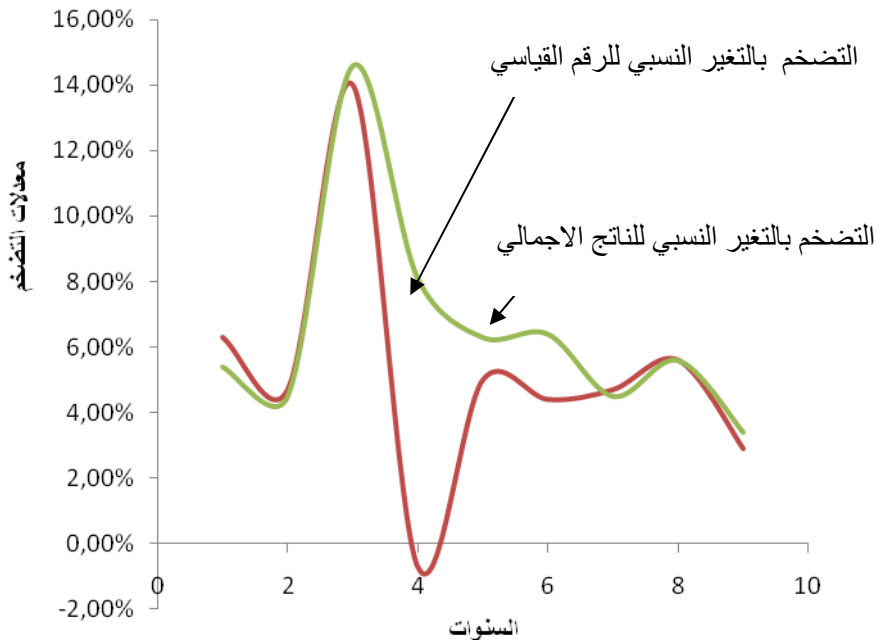
المصدر: - التقارير السنوية للبنك المركزي الأردني لسنوات 2006، 2008، 2010، 2013، و2014.

- التقارير السنوية لبورصة عمان من 2006 إلى 2014 أنظر الموقع الرسمي لبورصة عمان www.ase.com.jo

date de consultation 01-04-2016

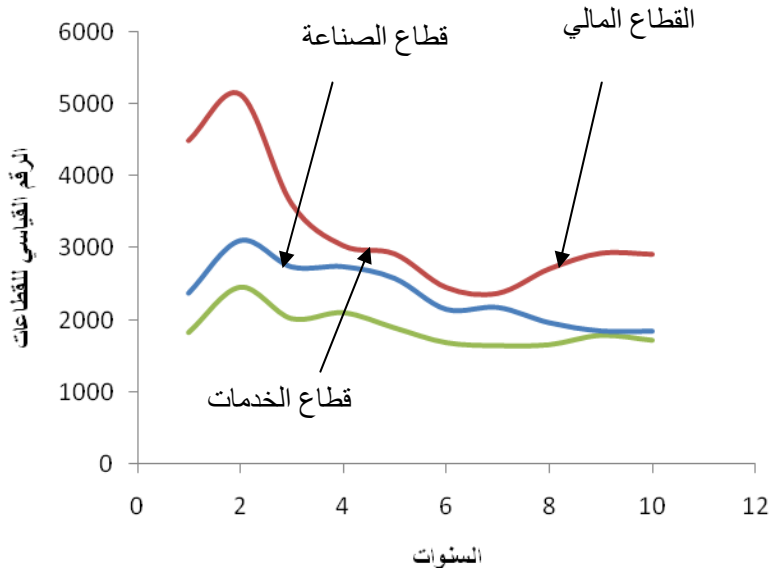
شكل 3-2: تَطَوُّرُ مُعْدَلِ التَّضَخُّمِ

خِلالَ الفِترَةِ 2006-2014



المصدر: تم إعدادُه من مُعطيات الجدول 3-1.

شكِل 3-3: تَطَوُّر الرِّقْمِ القِياسِيِّ المُرَجَّحِ لِأَسْهُمِ الحُرَّةِ
لِلقِطَاعَاتِ خِلالَ الفِترَةِ 2006-2014



المصدر: تم إعدادُه من مُعطيات الجدول 3-1.

من خِلالَ الجدول 1-3 والشكِل 2-3 والشكِل 3-3 يَتَبَيَّنُ أَنَّ مُعَدَّلَ التَّضَخُّمِ مُقَاسٌ بِالتَّغْيِيرِ النَّسَبِيِّ لِلرِّقْمِ القِياسِيِّ لِأَسْهُمِ الحُرَّةِ عَرَفَ اِرْتِفَاعَ سَنَةِ 2006 لِمُسْتَوَى 6.3%، نَتِيجَةً جُمْلَةً مِنَ العَوَامِلِ اِبْرَزُهَا اِرْتِفَاعُ مُسْتَوَى الطَّلَبِ الكُلِّيِّ

وقرار رفع أسعار المشتقات النفطية وكذلك قرار رفع الأجور الذي ساهم في رفع تكاليف الإنتاج، إلى جانب قرار رفع الضرائب على بعض المنتوجات الاستهلاكية مثل التبغ، السجائر والمشروبات الكحولية، إضافة إلى ارتفاع بعض أسعار السلع المستوردة في السوق العالمية. كما بلغ معدل التضخم المقياس بالتغير النسبي في الناتج المحلي الإجمالي نسبة 5.4% مسجلة ارتفاع على سنة 2005، نتيجة ارتفاع مخفض بند ضايف الضرائب على المنتجات بنسبة 14.6%، ومخفض قطاعات الإنتاج السلعي بنسبة 4.8% ومخفض قطاعات الإنتاج الخدمي بنسبة 4.0%.

وفي سنة 2007 بلغ معدل التضخم المقياس بالتغير النسبي في الرقم القياسي للأسعار مستوى 4.7%، نتيجة ارتفاع أسعار بعض المواد الغذائية التي عرفت ارتفاع بمستوى 8.9% متأثرة بتراجع الإنتاج الزراعي، أما معدل التضخم المقياس بالتغير النسبي في الناتج المحلي الإجمالي بلغ مستوى 4.5%، كذلك شهدت ارتفاع الرقم القياسي المرجح للأسهم الحرة نتيجة ارتفاع الأسعار ليصل إلى 3676.96 نقطة أي بمقدار زيادة 22%، كما ارتفع الرقم القياسي لمختلف القطاعات، حيث عرف قطاع الخدمات والقطاعات الفرعية المكونة له أكبر ارتفاعاً بنسبة 34%، أما قطاع الصناعة ارتفع بنسبة 31% والقطاع المالي بنسبة 14%. وكانت سنة 2008 سنة لارتفاع قياسي لمعدل التضخم سواء المقياس بالتغير النسبي للرقم القياسي والذي بلغ 14% أو معدل التضخم المقياس بالتغير النسبي في الناتج المحلي الإجمالي الذي بلغ 14.6%، وذلك نتيجة النمو الكبير لأسعار المواد الأساسية وأهمها النفط والمواد الغذائية، كما عرف أيضاً الرقم القياسي المرجح للأسهم الحرة ارتفاعاً ملحوظاً بلغ 2758.44 نقطة.

وشهدت سنة 2009 إنكماشاً في الرقم القياسي بمعدل 0.7% ليصل إلى 2533.54 نقطة بينما سجل معدل التضخم المقياس بالتغير النسبي للناتج المحلي الإجمالي انخفاضاً لمستوى 8.1% مقارنة بما كان عليه سنة 2008، أما سنة 2010 سجل معدل التضخم المقياس بالتغير النسبي للرقم القياسي مستوى 5%، مقارنة بالإنكماش الذي عرفه سنة 2009 متأثراً بارتفاع أسعار السلع الأولية وخصوصاً أسعار النفط الخام والمواد الغذائية، أما معدل التضخم المقياس بالتغير النسبي في الناتج المحلي الإجمالي بلغ نسبة 6.3%، وهي نسبة أقل من نسبة السنة السابقة.

وشهدت سنة 2011 ارتفاعاً ولكن بوتيرة متباطئة حيث بلغ معدل التضخم مقياساً بالتغير النسبي في الرقم القياسي للأسعار ما مقداره 4.4%، متأثراً بسياسة الدعم الحكومي لبعض السلع الأساسية وخصوصاً النفطية وأسعار السلع المستوردة. كما شهد أيضاً التضخم مقياساً بالتغير النسبي للناتج المحلي الإجمالي تباطؤاً في معدله ليبلغ 6.4%، كمحصلة لتراجيح الزيادة في الأسعار المحلية في معظم القطاعات الإنتاجية المكونة له خصوصاً الزراعة والتجارة والمطاعم والفنادق، اللذان سجلا تضخماً نسبته 2.6% و3.2% للمعدلين خلال هذه السنة مقارنة بـ 14.2% و8.8% في سنة 2010. حيث تواصل الرقم القياسي المرجح للأسهم الحرة في الانخفاض خلال الثلاث السنوات الأخيرة من 2373.58 نقطة سنة 2010 إلى 1995.13 سنة 2011 ليصل إلى 1957.6 نقطة سنة 2012، بسبب تراجع الأرقام القياسية لمختلف القطاعات والقطاعات الفرعية المكونة لها، باستثناء القطاع الفرعي لصناعة التبغ والسجائر

والقطاع الفرعي لصناعة الملابس والجلود والنسيج، وكذلك القطاع الفرعي للطباعة والتعليق والقطاع الفرعي للتكنولوجيا والاتصالات حيث ارتفعت بنسب 19.4%، 6.8%، و0.9% و6.8% على التوالي.

حيث ارتفع معدل التضخم مقياس بالتغير النسبي في الرقم القياسي بنسبتي 4.7% و5.6% خلال سنتي 2012 و2013 متأثراً بقرار الحكومة برفع أسعار بندي الوفود والإنارة والنقل. أما سنة 2014 فسجل فيها التضخم مقياساً بالتغير النسبي في الرقم القياسي للأسعار انخفاضاً ليبلغ 2.9%، ويعزى هذا الانخفاض بشكل أساسي إلى هبوط أسعار النفط والسلع والخدمات المرتبطة به. كما تأثر أيضاً هذا المعدل بتراجع أسعار الغذاء في الأسواق العالمية، إذ أظهر مؤشر أسعار الغذاء الصادر عن منظمة الأغذية والزراعة تراجعاً بنسبة 3.8% مقابل تراجع 1.6% خلال سنة 2013 مما أدى أيضاً إلى انخفاض الرقم القياسي المرجح للأسهم الحرة حيث انخفض في سنة 2013 بنسبة 6% نتيجة انخفاض قطاع التأمين وقطاع الصناعة، بينما عرف قطاع البنوك وقطاع الخدمات ارتفاعاً بنسبة 10% و1% على التوالي. لتأتي سنة 2014 ويستمر الانخفاض ولكن هذه المرة بنسبة 6%، ليعرف أيضاً خلال السنة الرقم القياسي لقطاعي البنوك والتأمين ارتفاع بنسبة 4% و10% على التوالي.

المطلب الثاني: تطور الكتلة النقدية والرقم القياسي المرجح للأسهم الأردنية

يمكن استعراض تطور الكتلة النقدية من خلال مكوناتها بالإعتماد على عرض النقد M1، الذي يعبر عن النقد المتداول مضافاً إليه ودائع تحت الطلب بالدينار لدى الجهاز المصرفي، وودائع المؤسسات المصرفية الأخرى تحت الطلب بالدينار لدى البنك المركزي. وكذلك اعتماد شبه النقد الذي يشمل الودائع تحت الطلب بالعملة الأجنبية مضافاً إليها ودايع التوفير بالدينار والعملة الأجنبية لكل القطاعات، وكذلك عرض النقد M2. والجداول الموالي يوضح ذلك:

جدول 3-2: تطوّر الكُتلة النَّقديَّة والرَّقْم القِيَّاسِي المُرَجَّح لِلسَّهْم الحُرَّة
لِلْقِطَاعَات فِي الأُرْدُن خِلال الفِترَة 2006-2014

الوحدة: نسبة مئوية

الوحدة: نقطة

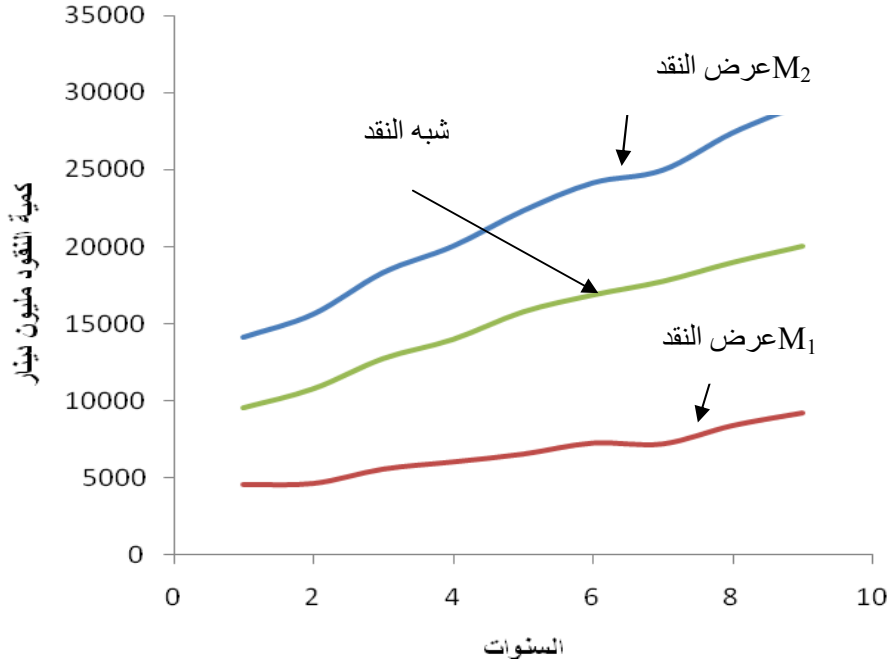
2014	2013	2012	2011	2010	2009	2008	2007	2006	
9231.7	8408.4	7211.1	7271.5	6550	6039.5	5573.0	4633.1	4566.5	عرض النقد M1 مليون دينار
823.3	1197.3	-60.4	721.5	510.5	466.5	779.9	266.6	505.2	التغير مليون دينار
10	17	-1	11	8	8	15	6	12	نسبة النمو %
20008.7	18955	17734	16847.4	15756.7	13973.8	12731.2	10773.7	9543.2	شبه النقد مليون دينار
1053.7	1221	886.6	1090.7	1782.9	1242.6	1957.5	1230.5	1240.5	التغير مليون دينار
6	7	5	7	13	10	18	13	15	نسبة النمو %
29240.4	27363.4	24945	24118.9	22306.7	20013.3	18304.2	15606.8	14109.7	عرض النقد M2 مليون دينار
1877	2418.3	826.2	1812.2	2293.4	1709.10	2697.4	1497.10	1745.7	التغير مليون دينار
7	10	3	8	11	9	17	11	14	النمو %
2165,46	2065,83	1957,6	1995,13	2373,58	2533,54	2758,44	3674,96	3013,66	الرَّقم القِيَّاسِي المُرَجَّح لِلسَّهْم الحُرَّة
2920,9	2703,85	2363,64	2443,87	2911,66	3026,86	3609,1	5130,97	4486,33	الرَّقم القِيَّاسِي لِقِطَاع مالي
1794,77	1664,77	1651,12	1693,73	1897,16	2107,91	2025,56	2460,32	1833,05	الرَّقم القِيَّاسِي لِقِطَاع الخدمات
1852,02	1964,91	2176,57	2149,91	2576,59	2738,83	2736,01	3097,74	2372,33	الرَّقم القِيَّاسِي لِقِطَاع الصناعة

المصدر: - التَّقَارِيرُ السَّنَوِيَّةُ لِبوْرَصَة عَمَّان مِن 2006 إِلَى 2014 أَنْظَرُ المَوْقِعَ الرَّسْمِي لِبوْرَصَة عَمَّان www.ase.com.jo

.date, de consultation 01-04-2016

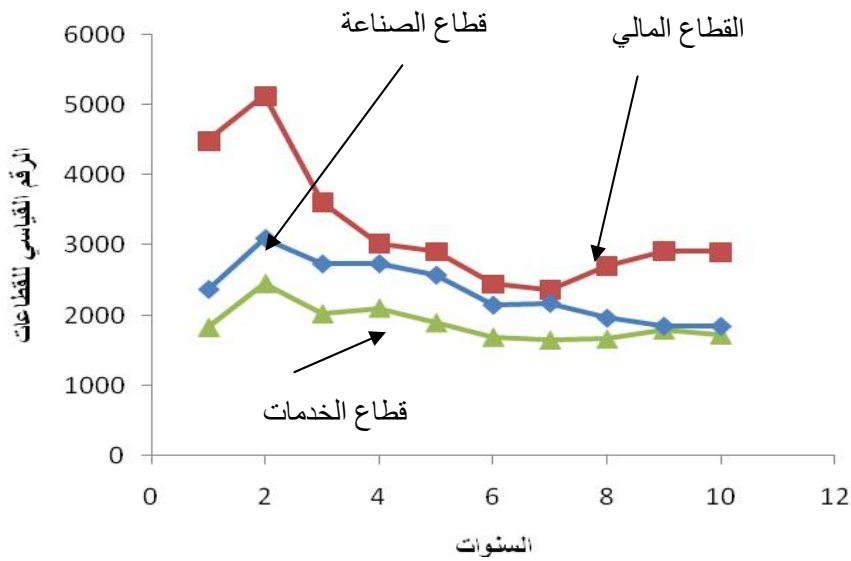
www.cbj.gov.jo (consulte 27-03-2017) _

شكّل 3-4: تطوّر الكُتلة التَّقْدِيّة فِي الأُرْدُن
خِلالَ الفِترَة 2006-2014



المصدر: تمّ إعدادُه مِنْ مُعْطِيّات الجدول 3-2.

شكل 3-5: تطوّر الرّفم القِياسِي المُرَجّح للأُسْهُم الحُرّة
للِقِطَاعَات خِلالَ الفِترَة 2006-2014



المصدر: تمّ إعدادُه مِنْ مُعْطِيّات الجدول 3-2.

يُلاحظ من الجدول 3-2 والشكل 3-4 والشكل 3-5 أنّ عرض النقد M1 في الأردن خلال الفترة الممتدة بين 2006-2014 عرف تغيّره بمتوسط 9.53% تراوح بين الإرتفاع والإنخفاض، حيثُ إرتفع عام 2006 بمقدار 505.20 مليون دينار أيّ بنسبة 12% مقابل إرتفاع نسبته 27.2% سنة 2005، وبأيّ هذا الإرتفاع بفضل زيادة النقد المتداول ب 370.2 مليون دينار وزيادة أيضاً الودائع تحت الطلب بالدينار بمبلغ 135.0 مليون دينار.¹ كما تُلاحظ أيضاً أنّ الرقم القياسي المرجح للأسهم الحرة عرف ارتفاعاً ملحوظاً من 3013.66 نقطة في سنة 2006 إلى 3674.96 نقطة في سنة 2007 إذ إرتفع الرقم القياسي لقطاع البنوك ب 30%، قطاع التأمين بنسبة 18%، قطاع الخدمات بنسبة 20% وقطاع الصناعة بأكبر نسبة إرتفاع بلغت 82%. حيثُ وفي هذه السنة أيضاً قُدِرَ إرتفاع عرض النقد M1 ب 266.6 مليون دينار أيّ ما نسبته 6% وذلك بفضل إرتفاع الودائع حتى نهاية شهر نوفمبر ب 1287.6 مليون دينار، وإرتفاع النقد المتداول ب 135.8 مليون دينار.² كما شهد أيضاً عرض النقد M1 سنة 2008 إرتفاع بمقدار 739.9 مليون دينار حيثُ بلغ 5573.0 مليون دينار أردني، وبأيّ هذا الإرتفاع نتيجة زيادة كلٍّ من النقد المتداول والودائع تحت الطلب بالدينار ب 492.4 مليون دينار و 247.5 مليون دينار.³ 2008 وعرف فيها الرقم القياسي انخفاضاً ب 17% أيّ ما يعادل 1276.2 نقطة، نتيجة انخفاض الرقم القياسي لجميع القطاعات، حيثُ انخفض رقم قطاع البنوك ب 18%، قطاع التأمين ب 22% وقطاع الخدمات ب 32%، بينما قطاع الصناعة عرف انخفاضاً طفيفاً بمقدار 2.8 نقطة وكان لسنة 2009 أنّ تشهد تباطؤ في نمو عرض النقد M1 حيثُ بلغ مستوى 6039.5 مليون دينار أيّ بزيادة مقدارها 466.5 مليون دينار مقارنة ب 739.9 مليون دينار سنة 2008، وكان سبب هذا النمو إرتفاع الودائع تحت الطلب خلال العشر أشهر الأولى من العام بنسبة 93% لتلغ مقدار 1457.4 مليون دينار، وإرتفاع النقد المتداول بمقدار 0.9% ليبلغ 2688.4 مليون دينار.⁴ وسجلت سنة 2010 تغيير مستوى عرض النقد M1 بنسبة 8% ليبلغ ما مقداره 6650 مليون دينار أردني نتيجة إرتفاع كلٍّ من الودائع تحت الطلب بالدينار والنقد المتداول ب 346.4 مليون دينار و 164.1 مليون دينار على التوالي.⁵ كما شهدت 2011 أيضاً إرتفاع في عرض النقد M1 ب 721.5 مليون دينار ليبلغ 7271.5 مليون دينار أيّ بنسبة نمو 11% نتيجة إرتفاع كلٍّ من الودائع تحت الطلب بالدينار والنقد المتداول بمقدار 545.8 مليون دينار و 175.7 مليون دينار على التوالي.⁶ وشهدت 2012 تراجع في النمو M1 بنسبة 1% أي بمقدار 604 مليون دينار وستقرّ عند مستوى 7211.1 مليون دينار أردني. أمّا 2013 إرتفع عرض النقد M1 بمقدار 1197.3 مليون دينار ليبلغ ما مقداره 8408.4 مليون دينار، كمحصلة لإرتفاع الودائع تحت الطلب بالدينار ب 805.7

¹: التقرير السنوي للبنك المركزي الأردني (الأردن: مطبعة البنك المركزي الأردني، 2006)، ص. 31.

²: أحدث التطورات النقدية والاقتصادية في الأردن (الأردن: التقرير السنوي لدائرة الأبحاث (12)، المجلد 2، نوفمبر 2007)، ص. 6.

³: التقرير السنوي للبنك المركزي الأردني (الأردن: مطبعة البنك المركزي الأردني، 2010)، ص. 29.

⁴: أحدث التطورات النقدية والاقتصادية في الأردن (الأردن: التقرير السنوي لدائرة الأبحاث (11)، المجلد 4، نوفمبر 2009)، ص. 5-6.

⁵: التقرير السنوي للبنك المركزي الأردني (الأردن: مطبعة البنك المركزي الأردني، 2010)، ص. 31.

⁶: التقرير السنوي للبنك المركزي الأردني (الأردن: مطبعة البنك المركزي الأردني، 2011)، ص. 29.

مليون دينار وارتفاع النقد المتداول بـ 391.6 مليون دينار.¹ كما كان فيها تغير صغير للرقم القياسي مقارنًا بالسنة السابقة، وانخفض في سنة 2013 بنسبة 6% نتيجة انخفاض قطاع التأمين وقطاع الصناعة، بينما عرف قطاع البنوك وقطاع الخدمات ارتفاعًا بنسبة 10% و1% على التوالي وشهدت 2014 هي الأخرى ارتفاع في M1 بمقدار 823.3 مليون دينار ليبلغ مستوى 923.17 مليون دينار. ولكن هذه المرة استمر الانخفاض للرقم القياسي المرشح لأسئمتهم الحرة بنسبة 6%، ليُعرف أيضًا خلال السنة الرقم القياسي لقطاعي البنوك والتأمين ارتفاع بنسبة 4% و10% على التوالي، أما سنة 2015 فإن الرقم القياسي انخفض بـ 5.6 نقطة.

أما عن شبه النقد، فقد عرفت هي الأخرى تطورًا غير مستقر خلال الفترة 2006-2014، ففي سنة 2006 ارتفع بمبلغ 1240.5 مليون دينار ليستحوذ بذلك على ما نسبته 71.1% من إجمالي الزيادة المُتحققة في السيولة المحليّة M2، وكان لودائع التوفير لأجل الحصة الأكبر من الارتفاع المُحقق والذي قُدِّر بمبلغ 1177.6 مليون دينار أردني. أما سنة 2007، فقد شهدت هي الأخرى تطور شبه النقد ولكن بمقدار 1230.5 مليون دينار ليبلغ 10773.7 مليون دينار أردني. كما عرفت في سنة 2008 ارتفاع بمقدار 1957.5 مليون دينار نتيجة ارتفاع وودائع التوفير لأجل بـ 1625.8 مليون دينار متأثرة بارتفاع الودائع بالدينار وانخفاضها بالعملة الأجنبية. وفي 2009 تطور بنسبة 10% ليصل لمقداره 13973.8 مليون دينار، وفي 2010 عرفت أيضًا زيادة قُدِرت بـ 1782.9 مليون دينار ليصل إلى 15756.7 مليون دينار، وذلك نتيجة ارتفاع الودائع بالدينار بـ 1440,6 مليون دينار والودائع بالعملة الأجنبية بـ 119.8 مليون دينار أردني. أما سنة 2011 تباطؤ فيها نمو شبه النقد حيث حقق معدل تطور 7% وقُدِّر بـ 16847.4 مليون دينار مستحوذًا بذلك على ما نسبته 60.2% من إجمالي الزيادة المُتحققة في السيولة، وعرفت منه الودائع بالدينار ارتفاع بمبلغ 796.3 مليون دينار وودائع بالعملة الأجنبية ارتفاع بمبلغ 98.6 مليون دينار.² وفي 2012 قُدِّر شبه النقد بمبلغ 17734 مليون دينار وفي 2013 بمبلغ 18955 مليون دينار مُحققًا ارتفاع بـ 1221 مليون دينار كمحصلة لارتفاع وودائع التوفير لأجل، وبالتحديد الودائع بالدينار بـ 1981.3 مليون دينار.³ و 2014 شهدت هي الأخرى ارتفاع في مقدار شبه النقد بـ 1053.7 مليون دينار ليبلغ مستوى 20008.7 مليون دينار أردني كمحصلة لارتفاع الودائع بالدينار الأردني بـ 1225.50 مليون دينار وارتفاع الودائع تحت الطلب بالعملة الأجنبية بـ 66.8 مليون دينار.⁴

أما عن العرض النقدي M2 يُلاحظ أنه عرف تغير خلال فترة دراسة بمُتوسط 10.03%، فقد حقق سنة 2006 نمو 14% ليُقدَّر قيمته 14109.7 مليون دينار مرتفعًا بـ 1745.7 مليون دينار عن السنة السابقة، تحت تأثير عدة عوامل منها ارتفاع صافي الموجودات المحليّة للجهاز المصرفي خلال العام بـ 337 مليون دينار، وكذلك ارتفاع بند

¹: التقرير السنوي للبنك المركزي الأردني (الأردن: مطبعة البنك المركزي الأردني، 2013)، ص. 25.

²: التقرير السنوي للبنك المركزي الأردني (الأردن: مطبعة البنك المركزي الأردني، 2011)، ص. 29.

³: التقرير السنوي للبنك المركزي الأردني (الأردن: مطبعة البنك المركزي الأردني، 2006)، ص. 25.

⁴: التقرير السنوي للبنك المركزي الأردني (الأردن: مطبعة البنك المركزي الأردني، 2014)، ص. 25.

صافي الموجودات الأجنبية للجهز المصرفي ب 1408.7 مليون دينار. أما سنة 2007 فقد شهدت هي الأخرى ارتفاع عرض النقد M2 ب 1497.10 مليون دينار ليستقر عند 15606.8 مليون دينار أردني¹. وفي سنة 2008 ارتفع عرض النقد إلى مستوى 18304.2 مليون دينار بتغير مقداره 2697.4 مليون دينار أردني نتيجة تأثير عامل ارتفاع بند صافي الموجودات المحلية للجهز المصرفي ب 3462.7 مليون دينار. أما سنة 2009 عرف M2 نموًا بنسبة 9% إذ بلغ 20013.3، وخلال 2010 بلغ 22306.7 مليون دينار أردني مرتفعًا بنسبة 11% نتيجة زيادة بند صافي الموجودات الأجنبية للجهز المصرفي ب 1197.1 مليون دينار مساهمًا بحوالي 6% من إجمالي التوسع في M2، وكذلك ارتفاع بند صافي الموجودات المحلية للجهز المصرفي ب 1096.3 مليون دينار². واستقرت قيمة عرض النقد M2 سنة 2011 عند مستوى 24118.9 مليون دينار بارتفاع قيمته 1812.2 مليون دينار مقارنة بسنة 2010 وذلك بسبب ارتفاع صافي الموجودات المحلية بواقع 32.9%، كما عرفت هذه السنة أيضًا انخفاض ب 7.4% في بند صافي الموجودات الأجنبية لدى البنك المركزي وارتفاعه 7.3% لدى البنوك المرخصة³. وكان لسنة 2012 أن تشهد ارتفاع عرض النقد M2 بمبلغ 2418.3 مليون ليبلغ مقدار 27363.4 مليون دينار بسبب ارتفاع الودائع بالدينار الأردني بمبلغ 19813 مليون دينار⁴. وسجل مستوى عرض النقد في 2014 ارتفاع ب مبلغ 1877 مليون دينار أردني ليستقر عند 29240.3 مليون دينار نتيجة الأثر التوسعي لكل من صافي الموجودات الأجنبية بمبلغ 1008.9 مليون دينار وصافي الموجودات المحلية للجهز المصرفي بمبلغ 868.1 مليون دينار⁵.

المطلب الثالث: تطور أسعار الفائدة والرقم القياسي المرجح للأسهم الأردنية

للإحاطة بتغيرات أسعار الفائدة الأردنية خلال فترة 2006-2014 سيتم التطرق لتطور كل من سعر الفائدة على سعر إعادة الخصم وأسعار الفائدة على الودائع لأجل وسعر الفائدة على ودائع التوفير وفقًا لما هو مبين في الجدول أدناه:

¹ التقرير السنوي للبنك المركزي الأردني (الأردن: مطبعة البنك المركزي الأردني، 2006)، ص. 31-32.

² التقرير السنوي للبنك المركزي الأردني (الأردن: مطبعة البنك المركزي الأردني، 2010)، ص. 31-32.

³ التقرير السنوي للبنك المركزي الأردني (الأردن: مطبعة البنك المركزي الأردني، 2011)، ص. 30.

⁴ التقرير السنوي للبنك المركزي الأردني (الأردن: مطبعة البنك المركزي الأردني، 2013)، ص. 25.

⁵ التقرير السنوي للبنك المركزي الأردني (الأردن: مطبعة البنك المركزي الأردني، 2014)، ص. 23.

جدول 3-3: تطوّر أسعار الفائدة والرّقم القياسي المرّجح للأسهم الحرة في الإقتصاد الأردنيّ خلال الفترة 2006 - 2014

الوحدة: نسبة مئوية

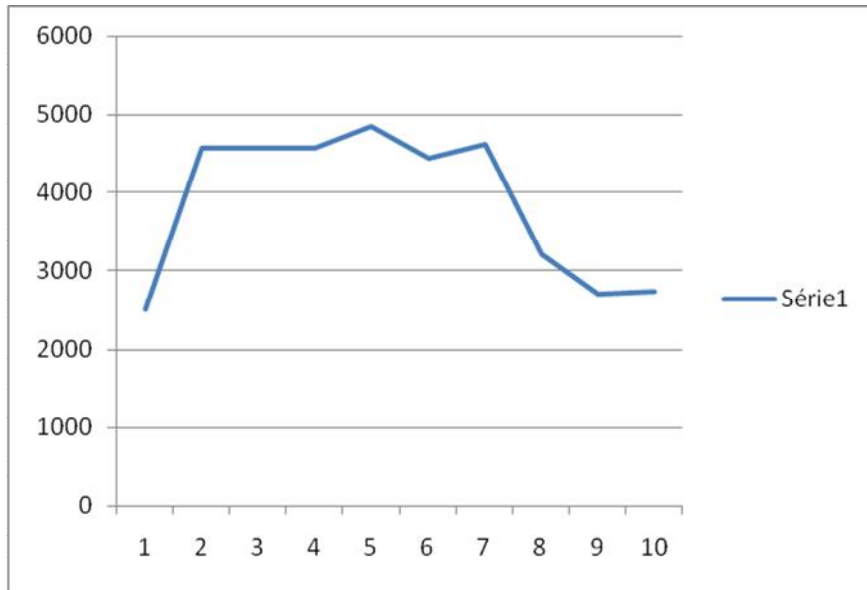
الوحدة: نقطة

الرقم القياسي لقطاع الصناعة	الرقم القياسي لقطاع الخدمات	الرقم القياسي لقطاع مالي	الرقم القياسي المرجح للأسهم الحرة	سعر الفائدة على ودائع التوفير	سعر الفائدة على الودائع الآجل	سعر إعادة الخصم	السنوات
2372,33	1833,05	4486,33	3013,66	0.99	5.13	7.5	2006
3097,74	2460,32	5130,97	3674,96	1.1	5.56	7	2007
2736,01	2025,56	3609,1	2758,44	1.04	5.66	6.25	2008
2738,83	2107,91	3026,86	2533,54	0.84	4.23	4.75	2009
2576,59	1897,16	2911,66	2373,58	0.77	3.4	4.25	2010
2149,91	1693,73	2443,87	1995,13	0.7	3.46	4.5	2011
2176,57	1651,12	2363,64	1957,6	0.76	4.19	5	2012
1964,91	1664,77	2703,85	2065,83	0.87	4.97	4.5	2013
1852,02	1794,77	2920,9	2165,46	0.79	4.11	4.25	2014

المصدر: - التّقرير السنويّ لبورصة عمّان من 2006 إلى 2014 أنظر الموقع الرسميّ لبورصة عمّان www.ase.com.jo
date de consultation 01-04-2016

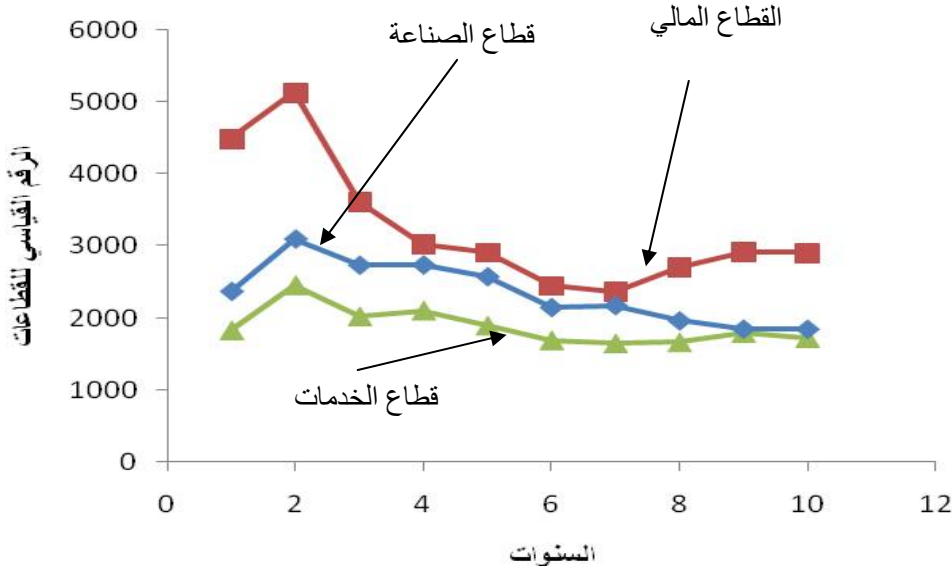
www.cbj.gov.jo (consulte 27-03-2017).

شكل 3-6: تطوّر أسعار الفائدة في الإقتصاد الأردنيّ خلال الفترة 2006-2014



المصدر: تمّ إعدادُه من مُعطيات الجدول 3-3.

شكّل 3-7: تطوّر الرقم القياسي المرّجَح للأسهم الحرة
للقطاعات خلال الفترة 2006-2014



المصدر: تمّ إعدادُه من مُعطيات الجدول 3-3.

يُلاحظ من الجدول 3-3 والشكّل 3-6 والشكّل 3-7 أعلاه أنّ سعر إعادة خصم عرفَ انخفاض 0.5% ما بين سنة 2006 و2007 أمّا سعر الفائدة على الودائع طويلة الأجل ارتفعت من 5.13% إلى 5.56% بواقع 0.43%، أمّا سعر الفائدة على الودائع ارتفع هو الآخر ب 0.11% ليصل مستوى 1.1% سنة 2007 بعدما كان 0.99% سنة 2006. كما عرف أيضًا الرقم القياسي المرّجَح ارتفاعًا حيث ارتفع من 3674.96 نقطة سنة 2006 إلى 2758.44 سنة 2007، أمّا سنة 2009 عرفَ فيها مُعدّل إعادة الخصم هو الأخرى انخفاضًا إلى مستوى 4.75% بعدما ارتفع إلى 6.25% سنة 2008، كما أنّ سعر الفائدة على الودائع الأجل هو الآخر انخفض ب 1.43% ليصبح 4.23% بعدما كان 5.66% سنة 2008، أمّا سعر الفائدة على ودائع التوفير عرفَ انخفاض 0.2% ليستقر عند نسبة 0.84% خلال عام 2009، وهذه السنة عرفت أيضًا انخفاضًا في قيمة الرقم القياسي بمقدار 1%، أمّا الرقم القياسي للقطاعات فقد ارتفع رقم قطاع التأمين بنسبة 3% بينما عرفت باقي القطاعات انخفاضًا.

وخلال سنوات 2010، 2011 و2012 سجّل أيضًا مُعدّل إعادة الخصم عدم استقرار حيث بلغ مستويات 4.25%، 4.5% و5% بشكل أثر في سعر الفائدة على الودائع لأجل لينخفض إلى 3.4%، 3.46% و4.19% والسبب في ذلك يعود إلى الأزمة المالية العالمية وتأثيرها على أسعار الفائدة في كل الأسواق المالية العالمية، حيث انخفض سعر الفائدة في بعض الاقتصاديات إلى مستوى 0.25% مثل الولايات المتحدة الأمريكية والاقتصاديات الأوروبية، كما بلغ سعر الفائدة على ودائع التوفير خلال هذه السنوات مستويات مُتدنية عند 0.77%، 0.70% و0.76% على التوالي، وشهد الرقم القياسي المرّجَح انخفاضًا متتاليًا وكان ذلك على التوالي 2373.58 نقطة سنة 2010 انخفض إلى 1995.13 نقطة سنة 2011 ليصل إلى 1957.6 نقطة سنة 2012 وعرفت أيضًا كل القطاعات الأخرى (القطاع

المالي، القطاع الخدماتي والقطاع الصناعي) انخفاضاً متتاليًا وفي سنة 2013 عرف سعر إعادة الخضم انخفاضًا بينما سجل سعر الفائدة على الودائع الآجل وودائع التوفير ارتفاعاً إلى مستوى 4.97% و 0.87% للسعرين وسجل الرقم القياسي المرجح انخفاضاً حيث انخفض خلال هذه السنة بنسبة 6% نتيجة انخفاض قطاع التأمين وقطاع الصناعة، بينما عرف قطاع البنوك وقطاع الخدمات ارتفاعاً بنسبة 10% و 1% على التوالي. كما شهدت أيضاً سنة 2014 انخفاضاً إلى مستوى 4.25% لسعر إعادة الخضم و 4.11% لسعر الفائدة على الودائع الآجل و 0.79% لسعر الفائدة على وودائع التوفير. ويستمر الانخفاض ولكن هذه المرة بنسبة 6%، ليعرف أيضاً خلال هذه السنة الرقم القياسي لقطاع البنوك والتأمين ارتفاعاً بنسبة 4% و 10% على التوالي.

المطلب الرابع: تطور سعر الصرف والرقم القياسي المرجح للأسهم الأردنية

يبين الجدول الموّال تطور سعر صرف الدينار الأردني بمجموعة من العملات لأهم الشركاء التجاريين:

جدول 3-4: تطور أسعار الصرف والرقم القياسي المرجح للأسهم الحرة

في الإقتصاد الأردني خلال الفترة 2006 - 2014

الوحدة: نسبة مئوية

الوحدة: نقطة

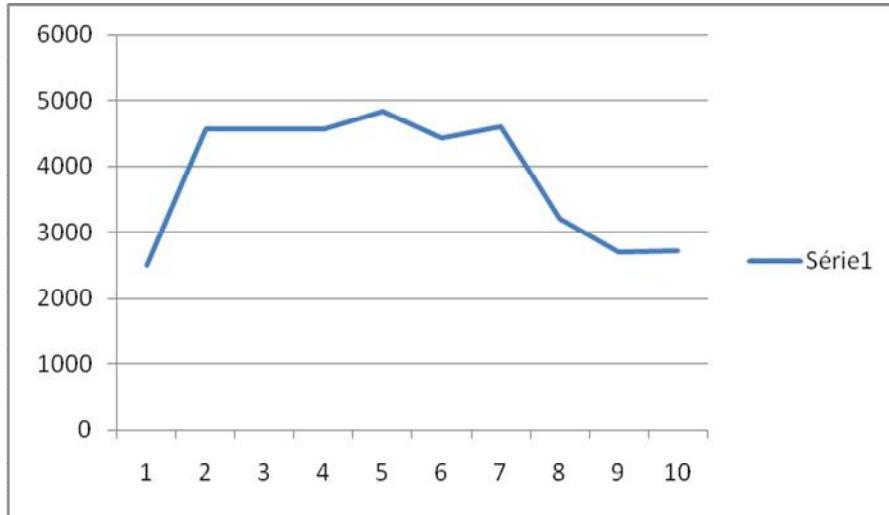
الرقم القياسي لقطاع الصناعة	الرقم القياسي لقطاع الخدمات	الرقم القياسي لقطاع مالي	الرقم القياسي المرجح للأسهم الحرة	ين ياباني	جنيه إسترليني	دولار أمريكي	يورو	السنوات
2372,33	1833,05	4486,33	3013,66	163.9	0.765	1.410	1.22	2006
3097,74	2460,32	5130,97	3674,96	166.00	0.705	1.410	1.030	2007
2736,01	2025,56	3609,1	2758,44	145.80	0.757	1.410	0.957	2008
2738,83	2107,91	3026,86	2533,54	1319	0.902	1.410	1.014	2009
2576,59	1897,16	2911,66	2373,58	123.8	0.913	1.410	1.063	2010
2149,91	1693,73	2443,87	1995,13	112.4	0.879	1.410	1.013	2011
2176,57	1651,12	2363,64	1957,6	112.5	0.890	1.410	1.009	2012
1964,91	1664,77	2703,85	2065,83	137.5	0.903	1.410	1.063	2013
1852,02	1794,77	2920,9	2165,46	148.9	0.856	1.410	1.061	2014

المصدر: - التقارير السنوية لبورصة عمان من 2006 إلى 2014 أنظر الموقع الرسمي لبورصة عمان www.ase.com.jo

.date, de consultation 01-04-2016

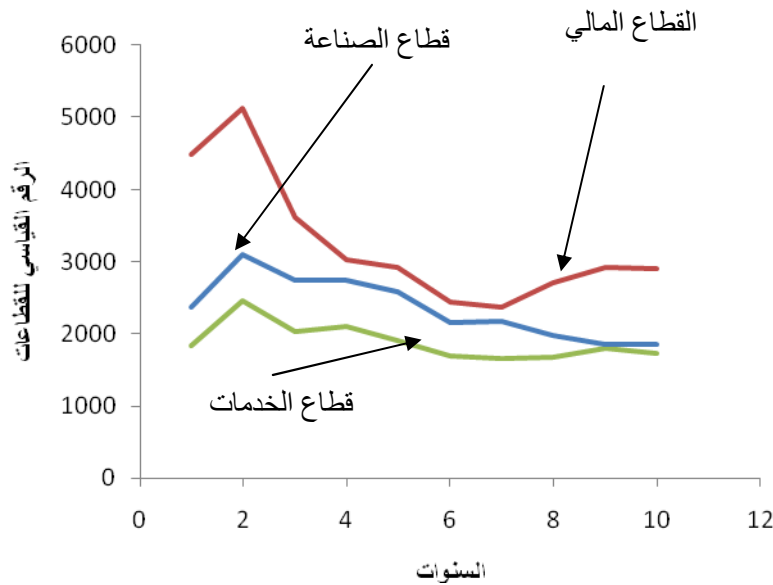
www.cbj.gov.jo (consulte 27-03-2017). -

شكل 3-8: تطوّر أسعار الصّرف في الإقْتِصَادِ الأُرْدُنِيِّ خِلالَ الفِترَةِ 2006-2014



المصدر: تمّ إعدادُه من مُعطيات الجدول 3-4.

شكل 3-9: تطوّر الرّفْمِ القِياسِيِّ المُرجَّحِ لِلسُّهُمِ الحُرَّةِ لِلقِطَاعَاتِ خِلالَ الفِترَةِ 2006-2014



المصدر: تمّ إعدادُه من مُعطيات الجدول 3-4.

من خلال الجدول والشكلين يتضح أنّ البنك المركزي الأردني ما زال ومُنذ سنة 1995 يعتمد نظام سعر الصرف الثابت للدّينار الأردنيّ مقابل الدُولار الأمريكيّ والذي اثبت أنّه ما زال الأمثل والأنسب للإقْتِصَادِ وَيَشْكَل دِعَامَةً أساسية لِإِسْتِغْرَارِ التّقديّيّ والمَصْرِيّ، ويؤدّي دورًا فاعلاً في تعزيز التّعة بالدّينار الأردنيّ وزيادة تنافسية الصادرات الوطنيّة فضلًا عن جذب الإستثمارات المحليّة والأجنبيّة.

وبالنظر إلى سعر الصرف مقابل العملات الرئيسية، يُلاحظ ما بين سنة 2006 و2007 انخفاض سعر صرف الدينار مقابل اليورو والجنيه الإسترليني 15.57% و7.8% بالترتيب، تزامناً مع هذا انخفضت أيضاً قيمة الرقم القياسي من 3013.66 نقطة إلى 2758.44 نقطة أي بنسبة تغير بلغت 36%. أما الين الياباني فقد عرف ارتفاعاً بـ 1.2%. أما سنوات 2009 و2010 عرف سعر صرف الدينار مقابل اليورو ارتفاع بنسبة 5.9%، 4.8%، كما شهد الرقم القياسي المرحح في سنة 2009 انخفاضاً بمقدار 1%، أما الرقم القياسي للقطاعات فقد ارتفع رقم قطاع التأمين بنسبة 3% بينما عرفت باقي القطاعات انخفاضاً. في سنة 2010 عرف الرقم القياسي للسوق مرة أخرى انخفاض ولكن بنسبة أقل فدرت بنسبة 4%، بينما عرف قطاع الصناعة ارتفاعاً بنسبة 6%، وفي سنة 2011 يُلاحظ زيادة نسبة انخفاض رقم السوق لتصل لـ 13% أي ما يعادل 669.6 نقطة، كما عرفت كل القطاعات انخفاضاً.

أما سعر صرف الدينار مقابل الجنيه الإسترليني عرف هو الآخر انخفاضاً بنسبة 9%، 6.14%، كما عرف الدينار كذلك انخفاضاً مقابل اليورو في سنة 2012 بنسبة 0.3% كما ارتفع سعر الصرف مقابل الجنيه الإسترليني والين الياباني بنسبة 1.25%، 0.08%. وكان فيها تغير صغير للرقم القياسي مقارنة بالسنة السابقة، وانخفض في سنة 2013 بنسبة 6% نتيجة انخفاض قطاع التأمين وقطاع الصناعة، بينما عرف قطاع البنوك وقطاع الخدمات ارتفاعاً بنسبة 10% و1% على التوالي وقد سجل سعر صرف الدينار بكل من اليورو والجنيه الإسترليني والين الياباني ارتفاعاً بنسبة 5.3%، 1.4% و22.2% على التوالي، وسجل في سنة 2014 سعر صرف الدينار ارتفاعاً مقابل الين الياباني بـ 8.3% وانخفاض سعر صرف الدينار بالجنيه الإسترليني 5.2% وبالْيُورُو 0.18%.

خُلاصَة الفَصْلِ الثَّالِثِ

يُعدُّ سوقَ عَمَّانِ المَالِيَّ مِنَ الأسواقِ العَرَبِيَّةِ القَوِيَّةِ والأَكْثَرِ تَنْظِيمًا، حَيْثُ شَهِدَ هَذَا السُّوقُ بِمُجْمُوعَةٍ مِنَ التَّطَوُّراتِ وَذَلِكَ فِي السَّنَوَاتِ الأَخِيرَةِ وَمُؤَمَّرِ إِقْتِصَادِي وَذَلِكَ مِنْ حِلالِ مُؤَمَّرِ بَعْضِ القِطَاعَاتِ مِثْلَ قِطَاعِ الخِدْمَاتِ وَقِطَاعِ الإِنْتاجِ.

تُؤدِّي سوقُ الأَوْرَاقِ المَالِيَّةِ الأُرْدُنِيَّةِ دَوْرًا هَامًا وَوِظِيفَةً إِقْتِصَادِيَّةً رَئِيسِيَّةً مِنْ حِلالِ حَشْدِ المُدَّخِرَاتِ وَتَشْجِيعِهَا لِلإِسْتِثْمَارِ فِي الوَحِدَاتِ الإِقْتِصَادِيَّةِ، ففِكْرَةُ سوقِ الأَوْرَاقِ المَالِيَّةِ فِي الأُرْدُنِ بَدَأَتْ بِإِنْشَاءِ الشَّرِكَاتِ المُسَاهِمَةِ العَامَّةِ فِي أوائلِ ثَلَاثِينِيَّاتِ القَرْنِ العَشرِينَ التَّدَاوُلِ بِالأَسْهُمِ مِنْ حِلالِ سوقِ عَمَّانِ المُنظَّمِ، حَتَّى صُدِّقَ القَانُونُ رَقمُ 31 لِسَنَةِ 1976 الَّتِي تأسَّسَ بِمُوجِبِهِ سوقَ عَمَّانِ لِالأَوْرَاقِ المَالِيَّةِ.

وَقَدْ تَمَّ إِنْشَاءُ مَرَكزِ إِيدَاعِ الأَوْرَاقِ المَالِيَّةِ بِتَارِيخِ 10 / 05 / 1999 بِهَدَفِ تَسْجِيلِ وَنَقْلِ مِلِكِيَّةِ الأَوْرَاقِ المَالِيَّةِ المُتَدَاوِلَةِ فِي البُورْصَةِ وَتَسْوِيَةِ أُمُومَاتِهَا. وَفِي الوَقْتِ الحَالِي يَتِمُّ فِيهَا تَدَاوُلُ أسْهُمِ وَسَدَّاتِ الشَّرِكَاتِ الخَاصَّةِ وَالْعَامَّةِ مِنْ حِلالِ سوقِ أَوَّلِيَّةِ وَسُوقِ ثَانَوِيَّةِ مِثْلُ مَا هُوَ الحَالُ فِي جَمِيعِ البُورْصَاتِ العَالَمِيَّةِ الكُبْرَى مِنْ حِلالِ أوامرِ تَنْفُذِ حِلالِ سَاعَاتِ مُحَدَّدَةٍ، كَمَا عِتمَدَتِ هَذِهِ السُّوقُ مُؤَخَّرًا نِظامَ تَدَاوُلِ الإِكْتِرُوبِي سَاهِمِ فِي رَفْعِ كَفَاءَةِ وَسُرْعَةِ التَّعَامُلِ فِيهَا وَتَوْفِيرِ الشَّفَافِيَّةِ وَالْأَمَانِ لِلْمُتَعَامِلِينَ وَالْمُسْتِثْمِرِينَ.

أَمَّا عَنِ وَاقِعِ نَشَاطِهَا فَقَدْ عَرِفَتْ حِلالَ فِتْرَةِ الدَّرَاسَةِ المُمْتَدَّةِ بَيْنَ 2006 و 2014 إِنْخِفاضَ فِي حِجْمِ التَّدَاوُلِ بِمُتَوَسِّطِ 17% نَتِيجَةَ إِنْخِفاضِ مُعَدَّلَاتِ النُّمُو الإِقْتِصَادِي بِسَبَبِ الأَزْمَةِ المَالِيَّةِ العَالَمِيَّةِ وَأَزْمَةِ دُولِ الجُورِ، كَمَا عَرِفَ عَدَدُ الأَسْهُمِ المُتَدَاوِلَةِ هُوَ الأَحْرَ تَرَاجِعَ حِلالَ الفِتْرَةِ نَفْسِهَا بِمُتَوَسِّطِ 6%، وَاجْتَهَتْ القِيمَةُ السُّوقِيَّةُ نَحْوَ الإِنْخِفاضِ حِلالَ نَفْسِ الفِتْرَةِ بِمُتَوَسِّطِ 1% نَتِيجَةَ تَرَاجِعِ مُعَدَّلِ نُمُو النِّاتِجِ المَحَلِّي الإِجْمَالِي، بِسَبَبِ التَّدَاعِيَّاتِ السَّالِفَةِ الذِّكْرِ. أَمَّا عَنِ الوَضْعِ الإِقْتِصَادِي الكُلِّي فِي المَمْلَكَةِ فَقَدْ عَرِفَ أَدَاءُ الإِقْتِصَادِ الأُرْدُنِي مُمَثَّلًا بِالنِّاتِجِ المَحَلِّي الإِجْمَالِي تَرَاجِعَ حِلالَ فِتْرَةِ الدَّرَاسَةِ بِسَبَبِ عُدَّة، أَحْدَاثِ أَهْمِهَا كَمَا تَمَّ ذِكْرُهُ سَابِقًا تَدَاعِيَّاتِ الأَزْمَةِ المَالِيَّةِ العَالَمِيَّةِ وَأَحْدَاثِ المِنْطَقَةِ. وَبِخِصُوصِ تَطَوُّرِ الأَسْعارِ فَقَدْ تَمَّ تَشْخِيفُهُ مِنْ حِلالِ تَحْلِيلِ تَغْيِيرِ التَّضَخُّمِ المَقَّاسِ بِالتَّغْيِيرِ النَّسْبِي فِي الرَّقْمِ القِيَّاسِي لِالأَسْعارِ وَالتَّغْيِيرِ النَّسْبِي لِلنِّاتِجِ المَحَلِّي الإِجْمَالِي، وَقَدْ عَرِفَا هَذَيْنِ المُتَغْيِرِينَ تَدَبُّبًا فِي التَّغْيِيرِ حِلالَ فِتْرَةِ الدَّرَاسَةِ تَرَاحَ بَيْنَ الإِرْتِفَاعِ وَالإِنْخِفاضِ حَيْثُ بَلَغَ مُسْتَوِيَّاتِ قِيَّاسِيَّةِ فِي سَنَةِ 2008 نَتِيجَةَ النُّمُو الكَبِيرِ لِأَسْعارِ المَوَادِّ الأَسَاسِيَّةِ خَاصَّةً المُسْتَوْرَدَةِ مِنْهَا مِثْلَ النَّفْطِ وَالمَوَادِّ العِذَائِيَّةِ. كَمَا عَرِفَتْ الكُنْتَلَةُ النَّقْدِيَّةُ M1 هِيَ الأُخْرَى حِلالَ فِتْرَةِ الدَّرَاسَةِ تُعَيَّرُ بِمُتَوَسِّطِ 9,53% تَرَاحَ بَيْنَ الإِنْخِفاضِ وَالإِرْتِفَاعِ وَهُوَ تَقْرِيبًا نَفْسِ الشَّيْءِ الَّذِي حَدَثَ مَعَ الكُنْتَلَةِ النَّقْدِيَّةِ M2 وَشِبْهُ النُّقُودِ. أَمَّا أَسْعارُ العَائِدَةِ بِشَكْلِ عَامٍ فَقَدْ سَيَّرَتْ بِهَا المَمْلَكَةُ التَّغْيِيرَاتِ فِي الوَضْعِ الإِقْتِصَادِي، وَقَدْ عَرِفَ مُعَدَّلُ الصَّرْفِ لِعَمَلَاتِ أَهْمِ الشَّرِكَاءِ التَّجَارِيئِينَ إِسْتِقْرَارًا.

المخاطبة

الخاتمة العامة

تعتبر أسواق الأوراق المالية أحد الآليات الهامة لتجميع وتوجيه الموارد المالية وتوظيفها في المشروعات الإستثمارية، إذ يتم في هذه الأسواق تداول العديد من الأدوات المالية منها التقليدية كالأسهم والسندات ومنها الحديثة التي تم ابتكارها تماشياً مع المستجدات والتطورات في القطاع المالي، لذلك تسعى المؤسسات إلى رفع قيمتها للمحافظة على تواجدتها في السوق، من خلال تداول أسهمها.

وتعتبر أسواق الأوراق المالية أحد الآليات الهامة لتجميع وتوجيه الموارد المالية وتوظيفها في المشروعات الإستثمارية، إذ يتم في هذه الأسواق تداول العديد من الأدوات المالية منها التقليدية كالأسهم والسندات ومنها الحديثة التي تم ابتكارها تماشياً مع المستجدات والتطورات في القطاع المالي، لذلك تسعى المؤسسات إلى رفع قيمتها للمحافظة على تواجدتها في السوق، من خلال تداول أسهمها.

ومن أهم السياسات الاقتصادية لدينا السياسة النقدية التي تحتل مكانة بارزة وتهدف إلى ضمان توازن النشاط الاقتصادي، وتسعى إلى تحقيق المربع السحري وخاصة التحكم في التضخم عن طريق أدوات مختلفة مباشرة وغير مباشرة ولتبلغ السياسة النقدية الأهداف المرجوة لأمد من توفير لها ظروف مناسبة وضوابط أساسية لكي تصبح أكثر نجاعة وفعالية، فيجب وضعها على أسس موضوعية واقتصادية من طرف متخصصين وخبراء اقتصاديين وماليين وذلك للتحكم في معدلات التضخم من جهة وبأبواب متغيرات السياسة النقدية (الكتلة النقدية، سعر الفائدة، وسعر الصرف) وتوفير المثلثة اللازمة لتنشيط الاقتصاد من جهة أخرى.

نتائج واختيار فرضيات الدراسة

نتائج الدراسة

- تم من خلال هذه الدراسة التوصل إلى جملة من النتائج وفيما يلي عرض لهذه الأخيرة:
- تعتبر السوق المالية المحور الأساسي لتوجيه مختلف الأنشطة الاقتصادية، ولهذا فإن المستثمر في الأوراق المالية المدرجة في تلك الأسواق حتى يتميز قرائه الإستثماري بنوع من الرشادة يتطلب عليه إجراء تحليلات مستجرة لمؤشرات السوق دون الإغفال عن بعض المتغيرات الكلية ذات التأثير على جانب القرار إذ بإمكانها أن تشكل مع مؤشرات السوق نموذجاً يساعد على اتخاذ القرار.
- يتمتع سوق عمان المالي بأهمية بالغة كإطار مؤسسي قائم يعمل على تسهيل إنسياب الأموال من المدخرين إلى المستثمرين وكفناة توجيه استخدام الموارد المتاحة بكفاءة على النحو الذي يحقق توفير موارد التمويل، كما يقوم نشاط هذه السوق على تداول أدوات مالية طويلة الأجل سواء في شكلها التقليدي الذي رافق ظهورها كالأسهم والسندات وهذا الذي يشجع على الإستثمار ويمح عدده مزايا للمتعاملين إذ يسمح لهم باختيار عديده وفق مصالحهم وأجهااتهم.

- من أبرز الآثار السلبية التي تنتج عن التّضحّم فقْدان النُّفود لِوُظُفِيَّتِهَا كَمُخزِنٍ لِلْقِيَمَةِ بِمَّا يَدْفَعُ بِالْمُسْتَشْمِرِينَ إِلَى الْبَحْثِ عَنْ مَجَالَاتِ تَوْظِيفٍ فِي فِتْرَاتِ التّضْحُمِ تَمَكَّنَهُمْ مِنَ الْحُصُولِ عَلَى عَائِدِ أَعْلَى يَكْفِي لِلتَّغْوِيضِ عَنْ إِنْخِفَاضِ قِيَمَةِ الدَّخْلِ. وَ قَدْ وَقَعَ إِخْتِيَارُ الْمُسْتَشْمِرِينَ عَلَى الْأَسْهُمِ الْعَادِيَةِ لِأَنَّ عَوَائِدَهَا الَّتِي وَضَعَهَا فِي (Fischer) مُتَغَيِّرَةٌ عَلَى عَكْسِ السَّنَدَاتِ وَالْأَسْهُمِ الْمُتَمَازَةِ وَقَدْ دَعَمَ هَذِهِ الْفِكْرَةَ فَرْضِيَّةٌ فِيشَرٍ شَكَلَ صِبْغَةً رِيَاضِيَّةً تَظْهَرُ بِأَنَّ مُعَدَّلَ الْفَائِدَةِ الْحَقِيقِيَّ يُسَاوِي مُعَدَّلَ الْفَائِدَةِ الْأَسْمَى مُنْقُوصًا مِنْهُ مُعَدَّلُ التّضْحُمِ وَهَذَا مَا دَفَعَ بِعَدَدٍ مِنَ الْإِقْتِصَادِيِّينَ إِلَى اللُّجُوءِ إِلَى إِخْتِبَارَاتِ الْإِحْصَائِيَّةِ لِإِثْبَاتِ أَوْ نَفْيِ هَذِهِ الْعَلَاقَةِ بَيْنَ مُعَدَّلَاتِ التّضْحُمِ وَعَوَائِدِ الْأَسْهُمِ.
- وَجُودُ عِلَاقَةٍ طَرْدِيَّةٍ بَيْنَ مُعَدَّلَاتِ التّضْحُمِ وَعَوَائِدِ الْأَسْهُمِ (سَوَاءٌ كَانَتْ ضَعِيفَةً أَوْ مُنَوَسَّطَةً الْقُوَّةَ وَتُوصَّلُنَا أَيْضًا إِلَى نَتَائِجِ تُوَكَّدُ وَجُودَ عِلَاقَةٍ عَكْسِيَّةٍ بَيْنَ التّضْحُمِ وَعَوَائِدِ الْأَسْهُمِ، وَعَلَيْهِ لَا يُمْكِنُ إِطْلَاقًا اعْتِمَادَ الْأَسْهُمِ كَوَسِيلَةٍ تَحُوطُ كَامِلًا أَوْ جُزْئِيًّا ضِدَّ مَخَاطِرِ التّضْحُمِ.
- وَجَدْنَا أَنَّ لِمُعَدَّلِ التّضْحُمِ تَأْثِيرَ ذُو مَعْنَوِيَّةٍ إِحْصَائِيَّةٍ، وَبِالتَّالِيِ هُنَاكَ عِلَاقَةٌ ذَاتَ دَلَالَةٍ إِحْصَائِيَّةٍ لِمُعَدَّلِ التّضْحُمِ عَلَى مُؤَشِّرِ السُّوقِ عِنْدَ مُسْتَوَى مَعْنَوِيَّةٍ 5%.
- هُنَاكَ تَأْثِيرٌ لِمُعَدَّلِ النَّاتِجِ الْمَحَلِّيِّ الْإِجْمَالِيِّ عَلَى مُؤَشِّرِ السُّوقِ، أَيُّ هُنَاكَ عِلَاقَةٌ ذَاتَ دَلَالَةٍ إِحْصَائِيَّةٍ لِمُعَدَّلِ النَّاتِجِ الْمَحَلِّيِّ الْإِجْمَالِيِّ عَلَى مُؤَشِّرِ الْبُورْصَةِ عِنْدَ مُسْتَوَى مَعْنَوِيَّةٍ 5%.
- تَعْتَبَرُ أَسْعَارُ الصَّرْفِ مُتَغَيِّرٌ إِقْتِصَادِيٌّ كَلِيٌّ ظَهَرَ كِنْتَاجٌ لِلتَّطَوُّرِ التَّارِيخِيِّ لِلْأَنْظِمَةِ النَّقْدِيَّةِ الدَّوْلِيَّةِ تُؤَثِّرُ تَقْلُبَاتِهِ عَلَى حَرَكَةِ رُؤُوسِ الْأَمْوَالِ وَالتَّمْوِيلِ الدَّوْلِيِّ، تَنْتِجُ مَخَاطِرَها عَنْ تَقْلُبَاتِ أَسْعَارِ الصَّرْفِ لِلْعَمَلَةِ الْمَحَلِّيَّةِ مُقَابِلِ الْعَمَلَاتِ الْأَجْنَبِيَّةِ، وَلِذَا فَهِيَ تُؤَثِّرُ تَأْثِيرًا بِالْعَلَا عَلَى قِيَمَةِ الْأَسْهُمِ الْمُتَمَدَاوِلَةِ فِي الْبُورْصَةِ سَوَاءً بِإِزْتِفَاعِهَا أَوْ بِإِنْخِفَاضِهَا.
- تُشَكِلُ مُتَغَيِّرَاتِ السِّيَاسَةِ النَّقْدِيَّةِ مَخَاطِرَ لَا يُمْكِنُ التَّحَكُّمُ لَا يُمْكِنُ التَّحَكُّمُ فِيهَا، وَلِذَا فَإِنَّ أَسْعَارَ الصَّرْفِ تُؤَثِّرُ تَأْثِيرًا بِالْعَلَا عَلَى قِيَمَةِ الْأَسْهُمِ الْمُتَمَدَاوِلَةِ فِي الْبُورْصَةِ، مِنْ خِلَالِ قَنَاةِ مُبَاشَرَةٍ وَأُخْرَى غَيْرَ مُبَاشَرَةٍ.

إِخْتِبَارُ فَرْضِيَّاتِ الدِّرَاسَةِ

وَكُمُحَاوَلَةٍ لِلِإِجَابَةِ عَنْهَا تَمَّ وَضْعُ بَعْضِ مَجْمُوعَةٍ مِنَ الْفَرْضِيَّاتِ الَّتِي سَبَقَ ذِكْرُهَا فِي الْمُقَدِّمَةِ الْعَامَّةِ، وَبَعْدَ إِخْتِبَارِهَا تَمَّ التَّوَصُّلُ إِلَى مَا يَلِي:

بِالنَّسْبَةِ لِلْفَرْضِيَّةِ الْأُولَى أَثْبِتَ مِنْ خِلَالِ الدِّرَاسَةِ وَجُودَ عِلَاقَةٍ طَرْدِيَّةٍ بَيْنَ مُعَدَّلِ التّضْحُمِ وَعَوَائِدِ الْأَوْزَاقِ الْمَالِيَّةِ مِثْلُ فِشَرِ Fisher وليفِر Leffer، ففِيشِر Fisher يَرَى بِأَنَّ الْعَوَائِدَ الْإِسْمِيَّةَ لِلْأَوْزَاقِ الْمَالِيَّةِ - الْأَسْهُمِ - تَزْدَادُ بِنَفْسِ نِسْبَةِ زِيَادَةِ مُعَدَّلِ التّضْحُمِ الْمُتَوَقَّعِ، وَبِالتَّالِيِ سَيَعُوضُ الْمُسْتَشْمِرُ الْحَسَارَةَ النَّاجِمَةَ عَنِ التّضْحُمِ فِي الْقُوَّةِ الشَّرَائِيَّةِ لِثَرَوَتِهِ، وَيَزْتَكِزُ فِي ذَلِكَ عَلَى مَفْهُومِ أَسَاسِيٍّ مَقَادِهِ أَنَّ مُعَدَّلَ الْعَائِدِ الْإِسْمِيِّ يَتَكَوَّنُ مِنْ مُعَدَّلِ عَائِدِ حَقِيقِيٍّ

مُضَافٌ إِلَيْهِ الْمُعَدَّلُ الْمُتَوَقَّعُ لِلتَّضَخُّمِ، أما ليفر Leffer يرى أن هُنَاكَ بَعْضَ الْأُورَاقِ الْمَالِيَّةِ - الْأَسْهُمِ - تُعْتَبَرُ وَسِيلَةً جَيِّدَةً لِتُحَوِّطَ مِنَ التَّضَخُّمِ، إِذْ أَنَّهُ كَلَّمَا زَادَ مُعَدَّلُ التَّضَخُّمِ فَإِنَّ أَسْعَارَهَا سَتَزِيدُ بِنِسْبَةٍ أَكْبَرَ مِنَ النِّسْبَةِ الَّتِي زَادَ بِهَا التَّضَخُّمِ.

أَمَّا بِالنِّسْبَةِ لِلْعَلَاقَةِ الْعَكْسِيَّةِ الَّتِي نَادَى بِهَا فاما Fama مفادها أَنَّ عَوَائِدَ الْحَقِيقِيَّةِ لِلأُورَاقِ الْمَالِيَّةِ - الْأَسْهُمِ - تَرْتَبُطُ بِعَلَاقَةٍ عَكْسِيَّةٍ مَعَ التَّضَخُّمِ، وَحِجَّتُهُ فِي ذَلِكَ أَنَّ تَوَقُّعَ انْخِفَاضِ فِي النِّشَاطِ الْحَقِيقِيِّ اسْتِجَابَةً لِمُضْدَمَةِ حَقِيقِيَّةِ سَلْبِيَّةٍ نَاجِمَةٍ عَنِ أَثَرِ مِنَ الْأَثَارِ السَّلْبِيَّةِ لِلتَّضَخُّمِ يُوَدِّي لَانْخِفَاضِ عَوَائِدِ الْأَسْهُمِ وَفَقَ لِعَلَاقَةِ التَّأثيرِ الْبَدِيلِ أَوْ النَّائِبِ.

وَمِنْ هُنَا يُمكنُ الْقَوْلُ أَنَّ أَسْعَارَ الْأُورَاقِ الْمَالِيَّةِ - الْأَسْهُمِ - فِي ظِلِّ التَّضَخُّمِ سَتَتَحَدَّدُ وَفَقَ الطَّلَبِ عَلَيْهَا نَتِيجَةً لِقَرَارِ الْإِسْتِثْمَارِ فِيهَا. فَفِي بَدَايَةِ التَّضَخُّمِ يَكُونُ الطَّلَبُ عَلَى نَوْعِ خَاصٍّ مِنَ الْأَسْهُمِ وَهِيَ أَسْهُمُ الشَّرِكَاتِ الَّتِي تَتَمَتَّعُ بِمَخْرُوجِ سَلْعِي بِإِغْتِبَارِ أَسْعَارِهِ سَتَعْرِفُ إِرتِفَاعَ نَتِيجَةً زِيَادَةَ التَّضَخُّمِ، مِمَّا يُؤَدِّي لِيَزَادَةَ عَوَائِدِهَا الْإِسْمِيَّةِ، وَهَذَا يَمَكِّنُ إِعْتِمَادَهَا كَأَدَاةٍ تَحَوِّطُ.

بِالنِّسْبَةِ لِلْفَرَضِيَّةِ الثَّانِيَةِ أُثْبِتَ مِنْ حِوَالِ الدِّرَاسَةِ وَجُودَ عِلَاقَةٍ طَرْدِيَّةٍ بَيْنَ الْكُتْلَةِ النِّقْدِيَّةِ وَعَوَائِدِ الْأُورَاقِ الْمَالِيَّةِ لِأَنَّ أَسَاسًا زِيَادَةَ الْكُتْلَةِ النِّقْدِيَّةِ تَعْنِي انْخِفَاضَ أَسْعَارِ الْفَائِدَةِ وَهُوَ الشَّيْءُ الَّذِي يَنْخِفُضُ مِنْ تَكْلِفَةِ التَّمْوِيلِ وَيَشْجَعُ عَلَى زِيَادَةِ الْإِسْتِثْمَارِ وَتَطْوِيرِ الْإِنْتِاجِيَّةِ، مِمَّا يُؤَدِّي إِلَى زِيَادَةِ أَرْبَاحِ الشَّرِكَاتِ وَتَحَسُّنِ أَسْعَارِ أَسْهُمِهَا فِي عِلَاقَةٍ غَيْرِ مُبَاشِرَةٍ تَقُومُ عَلَى إِجْبَاطِيَّةِ زِيَادَةِ حَجْمِ الْكُتْلَةِ النِّقْدِيَّةِ عَلَى أَسْعَارِ الْأَسْهُمِ.

بِالنِّسْبَةِ لِلْفَرَضِيَّةِ الثَّلَاثَةِ، فِيمَا يَخِصُّ السَّنَدَاتِ أُثْبِتَ مِنْ حِوَالِ الدِّرَاسَةِ وَجُودَ عِلَاقَةٍ عَكْسِيَّةٍ أَنَّ هُنَاكَ عِلَاقَةً عَكْسِيَّةً بَيْنَ أَسْعَارِ السَّنَدَاتِ وَمُعَدَّلِ الْفَائِدَةِ السَّائِدِ فِي السُّوقِ، حَيْثُ أُثْبِتَتْ التَّجَارِبُ أَنَّ أَسْعَارَ السَّنَدَاتِ تَنْخِفُضُ بِإِرْتِفَاعِ أَسْعَارِ الْفَائِدَةِ كَمَا أَنَّ أَسْعَارَ الْفَائِدَةِ أَيْضًا تَنْخِفُضُ بِسَبَبِ إِرتِفَاعِ أَسْعَارِ السَّنَدَاتِ، مِمَّا يَعْنِي أَنَّهُمَا وَجْهَانِ لِنَفْسِ الظَّاهِرَةِ تَرْتَبُطُ بَيْنَهُمَا عِلَاقَةً عَكْسِيَّةً.

أَمَّا بِالنِّسْبَةِ إِلَى الْأَسْهُمِ أُثْبِتَتْ الدِّرَاسَةُ وَجُودَ عِلَاقَةٍ عَكْسِيَّةٍ بَيْنَ مُعَدَّلِ الْفَائِدَةِ وَعَوَائِدِ الْأُورَاقِ الْمَالِيَّةِ حَيْثُ أَنَّ عِنْدَ إِرتِفَاعِ أَسْعَارِ الْفَائِدَةِ تَرْتَفِعُ تَكْلِفَةُ الْإِقْتِرَاضِ، وَبِالْتَّالِيِ يَنْخِفُضُ الطَّلَبُ عَلَى الْقُرُوضِ، وَتَنْخِفُضُ الْأَمْوَالُ الْمُخَصَّصَةَ لِشِرَاءِ الْأَسْهُمِ مِمَّا يَنْخِفُضُ مِنَ الطَّلَبِ عَلَى الْأَسْهُمِ وَبِالْتَّالِيِ انْخِفَاضَ أَسْعَارِهَا.

بِالنِّسْبَةِ لِلْفَرَضِيَّةِ الرَّابِعَةِ هُنَاكَ حَالَتَيْنِ لِلْعِلَاقَةِ بَيْنَ سِعْرِ الصَّرْفِ وَعَوَائِدِ الْأُورَاقِ الْمَالِيَّةِ، الْحَالَةُ الْأُولَى فَإِنَّ انْخِفَاضَ قِيَمَةِ عَمَلَةٍ بَلَدٍ مَا، مِنْ شَأْنِهِ أَنْ يَجْعَلَ أَسْعَارَ الْمَوْجُودَاتِ الْمَالِيَّةِ الْمَحَلِّيَّةِ (كَالْأَسْهُمِ)، أَرْخَصَ نَسْبِيًا لِلْمُسْتِثْمِرِينَ الْأَجَانِبِ، مِمَّا يَزِيدُ مِنَ طَلَبِ الْمُسْتِثْمِرِينَ الْأَجَانِبِ عَلَى الْمَوْجُودَاتِ الْمَحَلِّيَّةِ وَتَزْدَادُ سُرْعَةُ تَدَاوُلِ هَذِهِ الْمَوْجُودَاتِ وَتَرْتَفِعُ أَسْعَارُهَا تَبَاعًا، أَمَّا فِيمَا يَخِصُّ الْحَالَةَ الثَّانِيَةَ فَإِنَّ انْخِفَاضَ قِيَمَةِ الْعَمَلَةِ لِيَلِدَ مَا، غَالِيًا مَا يُؤَدِّي إِلَى زِيَادَةِ الصَّادِرَاتِ وَانْخِفَاضِ الْإِسْتِثْمَارِ، وَمِنْ شَأْنِ ذَلِكَ أَنْ يَزِيدَ مِنَ الْقُدْرَةِ التَّنَافُسِيَّةِ لِشَّرِكَاتِ هَذَا الْبَلَدِ فِي

السوق الدُولِيَّة بما يَدْفَع إلى زيَاة الطَّلَب على مُنتجات الشَّرِكات المَحَلِّيَّة وبِالتَّالِي زيَاة حَجْم الإِنْتاج، وإِرتفَاع أَرْباح هَذِهِ الشَّرِكات، الأَمْر الَّذِي سَيُؤَثِّر إِيْجابًا في أَسْعار الأَوْراق المَالِيَّة وَخَاصَّة الأَسْهُم، غَيْرَ أَنَّ تَأْثير أَسْعار الصَّرْف في الشَّرِكات سَيَكُون مُتبايِنًا، إِذْ يَظْهَرُ بِشَكْل إِيْجابي بِالنَّسْبَةِ إلى الشَّرِكات ذَات التَّوجُّهات التَّصْدِيرِيَّة.

الاقتراحات

بَعْد اسْتِعْراض جُمْلَةِ نَتائِج الدَّرَاسَةِ وإِختبار فَرَضِيَّاتِهَا تَمَّ التَّوصُّلُ إلى جُمُوعَةٍ مِنَ التَّوصِيَّاتِ وَالإِقْتِراحاتِ وَفِيما يَلِي عَرَضُ لِهَذِهِ الأَخْبِرَةِ:

- إِنَّ لِمُتَعَبِّراتِ السِّيَاسَةِ النَّقْديَّةِ قُوَّةً وَتَأْثيرَ عَلى سُوْق الأَوْراقِ المَالِيَّةِ الأُرْدُنِيَّةِ لَذا يَجِبُ أخْذُها بِعِينِ الإِعتبارِ، فَالسُّوقُ المَالِيُّ هُوَ المِرْآةُ الَّتِي تَعكِّسُ الوَضْعَ الإِقتِصادِيَّ، وَلِلسِّيَاسَةِ النَّقْديَّةِ أَثيرُها في تَشْغِيلِ الإِقتِصادِ وَدَوْرانِ عِجَلَتِهِ بما يَنعَكِّسُ لَاحِقًا عَلى السُّوقِ المَالِيِّ.
- العَمَلُ عَلى مُحاولَةِ التَّعامُلِ مَعَ مُتَعَبِّراتِ إِقْتِصادِيَّةٍ أُخْرَى لَمْ تَتَنَاوَلْها الدَّرَاسَةُ التَّطْبِيقِيَّةُ المُرتَبِطَةُ بِهَذَا البَحْثِ، أَو التَّعامُلِ مَعَ نَفْسِ مُتَعَبِّراتِ الدَّرَاسَةِ التَّطْبِيقِيَّةِ لِهَذَا البَحْثِ مَعَ تَحْديدِ طَبِيعَةِ عَلاقَتِها بِمُؤَشِّراتِ أسْواقِ الأَوْراقِ المَالِيَّةِ الأُخْرَى بِخِلافِ سُوْقِ عَمَّانِ المَالِيِّ.
- عَلى المُسْتثمِرِينَ إِدراكِ أَهمِّيَّةِ المَعْلُومَاتِ المُتَاحَةِ لَدَيْهِمُ وَالْمُتَعَلِّقَةِ بِأَسْعارِ أسْهُمِ الشَّرِكاتِ المُدرِجَةِ في سُوْقِ عَمَّانِ المَالِيِّ بما يُساعِدُ هَذَا عَلى تَحْسينِ كَفاءَةِ السُّوقِ.
- عَلى الشَّرِكاتِ المُدرِجَةِ في سُوْقِ عَمَّانِ المَالِيِّ أَنْ تَعْمَلَ عَلى الإِفْصاحِ عَن كَافَّةِ المَعْلُومَاتِ وإِتاحَتِها لِجَمِيعِ المُسْتثمِرِينَ المُتعامِلِينَ في السُّوقِ وَبِدُونِ تَكَاليفِ.
- زيَاةُ الوَعْيِ الإِسْتِثمَارِيِّ بما يُساعِدُ عَلى تَشْجِيعِ الإِسْتِثمَارَاتِ.
- تَنْوِيعِ الأَدْواتِ المَالِيَّةِ بما يُساعِدُ المُسْتثمِرَ في عَمَلِيَّةِ إِختِيارِ الإِسْتِثمَارِ في الأَوْراقِ الَّتِي يَرغَبُ بِها، بما يُساعِدُ هَذَا عَلى زيَاةِ عَدَدِ المُسْتثمِرِينَ في السُّوقِ.
- عَلى سُوْقِ عَمَّانِ المَالِيِّ أَخْذَ بِعِينِ الإِعتبارِ مُعَدَّلِ النَّاتِجِ المَحَلِّيِّ الإِجْمالِيِّ، وَذَلِكَ لِأَنَّ عِنْدَ زيَاةِ مُعَدَّلِ النَّاتِجِ المَحَلِّيِّ الإِجْمالِيِّ يَنخَفِضُ مُؤَشِّرُ السُّوقِ وَبِالتَّالِي إِخْفاضُ الأَسْعارِ وَالْعَوائِدِ.
- وَجَدنا أَنَّ كَلْمًا إِرتَفَعَ مُعَدَّلُ التَّضخُّمِ كَلْمًا إِخْفَضَ مُؤَشِّرُ سُوْقِ البُورْصَةِ، وَمِنْ هُنَا يَظْهَرُ تَأْثيرُ السِّيَاسَةِ النَّقْديَّةِ في تَحْديدِ أَسْعارِ البُورْصَاتِ، لِذَلِكَ عَلى الدَّوْلَةِ التَّحَكُّمُ في الإِجْهااتِ التَّضخُّمِيَّةِ لِأَسْعارِ كَالْحَدِّ مِنَ التَّوَسُّعِ النَّقْديِّ. كَمَا أَنَّ إِخْفاضَ مُعَدَّلِ التَّضخُّمِ مَعَ إِرتَفاعِ مُؤَشِّرِ السُّوقِ قَدْ يُساعِدُ عَلى تَحْسينِ أَداءِ السُّوقِ.

- زيادة العائد النسبي للإستثمار في الأوراق المالية في إطار نظرة شاملة لمُتغيّرات السّياسة النّقديّة وأدواتها كإعادة هيكلة الحوافز الضريبيّة لصالح المُستثمرين والمُؤسّسين، كإعفاء الجزء الخاضع للضريبة بما يُعادل المبلغ المُستثمر في الأوراق المالية، بشرط أن تبنى مُستثمرًا في الأوراق المالية بمُدّة مُعيّنة.
- إعادة إجراء هذه الدّراسة على مُستوى الأسواق الماليّة العربيّة باستخدام تقنيّة سُبر آراء المُستثمرين.
- إجراء هذه الدّراسة على مُستوى القُطاعات في كلِّ بورصة مع زيادة عدد البورصات.
- دراسة تأثير المُتغيّرات الإقتصاديّة الكليّة على أسعار الأسهم في الأسواق الماليّة العربيّة.
- محاولة تطوير أساليب الإفصاح والشفافيّة وتوفير معلومات للمُستثمر وتطبيق المعايير المحاسبيّة كأسلوب لرفع الكفاءة المعلوماتيّة.
- دراسة أثر مُعدّل الفائدة لدى البنوك الدوليّة على أسعار السهم في الأسواق الماليّة العربيّة.
- البحث في دوال منفعة المُستثمر العربيّ وسُلوّكه الرشيد.
- البحث عن اختبارات لقياس الكفاءة عند المُستوى المُتوسّط والقويّ.
- تشجيع البحث في مجال إقتصاديّات رُوس الأموال للخروج من دائرة إقتصاديّات الإستهلاك.
- فتح تَخصّصات في مجال سُوق الأوراق المالية على مُستوى الجامعة.

آفاق الدّراسة

- بالنظر إلى مُحدّدات الدّراسة التي دَفعت إلى التّركيز على بعض جوانب الموضوع، فإنّه يُقترح في الأخير بعض المواضيع التي يمكن أن تكون محاور لدراسات مُستقبليّة تكمل وتلمّ بجميع حثيئات هذه الدّراسة:
- السّياسة الماليّة وتأثيرها على سُوق الأوراق المالية الأُرديّة.
 - دراسة تغيّرات سعر الصّرف على عائد محفظة الأوراق المالية الأُرديّة.
 - المُتغيّرات الإقتصاديّة الكبرى وأثارها على أسعار أوراق الماليّة.
 - دراسة العلاقة السببيّة بين أهم مُتغيّرات السّياسة النّقديّة وتأثيرها على سُوق عمّان الماليّ.
 - دور السّياستين النّقديّة والماليّة في مؤشّرات أداء سُوق الأوراق المالية.
 - دور السّياسة النّقديّة في تنشيط سُوق الأوراق المالية.
 - العلاقة السببيّة بين مُعدّل التضخّم والرّفم القياسيّ لأسعار الأسهم في سُوق عمّان الماليّ.
 - دراسة تكامل وكفاءة الأسواق الماليّة العربيّة ومُقارنتها بالأسواق المُتقدّمة.

قائمة المراجع

المراجع باللغة العربية

الكتب باللغة العربية

1. إبراهيم عبد الرحيم محمد، *اقتصاديات النقود والبنوك* (الإسكندرية: دار التعليم الجامعي، 2015).
2. إبراهيم هندي منير، *الأوراق المالية وأسواق رأس المال* (الإسكندرية: منشأة المعارف، 1999).
3. أحمد أبو موسى رسمية، *الأسواق المالية والنقدية* (عمان: دار المعتز للنشر والتوزيع، 2005).
4. أمين زويل محمود، *بورصة الأوراق المالية: موقعها من الأسواق - أحوالها ومستقبلها* (الإسكندرية: دار الوفاء لنديا الطباعة والنشر، دون سنة نشر).
5. الدسوقي إيهاب، *اقتصاديات كفاءة البورصة: المفاهيم الأساسية للاستثمار والبورصة - البورصة المصرية والأمريكية* (القاهرة: دار النهضة العربية، 2000).
6. الزرري عبد النافع وفرح غازي، *الأسواق المالية* (الأردن - عمان: دار وائل للنشر، 2001).
7. الصافي وليد والبكري أنس، *الأسواق المالية والدولية* (عمان: دار المستقبل للنشر والتوزيع، 2009).
8. بيكيت مايكل، *كيف تعمل البورصة؟: دليل المستثمر الصغير* (دون ذكر البلد: دار الفاروق للنشر والتوزيع، 2005).
9. حنفي عبد الغفار، *الاستثمار في الأوراق المالية: أسهم - سندات - وثائق الاستثمار - الخيارات* (الإسكندرية: الدار الجامعية للطبع والنشر والتوزيع، 2000).
10. حنفي عبد الغفار وزكي قريبا قص رسمية، *الاستثمار في الأوراق المالية: مدخل اتخاذ القرارات* (الإسكندرية: الدار الجامعية، 2006-2007).
11. حنفي عبد الغفار وزكي قريبا قص رسمية، *الأسواق والمؤسسات المالية: بنوك تجارية - أسواق الأوراق المالية - شركات التأمين - شركات الاستثمار* (الإسكندرية: الدار الجامعية للطبع والنشر والتوزيع، 2004).
12. حنفي عبد الغفار وزكي قريبا قص رسمية، *الأسواق والمؤسسات المالية: بنوك تجارية - أسواق الأوراق المالية - شركات التأمين - شركات الاستثمار* (مصر: الدار الجامعية، 2008).
13. حنفي عبد الغفار، *البورصات: أسهم - سندات - صناديق الاستثمار* (الإسكندرية: المكتب العربي الحديث، دون سنة نشر).
14. ضياء مجيد، *البورصات: أسواق رأس المال وأدواتها الأسهم والسندات* (الجزائر: مؤسسة شباب الجامعة، 2003).
15. طارق عبد العال حماد، *المشتقات المالية* (الإسكندرية: الدار الجامعية، 2003).
16. عبد الحميد عبد المطلب، *اقتصاديات النقود والبنوك* (الإسكندرية: الدار الجامعية، 2010).
17. عبد الستار حيدر فاخر، *التحليل الاقتصادي لتغيرات أسعار الأسهم* (الرياض: دار المريخ للنشر، 2002).

18. عبد القادر السيد متولي، *الأسواق المالية والنقدية في عالم متغير* (عمان الأردن: دار الفكر، 2010).
19. عبد اللاوي مفيد، *محاضرات في: الاقتصاد النقدي والسياسات النقدية* (الوادي: مطبعة مزوار، 2007).
20. عوض عبد الجواد محمد وإبراهيم الشديفات علي، *الاستثمار في البورصة: أسهم- سندات- أوراق مالية* (عمان: دار الحامد للنشر والتوزيع، 2006).
21. فاضل البياتي طاهر وسماهر ميرال روهي، *النقود والبنوك والمتغيرات الاقتصادية المعاصرة* (عمان: دار وائل للنشر، 2013).
22. قرياقص رسمية، *أسواق المال: أسواق- رأس المال- المؤسسات* (الإسكندرية: الدار الجامعية للنشر والتوزيع، 1999).
23. كمال آل شبيب دريد، *الأسواق المالية والنقدية* (عمان: دار المسيرة للنشر و التوزيع، 2012).
24. محمد السويدي سهام، *استقلالية البنوك المركزية ودورها في فعالية السياسة النقدية في الدول العربية* (الإسكندرية: الدار الجامعية، 2010).
25. محمود الزبيدي حمزة، *الاستثمار في الأوراق المالية* (عمان: مؤسسة الأوراق للنشر والتوزيع، 2001).
26. محمود الشواورة فيصل، *الاستثمار في بورصة الأوراق المالية: الأسس النظرية والعملية* (عمان: دار وائل للنشر، 2008).
27. مطر محمد وتيم فايز، *إدارة المحافظ الاستثمارية* (عمان- الأردن: دار وائل للنشر، 2005).
28. هندي منير إبراهيم، *إدارة المنشآت المالية وأسواق المال* (الإسكندرية: دار المعارف، 2006).
29. وليم أندراوس عاطف، *أسواق الأوراق المالية* (الإسكندرية: دار الفكر الجامعي للنشر، 2008).
30. يوسف ياسين محمد، *البورصة: عمليات البورصة- تنازع القوانين- اختصاص المحاكم* (بيروت: منشورات الحلبي الحقوقية، 2014).

المذكرات

31. بن عزوز عبد الرحمن، "دور الوساطة المالية في تنشيط سوق الأوراق: دراسة حالة تونس" (مذكرة الماجستير، جامعة منتوري قسنطينة، 2011- 2012).
32. رشيد بوكساني، "معوقات أسواق الأوراق المالية العربية وسبل تفعيله" (رسالة الدكتوراه، جامعة الجزائر، 2005- 2006).
33. ياسين عبد الله، "دور سياسة سعر الصرف في الرفع من فعالية السياسة النقدية: دراسة حالة الجزائر" (مذكرة الماجستير، جامعة وهران، 2013-2014).
34. سرحوني صليحة وتومي نجية، *السياسة النقدية المعتمدة في معالجة التضخم* (مذكرة الليسانس، المركز الجامعي د. يحي فارس بالمدية، 2007-2008).

35. زواري فرحات زينب، "دراسة العلاقة السببية بين أهم متغيرات السياسة النقدية: دراسة حالة الجزائر خلال الفترة 1990-2014" (مذكرة ماستر أكاديمي، جامعة الشهيد حمه لخضر بالوادي، 2014-2015).
36. عليا آسيا، "فعالية السياسة النقدية في تحقيق الاستقرار الاقتصادي في ظل الإصلاحات الراهنة: دراسة حالة" (مذكرة الماستر، جامعة تبسة، 2010-2011).
37. شريف عمروش، "السياسة النقدية ومعالجة اختلال ميزان المدفوعات" (مذكرة ماجستير، جامعة سعد دحلب بالبليدة، جانفي 2005).
38. رزاق سالم صفاء، "دراسة تغييرات سعر الصرف على عائد محفظة الأوراق المالية" (مذكرة الماستر أكاديمي، جامعة قاصدي مرباح ورقلة، 2015-2016).
39. ميمي جداني، "انعكاس استقلالية البنك المركزي على أداء السياسة النقدية" (مذكرة ماجستير، جامعة حسيبة بن بوعلي الشلف، سبتمبر 2005).
40. حويي شهرزاد، "أثر التضخم على عوائد الأسهم" (مذكرة الماستر أكاديمي، جامعة قاصدي مرباح ورقلة، 2015-2016).
41. الأمين دودي محمد، "أثر تقلبات سعر الفائدة على أسعار الأسهم" (مذكرة الماستر أكاديمي، جامعة قاصدي مرباح ورقلة، 2014-2015).
42. الطاهر نواري ومحمد بحدود وياسين جمعة، "تطور الأسواق المالية في الدول العربية" (مذكرة الليسانس، المركز الجامعي يحي فارس بالمدينة، 2005-2006).
43. الداوي خيرة، "تقييم كفاءة وأداء الأسواق المالية" (مذكرة الماجستير، جامعة قاصدي مرباح ورقلة، 2011-2012).
44. مكايي محمد، "دراسة اثر تقلبات أسعار الصرف على قيمة الأسهم" (مذكرة الماجستير، جامعة قاصدي مرباح ورقلة، 2011-2012).

المجلات

45. عطية محمد صالح، "تحليل العوامل الموضوعية المؤثرة في سوق الأوراق المالية مع الإشارة إلى سوق العراق"، مجلة ديايي، العدد الرابع والخمسون (جامعة ديالي، 2012).

المواقع الالكترونية

46. الموقع الرسمي لبورصة عمان www.ase.com.jo.date, de consultation 27/03/2017

47. www.ase.com.jo/ar (consulte 27-03-2017)

48. www.cbj.gov.jo (consulte 27-03-2017)

التقارير

49. التقرير السنوي للبنك المركزي الأردني (الأردن: مطبعة البنك المركزي الأردني، 2006).
50. أحدث التطورات النقدية والاقتصادية في الأردن (الأردن: التقرير السنوي لدائرة الأبحاث (12)، المجلد 2، نوفمبر 2007).
51. أحدث التطورات النقدية والاقتصادية في الأردن (الأردن: التقرير السنوي لدائرة الأبحاث (11)، المجلد 4، نوفمبر 2009).
52. التقرير السنوي للبنك المركزي الأردني (الأردن: مطبعة البنك المركزي الأردني، 2010).
53. التقرير السنوي للبنك المركزي الأردني (الأردن: مطبعة البنك المركزي الأردني، 2011).
54. التقرير السنوي للبنك المركزي الأردني (الأردن: مطبعة البنك المركزي الأردني، 2013).
55. التقرير السنوي للبنك المركزي الأردني (الأردن: مطبعة البنك المركزي الأردني، 2014).
56. التقرير السنوي للبنك المركزي الأردني لسنوات (2006، 2008، 2010، 2013 و 2014).
57. التقارير السنوية لبورصة عمان من 2006 إلى 2014 على الموقع الرسمي لبورصة عمان www.ase.com.jo date de consultation 01-04-2016
- المراجع باللغة الأجنبية

58. E. Ozbay, *The relationship between stock returns and macro economic factors: evidence from turkey*, Master of science in financial analysis and fund management, Universtiy of Exeter, Exeter, 2009 J-1.

59. L. Esch et R. Kieffer et T. lLopez, *Op-cit*

قائمة المصطلحات

المصطلح	شرحه
آدم سميث	(5 يونيو 1723-17 يوليو 1790) فيلسوف أخلاقي وعالم اقتصاد اسكتلندي، يعد مؤسس علم الاقتصاد الكلاسيكي، من أعماله كتابيه الكلاسيكيين المشهورين: نظرية الشعور الأخلاقي، ثروة الأمم، يعتبر أب الاقتصاد الحديث، من أفكاره تقسيم العمل نظرية "اليد الخفية".
النمو الاقتصادي	عبارة عن عملية يتم فيها زيادة الدخل الحقيقي زيادة تراكمية ومستمرة عبر فترة ممتدة من الزمن (ربع قرن) بحيث تكون هذه الزيادة أكبر من معدل نمو السكان، مع توفير الخدمات الإنتاجية والاجتماعية وحماية الموارد المتجددة من التلوث.
التنمية الاقتصادية	عبارة عن تغيير ايجابي ولكن بطابع كفي، حيث يحتاج تحقيقها زيادة النمو الاقتصادي، ولكن هذا النمو يكون مرتبط بإحداث تغييرات نحو الأفضل في القطاعات الاقتصادية والاجتماعية المختلفة، مع التنسيق فيما بينها وأبرزها التعليم والصحة والتوظيف.
العوائد الاستثمارية	مقياس لقدرة تحقيق الأصول للأرباح يوضح ربحية الشركة من عملياتها التجارية وبالتالي فهو مقياس لفاعلية الشركة، يحسب بقسمة الدخل الصافي على متوسط مجموع الأصول.
سعر فائدة ثابت	هي معدل الفائدة الذي لا يتغير طوال مدة القرض.
سعر فائدة اسمي	هو معدل الفائدة قبل حساب التعديل الناشئ عن الغلاء، وهذا بخلاف معدل الفائدة الحقيقي، ويطلق التعبير الاسمي على معدل الفائدة عندما تكون الزمنية ليست سنة، وإنما شهر أو يوم.
سندات الخزينة	هي بالأساس أداة دين مالية حكومية، ذات نسبة فائدة ثابتة، وغالبا ما تكون مقومة بعملة البلد الذي أصدرها، ولفترة استحقاق طويلة الأجل تصل إلى ثلاثين عاما.
المربع السحري	مربع كالدور" هو رسم تخطيطي يمكن من تفقد أداء اقتصاد معين عبر أربعة مؤشرات، وبحسبه يمكن اعتبار أي سياسة اقتصادية فعالة إذا استطاعت تحقيق أربعة أهداف

قائمة المصطلحات

<p>يستخدم عليه ب "مربع كالدور"، وهي الأهداف الأساسية الأربعة لأي سياسة اقتصادية، وأركان مربع كالدور هي: نمو الناتج الداخلي الخام، التوازن الخارجي، ومعدلات البطالة</p>	
<p>(النسبة كيو) هو مقياس يقيس نسبة الرسملة السوقية في سوق الأسهم إلى إجمالي قيمة استبدال الأصول الكامنة، وهو مقياس ثبت نجاحه في الماضي يحمل اسم عالم اقتصادي من جامعة ييل.</p>	<p>مؤشر التويين Q</p>
<p>هي عملية تتخلى بموجبها أية دولة عن عملتها الخاصة وتتبنى عملة دولة أكثر استقرارا بشكل رسمي و قانوني، ومع أن الاسم قد صيغ بالإشارة إلى الدولار الأمريكي، فإن تحويل إلى أية عملة غريبة وحمستقرة مثل: اليورو الأوروبي، الين الياباني... الخ يعرف عادة بالدولة وهي نوعان: كاملة وغير الرسمية.</p>	<p>الدولة</p>
<p>إيرفينغ فيشر ولد عام 1867 وتوفي عام 1947، كان أول اقتصادي يتبع مدرسة الاقتصاد الكلاسيكي الحديث، كان له العديد من المشاركات والمساهمة في المفاهيم الاقتصادية لعل أهمها نظرية التوازن العام، صدر له ثمانية وعشرون كتابا، كان من أوائل الاقتصاديين الذين نادوا بالتعامل بالأوراق النقدية بدلا من الذهب كمييار مالي.</p>	<p>فيشر Fisher</p>
<p>يوجين فاما ولد في 14 فبراير 1939 هو عالم اقتصادي أمريكي حاصل على جائزة نوبل، اشتهر بأبحاثه النظرية والتجريبية نظرية المحفظة وتسعير الأصول، أكثر ما عرف عنه هو تطويره لفرضية كفاءة السوق، هو أول فائز بجائزة المالية والاقتصاد من دويتش بنك والتي منحت له في عام 2005 كما حصل على جائزة نوبل للاقتصاد عام 2013.</p>	<p>فاما Fama</p>
<p>هو مؤشر رئيسي لبورصة نيويورك NYSE الى جانب المؤشرين الداو جونز الصناعي، ومؤشر S&P 500 أو ستاندرد آند بورز للأكبر 500 شركة مالية أمريكية ، وتعتبر بورصة نيويورك NYSE أقدم بورصة منظمة في العالم وأكبرها بالوقت الحالي حيث تضم هذه الأخيرة أسهم ل 2.764 شركة ، وقد اندمجت مجموعة بورصة نيويورك مع البورصة الأوروبية يورونكست لتشكيل NYSE Euronext</p>	<p>مؤشر نايز NYSE</p>

الملخص:

الأوراق المالية في العصر الحالي تمثل أداة فعالة لتمويل استثمارات ومشاريع التنمية الاقتصادية والاجتماعية، وبالرغم من تعدد أساليب التمويل المتاحة إلا أن السبل الكفيلة لاستخدام الأمثل لتلك الأساليب وجعلها مكملة لبعضها البعض يشكل التحدي الأكبر لأي اقتصاد.

تهدف هذه الدراسة إلى تسليط الضوء لموضوع أثر متغيرات السياسة النقدية في تقلبات أسعار الأوراق المالية، دراسة حالة البورصة الأردنية خلال الفترة (2006-2014)، لذلك تمت صياغة الإشكالية الأساسية على النحو التالي: "إلى مدى تؤثر متغيرات السياسة النقدية على أداء سوق الأوراق المالية في الأردن؟ وفي حالة وجود تأثير كيف يمكن للسياسة النقدية أن تساهم في تنشيط سوق الأوراق المالية الأردنية؟".

وتوصلنا في هذا البحث إلى أن سوق الأوراق المالية المحور الأساسي لتوجيه مختلف الأنشطة الاقتصادية، ويتمتع سوق الأردن للأوراق المالية بأهمية بالغة كإطار مؤسسي قائم يعمل على تسهيل انسياب الأموال من المدخرين إلى المستثمرين وكقناة توجيه استخدام الموارد المتاحة بكفاءة على النحو الذي يحقق توفير موارد التمويل.

وتهدف الدراسة لإبراز أهمية السياسة النقدية في تحقيق الأهداف الاقتصادية، باعتبارها تمثل الجانب النقدي للسياسة الاقتصادية الكلية، ووضح السياسة النقدية في الأردن بالإضافة إلى توضيح العلاقة السببية بين المتغيرات التالية: معدل التضخم والكتلة النقدية، معدل الفائدة وسعر الصرف.

كما توصلنا أيضاً من خلال هذه الدراسة إلى إبراز أهمية السياسة النقدية في سوق الأوراق المالية، باعتبار السياسة النقدية تمثل الجانب النقدي للسياسة الاقتصادية الكلية، بالإضافة إلى توضيح العلاقة السببية بين متغيرات السياسة النقدية وسوق الأوراق المالية الأردنية.

الخلاصة المفتاحية: السياسة النقدية، سوق الأوراق المالية، متغيرات السياسة النقدية، بورصة الأردن.

Résumé:

L'un des principaux défis qui peuvent faire face aux décideurs au niveau national, on trouve la problématique de choix entre les différentes alternatives de financement disponibles.

Dans notre époque, le marché boursier est devenu l'un des meilleurs outils efficaces de financements des investissements et des projets de développement économiques et sociaux.

Cette étude, vise à mettre en évidence de l'impact des variables de la politique monétaire sur la fluctuation des prix au seuil des marchés boursiers –Cas de marché boursier de la Jordanie- 2006-2014.

En conclusion, on a trouvé que le marché boursier de la Jordanie est très important sur le plan de facilitation de transfert des fonds des épargnants, aux investisseurs, et aussi, comme un outil efficace pour garantir l'utilisation optimale des ressources disponibles,

Il a également atteint à cette étude pour mettre en évidence l'importance de la politique monétaire sur le marché boursier, la politique monétaire est un aspect essentiel de la politique macro-économique, ainsi que de clarifier la relation de cause à effet entre les variables de la politique monétaire et le marché boursier et : le taux d'inflation, taux d'intérêt, taux de change et bloc monétaire

Mots clés: politique monétaire, marché boursier, les variables de politique monétaire, la Jordanie Bourse